

Dell (DELL.O/DELL US)

AI 伺服器營收與 PC 營利率展望均顯著優於預期

增加持股・維持

收盤價 May 28 (US\$)	317.05
3 個月目標價 (US\$)	361.5
12 個月目標價 (US\$)	495.0
前次目標價 (US\$)	200.0
調升 (%)	147.5
上漲空間 (%)	56.1

焦點內容

1. FY1Q27 PC 業務營利率跳升至 8%。
2. PC 營收約 89% 來自商務，使 Dell 獲利性與成本轉嫁能力優於同業。
3. 估 FY2027/FY2028 EPS 為 20.88/24.75 美元。

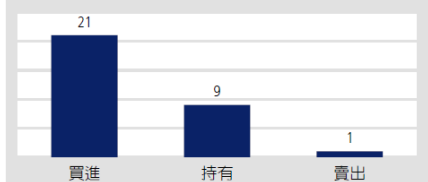
交易資料表

市值: (US\$bn)	205.9
流通在外股數 (百萬股):	325
機構持有比例 (%):	90.8
3M 平均成交量 (百萬股):	8.0
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	106.4-327.7

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	114.1	137.8	179.0
相對表現 (%)	104.2	127.3	151.1

市場綜合評等

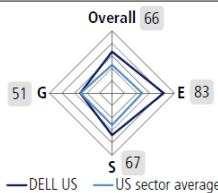
機構評等・家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	150	337	565
潛在報酬 (%)	(52.7)	6.3	78.2

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

Dell FY1Q27 EPS 優於市場共識 203%，AI 伺服器營收與 PC 營利率皆優於預期，並預期 PC 獲利性將延續。

評論及分析

FY1Q27 PC 業務營利率跳升至 8%。 Dell FY1Q27(2026/02-2026/04) 營收年增 88%、季增 31% 至 438 億美元，主要受惠 GB300 出貨升溫，帶動 AI 伺服器營收年增 757%、季增 180% 至 161 億美元，本季積壓訂單亦季增 19% 至 513 億美元。另外，受惠商務 PC 營收貢獻提升與價格調漲，帶動 CSG 營利率季增 3.3ppts 至 8.0%，優於公司給予 4-5% 之指引；FY1Q27 EPS 年增 214%、季增 24% 至 4.86 美元，優於市場共識預估 203%。

PC 營收約 89% 來自商務，使 Dell 獲利性與成本轉嫁能力優於同業。 公司展望 FY2Q27 排除 AI 伺服器業務後的毛利率將年增且季增，並提及在記憶體成本持續上揚下，會延續當前 PC 的訂價策略，將多數成本進行轉嫁。基於 Dell 當前 PC 約 89% 營收來自商務 PC，成本轉嫁能力優於消費性 PC，為 Dell PC 獲利性優於同業之主要動能。另外，基於 AI 需求與訂單持續成長，公司將 FY2027 AI 伺服器營收展望自前次給予之 500 億美元上修至 600 億美元，並預期此次自 GB 過渡至 VR 系列伺服器對營收空窗期的影響將低於前次轉換期之水準，預計 VR 系列伺服器將在 FY3Q27 開始出貨。

預估 FY2027/FY2028 EPS 為 20.35/24.50 美元。 基於 Dell AI 伺服器營收展望與 PC 獲利性皆優於預期，凱基將 Dell FY2027 EPS 預估由 14.32 美元上修至 20.35 美元、年增 98%，FY2028 EPS 預估年增 20% 至 24.50 美元。

投資建議

凱基維持「增加持股」評等，目標價上修至 495 美元 (20x FY2028F 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-26A	Jan-27F	Jan-28F
營業收入 (US\$百萬元)	102,301	88,425	95,567	113,538	180,806	221,179
營業毛利 (US\$百萬元)	23,427	21,644	21,810	23,159	32,039	35,492
營業利益 (US\$百萬元)	8,637	7,878	8,529	9,991	17,303	19,806
EBITDA (US\$百萬元)	10,793	10,350	10,985	13,015	20,347	22,853
稅後淨利 (US\$百萬元)	5,734	5,425	5,863	7,046	13,159	15,083
每股盈餘 (US\$)	7.61	7.37	8.14	10.30	20.35	24.50
營收增長率 (%)	1.1	(13.6)	8.1	18.8	59.2	22.3
每股盈餘增長率 (%)	22.4	(3.2)	10.5	26.5	97.5	20.4
毛利率 (%)	22.9	24.5	22.8	20.4	17.7	16.0
營業利益率 (%)	8.4	8.9	8.9	8.8	9.6	9.0
EBITDA margin (%)	10.6	11.7	11.5	11.5	11.3	10.3
淨負債比 (%)	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	522.4	180.7
股東權益報酬率 (%)	(249.0)	(210.4)	(333.2)	(399.9)	2,896.2	279.4

