

## Dell (DELL.O/DELL US)

### AI 伺服器營收仍具上修空間

#### 增加持股・維持

收盤價 August 28 (US\$)	134.05
3 個月目標價 (US\$)	138.54
12 個月目標價 (US\$)	152.00
前次目標價 (US\$)	149.00
調升 (%)	2.0
上漲空間 (%)	13.4

#### 焦點內容

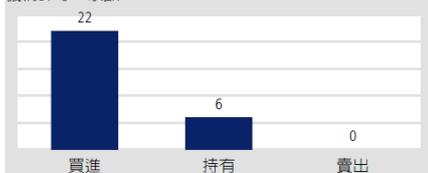
- FY2Q26 AI 伺服器營收優於預期，EPS 優於市場共識 2%。
- FY3Q26 受 GB200 過渡至 GB300 影響而使營收增速放緩。
- 上修 Dell AI 伺服器營收與 FY2027 EPS 預估至 10.85 美元。

#### 交易資料表

市值：(US\$bn)	91.0		
流通在外股數 (百萬股)：	340		
機構持有比例 (%)：	75.2		
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.5		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	66.2-147.7		
<b>股價表現</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
絕對表現 (%)	18.0	30.4	21.0
相對表現 (%)	8.0	21.3	4.8

#### 市場綜合評等

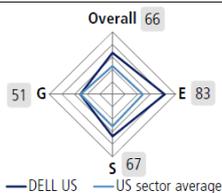
機構評等・家數



<b>12M 機構目標價</b>	<b>最低</b>	<b>平均</b>	<b>最高</b>
目標價 (美元)	120	146	180
潛在報酬 (%)	(10.5)	8.8	34.3

資料來源：Bloomberg

#### ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

#### 重要訊息

Dell FY2Q26 EPS 雖優於市場共識 2%，但因 FY3Q26 獲利展望低於預期，FY2H26 AI 伺服器營收展望僅與 FY1H26 持平，導致盤後股價下跌 5%。

#### 評論及分析

**FY2Q26 AI 伺服器營收優於預期，EPS 優於市場共識 2%。** Dell 公告 FY2Q26 (2025 年 5-7 月) 財報，FY2Q26 營收年增 19%、季增 27% 至 298 億美元，動能來自 AI 伺服器營收由 FY1Q26 之 18 億美元提升至 82 億美元 (換算 GB200 出貨櫃數較 FY1Q26 約當增加 2,100 櫃)。營利率因加急部署 GB200 伺服器產生一次性成本而年減 0.7ppts 至 7.7%，EPS 年增 19%、季增 50% 至 2.32 美元，低於凱基預估 4%，然優於市場共識 2%。

**FY3Q26 受 GB200 過渡至 GB300 影響而使營收增速放緩。** 公司展望 FY3Q26 AI 伺服器營收高於 FY4Q26，主要反映部分客戶需求轉向 GB300，短期內處在產品過渡階段的影響。我們預期 Dell GB200 出貨櫃數將略降至約 1,500 櫃水準，預估 FY3Q26 營收年增 20%、季減 2% 至 293 億美元，營利率季增 0.5ppts 至 8.1%，EPS 年增 16%、季增 11% 至 2.57 美元。

**上修 Dell AI 伺服器營收與 FY2027 EPS 預估至 10.85 美元。** Dell 於此次會議將 FY2026 AI 伺服器營收展望上修至 200 億美元 (相當於出貨約 4,000 櫃 GB200)，與凱基前次報告預估相符。凱基考量 Dell 對上游供應商 AI 伺服器拉貨與下游客戶需求皆未明顯放緩，實際出貨狀況有再上修之空間，故上調 FY2026/FY2027 GB 系列伺服器出貨櫃數至 5,000/6,500 櫃，並將 FY2026/FY2027 EPS 由原預估之 9.50/10.64 美元上修至 9.53/10.85 美元。

