

Hewlett Packard Enterprise (HPE.N/HPE US)

AI 伺服器推動營運加速重返成長軌道

增加持股・首次評等

收盤價 June 3 (US\$)	17.69
3 個月目標價 (US\$)	19.14
12 個月目標價 (US\$)	23.50
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	32.8

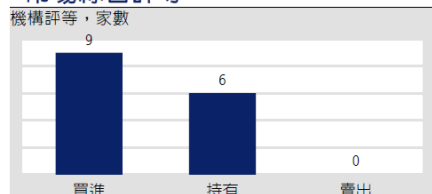
焦點內容

1. FY2Q25 AI 營收季增 11%，推升 EPS 優於市場共識 12%。
2. 關稅成本降低與 AI 營收成長推升 FY2025 EPS 財測優於市場共識 2%。
3. AI 營收加速成長為 FY2025/FY2026 獲利成長之主要動能。

交易資料表

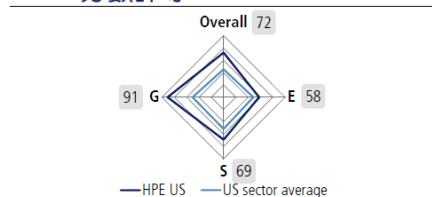
市值：(US\$bn)	23.2		
流通在外股數 (百萬股)：	1,314		
機構持有比例 (%)：	98.6		
3M 平均成交量 (百萬股)：	22.2		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	12.0-24.7		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(7.0)	(16.9)	(1.4)
相對表現 (%)	(9.1)	(15.6)	(14.5)

市場綜合評等



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



重要訊息

HPE 公告 FY2Q25 財報，EPS 優於市場共識 12%，並上修 FY2025 EPS 財測中位數約 2%。我們首評 HPE 給予「增加持股」之評等，目標價為 23.5 美元 (11x FY2026F EPS)。

評論及分析

FY2Q25 AI 營收季增 11%，推升 EPS 優於市場共識 12%。 HPE 公告 FY2Q25 (2025 年 2-4 月) 財報，營收季減 3%、年增 6% 至 76.3 億美元，優於市場共識 2%，動能來自 AI 伺服器營收季增 11% 至 10 億美元；營利率雖因步入淡季及非 AI 伺服器價格競爭而季減 1.9ppts 至 8.0%，但較市場共識高出 0.8ppt；EPS 季減 21%、年減 9% 至 0.38 美元，優於市場共識 12%。

關稅成本降低與 AI 營收成長推升 FY2025 EPS 財測優於市場共識 2%。 公司展望 FY3Q25 營收季增 9% 至 83.5 億美元，動能來自 GB200 放量；EPS 財測中位數則約 0.43 美元，符合市場預期。考量關稅不確定性下降、成本降低與 AI 伺服器營收成長，公司將 FY2025 營利率由 9.0% 上修至 9.4%，並將 EPS 財測中位數由 1.80 美元上修至 1.84 美元，優於市場共識 2%。

AI 營收加速成長為 FY2025/FY2026 營運成長之主要動能。 我們預估公司 FY2025/FY2026 EPS 分別為 1.86/2.13 美元，相較市場共識 EPS 分別為 1.81/2.07 美元，目前股價交易於約 10/8 倍之 FY2025/FY2026 凱基 EPS 預估，以及 10/9 倍之 FY2025/FY2026 市場共識 EPS 預估。GB200 放量推升 HPE AI 營收加速成長，且其客戶多為獲利性較佳的主權 AI 與企業 AI。

投資建議

我們首評給予「增加持股」評等，目標價為 23.5 美元 (11x FY2026F EPS)。

投資風險

企業縮減資本支出影響 AI 伺服器訂單量；併購 Juniper 因壟斷疑慮而受阻。

主要財務數據

	Oct-22A	Oct-23A	Oct-24A	Oct-25F	Oct-26F
營業收入 (US\$百萬元)	28,496	29,135	30,127	32,997	35,461
營業毛利 (US\$百萬元)	9,667	10,273	9,893	9,803	10,758
營業利益 (US\$百萬元)	3,026	3,145	3,168	3,005	3,523
EBITDA (US\$百萬元)	5,506	5,761	5,732	5,520	6,053
稅後淨利 (US\$百萬元)	2,664	2,832	2,630	2,574	3,027
每股盈餘 (US\$)	2.02	2.15	1.99	1.86	2.13
營收增長率 (%)	2.6	2.2	3.4	9.5	7.5
每股盈餘增長率 (%)	3.0	6.8	(7.7)	(6.6)	15.0
毛利率 (%)	33.9	35.3	32.8	29.7	30.3
營業利益率 (%)	10.6	10.8	10.5	9.1	9.9
EBITDA margin (%)	19.3	19.8	19.0	16.7	17.1
淨負債比 (%)	41.5	37.9	13.5	44.2	28.4
股東權益報酬率 (%)	13.3	13.8	11.4	10.2	11.2