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基
註: 財年止於 1 月

FY1Q27 Dell AI 伺服器營收占比提升至 37%。Dell 主要業務為提供電腦相關產品，包含筆記型電腦、桌上型電腦、平板電腦、工作站、伺服器、螢幕、印表機、閘道器、軟體、儲存設備，以及網路等產品。Dell 業務可分為基礎設施解決方案 (Infrastructure Solutions ; ISG ; FY1Q27 營收占比 66%)、客戶解決方案 (Client Solutions ; CSG ; 33%) 與其它 (1%)。其中 (1) ISG : 產品包含伺服器、網路產品，以及儲存解決方案，其中 AI 伺服器營收 FY1Q27 占比達 37%，較 FY4Q26 之 27% 提升，動能來自 GB300 放量。Dell 目前透過推出 AI Factory 整合平台，提供從資料準備、模型訓練到部署與管理的解決方案，透過結合軟硬體的方式，使 Dell AI Factory 的部署成本比公有雲解決方案減少約 60%，並提升 20%-40% 的生產力。(2) CSG : 主要提供品牌個人電腦，包含筆記型電腦、桌上型電腦與工作站，以及品牌週邊產品，如顯示器、擴充底座、鍵盤、滑鼠、網路攝影機與音訊裝置、第三方軟體與週邊設備；服務類產品則包含系統配置、支援與部署服務。FY1Q27 PC 營收約 89% 來自商務 PC、11% 來自消費性 PC。

AI 伺服器營收展望仍具上修空間，且 PC 高獲利率亦可望具延續性。Dell 提及目前已有超過 5,000 家企業客戶，受惠於 AI 推論需求使中小型企業用戶的拉貨速度升溫，FY1Q27 AI 伺服器積壓訂單季增 19% 至 513 億美元，並預期未來幾季客戶需求將持續成長。VR 系列伺服器規劃將於 FY3Q27 開始出貨，基於當前 GB 系列伺服器訂單仍持續成長，評估此次 GB 系列伺服器過渡至 VR 系列伺服器對營收空窗期的影響將低於前次 GB200 轉換至 GB300 之水準，FY2H27 AI 伺服器營收預期與 FY1H27 相當或微幅成長，依 FY1H27 公司給予 AI 伺服器營收展望為 316 億美元評估，隱含全年 600 億美元之展望仍有再上修之空間。此次凱基將 Dell FY2027 AI 伺服器營收預估自 580 億美元上修至約 665 億美元，是基於 FY2027 出貨約 15,000 櫃 GB 系列伺服器以及約 300-500 櫃 VR 系列伺服器之預估。

PC 業務的部分，Dell 除了已針對旗下 PC 產品報價調漲 20%-30% 以轉嫁記憶體漲價成本，也透過提升商務 PC 銷量的方式帶動產品組合轉佳，使 FY1Q27 營利率季增 3.3ppts 至 8.0%，優於公司先前給予 4-5% 之指引。在商務 PC 換機需求延續下，公司將 FY2027 CSP 業務營收展望自年增 1% 上調至年增低雙位數，並表示未來幾季將持續採取將記憶體成本轉嫁、調漲 PC 售價的策略，FY1Q27 之獲利率將具延續性。基於 Dell PC 業務營收與營利率展望皆優於預期，凱基將 CSG 業務營收自原預估之 580 億美元上調至 607 億美元、年增 19%，並將營利率自原預估之 5.3% 上調 2.6ppts 至 7.9%。

