

電子硬體產業

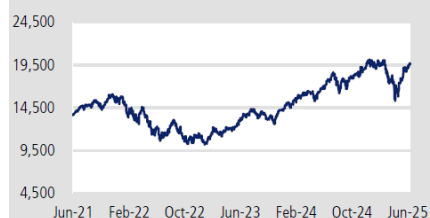
2H25 展望: AI 營收加速成長，供應鏈營運具上修潛力

焦點內容

1. AI 營收加速成長，供應鏈營運具上修潛力。
2. Dell 與 HPE 皆受惠 GB200 放量，使營收增速拉升。
3. 地緣政治衝突使 ASIC 廠為規避風險而增加對 Flex 下單量。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源: Bloomberg

評論及分析

AI 伺服器為 CY2H25 成長主軸。綜觀美國電子下游廠商對 CY2H25 之展望，AI 伺服器仍為成長性最明確之應用；且受惠 GB200 生產狀況轉佳，多家廠商在關稅戰影響下仍上修 CY2025 營運展望，包含 HPE (HPE US)與 Vertiv (VRT US)，而 Dell (DELL US)與 Flex 等廠商對 AI 產品線之展望亦優於市場預期。

Dell 預期 FY2026 AI 伺服器營收將年增 53%至 150 億美元。隨 GB200 生產轉順，Dell 預期 FY2Q26 (2025 年 5-7 月)AI 伺服器營收將自 FY1Q26 之 18 億美元成長至 70 億美元 (以 GB200 換算相當於從約 600 櫃提升至 2,300 櫃)，並維持 FY2026 AI 伺服器營收年增 53%至 150 億美元之展望，成長性優於多數同業表現。我們預估 Dell FY2026/FY2027 營收分別為 1,075/1,134 億美元，年增率分別為 12%/6%；FY2026/FY2027 營利率預估分別為 8.9%/9.4%，動能來自 AI 產品營收規模提升使獲利性改善與費用率降低，以及儲存式裝置營收占比提升帶動產品組合轉佳；FY2026/FY2027 EPS 預估分別為 9.50/10.64 美元，相較市場共識 EPS 分別為 9.08/10.13 美元。

主權 AI 與企業 AI 有助提升 HPE 獲利表現。目前 HPE AI 訂單約 70%來自 Blackwell，公司的策略是將重心放在獲利性較佳的主權 AI 與企業 AI，並和 Nvidia(美)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。我們預估 HPE FY2025/FY2026 營收分別為 330/355 億美元，年增 8%；FY2026 營利率預估年增 0.8ppts 至 9.9%，主要受惠非 AI 伺服器削價競爭的態勢緩解與 AI 伺服器營收規模提升；FY2025/FY2026 EPS 則預估分別為 1.86/2.13 美元，相較市場共識 EPS 分別為 1.77/2.07 美元。

Flex FY2026 資料中心產品線營收預期年增 30%。Flex 預計 FY2026 資料中心產品營收將年增 30%至 62.4 億美元，主要受惠客戶為因應地緣政治風險而提升對 Flex 之下單量；公司不僅提升 Google TPU v5 的供貨市佔，目前在 Microsoft(美)供應鏈也取得嵌入式電源(embedded power)訂單。我們預估 Flex FY2026 營收為 266 億美元、年增 3%；FY2026 營利率預估為 6.2%、年增 0.5ppts，動能來自營利率達 10%之資料中心產品營收占比預期年增 5ppts 至 23%，使產品組合轉佳；FY2026 EPS 預估為 3.06 美元、年增 15%，高於公司財測之 2.91 美元與市場共識之 2.82 美元。

投資建議

GB200 放量使相關供應鏈營收增速逐季提升，我們看好 Dell、HPE、Flex 後續獲利有再上修之空間，凱基獲利預估皆高於市場共識。

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: FY2026 Dell AI 伺服器訂單與營收目標

FY1Q26 訂單金額	121億美元
訂單櫃數	4,000櫃(全數以GB200換算)
FY2026 AI 營收目標	150億美元

資料來源：公司資料；凱基

圖 2：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	2Q26F 2Q25F	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	6,300	5,355	3,749	3,374	4,723	6,140	6,754
Non-AI	3,766	4,572	4,464	4,534	4,521	4,747	4,605	4,328	4,112	4,318	4,663	5,129
年增率 (%)												
AI	N.A.	N.A.	263	163	6	103	85	79	87	(25)	15	80
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