#### 投資建議

我們維持「增加持股」評等，並基於調升 EPS 預估，故將目標價自前次給予之 149 美元上修至 152 美元 (14x FY2027F EPS)。

#### 投資風險

AI 市況因 CSP 廠放緩資本支出而反轉；客戶因經濟衰退而下修訂單量。

#### 主要財務數據

	Jan-23A	Jan-24A	Jan-25A	Jan-26F	Jan-27F
營業收入 (US\$ 百萬元)	102,301	88,425	95,567	109,790	117,809
營業毛利 (US\$ 百萬元)	23,427	21,644	21,810	22,305	23,483
營業利益 (US\$ 百萬元)	8,637	7,878	8,529	9,143	9,788
EBITDA (US\$ 百萬元)	11,793	11,181	11,652	12,231	12,877
稅後淨利 (US\$ 百萬元)	5,734	5,425	5,863	6,531	7,109
每股盈餘 (US\$)	7.61	7.37	8.14	9.53	10.85
營收增長率 (%)	1.1	(13.6)	8.1	14.9	7.3
每股盈餘增長率 (%)	22.4	(3.2)	10.5	17.1	13.8
毛利率 (%)	22.9	24.5	22.8	20.3	19.9
營業利益率 (%)	8.4	8.9	8.9	8.3	8.3
EBITDA margin (%)	11.5	12.6	12.2	11.1	10.9
淨負債比 (%)	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
股東權益報酬率 (%)	(249.0)	(210.4)	(333.2)	(339.6)	(327.9)

資料來源：公司資料；彭博；凱基  
註：財年止於 1 月

**FY2Q26 Dell AI 伺服器營收占比攀升至 28%**。Dell 主要業務為提供電腦相關產品，包含筆記型電腦、桌上型電腦、平板電腦、工作站、伺服器、螢幕、印表機、閘道器、軟體、儲存設備，以及網路等產品。Dell 業務可分為基礎設施解決方案 (Infrastructure Solutions；ISG；FY2Q26 營收占比 56%)、客戶解決方案 (Client Solutions；CSG；42%) 與其它 (2%)。其中 (1) ISG：產品包含伺服器、網路產品，以及儲存解決方案，其中 AI 伺服器營收 FY2Q26 占比達 28%。Dell 目前透過推出 AI Factory 整合平台，提供從資料準備、模型訓練到部署與管理的解決方案，透過結合軟硬體的方式，使 Dell AI Factory 的部署成本比公有雲解決方案減少約 60%，並提升 20%-40% 的生產力。(2) CSG：主要提供品牌個人電腦，包含筆記型電腦、桌上型電腦與工作站，以及品牌週邊產品，如顯示器、擴充底座、鍵盤、滑鼠、網路攝影機與音訊裝置、第三方軟體與週邊設備；服務類產品則包含系統配置、支援與部署服務。

**凱基預期 Dell FY2026 將出貨約 5,000 櫃 GB 系列伺服器，AI 營收展望有再上修空間。**Dell 於此次會議將 FY2026 AI 伺服器營收展望由前次給予之 150 億美元上修至 200 億美元 (相當於出貨約 4,000 櫃 GB200)，與凱基前次報告預估相符。凱基考量 Dell 於 FY3Q26 對緯創 (3231 TT, NT\$113, 增加持股) 拉貨並未明顯放緩，預期公司全年將對緯創採購約 6,000 櫃 GB200/GB300 伺服器，並綜合後續 L11-L12 on site 測試所須時間約 1-2 個月評估，Dell 於 FY2026 出貨之 GB200 櫃數應可望達 5,000 櫃水準；FY2027 則考量 GB300 設計變更不大，可望縮短良率提升時間，預期 Dell 全年出貨櫃數將年增 30% 至約 6,500 櫃上下的水準，故此次評價將 Dell FY2026/FY2027 營收由原預估之 1,075/1,134 億美元上修至 1,098/1,178 億美元，年增 15%/7%。獲利性的部分，基於 AI 伺服器營利率僅約 5% 上下，低於非 AI 伺服器，預期 AI 營收規模提升雖會帶動獲利金額提升，但營利率將受到稀釋，故預期 Dell FY2026/FY2027 營利率將維持約 8.3% 上下的水準。基於營收規模調升，我們將 Dell FY2026/FY2027 EPS 由原預估之 9.50/10.64 美元上修至 9.53/10.85 美元，年增 17%/14%。

