

Dell (DELL.O/DELL US)

AI 需求有利於 Dell 釋出正向之 FY2027 財測

增加持股・維持

| | |
|------------------------|--------|
| 收盤價 February 20 (US\$) | 122.27 |
| 3 個月目標價 (US\$) | 133.20 |
| 12 個月目標價 (US\$) | 166.0 |
| 前次目標價 (US\$) | 166.0 |
| 維持 (%) | - |
| 上漲空間 (%) | 35.8 |

焦點內容

- GB300 放量可望推升 Dell FY4Q26 AI 伺服器營收達 100 億美元。
- Dell FY2027 AI 伺服器營收展望具有優於市場共識之動能。

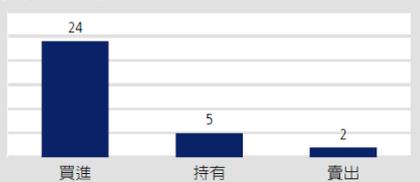
交易資料表

| | |
|----------------------|------------|
| 市值: (US\$bn) | 82.3 |
| 流通在外股數 (百萬股): | 334 |
| 機構持有比例 (%): | 83.8 |
| 3M 平均成交量 (百萬股): | 7.1 |
| 52 週股價 (低\高) (US\$): | 66.2-168.1 |

| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
|----------|-------|--------|--------|
| 絕對表現 (%) | (0.2) | (6.5) | 4.0 |
| 相對表現 (%) | (4.8) | (13.4) | (10.9) |

市場綜合評等

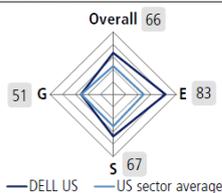
機構評等, 家數



| 12M 機構目標價 | 最低 | 平均 | 最高 |
|-----------|--------|------|------|
| 目標價 (美元) | 101 | 162 | 200 |
| 潛在報酬 (%) | (17.4) | 32.4 | 63.6 |

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

Dell 預計於香港時間 2/27 公告 FY4Q26 (2025 年 11 月-2026 年 1 月)財報, 預期會議重心將圍繞於 AI 伺服器與記憶體漲價對其獲利之影響性。

評論及分析

GB300 放量可望推升 Dell FY4Q26 AI 伺服器營收達 100 億美元。 Dell 過去一季向台灣供應商拉貨約 2,400 櫃 GB 系列伺服器, 凱基推估 Dell 本季出貨約 2,200 櫃, 其中多數為 GB300; 再加上 HGX 系列營收貢獻約 25 億美元, 預估 Dell 本季 AI 伺服器營收將自 FY3Q26 之 56 億美元成長至 100 億美元, 並優於公司先前指引之 94 億美元。凱基預估 Dell FY4Q26 EPS 年增 33%、季增 37%至 3.56 美元。

Dell FY2027 AI 伺服器營收展望具有優於市場共識之動能。 此次會議 Dell 將給予 FY2027 展望, 以目前市場共識預估 Dell FY2027 營收年增 139 億美元至 1,255 億美元評估, 等同 GB 系列伺服器僅增加出貨約 4,000 櫃; 而目前供應鏈評估 Dell FY2027 拉貨櫃數將自 FY2026 約 5,500 櫃之水準提升至 1.3 萬櫃以上, 主要動能來自 xAI 與 CoreWeave 等 Tier-2 CSP 客戶。凱基評估此次會議 Dell 若對 FY2027 AI 伺服器營收給予 350 億美元之展望即可符合市場共識, 而若以 FY2027 出貨 1.3 萬櫃 GB 系列伺服器推算, Dell FY2027 AI 伺服器營收則可望自 FY2026 約 256 億美元成長至 450 億美元以上, 將優於當前市場共識。另外, 針對記憶體漲價的部分, Dell 已透過調漲 PC 產品價格 15-20%以轉嫁成本, 基於商務 PC 需求相較消費性更為穩固, 預期 Dell 此次會議亦將對其 PC 業務釋出相對正向之展望。凱基預估 Dell FY2027 營收年增 22%至 1,363 億美元, EPS 年增 19%至 11.87 美元。

