

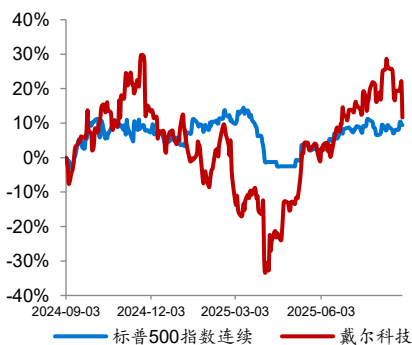
## AI 服务器收入及订单强劲增长，PC 换机利好 CSG 业务

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-09-17

收盘价（美元）	127.68
近 12 个月最高/最低（美元）	147.66/66.3
总股本（亿股）	6.72
流通股本（亿股）	6.72
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿美元）	858.49
流通市值（亿美元）	858.49

### 公司价格与标普 500 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

联系人：刘政

执业证书号：S0010125070006

邮箱：liuzheng@hazq.com

### 相关报告

1. 戴尔科技 (DELL): AI 优化服务器释放增量，成为新增长点。2025-07-21

### 主要观点：

#### ● FY2026 Q2 业绩：

公司发布 26 财年 Q2 业绩，营业收入 297.8 亿美元，yoy+19%，主要受 AI 服务器出货量增加驱动，营业利润 17.7 亿美元，yoy+27%，Non-GAAP 营业利润 22.8 亿美元，yoy+10%，Non-GAAP 净利润 15.9 亿美元，yoy+13%，稀释每股收益 (EPS) 1.7 美元/股，yoy+38%，经营活动产生现金流为 25 亿美元。

分部收入来看，ISG 业务收入 168 亿美元，yoy+44%，其中服务器及网络设备收入 129 亿美元，yoy+69%，存储收入 39 亿美元，yoy-3%，ISG 业务营业利润 14.7 亿美元（26Q1 为 9.98 亿美元），yoy+14.0%，qoq+47%；CSG 业务收入 125 亿美元，yoy+1%，中小企业强劲需求驱动 CSG 业务盈利能力环比提升，其中商业业务收入 108 亿美元，yoy+2%，消费者业务收入 17 亿美元，yoy-7%，CSG 业务营业利润 8.0 亿美元（26Q1 为 6.5 亿美元），yoy-2%，qoq+23%。

#### ● AI 服务器增长势头强劲，成为收入增长主要驱动因素

26 财年上半年 AI 解决方案金额达 100 亿美元，超过 25 财年全年；Q2 AI 服务器订单需求达 56 亿美元，企业订单及买家数量均实现增长，已交付金额达 82 亿美元，AI 服务器积压订单量达 117 亿美元，7 月首次向 CoreWeave 交付英伟达 GB300 NVL72 解决方案。AI 服务器出货量 26 财年指引达 200 亿美元（25 财年为 98 亿美元），yoy+104%，AI 服务器未来收入增长空间大，成为驱动收入增长重要引擎。

#### ● 中小企业强劲需求驱动 CSG 业务盈利能力提升，PC 换代周期推进利好 CSG 业务

26Q2 中小企业市场需求强劲增长，推动 CSG 业务盈利能力提升，消费业务收入同比下降 7%，但得益于公司更优的产品定位策略，盈利能力有所改善；PC 设备正进行更新换代周期推进，预计未来消费级 PC 业务将实现温和增长。最新推出商用 PC，专为抢占入门级商用 PC 市场设计。

#### ● 投资建议

我们预计戴尔科技 FY2026/FY2027/FY2028 营业收入为 1074.54/1154.35/1227.83 亿美元（此前预期为 1055.16/1101.56/1148.89 亿美元），同比增长 12.4%/7.4%/6.4%；预计归母净利润为 52.24/57.77/66.99 亿美元（此前预期为 50.43/55.63/57.52 亿美元，同比增长 13.8%/10.6%/16.0%，戴尔目前盈利预测对应 PE 为 16.43x/14.86x/12.82x，维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

AI 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

	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	95,567	107,454	115,435	122,783
收入同比 (%)	8.08%	12.44%	7.43%	6.37%
归母净利润	4,592	5,224	5,777	6,699
归母净利润同比 (%)	43.01%	13.77%	10.59%	15.96%
毛利率 (%)	22.24%	20.02%	19.90%	20.26%
Non-GAAP 净利润	5,866	6,522	7,030	7,185
每股收益 (美元)	6.38	7.61	8.58	10.34
市盈率 (P/E)	16.15	16.43	14.86	12.82

