

2026年2月13日
 联想集团 (992.HK)

SDICSI

公司动态分析

证券研究报告

电脑及周边器材

26Q3 各业务齐增，AI引擎全面发力

事件：联想集团 25/26 财年第三季度收入达 222.0 亿美元，同比+18%，突破财季历史最高纪录，且所有业务集团均实现双位数增长，增长成色十足。其中人工智能相关业务成为最核心驱动力，收入同比大增 72%，占集团整体营业额比重提升至 32%，标志着 AI 已成为公司增长的核心引擎。剔除非经营性非现金项目及一次性收益与费用后，调整后归母净利润达 5.9 亿美元，同比+36%，调整后净利润率提升至 2.7%，盈利端核心表现亮眼。

报告摘要

智能设备业务集团：26Q3 收入 157.6 亿美元，同比+14.3%，在行业零部件短缺及成本上涨的背景下仍保持行业领先盈利水平。个人电脑业务营业额同比+17%，销量连续十个季度跑赢市场，季度市场份额达 25.2%（同比+1.0pct），2025 年度市占率创集团历史新高至 24.9%，持续稳居全球第一且是唯一市占率突破 25% 的企业；摩托罗拉智能手机销量及激活量创历史新高，消费电子板块多点开花。

基础设施方案业务：期间 ISG 业务收入 51.8 亿美元，同比+31.4%，创历史新高，成为增速最快的业务板块。增长核心来自云基础设施业务新高、企业基础设施业务转型及 AI 服务器业务加速推进，其中 AI 服务器订单储备高达 155 亿美元，海神液冷技术方案营业额同比+300%，AI 基础设施布局的产品与技术优势充分显现。

方案服务业务：SSG 业务期间收入 26.5 亿美元，同比+18%，实现连续 19 个季度同比增长，增长韧性极强。受益于企业 AI 从试验向生产阶段落地，制造、零售等垂直行业需求释放，且业务结构持续优化，运维服务及项目与解决方案服务占比提升至近 60%，高毛利业务占比提升推动运营利润率同比+2.1pct 至超 22%。

剔除非经常性盈利高增：26Q3 公司受 ISG 战略性重组产生 2.85 亿美元一次性重组费用影响，净利润同比-21%至 5.5 亿美元，但剔除非经营性非现金项目及一次性收益与费用后的调整后归母净利润达 5.9 亿美元，同比+36%，调整后净利润率提升至 2.7%，盈利端核心表现亮眼。从盈利拆解看，毛利率虽受成本端压力微降 0.6pct 至 15.1%，但费用端管控成效显著，费用/收入比同比大幅下降 1.3pct 至 10.8%；研发费用同比+3%至 6.4 亿美元，在持续加大 AI 等核心领域研发投入的同时，费用投放效率提升。

投资建议 Q3 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 18.2 亿美元(yoy+26.2%)和 21.0 亿美元(yoy+21.0%)。我们按 2025/2026E 的预计市盈率 11.0x, 给予公司 12.6 港元的目标价，相较于最近收市价有 36.1%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

截至3月31日财政年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入(千美元)	56,863,784	69,076,968	80,385,392	85,191,962	90,253,950
变动(%)	-8.2%	21.5%	16.4%	6.0%	5.9%
毛利率	17.2%	16.1%	15.1%	15.3%	15.4%
归母净利润(千美元)	1,010,506	1,384,445	1,709,712	1,952,272	2,139,002
变动(%)	-37.1%	37.0%	23.5%	14.2%	9.6%
经调整净利润(千美元)	1,060,177	1,441,291	1,819,156	2,102,272	2,289,002
变动(%)	-43.6%	35.9%	26.2%	15.6%	8.9%
ROE	18.1%	22.8%	23.5%	22.6%	21.1%
市销率@9.26港元(倍)	0.26	0.21	0.18	0.17	0.16
市盈率@9.26港元(倍)	13.9	10.2	8.1	7.0	6.4

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

投资评级： **买入**

维持 评级

6 个月目标价 **12.6 港元**

股价 2026-2-13 **9.26 港元**

总市值(亿港元)	111,641.9
流通市值(亿港元)	111,641.9
总股本(亿股)	12,404.7
流通股本(亿股)	12,404.7
12 个月低/高(港元)	7.2/13.09
平均成交(百万港元)	964.6

股东结构

联想控股股份有限公司	31.4%
杨元庆	6.1%

其他股东

62.5%

总共

100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.1	-16.0	-53.4
绝对收益	0.6	-14.3	-29.7

