

AI 优化服务器释放增量，成为新增长点

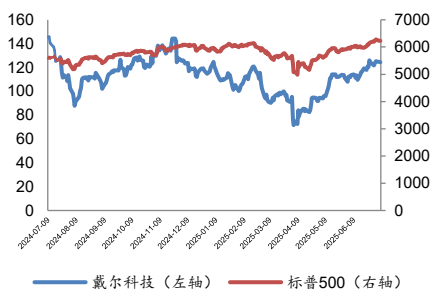
投资评级：增持

首次覆盖

报告日期：2025-07-21

收盘价 (美元)	131.24
近 12 个月最高/最低 (美元)	146.1/65.8
总股本 (亿股)	6.79
流通股本 (亿股)	6.79
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿美元)	890.92
流通市值 (亿美元)	890.92

公司价格与标普 500 指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 联想集团 (00992)：PC 市场回暖，AI 服务器有望带动增量-2024-09-09；
2. CRM：AI 持续发力，收购 Informatica 夯实数据基础-2025-07-10

主要观点：

● 全球化业务扩张加持并购整合与重新上市，业绩增长进入稳定期。

戴尔科技在全球 PC 市场处于行业领先地位，在经历数十年全球业务扩张后，2015 年收购 EMC 并在 2016 年整合完毕更名为戴尔科技集团，2018 年借壳上市纽交所，目前积极进行 AI 布局迎来新增长点。营业收入自 2015 财年 581.19 亿美元增长至 2025 财年 955.67 亿美元，CAGR 5.1%；Non-GAAP 净利润从 2019 财年 52.27 亿美元增长至 2025 财年 58.65 亿美元，CAGR 1.9%。2024 财年收入及利润收缩，主要原因是全球经济下行和地缘政治冲突，以及电商平台和线上渠道兴起冲击戴尔原有 PC 直销模式。2025 财年恢复增长，营业收入同比增长 8.1%，Non-GAAP 净利润同比增长 11.8%，预计未来年度进入业绩增长稳定期。

● AI 布局助力传统 PC 制造商转型 ISG 基础设施服务商。

2018 年 Michael Dell 在集团全球峰会比喻 AI 为火箭，数据就是燃料，戴尔 AI 战略凭借“AI in、AI on、AI with 和 AI for”四条支柱进行深入布局，ISG 目前已推出 PowerEdge 系列 AI 优化服务器及 PowerStore、PowerFlex、PowerScale 和 PowerMax 等 AI 优化存储产品。ISG 业务收入及占比增长迅速，收入从 2015 财年 147.14 亿美元增长至 2025 财年 435.93 亿美元，CAGR 11.5%；ISG 业务收入占比从 2015 财年 25.3% 增长至 2025 财年 45.6%，成为驱动营业总收入增长关键因素。

● AI 优化服务器、AI 优化 PC 释放增量，未来将成为新增长点。

2 月 14 日，戴尔与马斯克旗下 AI 初创公司 xAI 达成 50 亿美元 AI 服务器交易订单，协议磋商已进入后期阶段；5 月 29 日，美国劳伦斯伯克利国家实验室宣布美国能源部已与戴尔签订合同，打造一台英伟达芯片驱动的全新旗舰超级计算机，AI 服务器强力驱动 ISG 业务收入增长。需求端：AI 优化服务器需求量激增，截至 2026 财年 Q1，AI 服务器订单激增至 121 亿美元，超越 2025 财年整年度 AI 服务器出货量，AI 服务器积压订单已经达到 144 亿美元，未来收入增长空间大，预计 2026 财年 AI 服务器订单收入持续增长；技术端：AI 优化服务器支持 NVIDIA、AMD、Intel 多架构芯片，适配不同 AI 工作负载，AI 互连架构多样性以及液冷技术居于领导地位。作为传统 PC 行业巨头，戴尔目前推出多款最新 Windows 11 AI+PC，截至 2025 年 Q1 商用 PC 市占率 32.4% 稳居北美第一；技术端搭载英特尔®酷睿™ Ultra 5 处理器，NPU 提供强劲算力并负责特定的 AI 工作负载，有效提升运行速度。戴尔新款 AI PC 搭载 Windows 11 系统，其出色的性能、电池续航以及更高的生产力和安全性适应新一波换机周期，驱动 PC 业务收入增长。PC 出货量在 2025 年 Q1 短暂回暖，但美国关税政策叠加贸易摩擦，未来季度将对 PC 市场回暖造成一定冲击。

● 投资建议

我们预计戴尔科技 FY2026/FY2027/FY2028 营业收入为

1055.16/1101.56/1148.89 亿美元，同比增长 10.4%/4.4%/4.3%；归母净利润为 50.43/55.63/57.52 亿美元，同比增长 9.8%/10.3%/3.4%，对应 PE 为 17.67x/16.01x/15.49x，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

AI 优化服务器出货量不及预期风险，AI PC 出货量不及预期风险，技术研发不及预期风险，关税政策变动风险，市场竞争风险

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	95,567	105,516	110,156	114,889
收入同比 (%)	8.08%	10.41%	4.40%	4.30%
归母净利润	4,592	5,043	5,563	5,752
归母净利润同比 (%)	43.01%	9.83%	10.31%	3.38%
Non-GAAP 净利润	5,866	6,522	7,030	7,185
每股收益 (美元)	6.38	7.35	8.26	8.88
市盈率 (P/E)	15.10	17.67	16.01	15.49

资料来源：公司财报，华安证券研究所

正文目录

1 戴尔科技公司介绍	5
1.1 DELL 发展历程	5
1.2 戴尔科技 AI 布局及产品矩阵	6
1.3 核心管理团队经验丰富	7
1.4 营业收入及利润恢复增长, ISG 成为新增长点	8
1.4.1 收入端、利润端 2025 恢复增长, 预计未来保持稳定上升	8
1.4.2 ISG 收入占比逐渐增大, AI 服务器驱动 ISG 增长	9
1.4.3 研发费用与销售&管理费用趋于稳定, 毛利率与净利率回稳	10
1.4.4 高自由现金流加速 AI 及 ISG 基础设施领域投资	11
2 生成式 AI 赋能 PC、服务器业务	12
2.1 数据转化业务价值, IT 技术支出不断增加	12
2.2 生成式人工智能 (GENAI) 驱动行业数智化转型	13
3 ISG 基础设施解决方案集团	17
3.1 服务器及网络设备收入及占比持续上升	17
3.2 ISG 最新产品矩阵	18
3.3 AI 服务器成为 ISG 业务核心增量	20
4 CSG 客户解决方案集团	22
4.1 商业业务收入及占比 CSG 增加	22
4.2 CSG 最新产品矩阵	23
4.3 商用 PC、AI PC 北美市场地位领先	25
5 盈利预测与估值	28
5.1 驱动因素假设	28
5.2 相对估值	29
风险提示:	29
财务报表与盈利预测	30

图表目录

图表 1 DELL 发展历程	5
图表 2 戴尔科技 AI 布局及产品解决方案	6
图表 3 戴尔科技主要产品及服务	7
图表 4 戴尔科技管理层履历介绍	7
图表 5 戴尔科技 FY2015-FY2026Q1 营业收入及同比增长情况	9
图表 6 戴尔科技 FY2019-FY2026Q1 Non-GAAP 净利润及同比增长情况	9
图表 7 戴尔科技 FY2015-FY2026Q1 收入结构	9
图表 8 FY2015-FY2026Q1 ISG 业务收入及同比增长	10
图表 9 FY2015-FY2026Q1 CSG 业务收入及同比增长	10
图表 10 FY2015-FY2026Q1 研发费用及研发费用率	11
图表 11 FY2015-FY2026Q1 销售&管理费用及销售&管理费用率	11
图表 12 FY2015-FY2026Q1 毛利率和 Non-GAAP 净利率	11
图表 13 FY2022-FY2026Q1 经调整自由现金流	12
图表 14 2017-2027E 全球数据产量	13
图表 15 2017-2027E 全球 IT 支出及占比 GDP 规模	13
图表 16 生成式人工智能行业分类	14
图表 17 生成式人工智能行业发展历程	14
图表 18 生成式人工智能行业产业链	15
图表 19 戴尔为生成式 AI 部署提供支持的基础架构	15
图表 20 戴尔 AI 解决方案应用场景	16
图表 21 戴尔科技生成式 AI 产品及解决方案示例	16
图表 22 FY2021-FY2026Q1 服务器及网络设备收入及占比 ISG 情况	18
图表 23 FY2021-FY2026Q1 存储收入及占比 ISG 情况	18
图表 24 戴尔科技最新 ISG 产品矩阵	18
图表 25 戴尔科技 FY24Q4 至 FY26Q1 AI 服务器积压订单量	20
图表 26 AI 优化计算解决方案	21
图表 27 戴尔科技 AI 服务器主要竞争优势	21
图表 28 戴尔科技存储业务主要竞争优势及创新点	22
图表 29 FY2021-FY2026Q1 商业业务收入及占比 CSG	23
图表 30 FY2021-FY2026Q1 消费者业务收入及占比 CSG	23
图表 31 戴尔科技最新 CSG 产品矩阵	24
图表 32 CY2022Q3-CY2025Q1 戴尔北美商用 PC 市场份额及 AI PC 市场份额情况	25
图表 33 CY2021Q1-CY2025Q1 戴尔 PC 出货量、全球 PC 出货量及戴尔市场份额	26
图表 34 英特尔®酷睿™ ULTRA 处理器	26
图表 35 英特尔®酷睿™ ULTRA 处理器三大 AI 引擎	26
图表 36 DELL、DELL PRO 和 DELL PRO MAX 系列优势分析	27
图表 37 戴尔科技 AI PC 主要竞争优势	27
图表 38 戴尔 PC 产品组合与 PC 市场对比	28
图表 39 戴尔商业 PC TRU 与行业竞争者对比	28
图表 40 戴尔科技收入拆分及预测	29
图表 41 戴尔科技可比公司估值（日期：2025-7-21）	29

1 戴尔科技公司介绍

1.1 DELL 发展历程

1984 年 Michael Dell 创立 PC' s Limited, 后改名戴尔 (DELL)。发展四十余年间, 公司于 1988 年在纳斯达克交易所首先公开上市, 随后积极发展全球化业务并不断扩张至欧洲、亚洲、美洲等。2016 年 5 月 DELL 整合 EMC 并更名 DELL Technologies (戴尔科技集团), 规模巨大的科技并购案宣布完成, 2018 年戴尔科技借壳上市纽交所, 股票代码: NYSE:DELL。目前戴尔科技进入 AI 战略发展关键期, AI 将加速科技革新并成为业绩增长点, 戴尔科技 AI PC、AI 服务器将迎来新机遇。

(1) 公司初创: 1984-1988 年

1984 年, Michael Dell 在德克萨斯大学就读时, 用 1000 美元创立 PC' s Limited 公司; 1988 年, DELL 年业务增长率达 80% 并在纳斯达克公开上市, 融资 3000 万美元, 市值 8500 万美元。

(2) 全球化业务扩张: 1988-2013 年

1995 年, DELL 将全球业务扩展至欧洲、亚洲、日本和美洲; 1996 年, DELL 进军在线销售, 在马来西亚槟城开设第一个亚太客户中心; 1998 年, DELL 在中国厦门开设一个集销售、制造和支持于一体的新中心, 并宣布在爱尔兰、巴西和美国设立制造基地; 1999 年, DELL 在巴西南埃尔多拉多开设制造运营中心; 2013 年, Michael Dell 和私人股本公司 Silver Lake Partners 从公众股东手中回购股权。

(3) 并购整合与重新上市: 2013-2018 年

2015 年 10 月, DELL 斥资 670 亿美元收购 EMC 公司, EMC 旗下子公司 VMware 一并被 DELL 收入囊中; 2016 年 5 月, DELL 整合 EMC 后更名为 DELL Technologies (戴尔科技集团), 标志着规模巨大的科技并购案完成。由 Dell、Dell EMC、VMware、Virtustream、RSA、Pivotal 和 Secureworks 七大成员组成, 全面覆盖边缘计算、数据中心和云领域, 可为用户构建一站式“端到端”的全栈解决方案; 2018 年 12 月 28 日, 戴尔科技借壳重新上市纽交所 (NYSE:DELL)。

(4) AI 布局: 2018 年至今

DELL 不断加速 AI 布局及新产品发布, AI 成为 DELL 业绩新增长点。

图表 1 DELL 发展历程



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

1.2 戴尔科技 AI 布局及产品矩阵

2018 年戴尔科技董事长兼 CEO Michael Dell 在集团全球峰会对 AI 和数据进行比喻：“如果把 AI 比作火箭，数据就是燃料。”戴尔 AI 战略凭借四条支柱 “AI in、AI on、AI with 和 AI for” 开始深入布局。

图表 2 戴尔科技 AI 布局及产品解决方案

AI 布局	内涵	产品及解决方案情况
AI in	将 AI 嵌入戴尔产品组合中	2018 年戴尔高端存储 PowerMax，内置机器学习引擎
		2020 年戴尔中端存储 PowerStore，机器学习得到更广泛运用
		Dell Optimizer 智能调优软件，使用 AI 和机器学习智能动态优化计算机性能
		Dell CloudIQ 基于云的战略 AIOps (IT 运营人工智能) 应用程序
		CyberSense 内置机器学习算法针对最新的木马病毒和勒索软件进行训练
AI on	让企业得以运行 AI 工作负载的解决方案	PowerEdge 产品组合：PowerEdge XE9680、PowerEdge XE9640 和 PowerEdge XE8640
		Precision 工作站：专为人工智能、机器学习和深度学习而设计的高性能计算机
		AI MLOps：基于 cnvrg.io 的人工智能解决方案
		适用于虚拟化环境的 AI：基于 VMware 的人工智能解决方案
		自动机器学习：基于 H2O.ai 的人工智能解决方案，可以自动化算法选择、特征生成、超参数调优和模型评估
		智能视频分析：基于 Deep Vision AI 平台的人工智能解决方案，可以在边缘部署，进行视频转码和深度学习推理，实现更智能、更安全的环境。
AI for	凭借 AI 实践现代化业务	防止零售损失：基于 Everseen 的人工智能解决方案，可以帮助零售商在商店结账通道降低库存损失，利用 AI 驱动的软硬件技术。
		故障排除智能生态系统——Contact Connect AI (CCA)：利用自然语言理解 (NLU) 来改善客户体验并缩短问题解决时间
AI with	与 AI 领导者共同构建生态系统	与 AI 芯片领域主要的供应商 NVIDIA 合作成果：PowerEdge XE9680 服务器是业界首款可配备 8 块 GPU 的高性能服务器，可以快速开发、训练及部署像 ChatGPT 这样的大型机器学习模型，助推更多 AIGC 场景快速落地
		开源领域：通过 Omnia 开源软件推动高性能计算、人工智能和数据分析的融合，AI 团队可以大大简化先进计算工作负载管理，帮助组织加快研究和创新的速度

