



2026年5月26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

26Q4 业绩超预期，ISG 结构性扭亏为盈

事件：联想集团 FY2026（财年截至 2026/3/31）实现营收 830.7 亿美元，同比增长 20.3%，在 PC 市场整体需求放缓、关键零部件供应趋紧的背景下，营收规模首次站上 800 亿美元台阶。三项核心质量指标同步向好，归母净利润达 19.12 亿美元，同比增长 38.1%，经调整的净利润 20.48 亿美元，同比增长 42.1%。ROE 从 FY2025 年的 22.6% 大幅提升至 27.1%，创历史最优水平，股东回报能力显著增强。毛利率为 15.4%，较 FY2025 年的 16.1% 下降 70 个基点，这一结构性下行主要来自 ISG 业务收入占比提升带来的组合效应（ISG 毛利率低于 IDG），但 ISG 自身的 OPM 已从 FY2025 年的亏损区间转为全年盈利，拖累效应边际递减。

报告摘要

Q4 单季大超预期。 26Q4（2026 年 1-3 月）单季表现构成 FY2026 全年业绩最强劲的季度验证。Q4 营收 215.9 亿美元（超 bbg 一致预期 191.9 亿美元 12.5%），同比增长 27.1%；营业利润 8.3 亿美元，超预期 39%（一致预期约 6.0 亿美元）；净利润 5.59 亿美元，超预期幅度高达 92%（一致预期约 2.91 亿美元），同比增长 101%。Q4 业绩的超预期主要系 AI 服务器需求共振的弹性远超市场定价，以及 IDG 业务延续之前稳健表现。

三大业务逻辑当期状态各有差异： ISG 业务最为强劲，Q4 OPM 录得 3.6% 的历史最高水平，宣告为期约两年的战略转型正式完成，全年营收 192 亿美元（占比 23.1%），同比增长 32%，实现扭亏为盈；IDG 业务延续稳健，PC 营收同比增长 28%（量价齐升，出货增速持续高于市场平均），但智能手机业务 Q4 受到供应链成本压力短期压制，整体 IDG 营收占比约 64%；SSG 业务全年营收突破 100 亿美元里程碑（占比 12.1%），Q4 运营利润率 22.4%，62% 营收已来自托管服务与项目解决方案等高价值经常性收入，会员规模与合同价值持续扩张，商业模式向高利润率转型持续验证。

IDG：高端化驱动量价齐升，营收占比结构性收窄。 IDG（智能设备业务集团）全年营收达 589.35 亿美元，同比增长 16.6%，是集团成长的压舱石。值得注意的是，IDG 营收占集团总收入的比重从 FY2025 的 73.2% 下降至 FY2026 的 70.9%，意味着联想“去 PC 单一依赖”的转型在收入端已初见成效，ISG 与 SSG 的增量贡献正在重塑公司业务版图。PC 业务是 IDG 的核心引擎，全年 PC 营收同比大增 28%，远超市场平均增速。管理层在业绩会中明确指出，IDG 通过“向 Premier 系列倾斜”的产品组合策略提升 ASP（平均售价），同时保持出货量增速持续跑赢大市。Q4 单季 IDG 营收 146.14 亿美元，同比增长 23.7%，经营利润率（OPM）达 6.9%，好于市场一致预期 6.5% 约 40 个基点，印证了高端化策略对盈利能力的正向拉动。

ISG：季度 OPM 从深度亏损到历史最高，盈利拐点已从预期变为事实。 ISG 的扭亏路径清晰且具有说服力：H1 累计亏损约 1.07 亿美元，Q3 单季亏损压缩至 1100 万美元，Q4 则一举实现 2.02 亿美元盈利，形成“H1 深度亏损→Q3 接近盈亏平衡→Q4 历史最高盈利”的 V 型反转。该拐点的三大驱动因素为：其一，GPU 服务器产品组合优化，高价值产品占比提升带动毛利率改善；其二，规模效应与运营杠杆显现，营收高速增长摊薄固定成本；其三，战略重组资源调配到位，运营效率系统性提升。AI 服务器管道规模达 210 亿美元，客户部署超 5800 家，为后续营收与盈利的持续扩张提供了可见度极高的 pipeline 支撑。Q4 单季 AI 相关收入占比已达 38%，同比增长 84%，AI 从概念验证进入规模化交付阶段，ISG 正从“亏损转型期”步入“可持续盈利增长期”。