資料來源：公司資料；凱基預估

伺服器佔 HPE 營收比重達 53%。公司主要產品可拆分為：(1)伺服器(Server，佔 FY2Q25 營收比重為 53%)：提供 ProLiant 品牌機架式/塔式伺服器，同時也包含 Apollo、Cray XD 等 HPC&AI 應用伺服器，其中 AI 伺服器營收占比由 FY1Q25 之 11%提升至 13%；(2)混合雲 (Hybrid Cloud，佔 FY2Q25 營收比重為 19%)：硬體方面提供 Alletra 品牌儲存伺服器，軟體方面則提供 HPE GreenLake Cloud 雲端介面管理工具與資安服務；(3)智慧邊緣 (Intelligent Edge，佔 FY2Q25 營收比重為 15%)：硬體端提供 Aruba 品牌之 WAP、Switch、Routers 等網通產品，應用場域涵蓋校園、企業與網路分支環境；(4)金融服務 (HPE Financial Service，佔 FY2Q25 營收比重為 11%)：提供客戶彈性支付方案，包含借貸、融資等服務；(5)企業投資與其他 (Corporate Investment and Others，佔 FY2Q25 營收比重為 3%) 則包含 HP Labs 與業務孵化專案等。

FY2Q25 營收優於市場共識之動能為 AI，獲利動能則為成本結構優化。HPE FY2Q25 營收季減 3%、年增 6%至 76.3 億美元，優於市場預期 2%與公司先前展望中位數之 74 億美元，主要動能為 AI 伺服器營收季增 11%至 10 億美元 (以公司約 70%訂單來自 Blackwell 評估，約當 230 櫃 GB200 NVL72)，優於公司原先預期之季減與市場共識，係受惠客戶部署 AI 伺服器進度提前；AI 積壓訂單則季增 3%至 32 億美元 (約當 750 櫃 GB200 NVL72)。

HPE FY2Q25 雖因步入淡季及非 AI 伺服器價格競爭而季減 1.9ppts 至 8.0%，但較市場共識高出 0.8ppt。各產品線中，伺服器營利率季減 2.2ppts 至 5.9%，略優於市場預期之 5.7%與公司先前展望之 5.5%，主因為公司減少產品折扣，且關稅影響也低於先前預期；混合雲營利率季減 1.6ppts 至 5.4%，優於市場預期之 4.8%，而智慧邊緣營利率季減 3.8ppts 至 23.6%，優於市場預期之 22.9%，主要皆受惠於成本結構優化。公司另表示 Server 營利率須至 FY4Q25 方能回升至 10%水準，動能來自非 AI 伺服器減少銷售折扣之成本以及 Blackwell AI 伺服器放量。