圖 1 : Dell AI 伺服器營收大致維持高速年增之動能

Fiscal Year	1Q27	2Q27F	3Q27F	4Q27F	1Q28F	2Q28F	3Q28F	4Q28F	2026	2027F	2028F
Calendar Year	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27			
Infrastructure Solutions Group (ISG)	29,009	30,050	30,234	29,746	29,525	34,085	40,040	48,516	60,826	119,039	152,166
AI servers	16,132	16,616	17,114	16,601	17,431	21,266	26,582	34,025	24,683	66,463	99,305
Client Solutions Group (CSG)	14,609	15,698	15,476	14,903	15,410	16,144	17,112	19,139	50,984	60,686	67,805
Commercial	13,020	14,062	13,921	13,503	14,179	14,887	15,781	17,674	44,062	54,506	62,521
Consumer	1,589	1,637	1,555	1,399	1,231	1,256	1,331	1,465	6,922	6,180	5,283
Total net sales	43,842	46,008	46,001	44,955	45,185	50,519	57,478	67,997	113,538	180,806	221,179

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 2：預期 Dell AI 伺服器營收占比逐步提升至 50%

Fiscal Year	1Q27	2Q27F	3Q27F	4Q27F	1Q28F	2Q28F	3Q28F	4Q28F	2026	2027F	2027F
Calendar Year	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27			
Infrastructure Solutions Group (ISG)	66	65	66	66	65	67	70	71	54	66	69
AI servers	37	36	37	37	39	42	46	50	22	37	45
Client Solutions Group (CSG)	33	34	34	33	34	32	30	28	45	34	31
Commercial	30	31	30	30	31	29	27	26	39	30	28
Consumer	4	4	3	3	3	2	2	2	6	3	2
Total net sales	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

資料來源：公司資料；凱基預估

Dell 評價偏低，維持「增加持股」之評等，目標價上修至 495 美元。整體而言，在 AI 伺服器營收上調、PC 營收與獲利率皆優於預期下，凱基將 Dell FY2027 EPS 預估由 14.32 美元上修至 20.35 美元、年增 98%，並預估 Dell FY2028 EPS 年增 20% 至 24.50 美元。預估 Dell FY2027/FY2028 營收為 1,808/2,212 億美元，年增 59%/22%，FY2027/FY2028 營利率預估為 9.6%/9.0%，分別為年增 0.8ppt、年減 0.6ppt，FY2028 預估年減主因為預期 AI 伺服器業務將稀釋營利率；預估 FY2027/FY2028 EPS 為 20.35/24.50 美元，年增 98%/20%。相較市場共識 FY2027/FY2028 EPS 預估為 13.26/15.57 美元，目前股價交易於約 22/18 倍之 FY2027/FY2028 凱基預估，以及約 33/28 倍之 FY2027/FY2028 市場共識 EPS 預估。

Dell 過往五年本益比多落於 5-20 倍之間，考量 (1) Dell 具備 AI 伺服器軟體整合能力，使其為多家企業用戶與 Neocloud 的主要供應商；(2) Dell 商務電腦營收占比高於多數同業，轉嫁記憶體漲價之能力較佳，並在 AI 與換機需求下，有助公司營利率維持在優於往年平均 5-6% 之水準；(3) 隨 AI 伺服器良率提升與規模成長，預期 Dell AI 伺服器營利率將逐步由約 3-4% 提升至 5%，有助整體獲利性轉佳。綜合上述原因，預期 Dell 本益比將回升至區間上緣之 20 倍上下浮動；基於當前評價偏低，故維持「增加持股」之評等；基於 EPS 調升並採用 FY2028 預估 EPS 評價，故將目標價自前次給予之 200 美元上修至 495 美元 (20x FY2028F EPS)。

圖 3：FY1Q27 財報與 FY2Q27 預估修正暨市場共識比較

Non-GAAP	1Q27								2Q27F							
	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 (%)
百萬元	35,200	43,842	36,024	21.7	31.3	87.5	35,517	23.4	44,500	46,008	38,298	20.1	4.9	54.5	35,064	31.2
營收	5,989	7,947	6,321	25.7	16.1	57.1	6,159	29.0	5,989	8,003	6,719	19.1	0.7	43.6	6,190	29.3
毛利	2,666	4,235	2,719	55.8	19.7	154.2	2,772	52.8	2,666	4,414	3,027	45.8	4.2	93.3	2,782	58.7
營業利益		3,891	2,340	66.3	22.4	193.9	2,398	62.3		4,046	2,659	52.2	4.0	108.5	2,441	65.7
稅前淨利	1,902	3,381	1,989	70.0	29.7	211.3	1,968	71.8	3,149	3,318	2,180	52.2	(1.9)	108.5	1,960	69.2
EPS (US\$)	2.90	5.15	3.04	69.5	32.5	233.2	3.00	71.8	4.80	5.09	3.90	30.4	(1.3)	119.4	3.01	69.2
毛利率 (%)	17.0	18.1	17.5	0.6 ppts	(2.4)ppts	(3.5)ppts	17.3	0.8 ppts	16.6	17.4	16.9	0.5 ppts	(0.7)ppts	(1.3)ppts	17.7	(0.3)ppts
營業利益率 (%)	7.6	9.7	7.5	2.2 ppts	(0.9)ppts	2.5 ppts	7.8	1.9 ppts	9.2	9.6	7.4	2.2 ppts	(0.1)ppts	1.9 ppts	7.9	1.7 ppts
淨利率 (%)	5.4	7.7	5.5	2.2 ppts	(0.1)ppts	3.1 ppts	5.5	2.2 ppts	7.0	7.2	5.4	1.8 ppts	(0.5)ppts	1.9 ppts	5.6	1.6 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 4: FY2027 與 FY2028 預估暨市場共識比較