数据来源：彭博、港交所、公司

汪阳 资讯科技行业分析师
 alexwang@sdicsi.com.hk

附表 1: 季度损益表预测

单位: 千元 USD	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E
营业收入	17,850,094	18,796,280	16,983,538	18,829,869	20,452,022	22,204,334	18,899,167
智能设备业务 (IDG)	13,514,065	13,784,257	11,814,393	13,459,338	15,107,220	15,755,128	12,877,688
基础设施方案 (ISG)	3,305,370	3,938,478	4,119,623	4,290,149	4,087,143	5,175,787	4,943,548
方案服务业务 (SSG)	2,164,554	2,256,863	2,150,329	2,257,718	2,555,824	2,652,196	2,343,859
抵消	-1,133,895	-1,183,318	-1,100,807	-1,177,336	-1,298,165	-1,378,777	-1,265,928
同比增长	23.9%	19.6%	22.8%	21.9%	14.6%	18.1%	11.3%
智能设备业务 (IDG)	17.4%	11.5%	12.9%	17.8%	11.8%	14.3%	9.0%
基础设施方案 (ISG)	65.1%	59.2%	62.6%	35.8%	23.7%	31.4%	20.0%
方案服务业务 (SSG)	12.9%	11.7%	18.1%	19.8%	18.1%	17.5%	9.0%
抵消	10.7%	4.3%	12.0%	15.5%	14.5%	16.5%	15.0%
毛利润	2,795,750	2,959,391	2,782,620	2,774,477	3,146,631	3,349,016	2,834,875
销售费用	-867,707	-953,731	-927,485	-955,293	-963,237	-1,059,293	-926,059
管理费用	-747,000	-710,930	-714,217	-677,121	-801,435	-729,019	-718,168
研发费用	-547,528	-620,789	-643,892	-524,201	-580,585	-637,727	-623,672
其他损益	17,084	13,763	-165,645	166,947	-158,453	25,481	21,688
经营溢利	650,599	687,704	331,381	784,809	642,921	948,458	588,663
净财务费用	-170,385	-165,321	-153,627	-158,837	-143,490	-129,666	-110,365
应占联营公司及合营 公司亏损	-7,028	-5,392	-56	-3,868	-5,146	-607	-517
除税前溢利	473,186	516,991	177,698	622,104	494,285	818,185	477,782
税项	-89,910	183,772	-53,280	-84,554	-113,993	-170,215	-99,398
净利润	383,276	700,763	124,418	537,550	380,292	647,970	378,384
少数股东损益	24,744	8,093	34,540	32,217	40,016	102,434	59,817
归母净利润	358,532	692,670	89,878	505,333	340,276	545,536	318,567
经调整净利润	403,811	429,664	278,408	389,403	512,276	588,910	328,567

数据来源: 公司资料, 国投证券国际预测



附表 2: 财务报表预测

财务报表摘要

	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	56,863,784	69,076,968	80,385,392	85,191,962	90,253,950
营业成本	-47,060,601	-57,979,358	-68,280,393	-72,127,660	-76,312,917
毛利	9,803,183	11,097,610	12,104,999	13,066,302	13,941,033
其他收入	30,861	-238,115	55,663	0	0
销售费用	-3,308,889	-3,584,534	-3,903,882	-4,131,810	-4,377,317
管理费用	-2,491,839	-2,822,604	-2,925,743	-3,066,911	-3,249,142
研发费用	-2,027,532	-2,288,204	-2,366,185	-2,470,567	-2,617,365
经营利润	2,005,784	2,164,153	2,964,851	3,395,014	3,697,210
财务费用-融资收入	148,134	109,964	0	0	0
财务费用-融资成本	-762,805	-773,269	-542,358	-596,344	-631,778
应占联营公司及合营公司业绩	-25,659	-19,978	-10,138	-25,558	-27,076
税前利润	1,365,454	1,480,870	2,412,356	2,773,113	3,038,356
所得税	-263,142	-18,918	-468,160	-554,623	-607,671
税后净利润	1,102,312	1,461,952	1,944,196	2,218,490	2,430,685
归属于母公司股东净利润	1,010,506	1,384,445	1,709,712	1,952,272	2,139,002
归属于非控制股东净利润	91,806	77,507	234,484	266,219	291,682
经调整的归母净利润	1,060,177	1,441,291	1,819,156	2,102,272	2,289,002
增长					
总收入 (%)	-8.2%	21.5%	16.4%	6.0%	5.9%
归母净利润	-37.1%	37.0%	23.5%	14.2%	9.6%
经调整的归母净利润	-43.6%	35.9%	26.2%	15.6%	8.9%