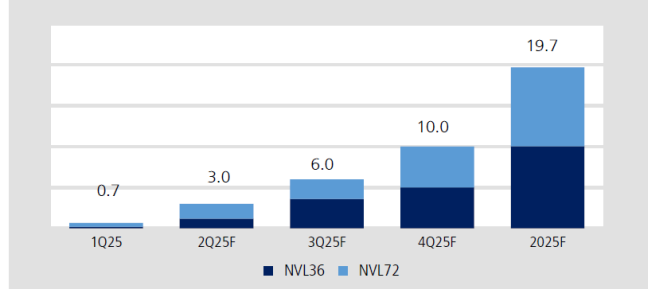
圖 3：HPE FY2025/FY2026 產品線營運展望

財年	產品線	營收 (美金百萬元)	營收比重 (%)	年增率 (%)	部門營利率 (%)
2025	通用伺服器	12,999	39	7	8.2
	AI伺服器	5,350	16	30	5.2
	混合雲	5,941	18	10	7.0
	智慧邊緣	4,724	14	4	25.2
	金融服務	3,494	10	(1)	9.6
	企業投資及其他	876	3	(14)	(1.9)
	部門交易	(387)		(26)	
	總計	32,997	100	10	
2026	通用伺服器	13,729	38	6	10.0
	AI伺服器	6,513	18	22	6.1
	混合雲	6,365	18	7	7.2
	智慧邊緣	4,883	14	3	26.3
	金融服務	3,474	10	(1)	9.1
	企業投資及其他	948	3	8	(1.4)
	部門交易	(451)		16	
	總計	35,461	100	7	

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4: 2H25 GB200/300 出貨量預料將攀升

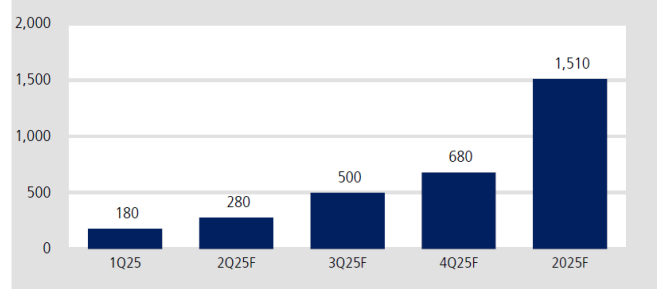
機櫃系統出貨數，千台



資料來源：凱基預估

圖 5: 2H25 ASIC AI 伺服器將維持強勁出貨

系統出貨數，千顆



資料來源：凱基預估

圖 6: FLEX 主要財務數據與預估

主要財務數據	Mar-22A	Mar-23A	Mar-24A	Mar-25A	Mar-26F
營業收入 (US\$百萬元)	24,633	28,502	26,415	25,813	26,600
營業毛利 (US\$百萬元)	1,957	2,028	2,060	2,261	2,450
營業利益 (US\$百萬元)	1,070	1,232	1,267	1,459	1,637
EBITDA (US\$百萬元)	1,653	1,733	1,804	1,998	2,178
稅後淨利 (US\$百萬元)	847	890	947	1,055	1,189
每股盈餘 (US\$)	1.75	1.93	2.15	2.65	3.06
營收增長率 (%)	2.1	15.7	(7.3)	(2.3)	3.0
每股盈餘增長率 (%)	11.6	9.9	11.5	23.3	15.4
毛利率 (%)	7.9	7.1	7.8	8.8	9.2
營業利益率 (%)	4.3	4.3	4.8	5.7	6.2
EBITDA margin (%)	6.7	6.1	6.8	7.7	8.2
淨負債比 (%)	29.3	9.3	14.8	28.0	18.3
股東權益報酬率 (%)	22.2	18.0	17.2	20.4	21.2

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 7: Dell 主要財務數據與預估

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	107,453	113,420
營業毛利 (US\$百萬元)	23,427	21,644	21,810	24,109	25,761
營業利益 (US\$百萬元)	8,637	7,878	8,529	9,573	10,642
EBITDA (US\$百萬元)	11,793	11,181	11,652	12,757	13,799
稅後淨利 (US\$百萬元)	5,734	5,425	5,863	6,669	7,472
每股盈餘 (US\$)	7.61	7.37	8.14	9.50	10.64
營收增長率 (%)	1.1	(13.6)	8.1	12.4	5.6
每股盈餘增長率 (%)	22.4	(3.2)	10.5	16.7	12.0
毛利率 (%)	22.9	24.5	22.8	22.4	22.7
營業利益率 (%)	8.4	8.9	8.9	8.9	9.4
EBITDA margin (%)	11.5	12.6	12.2	11.9	12.2
淨負債比 (%)	N.M.	N.M.	N.M.	1,465.1	264.6
股東權益報酬率 (%)	(249.0)	(210.4)	(333.2)	(3,870.6)	272.8

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 8: HPE 主要財務數據與預估

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	32,997	35,461
營業毛利 (US\$百萬元)	9,667	10,273	9,893	9,803	10,758
營業利益 (US\$百萬元)	3,026	3,145	3,168	3,005	3,523
EBITDA (US\$百萬元)	5,506	5,761	5,732	5,520	6,053
稅後淨利 (US\$百萬元)	2,664	2,832	2,630	2,574	3,027
每股盈餘 (US\$)	2.02	2.15	1.99	1.86	2.13
營收增長率 (%)	2.6	2.2	3.4	9.5	7.5
每股盈餘增長率 (%)	3.0	6.8	(7.7)	(6.6)	15.0
毛利率 (%)	33.9	35.3	32.8	29.7	30.3
營業利益率 (%)	10.6	10.8	10.5	9.1	9.9
EBITDA margin (%)	19.3	19.8	19.0	16.7	17.1
淨負債比 (%)	41.5	37.9	13.5	44.2	28.4
股東權益報酬率 (%)	13.3	13.8	11.4	10.2	11.2

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。