



US ALERT :

Super Micro Computer (SMCI US) — 從 AI 伺服器供應商邁向資料中心整合平台

投資摘要

1、AI 資料中心建設需求持續爆發，FY26 營收創下歷史新高。Supermicro FY26 全年營收達 391 億美元，年增 78%，創下公司成立以來最佳表現。FY26 第四季營收達 111.2 億美元，年增 93%，雖然部分大型 AI 專案因客戶端電力、液冷與資料中心建設進度延後而未能如期認列，但整體需求仍維持強勁成長。公司目前已成為全球 AI 資料中心建設最重要的硬體與系統整合供應商之一。

2、600 億美元新增訂單創歷史新高，未來兩年營收能見度大幅提升。FY26 第四季新增訂單超過 600 億美元，形成公司史上最大待出貨訂單規模。其中約 70% 來自純 AI 建設專案，其餘則來自 Agentic AI、Edge AI 及 CPU 架構相關 AI 應用。管理層表示，目前產業瓶頸主要來自電力與資料中心基礎設施建設速度，而非 AI 需求放緩。

3、液冷與整機櫃方案進入快速滲透期，FY27 可望開啟新一輪成長循環。隨 NVIDIA GB300 NVL72、HGX B300 及 Blackwell 平台全面放量，AI 系統正由單機部署進入整機櫃及大型叢集架構時代。Supermicro 透過液冷技術與 DCBBS 整體資料中心方案切入高附加價值市場，公司預估 FY27 營收將達 650 億至 720 億美元，未來兩年營運規模仍有機會維持高雙位數成長。

單位：US\$mn

項目	FY24A	FY25A	FY26A	FY27E	FY28E
營收	14,940	21,900	39,100	68,500	88,000
YoY (%)	110%	47%	78%	75%	28%
淨利	1,150	1,210	3,080	5,850	7,500
YoY (%)	80%	5%	155%	90%	28%
EPS (GAAP)	2.01	2.11	5.1	8.9	11.2
YoY (%)	79%	5%	142%	75%	26%
Non-GAAP EPS	2.25	2.48	3.63	6.1	7.8
YoY (%)	80%	10%	46%	68%	28%
EBITDA	1,680	2,140	4,490	7,600	10,000
YoY (%)	83%	27%	110%	69%	32%
EBITDA Margin (%)	11.20%	9.80%	11.50%	11.10%	11.40%



公司介紹

Super Micro Computer 為全球領先伺服器與 AI 基礎設施供應商，主要產品涵蓋 AI GPU 伺服器、高效能運算(HPC)系統、儲存設備、網路交換器、工業電腦、IoT 設備以及液冷解決方案。近年隨生成式 AI 與大型 AI Cluster 需求快速成長，公司已逐步由傳統伺服器製造商轉型成 AI 資料中心整合平台供應商。相較同業主要提供單一設備，公司已建立完整 DCBBS (Data Center Building Block Solution) 架構，能提供從 GPU、CPU、Storage、Networking、Power、Liquid Cooling 到 Software 及現場部署服務的完整解決方案。

目前企業客戶、Neocloud 客戶以及大型雲端服務業者已成為主要收入來源。其中年營收超過 10 億美元的大型客戶已由 FY25 的 4 家增加至 FY26 的 9 家，顯示公司在全球 AI 基礎建設市場的滲透率持續提升。截至 FY26 第四季，公司持有現金 75 億美元，存貨 129 億美元，借款及可轉債 87 億美元，淨負債約 12 億美元。FY26 第四季完成 56 億美元融資後，財務體質明顯強化。

經營分析

Supermicro 目前營收結構已明顯轉向 AI 資料中心市場。FY26 第四季企業與通路業務營收達 55.9 億美元，占總營收 50%，年增 172%；OEM 設備與大型資料中心業務營收 55.3 億美元，占總營收 50%，年增 50%。目前最重要產品包括 GB300 NVL72、HGX B300、HGX B200、Blackwell AI Rack 以及整機櫃液冷系統。管理層指出，AI 客戶需求正在由單一 GPU 伺服器逐步升級至整機櫃部署模式，帶動液冷、機房設計及系統整合需求同步提升。

FY26 第四季 AI 產品收入約占營收 60%，低於前一季超過 80%的水準，主要原因並非需求減弱，而是部分大型客戶資料中心尚未完成電力與液冷基礎設施建置，導致收入認列延後。依據目前待出貨訂單結構來看，未來 AI 相關營收占比有機會重新回升至 80%以上。其中純 AI 專案約占 60%至 70%，Agentic AI 及 Edge AI 相關應用約占 10%至 20%，其餘則來自傳統伺服器、儲存設備及 IoT 產品。

另一重要成長來源則來自 DCBBS 方案。公司已逐漸由銷售單一設備轉向資料中心整體建設方案，涵蓋硬體、液冷、交換器、管理軟體與現場服務。管理層表示，目前距離 DCBBS 長期 20%毛利目標已不遠，未來軟體與維運服務將逐步開始貢獻收入。



產業分析

全球 AI 資料中心已進入整機櫃化與液冷化發展階段。隨大型語言模型與 Agentic AI 應用快速發展，傳統單機 GPU 架構逐漸無法滿足大規模運算需求。目前市場已由 HGX 平台逐步升級至 GB300 NVL72 整機櫃架構，並持續朝更高密度與更高功耗方向發展。在此趨勢下，液冷已逐步取代傳統氣冷方案成為 AI 資料中心主流。直接液冷可有效降低功耗並提高 GPU 使用效率，因此大型雲端服務業者及 Neocloud 業者均加速導入相關解決方案。

