

電子硬體產業

美系 CSP、電源與液冷業者樂觀看待 2026 年 AI 需求

焦點內容

1. 美國四大 CSP 2025-26 年資本支出展望優於預期。CSP 指出 AI 供不應求的情況將持續至 2026 年。
2. 美國四大 CSP 正面看待 2025-26 年資本支出，但部分 CSP 股價下跌，主因市場擔憂投資金額增加短期難有對等報酬。目前 2025 年五大 CSP 資本支出預估由年增 60% 上修至年增 63% 至 3,893 億美元 (2024 年為年增 60%)，2026 年由年增 17% 上修至年增 27% 至 4,962 億美元，其中以 Microsoft 和 Google 的上修幅度最大。
3. Vertiv (電源與液冷解決方案供應商)、Flex (電源與系統組裝廠) 亦看好資料中心對其產品的需求，呼應研究部觀點。
4. 2025-26 年資本支出指引穩健將推升 AI 伺服器需求，並有利整體 AI 供應鏈發展。我們 3Q25 首選個股包含鴻海 (2317 TT)、廣達 (2382 TT)、奇鋐 (3017 TT)、台達電 (2308 TT)、貿聯 (3665 TT)、台光電 (2383 TT) 與金像電 (2368 TT)。

重要訊息

美國四大 CSP 近期法說會公告之 3Q25 資本支出高於預期，且 2026 年資本支出展望優於預期；同時美系電源與液冷解決方案廠商亦正向看待需求。

評論及分析

CSP 上修 2025-26 年資本支出，顯示需求強勁。美國四大 CSP 近期法說會釋出正向的 2025-26 年資本支出展望，但部分 CSP 股價下跌，主因市場擔憂投資金額增加短期難有對等報酬。目前 2025 年五大 CSP 資本支出預估由年增 60% 上修至年增 63% 至 3,893 億美元 (2024 年為年增 60%)，2026 年由年增 17% 上修至年增 27% 至 4,962 億美元，其中 Meta (美) 上修最多，市場預估其 2025-26 年資本支出年增 88-91%、45% 以上，基於公司展望 2026 年資本支出金額增加幅度將大於 2025 年水準，遠超過市場原估的年增 40%。Microsoft (美) 為另一上修資本支出較多的業者，展望 2026 財年 (止於六月) 資本支出年增幅高於 2025 年的 45%。市場上也上修 Google (美) 2026 年資本支出至年增 23%、Oracle (美) 年增 33%，反映積極佈局 AI 基礎設施、訓練模型並拓展 AI 應用。上述 CSP 預期 4Q25 至 2026 年 AI 硬體持續短缺，Microsoft 認為至少持續至 1H26，Google 認為 4Q25-2026 年供不應求，Amazon 則提及將致力擴充供給。我們認為此對未來幾年的 AI 需求是好現象。目前五大 CSP 合計資本支出約佔營運現金流 64%，且即使資本支出增加，3Q25 自由現金 (FCF) 仍改善，CSP 財務水準尚屬健康，持續正向看待 2026 年 AI 需求。

Vertiv (美) 與 Flex (美) 全年營收展望正向。除美系 CSP 外，Vertiv (電源與液冷解決方案供應商) 以及 Flex (電源與系統組裝廠) 因資料中心需求強勁而上修全年營收財測。Vertiv 將受惠於 2H26 Nvidia (美) GPU 改採 800V HVDC 機櫃帶動的電源與液冷元件升級。Flex 則提到資料中心對散熱、電源與組裝整合的需求增加，而 Google 與 Microsoft 等客戶對 ASIC 的需求有助其擴大市佔率。上述兩家業者對需求的正向展望也呼應凱基觀點。

4Q25 GB 機櫃出貨量季增，但 ASIC 伺服器出貨量季減；正向看待 2026 年 GPU 與 ASIC 伺服器需求。我們預估 4Q25 GB200/300 機櫃出貨量季增至 1.1-1.3 萬櫃 (由 3Q25 6-7 千櫃)。然而，AWS (美) ASIC 伺服器出貨可能進入轉換期，因新 Trainium 2.5 系統 1Q26 放量，Trainium 3 系統預計在 2H26 放量。我們預估 GB/VR 機櫃出貨量由 2025 年 2.3-2.5 萬櫃成長至 5.5-6 萬櫃。我們也預期 2026 年 AWS、Google、Meta ASIC 伺服器出貨量顯著成長。因此 GB 機櫃供應鏈 4Q25-2026 年營收擴張，而 ASIC 供應鏈則在 2Q26 後受惠。GB300 機櫃主要升級包括接頭 (QD) 用量提升，以及電源、液冷系統、PCB/CCL 規格升級。Vera Rubin (VR) 機櫃預計 2H26 推出，單櫃熱設計功耗 (TDP) 由 GB300 的 136kW 提升至約 220kW，預期液冷、電源與 PCB/CCL 的內含價值將同步提升。

投資建議

2025-26 年資本支出強勁展望將刺激 AI 伺服器需求，有利 AI 供應鏈。首選個股為鴻海 (2317 TT)、廣達 (2382 TT)、緯創 (3231 TT)、奇鋐 (3017 TT)、富世達 (6805 TT)、台達電 (2308 TT)、貿聯 (3665 TT)、台光電 (2383 TT) 與金像電 (2368 TT)。

