

HP Inc. (HPQ.N/HPQ US)

PC 銷售雖維持成長性，但受影印業務衰退而拖累

持有・維持

收盤價 August 27 (US\$)	27.11
3 個月目標價 (US\$)	27.58
12 個月目標價 (US\$)	29.00
前次目標價 (US\$)	25.00
調升 (%)	16.0
上漲空間 (%)	7.0

焦點內容

1. FY3Q25 營收動能來自 AI PC，EPS 符合市場共識。
2. FY4Q25 EPS 財測符合市場共識，預期 PC 營收年增率約 5%。
3. AI PC 銷售略優於我們原預估，上修 FY2026 EPS 至 3.24 美元。

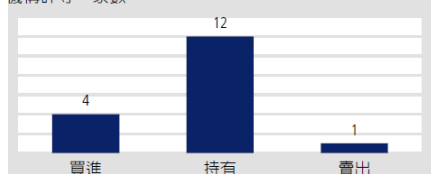
交易資料表

市值：(US\$bn)	25.5
流通在外股數 (百萬股)：	939
機構持有比例 (%)：	86.7
3M 平均成交量 (百萬股)：	8.9
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	21.2-39.8

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(0.3)	(12.2)	(22.0)
相對表現 (%)	(10.4)	(21.0)	(37.9)

市場綜合評等

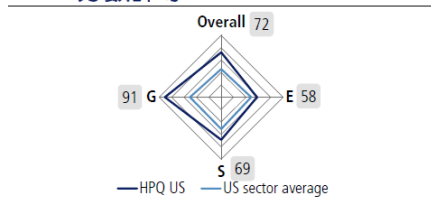
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	25	28	40
潛在報酬 (%)	(7.8)	3.9	47.5

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

HP 公告 FY3Q25 財報與 FY4Q25 EPS 財測皆符合市場共識，公司營收成長動能仍仰賴 AI PC，影印業務則受企業預算排擠影響而有衰退疑慮。

評論及分析

FY3Q25 營收動能來自 AI PC，EPS 符合市場共識。HP 公告 FY3Q25 (2025 年 5-7 月)財報，營收年增 3%、季增 5%至 139.3 億美元，與凱基和市場共識大致相符，營收成長性主要來自 AI PC 銷量成長、出貨占比提升至 25%；FY3Q25 EPS 0.75 美元，年減 11%、季增 6%，大致與市場共識相符，然低於凱基預估 9%，主因影印業務營利率低於我們預期。

FY4Q25 EPS 財測符合市場共識，預期 PC 營收年增率約 5%。管理層展望 FY4Q25 EPS 財測中位數為 0.92 美元、與市場共識大致相符，隱含 FY2025 EPS 3.11 美元，符合凱基與市場共識。FY4Q25 PC 業務預期營收約年增 5%上下，影印耗材雖步入傳統旺季，但因企業將較多支出用於 AI 與 PC 相關應用，排擠印表機相關預算，預期未來幾季將拖累影印業務成長性。

AI PC 銷售略優於我們原預估，上修 FY2026 EPS 至 3.24 美元。此次評價基於 HP 在 AI PC 之滲透率達 25%、略優於我們原預估的 20%，且公司上修 PC 銷售展望，因此我們同步上修 HP FY2026 營收預估約 4%至 563 億美元、年增 2%，並將 FY2026 EPS 由原預估之 3.09 美元上修至 3.24 美元、年增 3%。目前市場共識 FY2025/FY2026 EPS 預估分別為 3.10/3.26 美元，股價交易於約 8/8 倍之 FY2026 凱基與市場共識 EPS 預估。