资料来源：戴尔科技集团发布，华安证券研究所

戴尔科技目前产品及服务分为基础设施解决方案集团 (ISG: Infrastructure Solutions Group)、客户解决方案集团 (CSG: Client Solutions Group)、其他业务。ISG 包括存储、服务器及网络设备，同时提供软件、外围设备和服务，包括咨询、支持、部署服务；CSG 包括商业用户产品及消费用户产品，同时提供配置、支持、部署及延长保修服务；其他业务包括转售 VMware LLC (前身为 “VMware, Inc”) 以及 Secureworks (NYSE: SCWX) 的产品。

图表 3 戴尔科技主要产品及服务

产品及服务名称	产品及服务介绍
基础设施解决方案集团 (ISG)	ISG 产品可分为服务器及网络设备、存储，服务器及网络设备产品组合包括高性能、通用和 AI 优化服务器，存储产品组合包括现代和传统存储解决方案，全闪存阵列、横向扩展文件、对象存储平台、超融合基础设施、软件定义存储。同时提供咨询、配置以及支持部署服务。
客户解决方案集团 (CSG)	CSG 产品可分为消费端和商业端产品，包括品牌 PC（笔记本电脑、台式机和工作站）和品牌外围设备（显示器、扩展坞、键盘、鼠标、网络摄像头和音频设备），以及第三方软件和外围设备。同时提供配置、支持部署以及延长保修服务
其他业务	包括对 VMware 公司独立产品的转售业务以及 SecureWorks 公司提供的安全服务产品。

资料来源：公司财报，华安证券研究所

1.3 核心管理团队经验丰富

Michael S. Dell 为戴尔科技创始人兼 CEO，管理层团队经验丰富。Michael S. Dell 先生目前担任戴尔科技董事会主席兼 CEO，是世界经济论坛基金会董事会荣誉成员，也是国际商业理事会执行委员会成员。Jeffrey W. Clarke 先生担任戴尔科技副董事长兼 COO，直接管理公司 ISG 和 CSG 两大核心业务板块，负责戴尔科技全球制造、采购和供应链管理，制定长期技术路线图，重点布局云计算、边缘计算、电信基础设施等新兴领域。Yvonne McGill 女士担任戴尔科技 CFO，负责统筹会计管理、财务规划与分析、税务筹划、资金运营及投资者关系，主导企业发展战略（含并购与资本运作）、全球商业运营及戴尔金融服务（DFS）。

图表 4 戴尔科技管理层履历介绍

姓名	职务	个人履历
Michael S. Dell	董事会主席 兼 CEO	1984 年至 2004 年 7 月担任戴尔科技全资子公司 Dell Inc. CEO 并于 2007 年 1 月重新担任戴尔科技 CEO；1998 年创立家族投资机构 MSD 资本有限合伙公司（现更名为 DFO 管理有限责任公司），专责管理其个人及家族资产；1999 年与夫人共同成立迈克尔与苏珊·戴尔基金会，为公益事业提供支持；担任世界经济论坛基金会董事会荣誉成员，国际商业理事会执行委员会成员，商业圆桌会议成员，同时在清华大学经济管理学院担任顾问委员会委员，海得拉巴印度商学院理事会成员。上市公司治理方面，现任 SecureWorks 非执行董事会主席，2016 年 9 月至 2019 年 11 月担任 VMware 董事会主席，2016 年 9 月至 2019 年 12 月担任 Pivotal Software 董事。
Jeffrey W. Clarke	副董事长兼 COO	加入戴尔前担任全球科技企业摩托罗拉公司可靠性工程师与产品工程师，1987 年以质量工程师身份加入戴尔，历任多领域工程技术及管理岗位，1995 年升任桌面开发总监。历任公司副总裁、高级副总裁，并于 2017 年 9 月起担任公司副董事长，2021 年 8 月至 2023 年 8 月担任联席首席运营官，2023 年 8 月至今担任戴尔科技首席运营官。
Yvonne McGill	CFO	加入戴尔前任职 ManTech 国际公司、普华永道会计师事务所，1997 年加入戴尔，历任公司财务总监（负责会计、税务、财务和投资者关系）、ISG

		首席财务官兼高级副总裁、全球财务规划和分析高级副总裁，2023 年 8 月起担任戴尔科技首席财务官
Richard J. Rothberg	总法律顾问 兼秘书	加入戴尔前在 Caterpillar Inc(一家设备制造公司)、IBM 信贷公司、Rogers & Wells 律师事务所任职，1999 年加入戴尔并一直在法律部门担任重要领导职务，具有丰富的法律行业经验。2013 年 11 月起担任戴尔科技总法律顾问兼秘书，负责管理戴尔科技全球法律部门并处理政府事务、合规及道德、全球安全事务。
William F. Scannell	全球销售与 客户运营总 裁	1986 年担任 EMC 销售代表，1988 年成为加拿大区经理，在不久后职责范围扩大到美国和拉丁美洲，1999 年负责管理 EMC 在欧洲、中东和非洲业务，2001 年开始负责全球销售工作并在 2007 年任命为执行副总裁。2017 年 9 月起，担任戴尔科技全球企业销售与客户运营总裁，制定市场策略，并通过向全球成熟和新兴市场的组织提供戴尔科技集团的解决方案来推动全球业务增长，领导全球市场组织，包括渠道、原始设备制造商、全球联盟和专业销售。

资料来源：公司财报，华安证券研究所

1.4 营业收入及利润恢复增长，ISG 成为新增长点

1.4.1 收入端、利润端 2025 恢复增长，预计未来保持稳定上升

收入端：2015-2025 财年戴尔科技营业收入保持稳定增长，CAGR 为 5.1%，营业收入从 2015 财年 581.19 亿美元增长至 2025 财年 955.67 亿美元，2026 财年 Q1 营业收入达 233.78 亿美元，同比增长 5.1%。2024 财年收入下降主要原因在于全球宏观经济不景气影响需求，ISG 业务收入下降 12%，其中服务器及网络销售收入下降 14%，主要原因是销售量减少，但由于附加产品和更丰富配置，服务器产品平均售价上涨抵消部分影响；CSG 业务收入下降 16%，商业产品平均售价上涨导致销量减少。2025 财年营业收入重新进入增长期，营业收入同比增长 8.1%，ISG、CSG 更加丰富的产品配置驱动收入增长，预计未来营业收入保持稳定增长。

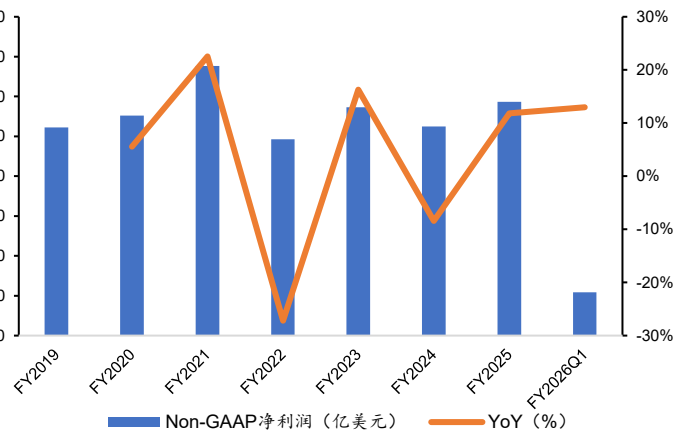
利润端：2019-2025 财年戴尔科技 Non-GAAP 净利润波动上升，CAGR 为 1.9%，Non-GAAP 净利润从 2019 财年 52.27 亿美元增长至 2025 财年 58.65 亿美元，2026 财年 Q1 Non-GAAP 净利润达 10.86 亿美元，同比增长 13%。2021 财年 Non-GAAP 净利润达到峰值 67.63 亿美元，主要原因是当年受宏观大环境影响，居家办公和线上学习人数大增，戴尔 PC 产品销量增加驱动收入增长；2022 财年 Non-GAAP 净利润回落至 49.24 亿美元，主要原因是传统业务收缩，同时电商平台的崛起和线上渠道的普及降低同行业 PC 厂商成本，冲击戴尔原有的直销模式，原有的价格优势逐渐消失；2023-2025 财年 Non-GAAP 净利润有所回升，戴尔立足全球市场加速转型新 IT 赛道，大力发展基础设施解决方案（ISG）业务，短期来看由于数据中心和云服务都遵循高成本、重资产运营模式，利润空间不如传统 PC 业务，但 ISG 业务创新和转型在收入端已初现成果，未来将成为利润增长主要驱动因素。

图表 5 戴尔科技 FY2015-FY2026Q1 营业收入及同比增长情况



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表 6 戴尔科技 FY2019-FY2026Q1 Non-GAAP 净利润及同比增长情况



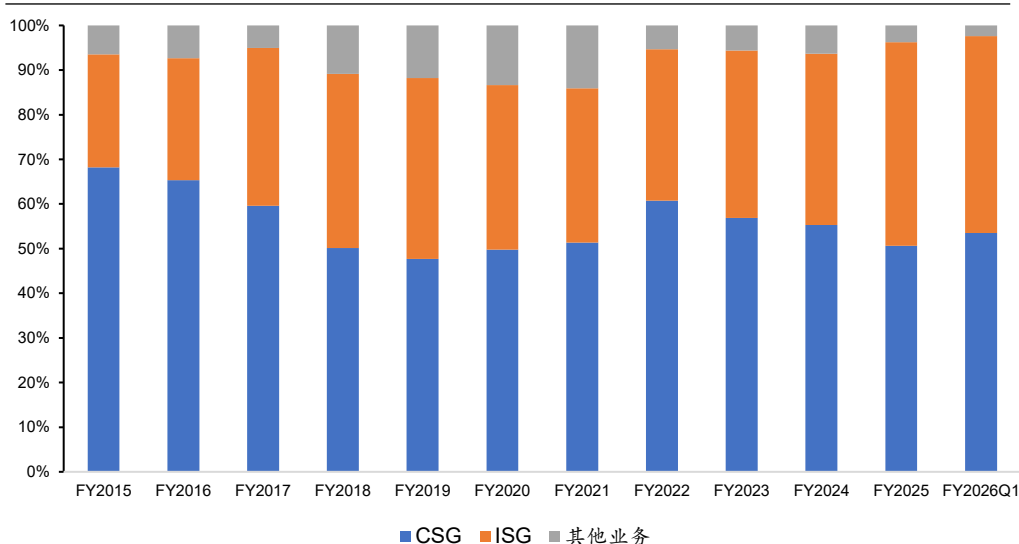
资料来源：公司财报，华安证券研究所

注：2015-2018 年 Non-GAAP 净利润公司未披露

1.4.2 ISG 收入占比逐渐增大，AI 服务器驱动 ISG 增长

根据公司财报披露口径，戴尔收入结构可分为 ISG、CSG 及其他业务。ISG 业务收入占比从 2015 财年 25.3% 增长至 2025 财年 45.6%，CAGR 为 6.1%，AI 服务器收入成为 ISG 业务增长主要驱动因素；CSG 业务占比有所下滑但仍为收入占比最大板块，2015 财年 CSG 收入占比达到 68.2%，2025 财年下降至 50.6% 但仍为收入主体，2026 财年 Q1 CSG 收入占比回升至 53.5%；其他业务收入逐渐收缩，2026 财年 Q1 下降至 2.36%。

图表 7 戴尔科技 FY2015-FY2026Q1 收入结构

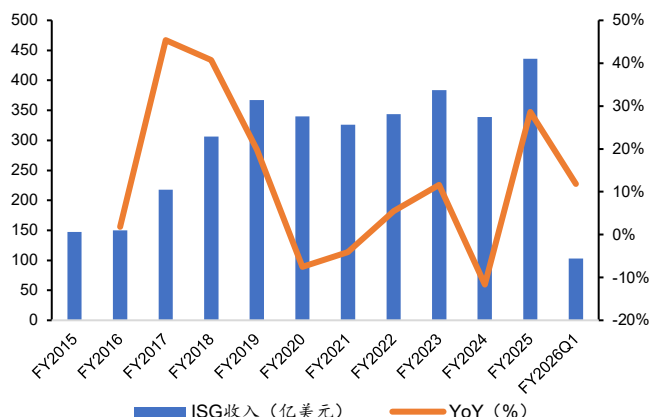


资料来源：公司财报，华安证券研究所

ISG 业务收入增长迅速，2015 财年戴尔科技 ISG 业务收入为 147.14 亿美元，2025 财年增长至 435.93 亿美元，CAGR 为 11.5%，2026 财年 Q1 ISG 业务收入为 103.17 亿美元。技术端：生成式 AI 驱动戴尔科技加速 AI 转型，凭借原有技术优势

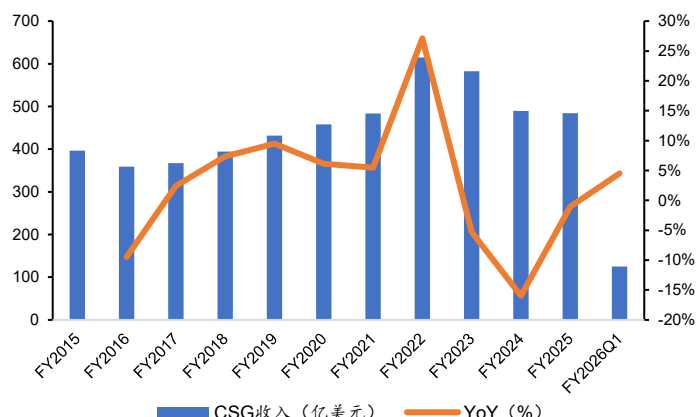
持续推出新一代 AI 优化服务器；**需求端：**数字化转型加速和云计算、大数据等新兴技术的普及，企业对高性能服务器需求不断增加，AI 优化服务器需求量大，为戴尔 ISG 业务发展提供广阔空间。CSG 业务收入增长疲软，2015 财年戴尔科技 CSG 业务收入为 396.34 亿美元，2025 财年增长至 483.93 亿美元，CAGR 为 2.0%，2022 财年达到峰值 614.64 亿美元。CSG 作为公司传统 PC 业务，主要为商业客户和消费客户提供 PC 产品，受全球经济的下行压力、地缘政治冲突及特朗普政府关税政策的影响。

