

惠普：收入持平同利润下跌对比明显，市场份额下降推动企业变革

投资评级： 增持

报告日期： 2025-7-17

行业	硬件设备
收盘价（美元）	24.56
总市值（亿美元）	231
流通市值（亿美元）	231
总股本（百万股）	939
PE（2025E）	8.1
PE（TTM）	9.2

近52周股价走势



作者

华通证券国际

研究部

SFC: AAK004

Email: research@watson.com

主要观点：

● 财务表现

2025第二财季净收入132亿美元，相比24年同期增长3.3%，环比下降2.1%。GAAP摊薄每股收益为0.42美元，比去年同期跌31%，未能达到预期。Non-GAAP摊薄每股净收益为0.71美元，同比下滑13%，同样低于预期。营业利润持续下滑，本季度为79.30亿美元。归母净利润为4.06亿美元，同比下降28.14%。

● 业务发展

个人系统（PS）业务收入90亿美元（占总营收68%），同比增长7%（按固定汇率计算增长8%），营业利润率为4.5%。打印业务收入42亿美元（占比32%），同比下降4%（按固定汇率计算下降3%），连续多季度下滑。营业利润率为19.5%。

● 盈利预测

预计 2025 年营业收入达 549.8亿美元，同比增长 2.65%；净利润 22.91 亿美元，同比下降 17.43%。2026 年营收有望进一步增长至599.26亿美元，同比增幅 9.00%，净利润 25.71 亿美元，同比恢复 12.19%。对应 PE 倍数 2025 年为 10.83 倍，2026 年 9.67 倍，2027 年 11.42 倍，盈利水平在2026年下滑后随行业改善与成本优化逐步修复。

● 风险提示

市场竞争剧烈程度继续增加，AI同产品融合不及预期，成本控制手段单一且奏效不彰，来自友商的市场份额侵蚀进一步加剧。

● 主要财务指标

百万美元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	53,559	54,978	59,926	65,853
(+/-)%	-0.30%	2.65%	9.00%	9.89%
营业利润	3,818	3,434	3,834	4,299
(+/-)%	10.47%	-10.07%	11.66%	12.13%
净利润	2,775	2,291	2,571	2,894
(+/-)%	-14.96%	-17.43%	12.19%	12.57%
营业利润率	7.13%	6.25%	6.40%	6.53%
PE	9.25	10.83	9.67	8.58

资料来源：WIND，华通证券国际研究部

财务报表与盈利预测

资产负债表					现金流量表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20,760	18,684	21,487	24,710	经营活动现金流	3,749	3,311	3,612	3,958
现金及等价物	3,253	2,928	3,367	3,872	净利润	2,775	2,291	2,571	2,894
应收账款合计	5,117	4,605	5,296	6,091	折旧摊销	830	824	841	857
存货	7,720	6,948	7,990	9,189	股份支付费用	452	495	539	593
其他流动资产	4,670	4,203	4,833	5,558	其他非现金调整	141	141	141	141
非流动资产	19,149	19,340	19,727	20,122	营运资本变动	-449	-440	-479	-527
固定资产净值	2,914	2,943	3,002	3,062	投资活动现金流	-646	-555	-604	-664
商誉及无形资产	8,627	8,713	8,888	9,065	固定及无形资产	-592	-550	-599	-659
其他非流动资产	7,608	7,684	7,838	7,995	支出: 可供出售	-4	-5	-5	-5
总资产	39,909	38,024	41,214	44,831	收入: 可供出售	8	10	10	10
流动负债	28,687	26,029	29,934	34,424	企业并购支出	-58	-10	-10	-10
应收票据及短借	1,406	1,476	1,698	1,952	筹资活动现金流	-3,082	-2,118	-2,783	-2,748
应付账款	16,903	15,213	17,495	20,119	借款收入	380	1,500	800	500
其他流动负债	10,378	9,340	10,741	12,352	偿还债务	-213	-600	-926	-833
非流动负债	12,545	13,537	12,611	11,778	其他筹资活动	-74	-118	-158	-198
长期借款	8,263	9,255	8,329	7,496	回购普通股	-2,100	-1,800	-1,300	-900
其他非流动负债	4,282	4,282	4,282	4,282	支付股息	-1,075	-1,100	-1,199	-1,317
总负债	41,232	39,566	42,545	46,202	现金净增加额	21	639	225	547
普通股	9	9	9	9	汇率变动影响	3,749	3,311	3,612	3,958
额外实收资本	1,778	1,600	1,840	2,116	现金净增加额	2,775	2,291	2,571	2,894
留存收益	-2,676	-2,369	-2,477	-2,863					
累计其他收益	-434	-781	-703	-633					
股东权益合计	-1,323	-1,541	-1,331	-1,370					
负债及权益合计	39,909	38,024	41,214	44,831					

