

HP Inc. (HPQ.N/HPQ US)

記憶體漲價陰霾揮之不去

持有・維持

收盤價 February 24 (US\$)	18.20
3 個月目標價 (US\$)	18.15
12 個月目標價 (US\$)	18.0
前次目標價 (US\$)	29.0
調降 (%)	(37.9)
上漲空間 (%)	(1.1)

焦點內容

1. FY1Q26 成長動能來自 AI PC 滲透率提升。
2. FY2026 記憶體占 PC 成本比重預期提升至 35%，使營利率低於往年平均。
3. 預估 HP FY2026 EPS 年減 1% 至 3.07 美元。

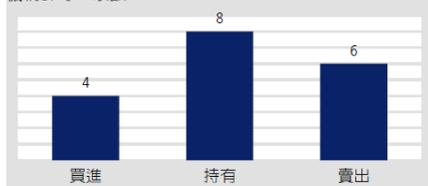
交易資料表

市值：(US\$bn)	16.7
流通在外股數 (百萬股)：	918
機構持有比例 (%)：	93.8
3M 平均成交量 (百萬股)：	16.7
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	18.0-35.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(25.2)	(33.8)	(46.6)
相對表現 (%)	(27.0)	(40.8)	(62.3)

市場綜合評等

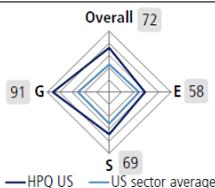
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	16	22	33
潛在報酬 (%)	(12.1)	21.8	81.3

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

HP 召開 FY1Q26 財務會議，提及記憶體漲價將使 PC 營利率衰退，FY2026 EPS 趨近財測下緣之 2.9 美元並低於市場共識，使盤後股價下跌約 7%。

評論及分析

FY1Q26 成長動能來自 AI PC 滲透率提升。HP FY1Q26 (2025/11-2026/01) 營收年增 7%、季減 1% 至 144.4 億美元，其中電腦業務營收年增 11%，主要受惠高單價的 AI PC 出貨占比自 FY4Q25 之 30% 提升至 35%；FY1Q26 營利率年減 0.4ppt、季減 1.1ppts 至 6.9%，主因記憶體成本上揚；FY1Q26 EPS 年增 9%、季減 13% 至 0.81 美元，優於市場共識 5%。

FY2026 記憶體占 PC 成本比重預期提升至 35%，並使 PC 營利率低於往年平均。公司提及上一季記憶體占 PC 成本比重約 15-18%，FY2026 預期將提升至 35%，並導致 FY2Q26 PC 業務之營利率將滑落至 5% 以下的水準，低於往年平均的 5-7%，而 FY2H26 則預期營利率仍將持續受到壓抑。由於 HP 過往記憶體備貨量較 Dell (美) 與 Lenovo (中) 等同業更低，導致此次受記憶體漲價之衝擊較大。公司在本次會議中雖維持 FY2026 EPS 財測區間為 2.9-3.2 美元，但提及記憶體漲價將使獲利趨近區間下緣，低於市場共識約 4%。

預估 HP FY2026 EPS 年減 1% 至 3.07 美元。基於 HP 此次財測給予更保守之展望，PC 營利率展望亦略低於原先預期，故凱基下調 HP FY2026 營利率預估約 0.8ppt 至 6.7%、年減 0.7ppt，並將 EPS 自原預估之 3.24 美元下調至 3.07 美元、年減 1%。HP 當前評價雖處歷史區間下緣，但因記憶體漲價預期延續至 FY2027，在 PC 需求疲弱下，短期尚未見明顯的股價催化劑。