图表 8 FY2015-FY2026Q1 ISG 业务收入及同比增长



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表 9 FY2015-FY2026Q1 CSG 业务收入及同比增长

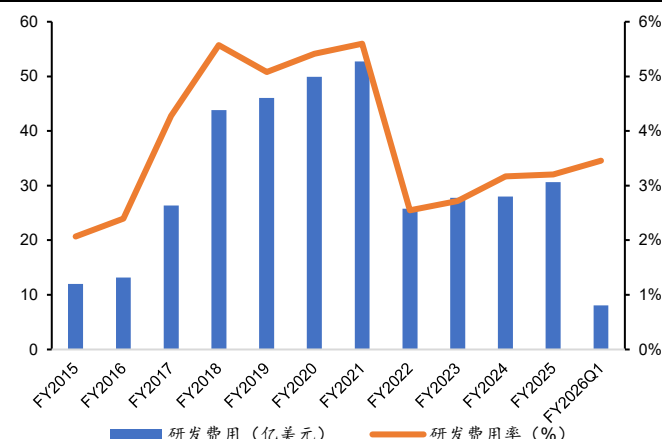


资料来源：公司财报，华安证券研究所

1.4.3 研发费用与销售&管理费用趋于稳定，毛利率与净利率回稳

研发费用 2015-2021 财年增长迅速，CAGR 为 28.0%，2021 财年研发费用支出达到峰值 52.75 亿美元，研发费用率为 5.6%，公司研发费用主要用于软件工程师团队为新兴创新技术开发新一代解决方案，同时开发核心软件赋能业务解决方案，软件融合 AI 和机器学习等核心技术。2018-2020 财年研发费用支出分别为 43.84 亿美元、46.04 亿美元、49.92 亿美元。2022 财年研发费用下降至 25.77 亿美元，主要原因在于受全球经济的下行压力和 PC 市场需求下滑影响，戴尔通过减少研发投入来优化运营成本，但 **Michael S. Dell** 表示 AI 领域研发投入并未下滑，表明**戴尔在 AI 领域未来将进行持续投入**。销售&管理费用 2015-2020 财年 CAGR 为 17.7%，2021 财年起逐渐下降，2025 财年回落至 119.52 亿美元，有利于进一步优化运营成本。2026 财年 Q1 戴尔研发费用 8.08 亿美元，研发费用率 3.5%，销售&管理费用 29.64 亿美元，销售&管理费用率 12.7%，费率逐渐趋于稳定。

图表 10 FY2015-FY2026Q1 研发费用及研发费用率



资料来源：公司财报，华安证券研究所

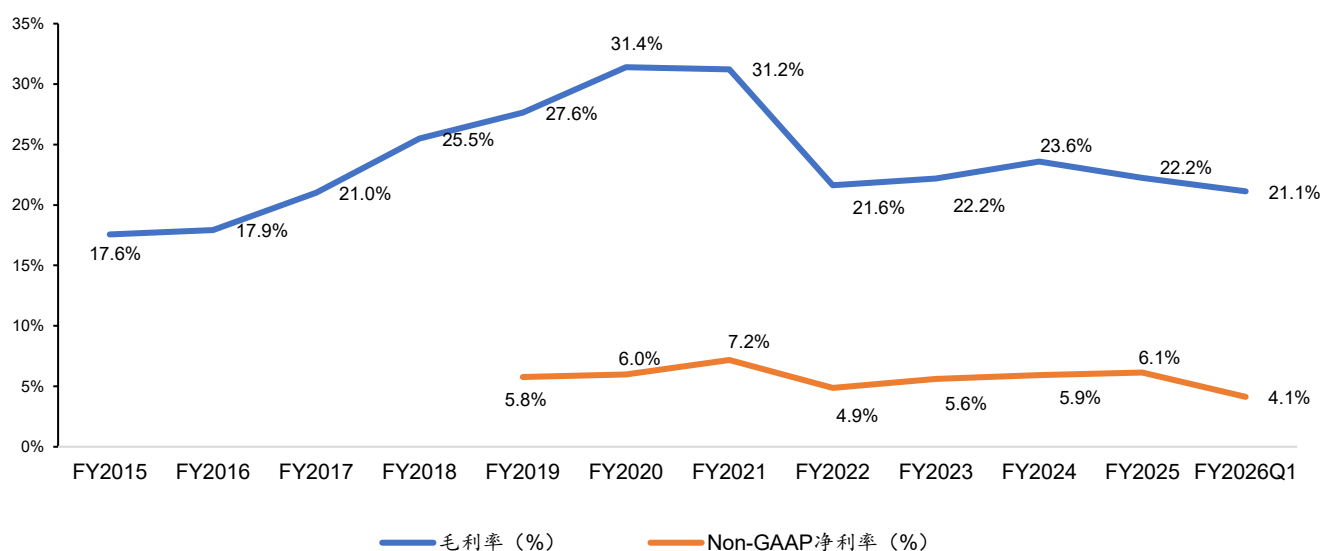
图表 11 FY2015-FY2026Q1 销售&管理费用及销售&管理费用率



资料来源：公司财报，华安证券研究所

毛利率 2015 至 2021 财年年保持稳定增长，CAGR 为 10.1%，2022 财年下滑至 21.6%，主要原因在于 CSG 业务占比提升以及 ISG 内部产品组合的结构性调整，同时相关零部件与物流成本上升进一步加剧毛利率下滑，2023 财年起毛利率平稳上升并在 2025 财年达到 22.2%。Non-GAAP 净利率 2019-2025 年保持稳定，2022 财年下滑至 4.9%后逐渐回升，2025 财年及 2026 财年 Q1 毛利率分别为 22.2%、21.1%，Non-GAAP 净利率分别为 6.1%、4.1%，毛利率与 Non-GAAP 净利率在最新季度略有下降主要原因在于 AI 服务器需求激增，AI 服务器订单收入在 2026 财年一季度成为新增长点，但营业成本相比传统 PC 较高，因此导致一季度毛利率及 Non-GAAP 净利率有所下滑。

图表 12 FY2015-FY2026Q1 毛利率和 Non-GAAP 净利率



资料来源：公司财报，华安证券研究所 注：FY2015-FY2018 公司 Non-GAAP 净利率未披露

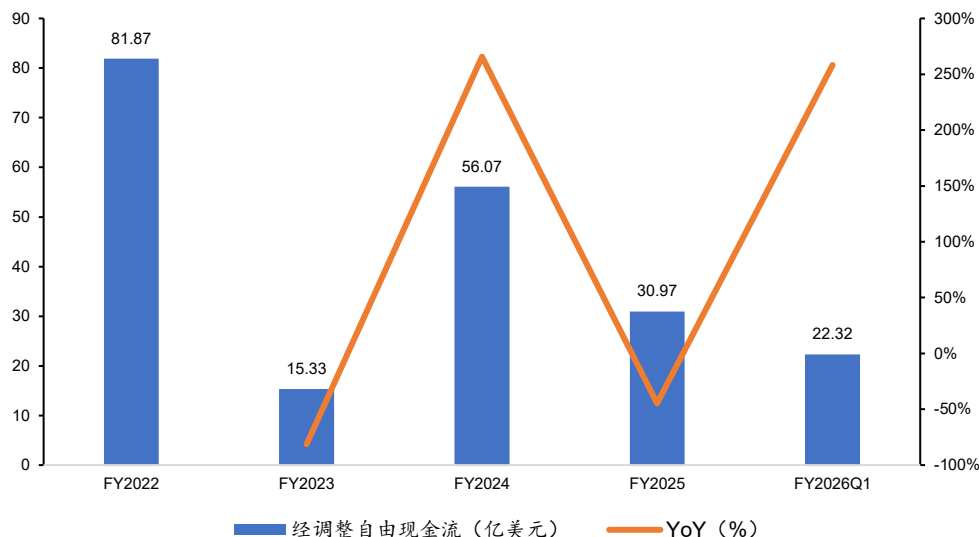
1.4.4 高自由现金流加速 AI 及 ISG 基础设施领域投资

戴尔科技经调整自由现金流 2022-2025 财年维持较高水平，经调整自由现金流

平均值为 46.06 亿美元。高自由现金流加速戴尔在 AI 和 ISG 基础设施领域的投资，戴尔正从传统 PC 制造商向 AI 驱动的基础设施服务商转型，充足的自由现金流支持 ISG 部门扩张，2025 财年 ISG 业务收入占比达到 45.6%，成为收入增长的核心驱动因素。目前戴尔在 AI 服务器和数据中心领域需求激增，需要大量资本投入以扩大产能和技术研发。戴尔 2026 财年 Q1 财报显示，经调整自由现金流为 22.32 亿美元，2025 财年 Q1 为 6.23 亿美元，同比增长 258.3%，AI 发展呈加速状态，季度采购 AI 解决方案的企业客户数量保持增长。

戴尔保持高自由现金流有利于优化资本结构和降低融资成本，减少了对外部融资的依赖，降低利息支出和债务风险，近年来戴尔通过现金流而非举债完成股票回购和分红，在回报股东的同时也避免过度杠杆化。2025 财年戴尔宣布新增 100 亿美元股票回购授权，年度现金股利上调 18%，预计达到普通股每股 2.10 美元。

图表 13 FY2022-FY2026Q1 经调整自由现金流



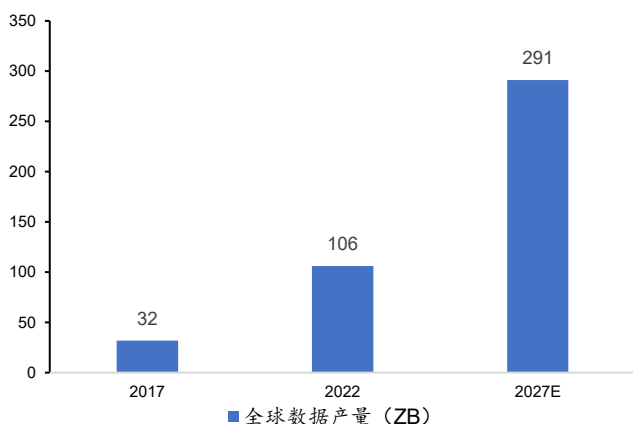
资料来源：公司财报，华安证券研究所

2 生成式 AI 赋能 PC、服务器业务

2.1 数据转化业务价值，IT 技术支出不断增加

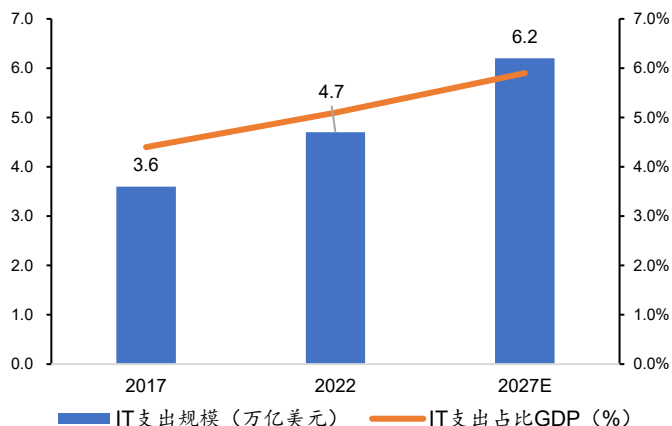
根据 IDC 统计的全球数据报告显示，全球数据产量呈爆炸式增长，2017 年全球数据产量为 32ZB（ZB 为数据存储计量单位，表示十万万亿字节），2022 年达到 106ZB，预测 2027 年全球数据产量为 291ZB，CAGR 为 25%。源源不断产生的数据将成为未来企业最宝贵的资产，如何将其转化为业务价值，对传统计算机的数据管理、数据存储、数据处理能力提出新的要求。IDC 报告显示 IT 技术支出占比 GDP 规模高速增长，2017 年 IT 技术支出占比 GDP4.4% 达到 3.6 万亿美元，2022 年占比 5.1% 达到 4.7 万亿美元，预计 2027 年将占比 5.9% 达到 6.2 万亿美元，IT 技术支出增加促进底层技术升级，算力成为核心驱动力，例如生成式 AI (GenAI) 的训练和推理高度依赖高性能算力 (如 GPU)，AI 优化服务器投资将成为未来 IT 支出的主要动力。

图表 14 2017-2027E 全球数据产量



资料来源: IDC, 华安证券研究所

图表 15 2017-2027E 全球 IT 支出及占比 GDP 规模



资料来源: IDC, 华安证券研究所

2.2 生成式人工智能 (GenAI) 驱动行业数智化转型

生成式人工智能 (GenAI) 是人工智能的一个分支。是指能够通过学习和理解大量的数据, 自动生成全新的、具有一定创造性和多样性的内容的人工智能技术。这些内容可以包括但不限于文本、图像、音频、视频、代码等多种形式。生成式人工智能通常基于深度学习等技术架构, 利用神经网络的强大学习能力, 从数据中提取模式和特征, 然后根据这些学习到的知识来生成新的、类似但又不完全相同于训练数据的输出。按照行业分类来看, 可以分为基于生成对抗网络 (GAN) 的生成式 AI、基于变分自编码器 (VAE) 的生成式 AI、基于自回归模型的生成式 AI、基于流模式的生成式 AI。**戴尔服务器产品 Dell PowerEdge AI 服务器**可为上述生成式 AI 模型 (包括 GAN、VAE、自回归、流模式) 提供高性能、高可靠性的计算支持。

静态到动态模型转变, 数据转化价值。生成式人工智能 (GenAI) 以强大的力量重塑企业运营模式、自动化流程以及创新发展路径。传统数字化依赖有限且僵化的模型, GenAI 的出现带来革命性变化, 其自我学习的动态模型能够实时从海量数据中汲取知识并不断优化自身, 将数据转化为业务价值, 极大提升了企业应对商业环境复杂性的能力, 同时也显著提高了决策和运营效率。

