

2025 年 8 月 15 日
联想集团 (992.HK)

公司动态分析

证券研究报告

电脑及周边器材

Q1 财季业绩超预期，AI 驱动多元增长

事件：联想集团发布 2025/26 财年 Q1 业绩，营收同比增长 22% 至 188.3 亿美元，创历史同期新高，三大业务集团均实现双位数增长，非 PC 业务占比提升至 47%，多元化增长结构持续优化。净利润为 5.05 亿美元，同比增长 108%；非香港财务报告准则下净利润 3.89 亿美元，同比增长 22%，业绩表现超预期。公司坚定执行混合式人工智能战略，研发投入同比增长 10%，深化“由 3S 迈向 AI 双胞胎”，强化混合式 AI 与“一体多端”“端-边-云”能力，预计盈利能力将逐步改善。

报告摘要

智能设备业务：PC 份额创新高，手机业务持续增长 IDG 实现营收 134.6 亿美元，同比增长 17.8%。根据公司引用 IDC 的资料，期间公司 PC 业务全球市场份额达 24.6%，创历史新高，AIPC 渗透率持续提升，出货量已占整体 PC 出货量 30% 以上，中国市场具备“五大 AI 特性”的 AIPC 出货量占比已达笔记本总出货量的 27%，旗下智能手机业务连续七个季度实现双位数收入增长。

基础设施方案业务：AI 服务器收入翻倍，双轨战略成效初显 ISG 营收同比大增 36%，呈现强劲增长动能。其中 AI 基础设施业务营收同比翻番，液冷技术方案收入增长近 30%。云基础设施（CSP）与企业基础设施（E/SMB）并行发展的双轨战略效果初显，中国市场收入及经营溢利率提升，尽管因扩大人工智能能力等投资，录得 8552 万美元经营亏损，但长期增长潜力巨大。

方案服务业务：高增长持续，潜力巨大 SSG 收入增长 19.8% 至 163 亿元人民币，创下历史新高，运营利润率 22.2%，同比提升 1.2 个百分点。TruScale 订单量强劲增长，设备即服务双位数增长，基础设施即服务三位数增长。高端附加服务如混合云、人工智能等解决方案带动增长，未来增长空间广阔。

战略推进：坚定 AI 战略，研发投入持续增加 公司坚定执行混合式人工智能战略，“由 3S 迈向 AI 双胞胎”，以“一体多端”与“端-边-云”平台为抓手，聚焦混合式 AI 优势集，提供可扩展的 AI 驱动解决方案。AIPC 作为个人 AI 入口，推进“个人与企业 AI 双胞胎”，依托全球制造与 ODM+ 模式提升供应链韧性，与成本效率，应对关税与地缘不确定性。

投资建议 Q1 财季公司收入和利润均保持快速增长，展望后续业绩，我们预计 2025/26 财年和 2026/27 财年的经调整净利润分别为 16.3 亿美元(yoy+13.0%)和 18.9 亿美元(yoy+15.9%)。我们按 2025/2026E 的预计市盈率 14.0x，给予公司 14.4 港元的目标价，相较于最近收市价有 31.7% 的涨幅，为“买入”评级。

风险提示：产品销售不及预期；AI 需求不及预期；竞争加剧。

财务及估值摘要

截止 3 月 31 日财政年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入 (千美元)	56,863,784	69,076,968	75,905,615	79,756,032	85,459,470
变动 (%)	-8.2%	21.5%	9.9%	5.1%	7.2%
毛利率	17.2%	16.1%	15.3%	16.2%	16.2%
经调整净利润 (千美元)	1,060,177	1,441,291	1,628,603	1,887,391	2,050,717
变动 (%)	-43.6%	35.9%	13.0%	15.9%	8.7%
ROE	18.1%	22.8%	25.2%	21.7%	20.2%
市盈率@10.93 港元 (倍)	16.3	12.0	10.6	9.2	8.4
市销率@10.93 港元 (倍)	0.30	0.25	0.23	0.22	0.20

数据来源：公司资料，国证国际预测

投资评级：

买入

维持 评级

6 个月目标价

14.4 港元

股价 2025-8-14

10.93 港元

总市值(百万港元)	142,901.7
流通市值(百万港元)	142,901.7
总股本(百万)	12,404.7
流通股本(百万)	12,404.7
12 个月低/高(港元)	7.3/13.2
平均成交(百万港元)	795.5

股东结构

联想控股股份有限公司	31.4%
杨元庆	5.9%
其他股东	62.7%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.4	8.7	-35.3
绝对收益	17.2	17.9	13.8

