

戴尔：营收利润双增长保持稳健，优于行业基本面

投资评级： 增持

报告日期： 2025-7-22

行业	硬件设备
收盘价 (美元)	124.33
总市值 (亿美元)	844
流通市值 (亿美元)	384
总股本 (百万股)	679
PE (2025E)	13.3
PE (TTM)	18.86

主要观点：

● 财务表现

第一财季营收234亿美元，同比增长5%。运营利润12亿美元，同比增长21%。非GAAP运营利润17亿美元，增长10%。每股摊薄收益1.37美元，与去年同期持平。非GAAP每股摊薄收益1.55美元，增长17%。第一财季运营现金流达28亿美元，创历史新高。通过股票回购和分红向股东返还24亿美元，为2023财年以来季度平均水平的2倍以上。归母净利润9.65亿美元，同比下降3%。

● 业务发展

第一财季中，戴尔的整体销售额同比增长5%至234亿美元，高于华尔街分析师们平均估计的231亿美元。其运营利润同比增加21%，主要得益于出色的限制了关税成本及高利润业务暴增（AI服务器）。

● 盈利预测

预计2025年营业收入达1032.12亿美元，同比增长8.00%；净利润48.02亿美元，同比上升4.57%。2026年营收有望进一步增长至1143.08亿美元，同比增幅10.75%，净利润74.20亿美元，同比增长54.52%。对应PE倍数 2025年为18.31倍，2026年11.85倍，2027年9.19倍，盈利水平在2026年下滑后随行业改善与成本优化逐步修复。

● 风险提示

市场竞争剧烈程度继续增加，AI产品销售后劲乏力。AI市场拓展需要时间，这对于2026年后续的发展提出了现金流挑战。

近52周股价走势



作者

华通证券国际

研究部

SFC: AAK004

Email: research@watson.com

● 主要财务指标

百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	95,567	103,212	114,308	128,539
(+/-)%	8.08%	8.00%	10.75%	12.45%
营业利润	6,237	6,786	10,680	13,617
(+/-)%	15.27%	8.79%	57.39%	27.51%
净利润	4,592	4,802	7,420	9,569
(+/-)%	35.54%	4.57%	54.52%	28.97%
营业利润率	6.53%	6.57%	9.34%	10.59%
PE	19.63	18.31	11.85	9.19

资料来源：WIND，华通证券国际研究部

财务报表与盈利预测

资产负债表

单位:百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	36,229	42,673	49,074	53,982
现金及等价物	3,633	4,360	5,014	5,515
应收账款合计	10,298	12,358	14,211	15,632
短期融资应收	5,304	6,365	7,320	8,051
存货	6,716	8,059	9,268	10,195
其他流动资产	9,610	11,532	13,262	14,588
非流动资产	43,517	45,620	46,935	48,316
固定资产总值	6,336	6,970	7,318	7,684
长期融资应收	5,927	6,520	6,846	7,188
商誉	19,120	19,315	19,315	19,315
其他非流动	5,650	5,933	6,229	6,541
总资产	79,746	88,293	96,009	102,298
流动负债	46,527	51,978	56,616	60,237
短期借款	5,204	5,724	6,182	6,491
应付账款	20,832	23,957	26,352	28,461
应计及其他	6,597	7,257	7,837	8,229
短期递延收入	13,673	15,040	16,244	17,056
非流动负债	34,606	39,035	42,100	44,940
长期借款	19,363	22,267	24,494	26,454
长期递延收入	12,292	13,521	14,197	14,907
其他非流动负	2,951	3,246	3,408	3,579
总负债	81,133	91,013	98,715	105,177
普通股	9,119	9,119	9,119	9,119
库存股	-8,502	-10,202	-10,713	-11,248
股东权益合计	-1,387	-2,720	-2,706	-2,879
负债和股东权益	79,746	88,293	96,009	102,298

主要财务比率

单位:百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	95,567	103,212	114,308	128,539
营业利润	6,237	6,786	10,680	13,617
净利润	4,576	4,802	7,420	9,569
盈利能力				
营业利润率	6.53%	6.57%	9.34%	10.59%
净利润率	4.79%	4.65%	6.49%	7.44%
回报率分析				
总资产	79,746	88,293	96,009	102,298
总资产收益率	5.74%	5.44%	7.73%	9.35%
净资产	-1387	2719.95	2706.23	2878.98
净资产收益率	329.92%	176.55%	274.17%	332.39%
估值分析				
市盈率	19.63	18.31	11.85	9.19

利润表

单位:百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	95,567	103,212	114,308	128,539
营业成本	74,317	80,262	86,224	95,989
营业开支	15,013	16,164	17,404	18,932
营业利润	6,237	6,786	10,680	13,617
利息收入(支出)	-1,189	-1,450	-1,740	-2,088
除税前利润	5,048	5,336	8,940	11,529
减: 所得税	472	534	1,520	1,960
净利润	4,576	4,802	7,420	9,569
减: 少数股东损益	-16	0	0	0
归母净利润	4,592	4,802	7,420	9,569
EPS (美元/股)	6.51	6.94	10.72	13.83
稀释 EPS	6.38	6.84	10.57	13.63

