

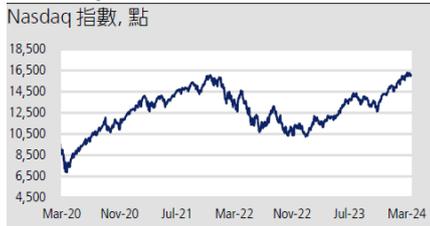
美股電子硬體產業

短期雖步入產品轉換期，仍無礙長期 AI 營收上修趨勢

焦點內容

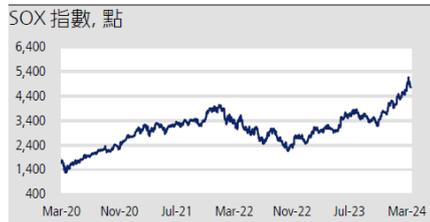
1. AI 伺服器仍為美股上修營收之主要動能。
2. AI 供應鏈皆致力於提升整合能力。
3. 部分廠商因客戶需求轉換至 GB300 而給予短期 AI 伺服器營收回落之展望。

Nasdaq 指數



資料來源: Bloomberg

SOX 指數



資料來源: Bloomberg

重要訊息

我們統整美股財報季資訊，短期雖有部分廠商因客戶將訂單轉向 GB300 而使 AI 伺服器營收展望季減，但多數美股仍上修全年營收展望。

評論及分析

AI 伺服器仍為美股上修營收之主要動能。美國多數電子下游廠商於此次財報會議皆上修 AI 伺服器與資料中心營收展望，包含 Dell 將 FY2026 (財年止於 1 月) 全年 AI 營收展望由 150 億美元上修至 200 億美元；連接線廠 TE 將 FY2025 (財年止於 9 月) AI 營收展望由 7 億美元上修至 8 億美元；EMS 廠 Flex 將 FY2026 (財年止於 3 月) 資料中心營收由年增 30% 上修至年增 35%、金額由約 62 億美元上修至 65 億美元；散熱廠 Vertiv 則基於資料中心客戶訂單增加，將 FY2025 (財年止於 12 月) 營收上修約 6% 至 100 億美元。除了 Supermicro 因其取得 GB200 晶片之順位次於同業而導致出貨進度遞延，公司將 FY2026 (財年止於 6 月) 營收展望自 400 億美元下修至 330 億美元，其餘公司皆主要受惠 GB200 生產轉順，調升 AI 伺服器營收展望。

AI 供應鏈皆致力於提升整合能力。基於下一代 AI 伺服器對功耗與散熱性能的要求提升，Vertiv 與 Supermicro 皆推出自家設計之資料中心整合系統，Flex 也強調自身掌握從晶片、伺服器到電網的整合能力；而連接線廠 Amphenol 也基於高速環境導致訊號損耗值提升的考量，透過併購 CommScope 旗下 CCS 部門以提升公司將訊號從資料中心、大樓、戶外傳輸到終端用戶的表現，所有廠商皆著眼於提升垂直整合能力，使不同產業面臨之競爭加劇。

部分廠商因客戶需求轉換至 GB300 而給予短期 AI 伺服器營收回落之展望。CY2H25 因部分客戶訂單轉向 GB300，使 Dell 與 HPE 皆預期短期 AI 伺服器營收將回落。Dell FY1H26 (2025 年 2-7 月) AI 營收已達 100 億美元，公司預期 FY2H26 AI 營收亦將達 100 億美元，且 FY3Q26 (2025 年 8-10 月) AI 伺服器營收將高於 FY4Q26；HPE 則預期 FY4Q25 (2025 年 8-10 月) AI 伺服器營收將季減 30% (換算 GB200 出貨將減少約當 100 櫃)。我們評估 Dell 給予之展望一向相對保守，依照公司 FY2026 對上游供應商將拉貨約 6,000 櫃 GB200，以及 Dell 進行 L11-L12 on site 測試時間僅須約 1 個月評估，預期 Dell FY2026 出貨之 GB200 櫃數應可望達 5,000 櫃水準 (約佔我們預期 2025 年 GB 櫃數 17-18%)，再加上 HGX 系列可出貨約 33,000 台計算，我們預估 Dell FY2026 全年 AI 伺服器營收將達約 240 億美元，預期公司給予之營收展望有再上修之空間。

投資建議

我們在美股硬體覆蓋個股中首推 Dell，主要考量公司後續有再上修 AI 營收展望之動能。凱基預估 Dell FY2026/FY2027 EPS 分別為 9.53/10.85 美元，維持「增加持股」之評等，目標價為 152 美元 (14x FY2027F EPS)。

