

HP Inc. (HPQ.N/HPQ US)

PC 成長性下修、影印業務則面臨衰退壓力

持有・首次評等

收盤價 May 28 (US\$)	27.20
3 個月目標價 (US\$)	26.7
12 個月目標價 (US\$)	25.0
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	-8.1

焦點內容

1. FY2Q25 因關稅與原料成本上揚而使 EPS 低於市場共識 13%。
2. 關稅成本持續壓抑 FY3Q25 獲利性，EPS 財測低於市場共識 17%。
3. HP 營運成長性平淡，產品組合亦未見明顯轉佳之動能。

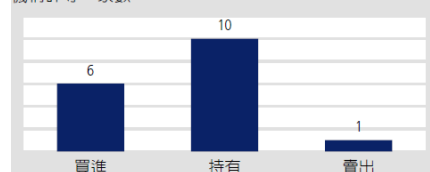
交易資料表

市值：(US\$bn)	25.6
流通在外股數 (百萬股)：	943
機構持有比例 (%)：	87.5
3M 平均成交量 (百萬股)：	9.2
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	21.2-39.8

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(11.9)	(23.2)	(17.1)
相對表現 (%)	(10.8)	(20.8)	(28.9)

市場綜合評等

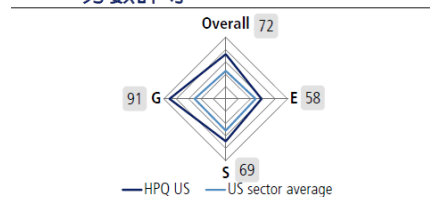
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	27	32	40
潛在報酬 (%)	(0.7)	19.4	47.1

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

HP 公告 FY2Q25 財報並給予 FY3Q25 與 FY2025 EPS 財測皆低於市場共識，我們首評 HP 給予「持有」之評等，目標價為 25 美元 (8x FY2026F EPS)。

評論及分析

FY2Q25 因關稅與原料成本上揚而使 EPS 低於市場共識 13%。HP 公告 FY2Q25 (2025 年 2-4 月) 財報，營收季減 2%、年增 3%至 132.2 億美元，大致符合市場共識；但營利率因關稅成本與原物料價格上揚，使電腦產品營利率季減 1.0ppt、年減 1.5ppts 至 4.5%，導致 EPS 季減 4%、年減 14%至 0.71 美元，低於先前財測中位數之 0.80 美元以及市場共識 13%。

關稅成本持續壓抑 FY3Q25 獲利性，EPS 財測低於市場共識 17%。管理層展望 FY3Q25 電腦產品營收(FY2Q25 營收占比 68%)季增 5-10%，動能來自 AI PC 與商用需求；影印業務(FY2Q25 營收占比 32%)則受惠歐洲需求回溫，營收表現亦可望淡季不淡。營利率因關稅持續壓抑電腦產品獲利性，營利率預期僅落在 5-6%水準，仍低於過往表現，導致 EPS 財測中位數僅達 0.74 美元，低於市場預期 17%。

HP 營運成長性平淡，產品組合亦未見明顯轉佳之動能。我們預估公司 FY2025/FY2026 EPS 則預估分別為 3.14/3.09 美元，相較市場共識 EPS 分別為 3.43/3.44 美元，目前股價交易於約 8 倍之 FY2025/FY2026 凱基 EPS 預估，以及 7 倍之 FY2025/FY2026 市場共識 EPS 預估。HP 目前在 PC 與印表機的營收成長性皆相對平淡，且獲利性亦未見明顯轉佳之動能。

投資建議

我們首評給予「持有」之評等，目標價為 25 美元 (8x 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	54,359	54,371
營業毛利 (US\$百萬元)	12,263	11,508	11,818	11,435	11,307
營業利益 (US\$百萬元)	5,478	4,573	4,520	4,143	4,094
EBITDA (US\$百萬元)	6,258	5,423	5,350	4,960	4,916
稅後淨利 (US\$百萬元)	4,289	3,277	3,339	3,003	2,958
每股盈餘 (US\$)	4.08	3.28	3.38	3.14	3.09
營收增長率 (%)	(0.9)	(14.6)	(0.3)	1.5	0.0
每股盈餘增長率 (%)	7.9	(19.8)	3.0	(7.0)	(1.5)
毛利率 (%)	19.5	21.4	22.1	21.0	20.8
營業利益率 (%)	8.7	8.5	8.4	7.6	7.5
EBITDA margin (%)	9.9	10.1	10.0	9.1	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)	(251.4)	(311.0)

