

技嘉(2376)

BUY

□台灣 50 ■中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 王琮生 Jason Wang
tswang888@masterlink.com.tw

評等

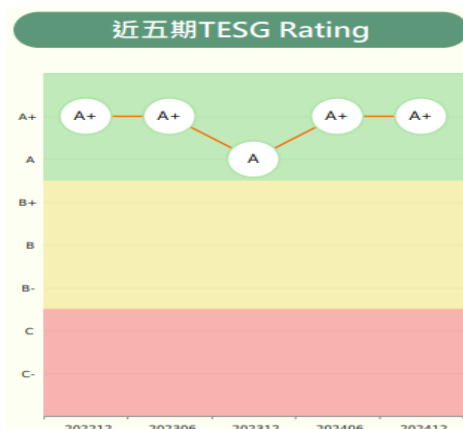
日期: 2024/11/21
目前收盤價 (NT\$): 279.0
目標價 (NT\$): 360
52 週最高最低(NT\$): 222-381
加權指數: 22688.36

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 6,699
市值 (NT\$/mn): 186,900
市值 (US\$/mn): 6,230
20 日平均成交量(仟股): 12,140
PER ('24): 21.33
PBR ('24): 3.68
外資持股比率: 17.40
TCRI 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	4.3	6.5	-14.2
加權指數報酬率(%)	-3.4	1.2	6.7

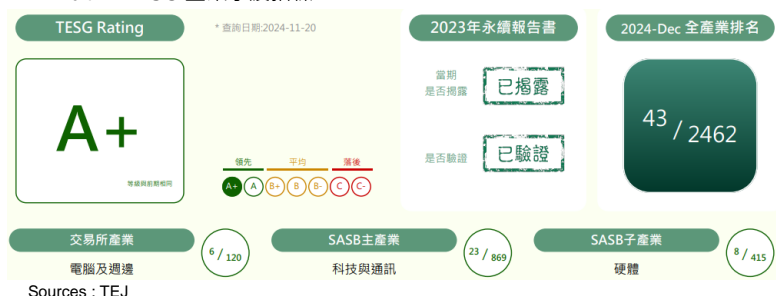
2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	360	360
營業收入 (NT\$mn)	267,866	279,906
毛利率 (%)	10.69	10.90
營運毛利率 (%)	4.92	5.29
EPS (NT\$)	13.08	15.45
BVPS(NT\$)	75.85	75.85



短期營運淡季，AI Server 推動明年營收雙位數成長

- 下修今明兩年獲利，加上 4Q24 動能貧乏，預期股價短期震盪整理：3Q24 毛利率低於預期，4Q24 營收、獲利同步下修，2024、2025 年稅後 EPS 亦分別下修至 13.08 元及 16.83 元，股價 279 元，PER 18X，公司對 SMIC 事件不願正面回應，10 月營收 257 億元，11、12 月平均僅約 220 億元，展望 2025 年，合併營收雙位數成長，市場預估數變化應不大，短期間面對年末兩個月的疲弱營收數字，股價應震盪整理，評等維持買進，目標價維持 360 元。
- 展望 4Q24，4Q24 傳統淡季，高階 VGA、MB 新品、AI Server 挹注，減少過去淡季影響，季衰退個位數，營收下修，單季稅後 EPS 下修至 3.16 元；展望 4Q24，MB 4Q24 有新品挹注會持續成長至 1Q25；VGA 卡 3Q24 高階有些缺貨遞延至 4Q24，4Q24 出貨比 3Q24 好；AI Server 需求旺，GPU 供貨順暢，客戶需求沒有斷過，目前均是以 HGX 為主，4Q24 有新地區及新客戶加入，在高階 VGA 遞延出貨挹注，加上新品效應及 AI Server 挹注，預期 4Q24 營收將季減個位數，高階 VGA 挹注，加上匯率回貶，預期毛利率將回升。元富預估 4Q24 營收 682 億元、QoQ -3%、YoY 50%，單季稅後 EPS 3.16 元，累計 2024 年營收 2,678 億元、YoY 96%，稅後 EPS 13.08 元(原 15.45 元)。
- 展望 2025 年，主要成長仍來自於 AI Server，板卡受惠 NV 新品推出，合併營收年增雙位數，毛利率、營益率同步下修，稅後 EPS 亦下修至 16.83 元；展望 2025 年，樂觀看待，VGA 有 NV RTX50XX 系列新品於 CES 展推出，X86 新平台搭載 NV RTX50XX GPU 於 CES 展同步發表，1Q25~2Q25 蜜月期，2H25 需求會發酵，加上有 3A 遊戲會配合硬體推出，正面看待會帶來另一波大需求；NB 產品，Windows 10 於 2025 年 10 月擬停止支援更新，2H25 預期會有商用換機潮；Server 產品，AI Server 需求旺，GB200 客戶以 CSP 為主，2025 年初供貨認列營收，惟毛利率會稀釋，之後會再優化零組件及系統以提升毛利率，整體 Server 展望樂觀，預期 2025 年雙位數成長。元富預估 2025 年營收 3,207 億元、YoY 20%，稅後 EPS 16.83 元(原 17.78 元)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



