

联想集团 (00992.HK)

AI 驱动服务器高增，效率推动盈利释放

联想集团 25/26 财年收入和利润高增长。 联想披露截至 2026 年 3 月财年的业绩情况: 收入同比增长 20% 至 831 亿美元, 经调整净利达 20 亿美元, 同比增长 42%。本财年 AI 相关收入同比增长 105%, 占总收入的 33%。其中, AI 设备和 AI 服务均实现三位数同比增长, AI 服务器亦实现高双位数增长。

从截至 2026 年 3 月的第四财季来看, 当季收入达 216 亿美元, 同比增长 27%。经调整净利约 5.59 亿美元, 同比增长 101%。AI 相关收入占比达 38%。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。

IDG: PC 市占率继续创新高, 持续推动高端化。 本财年公司 IDG 业务收入同比增长 17% 至 589 亿美元, 经营利润率达 7.2%。1) PC 业务方面, 第四财季, 联想的 PC 出货量市占率同比提升 1.3pct 至 24.4%; 而高端 PC 出货量占总体的 50%。平板和显示器产品等周边业务亦录得高双位数提升。2) 手机业务方面, 本财年公司智能手机的收入实现自收购以来的新高, 高端手机出货量占总出货量比重创下 19% 的记录, 本财年摩托罗拉在折叠屏手机品牌中排名第一。第四财季, 手机业务在市场出货量下滑 3% 的环境下, 实现出货量增长达 6%; 本季手机业务收入亦实现双位数增长、经营利润率实现扩张。

ISG: AI 驱动服务器需求高增, 效率推动盈利释放。 本年度 ISG 业务收入同比增长 32% 至 192 亿美元, 实现经营利润 7300 万美元, 达成了公司由亏转盈、稳步迈向可持续盈利的目标。

1) 服务器方面, 受 AI 需求驱动, 集团的 AI 服务器全年收入实现高双位数增长, 年末的 AI 服务器订单储备扩大至 210 亿美元。第四财季 ISG 业务的收入同比增长 37% 至 56 亿美元, 经营利润达 2 亿美元, 经营利润率约 3.6%。这体现出, 联想为客户的供应效率和部署就绪度所进行的产品组合优化正在取得成效。展望后续, 联想的英伟达 GB300 NVL72 平台已经在本财季全面出货, 基于 Rubin 架构的平台预计将在 2026H2 出货。

2) 企业级存储方面, 集团在 2026 年 4 月收购 Infinidat 的 100% 股权。Infinidat 是全球高性能企业级存储方案供应商。对 Infinidat 的收购有望助力联想扩展高端企业级的存储方案, 在金融、医疗、电信等行业提供更多价值。

投资建议: 我们预计公司 26/27FY、27/28FY、28/29FY 营业收入为 949/1064/1152 亿美元, 同比+14.2%/+12.2%/+8.2%; 非香港财务报告准则归母净利润为 25.46/31.76/36.93 亿美元, 同比+24.3%/+24.7%/+16.3%。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 3733 亿港元 (目标价 30.1 港元/股), 对应 15x 27/28 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	2025A	2026A	2027E	2028E	2029E
营业收入 (百万美元)	69,077	83,075	94,895	106,446	115,174
增长率 YoY (%)	21.5	20.3	14.2	12.2	8.2
non-IFRS 归母净利润 (百万美元)	1,441	2,049	2,546	3,176	3,693
增长率 YoY (%)	35.9	42.1	24.3	24.7	16.3
EPS (美元)	0.11	0.15	0.21	0.26	
经调整净利润率 (%)	2.1	2.5	2.7	3.0	3.2
经调整 P/E (倍)	20.0	14.1	11.3	9.1	7.8
P/B (倍)	4.7	3.8	3.1	2.5	2.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 05 月 28 日收盘价; 2025 财年对应数据为 2024Q2-2025Q1, 其他类似。

买入 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
05 月 28 日收盘价 (港元)	19.68
总市值 (百万港元)	244,123.70
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)	151.49

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): PC 市占率进一步提升, AI 收入占三成》 2026-02-15
- 《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

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万美元)