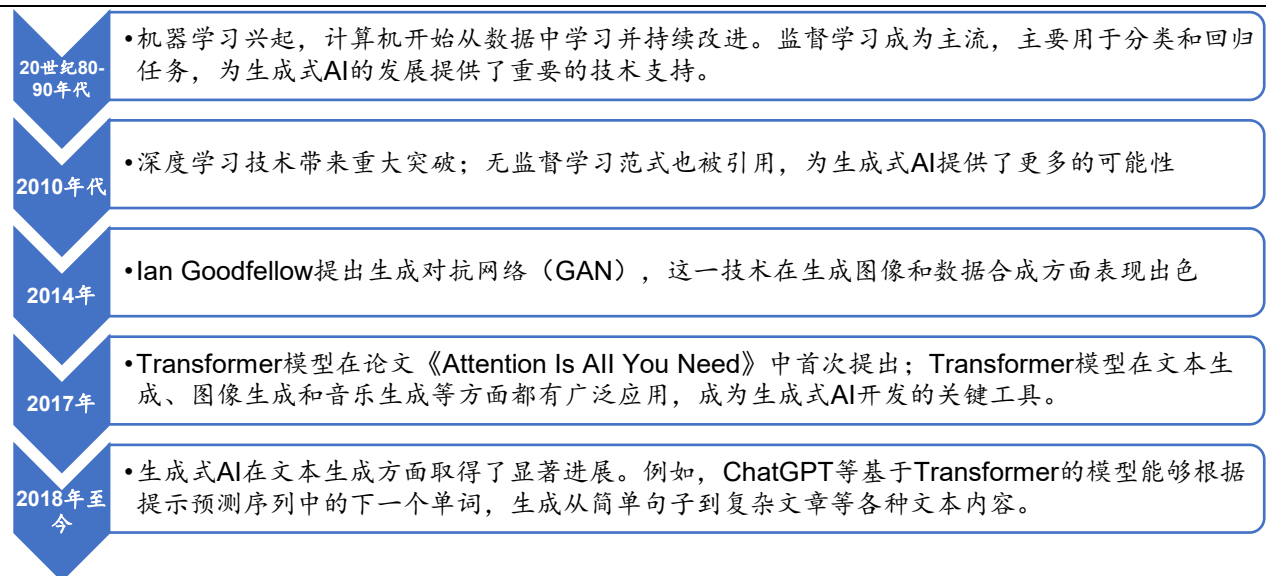
图表 16 生成式人工智能行业分类



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

生成式人工智能 (GenAI) 行业发展历程是一个从理论探索到技术突破，再到广泛应用的过程。生成式人工智能 (GenAI) 起源可以追溯到上个世纪 50 年代，当时科学家开始研究如何利用计算机生成新的、有用的信息，这一时期的探索为后续的生成式 AI 技术奠定了理论基础。2010 年起深度学习技术的重大突破为生成式 AI 技术发展带来更大可能性，随后生成对抗网络 (GAN)、Transformer 模型的提出与应用，促使生成式 AI 在图像数据合成、文本生成、图像合成、音乐生成等方面更广泛运用。

图表 17 生成式人工智能行业发展历程

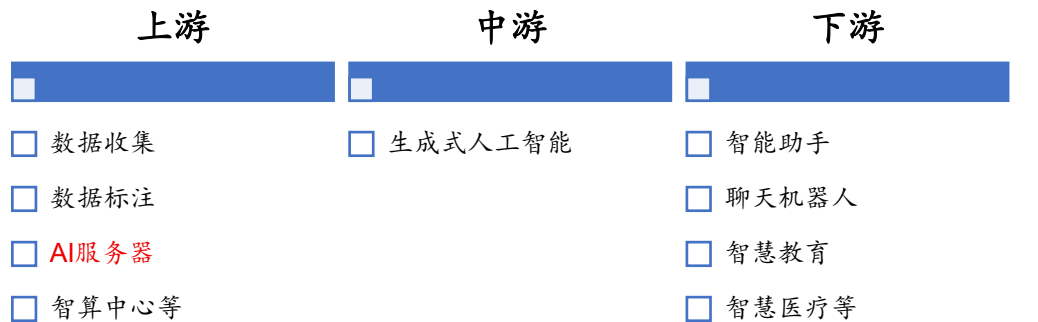


资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

生成式人工智能行业产业链涵盖了从基础层到应用层的多个环节。上游基础层包括原始数据的收集、处理、标注、AI 服务器和智算中心。下游应用层的智能助手、聊天机器人等应用已经广泛普及，为用户提供了便捷的服务，目前智能助手作为 AI 产业链终端产品正成为众多 AI 科技企业竞相发展的目标，AI 智能助手已在教育、医疗、办公、企业

服务等众多板块有广泛运用,而生成式 AI 在智慧教育、智慧安防等领域的应用不断拓展,提升了公共服务水平和效率。戴尔科技 ISG 业务聚焦生成式 AI 产业链上游 AI 服务器,技术层面为中下游产品及终端(如 AI Agent)提供强大的算力支持。

图表 18 生成式人工智能行业产业链



资料来源: 华经产业研究院, 华安证券研究所

戴尔科技全球首席技术官 John Roese 在 2024 年技术预测媒体沟通会对戴尔未来展望包括: 生成式 AI 讨论重点将从理论转向实践、2024 年真正的零信任势在必行、边缘平台蓬勃发展、量子计算与生成式 AI 密不可分等。John Roese 表示 2024 年将进入 AI PC 部署的早期阶段, 2025、2026 年大部分 PC 都将额外增加 AI 处理能力。

图表 19 戴尔为生成式 AI 部署提供支持的基础架构

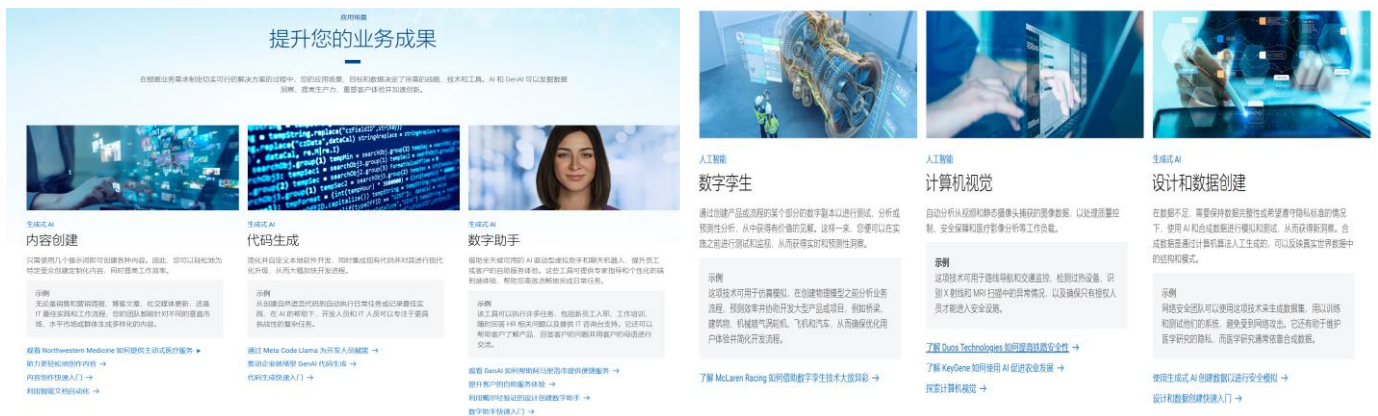


资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

戴尔 AI 解决方案应用场景广泛。根据业务需求制定切实可行的解决方案, 应用场景、目标和数据决定了所需的战略、技术和工具, AI 和 GenAI 可以发掘数据洞察、提高生产力、重塑客户体验并加速创新。基于生成式 AI 的应用场景包括内容创建、代码生成、数字助手、设计和数据创建, 基于 AI 的应用场景包括计算机视觉数字孪生, 通过 AI 和生成式 AI 技术推动业务转型, 助力企业在瞬息万变的环境中提升竞争力, 进一步提升

业务成果。

图表 20 戴尔 AI 解决方案应用场景



资料来源：公司官网，华安证券研究所

生成式 AI 赋能戴尔 AIPC、AI 服务器，成为未来发展主要方向。当下及未来 PC 需要释放 AI 性能，提供更高效、智能的生产力，满足多元化差异化需求，例如越来越多用户使用的“文生文、图生图”等创意设计型生成式 AI 应用，若在终端侧能够有更强劲的算力支持，则可以在有限时间内进行更多的尝试，甚至可以帮助创作者寻找灵感。目前戴尔基于生成式 AI 技术的产品及解决方案包括 PowerEdge 产品组合、戴尔人工智能工厂 AI Factory 解决方案组合等。

图表 21 戴尔科技生成式 AI 产品及解决方案示例

产品名称	产品介绍	图片
PowerEdge 产品组合	Dell PowerEdge XE7745 专为企业 AI 工作负载而打造的一款 4U 服务器，支持 2 个第 5 代 AMD EPYC 9005 系列处理器（每个处理器具有多达 192 个 Zen5 核心）、多达 24 个 DDR5 DIMM 插槽、8 个冗余交流/直流电源装置。	
	Dell PowerEdge R6725 该系统是 1U 服务器，支持 2 个第 5 代 AMD EPYC 9005 系列处理器，每个处理器多达 96 个 Zen5 内核。	
	Dell PowerEdge R7725 是一款高度可扩展的双路 2U 机架式服务器，它在一个套件中增加了 50% 的内核，并具有多达 2 个 SW GPU，不仅性能强大，还提供灵活的配置方案。这款服务器不仅适用于传统工作负载，还适用于大数据分析、AI/ML 和高性能计算 (HPC) 等新兴工作负载。	
	Dell PowerEdge R6715 该系统为 1U 服务器，支持一个第 5 代 AMD EPYC 9005 系列处理器，每个处理器具有多达 64 个 Zen5 核心	

	Dell PowerEdge R7715	该系统为 2U 服务器，支持一个第 5 代 AMD EPYC 9005 系列处理器，每个处理器具有多达 64 个核心。	
AI PC	Latitude 7455	首款搭载 Windows 11 Arm® 的 AI PC，采用高端设计，具备强大的设备端 AI 功能以及卓越的速度和效率。Latitude 7455 最高搭载骁龙 X Elite，可轻松处理复杂的工作负载，并提供突破性的电池续航时间。	
戴尔人工智能工厂 AI Factory 解决方案组合		满足各种 AI 需求，提供世界上最广泛的 AI 解决方案组合，从桌面环境到数据中心和云平台。戴尔生成式 AI 解决方案由 AMD 提供支持，在配备 AMD Instinct MI9680X 加速器的戴尔 PowerEdge XE300 服务器上运行，支持一系列 AI 应用程序，包括 AI 推理、检索增强生成 (RAG) 和自定义。	

资料来源：StorageReview，公司官网，华安证券研究所

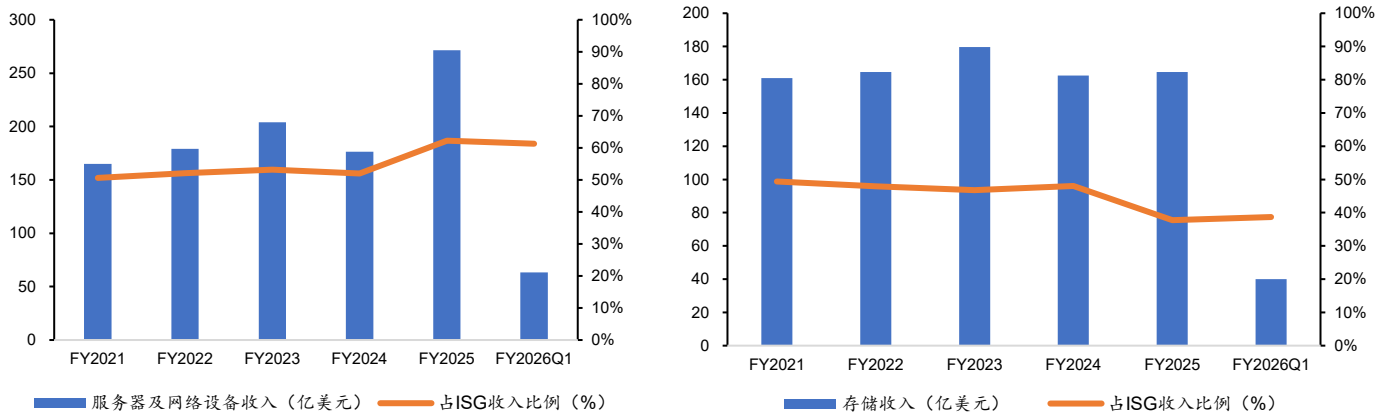
3 ISG 基础设施解决方案集团

3.1 服务器及网络设备收入及占比持续上升

ISG 全称为 Infrastructure Solutions Group 基础设施解决方案集团，主要通过 AI、机器学习、数据分析和混合云的解决方案来支持客户数字化转型。ISG 解决方案为混合云环境而构建，经过优化可在公有云和私有云及本地运行工作负载。产品可分为服务器及网络设备、存储，同时 ISG 还提供软件、外围设备和服务，包括咨询、配置以及支持和部署。

2021-2025 财年服务器及网络设备收入及占 ISG 收入比例持续上升。收入从 2021 财年 164.97 亿美元增长至 2025 财年 271.36 亿美元，CAGR 为 13.2%，2025 财年占 ISG 收入比例扩大至 62.2%，2026 财年 Q1 服务器及网络设备收入为 63.21 亿美元，占 ISG 收入 61.3%，主要原因是 AI 服务器需求量激增，戴尔 AI 服务器订单收入驱动 ISG 及营业总收入增长，传统服务器及网络设备增长较小程度影响其收入增长。**2021-2025 财年存储收入增长缓慢，占 ISG 收入比例持续下降。**2021 财年存储业务收入为 160.91 亿美元，2025 财年收入增长至 164.57 亿美元，CAGR 为 0.6%，占 ISG 业务收入比例持续下降，2025 财年占 ISG 业务收入比例为 37.8%，主要原因是 2025 财年服务器及网络设备收入大幅增加，核心存储产品增加驱动存储业务收入增长但幅度较小，导致存储业务收入占 ISG 收入比例下降。2026 财年 Q1 存储业务收入为 39.96 亿美元，占 ISG 业务收入比例 38.7%。

图表 22 FY2021-FY2026Q1 服务器及网络设备收入及占比 ISG 情况
 图表 23 FY2021-FY2026Q1 存储收入及占比 ISG 情况



资料来源：公司财报，华安证券研究所

资料来源：公司财报，华安证券研究所

3.2 ISG 最新产品矩阵

目前戴尔最新服务器产品主要以 PowerEdge 系列产品组合为核心，覆盖从通用计算到高性能计算 (HPC)、人工智能优化服务器 (AI) 和边缘场景。按照功能及产品工作负载来分类，可分为 AI 服务器、数据中心服务器、边缘服务器，不同类型服务器搭配不同机架单元，内存和存储量适配不同产品功能。存储产品线包括现代和传统存储解决方案，包括全闪存阵列、横向扩展闪存、对象平台、超融合基础设施和软件定义存储。经过 AI 优化的存储产品包括 PowerStore、PowerFlex、PowerScale 和 PowerMax，智能、灵活、安全和适应性是其核心价值所在。