投資建議

我們維持「持有」之評等，目標價為 29 美元 (9x FY2026F EPS)。

投資風險

政經環境變化使電腦銷量下修；影印業務因無紙化趨勢而使營運衰退。

主要財務數據

	Jun-22A	Jun-23A	Jun-24A	Jun-25F	Jun-26F
營業收入 (US\$百萬元)	62,910	53,718	53,559	55,114	56,275
營業毛利 (US\$百萬元)	12,263	11,508	11,818	11,530	11,660
營業利益 (US\$百萬元)	5,478	4,573	4,520	4,146	4,248
EBITDA (US\$百萬元)	6,258	5,423	5,350	4,960	5,067
稅後淨利 (US\$百萬元)	4,289	3,277	3,339	2,995	3,087
每股盈餘 (US\$)	4.08	3.28	3.38	3.13	3.24
營收增長率 (%)	(0.9)	(14.6)	(0.3)	2.9	2.1
每股盈餘增長率 (%)	7.9	(19.8)	3.0	(7.1)	3.2
毛利率 (%)	19.5	21.4	22.1	20.9	20.7
營業利益率 (%)	8.7	8.5	8.4	7.5	7.5
EBITDA margin (%)	9.9	10.1	10.0	9.0	9.0
淨負債比 (%)	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
股東權益報酬率 (%)	(183.5)	(160.1)	(279.2)	(234.5)	(366.3)

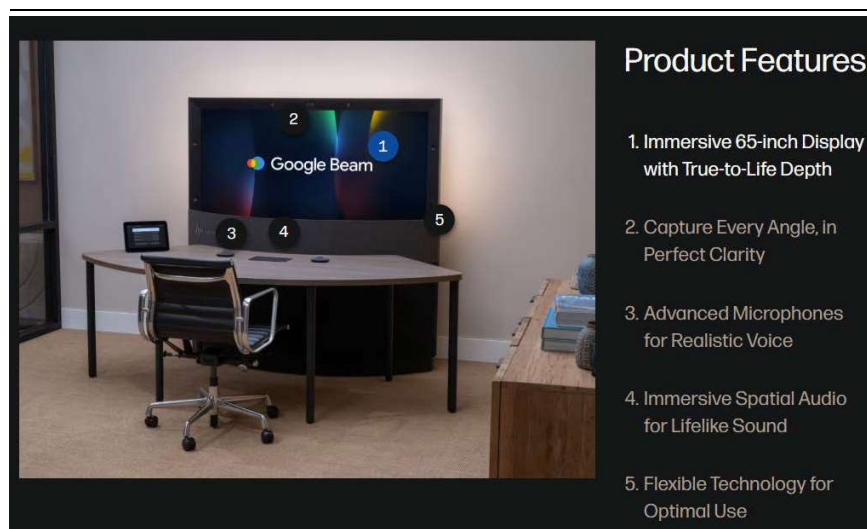
資料來源：公司資料；凱基預估

HP 營收雖約 71% 來自 PC，但獲利約 60% 來自營利率較佳的影印業務。HP 主要業務為研發、生產及銷售電腦相關產品。HP 主要業務可分為個人系統 (Personal Systems；FY3Q25 營收占比 71%) 與列印(Printing；FY3Q25 營收占比 29%)。其中 (1)個人系統：生產與銷售商用與消費型桌機與筆電、工作站、商用行動裝置、零售端 POS 系統、顯示器、軟體、支援與服務等；產品線長期平均營利率約 6%、獲利占比約 40%。(2)列印：提供消費型與商用印表機硬體、耗材、服務與解決方案，也積極發展圖像列印、3D 列印與客製化商用、工業市場；產品線長期平均營利率約 19%、獲利占比約 60%。

AI PC 滲透率提升至 25%，HP PC 銷售成長性略優於產業平均。公司在這次會議中提及 Workforce 平台已在超過 40 個國家部署，使 AI PC 用戶在建立視覺化圖表或進行統計時更便利，從而提高整體生產力。另外，HP 亦推出搭載 Google Bim 的視訊工具 HP Dimension，讓用戶能進行 3D 視訊會議，定價為 25,000 美元，目前已獲得部分企業用戶採用。

在 PC 展望的部分，FY3Q25 PC 營收年增 7%，提前拉貨狀況並不明顯，公司表示 FY3Q25 AI PC 占整體出貨量比重已達 25%，以其整體 PC 出貨量約 1,400 萬台評估，AI PC 出貨量約達 350 萬台。基於 AI PC 功能持續優化，目前企業用戶將更多支出投入 AI PC，因此 HP 將 CY2H25 PC 市場出貨量預估由前次之年增低個位數上修至年增 4-6%，優於凱基預估之年減 2%。凱基評估目前 HP 推出之 AI PC 功能仍聚焦於商務會議、圖文優化等功能，與競爭對手差異不大，預期 AI PC 市占率仍將維持在 25% 上下，整體營收成長性則維持在略優於產業平均的水準，我們預估 HP FY2025/FY2026 電腦產品線營收分別為 383/398 億美元，年增 6%/4%。

