

主機板 | 永擎電子 (7711 TT; NR)

AI 伺服器帶動營收顯著增長，然產品組合改變將影響毛利率

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022	2023	1H24
營業收入	3,205	2,738	2,516
營業毛利	824	724	609
營業利益	140	-8	166
稅後淨利	138	8	163
EPS (元)	2.41	0.13	2.70

蘇子錚
Alex.Su@yuanta.com

林采潔
stacylin68@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 永擎具備伺服器設計能力，提供美國 Tier 2 業者、歐系 CSP、美系 OEM 廠等客製化服務，給予不同規格的伺服器產品。
- ◆ 一般型伺服器需求回溫，H100/H200 晶片供給舒緩，中小型伺服器業者逐步出貨 AI 伺服器。
- ◆ 系統組裝、AI 伺服器營收比重提升，有利營收顯著成長，然產品組合改變將稀釋毛利率。

具備伺服器設計能力，提供客製化服務

永擎主要業務為伺服器研發及銷售，母公司為華擎(3515 TT)，最終母公司為和碩(4938 TT)，目前營收 70%來自伺服器整機銷售，30%來自伺服器主機板銷售，主要伺服器產品包括一般型伺服器、AI 伺服器，客戶主要包括美國 Tier 2 業者、歐系 CSP、美系 OEM 廠等。公司本身沒有廠房，主要是透過合作代工廠生產伺服器主機板及整機組裝，並銷售給終端客戶。與其他 ODM 不同，永擎透過自身的伺服器設計能力，可以提供中小型客戶客製化服務，給予不同規格的伺服器產品。

一般伺服器回溫，H 系列晶片供給舒緩，AI 伺服器逐漸放量

一般型伺服器歷經 2023 年的衰退，基期較低，1H24 伺服器零組件廠、ODM 陸續看到回溫跡象，其中以中國及部分美系 CSP 業者需求最為明顯，管理層預期 2H24 一般型伺服器需求動能將持續。在 AI 伺服器方面，在台積電產能陸續開出，且大型 CSP 業者初步拉貨暫告一段落，開始下單新世代 AI 伺服器，永擎等中小型伺服器業者開始出貨 AI 伺服器。目前永擎 AI 伺服器出貨產品主要以 H100 伺服器為主，近期開始出貨 H200 伺服器，單月出貨量約數百台，由於單台 AI 伺服器售價高達 20-30 萬美元，對營收貢獻明顯，今年前 10 月累積營收達 62.4 億元，年增 220%。

系統組裝、AI 伺服器營收比重提升將稀釋毛利率

1H24 伺服器主機板營收比重約 58%，管理層預期 2025 年系統組裝比重逐漸提升，將帶動一般型伺服器營收將成長雙位數。此外，管理層表示 4Q24 AI 伺服器出貨量將開始放量，進入 H100/H200 產品轉換期，並預期 3Q25 可開始出 B200 系列伺服器，且因為部分晶片主要瞄準的是中低規 AI 伺服器市場，可望吸引更多客戶採購小量的 AI 伺服器，有助於永擎擴展其伺服器客戶群。在一般型伺服器及 AI 伺服器帶動下，2024/2025 年營收將強勁增長，然伺服器組裝、AI 伺服器營收比重提升將影響產品組合，不利於整體毛利率表現。

H100/H200 晶片供給舒緩，AI 伺服器即將放量出貨

根據調查，台積電 2024/25 年 CoWoS 產能預估為 3.2/8 萬片，在產能陸續開出的狀況下，加上大型 CSP 業者初步的 AI 伺服器拉貨逐漸到尾聲，開始下單 GB200 伺服器，因此 H100/H200 晶片供貨陸續舒緩，中小型伺服器業者如技嘉、永擎、Dell 等相關廠商逐步出貨自家品牌的 AI 伺服器。

永擎目前營收 70%來自伺服器整機銷售，30%來自伺服器主機板銷售，主要伺服器產品包括一般型伺服器、AI 伺服器，客戶組成為美系科技大廠 14%、歐系資料中心業者 11%、亞洲新創公司 14%等，皆為中小型業者。公司本身並沒有廠房，主要是透過合作代工廠來生產伺服器主機板及整機組裝，並銷售給終端客戶，與其他 ODM 不同，永擎透過自身的伺服器設計能力，可以為中小型客戶客製化，給予不同規格的伺服器產品。

永擎目前 AI 伺服器主要以 H100 伺服器為主，近期開始出貨 H200 伺服器，單月出貨量約數百台，由於單台 AI 伺服器售價高達 20-30 萬美元，對營收貢獻明顯，管理層表示 4Q24 AI 伺服器出貨量將開始放量，並預期 3Q25 可以開始出 B200/B300 系列伺服器。