技嘉係全球前三大主機板製造商

技嘉是全球前三大主機板製造商，MB 及 VGA 占營收比重 5~6 成

技嘉是全球前三大主機板(MB)製造商，產品有 MB、VGA Card、Server 及其他(含 NB、MNT)。除了 ODM 業務外，技嘉亦以自有品牌 GIGABYTE 行銷全球，同時亦在電競市場推出 AORUS 品牌，搶攻 PC 及 NB 的電競市場。VGA 產品主要以 Nvidia 品牌產品線為主，2017 及 1H18 受惠挖礦熱銷供不應求，惟 2H18 及 1H19 受累於挖礦熱潮一過，庫存去化及跌價損失拖累獲利表現，2020~2021 年重現挖礦熱潮，VGA 價格溢價高達 100%以上，為 2Q21 創下毛利率歷史新高紀錄 26.73%，惟受累 ETH 2.0 上路，挖礦需求消失，加上烏俄戰爭等地緣政治影響，終端需求大減，庫存大增，重演 2018 年態勢，目前庫存已回到正常水準。Server 部分係以 Tier 3、4 的 Datacenter 客戶為主，為近 2-3 年主要的成長動能之一，2023 年受惠算力供應商 CoreWeave 的 AI Server 訂單挹注，Server 營收大增~100%。技嘉 2023 年營收比重 MB 占約 21%、VGA 35%、Server 31%、其他 13%，其中僅 VGA 持平小幅衰退外，餘均成長，尤以 Server 年增 109%為最，大幅成長。2023 營收 1,367 億元、YoY -28%，毛利率 12.12%、YoY -3.37pts，營益率 3.58%、YoY -1.87pts，稅後淨利 47.42 億元、YoY -28%，稅後 EPS 7.46 元。

3Q24 毛利率、營益率低於預期，加上業外匯損拖累，本業達成率 86%，獲利達成率 67%，單季稅後 EPS 2.76 元，累計前三季稅後 EPS 9.92 元

3Q24 毛利率、營益率低於預期，加上業外匯損拖累，本業達成率 86%，獲利達成率 67%，單季稅後 EPS 2.76 元，累計前三季稅後 EPS 9.92 元

3Q24 財報營收 704 億元、QoQ -5%、YoY 90%，毛利率 10.28%(原 10.8%)、QoQ -0.52pts、YoY -2.99pts，毛利率下滑主要係客戶及產品組合影響，高階 VGA 供貨遞延所致，營業利益 33.74 億元、QoQ -12%、YoY 202%，達成率 86%，營益率 4.79%(原 5.27%)、QoQ -0.42pts、YoY 1.77pts，業外淨支出 3.85 億元，主要受累匯兌損失 6.28 億元，稅前淨利 29.91 億元、QoQ -26%、YoY 62%，達成率 74%，稅後淨利 19.27 億元、QoQ -35%、YoY 30%，獲利達成率 67%，單季稅後 EPS 2.76 元(原 4.15 元)。累計前三季營收 1,995 億元、YoY 119%，營業利益 103 億元、YoY 205%，稅前淨利 97 億元、YoY 118%，稅後淨利 69 億元、YoY 104%，稅後 EPS 9.92 元。

