

联想集团 (00992.HK)

全年业绩稳步增长，AI PC+手机+服务器三轮发力

优于大市

核心观点

FY2025 财年收入稳步增长，净利润增速转正。 FY2025 财年公司实现营业收入 690.77 亿美元，同比+21.41%；实现净利润 13.84 亿美元，同比+37.01%，净利润增速转正。分季度来看，FY2025 财年 Q4 实现营业收入 169.84 亿美元，同比+22.50%、环比-9.64%；实现净利润 0.90 亿美元，同比-63.72%、环比-87.02%，单季度业绩承压，主要受香港财务报告准则计量影响，根据公司财报披露，若使用非香港财务报告计量准则，则 FY2025 财年 Q4 净利润为 2.78 亿元，同比+25.08%。

毛利率、期间费用率同比下降，净利率同比提升。 FY2025 财年公司毛利率为 16.1%，同比-1.2 个 pct，主要由于公司智能手机产品收入快速提升且该产品毛利率较低，进而拉低公司整体毛利率水平。FY2025 财年期间费用率为 13.7%，同比-1.4 个 pct，其中销售及分销、行政、研发、财务费用率分别为 5.2%、4.1%、3.3%、1.1%，分别同比-0.6、-0.3、-0.3、-0.2 个 pct。FY2025 财年净利率为 2.1%，同比+0.2 个 pct，盈利能力同比提升。

AI PC+手机+服务器三轮发力，有望拉动公司业绩持续增长。 1) **AI PC**：根据 IDC 披露数据，2024 年联想 PC 出货量约 6180 万台，全球市占率约为 23.5%，同比+0.8 个 pct，市占率持续增长；2025 年受后疫情周期拉动，叠加 Win10 停更换机需求，PC 行业增速有望提升；同时，25 年 5 月联想正式发布天禧超级个人智能体，叠加 AI 应用生态快速完善，有望拉动 AI PC 渗透率持续提升。2) **智能手机**：根据 CounterPoint Research 披露数据，2024 年全球智能手机销量同比+4%，摩托罗拉手机（联想旗下品牌）出货量同比增长 23%，高于行业增速，已经成为全球第七大智能手机品牌，2025 年持续看好公司在欧洲、中东、东亚等地区市场的拓展。3) **服务器**：根据公司财报披露信息，FY2025 财年下半年，公司基础设施方案集团（主要为服务器业务）成功扭亏为盈，2025 年阿里巴巴等互联网大厂加大资本开支投入，对 AI 服务器需求提升，公司服务器业务有望充分收益，贡献增量业绩。

风险提示： AI PC 渗透率低于预期；互联网大厂资本开支低于预期；关税扰动风险。

投资建议： 调整盈利预测，维持“优于大市”评级。

基于关税扰动等不确定因素对公司业绩的影响，调整盈利预测，预计 FY2026-FY2028 年归母净利润 16.04/18.32/20.19 亿美元（前值 FY2026-FY2027 年归母净利润为 16.40/19.37 亿美元），摊薄 EPS=0.13/0.15/0.16 元，当前股价对应 PE=9/8/7x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	56,864	69,077	74,650	80,656	85,845
(+/-%)	-8.2%	21.5%	8.1%	8.0%	6.4%
净利润(百万元)	1011	1384	1604	1832	2019
(+/-%)	-37.1%	37.0%	15.9%	14.2%	10.2%
每股收益(元)	0.08	0.11	0.13	0.15	0.16
EBIT Margin	2.7%	4.4%	-0.1%	0.2%	0.3%
净资产收益率(ROE)	18.1%	22.8%	20.9%	19.3%	17.5%
市盈率(PE)	14.3	10.5	9.0	7.9	7.2
EV/EBITDA	62.5	41.8	67.3	61.8	58.2
市净率(PB)	2.60	2.39	1.89	1.53	1.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·海外公司财报点评

电子·消费电子

证券分析师：熊莉
021-61761067
xionglli1@guosen.com.cn
S0980519030002

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：艾宪
0755-22941051
aixian@guosen.com.cn
S0980524090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	9.16 港元
总市值/流通市值	113627/113627 百万港元
52 周最高价/最低价	13.60/6.57 港元
近 3 个月日均成交额	1020.12 百万港元

