

DELL 业绩点评

证券研究报告

2024 年 03 月 08 日

DELL FY24Q4 点评： AI 服务器需求强劲

作者

孔蓉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521020002
kongrong@tfzq.com

李泽宇

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520110002
lizeyu@tfzq.com

FY24Q4 总收入为 223 亿美元 (同比-11%)，超过彭博一致预期 (222 亿美元)；营业利润为 15 亿美元 (同比+25%)；non-GAAP 毛利率为 24.5%，彭博一致预期为 23.6%；经营活动现金流为 15 亿美元。2024 财年全年收入为 884 亿美元 (同比-14%)，non-GAAP 利润为 52 亿美元 (同比-10%)。

基础设施解决方案部门 (ISG)：24FYQ4 收入为 93 亿美元 (环比+10%，同比-6%)。服务器和网络收入为 49 亿美元，连续增长主要由人工智能优化的服务器推动。存储收入为 45 亿美元 (环比+16%)，随着增加专有存储软件组合，盈利能力有所改善。ISG 营业利润为 14 亿美元 (同比-7%)。2024 财年全年 ISG 收入为 339 亿美元 (同比-12%)，全年营业利润为 43 亿美元 (同比-15%)。

客户解决方案部门 (CSG)：24FYQ4 收入为 117 亿美元 (同比-12%)；其中商业客户收入为 96 亿美元，个人客户收入为 22 亿美元；营业利润为 7.26 亿美元。2024 财年全年收入为 489 亿美元 (同比-16%)，全年营业利润为 35 亿美元 (同比-8%)。由于企业和大客户在资本开支方面保持谨慎，短期内 PC 业务仍然疲软；但由于 PC 库存老化，微软 Windows 10 迎来产品周期末期和面向 AI 相关的 PC 的发布，新的 PC 更新周期有望开启。

人工智能需求强劲：4QFY24 财季内公司 AI 服务器交付额约为 8 亿美元，单季度新订单环比增长近 40%，积压订单环比接近翻倍达到 29 亿美元。尽管 H100 交货周期有所改善，但 AI 服务器仍处于供不应求的状态。同时，客户对搭载新一代 GPU 的 AI 服务器 (H200 和 MI300X) 具有浓厚兴趣。

业绩指引：展望 FY25Q1，公司总收入指引为 210-220 亿美元，同比增长 3%，符合彭博一致预期 (216 亿美元)。展望 2025 财年，公司总收入指引为 910-950 亿美元；在人工智能的推动下，ISG 业务将保持 15% 左右增长，传统服务器和存储业务将恢复增长；而 CSG 业务将以较低个位数增长；预计 ISG 和 CSG 合计中值将增长 8%。考虑到产品向人工智能服务器转型、通胀导致成本上行和当前的竞争环境，预计毛利率将下降约 100 个基点。

投资建议：伴随人工智能的高速发展，训练端和推理端算力需求激增，预计 25 财年公司 AI 服务器需求维持较高水平。同时，关注 AI 发展带来的 PC 更新需求。

风险提示：服务器价格大幅走低；PC 端更新需求不及预期；行业竞争加剧。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com