圖 1：HP 推出搭載 Google Bim 的視訊工具 HP Dimension



資料來源：公司資料；凱基

AI PC 排擠企業採購印表機預算，預估 HP FY2026 影印營收年減 2%。影印業務的部分，近幾季因較多企業預算用於 AI 與 PC 相關應用，短期內更新印表機的硬體需求將持續放緩，而耗材需求則持平。以未來展望評估，受到環保意識抬頭與電子化作業的影響，企業對影印與用紙量的預算及需求逐年下降，預期 HP 影印業務的規模將同步衰退，此趨勢在疫情趨緩、商業活動回溫後並未改變。預估 HP 影印部門 FY2025/FY2026 營收分別為 167/164 億美元，年減 4%/2%。

HP 評價合理，維持「持有」之評等，目標價為 29 美元。此次評價基於 HP 在 AI PC 之滲透率達 25%、略優於我們原預估的 20%，且公司上修 PC 銷售展望，因此我們將 HP FY2025/FY2026 營收由原預估之 544/544 億美元上修至 551/563 億美元，年增 2%，並將 FY2025/FY2026 EPS 由原預估之 3.14/3.09 美元調整至 3.13/3.24 美元、年增 3%。目前市場共識 FY2025/FY2026 預估 EPS 分別為 3.10/3.26 美元，股價交易於約 8/8 倍之 FY2026 凱基與市場共識 EPS 預估。

HP 過往五年本益比多落於 5-11 倍之間，考量 (1) 無紙化趨勢使高營利率的影印業務需求下滑，導致 HP 產品組合轉差；(2) HP 推出之 AI PC 功能與競爭對手差異不大，在整體 PC 市場之成長性預期落在 5% 以下的水準下，公司營收成長率亦將同步受限；(3) HP 整體營運缺乏成長性，獲利性亦未見明顯轉佳之動能。綜合上述原因，預期 HP 本益比將維持在區間均值之 9 倍上下浮動；基於當前評價合理，故維持「持有」之評等，目標價為 29 美元 (9x 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		13,932	13,743	1.4	5.4	3.1	13,740	1.4	14,458	13,892	4.1	3.8	2.9	14,275	1.3	
毛利		2,851	2,901	(1.7)	4.1	(1.9)	2,839	0.4	3,100	2,955	4.9	8.7	3.3	3,007	3.1	
營業利益		995	1,072	(7.1)	3.5	(10.1)	986	0.9	1,206	1,126	7.1	21.2	0.5	1,172	2.9	
稅前利益		849	935	(9.2)	5.2	(14.4)	842	0.8	1,070	990	8.1	26.0	(0.2)	1,036	3.3	
稅後淨利		713	788	(9.6)	5.2	(14.5)	708	0.7	900	833	8.1	26.3	0.0	869	3.6	
EPS (US\$)	0.74	0.75	0.82	(9.3)	5.5	(11.3)	0.74	0.7	0.92	0.94	0.87	8.4	26.3	1.8	0.91	3.6
毛利率 (%)		20.5	21.1	(0.6)ppts	(0.3)ppts	(1.0)ppts	20.7	(0.2)ppts	21.4	21.3	0.2 ppts	1.0 ppts	0.1 ppts	21.1	0.4 ppts	
營業利益率 (%)		7.1	7.8	(0.7)ppts	(0.1)ppts	(1.0)ppts	7.2	(0.0)ppts	8.3	8.1	0.2 ppts	1.2 ppts	(0.2)ppts	8.2	0.1 ppts	
淨利率 (%)		5.1	5.7	(0.6)ppts	(0.0)ppts	(1.1)ppts	5.2	(0.0)ppts	6.2	6.0	0.2 ppts	1.1 ppts	(0.2)ppts	6.1	0.1 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	公司財測 (中位數)	2025F							2026F						
		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															
營收		55,114	54,359	1.4	2.9	54,707	0.7		56,275	54,371	3.5	2.1	55,479	1.4	
毛利		11,530	11,435	0.8	(2.4)	11,422	0.9		11,660	11,307	3.1	1.1	11,673	(0.1)	
營業利益		4,146	4,143	0.1	(8.3)	4,071	1.8		4,248	4,094	3.8	2.5	4,206	1.0	
稅前利益		3,564	3,570	(0.2)	(10.3)	3,517	1.3		3,671	3,517	4.4	3.0	3,774	(2.7)	
稅後淨利		2,995	3,003	(0.3)	(10.3)	2,965	1.0		3,087	2,958	4.4	3.1	3,108	(0.7)	
EPS (US\$)	3.11	3.13	3.14	(0.1)	(7.1)	3.10	1.0		3.24	3.09	4.7	3.2	3.26	(0.7)	
毛利率 (%)		20.9	21.0	(0.1)ppts	(1.1)ppts	20.9	0.0 ppts		20.7	20.8	(0.1)ppts	(0.2)ppts	21.0	(0.3)ppts	
營業利益率 (%)		7.5	7.6	(0.1)ppts	(0.9)ppts	7.4	0.1 ppts		7.5	7.5	0.0 ppts	0.0 ppts	7.6	(0.0)ppts	
淨利率 (%)		5.4	5.5	(0.1)ppts	(0.8)ppts	5.4	0.0 ppts		5.5	5.4	0.0 ppts	0.1 ppts	5.6	(0.1)ppts	