Exhibit 2：季財報預估與實際差異數

技嘉(2376)

unit:NT\$m	3Q23	2Q24	3Q24	3Q24(F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY
Net Sales	37,013	73,923	70,446	74,663	-5%	90%	-6%	119%
Margin%	13.27%	10.80%	10.28%	10.80%	-0.52	-2.99	-0.52	
Operating Profit	1,118	3,851	3,374	3,935	-12%	202%	-14%	205%
Operating Margin	3.02%	5.21%	4.79%	5.27%	-0.42	1.77	-0.48	
Total non-ope inc.	725	187	(385)	125				
Pre-tax profit	1,843	4,037	2,991	4,063	-26%	62%	-26%	118%
Net Profit	1,479	2,962	1,927	2,895	-35%	30%	-33%	104%
EPS	2.33	4.25	2.76	4.15				

Source:技嘉,11/2024

3Q24 營收成長主要來自 MB(占 10%)及 VGA(占 20%)，分別成長 36%及 6%，Communication 占營收比重 65%、QoQ -12%、YoY 358%，其中的 AI Server 營收比重更攀升至 80%約 366 億元、QoQ 1%，餘 5%營收來自其他(包含 NB 及 MNT...等)。

Exhibit 3：技嘉營收比重

營收比重	3Q24	QoQ	YoY	累計	累計YoY
MB	10%	36%	-13%	9%	-15%
VGA	20%	6%	6%	21%	23%
Communication	65%	-12%	358%	63%	491%
Others	5%	-5%	-37%	6%	-10%
合計	100%	-5%	90%	100%	119%

Source: 技嘉, 11/2024

展望 4Q24，4Q24 傳統淡季，高階 VGA、MB 新品、AI Server 挹注，減少過去淡季影響，季衰退個位數，營收下修，單季稅後 EPS 下修至 3.16 元，2024 年稅後 EPS 同步下修至 13.08 元。

展望 4Q24，4Q24 傳統淡季，高階 VGA、MB 新品、AI Server 挹注，減少過去淡季影響，季衰退個位數，營收下修，單季稅後 EPS 下修至 3.16 元，2024 年稅後 EPS 同步下修至 13.08 元

展望 4Q24，3Q24 通常是板卡的高峰，MB 4Q24 有新品挹注會持續成長至 1Q25；VGA 卡 3Q24 高階有些缺貨遞延至 4Q24，4Q24 出貨比 3Q24 好；AI Server 需求旺，GPU 供貨順暢，客戶需求沒有斷過，目前均是以 HGX 為主，4Q24 有新地區及新客戶加入，沒有大型 CPS 客戶，主要是 Tier 2 CSP，有更多 Enterprise 導入 AI，各地客戶都有成長，目前 CSP 最多，美歐亞都有成長，三分天下，2024 年展望樂觀，在高階 VGA 遞延出貨挹注，加上新品效應及 AI Server 挹注，預期 4Q24 營收將季減個位數，高階 VGA 挹注，加上匯率回貶，預期毛利率將回升。元富預估 4Q24 營收 682 億元、QoQ -3%、YoY 50%，毛利率 10.5%、QoQ +0.2pts，單季稅後 EPS 3.16 元，累計 2024 年營收 2,678 億元、YoY 96%、毛利率 10.71%、YoY -1.41pts，營益率 4.95%、YoY +1.37pts，稅後淨利 91.19 億元、YoY 92%，稅後 EPS 13.08 元(原 15.45 元)。

