

Super Micro Computer (SMCI.O/ SMCI US)

短期獲利低於市場共識，預期營運升溫時點將落於 FY2H26

持有・維持

收盤價 August 5 (US\$)	57.26
3 個月目標價 (US\$)	56.95
12 個月目標價 (US\$)	56.00
前次目標價 (US\$)	36.0
調升 (%)	55.6
上漲空間 (%)	-2.2

焦點內容

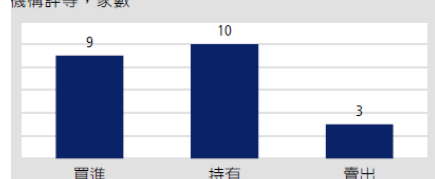
1. FY4Q25 因客戶拉貨遞延而使 EPS 低於市場共識 9%。
2. FY1Q26 新產品生產良率仍處在爬坡期，EPS 財測低於市場共識 22%。
3. 預期 Supermicro 營運加速成長之時點將落於 FY2H26。

交易資料表

市值：(US\$bn)	34.2		
流通在外股數 (百萬股)：	597		
機構持有比例 (%)：	52.5		
3M 平均成交量 (百萬股)：	44.8		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	17.3-66.4		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	73.8	69.2	(7.2)
相對表現 (%)	61.5	65.7	(27.4)

市場綜合評等

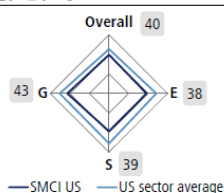
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	15	44	70
潛在報酬 (%)	(73.8)	(23.6)	22.2

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

Supermicro FY4Q25 EPS 低於市場共識 9%，FY1Q26 財測亦低於市場共識 22%，預期公司營運升溫時點將隨 GB 產品放量而落於 FY2H26。

評論及分析

FY4Q25 因客戶拉貨遞延而使 EPS 低於市場共識 9%。 Supermicro 公告 FY4Q25 (2025 年 4-6 月) 財報，營收季增 25%、年增 8%至 57.6 億美元，低於公司先前展望之 60 億美元，主要受到客戶拉貨遞延影響。FY4Q25 毛利率季減 0.2ppts、年減 0.7ppts 至 9.6%，低於先前展望中位數之 10%，主因為毛利率較佳的美國地區營收因客戶拉貨遞延而季減 21%。EPS 季增 34%、年減 25%至 0.41 美元，低於市場共識 9%、優於凱基預估 17%。

FY1Q26 新產品生產良率仍處在爬坡期，EPS 財測低於市場共識 22%。 FY1Q26 營收財測中位數季增約 13%、年增 9%至 65 億美元，與市場共識大致相符；公司預期毛利率將與 FY4Q25 之 9.6%相當，主要受到新產品初期生產良率較低的影響，低於市場共識預估 1.1ppts；EPS 中位數為 0.46 美元，低於市場共識預估 22%、優於凱基預估 9%。

預期 Supermicro 營運加速成長之時點將落於 FY2H26。 此次評價考量 Supermicro 雖下修 FY2026 展望，但下修幅度小於我們先前預期，且隨 GB200 生產狀況轉佳，預期 FY2H26 營運將加速成長，故將 EPS 自先前預估之 2.39 美元上修至 2.83 美元、年增 38%，相較市場共識 EPS 為 2.75 美元，目前股價交易於約 17/17 倍之 FY2026 凱基與市場共識 EPS 預估。