投資風險

需求疲弱；生產或融資成本上升。

美系 CSP、電源供應廠商與液冷散熱相關企業近期法說會的重點摘要**Google**

- 3Q25 資本支出年增 83%、季增 7% 至 240 億美元，高於市場預期 7%。其中大部分投入於技術基礎建設，約 60% 用於伺服器、40% 用於資料中心與網路設備。
- 公司上修 2025 年全年資本支出展望至 910-930 億美元（中位數年增 75%），中位數較先前展望上調 8%。此展望隱含 4Q25 資本支出季增 19%。
- 管理層預期 2026 年資本支出仍將顯著成長，並表示將在下一季財報中提供更詳細的 2026 年資本支出指引。
- 儘管資料中心與運算能力大規模擴建，管理層仍預期 4Q25-2026 年期間供需將持續緊張，主因企業需求強勁，推升 3Q25 雲端業務未完成訂單季增 46%、年增 82% 至 1,550 億美元。

Meta

- 3Q25 資本支出(含融資租賃) 194 億美元，優於共識預期 4%，主要用於伺服器、資料中心與網路基礎設施投資。
- 公司上修 2025 年資本支出財測下緣，由原先的 690-720 億美元收窄至 700-720 億美元，中位數上修 3%，隱含年增 91%。
- 管理層預期 2026 年資本支出絕對金額的增幅將顯著大於 2025 年，隱含 2026 年資本支出至少年增至少 327 億美元（基於 2025 年財測下緣計算），意即 2026 年資本支出將年增至超過 1,027 億美元，年增 45% 以上。

Microsoft

- 3Q25 (FY1Q26, 2025 年 7-9 月) 資本支出(含融資租賃) 年增 75%、季增 44% 至 349 億美元（其中融資租賃為 155 億美元），高於市場預期 16%。
- 管理層指出 3Q25 資本支出中約有一半用於短期資產，包括因應 AI 需求的 GPU 與 CPU 伺服器，以及汰換到期伺服器與網路設備。另一半則用於長期資產，如資料中心場地的租賃。
- 隨需求加速與剩餘履約價值(Remaining Performance Obligation；RPO，指公司已簽訂合約但尚未履行的部分)金額成長 (FY1Q26 未達 4,000 億美元)，管理層展望 FY2Q26 資本支出季增。公司預期 2026 財年(止於 6 月) 資本支出年增幅將高於 2025 財年之水準(年增 45%)。
- Microsoft 預期在 2026 財年底(即 2026/6) 都將面臨產能限制，主因公司對技術基礎建設的擴建需求將維持高檔。
- Azure 雲端業務在 FY1Q26 年增 39% (固定匯率基礎)，優於市場預期 2ppts。公司預估 FY2Q26 Azure 營收將年增 37% (固定匯率基礎)，亦高於市場預期的 36%，而需求仍遠高於供給能力。

Amazon

- Amazon 3Q25 資本支出年增 55%、季增 9%至 351 億美元，優於市場預期 10%，動能來自 AI 與核心服務，以及來自 Trainium ASIC 的需求。
- 隨公司持續大舉投資 AI 領域，管理層上調 2025 年資本支出展望至 1,250 億美元，隱含年增 51%，高於先前的 1,210-1,220 億美元指引。此展望隱含 4Q25 資本支出達 327 億美元，年增 17%。
- 管理層指出，公司致力於加速擴產，過去 12 個月已新增超過 3.8GW 的電力供應，並預期 4Q25 再新增 1GW 的產能，主要用於支援 Trainium ASIC 與 Nvidia GPU。
- 3Q25 AWS 雲端營收年增 20%至 330 億美元，大致符合市場預期，動能來自 AI 與核心業務需求強勁，以及更多產能上線支援需求。

Vertiv

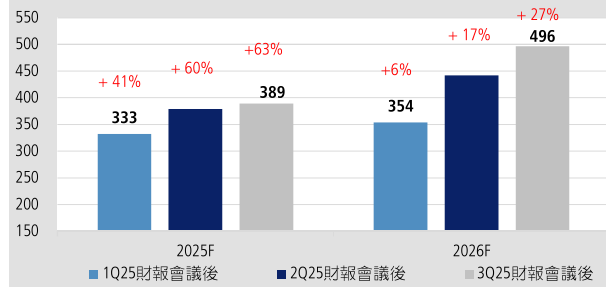
- 資料中心電源與液冷解決方案主要供應商之一的 Vertiv 展望所有地區需求強勁，FY3Q25 (財年止於 12 月) 積壓訂單季增 12%、年增 30%至 95 億美元，創歷史新高。訂單出貨比達 1.4 (對比前一季的 1.2)，動能來自資料中心客戶訂單強勁成長。
- 公司展望 FY4Q25 營收將達 28.1-28.9 億美元，中位數隱含季增 7%、年增 40%，主要動能來自美洲地區年增 37-39%、亞太地區年增 4-6%，而歐非中東地區將年減 7-9%，主因電力供應不足及歐洲監管環境較嚴格。
- 管理層上修全年營收展望，中位數上調 2%至 102 億美元，隱含年增 27%，主要動能來自美洲與亞太地區持續成長，而歐亞北非地區預計 2H26 將回復成長。
- 管理層觀察到，每兆瓦的可服務市場總額已達 300-350 萬美元。此外，Vertiv 的 800VDC 產品預計 2H26 推出，與 Nvidia 預計 2027 年發表的 Rubin Ultra 平台直接接軌。