SMCI 客戶轉單傳言不便評論，但客戶群重疊性高，且技嘉亦已備好產能因應各種需求

SMCI 客戶轉單傳言不便評論，但客戶群重疊性高，且技嘉亦已備好產能因應各種需求

針對 SMCI 客戶轉單的傳言，公司不方便評論其他公司，但因為 SMCI 與技嘉有很多客戶重疊，財報影響是中長期的，對 Credit 疑慮亦受影響，客戶調整訂單需要一定時間，預期客戶會持續調整。技嘉馬來西亞廠因電力不足遞延到 1Q25 正式投產，技嘉除在中國，包括東南亞、南亞、歐洲、北美、南美拓展生產基地滿足客戶需求，今年前三季資本支出年增 5.5 倍，在全世界佈局，整體合併產能持續優化，最大規劃上看 2,500 櫃/月。

展望 2025 年，主要成長仍來自於 AI Server，板卡受惠 NV 新品推出，合併營收年增雙位數，毛利率、營益率同步下修，稅後 EPS 亦下修至 16.83 元

展望 2025 年，主要成長仍來自於 AI Server，板卡受惠 NV 新品推出，合併營收年增雙位數，毛利率、營益率同步下修，稅後 EPS 亦下修至 16.83 元

展望 2025 年，樂觀看待，VGA 有 NV RTX50XX 系列新品於 CES 展推出，X86 新平台搭載 NV RTX50XX GPU 於 CES 展亦會同步發表，1Q25~2Q25 蜜月期，2H25 需求會發酵，加上有 3A 遊戲會配合硬體推出，正面看待會帶來另一波大需求；NB 產品，Windows 10 於 2025 年 10 月擬停止支援更新，2H25 預期會有商用換機潮；Server 產品，一般 General Server 持續持平表現，還沒有特別

復甦，會有新品上市，還是會一步一步復甦，亦有液冷解決方案開始應用，AI Server 需求旺，GB200 客戶以 CSP 為主，2025 年初供貨認列營收，惟毛利率會稀釋，之後會再優化零組件及系統以提升毛利率，整體 Server 展望樂觀，預期 2025 年雙位數成長。元富預估 2025 年營收 3,207 億元、YoY 20%，毛利率 10.31%、YoY -0.4pts、營益率 4.87%、YoY -0.05pts，稅後淨利 117 億元、YoY 28%，稅後 EPS 16.83 元(原 17.78 元)。

Exhibit 4：技嘉年營收比重及推估

營收比重	2023	YoY	2024	YoY	2025	YoY
MB	21%	25%	10%	-9%	9%	10%
VGA	35%	-1%	21%	18%	18%	5%
Communication	31%	109%	64%	300%	68%	28%
Others	13%	14%	6%	-18%	5%	0%
合計	100%	28%	100%	96%	100%	20%