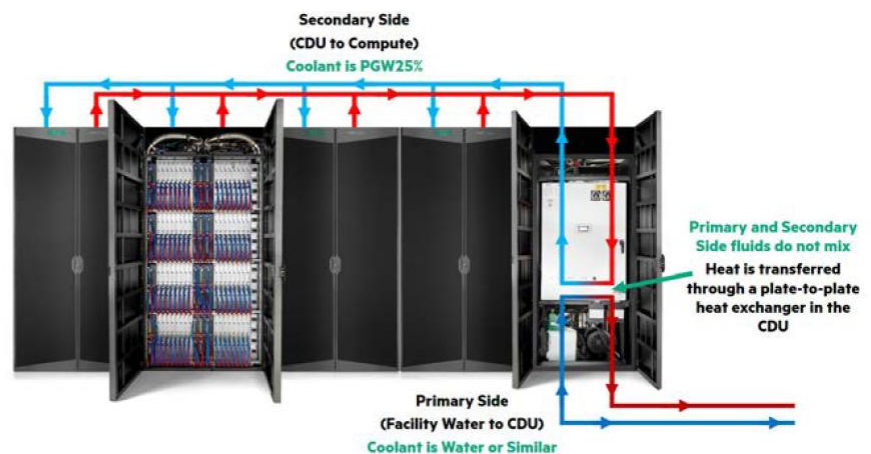
圖 1：HPE FY2Q25 產品線營運概況

產品線	營收 (美金百萬元)	營收比重 (%)	年增率 (%)	季增率 (%)	部門營利率 (%)	營利率季變化 (%)
通用伺服器	3,058	40	3	(10)	6.5	(2.5)
AI伺服器	1,000	13	11	11	4.2	(0.5)
混合雲	1,453	19	16	3	5.4	(1.6)
智慧邊緣	1,162	15	7	1	23.6	(3.8)
金融服務	856	11	(1)	(2)	10.4	1.0
企業投資及其他	194	3	(23)	(2)	(5.2)	(4.2)
部門交易	(96)		(23)	68		
總計	7,627	100	6	(3)		

資料來源：公司資料；凱基預估

GB200 放量有助 AI 營收加速成長，且主權 AI 與企業 AI 有助提升獲利表現。AI 業務的部分，HPE 將重心放在獲利性較佳的主權 AI 與企業 AI，公司除了在技術上掌握液冷散熱能力，推出 100%無風扇直接液冷系統架構的伺服器，可使伺服器功耗降低 37%並讓占地面積減少一半；另外，公司也和 Nvidia 針對 GreenLake 平台共同開發軟體，透過結合軟硬體的方式以提升客戶忠誠度。目前 HPE AI 訂單約 70%來自 Blackwell，近期受惠 GB200 供應明顯轉順，預期 FY2H25 營收將逐季成長，FY2026 亦預期隨 GB300 放量與客戶資本支出提升而維持年增趨勢。預估 HPE AI 業務 FY2025/FY2026 營收分別為 53.5/65.1 億美元，年增 22%；預估 FY2025/FY2026 AI 占伺服器業務營收占比分別為 29%/32%。

圖 2：HPE 推出 100%無風扇直接液冷系統架構的伺服器



資料來源：公司資料；凱基

AI 伺服器以外的業務，營收成長性預期大多落在 5% 上下的水準。通用型伺服器的部分，受到 AI 排擠資本支出的影響，客戶採購力道相對平淡，並使營利率下滑至 10% 以下的水準，預期 FY4Q25 隨高階伺服器銷售占比拉升才可望帶動營利率回升至接近 10%。我們預估 HPE FY2025/FY2026 通用型伺服器產品線營收分別為 130.0/137.3 億美元，年增 6%。

混合雲的部分，受惠企業逐步導入 AI，除了帶動存儲需求攀升，HPE GreenLake 平台和 AI 結合的效益也逐步顯現。公司的 GreenLake 平台除了有向客戶收取訂閱費，後續軟體定期更新與維護也會創造穩定收入，公司預期 GreenLake 平台營收貢獻將逐步提升至 20 億美元之水準，有助混合雲業務維持穩定成長性。預估 HPE FY2025/FY2026 混合雲業務營收分別為 59.4/63.7 億美元，年增 7%。

智慧邊緣的部分，目前企業對網通產品的拉貨動能雖未見明顯回溫跡象，但企業與學校的資料傳輸量增加仍使交換器有定期汰換與產品規格升級的需求，預估 HPE FY2025/FY2026 智慧邊緣產品線營收分別為 47.2/48.8 億美元，年增 3%。

金融服務的部分，基於目前利率水準相對較高，客戶增加借款的意願普遍不高，預估 HPE FY2025/FY2026 智慧邊緣產品線營收分別為 34.9/34.7 億美元，年減 1%。

圖 3：HPE FY2025/FY2026 產品線營運展望

財年	產品線	營收 (美金百萬元)	營收比重 (%)	年增率 (%)	部門營利率 (%)
2025	通用伺服器	12,999	39	7	8.2
	AI伺服器	5,350	16	30	5.2
	混合雲	5,941	18	10	7.0
	智慧邊緣	4,724	14	4	25.2
	金融服務	3,494	10	(1)	9.6
	企業投資及其他	876	3	(14)	(1.9)
	部門交易	(387)		(26)	
	總計	32,997	100	10	
2026	通用伺服器	13,729	38	6	10.0
	AI伺服器	6,513	18	22	6.1
	混合雲	6,365	18	7	7.2
	智慧邊緣	4,883	14	3	26.3
	金融服務	3,474	10	(1)	9.1
	企業投資及其他	948	3	8	(1.4)
	部門交易	(451)		16	
	總計	35,461	100	7	