数据来源：彭博、港交所、公司

汪阳 资讯科技行业分析师

+852-22131400

alexwang@sdicsi.com.hk

附表 1：季度损益表预测

单位：千元 USD	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
营业收入	17,850,094	18,796,280	16,983,538	18,829,869	19,507,413	19,766,433	17,801,900
智能设备业务 (IDG)	13,514,065	13,784,257	11,814,393	13,459,338	14,595,190	14,473,470	12,346,041
基础设施方案业务 (ISG)	3,305,370	3,938,478	4,119,623	4,290,149	3,801,176	4,214,171	4,387,398
方案服务业务 (SSG)	2,164,554	2,256,863	2,150,329	2,257,718	2,381,009	2,392,275	2,279,349
抵消	-1,133,895	-1,183,318	-1,100,807	-1,177,336	-1,269,962	-1,313,483	-1,210,888
同比增长	23.9%	19.6%	22.8%	21.9%	9.3%	5.2%	4.8%
智能设备业务 (IDG)	17.4%	11.5%	12.9%	17.8%	8.0%	5.0%	4.5%
基础设施方案业务 (ISG)	65.1%	59.2%	62.6%	35.8%	15.0%	7.0%	6.5%
方案服务业务 (SSG)	12.9%	11.7%	18.1%	19.8%	10.0%	6.0%	6.0%
抵消	10.7%	4.3%	12.0%	15.5%	12.0%	11.0%	10.0%
毛利润	2,795,750	2,959,391	2,782,620	2,774,477	2,965,127	3,063,797	2,830,502
销售费用	-867,707	-953,731	-927,485	-955,293	-994,878	-1,027,855	-925,699
管理费用	-747,000	-710,930	-714,217	-677,121	-702,267	-731,358	-658,670
研发费用	-547,528	-620,789	-643,892	-524,201	-585,222	-592,993	-534,057
其他损益	17,084	13,763	-165,645	166,947	19,507	19,766	17,802
经营溢利	650,599	687,704	331,381	784,809	702,267	731,358	729,878
净财务费用	-170,385	-165,321	-153,627	-158,837	-175,567	-177,898	-160,217
应占联营公司及合营公司亏损	-7,028	-5,392	-56	-3,868	-4,007	-4,060	-3,657
除税前溢利	473,186	516,991	177,698	622,104	522,693	549,400	566,004
税项	-89,910	183,772	-53,280	-84,554	-62,723	-65,928	-67,920
净利润	383,276	700,763	124,418	537,550	459,970	483,472	498,083
少数股东损益	24,744	8,093	34,540	32,217	27,567	28,976	29,852
归母净利润	358,532	692,670	89,878	505,333	432,402	454,496	468,232
经调整净利润	403,811	429,664	278,408	389,403	432,402	454,496	468,232

