

联想集团 (00992.HK)

PC市占率进一步提升, AI收入占三成

联想集团 25-26Q3 收入和利润高增长。 Q3 财季公司实现 222 亿美元收入, 同比增长 18%。分业务看, IDG/ISG/SSG/分部间抵消收入分别为 158/52/27/-14 亿美元, 占比 71%/23%/12%/-6%, IDG/ISG/SSG 业务同比增速分别为 14%/31%/18%, 各业务均保持高速增长。盈利方面, Q3 财季毛利率录得 15.1%, 同比/环比下降 0.7pct/0.3pct; IDG/ISG/SSG 经营利润率分别为 7.3%/0.2%/22.5%。其中 ISG 业务表现亏损, 主要系该业务集团正在推行战略重组计划, 产生一次性重组费用 2.85 亿美元。得益于公司一直以来卓越的运营和良好的费用控制, 公司费用率环比有所收窄, 归母净利润录得 5.5 亿美元, 调整后归母净利润同比增长 37%至 5.89 亿美元, 调整后归母净利润率 2.7%, 同比/环比提升 0.4pct/0.2pct。

AI 增长亮眼。 受益于人工智能设备、基础设施、服务及解决方案的强劲需求, AIQ3 财季人工智能相关营收同比增长 72%, 占集团总营收的 32%。我们认为公司有望继续受益于后续个人 AI、推理 AI 的高成长。

PC 市占率继续提升, 持续推动高端化。 Q3 财季公司 IDG 业务集团收入同比增长 14%至 158 亿美元, AI PC 营收同比增长高双位数。根据 IDC, 联想集团 PC 业务市占率同比提升 1pct 至 25.3%、出货量达到 1930 万台。公司在 2026 CES 上推出了 AI 超级智能体联想 Qira, 并预计最快在下一个季度开始出货搭载 Qira 的设备, 进一步推动产品 AI 化和高端化。尽管可能未来一年的销量承压, 但公司有希望通过持续的 AI 化、更高的 ASP 和更优的产品组合继续实现收入增长。手机方面, 摩托罗拉销量和激活量双双创历史新高, 主要销售区域的增长跑赢市场平均水平。

公司 ISG 业务集团战略重组, 有望节约未来成本。 ISG 收入同比增长 31%至 52 亿美元, 主要系客户群扩大令基础设施业务收入创新高, AI 服务器营收实现高双位数增长。当前服务器业务订单强劲, AI 服务器拥有 155 亿美元的潜在用户订单, 服务器营收未来有望继续保持高速增长。在 Q3 财季, 联想对 ISG 业务进行了战略重组, 产生一次性重组费用 2.85 亿美元。通过这一重组计划, 公司认为将在下一财年持续提升盈利能力、重回盈利轨道, 并致力于未来连续 3 个财年年均实现超过 2 亿美元的成本节约。

投资建议: 我们预计公司 25/26FY、26/27FY、27/28FY 营业收入为 802/871/929 亿美元, 同比+16.1%/+8.6%/+6.6%; 非香港财务报告准则归母净利润为 17.9/19.7/23.1 亿美元, 同比+24.3%/+9.7%/+17.3%。考虑公司行业地位、未来的成长性等因素, 我们认为公司合理市值为 1537 亿港元 (目标价 12.4 港元/股), 对应 10x 26/27 财年 P/E, 维持“买入”评级。

风险提示: 全球宏观经济增长不及预期; 全球 PC 市场销量不及预期; AIPC 渗透率或盈利性不及预期; 服务器行业增长不及预期; 公司服务器市场份额提升幅度不及预期; 上游原材料供应、涨价风险; 新业务发展不及预期; 汇率波动风险; 测算假设不确定性风险; 关税风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万美元)	56,864	69,077	80,202	87,133	92,862
增长率 YoY (%)	-8.2	21.5	16.1	8.6	6.6
non-IFRS 归母净利润 (百万美元)	1,060	1,441	1,792	1,966	2,306
增长率 YoY (%)	-43.6	35.9	24.3	9.7	17.3
EPS (美元)	0.08	0.11	0.14	0.16	0.19
净资产收益率 (%)	18.1	22.9	27.0	27.2	25.7
经调整 P/E (倍)	13.9	10.2	8.2	7.5	6.4
P/B (倍)	2.6	2.4	2.0	1.7	1.5

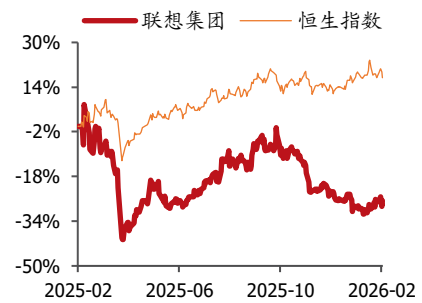
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 2 月 13 日收盘价; 2024 财年对应数据为 2023Q2-2024Q1, 其他类似。