資料來源：公司資料；凱基預估

HPE 若併購 Juniper 將產生約 8 億美元效益、貢獻 EPS 約 0.57 美元，惟因反壟斷官司而受阻。HPE 先前斥資 140 億美元收購 Juniper 以提升在交換器與網通產品的競爭力，雙方合併綜效主要在於費用率降低，由於 Juniper 營運規模太小，且光通訊產品之研發費用與投入自動化的成本較高，導致 Juniper 營業費用率落在 50%上下、營利率僅約 7%的水準；HPE 完成收購後預計能透過規模經濟效應並減少雙方人力成本的方式將費用率逐步降至 40%以下，使 Juniper 營利率攀升至 17%以上，優於 HPE 平均營利率約 10%之水準，並預期 Juniper 每年將貢獻 HPE 約 50 億美元營收、8 億美元獲利、貢獻 EPS 約 0.57 美元。然而，由於 HPE 和 Juniper 分別是美國企業級無線區域網路第二和第三大供應商、市占率合計約 30%，而第一大的 Cisco 則掌握約 40% 市占率，導致美國司法部以反壟斷的名義對 HPE 提起訴訟，初審將於 2025/07 展開。考量 HPE 和 Juniper 的併購協議最晚須在 2025/10 完成，而多數反壟斷官司約須一年以上的時間才會定案，因此我們暫未將 HPE 與 Juniper 之併購效益納入財務預估。

HPE 評價偏低，給予「增加持股」之評等，目標價為 23.5 美元。我們預估 HPE FY2025/FY2026 營收分別為 330/355 億美元，年增 7%，動能主要來自 GB200 放量帶動 AI 伺服器營收成長；FY2026 營利率預估年增 0.8ppt 至 9.9%，主要受惠非 AI 伺服器削價競爭的態勢緩解與 AI 伺服器營收規模提升，且公司出貨對象以利潤率較佳的企業用戶為主，有助獲利表現維持在優於產業平均的水準；FY2025/FY2026 EPS 則預估分別為 1.86/2.13 美元，相較市場共識 EPS 分別為 1.81/2.07 美元，目前股價交易於約 10/8 倍之 FY2025/FY2026 凱基 EPS 預估，以及 10/9 倍之 FY2025/FY2026 市場共識 EPS 預估。

HPE 過往五年本益比多落於 5-11 倍之間，考量 (1) GB 產品放量有助 HPE AI 產品營收加速成長，FY2025/FY2026 營收可望分別年增 30%/22%；(2) HPE AI 產品之營利率優於同業表現，AI 營收成長對公司獲利貢獻度較高；(3) HPE 掌握液冷散熱與軟體設計能力，且軟體採訂閱收費模式，有助提升企業用戶忠誠度。綜合上述原因，預期 HPE 本益比將回升至區間上緣之 11 倍上下浮動；基於當前評價偏低，故給予「增加持股」之評等，目標價為 23.5 美元 (11x FY2026F EPS)。

圖 4：FY2Q25 財報與 FY3Q25 預估與市場共識比較

Non-GAAP	2Q25						3Q25F					
	公司財測 (中位數)	實際值	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	公司財測 (中位數)	凱基預估	季增 (%)	年增 (%)	市場共識	差異 (%)
百萬美元	7,400	7,627	(2.9)	5.9	7,458	2.3	8,350	8,364	9.7	8.5	8,194	2.1
營收												
毛利		2,244	(2.9)	(5.8)	2,133	5.2		2,492	11.0	1.7	2,372	5.1
營業利益		613	(21.4)	(10.4)	543	12.9		731	19.3	(5.2)	707	3.5
稅前利益		641	(20.4)	(3.0)	542	18.2		728	13.6	(6.4)	704	3.5
稅後淨利		516	(21.2)	(8.0)	461	11.9		633	22.7	(4.2)	593	6.8
EPS (US\$)	0.31	0.38	(20.9)	(9.3)	0.34	11.9	0.43	0.45	16.2	(10.1)	0.42	6.8
毛利率 (%)		29.4	0.0 ppts	(3.7)ppts	28.6	0.8 ppts		29.8	0.4 ppts	(2.0)ppts	28.9	0.9 ppts
營業利益率 (%)		8.0	(1.9)ppts	(1.5)ppts	7.3	0.8 ppts		8.7	0.7 ppts	(1.3)ppts	8.6	0.1 ppts
淨利率 (%)		6.8	(1.6)ppts	(1.0)ppts	6.2	0.6 ppts		7.6	0.8 ppts	(1.0)ppts	7.2	0.3 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 5：FY2025 與 FY2026 預估暨市場共識比較