Supermicro 目前全球總產能已超過每月 6,000 櫃，其中液冷機櫃超過 3,000 櫃，已成為全球最大液冷基礎設施供應商之一。另一方面，Agentic AI 發展亦帶動 CPU 基礎建設需求提升。未來企業 AI 應用將採取 GPU 與 CPU 混合架構運作，因此企業伺服器、儲存設備及 IoT 市場亦有望同步受惠。

整體而言，AI 資料中心建設、液冷滲透率提升、Blackwell 平台量產以及 Agentic AI 擴張，將構成未來三至五年 AI 基礎建設產業最重要成長動能，而 Supermicro 產品布局已完整涵蓋各主要受惠領域。

FY26/Q4 財報分析

FY26 第四季營收達 111.2 億美元，年增 93%，季增 9%，創下公司單季歷史次高水準。獲利能力方面，GAAP 毛利率達 17.5%，Non-GAAP 毛利率達 17.6%，較前一季大幅提升 7.5 個百分點，明顯優於市場預期。管理層指出，毛利率改善約 75%來自客戶組合及產品組合優化，約 25%則來自關稅成本下降與存貨跌價損失減少。惟部分效益屬於一次性因素，因此未來季度毛利率未必能完全維持第四季高點。獲利方面，GAAP 淨利達 11.8 億美元，稀釋後 EPS 為 1.62 美元；Non-GAAP EPS 則達 1.70 美元，均優於財測目標。現金流方面，FY26 第四季營運現金流達 7.47 億美元，自由現金流達 7.22 億美元。然而受到高成長所需營運資金及存貨增加影響，FY26 全年營運現金流仍為淨流出。整體而言，公司本季主要反映大型 AI 專案延後而非取消，需求仍維持強勁。

FY27 至 FY28 財務預估

根據公司財測指引，本研究假設 AI 資料中心資本支出維持高成長、GB300 平台全面放量、液冷需求持續提升以及大型 Backlog 逐步轉換營收。預估 FY27 營收可達 685 億美元，年



增 75%。主要成長動能來自 GB300 NVL72、Blackwell 平台、整機櫃系統及 Direct Liquid Cooling 方案。

隨規模經濟效益提升及 DCBBS 平台貢獻增加，預估 FY27 EBITDA 可達 76 億美元，EPS 可提升至 8.9 美元，自由現金流重新轉正至 15 億美元。預估 FY28 營收可進一步成長至 880 億美元，年增 28%。隨 Rubin 平台開始導入、液冷市場快速擴大以及軟體與服務收入占比提高，預估 FY28 EBITDA 可達 100 億美元，EPS 提升至 11.2 美元。在資本支出方面，FY27 及 FY28 仍將維持高檔，主要用於液冷產能擴張、全球製造基地建設以及 AI 相關產品投資。不過隨營收規模持續擴張，自由現金流可望進入快速成長階段。

評價分析

Supermicro 目前已由傳統伺服器供應商轉型為 AI 資料中心整合平台。從 FY26 第四季來看，AI 整機櫃、液冷系統及資料中心整體方案已成為公司最重要成長來源，而 GB300、Blackwell 及 DCBBS 平台將構成未來兩年三年的核心營收動能。若以 FY27 預估 EPS 8.9 美元估算，目前市場評價已不再以傳統伺服器產業標準衡量，而是反映其在全球 AI 基礎建設供應鏈中的戰略地位。若以 FY28 預估 EPS 11.2 美元估算，在營收與獲利持續快速成長下，目前評價有望透過未來兩年的獲利擴張逐步消化。未來評價驅動因素將來自液冷滲透率提升、Blackwell 平台出貨速度、600 億美元 Backlog 轉換效率、DCBBS 方案擴張速度以及企業 AI 市場成長幅度。

風險提示：Supermicro 過去曾因財報延遲申報、內部控制缺失及會計相關爭議受到市場高度關注，並引發外界對公司治理的疑慮。雖然公司已補交相關財務文件並完成部分治理改善措施，但未來若再度出現 SEC 調查、重大內控缺失、財務揭露延遲或會計爭議，仍可能對股價評價造成壓力。此外，公司目前存貨規模高達 129 億美元。若未來 AI 投資週期減緩、GPU 產品世代轉換速度快於預期或大型客戶延後拉貨，則可能出現存貨跌價、現金流承壓及毛利率下降風險。

綜合而言，Supermicro 目前正站在 AI 資料中心建設與液冷基礎設施升級浪潮核心位置。隨 600 億美元歷史新高 Backlog 逐步轉換營收、AI 整機櫃成為主流架構以及 DCBBS 平台成熟，公司未來兩年營收與獲利仍具高度成長潛力，但投資人需同步關注公司治理與高存貨管理等風險因素。



投資評等定義

英文評等	中文評等	潛在報酬率
STRONG BUY	強力買進	> +30%
BUY	買進	介於+15% ~ +30%
NEUTRAL	中立	介於-15% ~ +15%
SELL	賣出	< -15%

註:潛在報酬率=(6個月內目標價/本次報告評等最近一天收盤價 - 1) * 100

免責聲明

本報告僅為本公司提供客戶之一般參考資料，並非針對客戶之特定需求所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有客戶或投資人，讀者應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。

本報告係根據本公司所取得資訊加以彙集及研究分析，本公司雖盡力使用可靠且廣泛的資訊，但本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，適後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的物價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，如營收及目標價格，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。從事特定交易，如涉及期貨、選擇權及衍生性金融商品，因具有高度風險並不適合每一個投資人。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融控股公司所屬子公司暨關係企業(以下稱「國泰金融集團」)從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國泰金融集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。國泰金融集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。除此之外，國泰金融集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性

金融商品之標的。國泰金融集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。國泰金融集團的資產管理、自營及其他投資業務所做的投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。

非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。