資料來源：Bloomberg；凱基預估

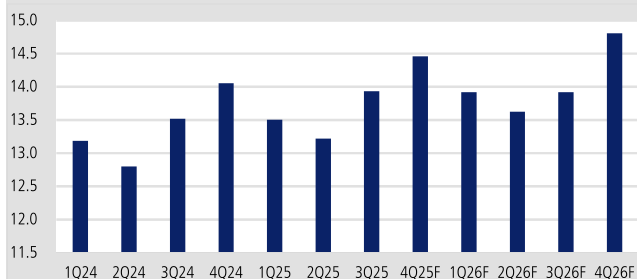
圖 4: 公司概況

HP 主要業務為研發、生產及銷售電腦相關產品。HP 主要業務可分為個人系統 (Personal Systems；FY2024 營收占比 68%)，產品線長期平均營利率約 6%、獲利占比約 40%；與列印(Printing；32%)，產品線長期平均營利率約 19%、獲利占比約 60%。

資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 季營收

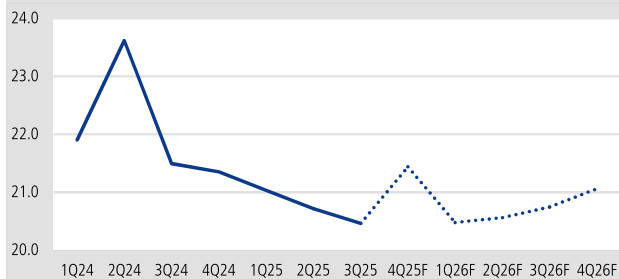
季營業收入，十億美元



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 8: 毛利率

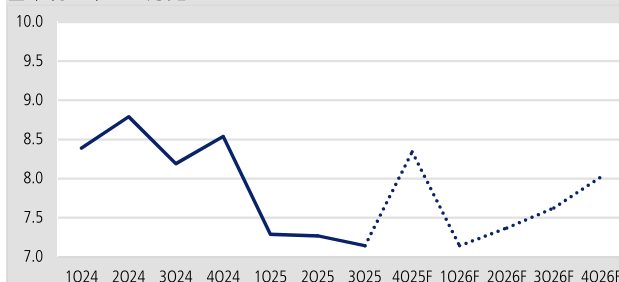
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 10: 營業利益率