投資建議

凱基維持「增加持股」評等, 目標價維持 166 美元 (14x FY2027F EPS)。

投資風險

AI 市況因 CSP 廠放緩資本支出而反轉; 客戶因經濟衰退而下修訂單量。

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 | 111,683 | 136,314 |
| 營業毛利 (US\$百萬元) | 23,427 | 21,644 | 21,810 | 22,757 | 25,028 |
| 營業利益 (US\$百萬元) | 8,637 | 7,878 | 8,529 | 9,649 | 10,552 |
| EBITDA (US\$百萬元) | 11,793 | 11,181 | 11,652 | 12,673 | 13,596 |
| 稅後淨利 (US\$百萬元) | 5,734 | 5,425 | 5,863 | 6,832 | 7,759 |
| 每股盈餘 (US\$) | 7.61 | 7.37 | 8.14 | 9.97 | 11.87 |
| 營收增長率 (%) | 1.1 | (13.6) | 8.1 | 16.9 | 22.1 |
| 每股盈餘增長率 (%) | 22.4 | (3.2) | 10.5 | 22.5 | 19.0 |
| 毛利率 (%) | 22.9 | 24.5 | 22.8 | 20.4 | 18.4 |
| 營業利益率 (%) | 8.4 | 8.9 | 8.9 | 8.6 | 7.7 |
| EBITDA margin (%) | 11.5 | 12.6 | 12.2 | 11.3 | 10.0 |
| 淨負債比 (%) | N.M. | N.M. | N.M. | N.M. | N.M. |
| 股東權益報酬率 (%) | (249.0) | (210.4) | (333.2) | (399.9) | (478.5) |

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基
註: 財年止於 1 月

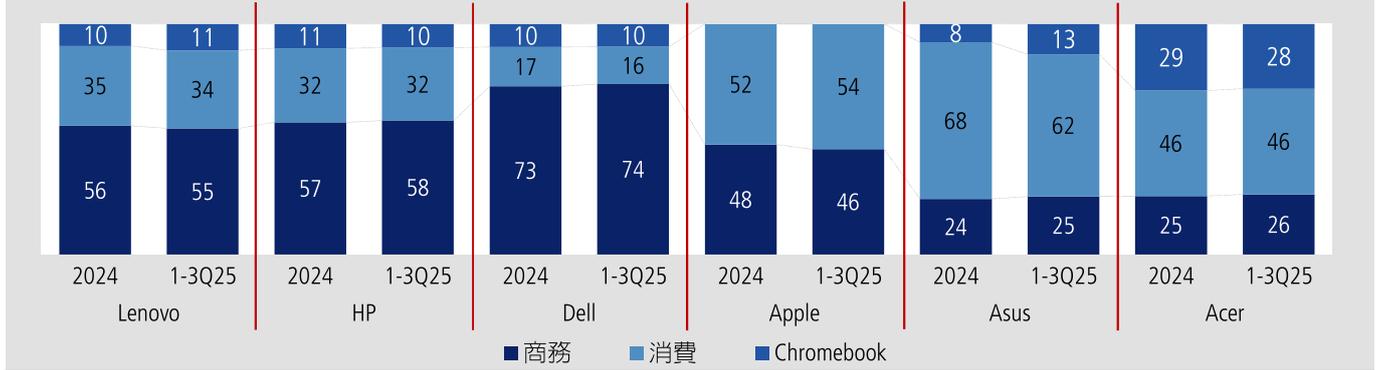
圖 1：預期 Dell AI 伺服器營收將維持高速年增之動能

| 財年 曆年 | 1Q25 1Q24 | 2Q25 2Q24 | 3Q25 3Q24 | 4Q25 4Q24 | 1Q26 1Q25 | 2Q26 2Q25 | 3Q26 3Q25 | 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 | 8,200 | 5,600 | 9,520 | 10,282 | 12,338 | 13,078 | 12,424 |
| Non-AI | 3,766 | 4,572 | 4,464 | 4,534 | 4,521 | 4,744 | 4,525 | 4,751 | 4,466 | 4,600 | 4,830 | 5,313 |
| 年增率 (%) | | | | | | | | | | | | |
| AI | N.A. | N.A. | 263 | 163 | 6 | 165 | 93 | 353 | 471 | 50 | 134 | 31 |
| Non-AI | (2) | 7 | 16 | 12 | 20 | 4 | 1 | 5 | (1) | (3) | 7 | 12 |