圖 1：Dell AI 伺服器營收大致維持高速年增率之動能

財年 曆年	1Q25 1Q24	2Q25 2Q24	3Q25 3Q24	4Q25 4Q24	1Q26 1Q25	2Q26 2Q25	3Q26F 3Q25F	4Q26F 4Q25F	1Q27F 1Q26F	2Q27F 2Q26F	3Q27F 3Q26F	4Q27F 4Q26F
伺服器營收 (百萬美元)												
AI	1,700	3,100	2,900	2,100	1,800	8,200	7,544	6,790	6,450	7,482	8,829	9,270
Non-AI	3,766	4,572	4,464	4,534	4,521	4,744	4,602	4,326	4,109	4,315	4,660	5,126
年增率 (%)												
AI	N.A.	N.A.	263	163	6	165	160	223	258	(9)	17	37
Non-AI	(2)	7	16	12	20	4	3	(5)	(9)	(9)	1	19

資料來源：公司資料；凱基預估

Dell 評價偏低，維持「增加持股」之評等，目標價上修至 152 美元。我們預估 Dell FY2026/FY2027 EPS 分別為 9.53/10.85 美元，相較市場共識 EPS 分別為 9.38/10.93 美元，目前股價交易於約 12 倍之 FY2027 凱基與市場共識 EPS 預估。

Dell 過往五年本益比多落於 5-17 倍之間，考量 (1) Dell 具備 AI 伺服器軟體整合能力，使其營收成長性優於產業平均；(2) Dell 給予之展望一向相對保守，凱基預期 Dell FY2026 將出貨約 5,000 櫃 GB200/GB300 伺服器，AI 伺服器營收可望有再上修之空間；(3) 隨 AI 伺服器良率提升與加急出貨成本降低，預期 Dell AI 伺服器營利率將逐步由約 5% 提升至 6%，提升整體獲利性。綜合上述原因，預期 Dell 本益比將回升至區間中上緣之 14 倍上下浮動；基於當前評價偏低，故維持「增加持股」之評等；基於 EPS 調升，故將目標價自前次給予之 149 美元上修至 152 美元 (14x FY2027F EPS)。

圖 1: FY2Q26 財報與 FY3Q26 預估修正暨市場共識比較

Non-GAAP	2Q26								3Q26F							
	公司財測 (中位數)	實際值	凱基預估	差異 (%)	季增 (%)	年增 (%)	市場共識	差異 (%)	公司財測 (中位數)	修正後	修正前	調幅 (%)	季增 (%)	年增 (%)	市場共識	差異 (%)
百萬元	29,000	29,776	29,256	1.8	27.4	19.0	29,133	2.2	27,000	29,317	28,965	1.2	(1.5)	20.3	26,028	12.6
營收	5,612	5,572	6,406	(13.0)	10.2	1.1	5,621	(0.9)	5,583	5,632	6,559	(14.1)	1.1	2.6	5,676	(0.8)
毛利	2,251	2,284	2,470	(7.5)	37.1	9.6	2,292	(0.3)	2,410	2,388	2,710	(11.9)	4.5	6.0	2,503	(4.6)
營業利益		1,940	2,097	(7.5)	46.5	12.7	1,909	1.6	2,005	2,328	(13.9)	3.4	3.9	2,144	(6.5)	
稅前利益		1,591	1,696	(6.2)	46.5	12.7	1,565	1.7	1,745	1,928	(9.5)	9.7	10.3	1,749	(0.3)	
稅後淨利	2.25	2.32	2.42	(4.0)	49.9	18.9	2.28	1.7	2.45	2.57	2.75	(6.5)	10.8	16.4	2.58	(0.3)
EPS (US\$)	19.4	18.7	21.9	(3.2)ppts	(2.9)ppts	(3.3)ppts	19.3	(0.6)ppts	20.7	19.2	22.6	(3.4)ppts	0.5 ppts	(3.3)ppts	21.8	(2.6)ppts
毛利率 (%)	7.8	7.7	8.4	(0.8)ppts	0.5 ppts	(0.7)ppts	7.9	(0.2)ppts	8.9	8.1	9.4	(1.2)ppts	0.5 ppts	(1.1)ppts	9.6	(1.5)ppts
營業利益率 (%)	5.3	5.8	5.8	(0.5)ppts	0.7 ppts	(0.3)ppts	5.4	(0.0)ppts	6.0	6.7	(0.7)ppts	0.6 ppts	(0.5)ppts	6.7	(0.8)ppts	
淨利率 (%)																

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2: FY2026 與 FY2027 預估暨市場共識比較