Flex

- 管理層上修 FY2026 (財年止於 3 月) 營收中位數 2%至 270 億美元，隱含年增 5%，動能來自雲端領域 AI 伺服器（機櫃組裝、液冷）及電源產品需求強勁。資料中心業務仍是主要成長動能，預計營收將達 65 億美元，年增 35%。雲端與電源業務皆持續成長。
- Flex 與 Nvidia (美) 合作，成為下一代 800V DCAI 工廠生態系的一部分。這些系統旨在提升能源效率、降低冷卻成本，並在資料中心規模與複雜度持續擴大之際，減少故障風險。
- 公司預計擴充雲端與電源業務產能。管理層計劃在波蘭收購新資產，並已在墨西哥 (瓜達拉哈拉) 與美國的運算業務進行額外投資，同時宣布在達拉斯設立新廠，並持續充方塔納與哥倫比亞據點的電源產能。

圖 1：美系 CSP 資本支出正向展望推升 2025-26 年資本支出較市場預估分別上修至年增 63%與 27%

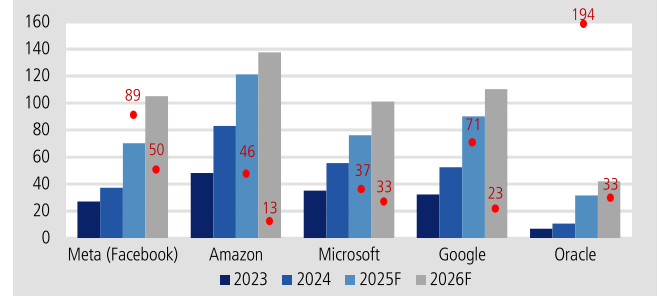
CSP 資本支出，十億美元：年增率，百分比



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 2：市場上修對四大美系 CSP5 之 2025-26 年資本支出之預估；META 2026 年成長尤為顯著

CSP 資本支出，十億美元：年增率，百分比



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 3：美國 CSP 2025 年資本支出上修至年增 63%，預期 2026 年動能將有上修空間

資本支出(百萬美元)	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	實際數		市場共識預估		公司展望	
					2023	2024	2025F	2026F	2025F	2026F
Meta (Facebook)	12,941	16,538	18,829	22,039	27,266	37,256	70,347	105,183	71,000	102,700
Amazon	25,019	32,183	35,095	28,884	48,133	82,999	121,181	137,535	125,000	
Microsoft	16,745	17,079	19,394	22,824	35,202	55,552	76,135	101,109		
Google	17,197	22,446	23,953	26,430	32,251	52,535	90,026	110,348	92,000	
Oracle	5,862	9,080	8,502	8,173	6,935	10,745	31,617	42,036		
美系 CSP 業者合計	77,764	97,326	105,773	108,443	149,787	239,087	389,306	496,212		
年增率 (%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2025F	2026F
Meta (Facebook)	102.2	102.3	128.0	52.8	(13.3)	36.6	88.8	49.5	90.6	44.6
Amazon	67.6	82.7	55.2	3.8	(17.5)	72.4	46.0	13.5	50.6	
Microsoft	52.9	23.1	30.0	44.4	42.1	57.8	37.1	32.8		
Google	43.2	70.2	83.4	85.1	2.4	62.9	71.4	22.6	75.1	
Oracle	250.2	224.5	269.2	105.9	3.8	54.9	194.2	33.0		
美系 CSP 業者合計	69.2	74.9	72.9	42.1	2.6	59.6	62.8	27.5		
季增率 (%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2025F	2026F
Meta (Facebook)	(10.3)	27.8	13.9	17.0						
Amazon	(10.1)	28.6	9.0	(17.7)						
Microsoft	6.0	2.0	13.6	17.7						
Google	20.5	30.5	6.7	10.3						
Oracle	47.7	54.9								
美系 CSP 業者合計	1.9	25.2	8.7	2.5						

附註：Capex 金額不含融資租賃

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

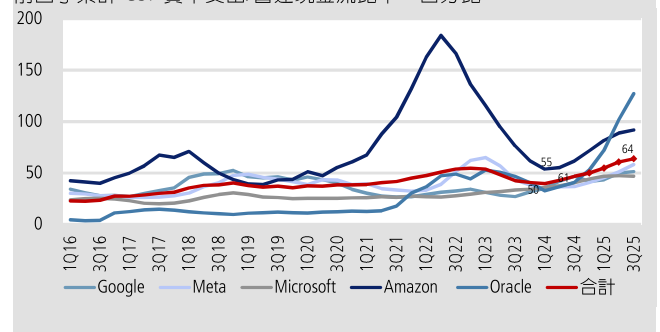
圖 4：美系 5 大 CSP 總資本支出於 2025 年尚未超越稅後淨利總額

年度	資本支出 (美金百萬元)	淨利 (美金百萬元)	資本支出 / 淨利 (%)
2014	23,704	59,620	39.8
2015	26,018	62,396	41.7
2016	32,686	74,829	43.7
2017	42,605	93,795	45.4
2018	68,172	120,823	56.4
2019	70,648	129,835	54.4
2020	97,009	167,330	58.0
2021	130,717	255,670	51.1
2022	158,007	219,210	72.1
2023	149,787	295,849	50.6
2024	239,087	388,100	61.6
2025F	389,306	446,307	87.2
2026F	496,212	482,986	102.7

