

2025 年 8 月 15 日 星期五

【公司评论】

黄佳杰

+ 852 25321950

Harry.huang@firstshanghai.com.hk

行业 消费电子

股价 10.83 港元

港股市值 1343.42 亿港元

已发行股本 124.05 亿股

52 周高/低 13.21 港元/6.38 港元

每股净现值 3.49 港元

股价表现



联想集团 (992, 未评级): 量利双增, 彰显供应链与经营韧性

第一季度业绩新高

供应链韧性和运营提效驱动利润率持续改善: 25/26 财年第一季度收入同比增长 22%, 整体毛利率 14.7%, 同比下降 1.9pcts, 主要由于 ISG 业务毛利率下降影响。非香港财务准则口径经营利润 6.3 亿美元, 同比增长 10% (香港财务准则经营利润 7.9 亿美元, 同比+59%), 非香港财务准则净利润 3.9 亿美元, 同比增长 22% (香港财务报告准则口径下净利润 5.1 亿美元, 同比增长 108%), 非香港财务报告准则调整主要为认股权证非现金公允值的正 1.52 亿美元影响以及可换股债券的名义利息支出 0.28 亿美元。

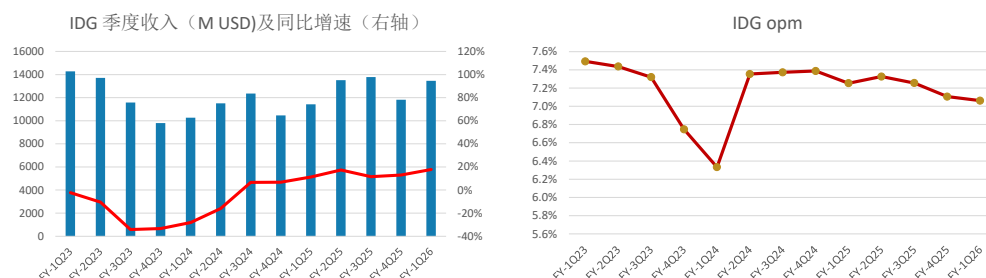
全球市场布局均衡且均稳健增长: 中国区域业务 (收入占比 22%) 实现明显恢复, 收入同比增长 36%, IDG 业务在商用市场份额得以巩固, AIPC 渗透率接近 30%, ISG 业务实现高增长且带动盈利改善, SSG 业务实现了产品组合拓展和订单增长; 亚太其他区域 (占比 17%) 收入增长 39%, 其中日本地区 WIN 11 更新驱动 PC 增长明显, 印度市场手机业务实现快速增长; 美洲市场 (占比 36%) 收入同比增长 14%, 本季度美洲 PC 市场份额进一步提升 (HP 和 DELL 份额下降), 我们预计公司份额增长驱动主要来自从友商的份额获取, 而非当地为应对关税的提前备货; 欧洲/中东/非洲市场 (占比 25%) 收入增速 9%, 主要驱动来自设备即服务业务和软件订单增长。

主营业务均实现强劲的增长

IDG 业务全线收入高增长, 收入 135 亿美元, 同比增长 18%, 分部经营利润同比增长 15%, 分部经营利润率 7.1%, 保持平稳, 利润率维持的主要贡献来自于 PC 和手机的均价提升以及高端和商用市场产品增长。

PC 业务收入同比增长 20%, 为 15 个季度来的最高增速, 市场份额达到 24.6% (IDC 数据), 持续保持领先; 手机收入同比增长 14%, 连续七个季度实现双位数增长, 增速持续优于行业整体表现, 中国外市场份额创新高至 6.3%, 手机业务作为公司一体多端战略的重要环节, 在策略上聚焦高端创新, 实现了快速上量和盈利保持之间的良好平衡。