Source:CMoney,11/2024

下修今明兩年獲利，加上 4Q24 動能貧乏，預期股價短期震盪整理

下修今明兩年獲利，加上 4Q24 動能貧乏，預期股價短期震盪整理
3Q24 毛利率低於預期，4Q24 營收、獲利同步下修，2024、2025 年稅後 EPS 亦分別下修至 13.08 元及 16.83 元，股價 279 元，PER 18X，公司對 SMIC 事件不願正面回應，10 月營收 257 億元，11、12 月平均僅約 220 億元，展望 2025 年，合併營收雙位數成長，市場預估數變化應不大，短期間面對年末兩個月的疲弱營收數字，股價應震盪整理，評等維持買進，目標價維持 360 元。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	107,264	136,773	267,866	320,701		Cash	16,266	23,166	2,249	-6,677	
COGS	90,648	120,198	239,237	287,642		Marketable securities	1,170	1,205	1,627	1,627	
Gross profit	16,616	16,575	28,629	33,059		A/R & N/R	14,131	16,020	29,525	35,348	
Operating expense	10,771	11,680	15,440	17,443		Inventory	21,777	29,664	51,194	61,552	
Operating profit	5,845	4,895	13,189	15,616		Others	1,460	3,019	3,019	3,019	
Total non-operate. Inc.	2,601	1,209	-292	980		Total current asset	54,803	73,075	87,614	94,869	
Pre-tax profit	8,446	6,105	13,004	16,597		Long-term invest.	2,403	2,640	2,640	2,640	
Total Net profit	6,535	4,781	10,233	13,112		Total fixed assets	4,947	4,820	5,230	5,639	
Minority	-4	38	1,113	1,380		Total other assets	1,253	1,412	1,412	1,412	
Net Profit	6,539	4,743	9,119	11,732		Total assets	63,572	82,150	96,895	104,560	
EPS (NT\$)	10.29	7.46	13.08	16.83							
Y/Y %	FY22	FY23	FY24E	FY25F		Short-term Borrow	0	0	0	0	
Sales	(12.0)	27.5	95.8	19.7		A/P & N/P	13,996	20,711	34,540	41,528	
Gross profit	(43.8)	(0.2)	72.7	15.5		Other current liab.	12,970	13,888	8,544	2,985	
Operating profit	(59.7)	(16.3)	169.4	18.4		Total current liab.	26,967	34,599	43,084	44,514	
Pre-tax profit	(47.6)	(27.7)	113.0	27.6		L-T borrow s	0	8,920	8,920	8,920	
Net profit	(51.0)	(27.5)	92.3	28.6		Other L-T liab.	660	697	697	697	
EPS	(51.0)	(27.5)	75.3	28.6		Total liability.	27,627	44,216	52,701	54,131	
Margins %	FY22	FY23	FY24E	FY25F		Common stocks	6,357	6,357	6,699	6,699	
Gross	15.5	12.1	10.7	10.3		Reserves	3,281	3,899	3,899	3,899	
Operating	5.4	3.6	4.9	4.9		Retain earnings	26,307	27,678	33,597	39,832	
EBITDA	8.2	4.6	5.0	5.2		Total Equity	35,945	37,934	44,194	50,429	
Pre-tax	7.9	4.5	4.9	5.2		Total Liab. & Equity	63,572	82,150	96,895	104,560	
Net	6.1	3.5	3.4	3.7							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	55,164	73,923	70,446	68,332		Net income	6,539	4,743	9,119	11,732	
Gross profit	6,233	7,980	7,240	7,175		Dep & Amort	733	789	529	531	
Operating profit	3,077	3,851	3,377	2,991		Investment income	69	63	-3	0	
Total non-ope inc.	-338	187	-385	245		Changes in W/C	-780	-3,265	-21,205	-9,193	
Pre-tax profit	2,739	4,037	2,991	3,236		Other adjustment	-745	-65	-65	-65	
Net profit	2,024	2,962	1,927	2,206		Cash flow – ope.	5,815	2,265	-11,624	3,005	
EPS	2.90	4.25	2.76	3.16		Capex	-1,094	-409	-409	-409	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E		Change in L-T inv.	-13	0	0	0	
Net sales	96.8	182.9	90.3	49.9		Other adjustment	191	-266	0	0	
Gross profit	75.8	158.3	47.4	42.7		Cash flow –inve.	-915	-675	-409	-409	
Operating profit	140.5	292.0	202.2	97.3		Free cash flow	4,721	1,856	-12,033	2,596	
Net profit	97.5	233.0	30.3	63.4		Inc. (Dec.) debt	-200	0	0	0	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E		Cash dividend	-7,620	-3,941	-2,859	-5,497	
Net sales	21.0	34.0	(4.7)	(3.0)		Other adjustment	6,905	3,266	-6,025	-6,025	
Gross profit	24.0	28.0	(9.3)	(0.9)		Cash flow -Fin.	-915	-675	-8,884	-11,522	
Operating profit	103.0	25.1	(12.3)	(11.4)		Exchange influence	213	-145	0	0	
Net profit	49.9	46.3	(34.9)	14.5		Change in Cash	-2,663	6,901	-20,917	-8,926	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E		Ratio Analysis					
Gross	11.3	10.8	10.3	10.5		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F	
Operating	5.6	5.2	4.8	4.4		ROA	9.85	6.51	10.19	11.65	
Net	3.7	4.0	2.7	3.2		ROE	17.80	12.84	22.21	24.80	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.