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 5：美系 5 大 CSP 資本支出相較於營運現金流之比例持續上揚至 3Q25 之 64%

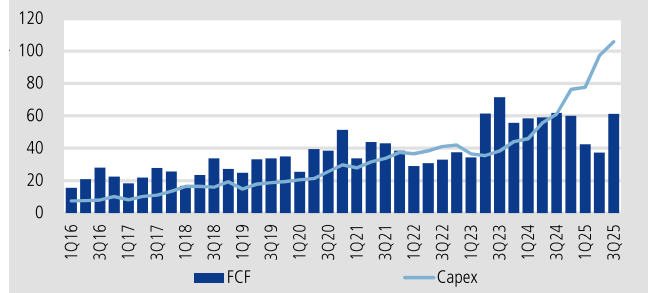
前四季累計 CSP 資本支出/營運現金流比率，百分比



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 6：美系 5 大 CSP 總資本支出持續上揚，但 3Q25 之自由現金流 (FCF) 並未惡化，反較前一季上揚

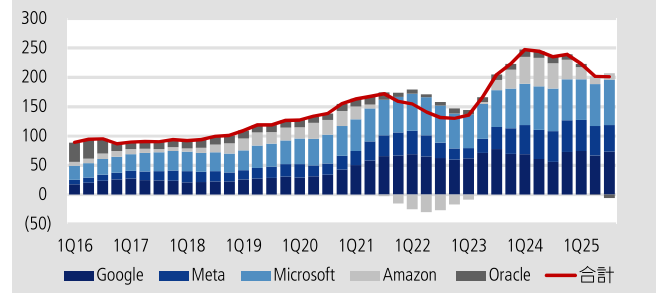
CSP 總計自由現金流與資本支出，十億美元



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 7：美系 5 大 CSP 總資本支出持續上揚，但 3Q25 之自由現金流 (FCF) 並未惡化

前四季累計自由現金流(FCF)，十億美元



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 8：市場共識預估 2025 年 CSPs 資本支出將年增 62%、2026 年年增 25%，而 Coreweave (美)是 2025 年企業類別資本支出主要成長動能

Capex, US\$mn	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Meta	18,567	31,431	27,266	37,256	70,347	105,183
Amazon	55,396	58,321	48,133	82,999	121,181	137,535
Microsoft	23,216	24,768	35,202	55,552	76,135	101,109
Google	24,640	31,485	32,251	52,535	90,026	110,348
Oracle	3,118	6,678	6,935	10,745	31,616	42,036
Baidu	1,689	1,586	1,580	1,130	1,526	1,524
Alibaba	8,311	5,014	4,477	10,542	18,253	17,571
Tencent	4,808	4,611	3,017	9,675	12,409	12,608
Hyperscale subtotal	139,745	163,894	158,861	260,433	421,494	527,915
Apple	10,388	11,692	9,564	9,995	13,663	14,786
IBM	2,062	1,346	1,245	1,048	1,494	1,628
Coreweave	N.A.	72	2,943	8,702	20,261	17,724
Nebius	606	750	1,073	808	3,069	6,475
Dell	2,796	3,003	2,756	2,652	2,740	3,035
Salesforce	717	798	736	658	721	814
Netflix	525	408	349	440	589	622
Enterprise subtotal	17,094	18,069	18,666	24,302	42,536	45,084
Total	156,838	181,962	177,527	284,736	464,030	572,999
YoY growth, percent	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Meta	22.8	69.3	(13.3)	36.6	88.8	49.5
Amazon	58.1	5.3	(17.5)	72.4	46.0	13.5
Microsoft	32.0	6.7	42.1	57.8	37.1	32.8
Google	10.6	27.8	2.4	62.9	71.4	22.6
Oracle	70.1	114.2	3.8	54.9	194.2	33.0
Baidu	129.1	(6.1)	(0.4)	(28.5)	35.1	(0.1)
Alibaba	30.3	(39.7)	(10.7)	135.5	73.1	(3.7)
Tencent	(15.9)	(4.1)	(34.6)	220.7	28.3	1.6
Hyperscale subtotal	33.5	17.3	(3.1)	63.9	61.8	25.2
Apple	19.4	12.6	(18.2)	4.5	36.7	8.2
IBM	(21.2)	(34.7)	(7.5)	(15.8)	42.5	9.0
Coreweave	N.M.	N.M.	3,964.9	195.7	132.8	(12.5)
Nebius	77.7	23.7	43.2	(24.7)	279.9	111.0
Dell	34.3	7.4	(8.2)	(3.8)	3.3	10.8
Salesforce	1.0	11.3	(7.8)	(10.6)	9.5	13.0
Netflix	5.4	(22.3)	(14.5)	26.1	34.1	5.5
Enterprise subtotal	14.3	5.7	3.3	30.2	75.0	6.0
Total	31.1	16.0	(2.4)	60.4	63.0	23.5