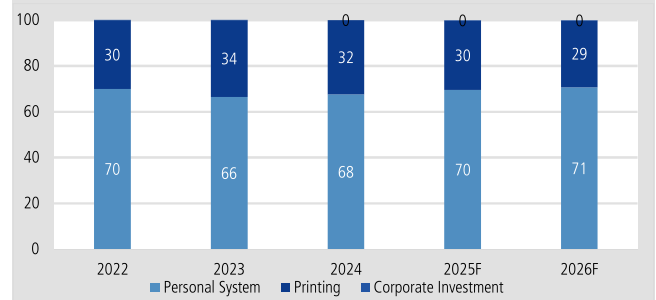
營業利益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 5: 2024 年個人系統營收比重達 68%

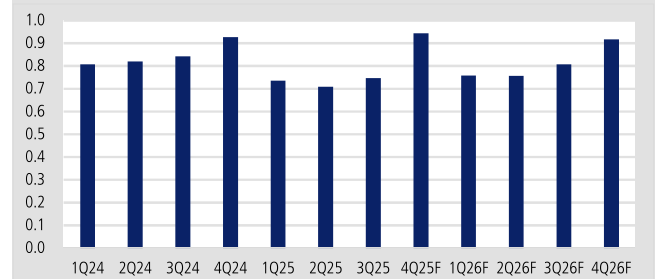
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 7: 每股盈餘

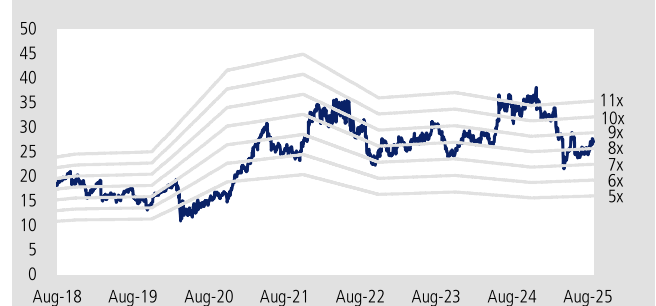
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 9: 未來 12 個月預估本益比

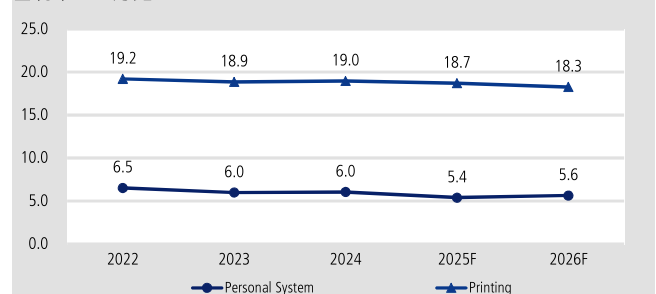
本益比，倍



資料來源：彭博；凱基

圖 11: 影印業務營利率優於個人系統

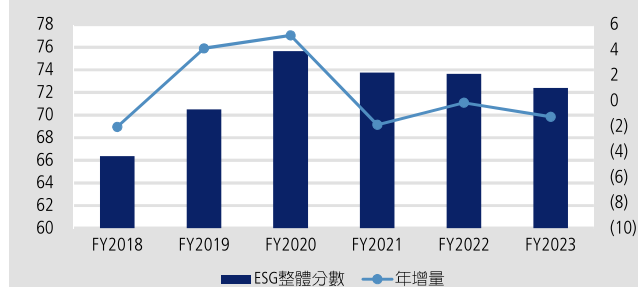
營利率，百分比



資料來源：彭博；凱基預估

圖 12：ESG 整體分數

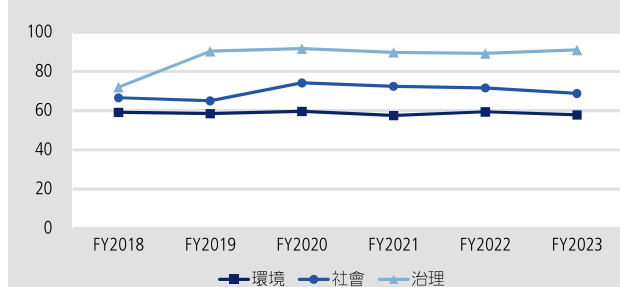
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：ESG 各項分數