主要财务比率					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					营业收入				
营业收入	53,559	54,978	59,926	65,853	产品	50,453	51,790	56,451	62,034
营业利润	3,818	3,434	3,834	4,299	服务	3,106	3,188	3,475	3,819
净利润	2,775	2,291	2,571	2,894	总营业收入	53,559	54,978	59,926	65,853
盈利能力					营业成本				
营业利润率	7.13%	6.25%	6.40%	6.53%	产品	39,952	41,410	45,137	49,601
净利润率	5.18%	4.17%	4.29%	4.39%	服务	1,789	1,878	2,048	2,250
回报率分析					总营业成本	41,741	43,289	47,185	51,851
总资产	39,909	38,024	41,214	44,831	毛利	11,818	11,690	12,742	14,002
总资产收益率	6.95%	6.03%	6.24%	6.46%	研发	1,640	1,596	1,740	1,912
净资产	-1,323	-1,541	-1,331	-1,370	销售及管理	5,658	5,878	6,407	7,041
净资产收益率	209.75%	148.67%	193.18%	211.18%	其他费用	301	480	432	389
估值分析					并购与剥离	83	46	50	55
市盈率	9.25	10.83	9.67	8.58	无形资产摊销	318	256	279	307

总营业开支	8,000	8,256	8,908	9,703	利息收入(支出)	-539	-578	-630	-692
营业利润	3,818	3,434	3,834	4,299	除税前利润	3,279	2,856	3,204	3,607
减: 所得税	-504	-564	-633	-713	净利润	2,775	2,291	2,571	2,894
归母净利润	2,775	2,291	2,571	2,894	归母净利润	2,775	2,291	2,571	2,894

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

财务表现概括:

惠普2025第二财季净收入132亿美元，相比24年同期增长3.3%，环比下降2.1%。GAAP摊薄每股收益为0.42美元，比去年同期暴跌31%，未能达到预期。Non-GAAP摊薄每股净收益为0.71美元，同比下滑13%，同样低于预期。营业利润持续下滑，本季度为79.30亿美元。归母净利润为4.06亿美元，同比下降28.14%。

财务报表分析:

经营利润首次扭亏为盈，Q4 成为季度拐点

惠普第二财季营收对比去年同期虽有所增长，但连续两个季度下滑，说明复杂的市场环境对这位PC巨头产生影响。净利润更是持续暴跌，从2025第一财季的5.65亿美元下降28.14%到4.06亿美元。惠普表示由于零部件成本上升和对中国商品征收关税的原因，导致利润率不及预期。早在2022年11月份惠普就启动了“Future Now”的成本削减计划，原定裁员7000人，如今再次宣布在2025财年结束前再次削减1000-2000员工，将使得惠普总的裁员人数到约9000人。惠普预计，通过这一重组计划将其总成本节约达到19亿美元，而重组费用总额约为12亿美元。同时，关税问题也正在严重拖累公司利润，目前全球大部分的PC都是在中国大陆制造，美国市场作为惠普最大收入来源（本财季占总收入44%），高度依赖从中国大陆等海外制造中心进口PC。

核心业务板块:

1. 个人系统 (PS) 业务

收入: 90亿美元 (占总营收68%)，同比增长7% (按固定汇率计算增长8%)，营业利润率为4.5%。消费类PS净收入增长2%，商业PS净收入增长9%。总单位数增长6%，其中消费品PS单位下降2%，商用PS单位增长11%。

商用PC需求稳定：出货量增长1%，企业端换机周期启动。同时，消费市场PC销量由于远程办公/教育需求延续而有复苏趋势，新兴市场（亚太）贡献显著。新品搭载AI技术，高端机型竞争力有所增强。

2. 打印业务：长期下滑趋势未改，需转型破局

收入: 42亿美元 (占比32%)，同比下降4% (按固定汇率计算下降3%)，连续多季度下滑。营业利润率为19.5%，消费印刷净收入下降3%，企业印刷净收入下降3%。供应净收入下降5%。硬件总单位增长1%，消费印刷单位增长3%，商业印刷单位下降2%。

市场分析:

美洲市场是惠普最大收入来源，占季度总收入的44%；欧洲，中东及非洲 (EMEA) 地区贡献33%的营收；亚太市场以23%的占比位居第三，展现出强劲的增长动能。反应出公司在新兴市场的战略布局成效。

全球PC市场分析统计数据：2025年第一季度

厂商	2025年 Q1 出货量	2025年 Q1 市场份额	2024年 Q1 出货量	2024年Q1 市场份额	年增长率
联想	15,204	24.2%	13,735	24.0%	10.7%
惠普	12,761	20.3%	12,029	21.0%	6.1%
戴尔	9,548	15.2%	9,273	16.2%	3.0%
苹果	6,546	10.4%	5,359	9.3%	22.1%
华硕	4,034	6.4%	3,708	6.5%	8.8%
其他	14,656	23.4%	13,231	23.1%	10.8%
合计	62,749	100%	57,335	100%	9.4%

