

電子硬體與衛星產業：2026 下半年展望

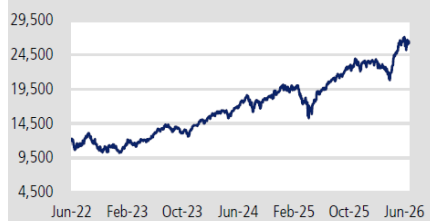
VR 將步入量產，通用型伺服器與商務 PC 也可望延續高獲利

焦點內容

1. CSP 與企業用戶需求有助於 GB 轉換至 VR 空窗期之衝擊降低。
2. 通用型伺服器與商務 PC 獲利性開始轉佳。
3. Starship 商用將有助 SpaceX 衛星寬頻成本降低，並加速拓展市場。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

重要訊息

本季硬體廠商除持續對 AI 伺服器業務給予正向展望，通用型伺服器與商務 PC 業務獲利性也優於預期；而衛星產業部分，預期後續觀察重點仍在於 SpaceX Starship 商用時點，預期此將為其衛星寬頻用戶數增速的轉捩點。

評論及分析

AI 需求推升供應鏈財測展望仍具上修空間。此次美股財報季中，Dell(美) 與 Vertiv(美) 皆對伺服器與資料中心業務給予正向展望，Dell 提及 CY3Q26 Vera Rubin 將開始小量出貨，並在 CY4Q26 進入量產階段，預期此次自 GB 伺服器過渡至 VR 伺服器所產生之營收空窗期將低於先前自 GB200 轉換至 GB300 之影響，凱基預估 Dell FY2027 GB/VR 系列伺服器將出貨約 1.5 萬櫃並貢獻營收達 665 億美元、年增 169%，可望優於公司給予 600 億美元營收之展望。Vertiv 的部分，公司除了基於資料中心需求持續升溫，上調 FY2026 EPS 展望約 5%，也規劃 800VDC 產品將在 FY2H26 發布，凱基預估 FY2027 隨 Nvidia 導入，將貢獻公司營收約 10 億美元；另外，公司推出從 10MW 到 1,000MW 的資料中心建置解決方案，同業中僅 Schneider(法)與 Eaton(美)等具有相當供應能力，凱基預期 Vertiv 將在此領域成為主要供應商，可望取得超過 130 億美元訂單，並有利於公司後續再上修展望。凱基預估 Vertiv FY2026/FY2027 AI 伺服器營收年增 97%/77%，優於產業平均。

通用型伺服器與商務 PC 獲利性開始轉佳。本季在 AI 伺服器以外的業務也開始看到產品獲利性轉佳，包含通用型伺服器與商務 PC。通用型伺服器主要受惠於 AI 需求逐步由訓練轉向推理，使拉貨需求增加並帶動廠商議價能力轉強；商務 PC 的部分，Dell FY1Q27(2026 年 2-4 月) PC 營利率季增 3.3ppts 至 8.0%，主要受惠 AI PC 滲透率提升以及公司調漲 PC 價格約 25-30%，基於商務電腦需求較穩定，且客戶對 PC 報價調漲的接受度較高，有助於 Dell PC 業務之營收與獲利性優於產業平均，凱基預估 Dell FY2027 PC 營收年增 19%至 607 億美元、營利率年增 2.3ppts 至 7.9%。

Starship 商用將有助 SpaceX 衛星寬頻成本降低，並加速拓展市場。衛星產業的部分，凱基正面看待 SpaceX 下一代火箭 Starship 商用與其 V3 衛星開始部署後，將有助於 SpaceX 提供衛星寬頻的傳輸成本降低約 90%，讓公司能以更低的價格提供用戶衛星寬頻服務，並加速其在鄉村地區的市占率提升。凱基預期 Starship 回收技術將在 2028 年後轉趨成熟，SpaceX 將藉此拉開與其它競爭對手之間的差距，使其成為住宅與商用衛星寬頻的主要供應商，預估此將有助於公司 2032 年 EPS 成長至 11.34 美元。