投資建議

我們維持「持有」之評等，目標價為 18 美元 (6x 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

	Oct-22A	Oct-23A	Oct-24A	Oct-25A	Oct-26F
營業收入 (US\$ 百萬元)	62,910	53,718	53,559	55,295	57,996
營業毛利 (US\$ 百萬元)	12,263	11,508	11,818	11,392	11,324
營業利益 (US\$ 百萬元)	5,478	4,573	4,520	4,109	3,902
EBITDA (US\$ 百萬元)	6,258	5,423	5,350	5,025	4,794
稅後淨利 (US\$ 百萬元)	4,289	3,277	3,339	2,972	2,827
每股盈餘 (US\$)	4.08	3.28	3.38	3.12	3.07
營收增長率 (%)	(0.9)	(14.6)	(0.3)	3.2	4.9
每股盈餘增長率 (%)	7.9	(19.8)	3.0	(7.7)	(1.3)
毛利率 (%)	19.5	21.4	22.1	20.6	19.5
營業利益率 (%)	8.7	8.5	8.4	7.4	6.7
EBITDA margin (%)	9.9	10.1	10.0	9.1	8.3
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)	(356.1)	(438.3)

資料來源：公司資料；凱基預估

HP 營收雖有約 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；FY1Q26 營收占比 71%)與列印(Printing；FY1Q26 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；產品線營利率約 5%、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；產品線營利率約 18%、獲利占比約 60%。

HP 在 PC 與影印業務的成長性均相對平淡，PC 業務主要受到記憶體漲價影響，公司預期在轉嫁成本的影響下，將使全球 PC 出貨量年減超過 10%；惟因調漲 PC 產品價格，故公司仍預期自身 PC 業務之營收將維持成長性。影印業務的部分，近幾季因較多企業預算主要用於 AI 與 PC 相關應用，短期內更新印表機的硬體需求仍持續放緩，而耗材需求則持平。近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，公司目前雖透過導入 Microsoft 365 Copilot 的方式以優化影印效率，並透過推出 WXP 平台以降低印表機待機時的耗能表現，但對整體影印業務之貢獻仍屬相對有限。

HP 評價合理，維持「持有」之評等，目標價為 18 美元。凱基預估 HP FY2026 營收年增 5%至 580 億美元，其中 PC 營收預期在售價調升約 20%-25%下而年增 8%，影印營收則預期年減 3%；營利率則基於 HP 此次財測給予更保守之展望，PC 營利率展望亦略低於原先預期，故凱基下調 HP FY2026 營利率預估約 0.8ppt 至 6.7%、年減 0.7ppt，其中 PC 業務之營利率預期衰退至 4%；EPS 自原預估之 3.24 美元下調至 3.07 美元、年減 1%，相較目前市場共識預估 EPS 為 3.02 美元，股價交易於約 5 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 2026 年整體 PC 銷量預期衰退的影響下，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。基於記憶體漲價對 HP 營利率之衝擊較我們前次發布報告時更為嚴峻，使其獲利成長性受到壓抑，且預期在短期內此負面影響難以消除，故將其本益比自原先給予區間均值的 9 倍下調至區間下緣之 6 倍；HP 當前評價合理，維持「持有」之評等，目標價為 18 美元 (6x FY2026F EPS)。