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 2：Dell 商務 PC 占比達 74%，高於多數同業

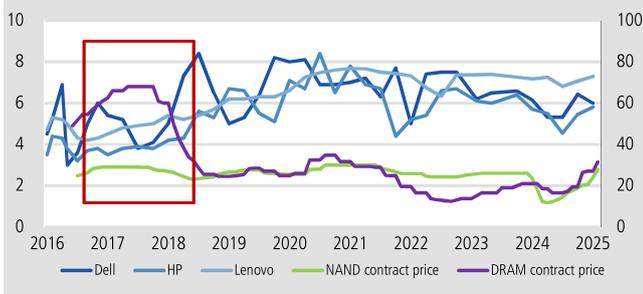
PC 出貨量比重(按類型)，百分比



資料來源：Gartner；凱基

圖 3：CY2017-CY2018 DRAM(紫線)漲價 100%，Dell PC 業務營利率僅下滑約 1%

營利率，百分比、NAND 價格，美元 (左軸)；DRAM 價格，美元 (右軸)



資料來源：Bloomberg；公司資料；凱基預估

圖 4：CY2017-CY2018 商務電腦銷量維持年增

出貨量，百萬台 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Gartner；凱基預估

圖 5：CY2017-CY2018 消費型電腦銷量年減幅度並未擴大

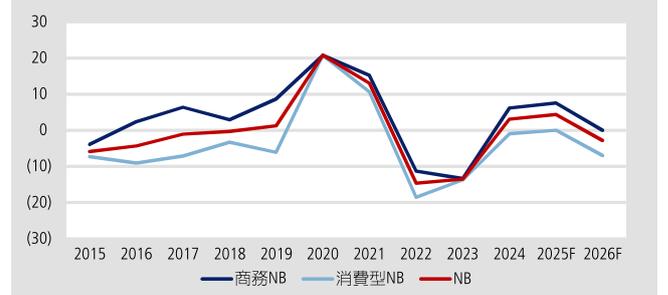
出貨量，百萬台 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