图表 24 戴尔科技最新 ISG 产品矩阵

产品分类	产品名称	产品介绍	图片
服务器	AI 服务器	PowerEdge XE9680 机架单元 6U；工作负载 AI 和机器学习、DL 大型数据集训练、HPC、CRISP 和医疗保健；GPU 8 个 H20；2 个第五代英特尔® 至强® 可扩展处理器；最大内存 32 条 128GB DDR (4TB)；最大存储容量 6 个 E3.S 或 8 个 2.5" SAS/SATA/NVMe (122.88 TB)	
		PowerEdge R760xa 机架单元 2U；AI、机器学习、DL 培训和推理、HPC 和渲染场以及虚拟化；GPU 4 个 400 W (DW) 或 12 个 75 W (SW)；2 个第五代英特尔® 至强® 可扩展处理器；最大内存 32 根 256 GB DDR5 (8 TB)；最大存储容量 8 个 2.5" SAS/SATA/NVMe (122.88 TB)	
	数据中心服务器	新 PowerEdge R6715 机架单元 1U；数据分析、密集虚拟化、软件定义的存储；1 个第五代 AMD EPYC™ 9005 系列处理器；最大内存 24 根 96 GB DDR5 (1.5 TB)；最大存储容量 8 个 2.5" (122.88 TB) 或 16 个 E3.S (245.76 TB)	
		全新 PowerEdge R7715 机架单元 2U；数据分析、密集虚拟化、软件定义的存储；1 个第五代 AMD EPYC™ 9005 系列处理器；最大内存 24 根 96 GB DDR5 (2.3 TB)；最大存储容量 16 个 2.5" + 8 个 U.2 (184.24 TB) 或 16 个 E3.S (245.76 TB)	
		新 PowerEdge R470 机架单元 1U；虚拟化/云级，横向扩展数据库，边缘计算，高性能计算，软件定义的存储节点；1 个第 6 代英特尔® 至强® 可扩展处理器；最大内存 16 根 64 GB DDR5 (1 TB)；最大存储容量 8 个 E3.S (122.4 TB)；8 个 2.5" SAS/SATA/NVMe (122.4 TB)	

边缘服务器	新 PowerEdge R6725	机架单元 1U; 虚拟化、VDI、高性能计算 (HPC); 2 个第五代 AMD EPYC™ 9005 系列处理器; 最大内存 24 根 96 GB DDR5 (2.3 TB); 最大存储容量 8 个 2.5" 或 8 个 E3.S (122.88 TB)	
	全新 PowerEdge R7725	机架单元 1U; 虚拟化、VDI、高性能计算 (HPC); 2 个第五代 AMD EPYC™ 9005 系列处理器; GPU 2 个 75 W (SW); 最大内存 24 根 96 GB DDR5 (2.3 TB); 最大存储容量 16 个 2.5" + 8 个 U.2 (184.24 TB) 或 16 个 E3.S (245.76 TB)	
	PowerEdge XR5610	机架单元 1U; 集中式 RAN, 分布式 RAN, 网络边缘, 零售, 军事和国防; 1 个第五代英特尔® 至强® 可扩展处理器; GPU 2 个 75 W (SW); 2 个 350 W (DW); 最大内存最多 8 根 128 GB DDR5 (1 TB); 最大存储容量 4 个 2.5" SAS/SATA/NVMe (30.72 TB)	
	PowerEdge XR7620	机架单元 2U; 数字化制造, 机器聚合, AI 推理, 工作负载整合, 野外站点运营, 机器视觉; 2 个第五代英特尔® 至强® 可扩展处理器; GPU 5 个 75 W (SW); 2 个 350 W (DW); 最大内存 16 根 128 GB DDR5 (2 TB); 最大存储容量 8 个 E3.S NVMe SSD (51.2 TB); 4 个 2.5" SAS/SATA/NVMe (61.44 TB)	
	PowerEdge XR4000z	机架单元 2U; VDI, vSAN 和虚拟机, 机器视觉、销售点、视频监控、数据压缩; 2 个第五代英特尔® 至强® 可扩展处理器; GPU 2 个 150 W (SW); 1 个 250 W (DW); 最大内存 16 根 128 GB DDR5 (2 TB); 最大存储容量 8 个 E3.S NVMe SSD (51.2 TB); 4 个 2.5" SAS/SATA/NVMe (61.44 TB)	
	PowerEdge XR11	机架单元 1U; 电信、零售、餐厅、远程专用网络、政府和军事; 1 个第 3 代英特尔至强可扩展处理器; GPU 2 个 70 W (SW); 最大内存 8 根 128 GB DDR4 (1 TB)	
	PowerEdge XR12	机架单元 2U; 电信、零售、餐厅、远程专用网络、政府和军事; 1 个第 3 代英特尔® 至强® 可扩展处理器; GPU 2 个 75 W/150 W (SW); 2 个 300 W (DW/FH/FL); 最大内存 8 (1 TB); 最大存储容量 6 个 2.5"	
	PowerStore	面向数字企业的智能全闪存存储, 理想适用: 业务关键型事务性工作负载; VMware 应用程序; 数据库工作负载	
	PowerFlex	软件定义的基础架构性能超凡出众, 是现代企业的理想之选, 理想适用: 灵活、适应性强的架构; 线性扩展的卓越性能; 将企业工作负载整合到单一平台上	
	PowerScale	灵活性和安全性出众的横向扩展文件存储, 理想适用: 企业文件整合; 人工智能和大数据分析; 备份目标	
存储	PowerMax	安全性出众的任务关键性存储, 理想适用: 任务关键型工作负载; 零信任体系结构; 混合工作负载整合	
	Dell APEX Storage for Public Cloud	公有云中的企业级数据块、文件和保护存储软件, 理想适用: 需要大规模提供出众性能的大型数据库; 容器环境; 计算密集型高性能文件工作负载	
	Dell APEX Cloud Platforms	全包式本地基础架构, 出色对接您选择的云生态系统, 理想适用: 简化混合云; 加速应用程序交付; 优化工作负载分配	
	ECS	安全性出众的企业对象存储, 理想适用: 本地 S3 存储; 长期存档; 大数据分析	
	VxRail	经过验证的全包式超融合基础设施, 理想适用: 精心策划的 VMware HCI 解决方案, 图形密集型 VDI 和高端 2D/3D 可视化; 人工智能/机器学习, 以数据为中心, 关键任务工作负载	
	Unity XT	面向成本敏感型企业的灵活混合存储, 理想适用: 低成本基本配置; 需要闪存和磁盘的工作负载; 虚拟化应用程序和数据库	
	PowerVault	经济实惠的入门级块存储, 理想适用: 中小型企业; PowerEdge 服务器容量扩展; 边缘部署	
	Dell APEX Data Storage Services	面向数字企业的智能全闪存存储, 理想适用: 不可预测的工作负载, 难以预测存储需求; 全年都会存在使用高峰的季节性企业; 在本地采用云消费模式	

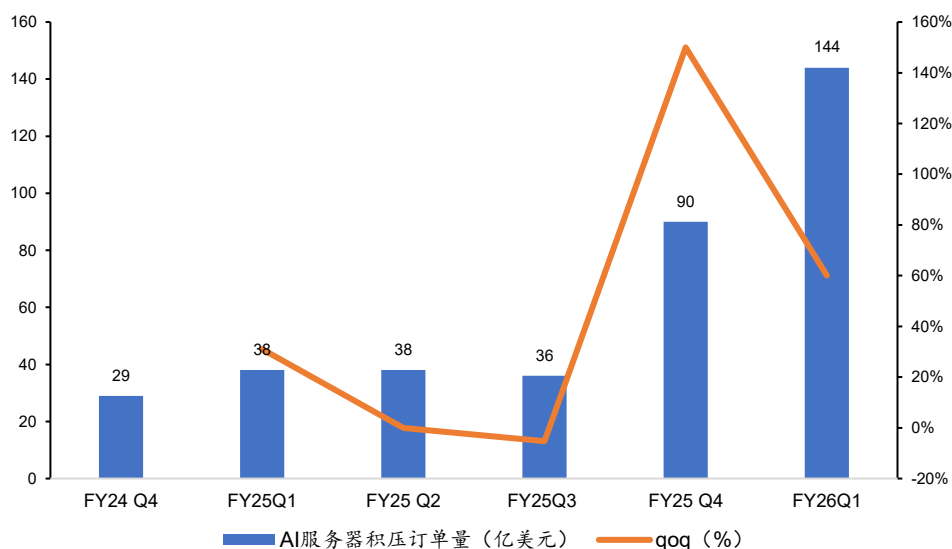
资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.3 AI 服务器成为 ISG 业务核心增量

AI 服务器强劲增长驱动 ISG 业务收入增长。服务器业务尤其是 AI 优化服务器的需求激增，促进公司整体收入增长，戴尔科技首席运营官 Jeff Clarke 表示，截至 2025 财年 Q4，与客户签订的 AI 服务器积压订单已经达到 90 亿美元，展现出戴尔在 AI 服务器业务方面深厚的技术实力和市场竞争力，直接驱动 ISG 业务收入以及营业总收入不断增长。

高性能 AI 服务器需求持续火爆，成为戴尔在未来 AI 市场核心业务增量。戴尔科技受益于高性能 AI 服务器持续扩张需求，核心客户包括伊隆·马斯克创立并领导的 xAI，以及英伟达斥资支持的 CoreWeave Inc. 等大型 AI 数据中心运营商。2 月 14 日，戴尔与 xAI 达成 50 亿美元 AI 服务器订单，协议磋商进入后期阶段，大规模 AI 订单贡献当季度 ISG 业务主要增量；5 月 29 日，美国劳伦斯伯克利国家实验室宣布美国能源部已与戴尔公司签订合同，将打造一台由英伟达芯片驱动的全新旗舰超级计算机，预计将于 2026 年投入使用，将为未来季度 AI 服务器订单贡献业务增量。戴尔科技 2026 财年 Q1 财报披露，AI 服务器订单激增至 121 亿美元，26 财年一季度 AI 服务器订单量超越 25 财年整年 AI 服务器出货量，AI 服务器积压订单量达到历史高位 144 亿美元，相比 2025 财年 Q4 90 亿美元积压订单量增长 60%，AI 服务器成为戴尔 ISG 业务以及未来 AI 市场核心增量。

图表 25 戴尔科技 FY24Q4 至 FY26Q1 AI 服务器积压订单量



资料来源：公司财报，华安证券研究所 注：FY24 Q4 之前季度 AI 服务器积压订单量未披露

产品端持续推出最新 PowerEdge 系列 AI 服务器，竞争优势显著。主要竞争优势包括模块化设计与规模化定制、核心商业模式驱动的解决方案、智能自动化以及最广泛的 AI 生态系统。戴尔最新推出的 **PowerEdge XE9712 服务器**，该服务器采用直接液冷技术，能够配备多达 72 个 GPU，满足客户对高性能计算的需求，该技术在提升散热效率的同时也为数据中心的运算能力提供了强有力的支持。**PowerEdge XE9680L 服务器**搭载 **NVIDIA Blackwell GPU**，基于定制的 4nm 处理器，拥有 2080 亿个晶体管，是目

前功能最强大的芯片之一，该架构包括两个 GPU 芯片，通过快速的 10 TB/s 芯片到芯片链路连接，实现了快速通信和高性能，可以处理复杂的人工智能模型。

图表 26 AI 优化计算解决方案

AI Optimized Compute Solutions		
XE9712		72 GPU, full rack solution - NVLink Arch, Direct liquid cooled
XE9680L & XE9685L		8 GPU, 4U configuration - Direct liquid cooled
XE7740 & XE7745		8 double or 16 single width GPU 4U, Air cooled
XE9680		8 GPU, 6U configuration - Air cooled¹
XE9640		4 GPU, 2U configuration - Direct liquid cooled
XE8640		4 GPU, 4U configuration - Air cooled
R760XA		2-4 GPU, 2U configuration - Air cooled
R750XA		2-4 GPU, 2U configuration - Air cooled

¹ XE9680 is air cooled with option for a Rear Door Heat Exchanger

资料来源：戴尔科技 FY25Q4 业绩回顾，公司官网，华安证券研究所

图表 27 戴尔科技 AI 服务器主要竞争优势

竞争优势	优势介绍
模块化设计与规模化定制 Modular design and customization at scale	高密度设计中的芯片多样性： 支持 NVIDIA、AMD、Intel 多架构芯片，适配不同 AI 工作负载
	AI 互连架构多样性： 覆盖 InfiniBand（无限带宽）、以太网及 NVIDIA Spectrum-X 网络技术，优化数据传输效率
	工程专业能力： 深度定制化能力，满足客户从边缘到数据中心的独特需求
	液冷技术领导地位： 延续数十年液冷系统研发经验，直通芯片（DTC）液冷方案提升能效比
核心商业模式驱动的解决方案 Solutions that leverage our core business model	全球化部署与支持： 覆盖 170+ 国家的部署与技术服务网络
	戴尔金融服务： 灵活融资与订阅模式（如 Apex），降低客户初始投入成本
	戴尔咨询服务： 提供 AI 战略规划、架构设计到落地的端到端支持
智能自动化能力 Intelligent Automation	CloudIQ & iDRAC 软件： 支持 AIOps（人工智能运维），实现系统健康预测与故障自愈；固件自动更新与智能散热管理，降低运维复杂度
	遥测数据流（Telemetry Streaming）： 实时监控硬件性能，优化 AI 集群资源分配
最广泛的 AI 生态系统 Broadest AI Ecosystem	戴尔 AI 工厂（Dell AI Factory）： 整合硬件、软件及合作伙伴资源，加速企业 AI 部署
	戴尔验证设计（Dell Validated Designs）： 与 NVIDIA、Hugging Face、Meta、Intel、AMD、PyTorch、RedHat、Databricks 及 Snowflake 等合作，提供预集成、调优的 AI 解决方案