圖 1 : FY1Q26 財報與 FY2Q26 預估修正暨市場共識比較

Non-GAAP	1Q26							2Q26F								
	公司財測 (中位數)	實際值	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	公司財測 (中位數)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
百萬美元																
營收		14,438	13,921	3.7	(1.4)	6.9	13,849	4.3	14,291	13,627	4.9	(1.0)	8.1	13,389	6.7	
毛利		2,835	2,851	(0.6)	(4.3)	(0.2)	2,845	(0.4)	2,849	2,802	1.7	0.5	4.0	2,809	1.4	
營業利益		995	994	0.1	(14.9)	1.1	1,003	(0.8)	992	1,004	(1.2)	(0.3)	3.2	995	(0.3)	
稅前利益		896	859	4.3	(14.2)	6.9	856	4.7	846	858	(1.4)	(5.6)	4.8	855	(1.1)	
稅後淨利		753	722	4.2	(14.1)	7.0	715	5.2	711	722	(1.4)	(5.5)	4.9	714	(0.4)	
EPS (US\$)	0.77	0.81	0.76	6.7	(12.7)	9.4	0.77	5.2	0.73	0.77	0.76	1.8	(4.7)	8.7	0.77	(0.4)
毛利率 (%)		19.6	20.5	(0.8)ppts	(0.6)ppts	(1.4)ppts	20.5	(0.9)ppts	19.9	20.6	(0.6)ppts	0.3 ppts	(0.8)ppts	21.0	(1.0)ppts	
營業利益率 (%)		6.9	7.1	(0.3)ppts	(1.1)ppts	(0.4)ppts	7.2	(0.4)ppts	6.9	7.4	(0.4)ppts	0.0 ppts	(0.3)ppts	7.4	(0.5)ppts	
淨利率 (%)		5.2	5.2	0.0 ppts	(0.8)ppts	0.0 ppts	5.2	0.0 ppts	5.0	5.3	(0.3)ppts	(0.2)ppts	(0.2)ppts	5.3	(0.4)ppts	

資料來源 : Bloomberg ; 凱基預估

圖 2 : FY2026 預估修正暨市場共識比較

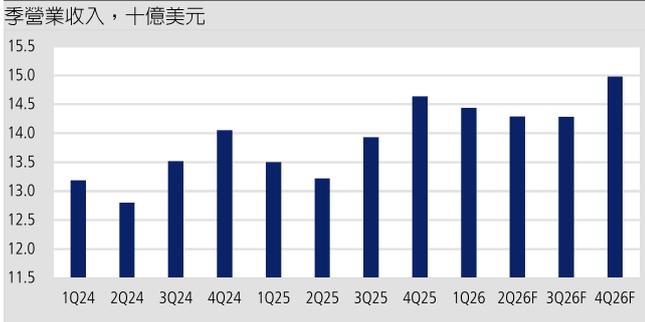
Non-GAAP	2026F						
	公司財測 (中位數)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
百萬美元							
營收		57,996	56,275	3.1	4.9	55,637	4.2
毛利		11,324	11,660	(2.9)	(0.6)	11,244	0.7
營業利益		3,902	4,248	(8.1)	(5.0)	3,868	0.9
稅前利益		3,361	3,671	(8.4)	(5.0)	3,330	1.0
稅後淨利		2,827	3,087	(8.4)	(4.9)	2,775	1.9
EPS (US\$)	3.05	3.07	3.24	(5.0)	(1.3)	3.02	1.9
毛利率 (%)		19.5	20.7	(1.2)ppts	(1.1)ppts	20.2	(0.7)ppts
營業利益率 (%)		6.7	7.5	(0.8)ppts	(0.7)ppts	7.0	(0.2)ppts
淨利率 (%)		4.9	5.5	(0.6)ppts	(0.5)ppts	5.0	(0.1)ppts

資料來源 : Bloomberg ; 凱基預估

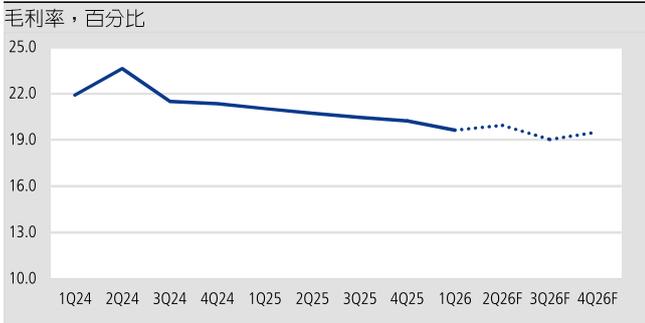
圖 3: 公司概況

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 System ; FY2025 營收占比 70%)，產品線長期平均營利率約 6%、獲利占比約 40%；與列印 (Printing ; 30%)，產品線長期平均營利率約 19%、獲利占比約 60%。

