



买入(维持)

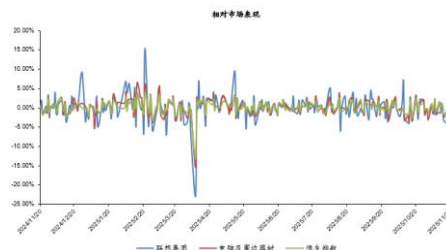
行业：通信
日期：2025年12月01日

分析师：应豪
E-mail: yinghao@yongxingsec.com
SAC编号: S1760524050002
分析师：黄伯乐
E-mail: huangbole@yongxingsec.com
SAC编号: S1760520110001

基本数据

收盘价(港元) 9.68
总股本(百万股) 12404.66
无限售股/总股本 100%
流通市值(亿港元) 1201

最近一年股票与恒生科技比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《业绩稳健增长，超级智能体矩阵持续推进》

——2025年05月27日

《人智共创，AI普惠新时代领先者》

——2025年05月26日

第二财季业绩高增，AI成为核心增长引擎 ——联想集团（00992）2025/26财年第二季业绩点评

事件描述

据上海证券报，11月20日，联想集团公布截至2025年9月30日的2025/26财年第二季业绩：当季营收同比增长15%至1464亿元，创下财季历史新高，超出市场普遍预期；经调整净利润同比增长25%，达36.6亿元，净利增速超营收增速。

核心观点

AIPC持续推动IDG板块业绩增长。IDG智能设备业务集团实现营收1081亿元，同比增长12%。在第二财季，个人电脑业务在全球范围内实现了25.6%的创纪录市场份额，同比增长1.8个百分点。AI个人电脑的渗透率已升至总出货量的33%，同时在全球Windows AI个人电脑市场中以31.1%的份额巩固了领先地位。

AI基础设施驱动ISG板块业绩改善。ISG基础设施方案业务集团2025/26财年第二季实现营收约293亿元，同比提升24%，其中AI基础设施营收显著跃升。主要由于人工智能基础设施需求的上升、新的通信服务提供商（CSP）客户的获取以及企业和中小型企业（SMB）转型的推进。公司ISG基础设施方案业务集团第二季运营亏损达1.18亿美元，是由于加大了对人工智能能力的投入以扩大规模、加快企业及中小企业业务转型以及拓展人工智能基础设施产品组合。

高附加值服务带动SSG板块业绩增长。2025/26财上半年SSG解决方案与服务业务集团营收同比+19%，营业利润率上升至22%，推动营业利润同比+28%。受高端附加服务带动，支持服务收入同比实现双位数增长。托管服务和项目与解决方案服务在方案服务业务集团的收入占比58.9%。

投资建议

我们预计公司2026-2028财年经调整净利润分别为17.73/19.81/21.71亿美元，同比增速分别为18%/12%/10%，EPS分别为0.13/0.15/0.17美元/股，对应11月28日收盘价9.68港元，PE分别为9.38/8.31/7.53倍。我们看好联想集团通过混合式人工智能战略推动业绩持续增长的发展潜力，维持“买入”评级。

风险提示

业务转型风险；并购风险；全球经营环境风险。

盈利预测与估值

单位：百万美元	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	69,077	76,756	84,872	93,406
年增长率(%)	21%	11%	11%	10%
归属于母公司的净利润	1,384	1,665	1,878	2,072
年增长率(%)	37%	20%	13%	10%
经调整净利润	1,504	1,773	1,981	2,171
年增长率(%)	34%	18%	12%	10%
EPS(美元)	0.11	0.13	0.15	0.17
P/E	12.06	9.38	8.31	7.53