投資建議

我們維持「持有」之評等，目標價為 56 美元 (20x FY2026F EPS)。

投資風險

液冷散熱供貨市占下滑速度高於預期；客戶因經濟衰退而下修訂單展望。

主要財務數據

	Jun-22A	Jun-23A	Jun-24A	Jun-25A	Jun-26F
營業收入 (US\$百萬元)	5,196	7,123	14,989	21,972	30,802
營業毛利 (US\$百萬元)	802	1,288	2,077	2,454	3,354
營業利益 (US\$百萬元)	375	812	1,442	1,567	2,092
EBITDA (US\$百萬元)	407	847	1,506	1,668	2,147
稅後淨利 (US\$百萬元)	311	673	1,291	1,311	1,822
每股盈餘 (US\$)	0.57	1.18	2.12	2.06	2.83
營收增長率 (%)	46.1	37.1	110.4	46.6	40.2
每股盈餘增長率 (%)	127.6	108.9	79.6	(3.0)	37.6
毛利率 (%)	15.4	18.1	13.9	11.2	10.9
營業利益率 (%)	7.2	11.4	9.6	7.1	6.8
EBITDA margin (%)	7.8	11.9	10.0	7.6	7.0
淨負債比 (%)	23.1	Net Cash	9.3	Net Cash	7.6
股東權益報酬率 (%)	24.7	39.6	35.0	22.4	25.3

資料來源：公司資料；凱基預估

Supermicro 約 70% 營收來自 Nvidia AI 伺服器。 Supermicro 主要業務為提供伺服器與資訊基礎設施解決方案，涵蓋企業資料中心、雲端運算、人工智慧、5G/邊緣運算等市場。Supermicro FY4Q25 各地區營收比重：美國 38% (年減 33%、季減 21%)、亞洲 42% (年增 91%、季增 78%)、歐洲 15% (年增 66%、季增 196%)、其他 5% (年減 3%、季增 53%)。產品組合可分為(1) 伺服器與儲存系統 (Server and Storage Systems, FY2025 營收占比 97%)：包括伺服器與儲存系統：加速運算平台包含機架式、刀鋒式、多節點與嵌入式等形式的伺服器與儲存系統，支援單、雙與多處理器架構，目前約 70% 營收來自 Nvidia AI 伺服器。(2) 子系統與配件 (Subsystems & Accessories, 2025 年營收占比 3%)：包括主機板、機箱、電源供應器及其他週邊配件。

圖 1: Supermicro 各地區營收趨勢

財年 曆年	1Q23 3Q22	2Q23 4Q22	3Q23 1Q23	4Q23 2Q23	1Q24 3Q23	2Q24 4Q23	3Q24 1Q24	4Q24 2Q24	1Q25 3Q24	2Q25 4Q24	3Q25 1Q25	4Q25 2Q25
營收 (美金百萬元)												
美國	1,296	1,091	786	1,662	1,620	2,606	2,685	3,277	4,241	3,847	2,768	2,188
歐洲	235	313	229	227	191	288	298	517	646	934	290	864
亞洲	270	331	214	236	225	656	765	1,266	955	768	1,354	2,418
其他	52	69	55	61	84	115	103	294	95	129	187	288
總計	1,852	1,803	1,283	2,185	2,120	3,665	3,850	5,355	5,937	5,678	4,600	5,757
地區營收比重 (%)												
美洲	70	61	61	76	76	71	70	61	71	68	60	38
歐洲	13	17	18	10	9	8	8	10	11	16	6	15
亞洲	15	18	17	11	11	18	20	24	16	14	29	42
其他	3	4	4	3	4	3	3	5	2	2	4	5
總計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
年增率 (%)												
美洲	131	71	3	55	25	139	242	97	162	48	3	(33)
歐洲	31	45	11	1	(19)	(8)	30	128	238	224	(3)	66
亞洲	3	16	(31)	(17)	(17)	98	257	437	323	17	77	91
其他	78	98	(29)	12	63	67	87	386	14	12	83	(3)
總計	79	54	(5)	34	14	103	200	145	180	55	19	8
季增率 (%)												
美洲	21	(16)	(28)	112	(3)	61	3	22	29	(9)	(28)	(21)
歐洲	5	33	(27)	(1)	(16)	51	3	74	25	45	(69)	196
亞洲	(4)	22	(35)	10	(4)	191	17	66	(25)	(20)	76	78
其他	(5)	33	(20)	10	38	37	(11)	187	(68)	35	45	53
總計	13	(3)	(29)	70	(3)	73	5	39	11	(4)	(19)	25