SSG：百亿美元里程碑，常态化收入撑起 22%+ 利润率。 SSG（方案服务业务集团）FY2026 全年营收突破 100.28 亿美元，同比增长 18.6%，正式跨越百亿美元门槛，成为集团第三条百亿级业务线。更值得关注的是其盈利质量：Q4 OPM 高达 22.4%，以稳定的高利润率定义了软件与服务业务的估值逻辑；全年运营

投资评级：**买入**
维持 评级

6 个月目标价 **22.6 港元**

股价 2026-5-25 **15.75 港元**

总市值(百万港元)	1,953.73
流通市值(百万港元)	1,953.73
总股本(百万)	124.05
流通股本(百万)	124.05
12 个月低/高(港元)	8.5/18.8
平均成交(百万港元)	1,167.73

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	32.68	73.54	57.30
绝对收益	31.25	68.09	65.79

汪阳 资讯科技行业分析师

+852-22131400

alexwang@sdicsi.com.hk

利润五年内增长超一倍，呈现典型的 SaaS 化盈利特征。

投资建议。 26Q4 财季公司收入和利润均保持快速增长，ISG 四季度的经营利润转正为战略转型的结构性突破，展望后续业绩，我们预计 2026/27 财年和 2027/28 财年的经调整净利润分别为 25.7 亿美元(yoy+25.4%)和 29.5 亿美元(yoy+15.8%)。我们按 2026/2027E 的预计市盈率 14.0x, 给予公司 22.6 港元的目标价，相较于最近收市价有 43.4%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	2026A	2027E	2028E	2029E
收入 (千美元)	56,863,784	69,076,968	83,074,555	97,503,562	107,287,444	116,751,828
变动 (%)	-8.2%	21.5%	20.3%	17.4%	10.0%	8.8%
毛利率	17.2%	16.1%	15.4%	16.4%	16.1%	15.3%
归母净利润 (千美元)	1,010,506	1,384,445	1,911,951	2,569,303	2,825,409	2,928,623
变动 (%)	-37.1%	37.0%	38.1%	34.4%	10.0%	3.7%
经调整净利润 (千美元)	1,060,177	1,441,291	2,048,739	2,569,303	2,975,409	3,078,623
变动 (%)	-43.6%	35.9%	42.1%	25.4%	15.8%	3.5%
ROE	18.1%	22.8%	25.0%	21.4%	20.2%	18.3%
市销率@15.75港元(倍)	0.44	0.36	0.30	0.26	0.23	0.21
市盈率@15.75港元(倍)	23.6	17.3	12.2	9.7	8.4	8.1