投資建議

凱基在硬體產業的首選為 Dell 與 Vertiv，評等皆為「增加持股」，Dell 目標價為 495 美元 (20x FY2028F EPS)；Vertiv 目標價為 394 美元 (35x FY2027FEPS)。凱基在衛星產業的首選為 SpaceX，評等為「增加持股」，目標價為 227 美元 (20x FY2032F EPS)。

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：多數廠商上修營收之動能來自 AI 伺服器與資料中心

財年		全年展望(上季財報會議)	全年展望(本季財報會議)	調幅(%)	
DELL	DELL US	FY2027(止於1月)	AI 伺服器營收達500億美元	AI 伺服器營收達600億美元	20
TE	TEL US	FY2026(止於9月)	AI營收達22.5億美元	AI營收達24億美元	7
Vertiv	VRT US	FY2026(止於12月)	總營收達135億美元	總營收達137.5億美元	2
Flex	FLEX US	FY2027(止於3月)	資料中心營收達65億美元	資料中心營收達90億美元	39
Jabil	JBL US	FY2026(止於8月)	AI營收達131億美元	AI營收達136億美元	4

資料來源：公司資料；凱基

圖 2：美股電子硬體廠 FY2025-27AI 營收成長強勁

公司	財年止於	FY2025			FY2026			FY2027		
		AI營收 (US\$bn)	YoY (%)	營收比重 (%)	AI營收 (US\$bn)	YoY (%)	營收比重 (%)	AI營收 (US\$bn)	YoY (%)	營收比重 (%)
DELL	1月	9.7	512.5	10.18	24.7	154.6	21.8	66.5	169.2	36.8
Flex	3月	4.8	50.0	18.6	6.5	35.4	23.3	9.0	38.8	25.9
Jabil	8月	9.0	80.0	30.2	13.8	53.3	39.2			
TE	9月	0.8	166.7	4.7	2.4	167.0	12.1			
HPE	10月	4.5	14.6	13.1	5.7	26.7	12.3	9.0	57.9	16.0
Amphenol	12月	3.0	180.0	13.0	6.3	110.0	17.8	9.3	47.6	21.4
Vertiv	12月	4.5	95.6	44.4	8.9	96.6	61.1	15.8	77.1	73.5

註*Flex 為資料中心之營收

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 3：Dell AI 伺服器營收大致維持高速年增率之動能

Fiscal Year	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27F	3Q27F	4Q27F	1Q28F	2Q28F	3Q28F	4Q28F
Calendar Year	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
伺服器營收(百萬美元)																
AI	1,700	3,100	2,900	2,026	1,882	8,208	5,641	8,952	16,132	16,616	17,114	16,601	17,431	21,266	26,582	34,025
Non-AI	3,766	4,572	4,464	4,608	4,439	4,736	4,484	5,853	8,543	8,970	8,522	8,777	8,075	8,479	8,988	9,886
年增率(%)																
AI	N/A	N/A	263	163	11	165	95	342	757	102	203	85	8	28	55	105
Non-AI	-2	7	26	12	18	4	0	27	92	89	90	50	-5	-5	5	13

資料來源：公司資料；凱基

圖 4：Dell PC 營利率可望優於往年平均 5-6% 之水準

Fiscal Year	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27F	3Q27F	4Q27F	1Q28F	2Q28F	3Q28F	4Q28F
Calendar Year	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
PC營收(百萬美元)																
	11,967	12,414	12,131	11,881	12,509	12,503	12,478	13,494	14,609	15,698	15,476	14,903	15,410	16,144	17,112	19,139
PC營業利益																
	777	817	747	631	653	803	748	629	1,170	1,339	1,245	1,062	1,036	1,167	1,322	1,487
營業利益率(%)																
	6.5	6.6	6.2	5.3	5.2	6.4	6.0	4.7	8.0	8.5	8.0	7.1	6.7	7.2	7.7	7.8