資料來源：公司資料；凱基

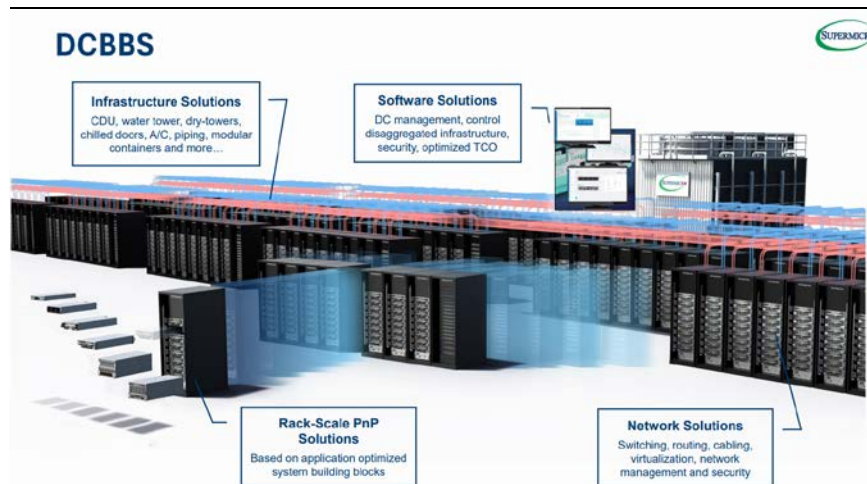
FY4Q25 因客戶拉貨遞延而使 EPS 低於市場共識 9%。 Supermicro 公告 FY4Q25 (2025 年 4-6 月) 財報，營收季增 25%、年增 8%至 57.6 億美元，低於公司先前展望中位數之 60 億美元、市場共識預估 4%，然優於凱基預估 16%。營收低於先前展望主因先前因 10-K 延遲提交影響現金流，影響部分營運狀況，再加上客戶拉貨遞延，導致營收低於市場共識與公司展望。FY4Q25 毛利率季減 0.2ppts、年減 0.7ppts 至 9.6%，低於先前展望中位數之 10%、亦低於市場共識預估 0.5ppts，與凱基預估則大致相符，低於公司展望之主因為產品與客戶組合轉差，毛利率較佳的美國地區營收因客戶拉貨遞延而季減 21%。營利率季增 0.4ppts、年減 1.4ppts 至 5.4%，低於市場共識預估 0.6ppts、優於凱基預估 0.3ppts；Non-GAAP EPS 季增 34%、年減 25%至 0.41 美元，低於公司先前展望中位數之 0.45 美元，亦低於市場共識 9%，但優於凱基預估 17%。

FY1Q26 新產品生產良率仍處在爬坡期，EPS 財測低於市場共識 22%。 FY1Q26 營收財測為 60-70 億美元，中位數季增約 13%、年增 9%，與市場共識預估大致相符，然優於凱基原預估 19%；公司預期毛利率將與 FY4Q25 之 9.6%相當，低於市場共識預估 1.1ppts，與凱基原預估則大致相符；公司預期營業費用(未包括股權薪酬)約 2.5 億美元，隱含營利率將季增 0.4ppts 至 5.8%，低於市場預期 1.2ppts、優於凱基預估 0.4ppt，營利率仍相對低的主因為新產品初期生產良率較低；公司預期業外費用為 2,400 萬美元、Non GAAP 稅率為 15.5%，Non-GAAP EPS 展望落於 0.40-0.52 美元，中位數低於市場共識預估 22%，然優於凱基原預估 9%。基於當前 B200 生產狀況優於我們原先預期，故將 FY1Q26 營收自原預估之 54.8 億美元上修至 63.6 億美元，季增約 11%、年增 7%；毛利率達 9.8%，季增 0.2ppt、年減 3.4ppt；基於業外費用與稅率高於原預期，故僅將 EPS 自 0.42 美元上修至 0.44 美元。