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

附表 1: 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>						<千美元>, 财务年度截至<3月31日>						
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 实际	2027年 预测	2028年 预测	2029年 预测	2024年 实际	2025年 实际	2026年 实际	2027年 预测	2028年 预测	2029年 预测
收入	56,863,784	69,076,968	83,074,555	97,503,562	107,287,444	116,751,828	盈利能力和					
营业成本	-47,060,601	-57,979,358	-70,265,133	-81,541,350	-90,044,000	-98,891,682	毛利率 (%)	17.2%	16.1%	15.4%	16.4%	16.1%
毛利	9,803,183	11,097,610	12,809,422	15,962,212	17,243,444	17,860,146	销售费用率	-5.8%	-5.2%	-4.9%	-4.9%	-4.8%
其他收入	30,861	-238,115	84,110	126,702	108,625	118,207	管理费用率	-4.4%	-4.1%	-3.7%	-3.9%	-3.6%
销售费用	-3,308,889	-3,584,534	-4,049,100	-4,777,675	-5,203,441	-5,545,712	研发费用率	-3.6%	-3.3%	-3.0%	-3.3%	-2.7%
管理费用	-2,491,839	-2,822,604	-3,092,286	-3,850,240	-4,076,923	-4,203,066	有效税率	19.3%	1.3%	19.1%	18.8%	19.1%
研发费用	-2,027,532	-2,288,204	-2,490,403	-3,265,769	-3,218,623	-3,152,299	净利率 (%)	1.9%	2.1%	2.6%	3.0%	2.8%
经营利润	2,005,784	2,164,153	3,261,743	4,195,231	4,853,081	5,077,276	ROE	18.1%	22.8%	25.0%	21.4%	18.3%
财务费用-融资收入	148,134	109,964	110,929	110,929	0	0	ROA	2.6%	3.1%	3.3%	4.3%	4.4%
财务费用-融资成本	-762,805	-773,269	-688,102	-688,102	-888,656	-967,049	营运表现					
应占联营公司及合营公司业绩	-25,659	-19,978	-14,662	-14,662	-18,935	-20,606	存货周转天数	50.0	45.4	50.3	55.9	57.2
所得税	1,365,454	1,480,870	2,669,908	3,595,290	3,945,490	4,089,621	应收账款周转天数	50.9	48.6	54.2	58.2	60.0
所得税	-263,142	-18,918	-509,995	-675,451	-753,651	-781,183	应付账款周转天数	77.6	69.8	80.0	91.7	93.9
税后净利润	1,102,312	1,461,952	2,159,913	2,919,839	3,191,838	3,308,438	财务状况					
归属于母公司股东净利润	1,010,506	1,384,445	1,911,951	2,569,303	2,825,409	2,928,623	流动比率	0.87	0.93	0.95	1.07	1.14
归属于非控制股东净利润	91,806	77,507	247,962	350,536	366,429	379,815	速动比率	0.61	0.67	0.66	0.73	0.75
经调整的归母净利润	1,060,177	1,441,291	2,048,739	2,569,303	2,975,409	3,078,623	总负债/总资产	0.84	0.85	0.85	0.78	0.74
增长							经营性现金流/收入	0.04	0.04	0.05	-0.01	0.04
总收入 (%)	-8.2%	21.5%	20.3%	17.4%	10.0%	8.8%	现金流量表					
归母净利润	-37.1%	37.0%	34.4%	34.0%	10.0%	3.7%	经营活动现金流	1,365,454	1,480,870	2,669,908	3,595,290	3,945,490
经调整的归母净利润	-43.6%	35.9%	42.1%	25.4%	15.8%	3.5%	投资现金流	441,421	402,036	0	429,924	402,188
资产负债表							融资现金流	131,872	114,261	0	778,602	2,047
<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 实际	2025年 实际	2026年 实际	2027年 预测	2028年 预测	2029年 预测	2024年 实际	2025年 实际	2026年 实际	2027年 预测	2028年 预测	2029年 预测
现金及现金等价物	3,559,831	4,728,124	4,887,162	3,545,049	4,500,041	5,646,080	经营活动现金流	1,365,454	1,480,870	2,669,908	3,595,290	3,945,490
应收账款及票据	8,147,695	10,506,610	14,502,738	17,021,682	18,729,702	20,381,947	投资现金流	441,421	402,036	0	429,924	402,188
存货	6,702,677	7,923,804	11,720,885	13,601,864	15,020,186	16,496,063	融资现金流	131,872	114,261	0	778,602	2,047
预付款项、按金及其他应收款	3,782,366	4,223,658	7,429,782	7,429,782	7,429,782	7,429,782	其他现金流	578,698	417,270	0	396,037	404,191
银行存款	65,555	88,607	96,369	96,369	96,369	96,369	经营活动-经营现金流	762,805	773,269	688,102	688,102	888,656