现金流量表

单位:百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,521	6,136	8,558	10,428
净利润	4,576	4,802	7,420	9,569
折旧摊销	3,123	3,485	3,659	3,842
股权激励费用	785	746	708	673
其他非现金调整	245	200	200	200
营运资本变动	-4,208	-3,096	-3,429	-3,856
投资活动现金流	-2,215	-2,520	-2,465	-2,401
投资购买支出	-125	-375	-300	-240
投资到期与出售	382	267	187	131
资本性支出	-2,652	-2,552	-2,452	-2,352
其他投资活动	180	140	100	60
筹资活动现金流	-5,815	-6,733	-8,946	-10,704
回购普通股	-3,164	-3,682	-5,135	-6,257
股息与分红	-1,275	-1,534	-2,140	-2,607
借款收入	9,258	10,184	11,202	12,322
偿还债务	-10,570	-11,627	-12,790	-14,069
债务相关费用	-64	-74	-84	-94
现金净增加额	-3,509	-3,116	-2,853	-2,677

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

财务表现概括:

戴尔第一财季营收234亿美元，同比增长5%。运营利润12亿美元，同比增长21%。非GAAP运营利润17亿美元，增长10%。每股摊薄收益1.37美元，与去年同期持平。非GAAP每股摊薄收益1.55美元，增长17%。第一财季运营现金流达28亿美元，创历史新高。通过股票回购和分红向股东返还24亿美元，为2023财年以来季度平均水平的2倍以上。归母净利润9.65亿美元，同比下降3%。

销售及利润同比健康增长，强于市场预期

财报显示，在截至5月2日的2026财年第一季度中，戴尔的整体销售额同比增长5%至234亿美元，高于华尔街分析师们平均估计的231亿美元。其运营利润同比增加21%，主要得益于出色的限制了关税成本及高利润业务暴增（AI服务器）。Non-GAAP运营利润同比增长10%，达到17亿美元，反映出其核心业务盈利能力提升。28亿美元的运营现金流能看出戴尔流动性健康。

戴尔强劲的业绩表现主要得益于其AI服务器的需求空前高涨，仅第一财季，戴尔就获得了121亿美元的AI订单，超过了2025财年全年出货总量，目前积压订单总额已达144亿美元。

核心业务板块:

基础设施解决方案集团 (ISG)

总营收103亿美元，同比增长12%。运营利润10亿美元，同比增长36%。利润率升至9.7%，同比提升1.7个百分点。其中服务器与网络业务营收63亿美元（增长16%），创历史记录，主要受AI服务器需求暴涨驱动。存储业务营收40亿美元（增长6%），反映出企业级存储需求稳健，混合云解决方案贡献显著。

单季度新增AI服务器订单121亿美元，超过2025财年全年出货总量，积压订单达144亿美元。AI服务器需求来源于企业加速部署AI基础设施（如大模型训练、边缘计算），戴尔作为英伟达主要合作伙伴，深度受益于GPU服务器需求。AI业务占ISG营收超60%，成为利润增长核心支柱。

客户端解决方案集团 (CSG)

总营收125亿美元，同比增长5%。运营利润6.53亿美元，同比下降16%，利润率降至5.2%（同比下滑1.4个百分点）。其中商用客户营收110亿美元，同比增长9%。其增长可能是由于企业换机周期启动及Windows 11升级需求支撑增长。消费端营收15亿美元，同比下降19%。能看出个人电脑市场持续低迷。

市场分析:

戴尔公司预计，旗下的计算机以及服务器与存储业务部门的盈利能力将大幅提高。此外，戴尔加速了股票回购规模，这有助于进一步提升每股收益。

据了解，美国能源部同日宣布，已与戴尔以及“AI芯片霸主”英伟达(NVDA.US)正式签订合作协议，将国家能源研究科学计算中心建造新的旗舰超级计算机。美国能源部在声明中称，该计算机将在劳伦斯伯克利国家实验室用于前沿聚变研究、材料设计发现、生物分子建模及基础物理等任务。

戴尔致力于提供专为AI工作负载优化的服务器，这些服务器不仅具有戴尔领先于业内的高性能计算能力和高效资源整合体系，还搭载英伟达最新AI GPU，加速AI训练和推理过程。戴尔的大型客户集中于ChatGPT以及Sora开发者OpenAI以及众多AI领域初创公司，其中就包括马斯克创立的xAI，还包括甲骨文以及亚马逊AWS等云计算服务巨头。

戴尔的核心业务依旧分为两大支柱：Infrastructure Solutions Group (ISG)——涵盖服务器、存储与网络，是近两年的“业绩增长发动机”；Client Solutions Group (CSG)——主要是商用与消费级PC。随着AI算力基础设施建设浪潮如火如荼，高性能AI服务器让戴尔在销售额与利润两端均出现跳跃式提升。

得益于AI服务器炸裂式需求带来的强劲业绩与业绩展望数据，戴尔股价在纽约收盘报113.63美元后，在美股盘后交易中一度上涨约9%。该股今年迄今下跌1.4%。

未来发展与总结：

对比于传统PC公司，戴尔在AI方向取得更快速的发展。虽然CSG仍为戴尔的最大营收源，但ISG快速的发展将在2026财年成为增长利润的绝对核心，144亿的AI订单积压锁定未来1-2年收入，ISG部门将持续领跑。而CSG消费端需加速高端化（如Precision、Alienware）与服务化转型（如Dell Premium Support）来弥补硬件利润下滑。戴尔已从传统硬件厂商成功转型为AI基础设施领导者。

风险提示：

虽AI服务器需求旺盛，但初期部署成本高，可能会压缩短期毛利率，且可能存在短期增长过快，中后期增长乏力的问题，竞争也会日趋激烈。另一方面，传统业务受竞争对手施加的价格压力，消费端持续萎缩，拖累整体利润。同时需要注意企业换机周期及Win11部署的程度，若宏观经济恶化可能中断复苏趋势。

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。