Supermicro 馬來西亞廠區預計於 FY2Q26 逐步開出 2,000 櫃液冷散熱產能。 Supermicro 目前 AI 伺服器月產能約 5,000 櫃，其中液冷散熱量產能力達 2,000 櫃，主要皆位於美國進行生產；台灣廠區主要生產通用型伺服器，年產能可達 200 萬台；馬來西亞廠區目前有針對液冷散熱產能擴產，預計 FY2Q26 (2025 年 10-12 月) 將逐步開出產能，最大可達約 2,000 櫃。

Supermicro 掌握第二代液冷技術 DCBBS，可使資料中心運行成本降低 30%。 Supermicro 目前已開始量產 B200 10U 和液冷 4U 產品，並採用 AMD 解決方案，FY1Q26 將開始試產 Nvidia B300、GB300 和 AMD MI350 等平台之新產品，預期 FY2H26 逐步放量。公司目前掌握第二代液冷技術 Data Center Building Block Solutions(DCBBS)，此技術能將 AI 伺服器之系統、機架、電源、BBU、佈線與各式零組件和資料中心的端到端管理軟體進行整合，從而降低功耗、優化空間並減少用水量，使資料中心整體運行成本降低 30%，並將部署速度從 2-3 年縮短至約 1.5 年，公司預期 FY2027 營收占比將達 20%以上

圖 2: Supermicro 第二代液冷技術 DCBBS



資料來源：公司資料：凱基

預期 Supermicro 營運加速成長之時點將落於 FY2H26。Supermicro 目前雖已掌握 B200/GB200 之氣冷與液冷散熱能力，但因公司取得晶片之順位次於美國四大 CSP 廠，預期將使公司量產 GB200 產品之進度落後同業 1-2 季，最快須待 FY2Q26 (2025 年 10-12 月)才會開始放量。依照 Supermicro 給予 FY2026 全年營收達 330 億美元之展望評估，FY2026 須出貨 GB200 達 4,000 櫃、FY2H26 平均單季營收須達 90 億美元之水準才可望達標，基於公司取得晶片之順位落後同業，我們預期 Supermicro FY2026 僅能出貨約 3,000 櫃 GB200/GB300，公司 FY2026 營收展望仍有再下修之風險。

此次評價考量 Supermicro 雖下修 FY2026 展望，但下修幅度小於我們先前預期，且當前 GB200 生產狀況已有所轉佳，因此我們評估 Supermicro FY2H26 在取得 GB200/GB300 晶片以及馬來西亞廠區液冷產能逐步開出下，仍有助營運回到成長軌道，全年 GB200 出貨櫃數預期將達 3,000 櫃，故將 FY2026 營收由原預估之 274 億美元上修至 308 億美元，年增 40%；營利率則考量 Supermicro 先前 AI 產品之學習曲線爬坡期多落在半年至一年時間，AI 伺服器營利率雖可望於 FY2H26 提升至 5%以上的水準，但因其低於公司整體平均，故預期 FY2026 營利率將年減 0.3ppt 至 6.8%；EPS 則自先前預估之 2.39 美元上修至 2.83 美元、年增 38%。

Supermicro 評價合理，維持「持有」之評等，目標價為 56 美元。我們預估公司 2026 EPS 為 2.83 美元，相較市場共識 EPS 為 2.75 美元，目前股價交易於約 17/17 倍之 FY2026 凱基與市場共識 EPS 預估。Supermicro 過往五年本益比多落於 6-24 倍之間，考量 (1) 公司在 GB 系列晶片之配給順位次於美國四大 CSP 廠，營運回溫時點將晚於同業；(2) 預期 GB 產品須待 FY2Q26 後才會逐步放量，依全年出貨 3,000 櫃評估，公司營收展望具有再下修之風險；(3) 預期營運明顯升溫時點將落於 FY2H26，短期評價上修動能相對有限。綜合上述原因，預期 Supermicro 本益比將維持在區間中上緣之 20 倍上下浮動；基於當前評價合理，故維持「持有」之評等，目標價為 56 美元 (20x FY2026F EPS)。