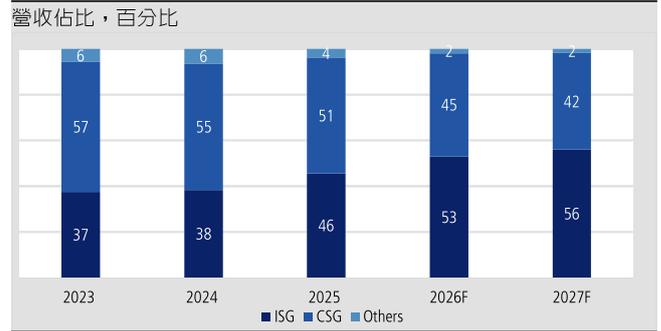
Non-GAAP	2026F								2027F							
	公司財測 (中位數)	修正後	修正前	調幅 (%)	年增 (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	年增 (%)	市場共識	差異 (%)			
百萬元	107,000	109,790	107,453	2.2	14.9	104,721	4.8	117,809	113,420	3.9	7.3	111,634	5.5			
營收	22,397	22,305	24,109	(7.5)	2.3	22,385	(0.4)	23,483	25,761	(8.8)	5.3	23,711	(1.0)			
毛利	9,382	9,143	9,573	(4.5)	7.2	9,298	(1.7)	9,788	10,642	(8.0)	7.1	10,185	(3.9)			
營業利益	7,932	7,694	8,095	(5.0)	7.6	7,851	(2.0)	8,364	9,218	(9.3)	8.7	8,766	(4.6)			
稅前利益	6,504	6,531	6,669	(2.1)	11.4	6,427	1.6	7,109	7,472	(4.9)	8.9	7,160	(0.7)			
稅後淨利	9.55	9.53	9.50	0.4	17.1	9.38	1.6	10.85	10.64	2.0	13.8	10.93	(0.7)			
EPS (US\$)	20.9	20.3	22.4	(2.1)ppts	(2.5)ppts	21.4	(1.1)ppts	19.9	22.7	(2.8)ppts	(0.4)ppts	21.2	(1.3)ppts			
毛利率 (%)	8.8	8.3	8.9	(0.6)ppts	(0.6)ppts	8.9	(0.6)ppts	8.3	9.4	(1.1)ppts	(0.0)ppts	9.1	(0.8)ppts			
營業利益率 (%)	6.1	5.9	6.2	(0.3)ppts	(0.2)ppts	6.1	(0.2)ppts	6.0	6.6	(0.6)ppts	0.1 ppts	6.4	(0.4)ppts			
淨利率 (%)																

資料來源：Bloomberg；凱基預估

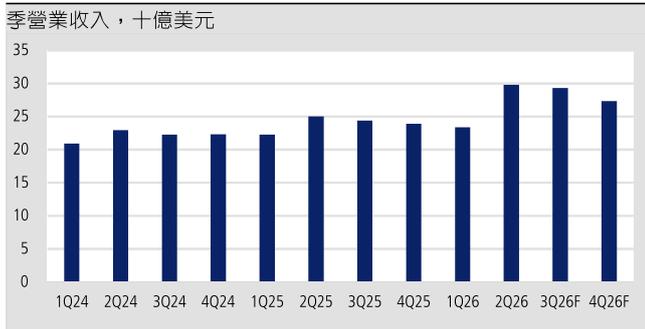
**圖 3: 公司概況**

Dell 主要業務為提供電腦相關產品，業務可分為基礎設施解決方案 (Infrastructure Solutions ; ISG ; FY2025 營收占比 46%)、客戶解決方案(Client Solutions ; CSG ; 51%) 與其它 (4%)。其中 AI 伺服器營收 FY2025 占比達 10%。