資料來源：公司資料；凱基

圖 5 : Vertiv 散熱與電源產品營收可望維持高速年增

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
電源產品	營收 (US\$mn)	435	572	585	624	627	829	984	1,105	1,076	1,351	1,532	1,690	2,216	3,546	5,649
	QoQ	-7.2%	31.5%	2.3%	6.5%	0.6%	32.2%	18.7%	12.3%	-2.6%	25.5%	13.4%	10.3%			
	YoY	40.6%	50.8%	44.9%	33.0%	44.2%	45.0%	68.2%	77.2%	71.5%	62.8%	55.7%	53.0%	41.9%	60.0%	59.3%
散熱產品	營收 (US\$mn)	806	1,059	1,084	1,155	1,046	1,382	1,640	1,842	1,782	2,237	2,537	2,799	4,104	5,910	9,356
	QoQ	-14.1%	31.5%	2.3%	6.5%	-9.4%	32.2%	18.7%	12.3%	-3.2%	25.5%	13.4%	10.3%			
	YoY	30.2%	39.6%	34.2%	23.2%	29.8%	30.5%	51.3%	59.5%	70.5%	61.8%	54.7%	52.0%	31.4%	44.0%	58.3%
AI伺服器產品	營收 (US\$mn)	613	1,215	1,253	1,457	1,227	2,019	2,609	3,069	2,738	3,729	4,387	4,953	4,538	8,923	15,807
	QoQ	-33.6%	98.2%	3.1%	16.3%	-15.8%	64.6%	29.2%	17.6%	-10.8%	36.2%	17.6%	12.9%			
	YoY	183.6%	129.3%	92.6%	57.8%	100.1%	66.1%	108.2%	110.6%	123.2%	84.7%	68.1%	61.4%	95.6%	96.6%	77.1%
獲利指標	GM	33.7%	34.0%	37.8%	38.9%	37.0%	37.6%	40.5%	41.2%	37.8%	39.2%	41.4%	42.0%	36.3%	39.5%	41.5%
	OPM	16.5%	18.5%	22.3%	23.2%	20.8%	22.3%	25.1%	25.9%	23.8%	25.2%	27.4%	28.0%	20.4%	23.9%	26.4%
	EPS (US\$)	0.64	0.95	1.24	1.36	1.17	1.53	2.02	2.29	1.99	2.57	3.18	3.51	4.20	7.01	11.25
	EPS QoQ	-35.6%	48.5%	30.4%	9.8%	-14.2%	31.2%	31.3%	13.7%	-13.2%	29.2%	23.9%	10.3%			
	EPS YoY	47.8%	41.6%	64.2%	37.0%	82.5%	61.2%	62.3%	68.1%	70.0%	67.4%	58.0%	53.2%	47.1%	67.0%	60.5%

資料來源：Bloomberg；凱基預估

*財年止於十二月

圖 6 : SpaceX 火箭在每公斤平均發射成本掌握絕對優勢

火箭型號	SpaceX		聯合發射聯盟 (ULA)		歐洲太空總署 (ELA)	Blue Origin	Rocket Lab		
	Falcon 9	Starship	Atlas V 551	Vulcan Centaur	Ariane 64	New Glenn	Electron	HASTE	Neutron
LEO載重能力(公噸)	17	100-150	18.85	27.2	21.9	45	0.3	0.7	13
成本(百萬美元)	24	27	-	-	90	-	5	4	22
售價(百萬美元)	70	90	140-150	110	115-130	60-90	8.5	9.5	50
平均每公斤發射成本(自用、美元)	1,439	258	-	-	4,110	-	16,667	5,714	1,692
平均每公斤發射成本(對外報價、美元)	4,198	861	7,692	4,044	5,594	1,667	28,333	13,571	3,846
回收能力	可回收第一節推進器	可回收第一節推進器與第二節太空船	完全消耗型	完全消耗型	完全消耗型	可回收第一節推進器	可回收第一節推進器，但實務上不回收	完全消耗型	可回收第一節推進器與整流罩