圖 3：FY4Q25 財報與 FY1Q26 預估修正暨市場共識比較

Non-GAAP	4Q25								1Q26F							
	財務預測 (中位數)	實際值	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	財務預測 (中位數)	修正後	修正前	調幅 (%)	季增 (%)	年增 (%)	市場共識	差異 (%)
百萬元																
營收	6,000	5,757	4,981	15.6	25.2	7.5	6,009	(4.2)	6,500	6,359	5,476	16.1	10.5	7.1	6,592	(3.5)
毛利	600	551	479	15.0	23.2	0.3	603	(8.6)	622	621	526	18.1	12.7	(20.4)	706	(12.0)
營業利益	355	312	257	21.3	34.8	(14.2)	360	(13.3)	375	355	297	19.6	13.7	(38.1)	462	(23.2)
稅前利益	339	306	260	17.8	33.2	(18.2)	343	(10.6)	351	337	315	6.9	9.9	(40.2)	452	(25.5)
稅後淨利	283	261	222	17.3	34.3	(26.0)	288	(9.4)	297	284	269	5.6	9.1	(39.8)	379	(25.0)
EPS (US\$)	0.45	0.41	0.35	16.9	33.9	(24.8)	0.45	(9.4)	0.46	0.44	0.42	4.3	8.1	(39.3)	0.59	(25.0)
毛利率 (%)	10.0	9.6	9.6	(0.0)ppts	(0.2)ppts	(0.7)ppts	10.0	(0.5)ppts	9.6	9.8	9.6	0.2 ppts	0.2 ppts	(3.4)ppts	10.7	(0.9)ppts
營業利益率 (%)	5.9	5.4	5.2	0.3 ppts	0.4 ppts	(1.4)ppts	6.0	(0.6)ppts	5.8	5.6	5.4	0.2 ppts	0.2 ppts	(4.1)ppts	7.0	(1.4)ppts
淨利率 (%)	4.7	4.5	4.5	0.1 ppts	0.3 ppts	(2.0)ppts	4.8	(0.3)ppts	4.6	4.5	4.9	(0.4)ppts	(0.1)ppts	(3.5)ppts	5.8	(1.3)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 4: FY2025 財報與 2026 預估暨市場共識比較

Non-GAAP 百萬美元	2025						2026F						
	實際值	凱基預估	差異 (%)	年增 (%)	市場共識	差異 (%)	財務預測 (中位數)	修正後	修正前	調幅 (%)	年增 (%)	市場共識	差異 (%)
營收	21,972	21,196	3.7	46.6	22,225	(1.1)	33,000	30,802	27,425	12.3	40.2	30,031	2.6
毛利	2,454	2,382	3.0	18.2	2,510	(2.2)		3,354	2,881	16.4	36.6	3,252	3.1
營業利益	1,567	1,513	3.6	8.7	1,602	(2.2)		2,092	1,757	19.1	33.5	2,114	(1.0)
稅前利益	1,557	1,441	8.0	7.7	1,587	(1.9)		2,068	1,781	16.2	32.9	2,077	(0.4)
稅後淨利	1,311	1,272	3.0	1.5	1,337	(2.0)		1,822	1,522	19.7	39.0	1,770	2.9
EPS (US\$)	2.06	1.98	3.7	(3.0)	2.10	(2.0)		2.83	2.39	18.2	37.6	2.75	2.9
毛利率 (%)	11.2	11.2	(0.1)ppts	(2.7)ppts	11.3	(0.1)ppts		10.9	10.5	0.4 ppts	(0.3)ppts	10.8	0.1 ppts
營業利益率 (%)	7.1	7.1	(0.0)ppts	(2.5)ppts	7.2	(0.1)ppts		6.8	6.4	0.4 ppts	(0.3)ppts	7.0	(0.2)ppts
淨利率 (%)	6.0	6.0	(0.0)ppts	(2.6)ppts	6.0	(0.1)ppts		5.9	5.6	0.4 ppts	(0.1)ppts	5.9	0.0 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 5: FY1Q24-4Q26F SMCI AI 伺服器/通用伺服器出貨量與營收預估