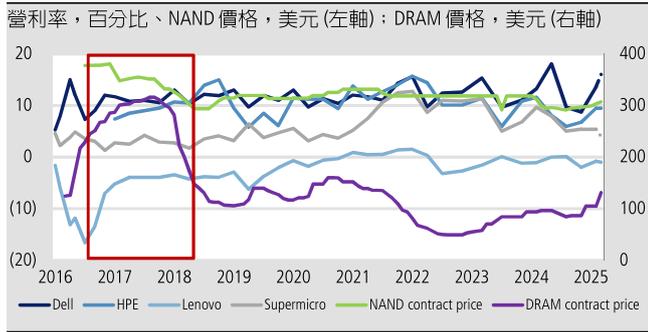
資料來源：Gartner；凱基

圖 6：CY2017-CY2018 全球 NB 銷量年減幅度較 CY2015-CY2016 有所收斂

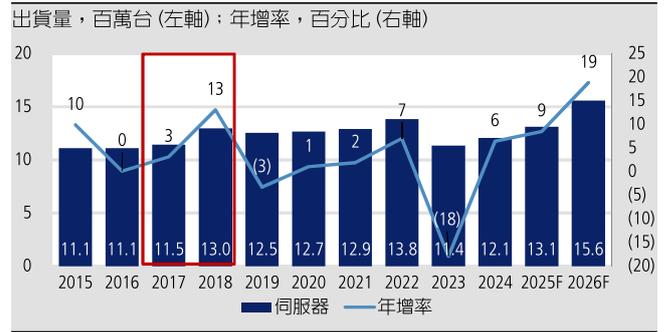
年增率，百分比



資料來源：Gartner；凱基

圖 7：CY2017-CY2018 DRAM(紫線)漲價對 Dell 伺服器業務獲利率影響不顯著


資料來源：Bloomberg；公司資料；凱基預估

圖 8：CY2017-CY2018 全球伺服器銷量維持正成長


資料來源：Gartner；凱基預估

圖 9：FY2026 與 FY2027 預估修正暨市場共識比較

| Non-GAAP | 2026F | | | | | | | | 2027F | | | | | | | |
|------------|------------|---------|---------|----------|-----------|---------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|---------|-----------|--|--|--|
| | 公司財測 (中位數) | 修正後 | 修正前 | 調幅 (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異 (%) | 修正後 | 修正前 | 調幅 (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異 (%) | | | |
| 營業收入 | 111,700 | 111,683 | 111,683 | 0.0 | 16.9 | 111,605 | 0.1 | 136,314 | 136,454 | (0.1) | 22.1 | 125,508 | 8.6 | | | |
| 毛利 | 22,738 | 22,757 | 22,736 | 0.1 | 4.3 | 22,735 | 0.1 | 25,028 | 25,000 | 0.1 | 10.0 | 24,287 | 3.0 | | | |
| 營業利益 | 9,723 | 9,649 | 9,649 | 0.0 | 13.1 | 9,718 | (0.7) | 10,552 | 10,565 | (0.1) | 9.4 | 10,699 | (1.4) | | | |
| 稅前利益 | 8,323 | 8,228 | 8,228 | 0.0 | 15.0 | 8,286 | (0.7) | 9,128 | 9,141 | (0.1) | 10.9 | 9,375 | (2.6) | | | |
| 稅後淨利 | 6,825 | 6,832 | 6,832 | 0.0 | 16.5 | 6,808 | 0.3 | 7,759 | 7,770 | (0.1) | 13.6 | 7,617 | 1.9 | | | |
| EPS (US\$) | 9.92 | 9.97 | 9.97 | 0.0 | 22.5 | 9.94 | 0.3 | 11.87 | 11.88 | (0.1) | 19.0 | 11.65 | 1.9 | | | |
| 毛利率 (%) | 20.4 | 20.4 | 20.4 | 0.0 ppts | (2.4)ppts | 20.4 | 0.0 ppts | 18.4 | 18.3 | 0.0 ppts | (2.0)ppts | 19.4 | (1.0)ppts | | | |
| 營業利益率 (%) | 8.7 | 8.6 | 8.6 | 0.0 ppts | (0.3)ppts | 8.7 | (0.1)ppts | 7.7 | 7.7 | (0.0)ppts | (0.9)ppts | 8.5 | (0.8)ppts | | | |
| 淨利率 (%) | 6.1 | 6.1 | 6.1 | 0.0 ppts | (0.0)ppts | 6.1 | 0.0 ppts | 5.7 | 5.7 | (0.0)ppts | (0.4)ppts | 6.1 | (0.4)ppts | | | |

資料來源：Bloomberg；凱基預估

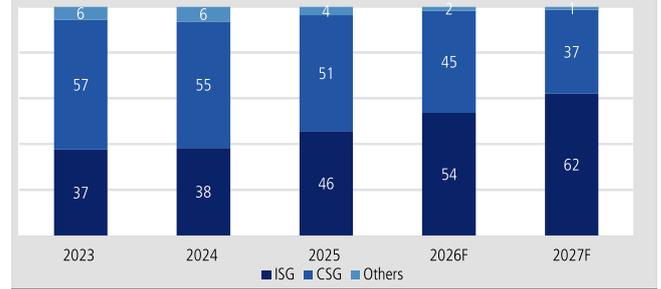
圖 10: 公司概况

Dell 主要業務為提供電腦相關產品，業務可分為基礎設施解決方案 (Infrastructure Solutions ; ISG ; FY2025 營收占比 46%)、客戶解決方案(Client Solutions ; CSG ; 51%) 與其它 (4%)。其中 AI 伺服器營收 FY2025 占比達 10%。

資料來源：公司資料；凱基

圖 11: FY2025 ISG 營收比重達 46%

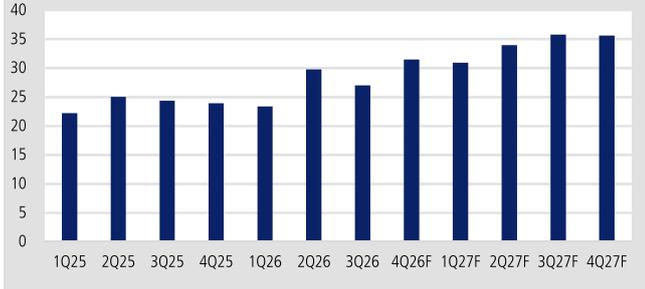
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 季營收