资料来源：公司财报，华安证券研究所

**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	43,686	46,825	47,586
现金	3,633	7,117	7,718	6,275
应收账款和其他	10,298	13,318	15,184	14,763
存货	6,716	7,607	7,550	8,768
其他流动资产	15,582	15,643	16,373	17,780
非流动资产	43,517	44,433	44,895	46,369
固定资产	6,336	7,184	7,992	8,852
无形资产	4,988	5,056	4,710	5,324
其他非流动资产	32,193	32,193	32,193	32,193
资产总计	79,746	88,119	91,720	93,954
流动负债	46,527	54,845	58,859	63,091
短期借款	5,204	5,204	5,204	5,204
应付账款和其他	20,832	29,720	34,046	38,482
其他流动负债	20,491	19,921	19,609	19,406
非流动负债	34,606	37,093	36,034	34,631
长期借款	19,363	21,843	21,072	19,857
其他非流动负债	15,243	15,250	14,962	14,774
负债总计	81,133	91,937	94,893	97,723
普通股及资本	9,119	8,047	8,340	8,667
其他股东权益	-10,601	-11,960	-11,608	-12,531
归属股东权益合计	-1,482	-3,913	-3,268	-3,863
非控制性权益	95	95	95	95
股东权益合计	-1,387	-3,818	-3,173	-3,768
负债和所有者权益合计	79,746	88,119	91,720	93,954

现金流量表				
单位: 百万美元				
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
净利润	4,576	5,224	5,777	6,699
折旧与摊销	3,123	3,252	3,303	3,544
股权激励费用	785	860	923	982
营运资金变动及其他	-3,963	3,905	1,188	1,841
经营现金净流量	4,521	13,241	11,191	13,066
资本支出	-2,652	-2,686	-2,770	-2,947
其他投资	437	-848	-808	-859
投资活动净流量	-2,215	-3,535	-3,578	-3,806
普通股回购	-2,588	-2,100	-	-
支付股息	-1,275	-	-	-
其他	-1,952	-1,000	-1,000	-1,000
筹资活动净流量	-5,815	-3,100	-1,000	-1,000
现金及现金等价物期末余额	3,633	7,117	7,718	6,275

利润表				
单位: 百万美元				
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	95,567	107,454	115,435	122,783
营业成本	74,317	85,938	92,460	97,912
毛利润	21,250	21,515	22,974	24,871
销售&管理费用	11,952	11,283	11,543	12,033
研发费用	3,061	3,168	3,345	3,683
财务费用	1,189	1,012	1,385	1,473
税前利润	5,048	6,052	6,701	7,681
所得税	472	828	923	982
净利润	4,576	5,224	5,777	6,699
少数股东损益	-16	0	0	0
归母净利润	4,592	5,224	5,777	6,699
Non-GAAP 营业利润	8,529	9,259	9,949	10,404
Non-GAAP 净利润	5,866	6,522	7,030	7,185
EBIT	8,529	9,357	10,317	10,918
EBIDA	10,722	11,799	12,959	14,077
EPS(美元)	6.38	7.61	8.58	10.34

主要财务比率				
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长能力				
营业收入	95,567	107,454	115,435	122,783
归属母公司净利润	4,592	5,224	5,777	6,699
Non-GAAP 净利润	5,866	6,522	7,030	7,185
获利能力				
毛利率	22.24%	20.02%	19.90%	20.26%
归母净利率	4.81%	4.86%	5.00%	5.46%
ROIC	39.99%	31.71%	33.99%	36.22%
偿债能力				
资产负债率	101.74%	104.33%	103.46%	104.01%
净负债比率	-1.71%	-4.15%	-3.34%	-3.86%
流动比率	0.78	0.80	0.80	0.75
速动比率	0.63	0.66	0.67	0.62
营运能力				
总资产周转率	1.18	1.28	1.28	1.32
应收账款周转率	6.46	9.10	8.10	8.20
应付账款周转率	3.87	3.40	2.90	2.70
每股指标 (元)				
每股收益	6.38	7.61	8.58	10.34
每股经营现金流	6.41	19.57	16.94	20.46
每股净资产	-1.97	-5.64	-4.80	-5.90
估值比率				
P/E	15.10	16.43	14.86	12.82
P/B	-52.37	-22.48	-33.87	-30.63
P/S	0.76	0.80	0.74	0.70

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

**联系人：**刘政，美国约翰霍普金斯大学经济学硕士，主要覆盖港美股科技、软件、AI 大模型、AI 产业链等领域，2025 年加入华安证券研究所。执业证书编号：S0010125070006

## 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。