資料來源：公司資料；凱基預估

HP 營收雖約 68%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；FY2Q25 營收占比 68%)與列印(Printing；FY2Q25 營收占比 32%)。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%。

無紙化趨勢使影印需求下滑，FY2026 影印營收預估年減 4%。影印業務整體需求雖相對穩定，且營利率達 19%，遠優於電腦產品長期平均約 6%上下的水準；但近幾年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，使 HP 影印業務的規模同步衰退，此趨勢在疫情趨緩、商業活動回溫後並未改變。公司目前雖透過推出 ColorPRO 技術與 PageWide 印表機以提升色彩鮮明度，但僅部分行銷與廣告產業的用戶購買意願較高，無法彌補整體企業與個人用戶的影印需求下滑的影響，預估 HP 影印部門 FY2025/FY2026 營收分別為 169/163 億美元，年減 4%。

圖 1：HP 推出 ColorPRO 技術與 PageWide 印表機



資料來源：公司資料；凱基

轉嫁關稅成本將壓抑 PC 銷量，預估 HP FY2026 PC 營收僅年增 2%。公司將 CY2H25 與 CY2025 PC 銷量下修至年增 2%上下的水準，與凱基當前對 PC 市場之預估一致，公司下修主因為品牌廠透過漲價以轉嫁關稅成本，預期將削減消費力道。公司預期 PC 市場之動能仍來自 Windows 換機潮與 AI PC 滲透率提升，目前 HP AI PC 推出的功能著重於商務會議，包含去除雜音、背景優化與自動對焦等，使公司在商用 AI PC 維持 20%以上的市占率；公司預計 FY2025 AI PC 滲透率將自 FY2024 約 10%提升至 25%。關稅的部分，目前 HP 營收約 33%來自美國地區，公司規劃今年 6 月出口至美國的產品將大多數轉移至其他地區，未來受關稅影響之營收占比將降至低於 10%。整體而言，基於 HP 推出之 AI PC 功能與競爭對手差異不大，在產品漲價使買氣降低的影響下，我們預估 HP FY2025/FY2026 電腦產品線營收分別為 374/381 億美元，年增 2%。

HP 評價合理，給予「持有」之評等，目標價為 25 美元。我們預估 HP FY2025/FY2026 營收分別為 544/544 億美元，年增 0%，預估 PC 銷售成長將抵消影印需求衰退之影響；FY2026 營利率預估年減 0.1ppts 至 7.5%，主要受到獲利性較佳的影印業務規模衰退，營收占比預期由 FY2025 之 31% 下滑至 30%，使產品組合轉差並抵消 AI PC 獲利性提升之正面貢獻；FY2025/FY2026 EPS 則預估分別為 3.14/3.09 美元，相較市場共識 EPS 分別為 3.43/3.44 美元，目前股價交易於約 8 倍之 FY2025/FY2026 凱基 EPS 預估，以及 7 倍之 FY2025/FY2026 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) 無紙化趨勢使企業影印需求下滑，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，預期整體 PC 業務之營收成長率僅能與產業平均相當；(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 8 倍上下浮動；基於當前評價合理，故給予「持有」之評等，目標價為 25 美元 (8x FY2026F EPS)。

