

Hewlett Packard Enterprise (HPE.N/HPE US)

訂單轉向 GB300，FY2026 AI 伺服器營收上行趨勢維持不變

增加持股・維持

收盤價 September 3 (US\$)	22.82
3 個月目標價 (US\$)	24.12
12 個月目標價 (US\$)	28.00
前次目標價 (US\$)	26.40
調升 (%)	6.1
上漲空間 (%)	22.7

焦點內容

1. FY3Q25 動能來自 AI 伺服器，獲利符合市場共識。
2. FY4Q25 雖受 AI 伺服器過渡至 GB300 影響，整體獲利仍具成長性。
3. AI 伺服器長期上行趨勢不變。

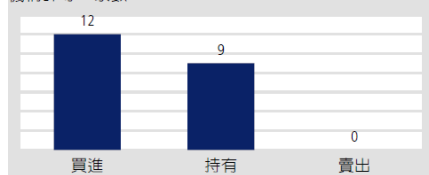
交易資料表

市值：(US\$bn)	29.9
流通在外股數 (百萬股)：	1,312
機構持有比例 (%)：	96.4
3M 平均成交量 (百萬股)：	18.7
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	12.0-24.7

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	27.9	21.1	21.6
相對表現 (%)	19.9	9.5	4.8

市場綜合評等

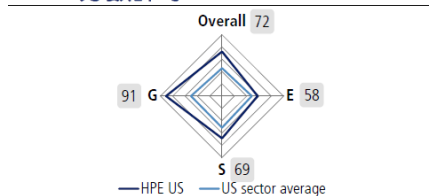
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	16	25	30
潛在報酬 (%)	(29.9)	7.7	31.5

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

HPE 公告 FY3Q25 財報並給予 FY4Q25 財測大致符合市場共識，FY3Q25 AI 伺服器新增訂單季增近 100%，有助 FY2026 AI 營收維持高速成長。

評論及分析

FY3Q25 動能來自 AI 伺服器，獲利符合市場共識。 HPE 公告 FY3Q25 (2025 年 5-7 月)財報，營收年增 18%、季增 20%至 91.4 億美元，動能來自 AI 伺服器營收季增 60%至 16 億美元 (約當增加出貨 200 櫃 GB200 NVL72)，以及 7 月與 Juniper 併表、認列約 5 億美元營收。營利率部分，公司減少 non AI 伺服器銷售折扣，使整體營利率年減 1.5ppts、季增 0.5ppts 至 8.5%；EPS 年減 11%、季增 16%至 0.44 美元，大致符合凱基與市場共識預估。

FY4Q25 雖受 AI 伺服器過渡至 GB300 影響，整體獲利仍具成長性。 FY4Q25 雖受客戶訂單轉向 GB300 之影響，公司預期 AI 伺服器營收將季減 30%，但受惠 Juniper 併表可望貢獻營收約 15 億美元，凱基預估 HPE FY4Q25 營收將年增 20%、季增 11%至 102 億美元；營利率年增 0.3ppts、季增 2.9ppts 至 11.4%，EPS 年增 7%、季增 39%至 0.62 美元。

AI 伺服器長期上行趨勢不變。 此次評價基於 HPE 在 non AI 伺服器之營利率回升幅度優於我們預期，且 FY3Q25 AI 伺服器新增訂單季增近 100%、積壓訂單金額達 37 億美元，預期長期上行趨勢仍維持不變，因此我們上調 HPE FY2026 EPS 約 6%至 2.54 美元、年增約 33%，相較市場共識 EPS 為 2.29 美元，目前股價交易於約 9/10 倍之 FY2026 凱基與市場共識 EPS 預估。

投資建議

我們維持「增加持股」評等，目標價為 28 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；Juniper 併購綜效不如預期。

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	34,791	42,685
營業毛利 (US\$百萬元)	9,667	10,273	9,893	10,539	12,960
營業利益 (US\$百萬元)	3,026	3,145	3,168	3,330	4,202
EBITDA (US\$百萬元)	5,506	5,761	5,732	5,762	6,682
稅後淨利 (US\$百萬元)	2,664	2,832	2,630	2,652	3,614
每股盈餘 (US\$)	2.02	2.15	1.99	1.91	2.54
營收增長率 (%)	2.6	2.2	3.4	15.5	22.7
每股盈餘增長率 (%)	3.0	6.8	(7.7)	(3.9)	33.2
毛利率 (%)	33.9	35.3	32.8	30.3	30.4
營業利益率 (%)	10.6	10.8	10.5	9.6	9.8
EBITDA margin (%)	19.3	19.8	19.0	16.6	15.7
淨負債比 (%)	41.5	37.9	13.5	18.5	5.5
股東權益報酬率 (%)	13.3	13.8	11.4	10.6	13.4

