

美國科技產業

Dell, HPE & HP 財報 – 關注 AI 伺服器出貨；PC 平淡

焦點內容

1. Dell、HP 與 HPE 公司公佈 Jan-Q 財報與 Apr-Q 展望，營收表現普遍符合或低於市場預期，反應消費市場仍疲弱，且企業審慎支出。
2. Dell AI 伺服器出貨為主要焦點，公司展望 2024 年 ISG(伺服器/儲存)營收年增中雙位數，估計隱含 AI 伺服器出貨 20-25k(年增約 5 倍)，我們認為未來仍有上修空間。
3. HPE 校園網通(交換器/Wi-Fi)需求疲弱程度劣於公司預期，尤其是歐洲和亞洲地區，惟預期 Apr-Q 估為谷底，2H FY24 有望好轉，反應庫存去化與美國政府與教育單位採購時程。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數，點



資料來源：Bloomberg

SOX 指數

SOX 指數，點



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Dell	DELL US	56	59	58	51
HPE	HPE US	77	61	74	97

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

IT 硬體廠 Dell、HP 與 HPE 公司公佈 Jan-Q 財報與 Apr-Q 展望(圖二)，營收表現普遍符合或低於市場預期，反應消費市場仍疲弱，且企業審慎支出。在基礎建設方面，Dell 與 HPE 均表示其 AI 伺服器訂單需求強勁，並在傳統伺服器與儲存上需求穩定，且 AI 需求亦帶動如儲存等其他解決方案。惟 HPE AI 伺服器出貨因客戶資料中心建置時程因素不如預期；PC 方面，HP 表示消費購物旺季後的需求放緩比預期嚴重，商業客戶仍然謹慎，但在中小企業和教育市場見到穩定跡象。HP 展望預期 2024 年 PC 銷量年增低個位數，2H24 將較 1H24 成長，主要將受企業市場復甦、Windows 換代週期，以及傳統消費購物季。

評論及分析

Dell – AI 伺服器出貨為主要焦點。如我們 2 月 22 日報告所述，我們估計 Dell 2024 年 AI 伺服器出貨有望年增 7-8 倍。公司 Jan-Q 出貨約 8 億美金的 AI 伺服器，約佔 17% 伺服器營收與 4% 整體營收，AI 伺服器積壓訂單達 29 億美元，訂單季增近 40%，預期 Apr-Q AI 伺服器出貨將持續季增。公司展望 2024 年 ISG(伺服器/儲存)營收年增中雙位數，估計隱含 AI 伺服器出貨 20-25k(年增約 5 倍)，我們認為未來仍有上修空間，視 GPU 供應(雖然 H100 供應已下降至 3-4 個月，但 H200、B100 等新品供給受限)，與客戶資料中心建置/實際拉貨狀況而定。

Dell 成本上升壓抑上半年獲利表現。Dell Apr-Q 毛利率展望低於市場預期 109bps；FY25 全年毛利率展望 23.3%，略低於市場預期的 23.6%，反應零組件成本上升(DRAM/NAND)、PC 和傳統伺服器環境十分競爭，以及產品組合(AI 伺服器營收佔比提高)。各業務表現：CSG(PC)業務 Jan-Q/Apr-Q 營收與展望低於市場預期 2%/3%，主要因消費 PC 需求仍疲弱，與 HP 財報相同(HP Jan-Q 消費 PC 營收低於市場預期 10%、商業 PC 略低於市場預期 2%)；ISG 業務 Jan-Q/Apr-Q 營收與展望超過市場預期 4% 和 7%，Jan-Q 主因儲存業務營收超過市場預期，而 Apr-Q 則受惠於伺服器業務帶動。

HPE – 網通需求疲弱，AI 訂單強勁惟出貨遞延。HPE 財報表現低於市場預期，主因 (1) 校園網通(交換器/Wi-Fi)需求疲弱程度劣於公司預期，尤其是歐洲和亞洲地區，惟預期 Apr-Q 估為谷底，2H FY24 有望好轉，反應庫存去化與美國政府與教育單位採購時程；(2) 儘管公司 AI 伺服器積壓訂單持續季增(加速運算單元(APU)訂單季增 11% 至 40 億美金)，然受部分客戶建置資料中心時程遞延影響(場地、電力與散熱等建置)，公司 AI 伺服器營收貢獻公司不如預期(出貨超過四億美元，約佔低雙位數伺服器營收)，顯示在公司庫存與庫存天數飆升(圖 5)。

投資建議

IT 硬體首選維持 Dell，維持「增加持股」評等並上修目標價至 140 美元(14 倍 2025 年 EPS，原 12 倍)，反應市場認可其 AI 營收貢獻。

投資風險

企業需求不如預期、總經環境持續惡化。

圖 1：投資評價一覽表

Company	Ticker	Market cap (US\$bn)	Turnover (30 days moving avg.) (US\$m)	Rating	Target price (US\$)	Share price (US\$)	Upsides (%)	PE (x)			EPS (US\$)			EPS YoY (%)			EPS revision(%)
								2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	
NVIDIA	NVDA	1,978	34,987	OP	950.0	791.1	20.1	61.0	25.7	20.5	12.96	30.78	38.61	283.8	137.5	25.4	
Broadcom	AVGO	603	3,181	OP	1,435.0	1,300.5	10.3	30.8	23.3	23.1	42.25	55.78	56.39	12.3	32.0	1.1	
AMD	AMD	311	14,090	OP	200.0	192.5	3.9	72.7	47.4	36.5	2.65	4.06	5.27	(25.1)	53.4	29.8	
Intel	INTC	182	2,069	OP	53.0	43.1	23.1	41.2	31.1	20.5	1.04	1.39	2.10	(43.4)	32.7	51.6	
Marvell	MRVL	62	857	OP	85.0	71.7	18.6	47.6	31.3	25.6	1.50	2.29	2.80	(29.1)	52.3	22.4	
Dell	DELL	67	354	OP	140.0	94.7	47.9	13.3	11.9	9.6	7.12	7.97	9.88	(6.4)	11.9	24.0	(0.3)
HPE	HPE	20	149	N	18.0	15.2	18.2	7.1	7.7	7.4	2.15	1.97	2.06	6.8	(8.3)	4.4	(1.9)

