

2025 年 08 月 14 日

联想集团

(00992)

——PC 复苏超预期，AI 服务器高速增长

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 08 月 14 日

收盘价（港币）	10.83
恒生中国企业指数	9150.05
52 周最高/最低（港币）	13.60/6.57
H 股市值（亿港元）	1,429.02
流通 H 股（百万股）	12,404.66
汇率（人民币/港币）	1.1003

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《联想集团 (00992) 深度：被低估的 ICT 全栈供应商（GenAI 系列之 59）》
2025/05/28

证券分析师

黄忠煌 A0230519110001
huangzh@swsresearch.com

联系人

曹峥
(8621)23297818×
caozheng@swsresearch.com

投资要点：

- **公司发布 FY25/26Q1 财报，超预期。** FY25/26Q1 实现营业收入 188.30 亿美元，同比+21.90%；实现净利润 5.05 亿美元，同比+107.64%，主要原因为受股价波动影响带来的认股权证公允价值变动，进而产生的非现金性质账面收益，预计此影响将持续至 FY27/28 末；经调净利润 3.89 亿美元，同比+21.56%，集团核心运营表现与经营质量持续向好。
- **IDG 智能设备业务集团：PC 业务表现亮眼，AIPC 加速渗透。** FY25/26Q1 IDG 板块实现营业收入 134.59 亿美元，同比+17.84%。拆分来看，PC 收入约为 100 亿美元，同比增长 22%，远高于 IDC 公布的 25Q2 全球 PC 出货量同比增速 6.5%。公司 AIPC 在全球市场出货量占整体 PC 出货量的 30%以上；国内市场，公司 AIPC 出货量占比笔记本总出货量的 27%，较上一财季环比提升 11pcts，AIPC 加速渗透。PC 高景气消除此前市场对 PC 复苏不足的质疑。
- **ISG 基础设施解决方案：AI 基础设施同比翻倍，后续将维持高景气。** FY25/26Q1 ISG 板块实现营业收入 42.90 亿美元，同比+35.77%。拆分来看，AI 基础设施业务（主要为 AI 服务器）保持高速增长，营收同比增长 155%，订单储备情况良好；液冷方案实现~30%的收入增长。FY25/26Q1 ISG 板块的经营利润为-8552 万美元，去年同期为-3727 万美元，主要原因为公司加大用于 AI 服务器业务转型的投资。预计在规模效应+全球供应链体系的加持下，ISG 板块将实现扭亏。
- **毛利率小幅下滑为产品结构变化所致，规模效应仍在扩大。** FY25/26Q1 公司毛利率为 14.7%，同比-1.8pcts、环比-1.3pcts，毛利率下滑的主要原因为 AI 服务器出货增加所致。我们预计去除产品结构变化，PC、手机等传统业务毛利率仍然维持。从费用角度看，FY25/26Q1 销售、管理、研发费用率分别为 5.1%、3.6%、2.8%，同比分别-0.3pcts、-0.6pcts、-0.3pcts，规模效应仍在扩大。
- **维持“买入”评级。**我们维持此前盈利预测，预计公司 FY25/26-FY27/28 财年实现收入 794.9、915.5、1052.4 亿美元，实现归母净利润 16.7、20.3、24.3 亿美元，基于公司在 PC 市场的领先地位和 AIPC 产品的不断推进，以及人工智能趋势下 AI 服务器的强劲增长，我们维持“买入”评级。
- **风险提示：**PC 景气度维持不及预期；AI 服务器产品研发、出货不及预期；关税问题等宏观环境波动。

财务数据及盈利预测

	FY23/24	FY24/25	FY25/26E	FY26/27E	FY27/28E
营业收入（百万元）	56,864	69,077	79,485	91,551	105,244
同比增长率（%）	-8	21	15	15	15
归母净利润（百万元）	1,011	1,384	1,672	2,029	2,433
同比增长率（%）	-37	37	21	21	20
每股收益（元/股）	0.08	0.11	0.13	0.16	0.20
净资产收益率（%）	18.1	22.0	24.9	25.8	26.3
市盈率	16.9	12.4	10.2	8.4	7.0
市净率	2.8	2.6	2.4	2.1	1.8

注：1) 表格中货币单位为美元；2) “每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本；3) FY25/26 对应 2025/4/1-2026/3/31



申万宏源研究微信服务号

合并损益表

单位: 百万美元	FY22/23	FY23/24	FY24/25	FY25/26E	FY26/27E	FY27/28E
营业收入	61,947	56,864	69,077	79,485	91,551	105,244
营业成本	-51,446	-47,061	-57,979	-66,500	-76,565	-87,988
毛利润	10,501	9,803	11,098	12,985	14,986	17,256
销售费用	-3,285	-3,309	-3,585	-4,133	-4,669	-5,262
行政费用	-2,312	-2,492	-2,823	-3,248	-3,741	-4,300
研发费用	-2,195	-2,028	-2,288	-2,782	-3,296	-3,894
其他收入	-40	31	-238	-79	-92	-105
EBITDA	3,239	2,654	2,864	3,496	3,189	3,694
财务费用	-516	-615	-663	-707	-724	-743
对联营企业和合营企业的投资收益	-17	-26	-20	-79	-92	-105
税前利润	2,136	1,365	1,481	1,956	2,373	2,846
税	-455	-263	-19	-196	-237	-285
少数股东权益	-73	-92	-78	-88	-107	-128
归母净利润	1,608	1,011	1,384	1,672	2,029	2,433

资料来源: Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。