Non-GAAP	2025F					2026F				
	公司財測 (中位數)	凱基預估	年增 (%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	年增 (%)	市場共識	差異 (%)	
百萬美元	32,537	32,997	9.5	32,467	1.6	35,461	7.5	34,302	3.4	
營收										
毛利		9,803	(0.9)	9,416	4.1	10,758	9.7	10,103	6.5	
營業利益	3,057	3,005	(5.2)	2,908	3.3	3,523	17.3	3,412	3.3	
稅前利益		3,059	(2.1)	2,970	3.0	3,498	14.4	3,296	6.1	
稅後淨利		2,574	(2.1)	2,511	2.5	3,027	17.6	2,941	2.9	
EPS (US\$)	1.84	1.86	(6.6)	1.81	2.5	2.13	15.0	2.07	2.9	
毛利率 (%)		29.7	(3.1)ppts	29.0	0.7 ppts	30.3	0.6 ppts	29.5	0.9 ppts	
營業利益率 (%)	9.4	9.1	(1.4)ppts	9.0	0.1 ppts	9.9	0.8 ppts	9.9	(0.0)ppts	
淨利率 (%)		7.8	(0.9)ppts	7.7	0.1 ppts	8.5	0.7 ppts	8.6	(0.0)ppts	

資料來源：Bloomberg；凱基預估

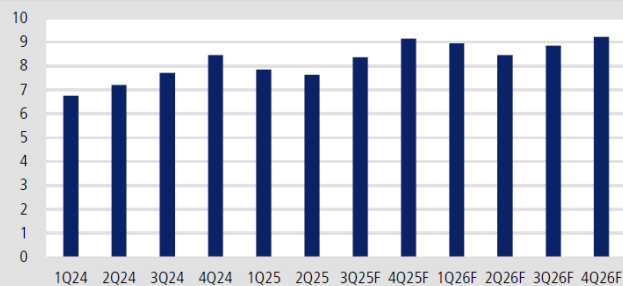
圖 6: 公司概況

HPE (慧與科技) 自 2015 從 HP(美) 拆分, 主要提供雲端及伺服器解決方案。產品組合包括: (1) 伺服器(Server; FY2024 佔比 53%); (2)混合雲 (Hybrid Cloud; 佔比 18%), 主要提供存儲硬體及軟體解決方案 (3)智慧邊緣 (Intelligent Edge; 佔比 15%), 提供網通解決方案; (4)金融服務 (HPE Financial Service, 佔比 11%), 提供融資服務 (5)企業投資與其他 (Corporate Investment and Others; 佔比 3%)