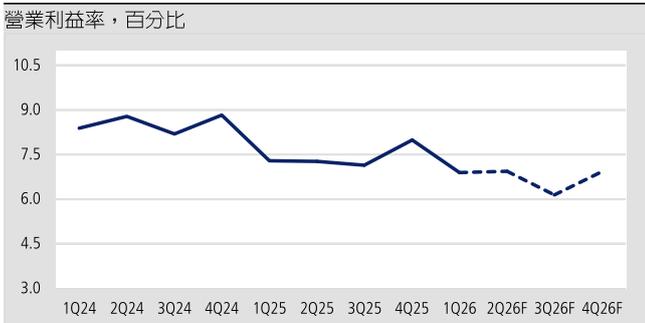
資料來源：公司資料；凱基

圖 5: 季營收


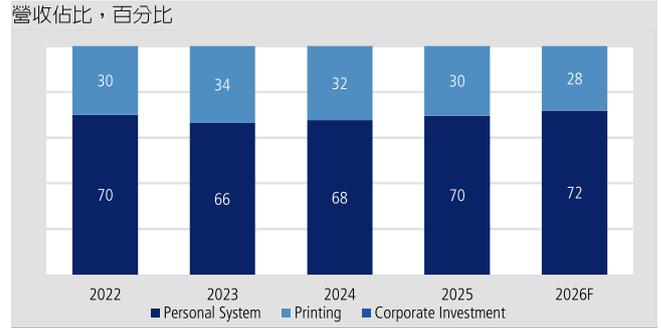
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 7: 毛利率


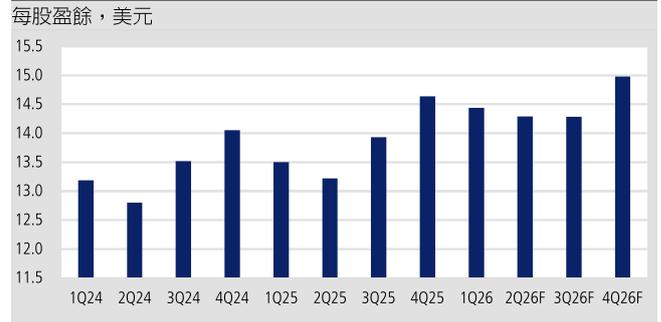
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 9: 營業利益率


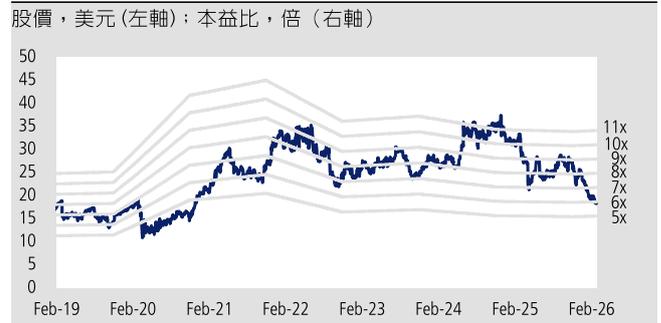
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4: 2025 年個人系統 (Personal system) 營收比重達 70%


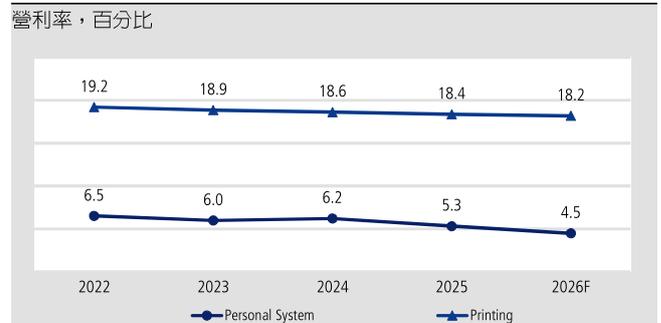
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 6: 每股盈餘