資料來源：Bloomberg、凱基

圖 2：獲利/財測暨市場共識比較

Difference from consensus (%)	4Q23		1Q24F				2024F			
	Revenue	EPS	Revenue	Gross Profit	OP Profit	EPS	Revenue	Gross Profit	OP Profit	EPS
IT Hardware										
Dell	0.7	27.6	0.8	(3.8)		(18.0)	1.0	(0.4)		5.5
HPE	(4.9)	8.5	(4.9)			(13.7)				(2.2)
HPQ	(2.9)	(0.1)				(0.9)				0.0

資料來源：公司資料、Bloomberg

圖 3：Dell – 庫存金額與庫存天數

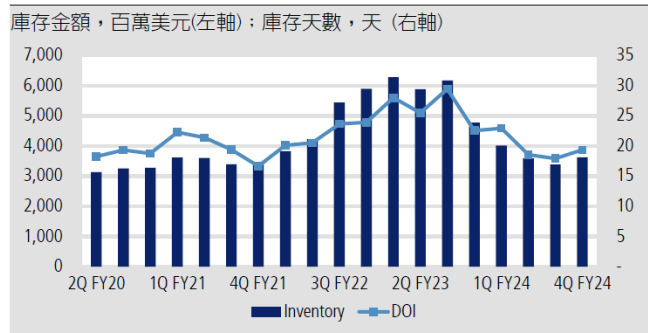

 資料來源：公司資料、凱基
 註：會計年度截至1月

圖 4：HP – 庫存金額與庫存天數

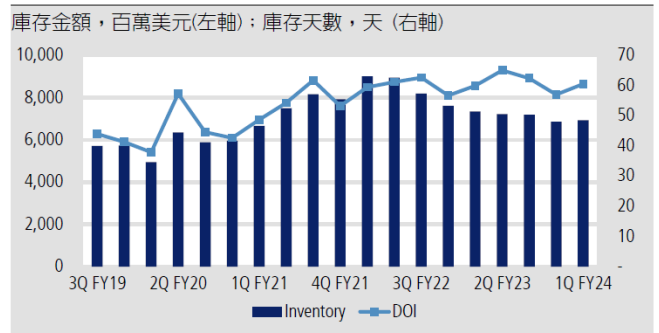

 資料來源：公司資料、凱基
 註：會計年度截至10月

圖 5：HPE – 庫存金額與庫存天數

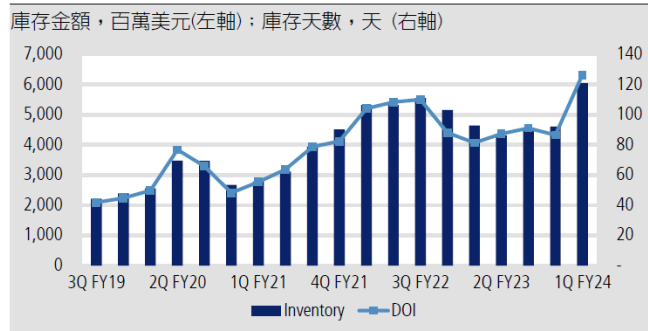
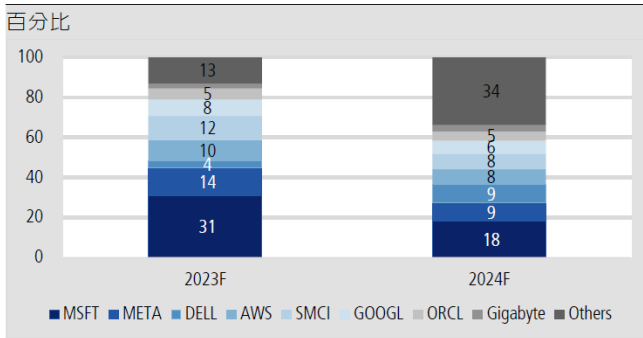
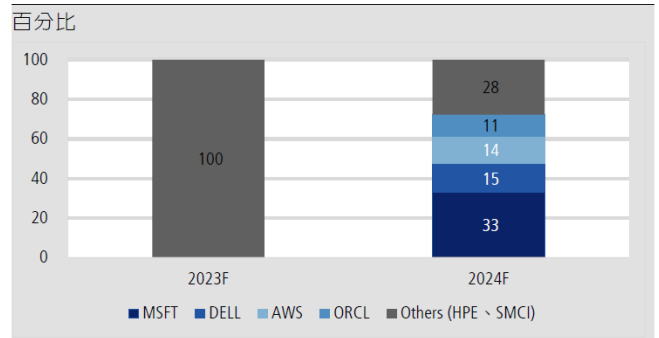

 資料來源：公司資料、凱基
 註：會計年度截至10月

圖 6: Nvidia AI 伺服器出貨終端比重


資料來源：凱基投顧

圖 7: AMD AI 伺服器出貨終端比重


資料來源：凱基投顧

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，並不能在未經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屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。