資料來源：公司資料；凱基

圖 7 : SpaceX 以 Starship 火箭部署 V3 衛星後，SpaceX 衛星通訊毛利率預估提升至 88.0%

百萬美元	V2 Mini	V3 (使用 Falcon 9 火箭)	V3 (使用 Starship 火箭)
一顆衛星製造成本	0.8	2	2
發射成本	1.04	3.50	0.49
部署衛星總成本	1.84	5.50	2.49
下載頻寬	96	1,000	1,000
上傳頻寬	6.7	160	160
每1 Gbps 下載頻寬成本(美元)	19,128	5,497	2,491
每1 Gbps 上傳頻寬成本(美元)	274,072	34,359	15,568
衛星平均使用壽命(年)	6	6	6
部署一顆衛星每個月平均成本(美元)	25,504	76,353	34,596
可簽約用戶數(以200Mbps方案計算)	1,800	18,750	18,750
總月費收入(百萬美元)	144,000	375,000	375,000
毛利率(理論極限值)	64.6%	59.3%	81.5%

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 8：SpaceX 26-32 年各產品線的年度營收、營利、EPS 預估

(百萬美元)		2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
營收	衛星通訊	15,109	19,162	22,865	27,503	38,439	81,208	154,995
	火箭發射	4,145	5,684	7,252	8,492	10,009	9,804	9,241
	xAI	15,171	30,400	31,316	18,445	8,352	10,626	13,713
	合計	34,425	42,937	49,648	53,836	55,245	56,831	58,320
營收年增率 (%)	衛星通訊		26.8%	19.3%	20.3%	39.8%	111.3%	90.9%
	火箭發射		37.1%	27.6%	17.1%	17.9%	-2.0%	-5.7%
	xAI		100.4%	3.0%	-41.1%	-54.7%	27.2%	29.1%
	合計		24.7%	15.6%	8.4%	2.6%	2.9%	2.6%
毛利	衛星通訊	8,386	10,816	13,140	19,350	30,346	70,373	137,003
	火箭發射	1,610	2,133	3,225	3,535	4,402	4,136	4,127
	xAI	663	9,226	8,955	-2,289	-9,243	-5,667	-1,380
	合計	10,598	21,870	24,667	19,528	24,018	66,936	137,424
營利	衛星通訊	5,763	7,864	9,818	15,224	24,580	58,192	113,754
	火箭發射	-2,687	-3,179	-858	-415	85	-417	-10
	xAI	-8,450	-8,831	-9,377	-12,603	-13,040	-10,199	-6,907
	合計	-5,434	-4,451	-1,069	1,139	10,139	45,669	104,511
營利率 (%)	衛星通訊	38	41	43	55	64	72	73
	火箭發射	-65	-56	-12	-5	1	-4	0
	xAI	-56	-29	-30	-68	-156	-96	-50
	合計	-16	-10	-2	2	18	80	179
EPS (美元)	-	-1.90	-0.78	-0.45	0.12	1.10	4.95	11.33

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 9：凱基對美國硬體與衛星產業覆蓋個股之評等與目標價

公司	代碼	2026F EPS (US\$)	2027F EPS (US\$)	評等	目標價 (US\$)
Amphenol	APH	5.41	6.77	持有	170
Apple	AAPL	9.01	10.52	持有	315
Credo	CRDO	3.44	6.07	增加持股	242
Dell	DELL	10.30	20.35	增加持股	495
Flex	FLEX	5.02	8.11	增加持股	162
HP	HPQ	3.07	3.46	持有	18
HPE	HPE	3.61	4.76	增加持股	72
Jabil	JBL	12.86	18.23	持有	365
Rocket Lab	RKLB	(0.36)	(0.10)	持有	105
SpaceX	SPCX	(1.90)	(0.78)	增加持股	227
TE Connectivity	TEL	11.45	13.07	持有	231
Vertiv	VRT	7.01	11.25	增加持股	394

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。