資料來源：公司資料；凱基預估

GB200 推升 FY3Q25 AI 伺服器營收季增 60%至 16 億美元。公司主要產品可拆分為：(1)伺服器(Server，佔 FY3Q25 營收比重為 54%)：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 伺服器營收由 FY2Q25 之 10 億美元季增 60%至 16 億美元（約當增加出貨 200 櫃 GB200 NVL72）；(2)混合雲 (Hybrid Cloud，佔營收比重為 16%)：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)網通 (Networking，佔營收比重為 19%)：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，佔營收比重為 10%)：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，佔營收比重為 2%) 則包含 HP Labs 與業務孵化專案等。

HPE 推出 ProLiant Compute 伺服器，降低散熱功耗並提升效能 40%。

HPE 從 9/2 開始出貨配備 Nvidia RTX PRO 6000 晶片的新款 ProLiant Compute 伺服器，其效能較舊款伺服器提升約 40%，並可散熱功耗降低約 90%。ProLiant Compute 伺服器主要應用於生成式 AI、用於機器人和工業應用的物理 AI、視覺計算與企業應用等，2U 規格的報價約 25 萬美元上下、4U 則可達 50 萬美元。另外，HPE 也同步提升 Private Cloud AI 解決方案的效能，增加支援 Nvidia 的 Nemotron AI Agent 模型，使其在文字摘要、影音搜尋與機器人動作的精確度表現優化。

圖 1：HPE 推出 ProLiant Compute 伺服器



資料來源：公司資料；凱基

FY2026 GB300 放量有助 AI 營收加速成長與獲利性回升。HPE 目前將 AI 業務的營運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。

HPE FY3Q25 AI 伺服器新增訂單季增近 100%，其中主權 AI 訂單季增約 250%，年增率達三位數，FY3Q25 季底 AI 積壓訂單達 37 億美元，創歷史新高。FY4Q25 雖受部分客戶訂單轉向 GB300 影響，預期 GB200/GB300 單季出貨櫃數落在 200 櫃以內；但 FY2026 預期隨 GB300 放量以及包含 xAI

在內的企業用戶資本支出提升而將維持年增趨勢，我們預估 HPE FY2026 GB200/GB300 出貨櫃數將自 FY2025 之 300 櫃提升至近 1,000 櫃，可望推升整體 AI 伺服器營收年增 50%至 70 億美元。獲利性的部分，HPE 當前 AI 伺服器營利率雖僅處在 2% 上下的水準，但 FY2026 隨 GB300 放量以及獲利性較佳的主權 AI 訂單逐步提升，預期 HPE AI 伺服器營利率亦將逐步回升至先前 6% 上下的正常水準。

FY2026 EPS 上修至 2.54 美元，目標價上修至 28.0 美元。此次評價基於 HPE 在 non-AI 伺服器之營利率回升表現優於我們預期，而 AI 伺服器業務短期雖面臨逆風，但長期上行趨勢仍維持不變，因此我們上調 HPE FY2026 預估營收約 4% 至 427 億美元、年增約 23%；營利率則上調 0.2ppts 至 9.8%、年增 0.3ppts；EPS 上調 6% 至 2.54 美元、年增約 33%。凱基預估 HPE FY2025/FY2026 EPS 分別為 1.91/2.54 美元，相較市場共識 EPS 分別為 1.91/2.29 美元，目前股價交易於約 9/10 倍之 FY2026 凱基與市場共識 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 營收加速成長、FY2026 年增率可望達 50%，成長性優於多數同業；(2) HPE AI 產品之客戶有較高的比重屬於主權 AI 與企業用戶，產品報價與營利率優於資料中心客戶約 1%-2%，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，故維持「增加持股」之評等，並將目標價自前次給予之 26.4 美元上修至 28.0 美元 (11x FY2026F EPS)。