靜待 B200 系列晶片放量

根據供應鏈調查，Nvidia 除了 B200 晶片外，明年還會推出 B300、B300A 系列晶片，並可用於 MGX 或 HGX 平台，這三款晶片將於 3Q25 陸續推出，並且滲透至中低階伺服器市場，搶佔 ASIC 伺服器份額，可望讓中小型資料中心業者及企業有更多的選擇購買 AI 伺服器。本中心認為，若明年晶片供給正常，且相關晶片及零組件生產不再有良率問題出現，永擎可望在 3Q25 取得 B200 晶片(排在 Dell、Supermicro 之後)，並且在 4Q25 開始生產相關伺服器，且因為部分晶片主要瞄準的是中低規 AI 伺服器市場，可望吸引更多客戶採購小量的 AI 伺服器，有助於永擎擴展其伺服器客戶群。

圖 1：Nvidia Roadmap

Nvidia Roadmap		3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Old Schedule							
HGX (Server)	Blackwell		B100				
	Blackwell Ultra		B200				
Oberon (Rack)	Blackwell			GB200 NVL36/72			
	Blackwell Ultra					GB200 Ultra NVL36/72	
Revised Schedule							
HGX (Server)	Blackwell		B200				
	Blackwell Ultra					B300	B300A
Oberon (Rack)	Blackwell			GB200 NVL72			
	Blackwell Ultra					GB300 NVL36/72	

資料來源：元大投顧整理

2025 年美系 CSP 資本支出在高基期下，年增幅將放緩至 22%

在 ChatGPT 等 AI 應用陸續推出於市場，各大業者紛紛開始研發自有超級大模型，帶動 2024 年 AI 伺服器需求大幅成長，預估 2024 年美國四大 CSP 業者資本支出將年增 50%至 2,217 億美元。四大 CSP 業者積極採購 AI 伺服器，2024 年採購量大約達到 10 萬台 H100/H200 伺服器，為了能夠在資料中心放置更多的伺服器，CSP 業者增加許多供電系統、升級基礎設備，並且持續加蓋新資料中心以放置更多 AI 伺服器，強化自家大模型，未來即可推出相關的 AI 服務或軟體。

展望 2025 年，根據四大 CSP 業者的法說會指引，明年的資本支出將較今年成長，雖然各業者明年 GB200 採購需求暢旺，總金額可望超過 40 億美元，將帶動資本支出成長，不過在高基期下年增幅將會放緩，預估四大 CSP 明年資本支出為 2,700 億美元，年增 22%。

圖 2：CSP 資本支出預估

CAPEX(US\$mn)	CY 2020	CY 2021	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025
Google	22,281	24,640	31,485	32,251	51,484	58,083
Microsoft	17,592	23,216	24,768	35,202	55,360	65,963
Amazon	40,141	61,053	63,645	52,729	76,819	91,861
Meta	15,115	18,628	31,431	27,266	38,047	54,124
Total	95,129	127,537	151,329	147,448	221,710	270,031
YoY Growth (%)	CY 2020	CY 2021	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025
Google	-5.4%	10.6%	27.8%	2.4%	59.6%	12.8%
Microsoft	29.9%	32.0%	6.7%	42.1%	57.3%	19.2%
Amazon	138.1%	52.1%	4.2%	-17.2%	45.7%	19.6%
Meta	0.1%	23.2%	68.7%	-13.3%	39.5%	42.3%
Total	37.8%	34.1%	18.7%	-2.6%	50.4%	21.8%

資料來源：元大投顧整理

GB200 預計 2025 年 1-2 月將開始小量出貨，部分零件問題仍待處理

B200 晶片在過去幾個月面臨良率挑戰，主因封裝過程中零組件熱膨脹係數不匹配，導致晶片翹曲引發功能性故障。此外，為提升散熱效率，Blackwell 系列將 Hopper 系列的不鏽鋼環狀 Stiffener 改為石墨烯均熱片，但這在封裝時可能導致散熱膏貼合不良，為解決此問題，均熱片表面設計改為沙漏形，有效降低封裝貼合的不良率。

儘管先前出現的各種問題已經解決，但目前仍有幾個問題存在，先前 Nvidia 將 Switch Tray HDI 主板改成 PCB 多層板板材，並將 Overpass 數量減少重新設計排列，該設計花較多時間重新認證，目前材料廠如 CCL 供應商預計 12 月開始才會陸續量產 Switch Tray 用的 CCL，因此現階段組裝廠僅取得少量 Switch Tray，造成出貨時程大幅遞延。