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 9：廣達與緯穎主要客戶為 CSPs；鴻海、英業達客戶群涵蓋企業客戶

出貨比重 (%)	英業達	緯穎	緯創	鴻海	廣達	神達
HPE	11		21	19		
Dell	8		36	17		
浪潮			0			55
Lenovo	4		1			
Google	13			3	21	
Meta		87			43	
Microsoft	11	6		24	11	
Amazon	25	7		20	20	33
Supermicro			24			
其他	28	1	19	17	4	12
總計	100	100	100	100	100	100

附註：基於 2Q25 出貨量

資料來源：Digitimes；凱基

圖 10：Meta 上修 2026 年資本支出財測，對其 ODM 主要供應商 (如緯穎、廣達) 有正面影響

出貨比重 (%)	英業達	緯穎	緯創	鴻海	廣達	神達	其他	總計
HPE	25		26	48			2	100
Dell	13		32	30			25	100
浪潮			3			48	52	103
Lenovo	16		2				82	100
Google	29			6	65			100
Meta		64			36			100
Microsoft	18	12		44	27			100
Amazon	26	9		23	29	13	1	100
Supermicro			24				76	100

附註：基於 2Q25 出貨量

資料來源：Digitimes；凱基

圖 11：雲端同業評價比較

領域	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 (%)		現金殖利率 (%)	
							2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2024	2025F
ODM	鴻海精密	2317 TT	116,986	257.50	增加持股	335.0	13.38	18.60	21.6	39.0	19.2	13.8	2.1	1.9	11.0	14.4	2.3	2.7
	英業達	2356 TT	5,357	45.90	持有	46.0	2.49	2.90	22.9	16.3	18.4	15.8	2.3	2.2	12.4	14.0	3.7	4.3
	廣達	2382 TT	37,763	300.50	增加持股	350.0	16.73	19.43	8.0	16.1	18.0	15.5	4.9	4.6	28.2	30.9	4.3	4.4
	緯創	3231 TT	15,573	150.50	增加持股	185.0	8.27	11.59	35.3	40.1	18.2	13.0	2.5	2.2	15.7	18.2	2.5	3.3
	緯穎	6669 TT	26,391	4,365	增加持股	4520.0	252.81	290.34	99.7	14.8	17.3	15.0	7.4	6.1	47.6	44.4	1.7	3.2
	技嘉	2376 TT	6,128	281	增加持股	355.0	20.62	23.68	37.2	14.8	13.6	11.8	3.3	3.2	25.1	27.3	4.2	5.9
	華碩	2357 TT	16,843	697	增加持股	775.0	50.17	53.17	18.7	6.0	13.9	13.1	1.9	1.8	13.6	14.0	4.9	5.8
	華擎	3515 TT	1,290	321	增加持股	307.0	16.61	24.28	57.6	46.2	19.3	13.2	3.8	3.4	20.9	27.1	1.7	2.6
插槽/ 連接器/ 連接線	嘉澤	3533 TT	5,052	1,380.00	增加持股	1885.0	73.41	104.54	(11.3)	42.4	18.8	13.2	3.9	3.4	21.6	27.2	3.0	2.6
	貿聯-KY	3665 TT	8,848	1,395.00	增加持股	1170.0	42.14	53.19	65.9	26.2	33.1	26.2	6.6	5.7	21.0	23.3	0.9	1.5
	宏致	3605 TT	344	69.00	增加持股	75.0	4.25	5.00	69.1	17.7	16.2	13.8	1.5	1.4	9.6	10.7	1.1	1.9
	優群科技*	3217 TT	538	183.50	未評等	N.A.	12.44	15.74	10.5	26.5	14.8	11.7	3.5	2.7	25.4	27.7	4.8	4.3
	凡申科技	3526 TT	523	247.00	增加持股	325.0	17.48	21.78	4.1	24.6	14.1	11.3	4.1	4.1	29.8	37.1	6.7	7.2
導軌	川湖	2059 TT	12,743	4,110.00	增加持股	4100.0	86.16	136.68	33.4	58.6	47.7	30.1	15.3	12.1	35.0	44.9	0.8	1.1