市场走势



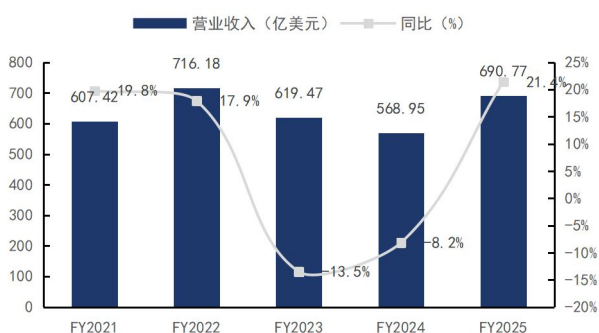
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《联想集团 (00992.HK) -FY2025Q3 财报点评：ISG 业务扭亏为盈，业绩稳健增长》——2025-03-13
- 《联想集团 (00992.HK) -AI PC 渗透率加速提升，AI 驱动业绩增长》——2024-12-02
- 《联想集团 (00992.HK) -深入智能化变革，AI PC 迎商业化落地元年》——2024-10-28
- 《联想集团 (00992.HK) -第一财季收入增长 20%，混合式人工智能持续带来发展机遇》——2024-08-18
- 《联想集团 (00992.HK) -全球领先的 ICT 科技企业，AI PC 与服务器创造发展新动能》——2024-07-23

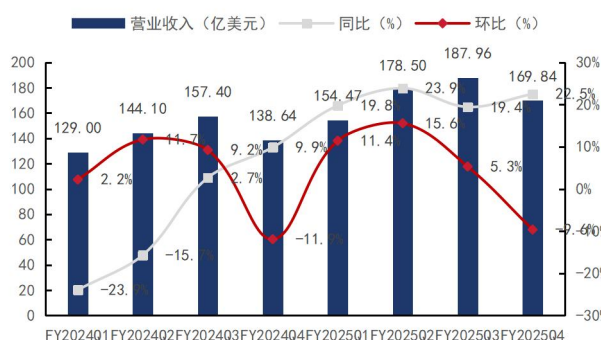
FY2025 财年收入稳步增长，净利润增速转正。FY2025 财年公司实现营业收入 690.77 亿美元，同比+21.41%；实现净利润 13.84 亿美元，同比+37.01%，净利润增速转正。分季度来看，FY2025 财年 Q4 实现营业收入 169.84 亿美元，同比+22.50%、环比-9.64%；实现净利润 0.90 亿美元，同比-63.72%、环比-87.02%，单季度业绩承压，主要受香港财务报告准则计量影响，根据公司财报披露，若使用非香港财务报告计量准则，即剔除 1) 以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产公允价值变动净额；2) 并购产生的无形资产摊销；3) 并购相关费用；4) 视作出售附属公司收益；5) 无形资产减值及摊销；6) 一次性所得税抵免；7) 重组及其他费用；8) 签出认沽期权负债的重新计量收益；9) 与认股权证相关的衍生金融负债公允价值变动；10) 可换股债券名义利息以及相应所得税影响，则以非香港财务报告准则计量的 FY2025 财年 Q4 净利润为 2.78 亿元，同比+25.08%。

图1：联想集团营业收入及增速（单位：亿元、%）



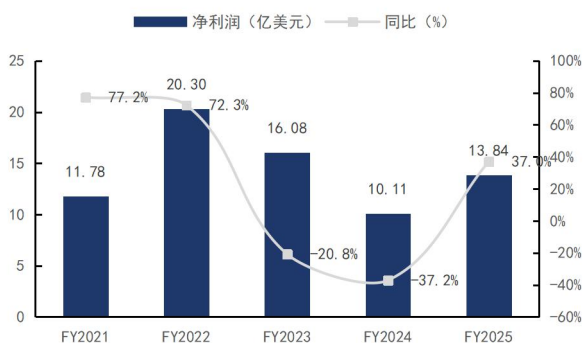
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：联想集团单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



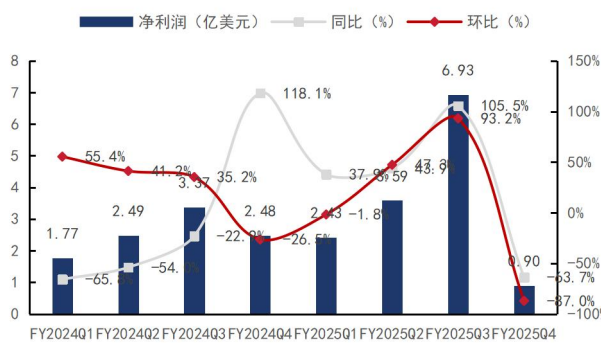
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：联想集团净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