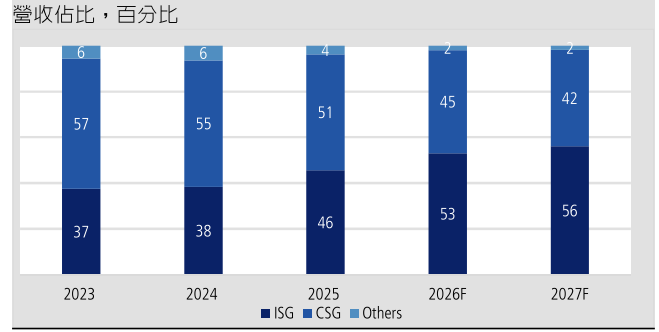
Non-GAAP 百萬美元	2027F							2028F			
	公司財測 (中位數)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	167,000	180,806	136,314	32.6	59.2	142,118	27.2	221,179	22.3	155,796	42.0
毛利	32,654	32,039	25,028	28.0	38.3	25,595	25.2	35,492	10.8	27,666	28.3
營業利益	18,290	17,303	10,552	64.0	73.2	11,942	44.9	19,806	14.5	13,368	48.2
稅前利益	16,840	15,915	9,128	74.3	85.2	10,480	51.9	18,423	15.8	12,024	53.2
稅後淨利	13,809	13,159	7,759	69.6	86.8	8,574	53.5	15,083	14.6	9,583	57.4
EPS (US\$)	17.90	20.35	11.87	71.5	97.5	13.26	53.5	24.50	20.4	15.57	57.4
毛利率 (%)	19.6	17.7	18.4	(0.6)ppts	(2.7)ppts	18.0	(0.3)ppts	16.0	(4.4)ppts	17.8	(1.7)ppts
營業利益率 (%)	11.0	9.6	7.7	1.8 ppts	0.8 ppts	8.4	1.2 ppts	9.0	0.2 ppts	8.6	0.4 ppts
淨利率 (%)	8.3	7.3	5.7	1.6 ppts	1.1 ppts	6.0	1.2 ppts	6.8	0.6 ppts	6.2	0.7 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