资料来源：戴尔科技 FY25Q4 业绩回顾，公司官网，华安证券研究所

AI 优化存储保持行业领先地位。戴尔科技在存储业务方面优势显著，包括领先的专用存储产品组合（Leading Purpose-Built Storage Portfolio）、领先的软件定义存储（Leading Software Defined Storage Portfolio）、混合部署能力以及非结构化魔力象限领导者——针对 AI 优化。以面向未来海量数据的存储设备 PowerScale 为例，PowerScale 集成了业内领先的存储软件和服务器硬件于一体，成为释放数据潜力树立

新标准。首先 PowerScale 搭载了新一代 OneFS 操作系统；其次，PowerScale 可以做到伸缩自如，简捷如一；第三，PowerScale 具备海量数据的智能洞察能力，PowerScale 引入 Dell EMC DataIQ 软件，帮助企业从非结构化数据中获取业务价值；此外，PowerScale 可以实现任何数据在任何位置部署。

图表 28 戴尔科技存储业务主要竞争优势及创新点

竞争优势	优势介绍
领先的专用存储产品组合 Leading Purpose-Built Storage Portfolio	PowerMax: 可大规模提供出色性能，具备卓越的网络弹性、AI 驱动的自动化能力以及优越的效率，可充分挖掘数据潜力。搭载了创新的 NVMe 横向扩展体系结构 PowerMaxOS 10，结合先进的全局线内数据缩减技术，不仅能大规模提供出色性能，还能提供更强的适应性和卓越的效率。
	PowerStore: 提供了一种以数据为中心、智能且可适应的基础架构，支持传统和现代工作负载。通过可编程的自主基础架构提供智能自动化，可以简化管理并优化系统资源。它还支持主动运行状况分析，以便对环境执行监控、分析和故障处理。
领先的软件定义存储产品组合 Leading Software Defined Storage Portfolio	PowerFlex: 是一个存储虚拟化软件，可从直连存储创建基于服务器和 IP 的 SAN，以便按需提供灵活、可扩展的性能和容量。具有出色的可扩展性、卓越性能、难以抗拒的经济性、出色的灵活性、超高弹性和适配企业和服务提供商的基本功能。
	PowerScale: 具有任何规模上的简单易用性、更高的性能、更多选择自由（灵活的部署选项，包括设备、云服务或本地消费服务）、任意位置任意数据类型和不同工作负载、高效（OneFS 可提供高达 80% 的存储利用率）、优化的数据放置、企业数据保护、强大的安全选项、强大的大数据分析和公有云和多云选项等优势。
	ObjectScale: 是一款企业级横向扩展对象存储系统，可整合非结构化数据工作负载并加速应用程序创新，适用于大规模数据增长和云原生应用程序开发场景。具有 EB 级对象（从小规模起步，可扩展到 EB 级）、Kubernetes 的原生编排功能、灵活的部署方式、出众的性能和效率和强大的数据安全性等优势。
混合部署能力 Designed for Hybrid deployments	支持跨本地数据中心、公有云（AWS/Azure）及边缘节点的统一数据管理，通过 APEX 即服务模式实现灵活扩展。增强了在公有云和私有云方面的服务能力。
非结构化魔力象限领导者—针对 AI 优化 Magic Quadrant leader in unstructured - optimized for AI	九度蝉联 Gartner 魔力象限领导者，体现了戴尔在非结构化数据解决方案领域的领先地位。Gartner 在报告中指出，到 2029 年，预计将有 80% 的非结构化数据部署在整合的存储平台上，企业向统一平台转型的趋势，体现出戴尔在行业中的前瞻性。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

4 CSG 客户解决方案集团

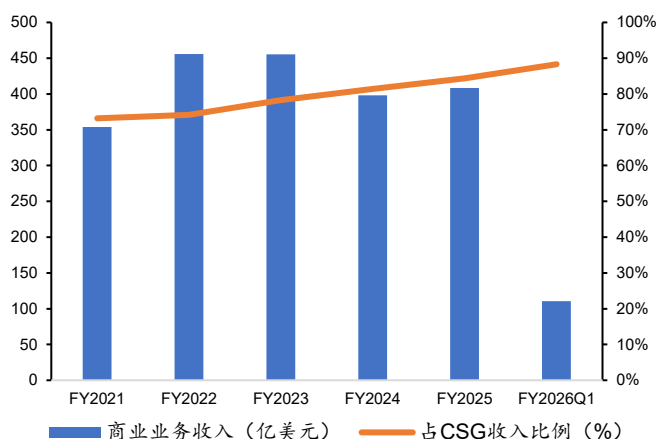
4.1 商业业务收入及占比 CSG 增加

CSG 全称为 Client Solutions Group 客户解决方案集团，主要提供品牌 PC（包括笔记本电脑、台式机和 workstation）和品牌外围设备（包括显示器、扩展坞、键盘、鼠标、网络摄像头和音频设备），以及第三方软件和外围设备。产品按照客户画像可分为商业客户和消费客户，同时 CSG 还提供服务包括配置、支持和部署以及延长保修。

2021-2025 财年商业业务收入及占 CSG 比例持续上升。2021 财年商业收入 353.96 亿美元，2022 财年大幅增加至峰值 455.76 亿美元，主要原因是宏观环境影响导致居家办公人数增长，PC 需求量暴增促进 PC 出货量增加，同时戴尔为应对供应链短缺和通货膨胀导致的成本上涨，戴尔提高平均销售价格（ASP）使得 2022 财年销售额大幅增加 28.8%；2024 财年回落至 398.14 亿美元，主要原因是全球经济的下行压力和地缘政治冲突的影响，PC 出货量下滑，2025 财年重新上涨至 408.44 亿美元，2021-2025 财年 CAGR 为 3.6%，截至 2025 财年商业业务收入占 CSG 业务比例达到 84.4%，2026 财

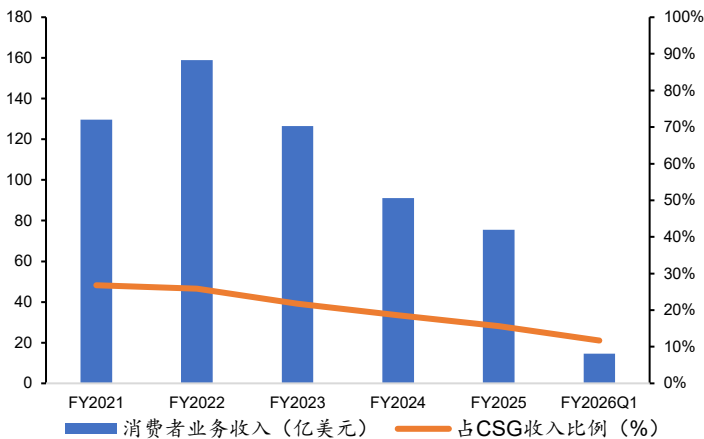
年 Q1 商业业务收入为 110.46 亿美元，占 CSG 比例达 88.3%。2021-2025 财年消费者业务占 CSG 比例持续下降，业务收入在 2022 财年上涨至 158.88 亿美元后持续下降。2025 财年消费者业务收入收缩至 75.49 亿美元，占 CSG 业务收入占比下降至 15.6%，2026 财年 Q1 消费者业务收入为 14.64 亿美元，占比持续下降至 11.7%。

图表 29 FY2021-FY2026Q1 商业业务收入及占比 CSG



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表 30 FY2021-FY2026Q1 消费者业务收入及占比 CSG



资料来源：公司财报，华安证券研究所

4.2 CSG 最新产品矩阵

戴尔目前最新 CSG 产品主要包含 PC、台式机 and 一体机、显示器等。PC 端：戴尔作为全球领先的 PC 厂商，得益于 NPU 的加入和 AI 技术持续赋能，目前已经推出多款 Windows 11 AI+PC。包括 Dell 16 Plus 和 Dell 14 Plus，另有 Dell Pro 13 Premium、Dell Pro 14 Premium、Dell Pro 16 Plus 即将发布，均搭载最新英特尔®酷睿™ Ultra 5 处理器和集成英特尔®Arc™显卡；AI PC 已推出 Dell Pro Max 14、Dell Pro Max 16 等，均搭载英特尔®酷睿™ Ultra 5 处理器，同时分别搭载 UMA 显卡和英特尔集成显卡。

戴尔对 PC 产品提供算力与安全的双重保障。算力方面戴尔在 AI PC 设计中充分考虑 NPU 的重要性，通过优化硬件结构和软件算法，充分发挥 NPU 性能优势；数据安全方面戴尔提供出厂纯净系统并且不会主动预装 AI 模型以及不采集用户信息和业务数据，采用多层安全防护策略，包括硬件层面独有加密芯片以及软件层面 ControlVault 安全解决方案和加密通信技术，元气供应方面具备稳固安全供应链，确保数据安全。

台式机和一体机 AI PC 包括 Dell Pro Max 微小型机箱台式机、Dell Pro Max 小型机箱台式机、Dell Pro Max 塔式机箱 T2 台式机。相比其他显示器价格较高，搭载英特尔®酷睿™ Ultra 5 处理器和 NVIDIA® RTX™ 2000 ADA、NVIDIA® A400 显卡。显示器方面新推出 Dell Pro 27 Plus、Dell Pro 24 Plus、Dell Pro 34 Plus 显示器等，均采用 IPS 面板切换技术，具备灵活的可调节性以及众多端口。此外戴尔 CSG 产品还包括各种电脑配件，如键盘鼠标、网络摄像头、游戏配件、坞站等，为客户在电子配件方面需求达成一站式供应。

图表 31 戴尔科技最新 CSG 产品矩阵

产品分类	产品名称	产品介绍	图片
PC	Dell 16 Plus	Windows 11 AI+ PC , 基本配置价格¥7198.99。处理器: 英特尔®酷睿™ Ultra 5 226V (40 TOPS NPU、8 核、最高可达 4.5 GHz); 显卡: 集成英特尔®Arc™ 显卡; 内存: 16GB, LPDDR5X, 8533MT/s, 集成; 存储: 1 TB M.2 PCIe NVMe 固态硬盘。采用英特尔新推出的出色客户端计算引擎从头开始构建, 旨在为创意工作者和办公人士提供前沿的 AI 体验、卓越的能效以及更散热、更安静的性能	
	Dell 14 Plus	Windows 11 AI+ PC , 基本配置价格¥6998.99。处理器: 英特尔®酷睿™ Ultra 5 处理器 226V (8MB 缓存, 8 核, 睿频最高可达 4.5 GHz); 显卡: 集成英特尔® Arc™ 显卡; 内存: 16GB, LPDDR5X, 8533MT/s, 集成; 存储: 1 TB M.2 PCIe NVMe 固态硬盘	
	Dell Pro 13 Premium	Windows 11 AI+ PC 即将推出 , 基本配置价格¥13858.00。处理器: 英特尔®酷睿™ Ultra 5 238V, vPro® (40 TOPS NPU, 8 核, 睿频最高可达 4.7GHz); 显卡: 集成英特尔®Arc™ 显卡; 内存: 32 GB; LPDDR5x, 8533 MT/s (主板集成); 存储: 512 GB TLC 固态硬盘。具有超长的电池续航时间和快速的性能, 还采用由英特尔® 酷睿™ Ultra 系列处理器提供支持的内置 AI 芯片	
	Dell Pro 14 Premium	Windows 11 AI+ PC 即将推出 , 基本配置价格¥12388.00。处理器: 英特尔®酷睿™ Ultra 5 238V, vPro® (40 TOPS NPU, 8 核, 睿频最高可达 4.7GHz); 显卡: 集成英特尔®Arc™ 显卡; 内存 32 GB; LPDDR5x, 8533 MT/s (主板集成); 存储: 512 GB TLC 固态硬盘	
	Dell Pro 16 Plus	Windows 11 AI+ PC 即将推出 , 基本配置价格¥8858.01。处理器: 英特尔®酷睿™ Ultra 5 236V vPro® (40 TOPS NPU, 8 核, 睿频最高可达 4.7 GHz); 显卡: 集成英特尔® Arc™ 显卡; 内存: 16 GB; LPDDR5x, 8533 MT/s (主板集成); 存储: 512 GB, M.2 2230, PCIe Gen4 NVMe, 固态硬盘。Dell Pro AI Studio 将 AI 功能直接集成到设备中, 提供云般流畅的体验, 无需高昂成本, 适合设备端 AI 集成	
	Dell Pro Max 14	AI PC , 基本配置价格¥14448.34。处理器: 英特尔®酷睿™ Ultra 5 235H, vPro® 企业 (18MB, 14 核, 14 线程, 睿频最高可达 5.00 GHz Turbo, 28W); 显卡: UMA 显卡; 内存: 16GB: 1x16GB, DDR5, 7500 MT/s, LPCAMM, 双通道, 非-ECC; 存储: 512GB, M.2 2230, Gen4 PCIe NVMe, 固态硬盘, Class 35	
	Dell Pro Max 16	AI PC , 基本配置价格¥14707.30。处理器: 英特尔®酷睿™ Ultra 5 235H, vPro® 企业 (18MB, 14 核, 14 线程, 睿频最高可达 5.00 GHz Turbo, 45W); 显卡: 英特尔集成显卡; 内存: 16GB: 2x8GB, DDR5, 5600 MT/s, SoDIMM, 双通道, 非-ECC; 存储: 256GB, M.2 2230, Gen4 PCIe NVMe, 固态硬盘, Class 35。内置 AI 改进工作流, 轻松处理大型数据集, 并帮助流畅运行由高级独立软件供应商 (ISV) 提供的 AI 增强型应用程序。	
台式机 and 一体机	Dell 小型机箱台式机	尺寸小巧 (8.5 L 机箱), 性能出众 , 基本配置价格¥3199.00。处理器: 英特尔® 酷睿™ i3 14100; 显卡: 英特尔® UHD 显卡 730; 内存: 16 GB: 1 个 16 GB, DDR5, 4800 MT/s; 存储: 512GB M.2 PCIe NVMe 固态硬盘。升级搭载英特尔® 酷睿™ Ultra 处理器, 可将生产力和创造力提高到新的水准, 经过精心设计, 可提高整体效率并节省时间, 同时保持系统低温安静	
	Dell 塔式机箱台式机	节省空间的可扩展 14.6 L 机箱 , 基本配置价格¥3499.00。处理器: 英特尔® 酷睿™ i3 14100 ; 显卡: 英特尔®UHD 显卡 730; 内存: 16 GB: 1 个 16 GB, DDR5, 4800 MT/s; 存储: 512GB M.2 PCIe NVMe 固态硬盘	
	Dell Pro Max 微型机箱台式机	AI PC , 基本配置价格¥18219.22。处理器: 英特尔®酷睿™ Ultra 5 235; 显卡: NVIDIA® RTX™ 2000 ADA, 12 GB GDDR6, 4 mDP to DP 适配器; 内存: 8GB: 1 x 8 GB, DDR5, 5600 MT/s, 非-ECC; 存储: 512GB 固态硬盘 TLC M.2 2230 PCIe Gen4。利用内置 AI 功能, 轻松处理大型数据集、运行复杂分析或优化机器学习模型。搭载英特尔® 酷睿™ Ultra 处理器、NVIDIA 专业显卡和现在的专用 NPU, 借助强大的设备端 AI 功能保持高效工作	
	Dell Pro Max 小型机箱台式机	AI PC , 基本配置价格¥11841.27。处理器: 英特尔®酷睿™ Ultra 5 235; 显卡: NVIDIA® A400, 4 GB GDDR6, 4 mDP to DP 适配器; 内存: 8GB: 1 x 8 GB, DDR5, 5600 MT/s, 非-ECC; 存储: 无硬盘	
	Dell Pro Max 塔式机箱 T2 台式机	AI PC , 基本配置价格¥11841.27。处理器: 英特尔®酷睿™ Ultra 5 235; 显卡: NVIDIA® A400, 4 GB GDDR6, 4 mDP to DP 适配器; 内存: 8GB: 1 x 8 GB, DDR5, 5600 MT/s, 非-ECC; 存储: 无硬盘	