圖 2：FY3Q25 財報與 FY4Q25 預估修正暨市場共識比較

Non-GAAP	3Q25								4Q25F							
	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																
營收	8,350	9,136	8,364	9.2	19.8	18.5	8,649	5.6	9,900	10,174	10,421	(2.4)	11.4	20.3	10,095	0.8
毛利		2,732	2,492	9.6	21.7	11.5	2,607	4.8		3,253	3,057	6.4	19.1	24.5	3,420	(4.9)
營業利益		777	731	6.3	26.8	0.8	759	2.4		1,160	921	26.0	49.3	23.7	1,115	4.0
稅前利益		742	728	1.9	15.8	(4.6)	705	5.3		1,010	925	9.2	36.1	8.0	965	4.7
稅後淨利		602	633	(4.9)	16.7	(8.9)	609	(1.1)		879	805	9.2	46.0	14.1	845	4.0
EPS (US\$)	0.43	0.44	0.45	(0.5)	15.6	(10.5)	0.45	(1.1)	0.58	0.62	0.57	9.0	39.2	6.9	0.59	4.0
毛利率 (%)		29.9	29.8	0.1 ppts	0.5 ppts	(1.9)ppts	30.1	(0.2)ppts		32.0	29.3	2.6 ppts	2.1 ppts	1.1 ppts	33.9	(1.9)ppts
營業利益率 (%)		8.5	8.7	(0.2)ppts	0.5 ppts	(1.5)ppts	8.8	(0.3)ppts		11.4	8.8	2.6 ppts	2.9 ppts	0.3 ppts	11.0	0.4 ppts
淨利率 (%)		6.6	7.6	(1.0)ppts	(0.2)ppts	(2.0)ppts	7.0	(0.4)ppts		8.6	7.7	0.9 ppts	2.0 ppts	(0.5)ppts	8.4	0.3 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：FY2025 與 FY2026 預估修正暨市場共識比較

Non-GAAP	2025F								2026F							
	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	34,517	34,791	34,266	1.5	15.5	34,327	1.4		42,685	41,057	4.0	22.7	39,768	7.3		
營收		10,539	10,103	4.3	6.5	10,628	(0.8)		12,960	12,337	5.1	23.0	13,519	(4.1)		
毛利		3,342	3,330	3,045	9.4	5.1	3,230	3.1		4,202	3,961	6.1	26.2	4,258	(1.3)	
營業利益			3,198	3,099	3.2	2.4	3,175	0.7		4,177	3,936	6.1	30.6	3,805	9.8	
稅前利益			2,652	2,609	1.6	0.8	2,658	(0.2)		3,614	3,406	6.1	36.3	3,259	10.9	
稅後淨利		1.90	1.91	1.88	1.5	(3.9)	1.91	(0.2)		2.54	2.40	6.0	33.2	2.29	10.9	
EPS (US\$)			30.3	29.5	0.8 ppts	(2.5)ppts	31.0	(0.7)ppts		30.4	30.0	0.3 ppts	0.1 ppts	34.0	(3.6)ppts	
毛利率 (%)		9.7	9.6	8.9	0.7 ppts	(0.9)ppts	9.4	0.2 ppts		9.8	9.6	0.2 ppts	0.3 ppts	10.7	(0.9)ppts	
營業利益率 (%)			7.6	7.6	0.0 ppts	(1.1)ppts	7.7	(0.1)ppts		8.5	8.3	0.2 ppts	0.8 ppts	8.2	0.3 ppts	
淨利率 (%)																

資料來源：Bloomberg；凱基預估

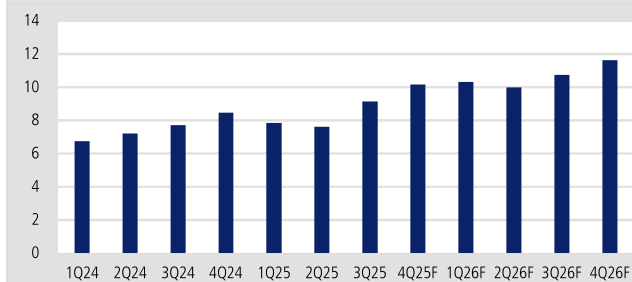
圖 4: 公司概況

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)網通 (Networking；佔比 15%)，提供網通解決方案，於 2025 年併購 Juniper (美)擴大產品線規模；(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 6: 季營收