资产负债表

	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
	实际	实际	预测	预测	预测
现金及现金等价物	3,559,831	4,728,124	6,621,297	7,680,824	8,978,635
应收账款及票据	8,147,695	10,506,610	9,646,247	10,223,035	10,830,474
存货	6,702,677	7,923,804	7,852,245	8,294,681	8,775,985
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
银行存款	65,555	88,607	88,607	88,607	88,607
衍生金融工具资产	69,568	53,690	53,690	53,690	53,690
可收回税项	359,491	379,590	379,590	379,590	379,590
流动资产	22,687,183	27,904,083	28,865,334	30,944,085	33,330,640
物业厂房及设备	2,010,178	2,026,280	2,469,470	2,830,670	3,125,048
在建工程	337,648	282,309	164,257	46,205	-71,847
无形资产	8,345,407	8,232,977	8,380,433	8,520,516	8,653,596
使用权资产	571,305	592,340	613,872	631,098	644,878
联营及共同控制体权益	318,803	315,704	315,704	315,704	315,704
递延所得税资产	2,633,302	3,055,905	3,055,905	3,055,905	3,055,905
其他非流动资产	1,847,128	1,821,214	1,821,214	1,821,214	1,821,214
非流动资产合计	16,063,771	16,326,729	16,820,855	17,221,312	17,544,498
总资产	38,750,954	44,230,812	45,686,190	48,165,397	50,875,138
应付账款及票据	10,505,427	11,978,933	15,021,686	15,868,085	16,788,842
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
应付借款	50,431	1,030,352	271,616	271,616	271,616
其他短期负债项	2,751,530	3,080,464	3,080,464	3,080,464	3,080,464
短期负债合计	26,059,163	29,994,133	31,306,547	32,152,946	33,073,703
应付借款-非流动负债	3,569,229	4,337,806	4,337,806	4,337,806	4,337,806
递延所得税负债	447,523	270,268	270,268	270,268	270,268
递延收入	1,436,484	1,628,942	1,628,942	1,628,942	1,628,942
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	38,883,309	39,729,708	40,650,465
归属于母公司股东权益	5,582,593	6,068,987	7,265,786	8,632,376	10,129,677
少数股东权益	498,594	590,930	825,414	1,091,632	1,383,315
总权益	6,081,187	6,659,917	8,091,199	9,724,008	11,512,992
总权益及总负债	38,750,954	44,230,812	46,974,509	49,453,716	52,163,457

数据来源: 公司资料, 国投证券国际预测

财务分析

	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	17.2%	16.1%	15.1%	15.3%	15.4%
销售费用率	-5.8%	-5.2%	-4.9%	-4.9%	-4.9%
管理费用率	-4.4%	-4.1%	-3.6%	-3.6%	-3.6%
研发费用率	-3.6%	-3.3%	-2.9%	-2.9%	-2.9%
有效税率	19.3%	1.3%	19.4%	20.0%	20.0%
净利率 (%)	1.9%	2.1%	2.4%	2.6%	2.7%
ROE	18.1%	22.8%	23.5%	22.6%	21.1%
ROA	2.6%	3.1%	3.7%	4.1%	4.2%
营运表现					
存货周转天数	50.0	45.4	41.6	40.3	40.3
应收账款周转天数	50.9	48.6	45.1	42.0	42.0
应付账款周转天数	77.6	69.8	71.2	77.1	77.0
财务状况					
流动比率	0.87	0.93	0.92	0.96	1.01
速动比率	0.61	0.67	0.67	0.70	0.74
总负债/总资产	0.84	0.85	0.85	0.82	0.80
经营性现金流/收入	0.04	0.04	0.07	0.04	0.04

现金流量表

	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
	实际	预测	预测	预测	预测
税前利润	1,365,454	1,480,870	2,412,356	2,773,113	3,038,356
物业、厂房及设备折旧	441,421	402,036	374,862	456,852	523,674
使用权资产折旧	131,872	114,261	118,468	122,774	126,220
无形资产摊销	578,698	417,270	411,649	419,022	426,026
财务费用-经营活动	762,805	773,269	542,358	596,344	631,778
财务收入-经营活动	-148,134	-109,964	0	0	0
无形资产减值	895	895	895	895	895
存货减少/(增加)	-330,819	-1,221,127	71,559	-442,436	-481,305
应收账款、应收票据	-44,530	-2,800,207	860,363	-576,788	-607,439
应付账款、应付票据	330,302	3,606,036	1,312,414	846,399	920,757
其他经营活动	280,975	0	0	0	0
营运所得现金	3,368,939	2,663,339	6,104,923	4,196,174	4,578,961
已付税项	-613,899	-18,918	-468,160	-554,623	-607,671
已付利息-经营活动	-744,049	0	0	0	0
经营活动现金流量净额	2,010,991	2,644,421	5,636,764	3,641,552	3,971,290
购买物业、厂房及设备	-275,096	-450,000	-420,000	-420,000	-420,000
购买在建工程	-454,681	-450,000	-420,000	-420,000	-420,000
购买无形资产	-556,120	-600,000	-560,000	-560,000	-560,000
其他投资活动	2,447	-663,305	-542,358	-596,344	-631,778
投资活动现金流	-1,283,450	-2,163,306	-1,942,358	-1,996,344	-2,031,778
派付股息-融资活动	-583,273	-601,141	-512,914	-585,681	-641,701
其他融资活动	-752,832	0	0	0	0
融资活动现金流净额	-1,336,105	-601,141	-512,914	-585,681	-641,701
现金变化	-608,564	-120,026	3,181,492	1,059,527	1,297,812
期末持有现金	3,559,831	3,439,805	6,621,297	7,680,824	8,978,635

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投证券(香港)有限公司（国投证券国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。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。国投证券国际，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、意见及推测反映国投证券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。国投证券国际，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。

国投证券国际及其高级职员、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。国投证券国际，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 规则的解释），国投证券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。

收件人应注意国投证券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，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券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。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

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。
- 国投证券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。

国投证券（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