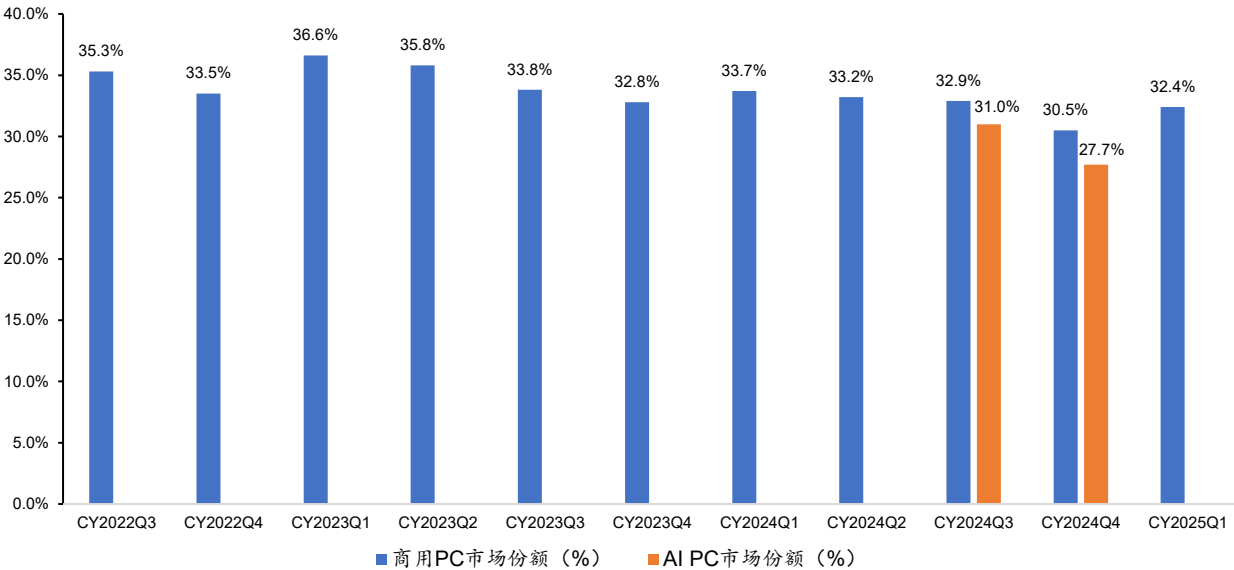
显示器	Dell Pro 27 Plus QHD USB-C Hub 显示器 - P2725DE	基本配置价格¥2289.00。尺寸：27 英寸；分辨率：2560 x 1440 100Hz；面板技术：平面内切换 (IPS) 技术；可调节性：倾斜、支点、高度、转环；端口：1 个 HDMI 端口 (HDCP 1.4)、1 个 Display Port 1.4 (HDCP1.4)、1 个带 MST (HDCP 1.4) 的 DisplayPort (输出) 端口；1 个 USB-C 5Gbps 上行端口；1 个 USB-C 5Gbps 下行端口；3 个 USB 5Gbps Type-A 下行端口；1 个 RJ45 端口	
	Dell Pro 24 Plus QHD 显示器 - P2425D	基本配置价格¥1569.01。尺寸：23.8 英寸；分辨率：2560 x 1440 100Hz；面板技术：面内交换(IPS)技术；可调节性：倾斜、旋转装置、高、旋转；端口：1 个 HDMI 端口 (HDCP1.4)、1 个 Display Port 1.4 (HDCP1.4)、1 个 USB 5Gbps Type-B 上行端口、1 个 USB-C 5Gbps 下行端口、3 个 USB 5Gbps Type-A 下行端口	
	Dell Pro 34 Plus USB-C Hub 显示器 - P3425WE	基本配置价格¥4599.00。尺寸：34.1 英寸；分辨率：3440 x 1440 100Hz；面板技术：面内交换(IPS)技术；可调节性：旋转、高、倾斜；端口：1 个 HDMI 端口 (HDCP 1.4)、1 个 DisplayPort 1.4 端口 (HDCP 1.4)、3 个 USB Type-A 5Gbps 下行端口、1 个 USB Type-B 5Gbps 上行端口、1 个 USB-C 5Gbps 下行端口 (功率输出高达 15 W)、1 个 USB-C 5Gbps 上行端口	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

4.3 商用 PC、AI PC 北美市场地位领先

AI PC 强势领先地位驱动 CSG 业务收入增长，商用 PC 市场北美稳居第一。根据 IDC 统计数据显示，戴尔商用 AI PC 市场份额在 2024 财年 Q3、Q4 连续居于行业第一，2024 年 Q3 市场份额达到 31.0%，Q4 市场份额为 27.7%，AI PC 方面具备强势领先地位，未来将成为 CSG 业务新增长点。2022 年 Q3 起至 2024 年 Q4 戴尔商用 PC 市场份额在北美连续居于行业第一，2024Q4 达到 30.5%，各季度平均市场份额为 33.8%，稳居北美商用 PC 行业领先地位。

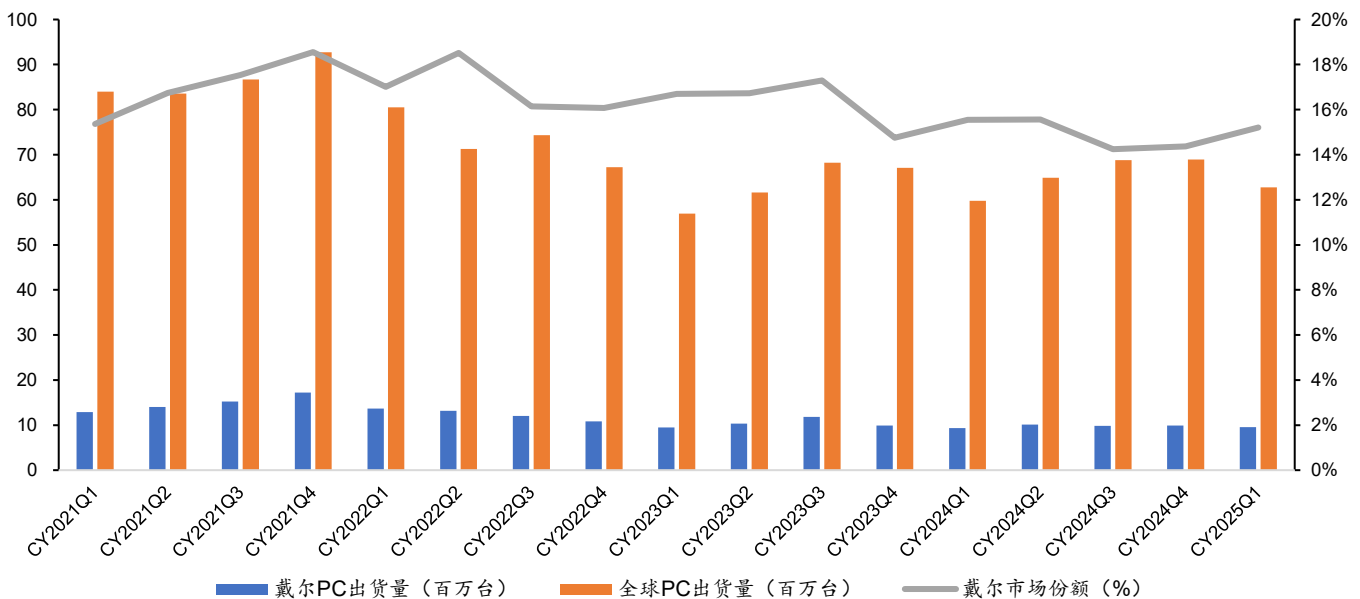
图表 32 CY2022Q3-CY2025Q1 戴尔北美商用 PC 市场份额及 AI PC 市场份额情况



资料来源：IDC，华安证券研究所 注：AI PC 市场份额仅披露 CY2024Q3 及 Q4；商用 PC 市场份额 2022Q3 以前未披露

PC 出货量市场短暂回暖，美国关税政策将影响全球 PC 市场复苏及 Windows 11 系统换代进程。2025 年 Q1 全球 PC 出货量为 62.8 百万台，同比增长 4.93%，戴尔 PC 出货量为 9.5 百万台，同比增长 2.58%，戴尔 PC 市场份额达 15.2%，仅次于联想 24.2% 及惠普 20.3% 市场份额，居于行业领先地位，PC 出货量市场短暂回暖，主要原因在于 PC 厂商在特朗普首轮关税政策前加快对美国市场出货节奏，推动 2025 年一季度 PC 市场出货量大幅度增长，后续需关注特朗普政府关税政策对全球 PC 出货量市场影响。

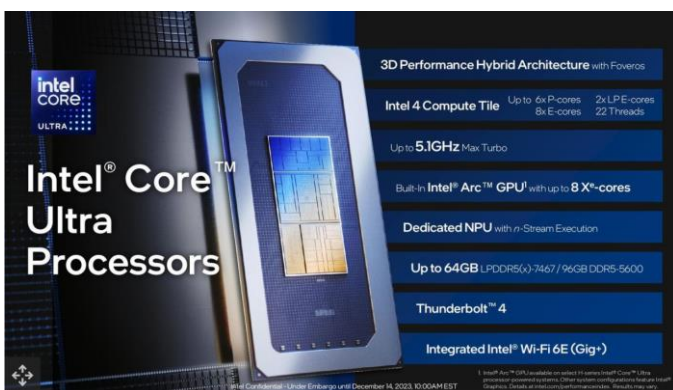
图表 33 CY2021Q1-CY2025Q1 戴尔 PC 出货量、全球 PC 出货量及戴尔市场份额



资料来源: IDC, Canalsy, 华安证券研究所

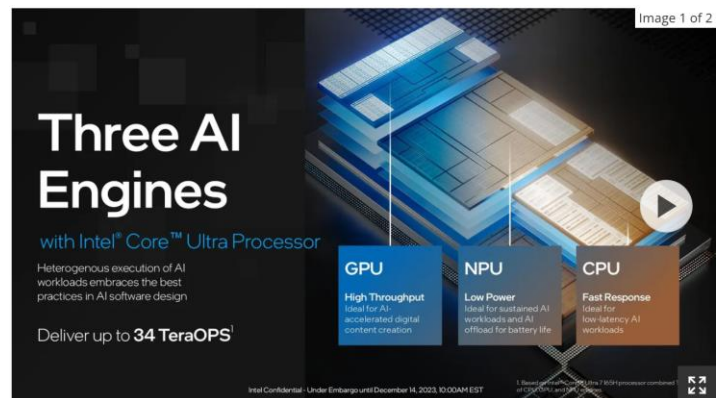
技术端: 戴尔新推出的 AI PC 搭载英特尔®酷睿™ Ultra 5 处理器, 采用全新集成多处理器封装技术 (集成中央处理器 CPU、图形处理器 GPU 和神经处理单元 NPU), 有助于显著提升日常工作效率、安全性和协作性。NPU 是神经处理单元, NPU 提供强劲的算力 (40TOPS 甚至更多) 使得 AI PC 运行速度远超传统 PC, 作为 AI 专用芯片负责特定的 AI 工作负载, 让 GPU 和 CPU 能够专注于各自工作负载, 在提高设备的整体性能同时还延长了电池续航时间。例如, 借助 NPU 实现自动取景、背景模糊和眼球追踪等任务的卸载 (将计算任务转移到 NPU 上执行), 并与英特尔 Ultra 处理器的高效性能相结合, 能够使员工在整日 Zoom 视频会议中, 设备电池续航时间提升高达 38%, 有效节省员工的宝贵工作时间, 提高工作效率。

图表 34 英特尔®酷睿™ Ultra 处理器



资料来源: Tom's HARDWARE, 华安证券研究所

图表 35 英特尔®酷睿™ Ultra 处理器三大 AI 引擎



资料来源: Tom's HARDWARE, 华安证券研究所

AI PC 产品依据需求划分清晰, 竞争优势显著。 戴尔 AI PC 产品组合针对不同的客户群体及用途, 可分为 Dell 系列、Dell Pro 系列和 Dell Pro Max 系列, 主要用于娱乐学习或工作、专业生产以及极致性能三方面不同需求。戴尔 AI PC 具有全球领先的商用

AI PC 品牌影响力、现代设计品质及可靠性、安全性与可管理性突出以及全桌面创新等竞争优势。

图表 36 Dell、Dell Pro 和 Dell Pro Max 系列优势分析

产品名称	设计用途	配置	产品优势
Dell 系列	娱乐、学习或工作	搭载英特尔®酷睿™ Ultra (Series 2、V SKU) 处理器，可选 AMD 和骁龙® X 处理器	续航提升最高 39%；机身更薄现代设计厚度减少 14%；设备端 AI 提升效率
Dell Pro 系列	专业生产力	搭载英特尔®酷睿™ Ultra (Series 2、V 和 U SKU) 及 AMD 锐龙™ 处理器	续航比前一代提升 67% 运行时间；强大的 AI 设备端
Dell Pro Max 系列	极致性能	搭载英特尔®酷睿™ Ultra (Series 2、U SKU)、AMD 锐龙及 AMD 线程撕裂者处理器，配备专业显卡	性能比前代提升 30%；可应对从视频渲染到 AI 推理再到微调大型语言模型等高负载的工作负载