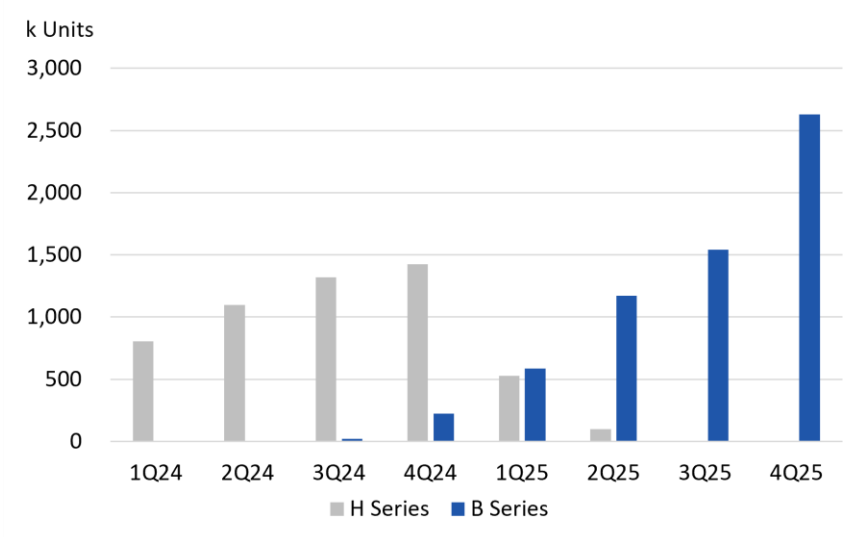
另外，安菲諾獨家供應的連接器(Cable Cartridge)，是 Nvidia 設計的一種高性能數據傳輸連接器，主要用於 GPU/GPU 或 GPU/CPU 之間高速數據通信。透過 NVLink，Cartridge 能提供比 PCIe 更高的傳輸速度及更低的延遲性，並且可以讓多個 GPU 協助進行運算，共享內存和資源，大幅度提升運算效率，適合運用於 AI 訓練、大數據分析、高性能計算(HPC)等。

根據調查，安菲諾生產的 Cable Cartridge 有效能問題，導致 GPU 無法以 100%的效能進行平行運算，組裝廠僅拿到少量的 Cartridge 造成 GB200 無法大量生產。先前 Switch Tray 設計變更造成出貨時程往後遞延，目前安菲諾的 Cable Cartridge 效能已經調整完畢，預計 12 月-2025 年 2 月可以逐步放量生產。本中心認為，由於 CSP 業者傾向採用 GB200/B200 伺服器產品，因此將陸續下修 Hopper 伺服器訂單量，預估 1Q25 將會出現較明顯的新舊產品轉換期。

B300 系列晶片下半年開始量產

Nvidia 除了目前推出的 GB200/B200 伺服器，預計於 3Q25 陸續推出 GB300/B300 伺服器，主要升級為網路效能提升，記憶體部分提高至 288 GB，且單晶片功耗從 1,200W 提升至 1,400W。另外，目前的 B200 晶片是直接焊接在 PCB 主板上，之後會將每一個 B300 晶片單獨放在一個連接器主板上(Socket or Board to Board Connector)，改以單賣 SXM 模組給客戶，Nvidia 仍會提供伺服器公版設計，終端客戶可以自行選擇 CPU 及相關零組件供應商，且可自行更改伺服器設計，主要是避免反壟斷問題。

圖 3：AI 晶片出貨量預估，B200/B300 分別在上下半年量產



資料來源：元大投顧預估

AI 伺服器放量帶動營收顯著成長，然整體毛利率將受影響

隨 AI 伺服器逐步出貨，永擎 1H24 營收 25.2 億元，年增 174%；毛利率 24.2%，受 AI 毛利率稀釋，較 2023 年毛利率低 2.2 個百分點；營業利益 1.7 億元，較去年同期虧轉盈；稅後淨利 1.6 億元，EPS 2.7 元。本中心認為，永擎的主要成長動能來自 AI 伺服器開始量產出貨，近期單月出貨約百台 AI 伺服器，帶動 10 月營收月增 132%、年增 287%，管理層預期 4Q24 將維持相同出貨水準，將帶動 4Q24 營收強勁增長，明年在取得 B200 晶片後，新伺服器將陸續出貨給客戶，且公司正積極切入 CSP 供應鏈，若切入可望帶動營收大幅成長。

圖 4：永擎損益表

(NT\$百萬元)	2021A	2022A	2023A	1H24A
營業收入	3,165	3,205	2,738	2,516
營業成本	-2,495	-2,381	-2,014	-1,907
營業毛利	670	824	724	609
營業費用	-591	-685	-731	-443
營業利益	79	140	-8	166
稅前淨利	83	157	10	204
稅後純益	67	138	8	163
每股盈餘(NT\$)	1.32	2.41	0.13	2.70