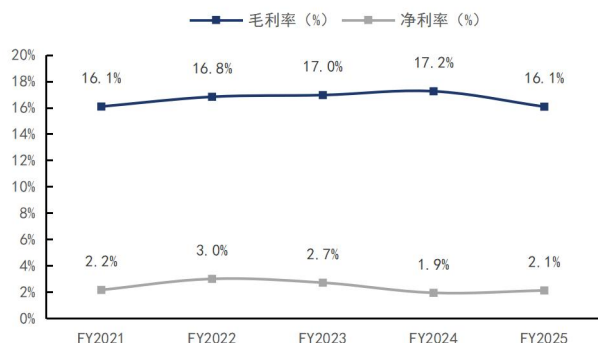
图4：联想集团单季净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

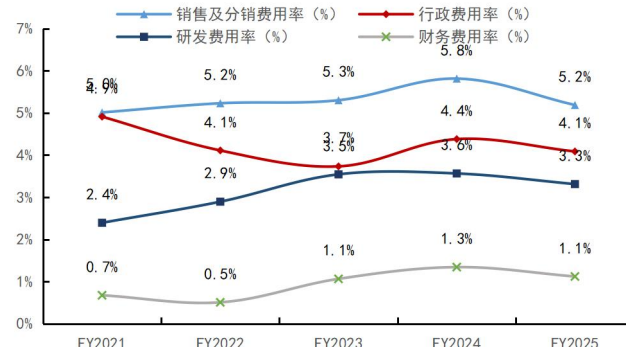
毛利率、期间费用率同比下降，净利率同比提升。FY2025 财年公司毛利率为 16.1%，同比-1.2 个 pct，主要由于公司智能手机产品收入快速提升且该产品毛利率较低，进而降低公司整体毛利率水平。FY2025 财年期间费用率为 13.7%，同比-1.4 个 pct，其中销售及分销、行政、研发、财务费用率分别为 5.2%、4.1%、3.3%、1.1%，分别同比-0.6、-0.3、-0.3、-0.2 个 pct。FY2025 财年净利率为 2.1%，同比+0.2 个 pct，盈利能力同比提升。

图5: 联想集团毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 联想集团费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

AI PC+手机+服务器三轮发力, 有望拉动公司业绩持续增长。1) **AI PC:** 根据 IDC 披露数据, 2024 年联想 PC 出货量约 6180 万台, 全球市占率约为 23.5%, 同比+0.8 个 pct, 市占率持续增长; 2025 年受后疫情周期拉动, 叠加 Win10 停更换机需求, PC 行业增速有望提升; 同时, 25 年 5 月联想正式发布天禧超级个人智能体, 叠加 AI 应用生态快速完善, 有望拉动 AI PC 渗透率持续提升。2) **智能手机:** 根据 CounterPoint Research 披露数据, 2024 年全球智能手机销量同比+4%, 摩托罗拉手机(联想旗下品牌)出货量同比增长 23%, 高于行业增速, 已经成为全球第七大智能手机品牌, 2025 年持续看好公司在欧洲、中东、东亚等地区市场的拓展。3) **服务器:** 根据公司财报披露信息, FY2025 财年下半年, 公司基础设施方案集团(主要为服务器业务)成功扭亏为盈, 2025 年阿里巴巴等互联网大厂加大资本开支投入, 对 AI 服务器需求提升, 公司服务器业务有望充分收益, 贡献增量业绩。

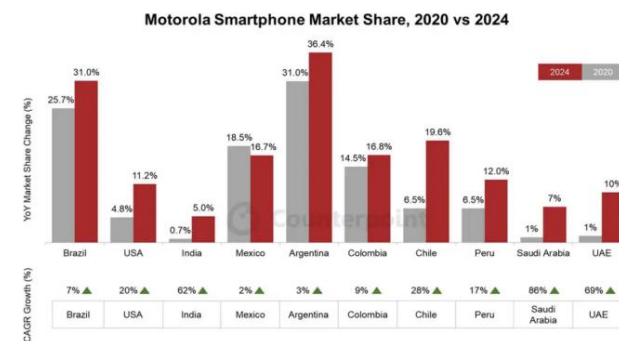
图7: 2024 年全球 PC 出货量情况

Top 5 Companies, Worldwide Traditional PC Shipments, Market Share, and Year-Over-Year Growth, 2024 vs. 2023 (Preliminary results, shipments are in millions of units)					
Company	2024 Shipments	2024 Market Share	2023 Shipments	2023 Market Share	2024/2023 Growth
1. Lenovo	61.8	23.5%	59.1	22.7%	4.7%
2. HP Inc.	53.0	20.2%	52.9	20.3%	0.1%
3. Dell Technologies	39.1	14.9%	40.0	15.4%	-2.2%
4. Apple	22.9	8.7%	21.9	8.4%	4.5%
5. Asus	17.9	6.8%	16.8	6.5%	6.4%
Others	68.0	25.9%	69.5	26.7%	-2.1%
Total	262.7	100.0%	260.2	100.0%	1.0%