资料来源：戴尔科技 FY25Q4 业绩回顾，公司官网，华安证券研究所

图表 37 戴尔科技 AI PC 主要竞争优势

竞争优势	优势介绍
全球领先的商用 AI PC 品牌 World's leading commercial AI PC brand	市场地位： 全球商用 AI PC 市场销量第一，提供 Intel,AMD 和 Qualcomm 的最新芯片选择 技术工具： 戴尔 Pro AI Studio 是行业最全面的 AI 工具包，利用 NPU 技术加速设备端 AI
现代设计品质及可靠性 Modern designs boast ultimate quality, reliability	质量可靠： 轻薄静音设计，铰链寿命提升 3 倍以上，抗轻微跌落和碰撞
安全性与可管理性 Most secure, manageable commercial AI PCs	统一管理： 通过一站式设备管理解决方案，可管理戴尔 Pro 系列全套设备，包括 PC、显示器、扩展坞及配件
全桌面创新 Innovations across the whole desk	显示器领导地位： 全球 PC 显示器销量第一，推出首款你通过 TUV 五星级眼部舒适认证的 4K 显示器

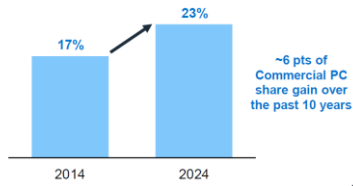
资料来源：戴尔科技 FY25Q4 业绩回顾，公司官网，华安证券研究所

聚焦商业 PC 市场，TRU 接近行业竞争对手 2 倍。戴尔通过区别于市场的独特商业模式形成竞争优势。根据 IDC 统计数据，截至 2026 年 Q1 戴尔 PC 产品组合中超过 80% 为商业 PC 产品，商业 PC 全球市场份额自 2014 年 17% 增长至 2024 年 23%，居于 PC 行业领先地位。根据 IDC 统计数据，截至 2026 财年 Q1，戴尔商业 PC 单位总收入 (TRU: Total Revenue per Unit) 为 1245 美元，行业主要竞争者商业 PC 单位总收入为 665 美元，戴尔商业 PC TRU 接近行业竞争对手 2 倍。

图表 38 戴尔 PC 产品组合与 PC 市场对比

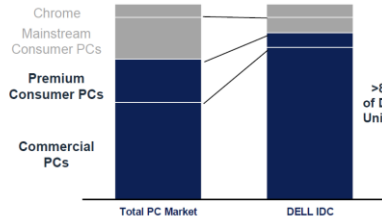
Dell Commercial PC Unit Share¹

(IDC Commercial PC Units)



PC Unit Mix²

(IDC 2025 Q1 PC Units)

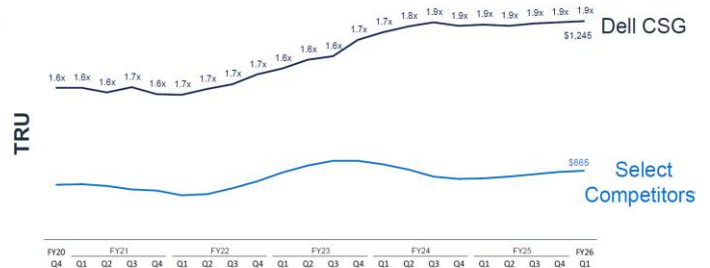


图表 39 戴尔商业 PC TRU 与行业竞争者对比

Our total revenue per unit (TRU) is nearly 2x select competitors



Our TRUs are growing at a substantial premium to the market



资料来源：戴尔科技 FY26Q1 业绩回顾，华安证券研究所

资料来源：戴尔科技 FY26Q1 业绩回顾，华安证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 驱动因素假设

戴尔科技自 2018 年起积极实施 AI 布局并进行大量研发投入，支持 AI 技术在公司业务领域的应用，目前戴尔科技已发布多款 AI 服务器和 AI PC 产品，AI 服务器、AI PC 的增量成为驱动戴尔科技 ISG 和 CSG 业务收入增长的关键因素。

ISG 指基础设施解决方案集团，业务范围包括服务器及网络设备、存储产品，以及咨询、配置和支持部署服务。2023 年全球服务器市场遇冷，传统服务器面临换代周期但云厂商对 AI 服务器需求增加，因此戴尔 ISG 业务收入从 2023 财年 383.56 亿美元下滑至 2024 财年 338.85 亿美元。2024 年全球服务器市场回暖，戴尔科技 AI 工厂进一步扩充产品组合，发布全新 PowerEdge 系列服务器，AI 服务器收入及积压订单量显著增加，驱动 2025 财年 ISG 收入增加至 435.93 亿美元。FY2025Q4 戴尔 AI 服务器积压订单 90 亿美元，2025 年 2 月 4 日彭博社消息戴尔与马斯克旗下 AI 初创公司 xAI 谈成 50 亿美元 AI 服务器交易，FY2026Q1 积压订单增长至 144 亿美元。AI 服务器收入及积压订单增加，未来将有力驱动 ISG 业务收入增长，我们预计 FY2026/FY2027/FY2028 ISG 业务收入为 528.43/570.95/605.55 亿美元，同比增长 21.2%/8.0%/6.1%。

CSG 指客户解决方案集团，业务范围包括 PC、台式机 and 一体机、显示器及各种电脑配件等产品，同时提供配置、支持和部署以及延长保修服务。全球 PC 出货量在 2022 年开始进入去库存周期，戴尔 PC 出货量受此影响也有所下滑，2024 年全球 PC 出货量开始回升。2024 年 5 月，戴尔发布多款 Windows 11 AI PC，搭载高通骁龙 X Plus 处理器；9 月推出搭载全新英特尔酷睿 Ultra 200V 系列处理器的 XPS 13。目前全球 PC 市场新一轮周期已经开启，厂商开始向 Windows 11 过渡，AI PC 撬动“换机潮”，作为行业领先的 AI PC 制造商，戴尔科技仍有多款 Windows 11 AI PC 即将推出，未来 AI PC 将成为驱动 CSG 业务增长的关键因素，但 Q2 PC 出货量预计受关税冲击有所减少，后续对 CSG 收入影响需持续跟踪美国关税政策。我们预计 FY2026/FY2027/FY2028 CSG 业务收入为 496.67/501.74/515.92 亿美元，同比增长 2.6%/1.0%/2.8%。

综上所述，我们预测戴尔科技 FY2026/FY2027/FY2028 营业收入为

1055.16/1101.56/1148.89 亿美元，同比增长 10.4%/4.4%/4.3%；归母净利润为 50.43/55.63/57.52 亿美元，同比增长 9.8%/10.3%/3.4%

图表 40 戴尔科技收入拆分及预测

戴尔科技收入拆分及预测								单位：百万美元	
	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E		
ISG	34,366	38,356	33,885	43,593	52,843	57,095	60,555		
%yoy	7.4%	1.1%	-13.6%	8.1%	21.2%	8.0%	6.1%		
CSG	61,464	58,213	48,916	48,393	49,667	50,174	51,592		
%yoy	27.1%	-5.3%	-16.0%	-1.1%	2.6%	1.0%	2.8%		
Others	5,399	5,721	5,614	3,580	3,007	2,887	2,742		
%yoy	-59.8%	6.0%	-1.9%	-36.2%	-16.0%	-4.0%	-5.0%		
Adjustment	-32	11	10	1	0	0	0		
Total Revenue	101,197	102,301	88,425	95,567	105,516	110,156	114,889		
%yoy	7.4%	1.1%	-13.6%	8.1%	10.4%	4.4%	4.3%		

资料来源：公司财报，华安证券研究所测算

5.2 相对估值

我们采用可比公司估值法进行估值，选取 PC 厂商联想集团、惠普，AI 服务器 GPU 提供商英伟达、AMD，ODM/AI 服务器制造商广达、纬创、英业达作为可比公司，采用彭博一致预期。FY2026/FY2027/FY2028 PC 厂商可比公司 PE 平均值为 9.05x/8.19x/7.61x，AI 服务器 GPU 提供商 PE 平均值为 39.60x/28.44x/24.21x，ODM/AI 服务器制造商 PE 平均值为 18.06x/15.34x/13.62x，Dell 目前盈利预测对应 FY2026/FY2027/FY2028 PE 值为 17.67x/16.01x/15.49x，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 41 戴尔科技可比公司估值（日期：2025-7-21）

公司	市值	收入			归母净利润			PE			PS		
		FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY2026E	FY2027E	FY2028E
戴尔科技 (亿美元)	890.92	1,055.16	1,101.56	1,148.89	50.43	55.63	57.52	17.67	16.01	15.49	0.84	0.81	0.78
平均值								9.05	8.19	7.61	0.32	0.31	0.30
海外 (亿美元)													
联想集团	160.25	751.79	809.46	879.19	15.76	18.17	20.56	10.17	8.82	7.79	0.21	0.20	0.18
惠普	235.38	546.77	554.95	565.14	29.65	31.13	31.73	7.94	7.56	7.42	0.43	0.42	0.42
AI Server GPU 提供商													
英伟达	42068.04	2015.27	2539.32	2925.57	1,068.31	1,416.38	1,624.15	39.38	29.70	25.90	20.87	16.57	14.38
AMD	2545.44	319.05	377.11	432.11	63.92	93.65	113.02	39.82	27.18	22.52	7.98	6.75	5.89
平均值								39.60	28.44	24.21	14.43	11.66	10.14
ODM/AI Server 制造商													
广达	360.11	769.45	997.09	1080.54	15.70	17.80	20.43	22.94	20.23	17.63	0.47	0.36	0.33
纬创	117.20	599.59	700.38	697.84	8.95	11.03	11.18	13.09	10.63	10.48	0.20	0.17	0.17
英业达	52.63	228.84	248.07	267.37	2.90	3.47	4.13	18.15	15.17	12.74	0.23	0.21	0.20
平均值								18.06	15.34	13.62	0.30	0.25	0.23

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

风险提示：

AI 优化服务器出货量不及预期风险，AI PC 出货量不及预期风险，技术研发不及预期风险，市场竞争风险

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万美元				
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E					
流动资产	36,229	38,673	38,240	38,106					
现金	3,633	6,245	5,624	4,348					
应收账款和其他	10,298	11,236	11,713	12,474					
存货	6,716	6,278	5,989	6,371					
其他流动资产	15,582	14,914	14,914	14,914					
非流动资产	43,517	44,432	44,872	46,251					
固定资产	6,336	7,171	7,942	8,746					
无形资产	4,988	5,068	4,737	5,312					
其他非流动资产	32,193	32,193	32,193	32,193					
资产总计	79,746	83,104	83,113	84,357					
流动负债	46,527	47,269	47,763	48,869					
短期借款	5,204	5,204	5,204	5,204					
应付账款及其他	20,832	22,141	22,932	24,229					
其他流动负债	20,491	19,924	19,627	19,436					
非流动负债	34,606	38,689	37,914	37,539					
长期借款	19,363	23,436	22,936	22,736					
其他非流动负债	15,243	15,253	14,978	14,803					
负债合计	81,133	85,958	85,678	86,408					
普通股及资本	9,119	9,607	10,132	10,695					
其他股东权益	-10,601	-12,556	-12,792	-12,841					
归属股东权益合计	-1,482	-2,949	-2,660	-2,145					
非控制性权益	95	95	95	95					
股东权益合计	-1,387	-2,854	-2,565	-2,050					
负债和股东权益	79,746	83,104	83,113	84,357					
现金流量表					单位:百万美元				
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E					
净利润	4,576	5,043	5,563	5,752					
折旧与摊销	3,123	3,251	3,297	3,514					
股权激励费用	785	844	881	919					
营运资金变动及其他	-3,963	473	31	-212					
经营现金净流量	4,521	9,612	9,772	9,973					
资本支出	-2,652	-2,638	-2,644	-2,757					
其他投资	437	-835	-771	-804					
投资活动净流量	-2,215	-3,473	-3,415	-3,562					
普通股回购	-2,588	-2,000	-2,100	-2,150					
支付股息	-1,275	-1,250	-1,250	-1,250					
其他	-1,952	-1,000	-1,000	-1,000					
筹资活动净流量	-5,815	-4,250	-4,350	-4,400					
现金及现金等价物	3,633	6,245	5,624	4,348					
期末余额									
利润表					单位:百万美元				
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E					
营业收入	95,567	105,516	110,156	114,889					
营业成本	74,317	82,509	85,866	89,606					
毛利润	21,250	23,007	24,290	25,283					
销售&管理费用	11,952	12,821	13,219	13,787					
研发费用	3,061	3,383	3,305	3,447					
财务费用	1,189	986	1,322	1,379					
税前利润	5,048	5,818	6,445	6,671					
所得税	472	775	881	919					
净利润	4,576	5,043	5,563	5,752					
少数股东损益	-16	0	0	0					
归母净利润	4,592	5,043	5,563	5,752					
Non-GAAP 营业利润	8,529	9,299	10,158	10,624					
Non-GAAP 净利润	5,865	6,522	7,030	7,185					
EBIT	8,529	9,299	10,158	10,624					
EBITDA	10,722	11,759	12,762	13,517					
EPS (美元)	6.38	7.35	8.26	8.88					
主要财务比率									
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E					
成长能力									
营业收入	95,567	105,516	110,156	114,889					
归属母公司净利润	4,592	5,043	5,563	5,752					
获利能力									
毛利率	22.24%	21.80%	22.05%	22.01%					
归母净利率	4.81%	4.78%	5.05%	5.01%					
ROE	-331.07%	-352.09%	-80.73%	-139.06%					
ROIC	39.99%	31.71%	33.99%	36.22%					
偿债能力									
资产负债率	101.74%	103.13%	103.09%	102.43%					
净负债比率	-1.71%	-3.32%	-2.99%	-2.37%					
流动比率	0.78	0.82	0.80	0.78					
速动比率	0.63	0.69	0.68	0.65					
营运能力									
总资产周转率	1.18	1.30	1.33	1.37					
应收账款周转率	6.46	9.80	9.60	9.50					
应付账款周转率	3.87	3.84	3.81	3.80					
每股指标 (元)									
每股收益	6.38	7.35	8.26	8.88					
每股经营现金流	6.41	14.21	14.79	15.61					
每股净资产	-1.97	-4.22	-3.88	-3.21					
估值比率									
P/E	15.10	17.67	16.01	15.49					
P/B	-52.37	-31.22	-41.14	-53.73					
P/S	0.76	0.84	0.81	0.78					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。