买入 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
02 月 13 日收盘价 (港元)	9.26
总市值 (百万港元)	114,867.15
总股本 (百万股)	12,404.66
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	120.76

股价走势



作者

分析师	夏君
执业证书编号:	S0680519100004
邮箱:	xiajun@gszq.com
分析师	刘玲
执业证书编号:	S0680524070003
邮箱:	liuling3@gszq.com

相关研究

- 《联想集团 (00992.HK): 业绩超预期, 持续推动 AI 战略》 2025-08-18
- 《联想集团 (00992.HK): AI PC 拉动均价提升, ISG 再创新高》 2024-11-21
- 《联想集团 (00992.HK): AI 服务器势头可喜, 期待 AI PC 新品》 2024-08-20

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万美元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	22687	27904	33556	32585	40792
现金	3625	4817	4744	5123	5811
应收票据及应收账款	8148	10507	11772	12432	15943
其他应收款	3782	4224	5579	5071	6279
可收回所得税款	359	380	380	380	380
存货	6703	7924	11028	9526	12327
其他流动资产	70	54	54	54	54
非流动资产	16064	16327	16206	16107	16065
长期投资	319	316	325	334	342
固定资产	2010	2026	1954	1931	1951
无形资产	8917	8825	8768	8683	8612
其他非流动资产	4818	5159	5159	5159	5159
资产总计	38751	44231	49762	48692	56857
流动负债	26059	29994	34149	31373	37614
短期借款	50	1030	1028	1025	1022
应付票据及应付账款	10505	11979	12659	12007	14217
其他流动负债	15503	16985	20462	18341	22376
非流动负债	6611	7577	7568	7556	7542
长期借款	3569	4338	4329	4317	4303
其他非流动负债	3041	3239	3239	3239	3239
负债合计	32670	37571	41717	38930	45157
少数股东权益	499	591	868	1278	1688
股本	3501	3501	3501	3501	3501
储备	2082	2568	3676	4984	6512
归属母公司股东权益	5583	6069	7177	8485	10013
负债和股东权益	38751	44231	49762	48692	56857

现金流量表 (百万美元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2011	1100	1792	2394	2867
净利润	1365	1481	1982	2422	2761
折旧摊销	1413	1419	1302	1295	1293
财务费用	615	663	565	488	471
投资损失	-128	-82	-82	-82	-82
营运资金变动	-92	-1699	-1486	-1341	-1193
其他经营现金流	-1162	-682	-489	-388	-383
投资活动现金流	-1283	-1056	-1257	-1296	-1339
资本支出	-275	-353	-388	-427	-470
长期投资	-12	-9	-9	-9	-9
其他投资现金流	-996	-694	-860	-860	-860
筹资活动现金流	-1336	1190	-608	-719	-841
短期借款	2359	3403	2652	2805	2953
长期借款	-2360	-3408	-2655	-2808	-2957
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3	4	5	6	7
其他筹资现金流	-1338	1191	-610	-722	-844
现金净增加额	-609	1233	-72	379	688

利润表 (百万美元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	56864	69077	80202	87133	92862
营业成本	47061	57979	68227	73997	78671
销售及分销费用	3309	3585	3861	4113	4384
行政费用	2492	2823	2820	2852	3040
研发费用	2028	2288	2299	2636	2816
其他经营收入净额	-31	238	-55	-100	-107
经营利润	2006	2164	3050	3635	4059
财务费用	615	663	565	488	471
应占联营及合营公司亏损	26	20	10	2	2
利润总额	1365	1481	2475	3145	3586
所得税	263	19	493	723	825
净利润	1102	1462	1982	2422	2761
少数股东损益	92	78	277	410	410
归属母公司净利润	1011	1384	1705	2012	2351
EBITDA	3393	3563	4342	4928	5349
EPS (美元)	0.08	0.11	0.14	0.16	0.19
non-IFRS 归母净利润	1,060	1,441	1,792	1,966	2,306