会计年度	2025A	2026A	2027E	2028E	2029E
流动资产	27904	39202	39305	52013	46990
现金	4817	4984	13482	10688	15816
应收票据及应收账款	10507	14503	8694	17326	10827
其他应收款	4224	7430	5882	9050	7106
可收回所得税款	380	390	390	390	390
存货	7924	11721	10682	14383	12675
其他流动资产	54	175	175	175	175
非流动资产	16327	17927	17766	17631	17537
长期投资	316	267	274	281	288
固定资产	2026	2324	2448	2609	2804
无形资产	8825	8570	8277	7975	7678
其他非流动资产	5159	6766	6766	6766	6766
资产总计	44231	57129	57071	69644	64526
流动负债	29994	41358	39160	49166	44854
短期借款	1030	878	890	906	929
应付票据及应付账款	11979	19237	16362	23467	19528
其他流动负债	16985	21242	21908	24793	24396
非流动负债	7577	7328	7375	7439	7531
长期借款	4338	3863	3909	3973	4066
其他非流动负债	3239	3465	3465	3465	3465
负债合计	37571	48685	46535	56605	52385
少数股东权益	591	809	1218	1628	2038
股本	3501	3501	3501	3501	3501
储备	2568	4134	5817	7910	6603
归属母公司股东权益	6069	7635	9318	11411	10104
负债和股东权益	44231	57129	57071	69644	64526

现金流量表 (百万美元)

会计年度	2025A	2026A	2027E	2028E	2029E
经营活动现金流	1100	4024	10773	-249	11634
净利润	1481	2670	2999	3630	4146
折旧摊销	1419	1418	1409	1426	1480
财务费用	663	577	519	462	439
投资损失	-82	-338	-338	-338	-338
营运资金变动	-1699	372	6524	-5174	6153
其他经营现金流	-682	-676	-341	-256	-246
投资活动现金流	-1056	-1909	-1427	-1499	-1578
资本支出	-353	-654	-719	-791	-870
长期投资	-9	-7	-7	-7	-7
其他投资现金流	-694	-1248	-700	-700	-700
筹资活动现金流	1190	-1997	-848	-1047	-4928
短期借款	3403	2639	2800	2947	2795
长期借款	-3408	-2597	-2788	-2931	-2772
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4	5	6	7	8
其他筹资现金流	1191	-2044	-866	-1070	-4960
现金净增加额	1233	117	8499	-2795	5128

利润表 (百万美元)

会计年度	2025A	2026A	2027E	2028E	2029E
营业收入	69077	83075	94895	106446	115174
营业成本	57979	70265	80131	89653	96781
销售及分销费用	3585	4049	4480	5025	5437
行政费用	2823	3092	3106	3484	3770
研发费用	2288	2490	2871	3228	3492
其他经营收入净额	238	-84	-109	-122	-132
经营利润	2164	3262	4417	5179	5826
财务费用	663	577	519	462	439
应占联营及合营公司亏损	20	15	2	2	2
利润总额	1481	2670	3895	4714	5385
所得税	19	510	896	1084	1238
净利润	1462	2160	2999	3630	4147
少数股东损益	78	248	410	410	410
归属母公司净利润	1384	1912	2590	3220	3737
EBITDA	3563	4665	5823	6603	7303
EPS (美元)	0.11	0.15	0.21	0.26	0.30
non-IFRS 归母净利润	1,441	2,049	2,546	3,176	3,693

主要财务比率

会计年度	2025A	2026A	2027E	2028E	2029E
成长能力					
营业收入 (%)	21.5	20.3	14.2	12.2	8.2
营业利润 (%)	3.1	3.9	4.7	4.9	5.1
non-IFRS 归母净利润 (%)	35.9	42.1	24.3	24.7	16.3
获利能力					
毛利率 (%)	16.1	15.4	15.6	15.8	16.0
归母净利率 (%)	2.0	2.3	2.7	3.0	3.2
ROE (%)	22.9	28.6	31.6	30.8	32.9
ROIC (%)	11.8	15.8	19.5	20.5	24.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	84.9	85.2	81.5	81.3	81.2
净负债比率 (%)	104.5	86.2	-11.5	12.1	-29.2
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.0
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.6	1.7	1.7	1.7
应收账款周转率	7.4	6.6	8.2	8.2	8.2
应付账款周转率	5.2	4.5	4.5	4.5	4.5
每股指标 (美元)					
每股收益	0.11	0.15	0.21	0.26	0.30
每股经营现金流	0.09	0.32	0.87	-0.02	0.94
每股净资产	0.49	0.62	0.75	0.92	0.81
估值比率					
经调整 P/E	20.0	14.1	11.3	9.1	7.8
P/B	4.7	3.8	3.1	2.5	2.9
P/S	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 05 月 28 日收盘价; 2025 财年对应数据为 2024Q2-2025Q1, 其他类似。