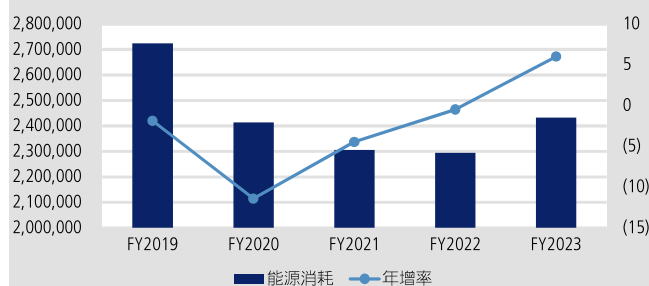
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：能源消耗

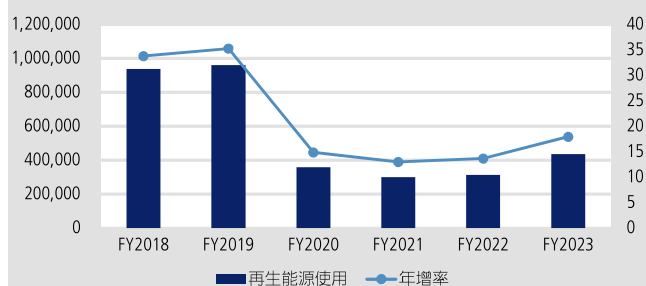
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：再生能源使用

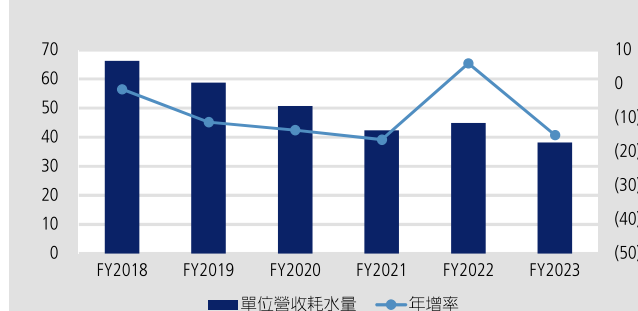
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：耗水量

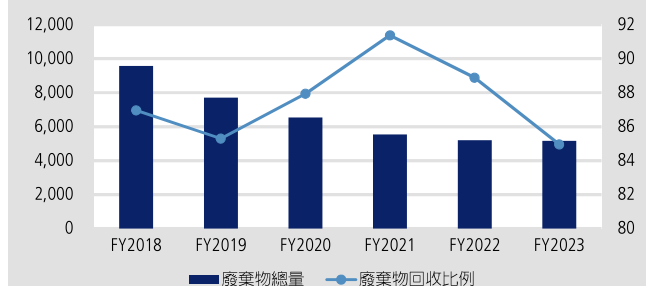
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：碳排量

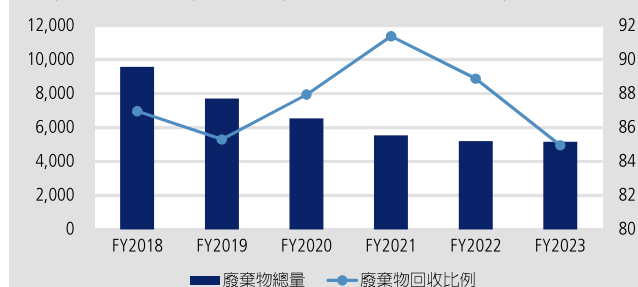
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收排碳量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：廢棄物總量

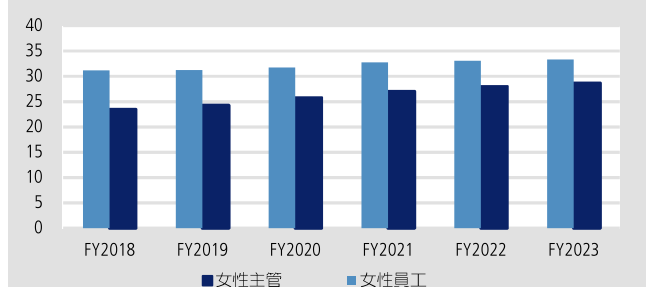
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：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

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

HP Inc. – 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。