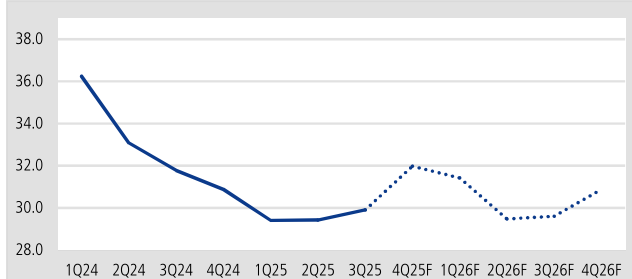
季營業收入，十億美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 毛利率

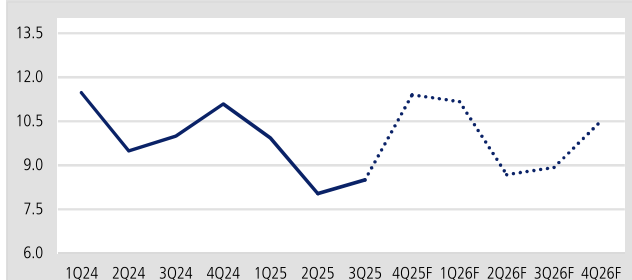
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 營業利益率

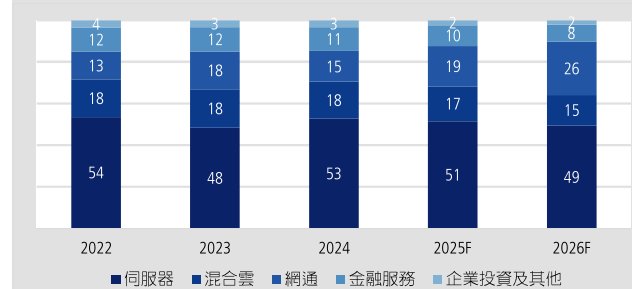
營業利益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 5: FY2024 伺服器營收比重達 53%

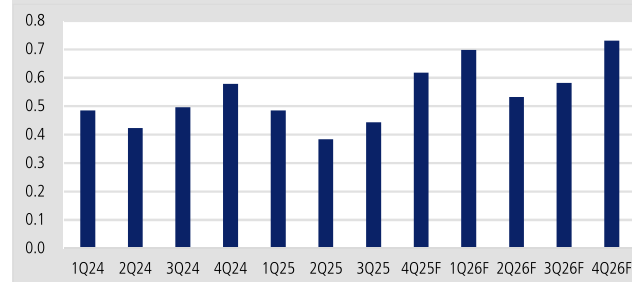
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 每股盈餘

每股盈餘，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 未來 12 個月預估本益比

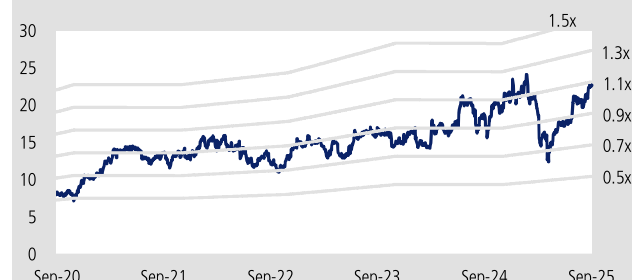
本益比，倍



資料來源：彭博；凱基

圖 11: 未來 12 個月預估股價淨值比

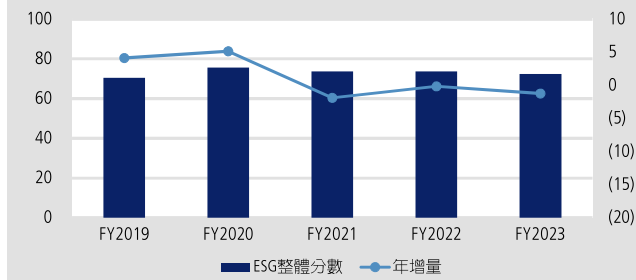
股價淨值比，倍



資料來源：彭博；凱基

圖 12：ESG 整體分數

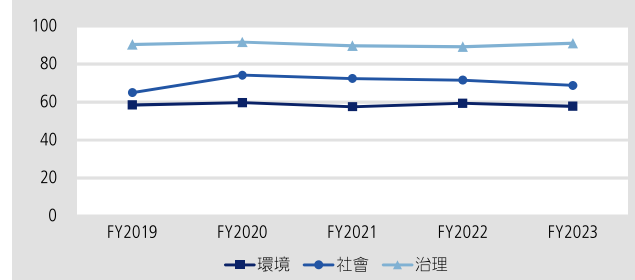
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：ESG 各項分數