图表1: 核心盈利预测: 年度

	24/25FY	25/26FY	26/27FYE	27/28FYE	28/29FYE
收入 (百万美元)	69,077	83,075	94,895	106,446	115,174
YoY	21.5%	20.3%	14.2%	12.2%	8.2%
IDG (百万美元)	50,534	58,935	61,721	65,749	68,783
YoY	13.3%	16.6%	4.7%	6.5%	4.6%
ISG (百万美元)	14,523	19,188	26,031	31,628	35,647
YoY	62.8%	32.1%	35.7%	21.5%	12.7%
SSG (百万美元)	8,457	10,028	12,034	13,959	15,634
YoY	13.2%	18.6%	20.0%	16.0%	12.0%
毛利 (百万美元)	11,098	12,809	14,765	16,793	18,393
GPM	16.1%	15.4%	15.6%	15.8%	16.0%
销售费用 (百万美元)	3,585	4,049	4,480	5,025	5,437
管理费用 (百万美元)	2,823	3,092	3,106	3,484	3,770
研发费用 (百万美元)	2,288	2,490	2,871	3,228	3,492
销售费用率	5.2%	4.9%	4.7%	4.7%	4.7%
管理费用率	4.1%	3.7%	3.3%	3.3%	3.3%
研发费用率	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
经营利润 (百万美元)	2,164	3,262	4,417	5,179	5,826
经营利润率	3.1%	3.9%	4.7%	4.9%	5.1%
归母净利润 (百万美元)	1,384	1,912	2,590	3,220	3,736
归母净利润率	2.0%	2.3%	2.7%	3.0%	3.2%
non-IFRS 归母净利润 (百万美元)	1,441	2,049	2,546	3,176	3,693
non-IFRS 归母净利润率	2.1%	2.5%	2.7%	3.0%	3.2%

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	25/26Q4	26/27Q1E	26/27Q2E	26/27Q3E	26/27Q4E
收入 (百万美元)	18,830	20,452	22,204	21,588	21,821	23,113	25,056	24,906
YoY	21.9%	14.6%	18.1%	25.1%	15.9%	13.0%	12.8%	15.4%
IDG (百万美元)	13,459	15,107	15,755	14,614	14,624	15,624	16,313	15,159
YoY	17.8%	11.8%	14.3%	23.7%	8.7%	3.4%	3.5%	3.7%
ISG (百万美元)	4,290	4,087	5,176	5,635	5,711	5,644	6,783	7,894
YoY	35.8%	23.7%	31.4%	28.4%	33.1%	38.1%	31.0%	40.1%
SSG (百万美元)	2,258	2,556	2,652	2,563	2,709	3,067	3,183	3,075
YoY	19.8%	18.1%	17.5%	19.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利 (百万美元)	2,774	3,147	3,349	3,327	3,344	3,630	3,928	3,863
GPM	14.7%	15.4%	15.1%	15.4%	15.3%	15.7%	15.7%	15.5%
销售费用 (百万美元)	955	963	1,059	1,019	1,030	1,091	1,183	1,176
管理费用 (百万美元)	677	801	729	707	714	757	820	815
研发费用 (百万美元)	524	581	638	642	655	701	760	755
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	985	969	1,108	1,194	1,145
经营利润率	4.2%	3.1%	4.3%	4.6%	4.4%	4.8%	4.8%	4.6%
归母净利润 (百万美元)	505	340	546	544	544	651	716	679
归母净利润率	2.7%	1.7%	2.5%	2.5%	2.5%	2.8%	2.9%	2.7%
non-IFRS 归母净利润 (百万美元)	389	512	304	533	533	640	706	668
non-IFRS 归母净利润率	2.1%	2.5%	1.4%	2.5%	2.4%	2.8%	2.8%	2.7%

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
 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