財年 曆年	1Q24 3Q23	2Q24 4Q23	3Q24 1Q24	4Q24 2Q24	1Q25 3Q24	2Q25 4Q24	3Q25 1Q25	4Q25 2Q25	1Q26F 3Q25F	2Q26F 4Q25F	3Q26F 1Q26F	4Q26F 2Q26F
AI伺服器出貨量 (千台)	5.1	9.1	9.2	14.3	16.0	15.0	13.0	16.0	17.5	18.5	18.0	19.0
AI 伺服器營收 (百萬美元)	1,100	2,217	2,494	3,848	4,331	4,050	3,185	4,080	4,638	5,180	6,300	7,980
通用伺服器出貨量 (千台)	130	173	155	200	218	210	160	180	210	220	165	185
通用伺服器營收 (百萬美元)	624	900	992	1,000	1,131	1,092	848	990	1,155	1,254	891	1,036
其他營收 (百萬美元)	243	319	212	237	286	345	426	548	401	430	451	458
伺服器與儲存系統營收 (百萬美元)	1,967	3,436	3,698	5,085	5,748	5,487	4,459	5,618	6,194	6,864	7,642	9,474
總營收 (百萬美元)	2,120	3,665	3,850	5,308	5,937	5,678	4,600	5,757	6,359	7,023	7,793	9,627

資料來源：凱基預估

圖 6: 公司概況

Supermicro 主要業務為提供伺服器與資訊基礎設施解決方案，涵蓋企業資料中心、雲端運算、人工智慧、5G/邊緣運算等市場。Supermicro 產品組合可分為伺服器與儲存系統 (Server and Storage Systems；2025 年營收占比 97%)及子系統與配件 (Subsystems & Accessories；3%)