投資風險

企業縮減資本支出影響 AI 伺服器訂單量；市場需求不如預期。

圖 1: 多數廠商上修營收之動能來自 AI 伺服器與資料中心

公司	財年	全年展望 (上季財報會議)	全年展望 (本季財報會議)	調幅(%)
Dell	FY2026 (止於1月)	AI營收達150億美元	AI營收達200億美元	33
TE	FY2025 (止於9月)	AI營收達7億美元	AI營收達8億美元	14
Vertiv	FY2025 (止於12月)	總營收達94.5億美元	總營收達100億美元	6
Flex	FY2026 (止於3月)	資料中心營收達62億美元	資料中心營收達65億美元	5
SMCI	FY2026 (止於6月)	總營收達400億美元	總營收達330億美元	(18)

資料來源：公司資料；凱基

圖 2: 美股電子硬體廠 FY2025/2026 AI 營收成長強勁

公司	財年止於	FY2025			FY2026		
		AI營收 (US\$bn)	YoY (%)	營收比重 (%)	AI營收 (US\$bn)	YoY (%)	營收比重 (%)
Dell*	1月	24.3	148.3	22.2	32.0	31.6	27.2
Flex*	3月	4.8	50.0	18.6	6.5	35.4	24.0
Lenovo*	3月	14.5	62.8	19.8	18.6	28.1	22.0
SMCI	6月	15.6	62.0	71.2	25.4	62.1	82.3
Jabil	8月	8.5	49.1	28.7	10.8	27.1	33.3
TE	9月	0.8	166.7	4.7	1.6	100.0	8.4
HPE	10月	4.7	14.6	13.4	7.0	49.8	16.3
Amphenol	12月	3.6	140.0	16.3	4.3	19.4	18.0

資料來源：公司資料；凱基預估

註* Dell AI 營收期間為 FY2026/FY2027；Flex 為資料中心之營收；Lenovo 為 ISG 部門營收

圖 3: 客戶於 FY2Q26 減少 AI 訂單，Dell 積壓訂單季減 19% 至約 117 億美元

財年	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
曆年	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
伺服器訂單 (十億美元)								
Orders	1.5	2.1	2.6	3.2	3.6	1.7	12.1	5.6
Shipped	0.8	0.8	1.7	3.1	2.9	2.1	1.8	8.2
Backlog	1.5	2.9	3.8	3.8	4.5	4.1	14.4	11.7
季增率 (%)								
Orders		40	24	23	13	(53)	612	(54)
Shipped		0	113	82	(6)	(28)	(14)	356
Backlog		93	31	0	18	(9)	251	(19)

資料來源：公司資料；凱基

圖 4: Dell AI 伺服器營收大致維持高速年增之動能

財年	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
曆年	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	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

圖 5：美股電子硬體覆蓋評價表

公司	代碼	市值 (美金百萬元)	股價 (當地貨幣)	評等	目標價 (元)	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘 年增率 (%)		PE (x)		PB (x)		ROE (%)	
						2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Apple	AAPL US	3,477,845	234.4	持有	204.0	7.43	8.15	22.2	9.6	31.5	28.8	53.9	50.0	171.4	174.3
Jabil Inc	JBL US	22,453	209.2	持有	176.0	9.56	10.99	12.6	14.9	21.9	19.0	4.8	3.9	57.9	47.8
Flex	FLEX US	21,093	56.2	持有	50.0	2.65	3.11	23.3	17.5	21.2	18.1	4.4	3.8	20.4	22.2
Dell	DELL US	81,996	121.3	增加持股	152.0	9.53	10.85	17.1	13.8	12.7	11.2	(33.4)	(42.3)	N.M.	N.M.
HP	HPQ US	27,144	29.0	持有	29.0	3.13	3.24	(7.1)	3.2	9.3	9.0	(34.1)	(55.8)	N.M.	N.M.
HPE	HPE US	31,508	23.9	增加持股	28.0	1.91	2.54	(3.9)	33.2	12.5	9.4	1.3	1.2	10.6	13.4
Supermicro	SMCI US	25,506	42.9	持有	56.0	2.06	2.83	(3.0)	37.6	20.9	15.2	4.2	3.4	22.4	25.3
Vertiv	VRT US	47,955	125.6	持有	150.0	3.86	4.97	35.3	28.8	32.5	25.3	13.8	10.7	45.1	36.2
Credo	CRDO US	25,782	149.0	持有	150.0	2.29	3.02	226.0	31.6	65.0	49.4	42.1	27.5	48.2	40.7
Amphenol	APH US	142,591	116.8	持有	102.0	3.11	3.42	65.2	9.9	37.5	34.1	10.4	7.8	33.6	27.4
Te Connectivity	TEL US	61,652	208.7	持有	206.0	8.64	9.84	14.2	14.0	24.2	21.2	4.9	4.6	20.1	20.0
Lenovo Group	992 HK	17,208	10.8	持有	12.0	0.99	1.31	57.4	31.9	10.9	8.3	18.6	18.6	26.1	29.8

資料來源：公司資料；凱基預估

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。