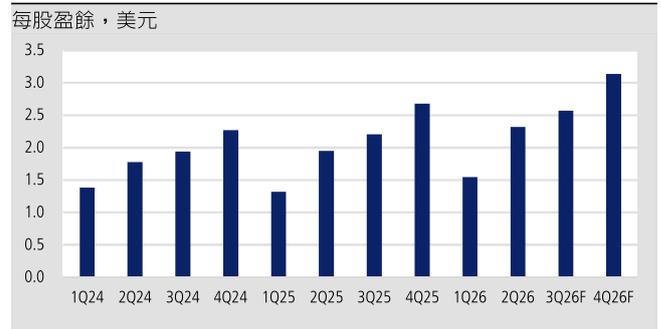
資料來源：公司資料；凱基

**圖 4: FY2025 ISG 營收比重達 46%**


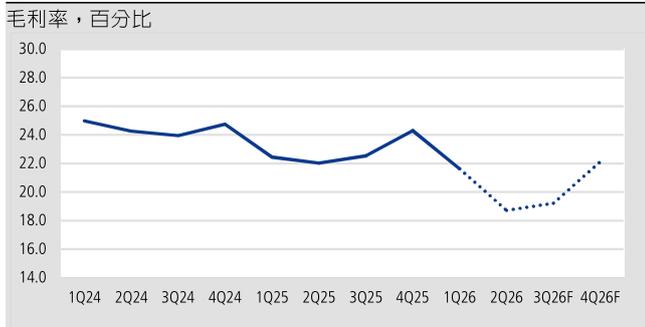
資料來源：公司資料；凱基

**圖 5: 季營收**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 6: 每股盈餘**


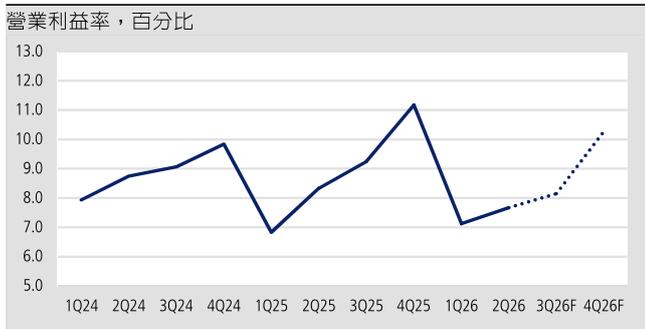
資料來源：公司資料；凱基

**圖 7: 毛利率**


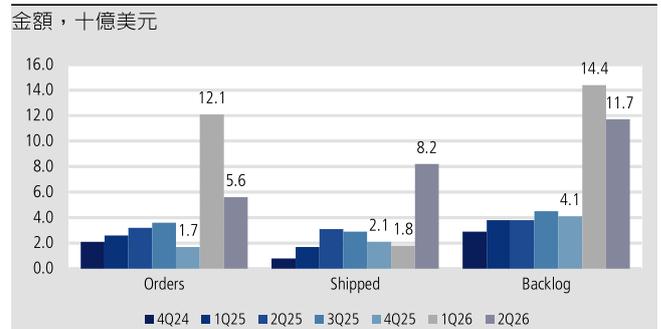
資料來源：公司資料；凱基

**圖 8 未來 12 個月預估本益比**

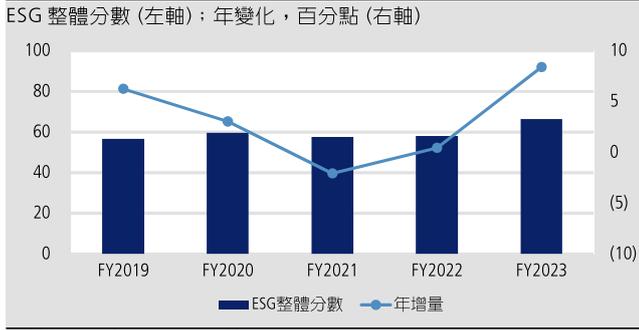

資料來源：彭博；凱基

**圖 9: 營業利益率**


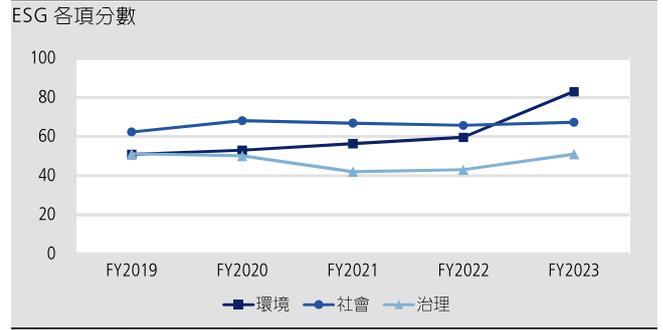
資料來源：公司資料；凱基

**圖 10: Dell AI 伺服器訂單、出貨金額與積壓訂單概況**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 11：ESG 整體分數**


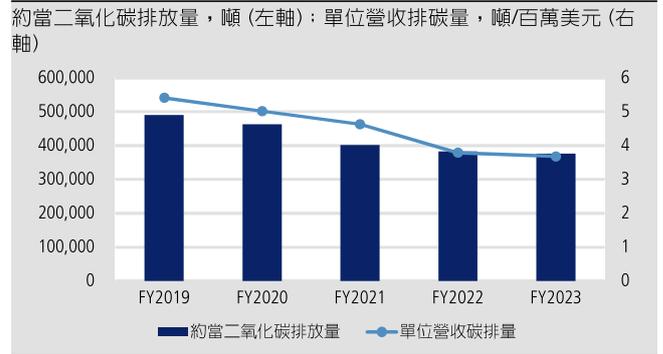
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 12：ESG 各項分數**