数据来源：公司资料，国证国际预测

附表 2：财务报表预测

损益表						财务分析					
<千美元>, 财务年度截至<3月31日>											
	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年		2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
收入	56,863,784	69,076,968	75,905,615	79,756,032	85,459,470	盈利能力					
营业成本	-47,060,601	-57,979,358	-64,271,712	-66,872,550	-71,620,224	毛利率 (%)	17.2%	16.1%	15.3%	16.2%	16.2%
毛利	9,803,183	11,097,610	11,633,903	12,883,482	13,839,246	销售费用率	-5.8%	-5.2%	-5.1%	-5.1%	-5.1%
其他收入	30,861	-238,115	224,023	0	0	管理费用率	-4.4%	-4.1%	-3.6%	-3.6%	-3.6%
销售费用	-3,308,889	-3,584,534	-3,903,724	-4,067,558	-4,358,433	研发费用率	-3.6%	-3.3%	-2.9%	-3.2%	-3.2%
管理费用	-2,491,839	-2,822,604	-2,769,416	-2,909,899	-3,117,989	有效税率	19.3%	1.3%	12.4%	12.4%	12.4%
研发费用	-2,027,532	-2,288,204	-2,236,473	-2,552,193	-2,734,703	净利率 (%)	1.9%	2.1%	2.6%	2.5%	2.6%
经营利润	2,005,784	2,164,153	2,948,312	3,353,833	3,628,121	ROE	18.1%	22.8%	25.2%	21.7%	20.2%
财务费用-融资收入	148,134	109,964	0	0	0	ROA	2.6%	3.1%	4.2%	4.0%	4.1%
财务费用-融资成本	-762,805	-773,269	-672,519	-1,036,828	-1,110,973	营运表现					
应占联营公司及合营公司业绩	-25,659	-19,978	-15,592	-23,927	-25,638	存货周转天数	50.0	45.4	42.9	40.6	40.0
税前利润	1,365,454	1,480,870	2,260,201	2,293,078	2,491,510	应收账款周转天数	50.9	48.6	46.5	42.2	41.8
所得税	-263,142	-18,918	-281,126	-285,215	-309,896	应付账款周转天数	77.6	69.8	73.1	77.7	76.6
税后净利润	1,102,312	1,461,952	1,979,075	2,007,863	2,181,614	财务状况					
归属于母公司股东净利润	1,010,506	1,384,445	1,860,463	1,887,391	2,050,717	流动比率	0.87	0.93	0.92	0.95	0.99
归属于非控股股东净利润	91,806	77,507	118,612	120,472	130,897	速动比率	0.61	0.67	0.68	0.71	0.74
增长						总负债/总资产	0.84	0.85	0.85	0.82	0.80
总收入 (%)	-8.2%	21.5%	9.9%	5.1%	7.2%	经营现金流/收入	0.04	0.04	0.08	0.05	0.05
归母净利润	-37.1%	37.0%	34.4%	1.4%	8.7%						
资产负债表						现金流量表					
<千美元>, 财务年度截至<3月31日>						<千美元>, 财务年度截至<3月31日>					
	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年		2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	预测	预测	预测	预测
现金及现金等价物	3,559,831	4,728,124	6,727,613	7,579,839	8,637,146	税前利润	1,365,454	1,480,870	2,260,201	2,293,078	2,491,510
应收账款及票据	8,147,695	10,506,610	9,108,674	9,570,724	10,255,136	物业、厂房及设备折旧	441,421	402,036	374,862	456,852	523,674
存货	6,702,677	7,923,804	7,391,247	7,690,343	8,236,326	使用权资产折旧	131,872	114,261	118,468	122,774	126,220
预付款项、按金及其他应收款	3,782,366	4,223,658	4,223,658	4,223,658	4,223,658	无形资产摊销	578,698	417,270	411,649	419,022	426,026
银行存款	65,555	88,607	88,607	88,607	88,607	财务费用-经营活动	762,805	773,269	672,519	1,036,828	1,110,973
衍生金融工具资产	69,568	53,690	53,690	53,690	53,690	财务收入-经营活动	-148,134	-109,964	0	0	0
可收回税项	359,491	379,590	379,590	379,590	379,590	无形资产减值	895	895	895	895	895
流动资产	22,687,183	27,904,083	27,973,078	29,586,451	31,874,153	存货减少/(增加)	-330,819	-1,221,127	532,557	-299,096	-545,983
物业厂房及设备	2,010,178	2,026,280	2,469,470	2,830,670	3,125,048	应收账款、应收票据、	-44,530	-2,800,207	1,397,936	-462,050	-684,413
在建工程	337,648	282,309	164,257	46,205	-71,847	应付账款、应付票据、	330,302	3,606,036	430,505	572,184	1,044,488
无形资产	8,345,407	8,232,977	8,380,433	8,520,516	8,653,596	其他经营活动	280,975	0	0	0	0
使用权资产	571,305	592,340	613,872	631,098	644,878	营运所得现金	3,368,939	2,663,339	6,199,591	4,140,487	4,493,391
联营及共同控制体权益	318,803	315,704	315,704	315,704	315,704	已付税项	-613,899	-18,918	-281,126	-285,215	-309,896
递延所得税资产	2,633,302	3,055,905	3,055,905	3,055,905	3,055,905	已付利息-经营活动	-744,049	0	0	0	0
其他非流动资产	1,847,128	1,821,214	1,821,214	1,821,214	1,821,214	经营活动现金流量净额	2,010,991	2,644,421	5,918,465	3,855,272	4,183,495
非流动资产合计	16,063,771	16,326,729	16,820,855	17,221,312	17,544,498	购买物业、厂房及设备	-275,096	-450,000	-420,000	-420,000	-420,000
总资产	38,750,954	44,230,812	44,793,934	46,807,764	49,418,651	购买在建工程	-454,681	-450,000	-420,000	-420,000	-420,000
应付账款及票据	10,505,427	11,978,933	14,139,777	14,711,961	15,756,449	购买无形资产	-556,120	-600,000	-560,000	-560,000	-560,000
其他应付款及应计费用	12,751,775	13,904,384	12,932,781	12,932,781	12,932,781	其他投资活动	2,447	-663,305	-672,519	-1,036,828	-1,110,973
应付借款	50,431	1,030,352	271,616	271,616	271,616	投资活动现金流	-1,283,450	-2,163,306	-2,072,519	-2,436,828	-2,510,973
其他短期负债	2,751,530	3,080,464	3,080,464	3,080,464	3,080,464	派付股息-融资活动	-583,273	-601,141	-558,139	-566,217	-615,215
短期负债合计	26,059,163	29,994,133	30,424,638	30,996,822	32,041,310	其他融资活动	-752,832	0	0	0	0
应付借款-非流动负债	3,569,229	4,337,806	4,337,806	4,337,806	4,337,806	融资活动现金流净额	-1,336,105	-601,141	-558,139	-566,217	-615,215
递延所得税负债	447,523	270,268	270,268	270,268	270,268	现金变化	-608,564	-120,026	3,287,808	852,227	1,057,307
递延收入	1,436,484	1,628,942	1,628,942	1,628,942	1,628,942	期末持有现金	3,559,831	3,439,805	6,727,613	7,579,839	8,637,146
其他非流动负债	1,157,368	1,097,968	1,097,968	1,097,968	1,097,968						
长期负债合计	6,610,604	7,334,984	7,334,984	7,334,984	7,334,984						
总负债	32,669,767	37,570,895	38,001,400	38,573,584	39,618,072						
归属于母公司股东权益	5,582,593	6,068,987	7,371,311	8,692,485	10,127,987						

数据来源：公司资料，国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的讲解),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010