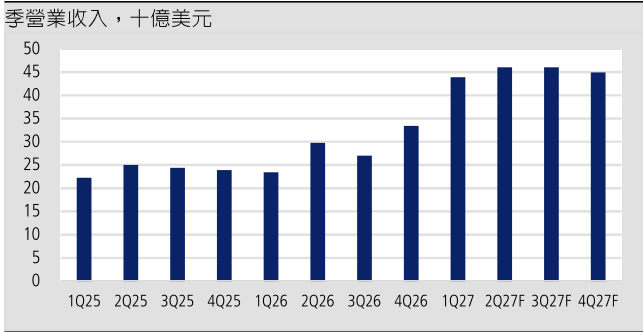
圖 5: 公司概況

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%。

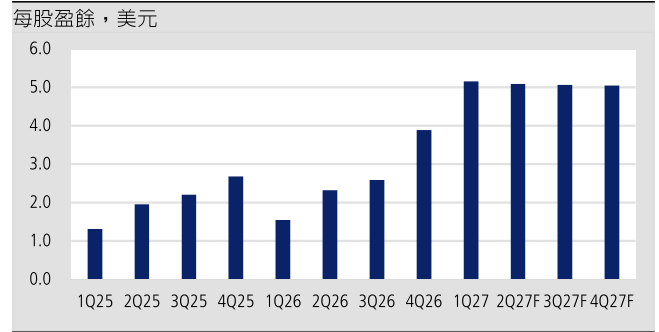
資料來源：公司資料；凱基

圖 6: FY2025 ISG 營收比重達 46%


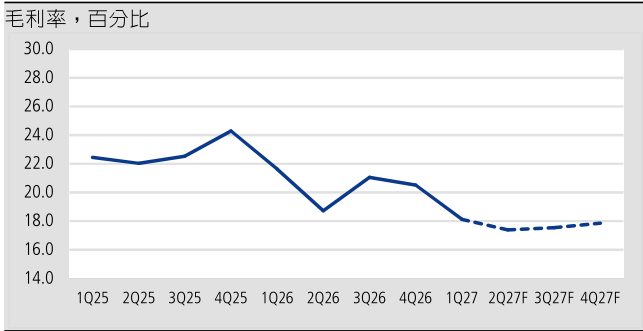
資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 季營收


資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 每股盈餘


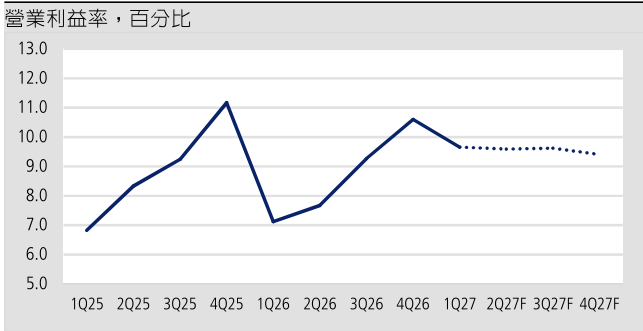
資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 毛利率