圖 2：FY2Q25 財報與 FY3Q25 預估與市場共識比較

Non-GAAP	2Q25						3Q25F					
	公司財測 (中位數)	實際值	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	公司財測 (中位數)	凱基預估	季增(%)	年增(%)	市場共識	差異(%)
百萬美元												
營收		13,220	(2.1)	3.3	13,150	0.5		13,743	4.0	1.7	13,829	(0.6)
毛利		2,739	(3.6)	(9.4)	2,898	(5.5)		2,901	5.9	(0.2)	2,994	(3.1)
營業利益		961	(2.3)	(14.6)	1,063	(9.6)		1,072	11.5	(1.6)	1,147	(6.6)
稅前利益		807	(3.7)	(16.5)	930	(13.3)		935	15.9	(4.0)	1,011	(7.5)
稅後淨利		678	(3.7)	(16.5)	779	(12.9)		788	16.3	(3.7)	852	(7.5)
EPS (US\$)	0.80	0.71	(3.7)	(13.6)	0.81	(12.9)	0.74	0.82	16.3	(0.4)	0.89	(7.5)
毛利率 (%)		20.7	(0.3)ppts	(2.9)ppts	22.0	(1.3)ppts		21.1	0.4 ppts	(0.4)ppts	21.7	(0.5)ppts
營業利益率 (%)		7.3	(0.0)ppts	(1.5)ppts	8.1	(0.8)ppts		7.8	0.5 ppts	(0.3)ppts	8.3	(0.5)ppts
淨利率 (%)		5.1	(0.1)ppts	(1.2)ppts	5.9	(0.8)ppts		5.7	0.6 ppts	(0.3)ppts	6.2	(0.4)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：FY2025 與 FY2026 預估暨市場共識比較

Non-GAAP	2025F					2026F				
	公司財測 (中位數)	凱基預估	年增 (%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	年增 (%)	市場共識	差異 (%)	
百萬美元		54,359	1.5	55,027	(1.2)	54,371	0.0	56,138	(3.1)	
營收		11,435	(3.2)	11,840	(3.4)	11,307	(1.1)	11,965	(5.5)	
毛利		4,143	(8.3)	4,443	(6.8)	4,094	(1.2)	4,472	(8.4)	
營業利益		3,570	(10.2)	3,888	(8.2)	3,517	(1.5)	3,992	(11.9)	
稅前淨利		3,003	(10.1)	3,285	(8.6)	2,958	(1.5)	3,295	(10.2)	
稅後淨利		3.15	3.14	(7.0)	3.43	(8.6)	3.09	(1.5)	3.44	(10.2)
EPS (US\$)		21.0	(1.0)ppts	21.5	(0.5)ppts	20.8	(0.2)ppts	21.3	(0.5)ppts	
毛利率 (%)		7.6	(0.8)ppts	8.1	(0.5)ppts	7.5	(0.1)ppts	8.0	(0.4)ppts	
營業利益率 (%)		5.5	(0.7)ppts	6.0	(0.4)ppts	5.4	(0.1)ppts	5.9	(0.4)ppts	
淨利率 (%)										

資料來源：Bloomberg；凱基預估

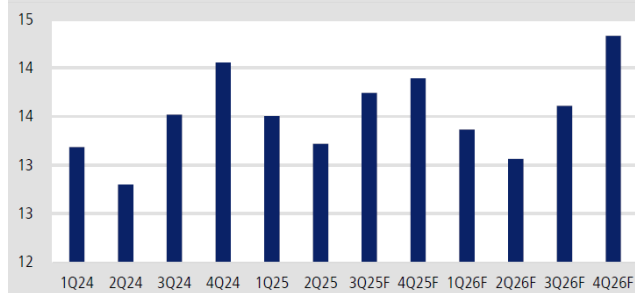
圖 4: 公司概況

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

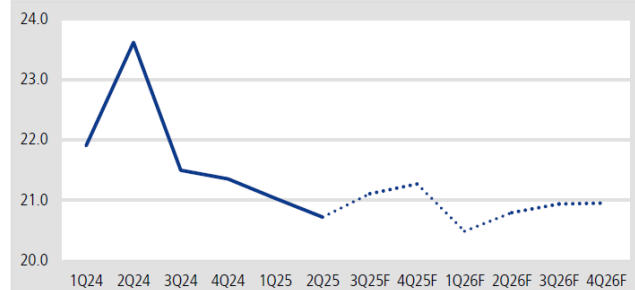
季營業收入，十億美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 毛利率

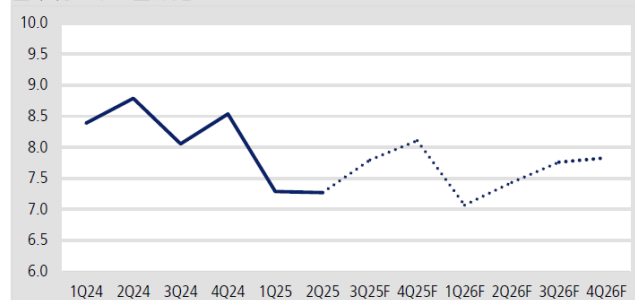
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 營業利益率