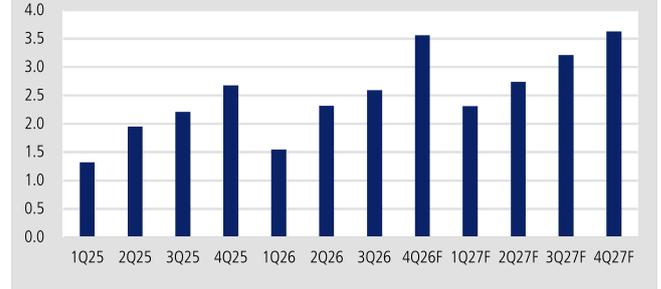
季營業收入，十億美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 13: 每股盈餘

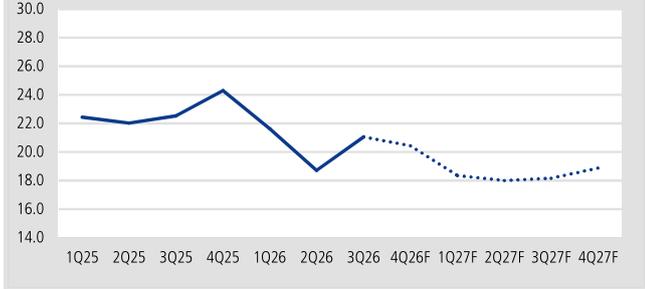
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 14: 毛利率

毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 15: 未來 12 個月預估本益比

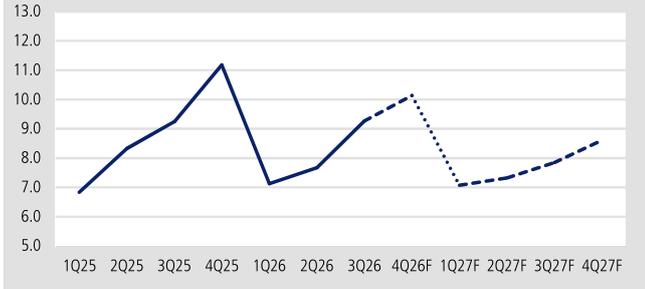
股價，美元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：彭博；凱基

圖 16: 營業利益率

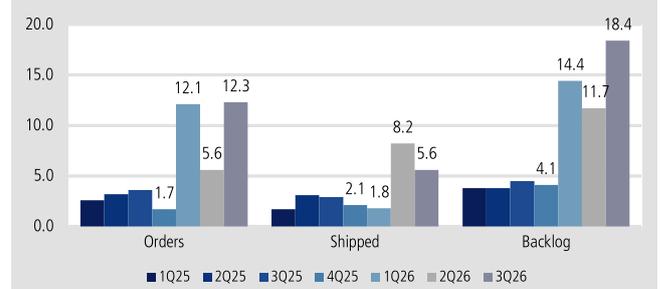
營業利益率，百分比



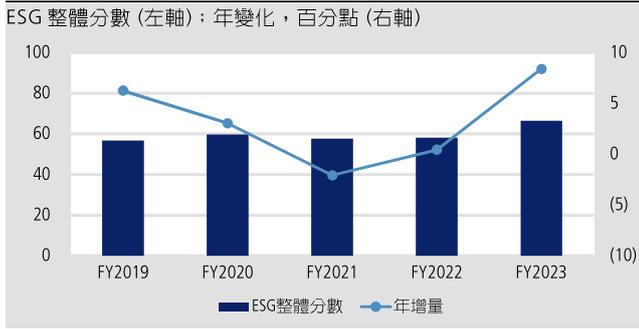
資料來源：公司資料；凱基

圖 17: Dell AI 伺服器訂單、出貨金額與積壓訂單概況

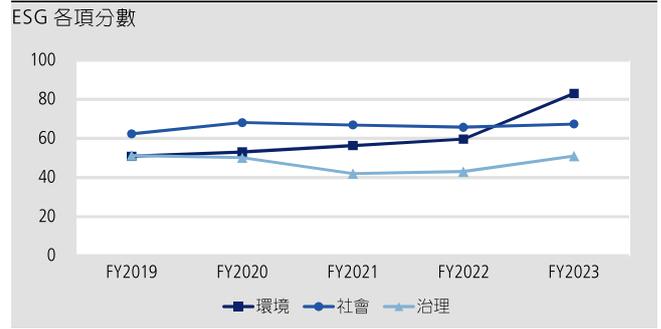
金額，十億美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 18 : ESG 整體分數