注：出货量单位为“千台”来源：Canalys PC 分析统计数据（出货量），2025年4月

2025年第一季度，全球台式机、笔记本电脑和工作站的总出货量同比增长9.4%，达到6270万台。PC市场实现连续六个季度增长。其中，笔记本电脑（包括移动工作站）出货量达到4940万台，同比增长10%；台式机（包括台式工作站）出货量为1330万台，同比增长8%。

市场排名来看，头部没有较大变化，联想仍旧保持全球PC市场的领先地位，笔记本和台式机出货量达1520万台，实现11%的增长，占市场份额24.2%。排名第二的惠普出货量年增长6%，达到1280万台，占市场份额20.3%。戴尔在连续几个季度的同比下降后，第一季度出货量达到950万台，实现3%的增长，占市场份额15.2%。

PC市场增长的背后，主要来源于两个因素的推动。其中，AI是刺激市场新需求的关键。Canalys报告数据指出，2024年标志着传统PC向AI PC的重大转变，预估2025年全球AI PC出货量超过1亿台，占PC出货总量的40%；到2028年，全球AI PC出货量2.05亿台，2024年至2028年期间的复合年增长率将达到44%。几乎所有的PC品牌商都宣布了拥抱AI，并将其作为产品的主打卖点。不仅如此，AI功能的叠加，也让PC产品有了更高的溢价能力。

另一个推动PC出货量增长的主要因素就是Windows 11系统的换代。此前，微软方面曾表示，从2025年10月14日起，Windows 10将不再接收安全更新。公开信息显示，Windows 10是微软在2015年上线的操作系统。2021年，Windows 11发布上市。从市场份额来看，Windows 10依然是目前全球桌面Windows版本中市场份额最大的操作系统。截至2024年10月，Windows 10在Windows系统中的市场份额占比为60.95%，Windows 11为35.58%，Windows 7为2.62%。较大的换代空间，也成为PC市场增长的一大推动力量。

而政策的不稳定，导致PC市场或将出现较大的变数。关税的增加，进一步导致美国PC市场终端厂商压力的增长。在此次“对等关税”叫停之前，美国电脑制造商Framework就宣布，将“暂时暂停”在美国销售部分笔记本电脑，并指出在关税政策影响下，销售的最低端的型号将面临亏损。META PC也透露，计划对PC零部件涨价最高达50%，称关税政策使其无法继续维持现有价格。

当前，PC生产线多数集中在中国，为了应对风险，头部OEM厂商在加速推进生产多元化，转移至美国生产目前并不现实，只能是外迁至东南亚，减轻关税带来的成本压力。此前，惠普首席执行官Enrique Lores就在最新财报电话会上透露，到今年底，惠普在美国销售的产品中将有90%在中国以外生产。

未来发展与总结

惠普在2025财年第二季度的表现揭示了科技行业的一个重要趋势：即便在逆境中，创新与灵活应变的能力仍然是企业持续发展的关键。我们期待惠普在未来能够继续发挥其技术优势，为用户带来更优质的产品与服务，同时也希望其打印业务能够找到新的增长点，迎接市场的挑战。

在未来的发展中，惠普需要在保持个人系统业务增长的同时，积极探索新的打印解决方案，尤其是与数字化相结合的创新型产品。例如，推出更加智能化的打印设备，支持云打印和移动打印功能，以满足不断变化的用户需求。AI PC领域需加速追赶同行，若2025财年未能达成25%出货目标，可能导致彻底失去AI PC话语权。

风险提示

市场竞争日趋激烈：虽然惠普在传统PC市场稳居第二，但AI领域明显落后联想。联想在AI PC领域已占全球35%份额，苹果占18%市场份额，惠普才刚发布路线图，全球市场份额小于5%。不过惠普绑定微软和高通算个优势，尤其Copilot+PC认证机型可能借势Windows生态。可惜具体量产时间比竞品晚一季，错过首批企业采购潮。联想已构建“设备-边缘算力-云服务”AI闭环，惠普仍停留在硬件集成层面。惠普还面临技术滞后以及成本压力的风险，若自研AI芯片失败，将长期依赖高通/微软。

传统优势市场领先缩小：惠普的市场优势在于北美、印度市场统治力强、商用渠道深厚、降本力度行业最狠。但其盈利脆弱性也关税影响中突出，联想/戴尔东南亚产能迁移更快，导致单台笔记本成本增8-12美元，而联想越南/印度工厂已覆盖40%产能。

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。