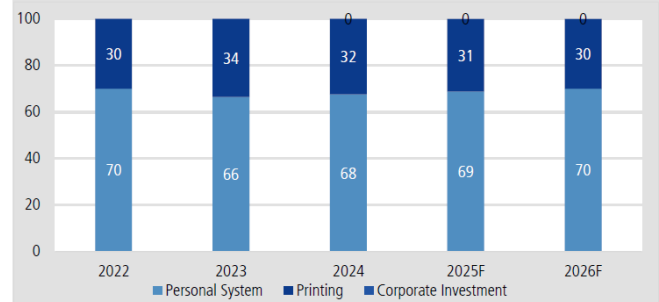
營業利益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 5: 2024 年個人系統營收比重達 68%

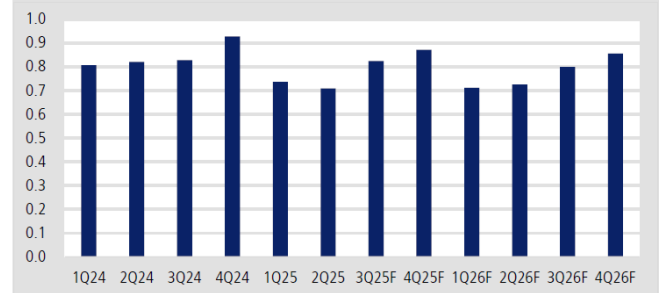
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 每股盈餘

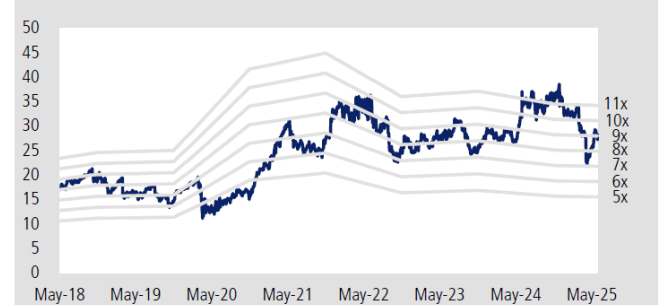
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 未來 12 個月預估本益比

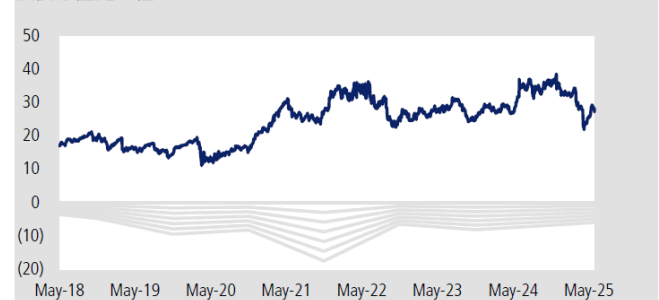
本益比，倍



資料來源：彭博；凱基

圖 11: 未來 12 個月預估股價淨值比

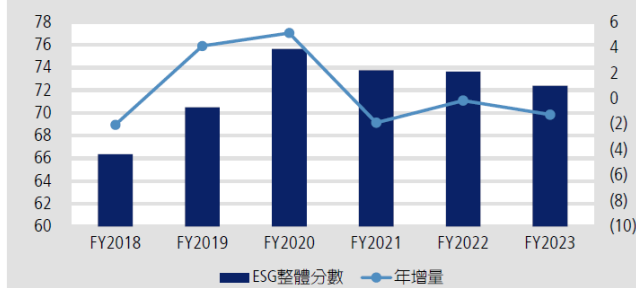
股價淨值比，倍



資料來源：彭博；凱基

圖 12：ESG 整體分數

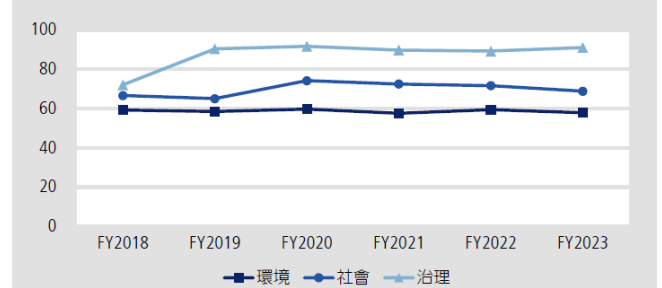
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：ESG 各項分數