資料來源: 公司資料; 凱基

圖 8: 季營收

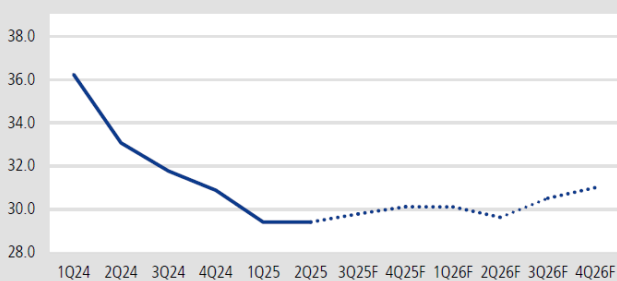
季營業收入, 十億美元



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 10: 毛利率

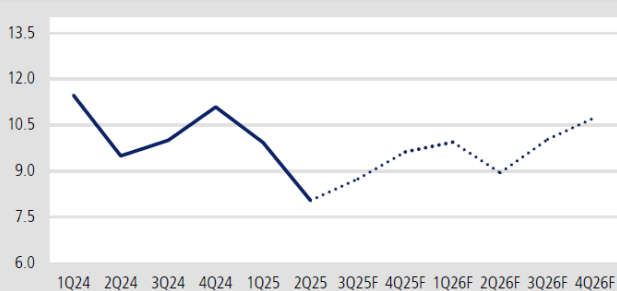
毛利率, 百分比



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 12: 營業利益率

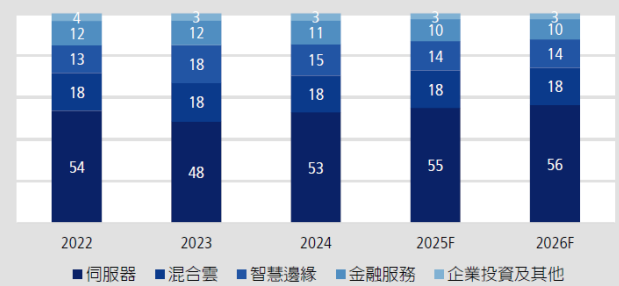
營業利益率, 百分比



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 7: FY2024 伺服器營收比重達 53%

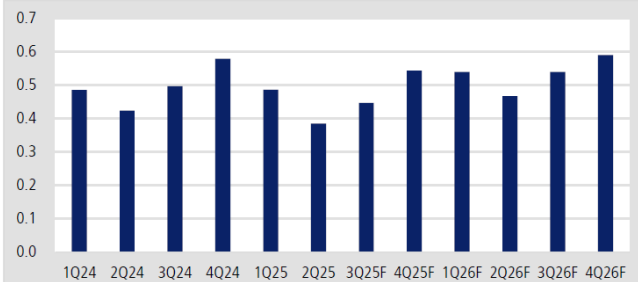
營收佔比, 百分比



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 9: 每股盈餘

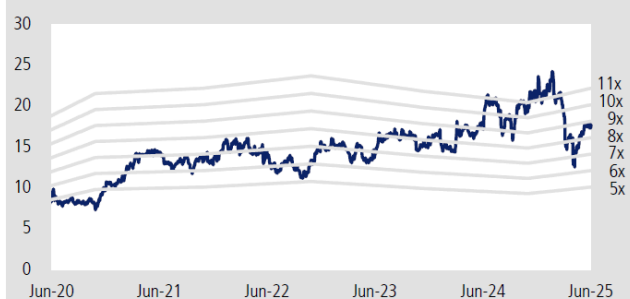
每股盈餘, 美元



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 11: 未來 12 個月預估本益比

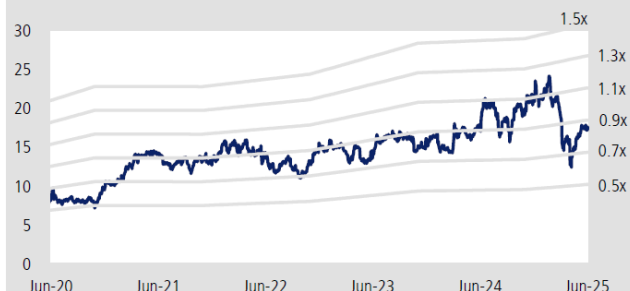
本益比, 倍



資料來源: 彭博; 凱基

圖 13: 未來 12 個月預估股價淨值比

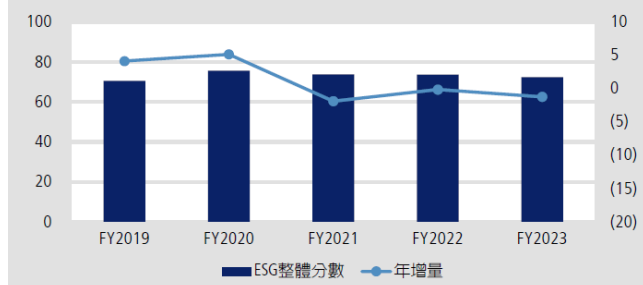
股價淨值比, 倍



資料來源: 彭博; 凱基

圖 14：ESG 整體分數

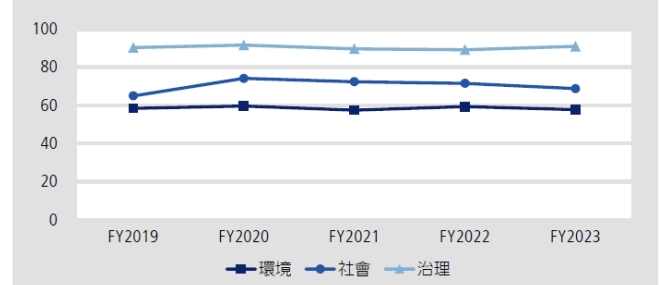
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：ESG 各項分數