图表 1: IDG 业务收入增速及运营利润率

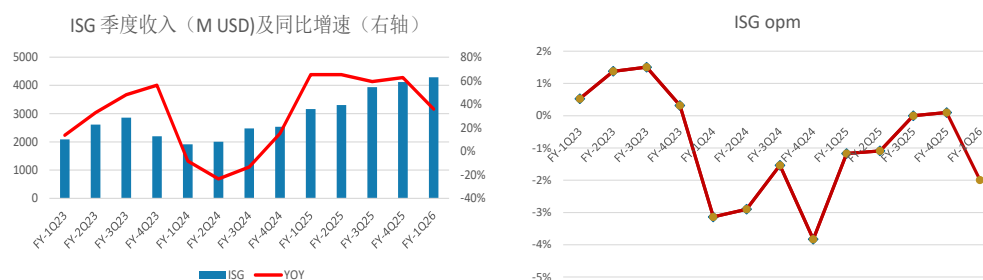


资料来源: 公司资料、第一上海整理

ISG 业务盈利短期波动, 长期可持续增长及盈利可期

ISG 分部收入 43 亿美元, 同比增长 36%, 其中 AI 服务器收入增长一倍以上, 中国市场收入同比上升近 76%。分部经营利润-0.86 亿美元, 主要因为低毛利率的 CSP 客户收入占比进一步提升 (占比 70%以上, ESMB 客户产品毛利率一般在 10-20%; 二是受监管影响下 H20 卡相关的 17 亿美元订单延迟交付影响; 三是 AI 相关的研发投入增加影响 (AI 服务器研发投入接近传统服务器五倍)。短期预计下半财年分部盈利有环比改善, 中长期看公司当前研发投入和维持大 CSP 客户关系皆立足于强化全面的服务供应能力以及持续的订单获取, 有利于建设长期竞争力。

图表 2: ISG 业务收入增速及经营利润率

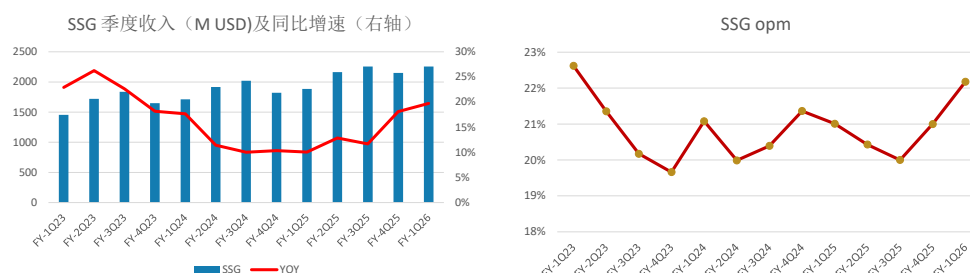


资料来源: 公司资料、第一上海整理

SSG 业务季度收入新高

SSG 单季度业务收入 23 亿元, 同比增长 20%, 连续 17 个季度保持同比增长, 分部运营利润率 22%, 同比提升 1.2pcts。SSG 分部将持续受益于公司自身 IDG 和 ISG 两大类设备业务的出货规模增长带来的附加服务需求, 以及各类客户未来的运营支出需求, 当前递延收益规模 35 亿美元, 增长确定性较高。

图表 3: SSG 业务收入增速及运营利润率



资料来源: 公司资料、第一上海整理

图表 4：季度业绩表现（M USD）

	FY23/24 Q4	FY24/25 Q1	FY24/25 Q2	FY24/25 Q3	FY24/25 Q4	FY 25/26 Q1
收入	13833	15447	17850	18796	16984	18830
YOY	9%	20%	24%	20%	23%	22%
QoQ	-12%	12%	16%	5%	-10%	11%
毛利	2428	2560	2796	2959	2783	2774
YOY	13%	14%	11%	14%	15%	8%
QoQ	-7%	5%	9%	6%	-6%	0%
经营利润	489	494	651	688	331	785
股东应占利润	248	243	359	693	90	505
YOY	118%	38%	44%	106%	-64%	108%
非香港财务报告准则净利润	223	320	409	435	278	389

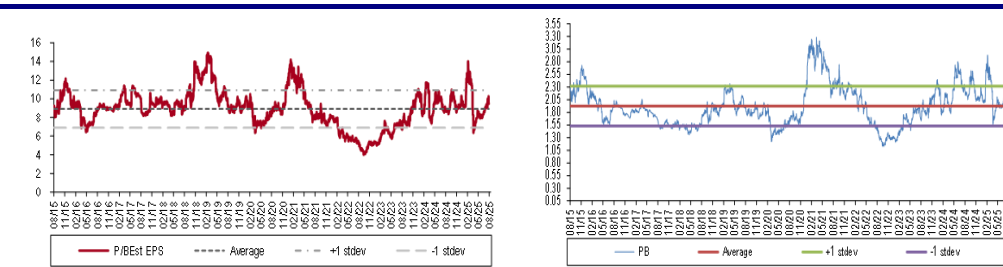
资料来源：公司资料、第一上海整理

图表 5 盈利摘要（美元/港币=7.8）

	2024/25财年	2025/26财年预测	2026/27财年预测
收入(百万美元)	69077	76000	82000
YOY	21.5%	10.0%	7.9%
毛利率	16.1%	16.1%	16.2%
股东净利润(百万美元)	1384	1700	1860
YOY	36.9%	22.8%	9.4%
每股盈利（美元）	0.11	0.13	0.14
市盈率@10.83港元	12.6	10.8	9.4
每股派息（港元）	0.39	0.41	0.45
股息率	3.1%	3.8%	4.8%

资料来源：彭博，第一上海整理

图表 6：PE-band 和 PB-band（20250814）



资料来源：彭博，第一上海整理

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)