散熱模組	建準	2421 TT	1,343	151.00	增加持股	150.0	7.05	8.80	29.2	24.9	21.4	17.2	4.9	4.5	23.5	27.3	2.5	3.3
	雙鴻	3324 TT	3,150	1,055.00	增加持股	1205.0	29.11	52.55	37.1	80.5	36.2	20.1	9.3	7.5	27.2	41.0	0.9	1.3
	奇鋐	3017 TT	17,996	1,425.00	增加持股	1695.0	48.71	70.82	129.7	45.4	29.3	20.1	14.4	10.6	56.3	60.8	0.7	1.7
	高力*	8996 TT	1,857	624.00	增加持股	476.0	8.98	16.25	37.0	80.9	69.5	38.4	15.3	12.2	22.9	35.4	0.6	1.0
均熱片	健策*	3653 TT	9,904	2,130.00	未評等	N.A.	37.10	55.99	53.6	50.9	57.4	38.0	17.4	13.8	33.0	38.9	0.7	0.9
BBU	新普	6121 TT	2,109	350.50	增加持股	465.0	31.00	32.98	7.4	6.4	11.3	10.6	1.7	1.6	15.3	15.5	5.8	6.3
	AES-KY	6781 TT	3,279	1,180.00	增加持股	1290.0	38.66	51.61	52.3	33.5	30.5	22.9	6.2	5.4	21.2	25.2	1.1	1.6
機殼	勤誠	8210 TT	3,649	927.00	增加持股	920.0	28.06	41.80	74.8	49.0	33.0	22.2	12.7	9.9	42.3	50.1	0.8	1.5
BMC	信輝科技*	5274 TT	6,727	5,470	增加持股	6100.0	89.08	122.28	30.9	37.3	61.4	44.7	29.4	22.8	53.2	57.4	1.0	1.2
矽光	聯亞	3081 TT	1,281	425.50	持有	450.0	4.32	12.82	N.M.	196.9	98.5	33.2	10.2	9.4	10.4	29.3	0.1	0.8
CCL	聯茂*	6213 TT	1,382	117.00	未評等	N.A.	4.88	6.93	115.8	42.1	24.0	16.9	2.1	2.0	8.6	11.7	1.5	3.1
	台光電子	2383 TT	15,596	1,360.00	增加持股	1300.0	43.62	59.00	56.9	35.3	31.2	23.1	10.6	8.5	38.7	41.6	1.3	1.9
ABF	欣興電子	3037 TT	8,137	163.50	增加持股	202.0	3.57	9.16	6.9	156.3	45.8	17.9	2.6	2.3	5.7	13.5	0.9	1.0
PCB	金像電	2368 TT	7,449	465.50	增加持股	475.0	18.42	26.40	59.7	43.3	25.3	17.6	9.4	7.3	39.6	46.4	1.3	2.0
電源供應	台達電	2308 TT	84,086	995.00	增加持股	1075.0	22.33	28.86	64.7	29.3	44.6	34.5	10.5	8.9	24.4	27.9	0.7	1.2
	光寶科	2301 TT	13,530	179.50	增加持股	212.0	6.77	8.43	29.8	24.6	26.5	21.3	4.7	4.3	17.2	21.0	2.5	2.8
	群電*	6412 TT	1,176	90.20	未評等	N.A.	6.13	7.90	(26.5)	28.8	14.7	11.4	2.3	2.2	16.6	21.6	6.7	6.0
	康舒*	6282 TT	1,218	43.60	未評等	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	0.0	N.A.
晶圓代工	台積電	2330 TT	1,265,541	1,500.00	增加持股	1900.0	64.58	76.89	42.7	19.1	23.2	19.5	7.5	5.8	35.3	33.6	1.1	1.3
設計服務	世芯-KY	3461 TT	9,212	3,495.00	增加持股	5280.0	72.90	131.98	(10.4)	81.0	47.9	26.5	6.4	5.4	14.1	22.2	1.1	1.0
	創意	3443 TT	6,671	1,530.00	持有	1400.0	28.88	33.45	12.2	15.8	53.0	45.7	13.5	11.9	29.2	27.6	1.0	1.2
網通	華星光	4979 TT	935	204.00	增加持股	250.0	5.40	9.94	42.6	84.2	37.8	20.5	7.2	5.4	20.1	28.8	0.8	1.1
	智邦	2345 TT	19,716	1,080.00	增加持股	1180.0	44.13	47.17	105.4	6.9	24.5	22.9	12.9	10.7	59.3	51.0	1.1	2.3