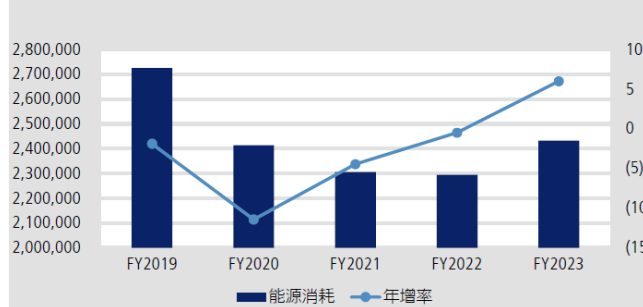
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：能源消耗

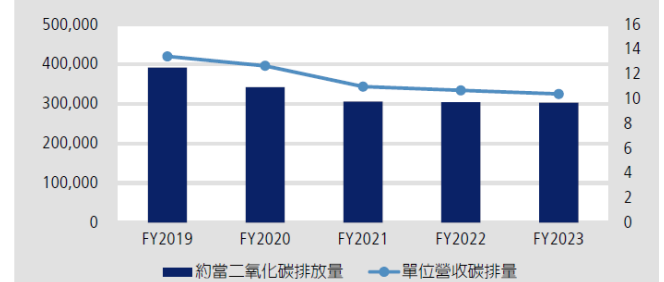
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：碳排放量

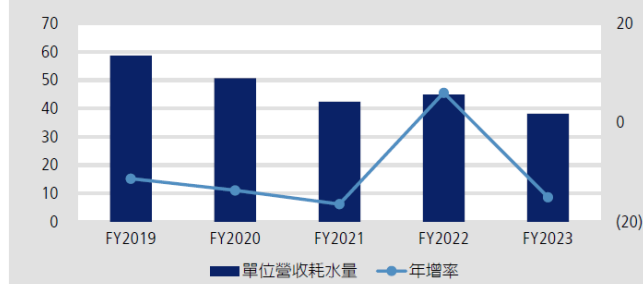
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：耗水量

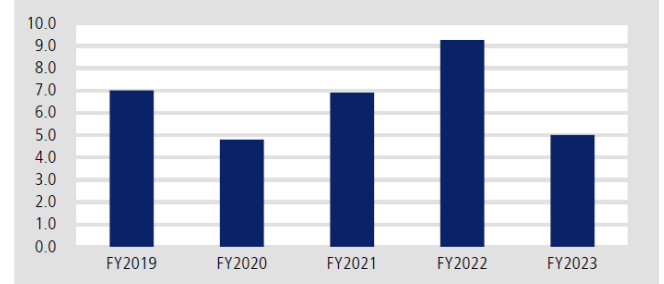
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：員工流動率

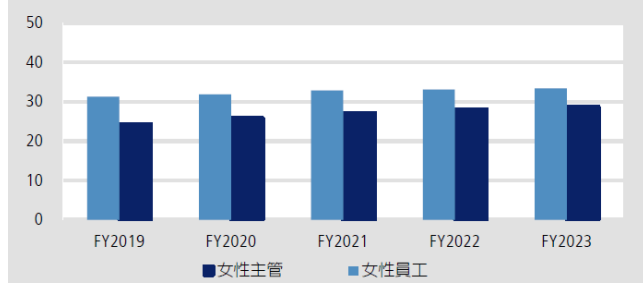
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：性別多樣性

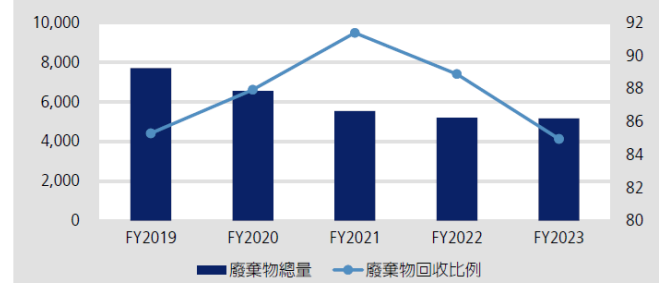
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：廢棄物

廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有關招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未獲凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯繫人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯繫人。凱基集團成員公司、其聯繫人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。