資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 2025 年伺服器與儲存系統比重達 97%

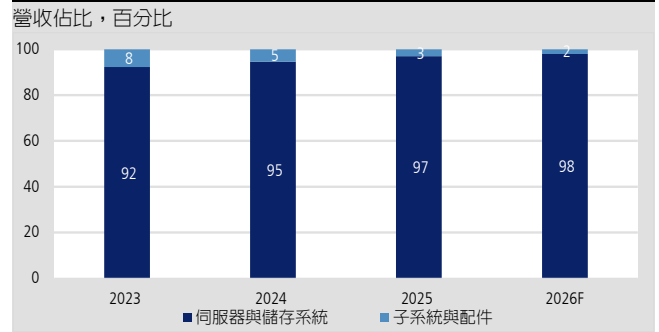


圖 8: 季營收

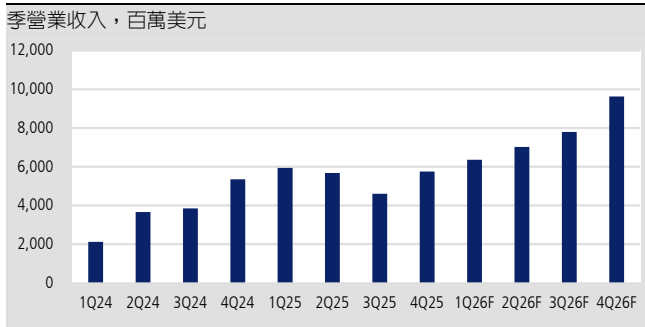


圖 9: 每股盈餘

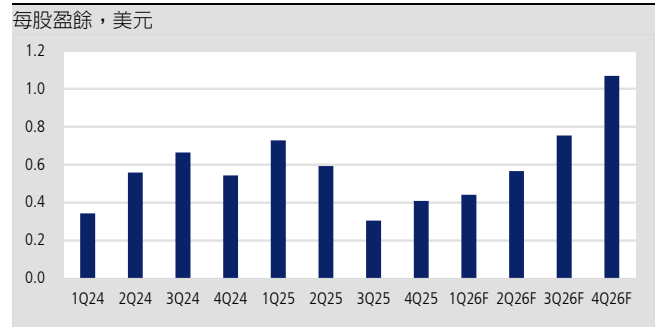


圖 10: 毛利率

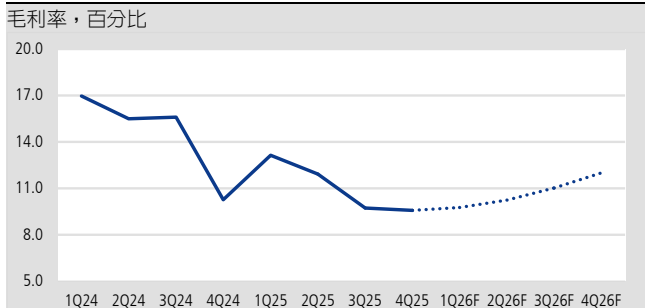


圖 11: 未來 12 個月預估本益比

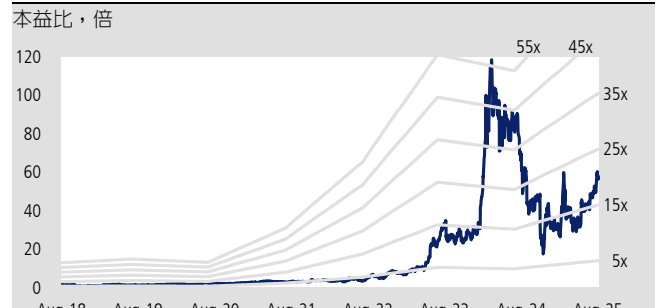


圖 12: 營業利益率

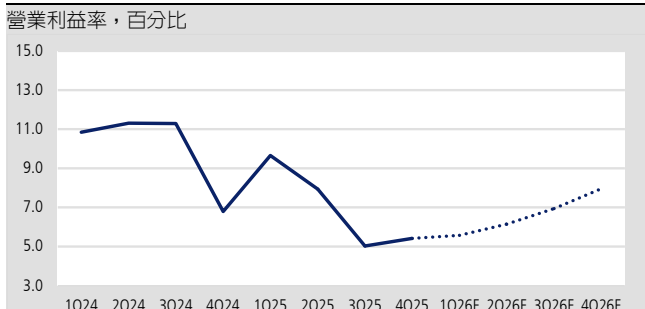
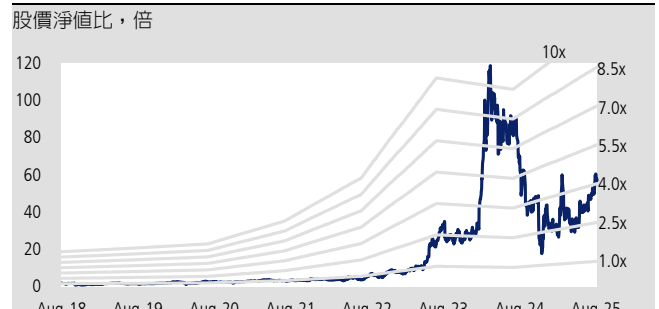


圖 13: 未來 12 個月預估股價淨值比



Super Micro Computer – 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。