衍生金融工具资产	69,568	53,690	174,916	174,916	174,916	174,916	财务收入-经营现金流	-148,134	-109,964	-110,929	-110,929	0
可收回税项	359,491	379,590	390,444	390,444	390,444	390,444	无形资产减值	895	895	0	895	895
流动资产	22,687,183	27,904,083	39,202,296	42,260,105	46,341,440	50,615,601	存货减少/(增加)	-330,819	-1,221,127	-3,797,081	-1,880,979	-1,418,322
物业厂房及设备	2,010,178	2,026,280	2,323,913	2,173,989	2,051,801	1,952,218	应收账款、应收票据、	-44,530	-2,800,207	-7,202,252	-2,518,944	-1,708,021
在建工程	337,648	282,309	546,072	966,072	1,386,072	1,806,072	应付账款、应付票据、	330,302	3,606,036	10,480,559	-1,866,002	2,327,799
无形资产	8,345,407	8,232,977	7,920,745	8,083,811	8,238,726	8,385,894	其他经营活动	280,975	0	0	0	0
使用权资产	571,305	592,340	648,835	10,233	148,186	258,549	营运所得现金	3,368,939	2,663,339	2,728,307	-488,002	4,844,922
联营及共同控制体权益	318,803	315,704	266,950	266,950	266,950	266,950	应付税项	-613,899	-18,918	-509,995	-675,451	-753,651
递延所得税资产	2,633,302	3,055,905	3,761,785	3,761,785	3,761,785	3,761,785	巴付利息-经营现金流	-744,049	0	0	0	0
其他非流动资产	1,847,128	1,821,214	2,458,498	2,458,498	2,458,498	2,458,498	经营活动现金流净额	2,010,991	2,644,421	4,023,705	-1,163,453	4,091,271
非流动资产合计	16,063,771	16,326,729	17,926,798	17,721,338	18,312,018	18,889,966	购买物业、厂房及设备	-275,096	-450,000	0	-420,000	-420,000
总资产	38,750,954	44,230,812	57,129,094	59,981,443	64,653,458	69,505,567	购买在建工程	-454,681	-450,000	0	-420,000	-420,000
应付账款及票据	10,505,427	11,978,933	19,236,706	22,323,831	24,651,629	27,073,886	购买无形资产	-556,120	-600,000	0	-560,000	-560,000
其他应付款及应付费用	12,751,775	13,904,384	17,279,079	12,932,780	12,932,781	12,932,781	其他投资活动	2,447	-663,305	-1,909,137	-577,173	-888,656
应付账款	50,431	1,030,352	878,443	271,615	271,616	271,616	投资活动现金流	-1,283,450	-2,163,306	-1,977,172	-2,288,656	-2,367,049
其他短期负债	2,751,530	3,080,464	3,963,348	3,963,348	3,963,348	3,963,348	派付股息-融资活动	-583,273	-601,141	-612,512	1,798,512	-847,623
短期负债合计	26,059,163	29,994,133	41,357,576	39,491,574	41,819,374	44,241,631	其他融资活动	-752,832	0	-1,384,900	0	0
应付账款-非流动负债	3,569,229	4,337,806	3,862,595	3,862,595	3,862,595	3,862,595	融资活动现金流净额	-1,336,105	-601,141	-1,997,412	1,798,512	-847,623
递延所得税负债	447,523	270,268	310,638	310,638	310,638	310,638	现金变化	-608,564	-120,026	117,156	-1,342,113	954,992
递延收入	1,436,484	1,628,942	1,969,201	1,969,201	1,969,201	1,969,201	期末持有现金	3,559,831	3,439,805	4,887,162	3,545,049	4,500,041
其他非流动负债	1,157,368	1,097,968	1,140,289	1,140,289	1,140,289	1,140,289						
长期负债合计	6,610,604	7,334,984	7,282,723	7,282,723	7,282,723	7,282,723						
总负债	32,669,767	37,570,895	48,685,481	46,819,479	49,147,279	51,569,536						
归属于母公司股东权益	5,582,593	6,068,987	7,635,049	12,002,864	13,980,651	16,030,687						
少数股东权益	498,594	590,930	808,564	1,159,100	1,525,529	1,905,343						
总权益	6,081,187	6,659,917	8,443,613	13,161,964	15,506,179	17,936,031						
总权益及总负债	38,750,954	44,230,812	57,129,094	59,981,443	64,653,458	69,505,567						

数据来源: 公司资料, 国投证券国际预测

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投证券国际证券(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