Source: IDC Quarterly Personal Computing Device Tracker, January 9, 2024

资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

图8: 摩托罗拉各地区市场份额情况(2024 年 vs2020 年)



资料来源: CounterPoint Research、国信证券经济研究所整理

投资建议: 基于关税扰动等不确定因素对公司业绩的影响, 下调盈利预测, 预计 FY2026-FY2028 年归母净利润 16.04/18.32/20.19 亿美元(前值 FY2026-FY2027 年归母净利润为 16.40/19.37 亿美元), 摊薄 EPS=0.13/0.15/0.16 元, 当前股价对应 PE=9/8/7x, 维持“优于大市”评级。

风险提示: AI PC 渗透率低于预期; 互联网大厂资本开支低于预期; 关税扰动风险。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3560	4728	7666	11334	15284	营业收入	56864	69077	74650	80656	85845
应收款项	12290	15110	15953	17236	18345	营业成本	47061	57979	62580	67398	71614
存货净额	6703	7924	8897	9577	10170	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	75	81	86	销售费用	3285	3309	4158	4574	4940
流动资产合计	22687	27904	32733	38399	44090	管理费用	4984	4731	7971	8537	9001
固定资产	2348	2309	3515	4681	5790	财务费用	516	615	163	108	61
无形资产及其他	8917	8825	6619	4413	2206	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	3031	3367	3367	3367	3367	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	1768	1825	1882	1940	1997	其他收入	348	(962)	2338	2379	2436
资产总计	38751	44231	48117	52800	57450	营业利润	1365	1481	2117	2418	2665
短期借款及交易性金融负债	50	1030	451	511	664	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	10781	12444	13472	14503	15400	利润总额	1365	1481	2117	2418	2665
其他流动负债	15228	16520	18045	19481	20725	所得税费用	263	19	402	459	506
流动负债合计	26059	29994	31968	34495	36789	少数股东损益	92	78	111	127	139
长期借款及应付债券	3569	4338	4338	4338	4338	归属于母公司净利润	1011	1384	1604	1832	2019
其他长期负债	3041	3239	3437	3634	3832	现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
长期负债合计	6611	7577	7774	7972	8170	净利润	1011	1384	1604	1832	2019
负债合计	32670	37571	39742	42466	44959	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	499	591	702	828	968	折旧摊销	807	557	2338	2379	2436
股东权益	5583	6069	7673	9505	11524	折旧摊销	807	557	2338	2379	2436
负债和股东权益总计	38751	44231	48117	52800	57450	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	516	615	163	108	61
每股收益	0.08	0.11	0.13	0.15	0.16	营运资本变动	(579)	(1225)	861	694	632
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	92	78	111	127	139
每股净资产	0.45	0.49	0.62	0.77	0.93	经营活动现金流	1331	793	4913	5032	5226
ROIC	20%	37%	22%	31%	45%	资本开支	0	(305)	(1338)	(1338)	(1338)
ROE	18%	23%	21%	19%	18%	其它投资现金流	(87)	(7)	0	(28)	(34)
毛利率	17%	16%	16%	16%	17%	投资活动现金流	(117)	(370)	(1395)	(1424)	(1430)
EBIT Margin	3%	4%	-0%	0%	0%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	4%	5%	3%	3%	3%	负债净变化	(114)	769	0	0	0
收入增长	-8%	21%	8%	8%	6%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
净利润增长率	-37%	37%	16%	14%	10%	其它融资现金流	(1676)	(792)	(580)	60	153
资产负债率	86%	86%	84%	82%	80%	融资活动现金流	(1904)	745	(580)	60	153
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	(690)	1168	2938	3668	3950
P/E	14.3	10.5	9.0	7.9	7.2	货币资金的期初余额	4250	3560	4728	7666	11334
P/B	2.6	2.4	1.9	1.5	1.3	货币资金的期末余额	3560	4728	7666	11334	15284
EV/EBITDA	62	42	67	62	58	企业自由现金流	0	2044	1813	1854	1964
						权益自由现金流	0	1413	1102	1826	2068

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032