資料來源：公司資料；凱基預估

圖 8: 未來 12 個月預估本益比


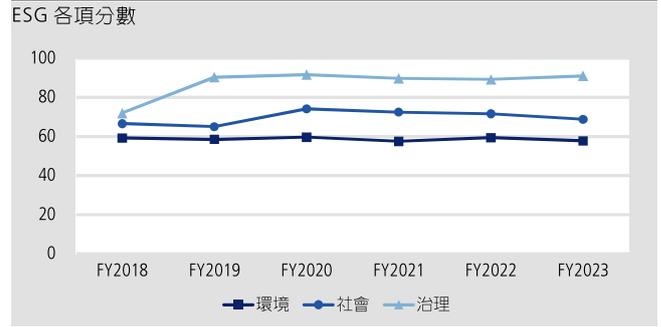
資料來源：彭博；凱基預估

圖 10: 影印業務營利率優於個人系統


資料來源：彭博；凱基預估

圖 11：ESG 整體分數

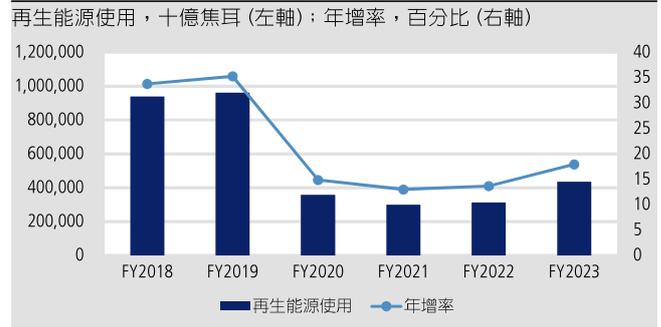

資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：ESG 各項分數


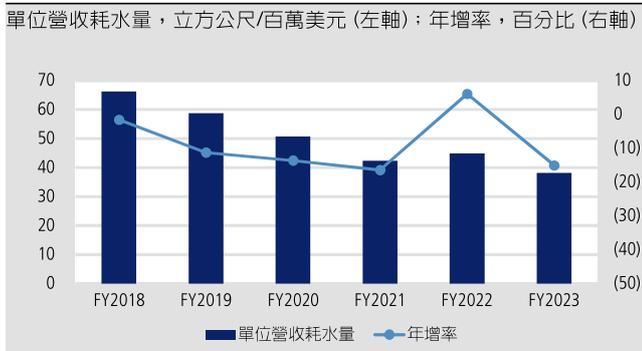
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：能源消耗

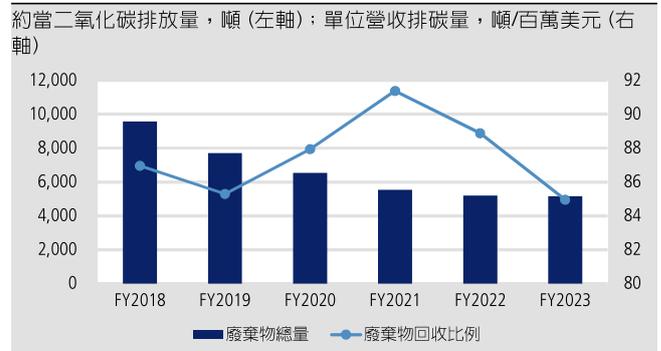

資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：再生能源使用


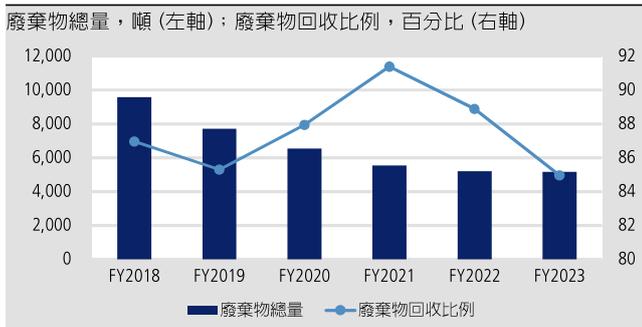
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：耗水量


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：碳排放量


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：廢棄物總量


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：性別多樣性


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

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有。