* Bloomberg 共識預估

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 12：全球品牌伺服器出貨量

廠商	伺服器出貨量(千台)																			
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
Dell EMC	542	496	526	484	366	362	343	366	332	365	363	381	357	344	1,950	2,064	2,048	1,437	1,441	701
HPE	300	269	345	380	252	238	209	212	231	235	216	210	192	194	1,392	1,319	1,294	911	892	386
Inspur Electronics	343	340	348	337	212	285	333	275	319	329	354	340	309	201	1,230	1,323	1,368	1,105	1,342	510
Lenovo	126	197	236	216	187	171	184	186	200	212	208	212	190	197	702	773	775	728	831	387
Supermicro	171	208	227	217	151	120	116	161	147	127	147	141	131	147	496	614	823	548	561	278
xFusion Digital Technologies	120	136	139	144	90	114	105	135	120	142	144	159	133	182	N.A.	154	539	444	565	315
H3C	88	109	92	132	73	90	79	96	99	113	79	101	90	132	345	458	422	339	391	222
Cisco	40	48	40	31	35	29	36	37	32	28	29	25	26	23	228	200	160	136	114	49
PowerLeader	61	60	62	75	47	54	57	65	46	60	63	75	48	62	119	150	258	222	244	110
ZTE	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	44	102	77	77	69	80	76	94	87	90	N.A.	N.A.	N.A.	300	319	177
Sugon	28	36	50	46	29	52	50	55	31	42	49	57	31	38	209	213	160	186	180	70
Fujitsu	28	23	33	37	36	26	26	24	26	27	25	25	25	25	168	150	122	113	103	50
Huawei	8	10	13	20	19	22	25	32	29	32	35	39	31	36	784	310	50	98	133	68
其他	1,528	1,536	1,354	1,722	1,228	1,240	1,276	1,388	1,260	1,281	1,334	1,446	1,369	1,352	6,228	5,850	6,140	5,132	5,320	2,721
合計	3,307	3,387	3,379	3,754	2,679	2,828	2,830	3,017	2,852	2,986	3,032	3,215	2,936	2,940	12,672	12,918	13,827	11,353	12,086	5,877
	年增率(%)																			
Dell EMC	11.0	(6.3)	5.6	(11.7)	(32.6)	(26.9)	(34.8)	(24.2)	(9.3)	0.9	5.8	3.8	7.7	(5.9)	(4.9)	5.8	(0.8)	(29.8)	0.2	0.6
HPE	(7.1)	(20.6)	9.0	11.2	(16.0)	(11.6)	(39.3)	(44.2)	(8.3)	(1.1)	3.3	(1.0)	(16.7)	(17.5)	(10.0)	(5.2)	(2.0)	(29.6)	(2.1)	(17.1)
Inspur Electronics	48.8	(2.3)	(2.3)	(13.2)	(38.2)	(16.2)	(4.2)	(18.5)	50.4	15.6	6.1	23.8	(3.3)	(38.9)	8.8	7.5	3.4	(19.2)	21.5	(21.4)
Lenovo	(25.4)	(2.4)	9.1	16.2	48.8	(13.2)	(22.1)	(13.8)	6.7	23.9	13.1	13.7	(4.7)	(7.1)	(7.1)	10.1	0.3	(6.0)	14.1	(5.9)
Supermicro	28.8	32.2	49.0	26.6	(12.1)	(42.3)	(48.7)	(25.7)	(2.5)	6.0	26.0	(12.8)	(10.7)	15.8	N.A.	23.8	34.1	(33.4)	2.4	1.6
xFusion Digital Technologies	N.A.	N.A.	N.A.	(6.3)	(25.0)	(15.8)	(24.9)	(6.4)	33.8	24.3	37.8	17.6	10.5	28.3	N.A.	N.A.	250.5	(17.7)	27.4	20.2
H3C	2.4	0.4	(28.3)	(1.3)	(16.8)	(17.3)	(14.2)	(27.4)	34.4	25.0	(0.3)	5.1	(9.2)	17.6	35.7	32.6	(7.8)	(19.7)	15.5	5.1
Cisco	(27.0)	0.4	(12.4)	(39.5)	(13.4)	(39.4)	(11.7)	18.9	(7.9)	(3.5)	(17.8)	(33.5)	(19.6)	(17.2)	(18.0)	(12.4)	(20.3)	(14.6)	(16.5)	(18.5)
PowerLeader	206.8	171.3	126.1	(7.2)	(22.6)	(10.6)	(8.2)	(13.3)	(1.6)	11.5	10.7	15.6	3.3	4.7	9.6	25.9	71.4	(13.6)	9.7	4.0
ZTE	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	55.2	(21.4)	(1.9)	23.3	26.8	12.3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	6.3	19.0
Sugon	(5.0)	6.0	3.9	(54.7)	4.8	43.2	(0.9)	20.3	5.9	(18.4)	(1.2)	3.3	(0.4)	(9.1)	(39.8)	1.9	(24.8)	16.1	(3.5)	(5.4)
Fujitsu	(30.9)	(44.7)	(8.5)	20.9	28.3	11.3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	(20.6)	(10.7)	(18.7)	(7.9)	(8.9)	(5.0)
Huawei	(94.4)	(88.1)	(80.9)	(6.4)	139.9	124.8	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	5.0	(60.4)	(83.9)	95.2	36.5	12.6
其他	21.3	2.1	(3.1)	2.0	(19.6)	(19.3)	(5.8)	(19.4)	2.6	3.2	4.5	4.2	8.7	5.6	(1.8)	(6.1)	5.0	(16.4)	3.7	7.1
合計	20.7	4.4	7.6	(1.1)	(19.0)	(16.5)	(16.3)	(19.6)	6.5	5.6	7.2	6.6	2.9	(1.5)	1.1	1.9	7.0	(17.9)	6.5	0.7
	季增率(%)																			