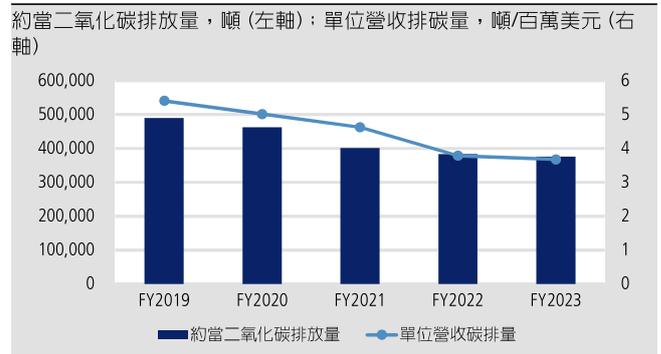
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 19 : ESG 各項分數


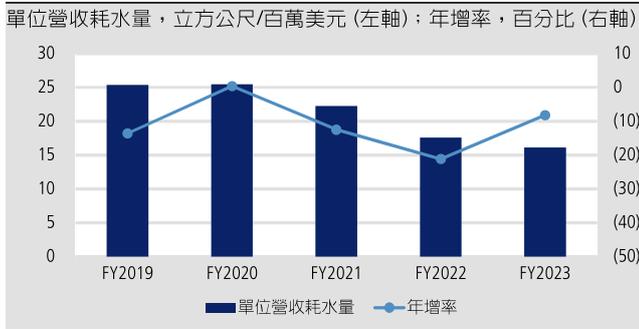
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 20 : 能源消耗

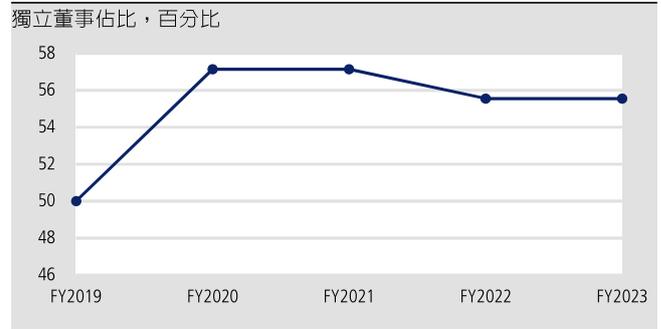

資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 21 : 碳排放量


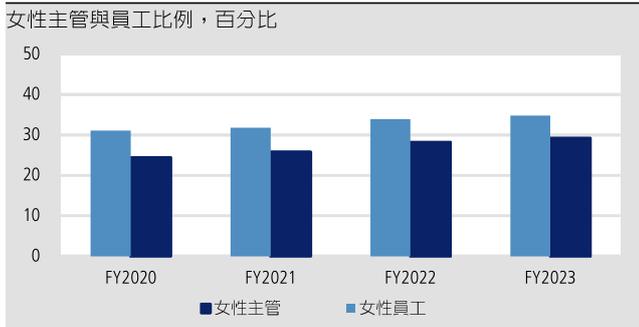
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 22 : 耗水量


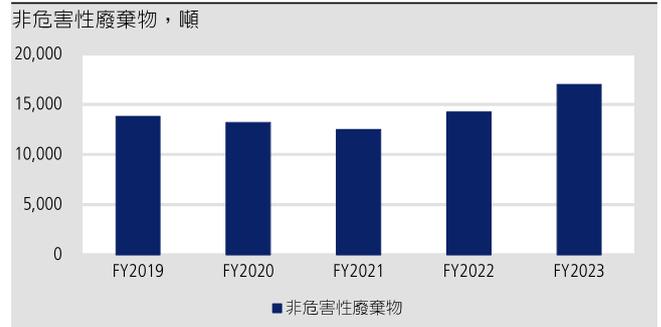
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 23 : 獨立董事


資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 24 : 性別多樣性


資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 25 : 非危害性廢棄物


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 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 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 |

Dell – 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。