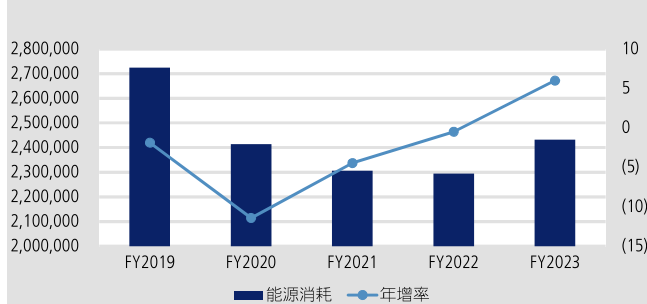
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：能源消耗

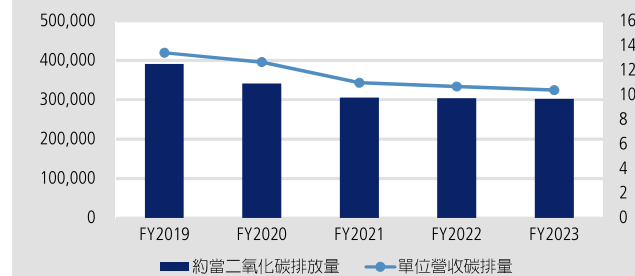
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：碳排量

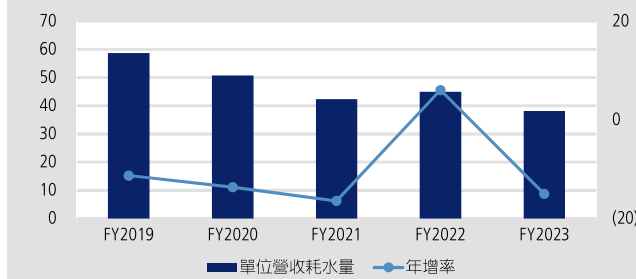
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：耗水量

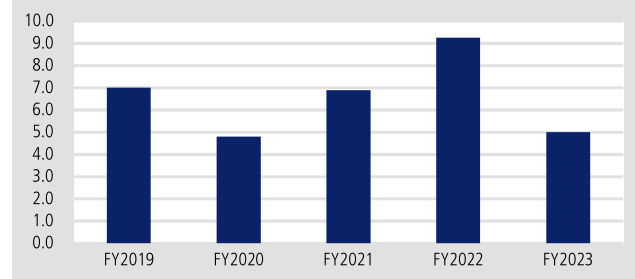
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：員工流動率

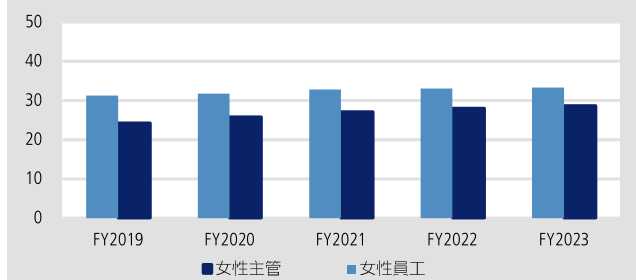
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：性別多樣性

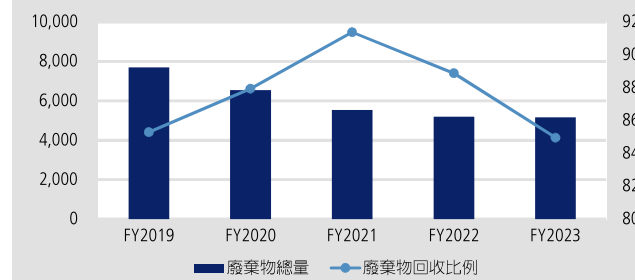
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：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

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 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 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

Hewlett Packard Enterprise – 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 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。