Dell EMC	(1.0)	(8.6)	6.2	(8.1)	(24.4)	(1.0)	(5.2)	6.8	(9.5)	10.2	(0.5)	4.8	(6.2)	(3.7)						
HPE	(12.4)	(10.2)	28.1	10.4	(33.9)	(5.4)	(12.1)	1.4	8.8	2.0	(8.1)	(2.8)	(8.4)	0.9						
Inspur Electronics	(11.6)	(0.9)	2.3	(3.2)	(37.1)	34.4	17.0	(17.5)	16.1	3.3	7.3	(3.8)	(9.3)	(34.8)						
Lenovo	(32.3)	56.3	20.0	(8.4)	(13.4)	(8.7)	7.6	1.4	7.2	6.0	(1.9)	1.9	(10.2)	3.4						
Supermicro	0.1	21.5	9.0	(4.6)	(30.5)	(20.3)	(3.0)	38.3	(8.9)	(13.3)	15.3	(4.2)	(6.8)	12.5						
xFusion Digital Technologies	(22.0)	13.1	2.8	3.3	(37.6)	26.9	(8.3)	28.7	(10.7)	17.9	1.7	9.8	(16.1)	37.0						
H3C	(34.1)	23.5	(15.2)	43.1	(44.5)	22.9	(12.1)	21.1	2.8	14.2	(29.9)	27.7	(11.2)	47.9						
Cisco	(22.4)	21.3	(17.0)	(22.7)	11.1	(15.0)	21.0	4.2	(14.0)	(11.0)	3.1	(15.7)	3.9	(8.4)						
PowerLeader	(25.4)	(1.2)	3.2	21.8	(37.8)	14.3	6.0	15.0	(29.3)	29.4	5.2	20.2	(36.9)	31.1						
ZTE	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	130.4	(23.8)	(1.2)	(10.5)	16.6	(4.9)	24.2	(8.0)	3.3						
Sugon	(72.1)	28.6	38.1	(8.4)	(35.6)	75.9	(4.4)	11.1	(43.3)	35.5	15.7	16.2	(45.3)	23.7						
Fujitsu	(9.3)	(17.1)	43.1	12.3	(3.7)	(28.1)	1.7	(8.3)	6.1	3.2	(4.5)	(0.6)	(1.0)	(0.9)						
Huawei	(62.9)	23.6	30.2	56.9	(5.0)	15.9	12.4	32.3	(12.1)	10.3	10.2	11.2	(18.5)	14.9						
其他	(9.5)	0.6	(11.9)	27.2	(28.7)	1.0	2.8	8.8	(9.3)	1.7	4.1	8.4	(5.3)	(1.2)						
合計	(12.8)	2.4	(0.2)	11.1	(28.6)	5.6	0.1	6.6	(5.4)	4.7	1.5	6.0	(8.7)	0.1						
	全球市佔率(%)																			
Dell EMC	16.4	14.6	15.6	12.9	13.6	12.8	12.1	12.1	11.6	12.2	12.0	11.8	12.2	11.7	15.4	16.0	14.8	12.7	11.9	11.9
HPE	9.1	7.9	10.2	10.1	9.4	8.4	7.4	7.0	8.1	7.9	7.1	6.5	6.5	6.6	11.0	10.2	9.4	8.0	7.4	6.6
Inspur Electronics	10.4	10.0	10.3	9.0	7.9	10.1	11.8	9.1	11.2	11.0	11.7	10.6	10.5	6.8	9.7	10.2	9.9	9.7	11.1	8.7
Lenovo	3.8	5.8	7.0	5.8	7.0	6.0	6.5	6.2	7.0	7.1	6.9	6.6	6.5	6.7	5.5	6.0	5.6	6.4	6.9	6.6
Supermicro	5.2	6.1	6.7	5.8	5.6	4.2	4.1	5.3	5.1	4.3	4.8	4.4	4.5	5.0	3.9	4.8	6.0	4.8	4.6	4.7
xFusion Digital Technologies	3.6	4.0	4.1	3.8	3.4	4.0	3.7	4.5	4.2	4.8	4.8	4.9	4.5	6.2	N.A.	1.2	3.9	3.9	4.7	5.4
H3C	2.7	3.2	2.7	3.5	2.7	3.2	2.8	3.2	3.5	3.8	2.6	3.1	3.1	4.5	2.7	3.5	3.1	3.0	3.2	3.8
Cisco	1.2	1.4	1.2	0.8	1.3	1.0	1.3	1.2	1.1	0.9	1.0	0.8	0.9	0.8	1.8	1.5	1.2	1.2	0.9	0.8
PowerLeader	1.8	1.8	1.8	2.0	1.7	1.9	2.0	2.2	1.6	2.0	2.1	2.3	1.6	2.1	0.9	1.2	1.9	2.0	2.0	1.9
ZTE	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.6	3.6	2.7	2.5	2.4	2.7	2.5	2.9	3.0	3.1	N.A.	N.A.	N.A.	2.6	2.6	3.0
Sugon	0.9	1.1	1.5	1.2	1.1	1.8	1.8	1.8	1.1	1.4	1.6	1.8	1.1	1.3	1.7	1.6	1.2	1.6	1.5	1.2
Fujitsu	0.9	0.7	1.0	1.0	1.3	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	1.3	1.2	0.9	1.0	0.8	0.8
Huawei	0.2	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8	0.9	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2	1.1	1.2	6.2	2.4	0.4	0.9	1.1	1.2
其他	46.2	45.4	40.1	45.9	45.8	43.9	45.1	46.0	44.2	42.9	44.0	45.0	46.6	46.0	49.1	45.3	44.4	45.2	44.0	46.3
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

資料來源：Gartner；凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，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 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基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的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、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，凱基並不另行通知。凱基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，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、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、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。