

華擎

(3515 TT, NT\$206, 增加持股)

重點摘要

1. 2H24 營收展望逐季成長，主因除伺服器動能延續，加上主機板新品開始出貨挹注。
2. 3Q24 毛利率展望微幅季減，主因 AI 伺服器稀釋，但隨 4Q24 主機板新品貢獻，4Q24 毛利率展望季持平~季減。預期未來毛利率維持在 20-23% 區間波動。
3. 3Q24-2Q25 營收展望年增雙位數，動能來自主機板新品效應 1Q25 顯卡新品與 IPC 營收復甦。伺服器則主要受 AI 伺服器帶動，若出貨狀況順利，2024 年 AI 佔伺服器營收比重達高雙位數。

結論

凱基預估華擎 2024 年 EPS 年增 45% 至 10.9 元、2025 年 EPS 預估年增 25% 至 13.62 元。目前評等為「增加持股」，目標價 270 元，基於 22 倍 2024-25 年 EPS 預估平均。

1H24 營運

- 1H24 EPS 年增 103% 至 4.7 元，其中毛利率與營利率年增 3.2ppts，加上業外收益 (利息收入與匯兌利益) 貢獻較多。
- 1H24 營收年增 20% 至 101.8 億，主要動能來自伺服器需求強勁與 IPC 業務。
- 1H24 毛利率年增 3.2ppts 至 21.5%，主因存貨跌價損失差異數 (影響約 3ppts)，加上產品組合優化 (伺服器與 IPC 營收貢獻提高)。
- 1H24 費用金額年增幅較高，主要來自產品推廣、開發、參展與差旅費等)，1H24 營利率年增 3.2ppts 至 6.7%。
- 1H24 產品組合：主機板 41-42% (金額年減 3%)、IPC 7-8% (金額年增 16%)、伺服器 24-25% (金額年增 172%)、Others (含顯卡) 26-27% (金額年增 5%)。

3Q24 展望

- 3Q24 營收展望季增、年增，動能來自 AI 伺服器開始出貨與通用型伺服器需求延續。各部門季增幅排序為伺服器 > 主機板 > 顯卡 > O > IPC > 桌機。

➢ 伺服器季增幅最高，通用伺服器需求維持上半年強勁水平。

主機板營收展望季增，營收維持年增，但幅度較小，主因新品 9 月底陸續出貨，對第三季挹注較小。

凱基投顧

余昀澄
886.2.2181.8013
alex.a.yu@kgi.com

向子慧
886.2.2181.8726
angelah@kgi.com

蔡孟辰
886.2.2181.8728
kevinmc.tsai@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

- 顯卡營收展望季增，雖無新品發布，但因消費性顯卡供給產能排擠效應以及悟空遊戲帶動，目前顯卡市場穩定，部分地區出現缺貨情形。
- 3Q24 IPC 營收季減，因部分專案遞延 1-2 季。
- 3Q24 毛利率展望微幅季減，主因 AI 伺服器開始出貨將稀釋整體平均毛利率。然而，營利率與淨利率展望季增，符合凱基預期。
- 3Q24 庫存金額將因策略性備料而增加，備料品項除包括 AI GPU、伺服器關鍵 IC，加上消費性新品備貨，也包含舊世代高階顯卡。
- 凱基預估華擎 3Q24 營收季增 19%，毛利率季減 0.5ppts 至 22%，營利率季增 0.9ppts 至 8.2%，3Q24 EPS 預估季增 33% 至 2.89 元。

4Q24 & 2024 年展望

- 4Q24 營收展望季增、年增，動能來自伺服器，加上主機板新品推出。
 - 伺服器營收展望季增，季增力道為各業務中最高。
 - 主機板營收展望強勁年增，主因新品推出與傳統旺季，而季增幅將優於第三季表現。
 - IPC 營收展望季增，但成長力道比原本預期弱，因專案遞延。
 - VGA 營收展望季增，動能來自 AI 跟遊戲需求。
 - 桌機業務主要透過標案訂單貢獻營收，目前市況較不明朗。
- 4Q24 毛利率展望季持平至微幅季減，儘管 AI 伺服器使毛利率稀釋，而新一代主機板產品 (Intel 與 AMD) 出貨則可望抵銷部分負面影響。營利率與淨利率展望季增。
- 3Q-4Q24 營收展望年增雙位數，上下半年營收比重有機會為 45：55。
- 2024 年營收成長性排序為伺服器、顯卡、主機板、IPC、桌機，其中伺服器與顯卡年增雙位數。
- 未來毛利率展望維持於 20-23% 區間波動。
- 凱基預估華擎 2024 年營收年增 20%，毛利率年增 1.5ppts 至 21.6%，營利率年增 1.6ppts 至 7.7%，2024 年 EPS 預估年增 45% 至 10.9 元。

2025 年展望

- 1H25 營收展望年增雙位數，3Q25 年增幅需觀察消費性產品趨勢。
- 1H25 AI 伺服器將帶動伺服器營收成長，2H25 伺服器營收展望年增。
- 公司看好主機板新品效應延續到 1H25，而 1Q25 顯卡將發表新品，有望帶動營運表現。
- IPC ODM 遞延專案開始出貨，將推升 IPC 營收。
- 電競螢幕目前小量出貨，預期 2025 年貢獻較明顯。

- 凱基預估 2025 年 EPS 年增 25% 至 13.62 元，其中營收年增 23%，而 AI 伺服器使毛利率略為年減至 21%，但營運規模提升將帶動營利率年增至 8.4%。

AI 伺服器發展

- 華擎 AI 伺服器產品多以 L10 形式出貨，帶料使毛利率稀釋並低於公司平均。
- 管理層表示 2024-25 年在 AI 伺服器出貨上多以 Nvidia GPU 為主。2024 年主要出貨為 H100，預期 2Q25 開始小量出貨 B200，2H25 貢獻更明顯。針對 GB200 部分，管理層表示目前其客戶較無機櫃解決方案需求，預期推出時點為 4Q25 以後。
- 華擎表示集團所有伺服器業務皆由子公司永擎承接，主要客戶為 Tier 2-3 CSP 新客戶，而既有通用型伺服器客戶在 AI 佈局速度則較慢。AI 伺服器客戶主要分布於亞太地區（不含中國）、美洲與歐洲（少量）。
- 若 AI 伺服器出貨狀況順利，2024 年 AI 伺服器佔伺服器營收比重將達高雙位數。AI 伺服器毛利率低於公司平均，未來毛利率維持狀況需要進一步觀察。

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888·傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888·傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888·傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188·傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為凱基金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。