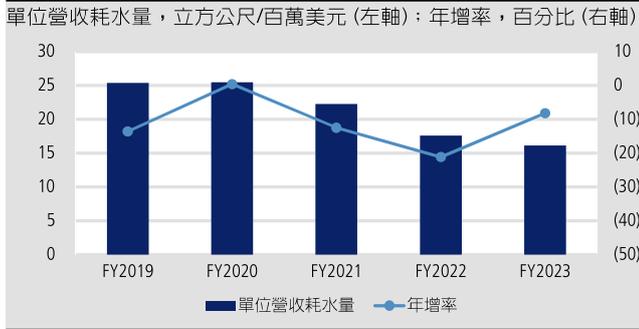
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 13：能源消耗**

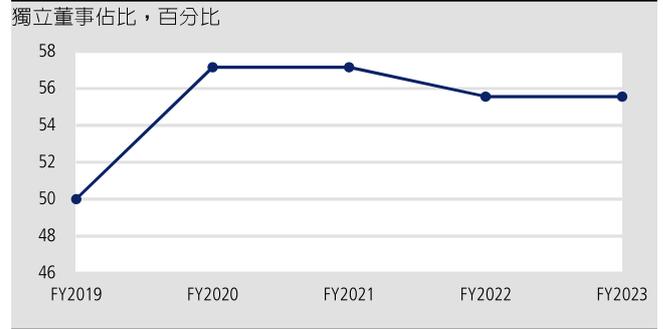

資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 14：碳排放量**


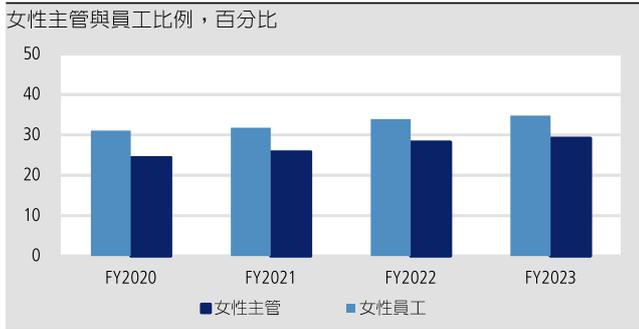
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 15：耗水量**


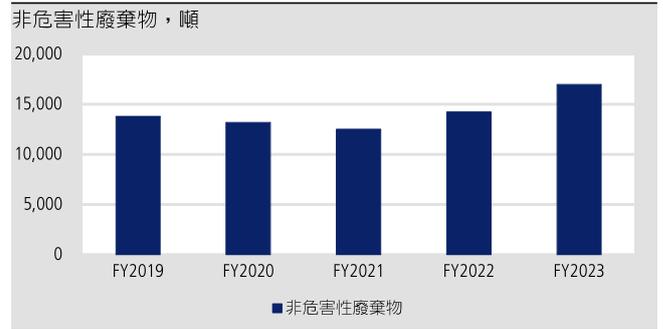
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 16：獨立董事**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 17：性別多樣性**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 18：非危害性廢棄物**


資料來源：Refinitiv、公司資料

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數
股東治理分數	衡量公司用以反收購工具的有效性
公司治理分數	衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性
產品責任分數	衡量公司生產優質產品和服務的能力，且產品是否將客戶的健康、安全、整合性和數據隱私進行綜合考量
社區關係分數	衡量公司對成為優良公民、保護公眾健康和尊重商業道德的承諾
勞動力分數	衡量公司在員工工作滿意度、健康、工作場所的安全、多樣性、平等以及員工發展機會方面的成效
資源使用指標	衡量公司在原物料、能源或水的使用效率，以及是否通過改進供應鏈來尋求更具生態效率的解決方案

**Dell – 以往評級及目標價**


資料來源：彭博；凱基

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](http://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，并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。