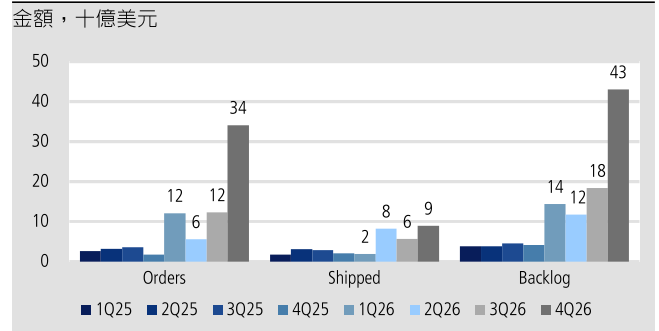
資料來源：公司資料；凱基

圖 10 未來 12 個月預估本益比

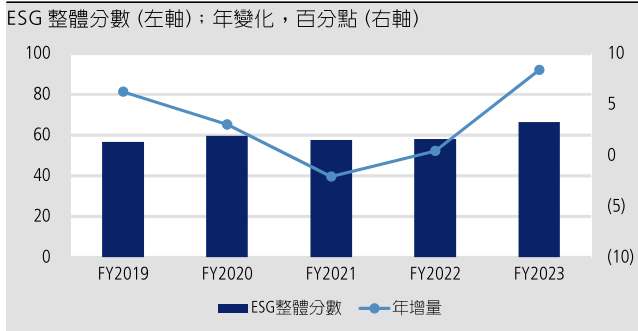

資料來源：彭博；凱基

圖 11: 營業利益率


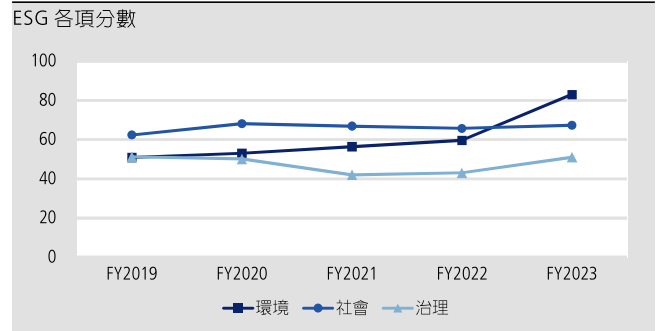
資料來源：公司資料；凱基

圖 12: Dell AI 伺服器訂單、出貨金額與積壓訂單概況


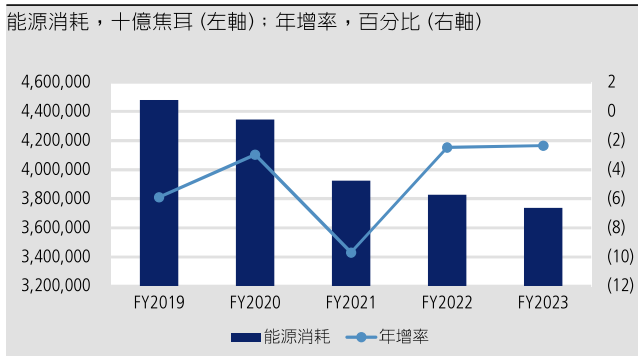
資料來源：公司資料；凱基

圖 13 : ESG 整體分數


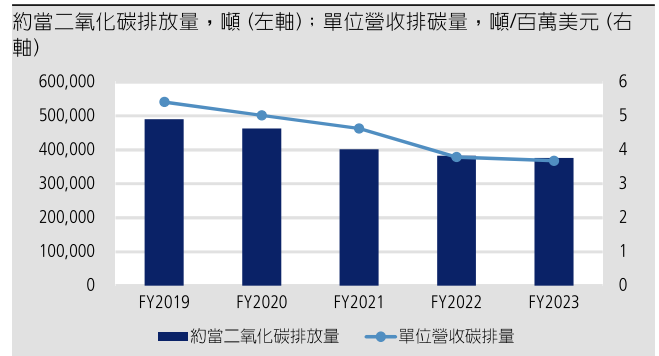
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 14 : ESG 各項分數


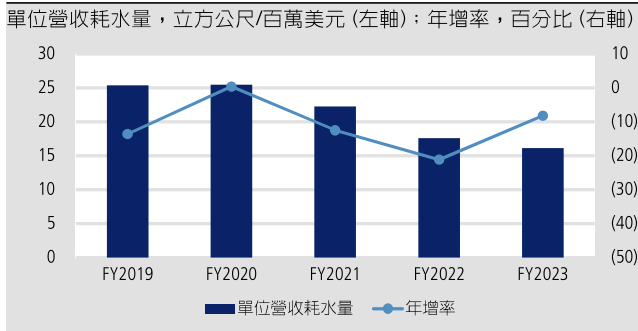
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 15 : 能源消耗


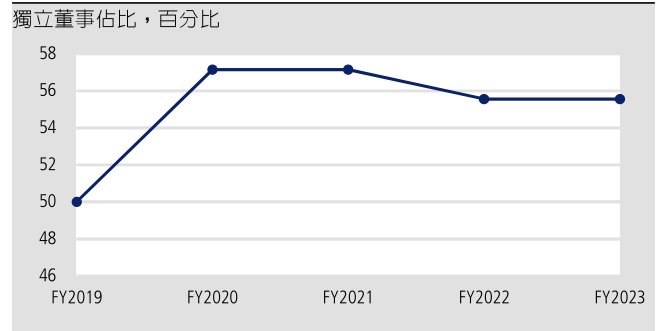
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 16 : 碳排放量


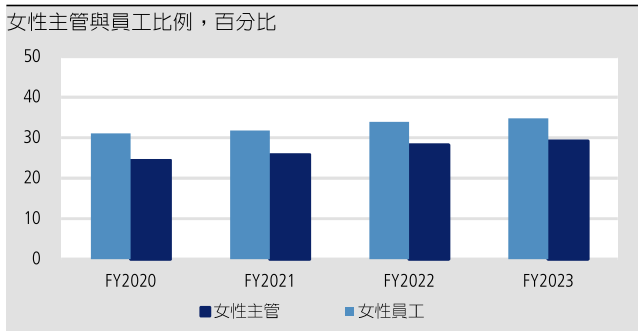
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 17 : 耗水量


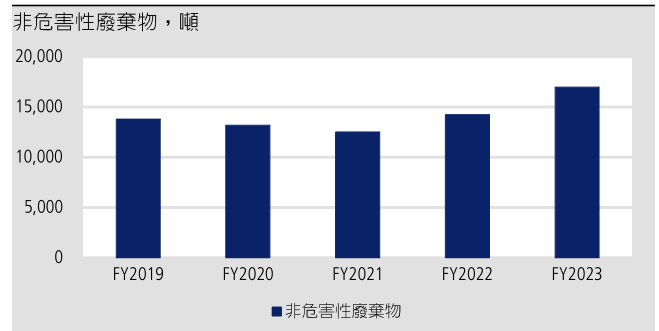
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 18 : 獨立董事


資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 19 : 性別多樣性


資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 20 : 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。