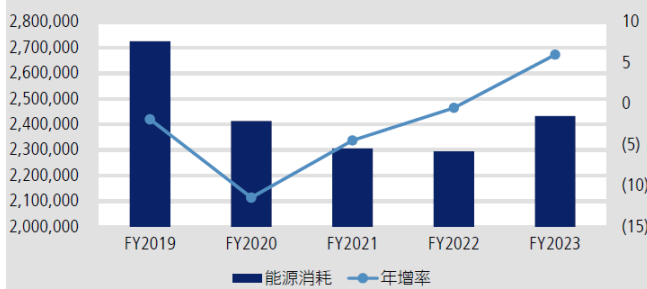
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：能源消耗

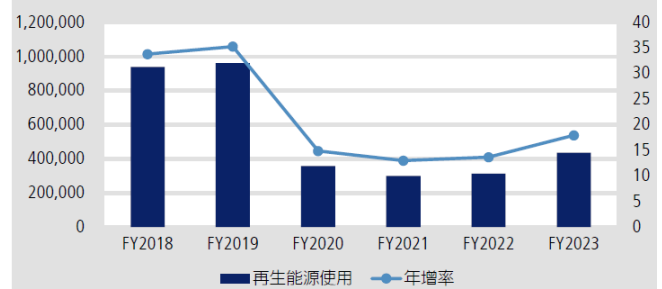
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：再生能源使用

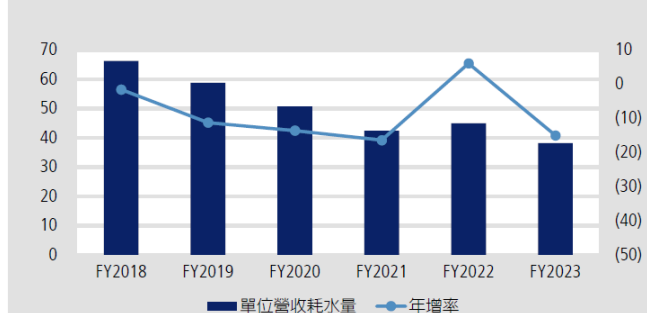
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：耗水量

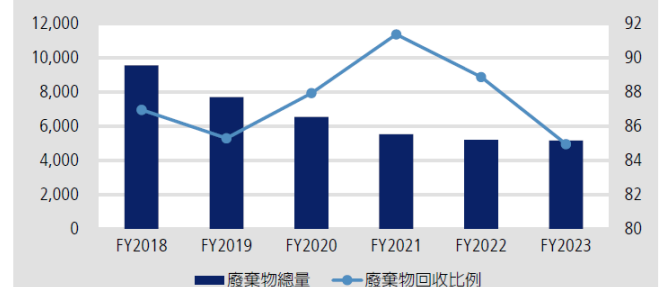
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：碳排放量

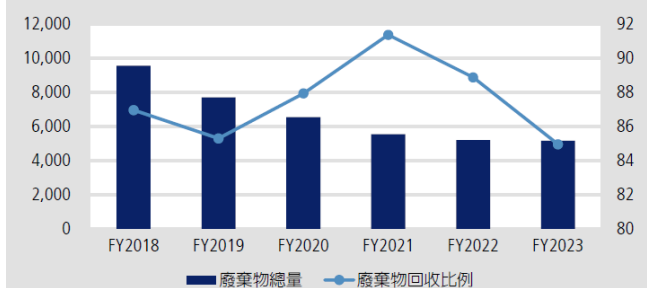
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收排碳量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：廢棄物總量

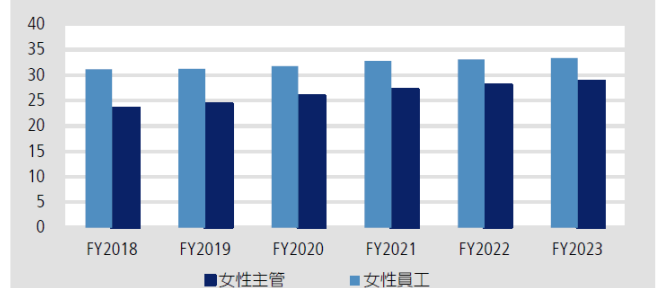
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



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

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，並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。