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025年11月28日收盘价）

资产负债表				
单位：百万美元				
至 3 月 31 日	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	27,904	32,180	37,108	42,220
现金	4,728	8,487	12,060	15,989
应收账款及票据	10,507	10,661	10,609	10,378
存货	7,924	8,848	9,784	10,703
其他	4,746	4,184	4,656	5,149
非流动资产	16,327	16,814	17,488	18,182
固定资产	2,309	2,363	2,506	2,731
无形资产	8,825	8,945	9,185	9,365
其他	5,193	5,506	5,796	6,086
资产总计	44,231	48,994	54,596	60,402
流动负债	29,994	32,165	35,040	37,914
短期借款	1,030	1,050	1,080	1,120
应付账款及票据	11,979	12,803	14,157	15,487
其他	16,985	18,312	19,803	21,307
非流动负债	7,577	8,366	9,066	9,766
长期债务	4,338	4,938	5,638	6,338
其他	3,239	3,428	3,428	3,428
负债合计	37,571	40,531	44,106	47,680
普通股股本	3,500.99	3,500.99	3,500.99	3,500.99
储备	5,390	7,105	9,034	11,157
归属母公司股东权益	6,069	7,784	9,713	11,836
少数股东权益	591	679	777	886
股东权益合计	6,660	8,463	10,490	12,722
负债和股东权益	44,231	48,994	54,596	60,402

利润表				
单位：百万美元				
至 3 月 31 日	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	69,077	76,756	84,872	93,406
其他收入	0	0	0	0
营业成本	57,979	63,708	70,443	77,060
销售费用	3,585	4,452	4,923	5,604
管理费用	2,823	3,185	3,565	4,110
研发费用	2,288	2,686	2,971	3,363
财务费用	184	143	95	75
除税前溢利	1,481	2,111	2,441	2,727
所得税	19	359	464	545
净利润	1,462	1,752	1,977	2,181
少数股东损益	78	88	99	109
归属母公司净利润	1,384	1,665	1,878	2,072
经调整溢利净额	1,504	1,773	1,981	2,171
EBIT	1,665	2,254	2,536	2,802
EBITDA	9,144	2,580	2,802	3,198
EPS (美元)	0.11	0.13	0.15	0.17

现金流量表				
单位：百万美元				
至 3 月 31 日	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	1,100	4,471	4,481	5,063
净利润	1,384	1,665	1,878	2,072
少数股东权益	78	88	99	109
折旧摊销	7,479	326	266	396
营运资金变动及其他	-7,841	2,393	2,238	2,485
投资活动现金流	-1,056	-1,145	-1,424	-1,607
资本支出	131	-500	-650	-800
其他投资	-1,187	-645	-774	-807
筹资活动现金流	1,190	382	465	423
借款增加	-18,756	620	730	740
普通股增加	212	0	0	0
已付股利	-608	0	0	0
其他	20,342	-238	-265	-317
现金净增加额	1,168	3,759	3,573	3,929

主要财务比率

至 3 月 31 日	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长能力				
营业收入	21.48%	11.12%	10.57%	10.06%
归属母公司净利润	37.01%	20.25%	12.83%	10.33%
获利能力				
毛利率	16.07%	17.00%	17.00%	16.07%
销售净利率	2.00%	2.17%	2.21%	2.22%
ROE	22.81%	21.39%	19.34%	17.51%
ROIC	13.66%	12.95%	11.94%	11.11%
偿债能力				
资产负债率	84.94%	82.73%	80.79%	78.94%
净负债比率	9.61%	-29.53%	-50.92%	-67.06%
流动比率	0.93	1.00	1.06	1.11
速动比率	0.67	0.73	0.78	0.83
营运能力				
总资产周转率	1.66	1.65	1.64	1.62
应收账款周转率	7.41	7.25	7.98	8.90
应付账款周转率	5.16	5.14	5.23	5.20
每股指标 (美元)				
每股收益	0.11	0.13	0.15	0.17
每股经营现金流	0.09	0.36	0.36	0.41
每股净资产	0.49	0.63	0.78	0.95
估值比率				
P/E	12.06	9.38	8.31	7.53
P/B	2.78	2.01	1.61	1.32
EV/EBITDA	1.92	5.08	3.66	2.21

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权归属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。