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-8.2	21.5	16.1	8.6	6.6
营业利润 (%)	3.5	3.1	3.8	4.2	4.4
non-IFRS 归母净利润 (%)	-43.6	35.9	24.3	9.7	17.3
获利能力					
毛利率 (%)	17.2	16.1	14.9	15.1	15.3
归母净利率 (%)	1.8	2.0	2.1	2.3	2.5
ROE (%)	18.1	22.9	27.0	27.2	25.7
ROIC (%)	12.9	11.8	15.5	16.9	17.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	84.3	84.9	83.8	80.0	79.4
净负债比率 (%)	96.2	104.5	87.4	68.2	51.0
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.7	1.7	1.8	1.8
应收账款周转率	7.1	7.4	7.2	7.2	6.5
应付账款周转率	4.6	5.2	5.5	6.0	6.0
每股指标 (美元)					
每股收益	0.08	0.11	0.14	0.16	0.19
每股经营现金流	0.16	0.09	0.14	0.19	0.23
每股净资产	0.45	0.49	0.58	0.68	0.81
估值比率					
经调整 P/E	13.9	10.2	8.2	7.5	6.4
P/B	2.6	2.4	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	35.7	34.4	28.3	24.9	22.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 2 月 13 日收盘价; 2024 财年对应数据为 2023Q2-2024Q1, 其他类似。

图表1: 核心盈利预测: 年度

	23/24FY	24/25FY	25/26FY E	26/27FY E	27/28FY E
收入 (百万美元)	56,864	69,077	80,202	87,133	92,862
YoY	-8.2%	21.5%	16.1%	8.6%	6.6%
IDG (百万美元)	44,599	50,534	57,063	59,622	62,575
YoY	-9.7%	13.3%	12.9%	4.5%	5.0%
ISG (百万美元)	8,922	14,523	18,563	22,334	24,147
YoY	-8.5%	62.8%	27.8%	20.3%	8.1%
SSG (百万美元)	7,472	8,457	9,810	10,692	11,655
YoY	12.1%	13.2%	16.0%	9.0%	9.0%
毛利 (百万美元)	9,803	11,098	11,975	13,136	14,192
GPM	17.2%	16.1%	14.9%	15.1%	15.3%
销售费用 (百万美元)	3,309	3,585	3,861	4,113	4,384
管理费用 (百万美元)	2,492	2,823	2,820	2,852	3,040
研发费用 (百万美元)	2,028	2,288	2,299	2,636	2,816
销售费用率	5.8%	5.2%	4.8%	4.7%	4.7%
管理费用率	4.4%	4.1%	3.5%	3.3%	3.3%
研发费用率	3.6%	3.3%	2.9%	3.0%	3.0%
经营利润 (百万美元)	2,006	2,164	3,050	3,635	4,059
经营利润率	3.5%	3.1%	3.8%	4.2%	4.4%
归母净利润 (百万美元)	1,011	1,384	1,705	2,012	2,351
归母净利润率	1.8%	2.0%	2.1%	2.3%	2.5%
non-IFRS 归母净利润(百万美元)	1,060	1,441	1,792	1,966	2,306
non-IFRS 归母净利润率	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	2.5%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

图表 2: 核心盈利预测: 季度

	25/26Q1	25/26Q2	25/26Q3	25/26Q4E	26/27Q1E	26/27Q2E	26/27Q3E	26/27Q4E
收入 (百万美元)	18,830	20,452	22,204	18,716	20,358	22,843	23,823	20,109
YoY	21.9%	14.6%	18.1%	10.2%	8.1%	11.7%	7.3%	7.4%
IDG (百万美元)	13,459	15,107	15,755	12,741	13,974	15,750	16,538	13,361
YoY	17.8%	11.8%	14.3%	7.8%	3.8%	4.3%	5.0%	4.9%
ISG (百万美元)	4,290	4,087	5,176	5,010	5,302	5,686	5,773	5,572
YoY	35.8%	23.7%	31.4%	21.6%	23.6%	39.1%	11.5%	11.2%
SSG (百万美元)	2,258	2,556	2,652	2,344	2,461	2,786	2,891	2,555
YoY	19.8%	18.1%	17.5%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
毛利 (百万美元)	2,774	3,147	3,349	2,705	3,026	3,461	3,636	3,013
GPM	14.7%	15.4%	15.1%					
销售费用 (百万美元)	955	963	1,059	884	961	1,078	1,125	949
管理费用 (百万美元)	677	801	729	613	666	748	780	658
研发费用 (百万美元)	524	581	638	556	611	693	722	610
销售费用率	5.1%	4.7%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
管理费用率	3.6%	3.9%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
研发费用率	2.8%	2.8%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
经营利润 (百万美元)	785	643	948	674	811	968	1,037	819
经营利润率	4.2%	3.1%	4.3%	3.6%	4.0%	4.2%	4.4%	4.1%
归母净利润 (百万美元)	505	340	546	313	427	549	601	434
归母净利润率	2.7%	1.7%	2.5%	1.7%	2.1%	2.4%	2.5%	2.2%
non-IFRS 归母净利润 (百万美元)	389	512	589	302	416	537	590	423
non-IFRS 归母净利润率	2.1%	2.5%	2.7%	1.6%	2.0%	2.4%	2.5%	2.1%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com