資料來源：公司資料

圖 5：永擎資產負債表

(NT\$百萬元)	2021A	2022A	2023A	1H24A
現金及約當現金	396	679	852	862
其他流動資產	1,020	1,205	955	2,112
流動資產	1,417	1,884	1,807	2,974
不動產、廠房及設備	50	49	29	23
其他資產	75	80	113	100
資產總額	1,542	2,012	1,949	3,097
流動負債	819	1,154	1,081	2,085
非流動負債	22	17	31	19
負債總額	841	1,171	1,112	2,104
股本	457	518	604	604
資本公積	161	162	187	187
保留盈餘	84	162	46	202
其他權益	-2	0	0	0
歸屬母公司之權益	701	841	837	993
股東權益總額	701	841	837	993

資料來源：公司資料

圖 6：永擎現金流量表

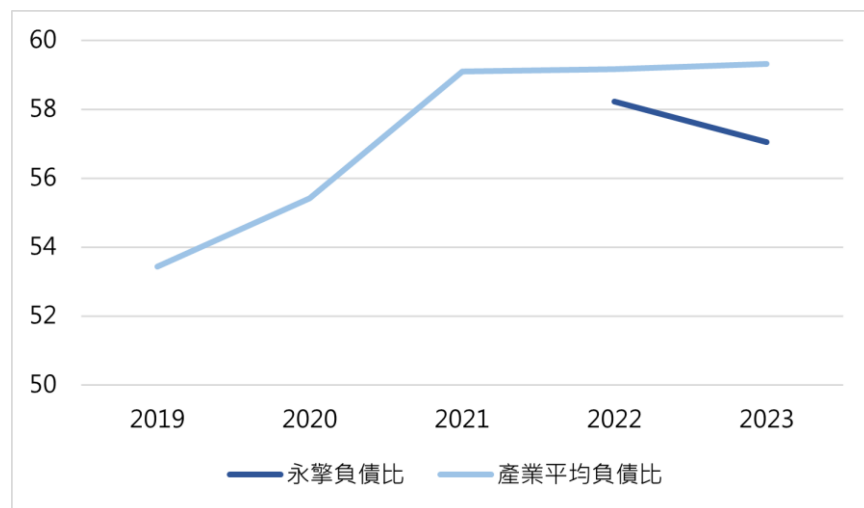
(NT\$百萬元)	2021A	2022A	2023A	1H24A
稅前淨利	83	157	10	204
折舊及攤提	35	41	42	19
本期營運資金變動	-299	329	234	427
其他營業資產	-145	-208	-87	-227
營運活動之現金流量	-325	320	200	423
資本支出	-18	-29	-1	-1
其他資產變動	-1	5	6	-404
投資活動之現金流量	-19	-24	5	-405
融資活動之現金流量	-5	-13	-32	-8
本期產生現金流量	-350	282	173	10
自由現金流量	-343	291	199	422

資料來源：公司資料

負債比率低於同業，財務結構穩健無重大風險

永擎負債比低於同業，1H24 負債比 68%，年增 11 個百分點主因合約負債、應付帳款提升。償債能力方面，永擎流動比率與同業略低於同業平均，然仍落於同業相同區間約 120-250%，1H24 流動比率為 143%。永擎 2022/2023 利息保障倍數為 627/15 倍，差異較大主因 2023 年獲利衰退，1H24 利息保障倍數隨獲利回升達到 672 倍。本中心認為永擎財務結構良好，在負債比率維穩定情況下，倒帳、破產風險仍低。

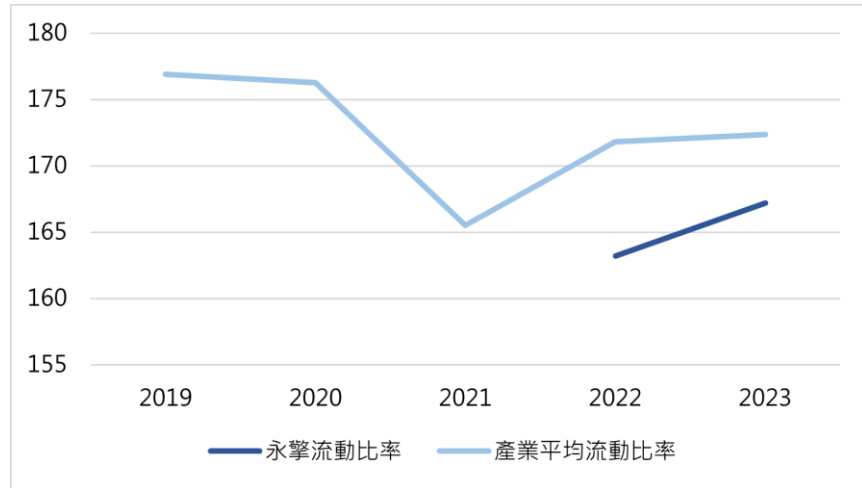
圖 7：永擎負債比低於同業平均



資料來源：公司資料

註：產業平均包含技嘉、營邦、緯穎、廣達

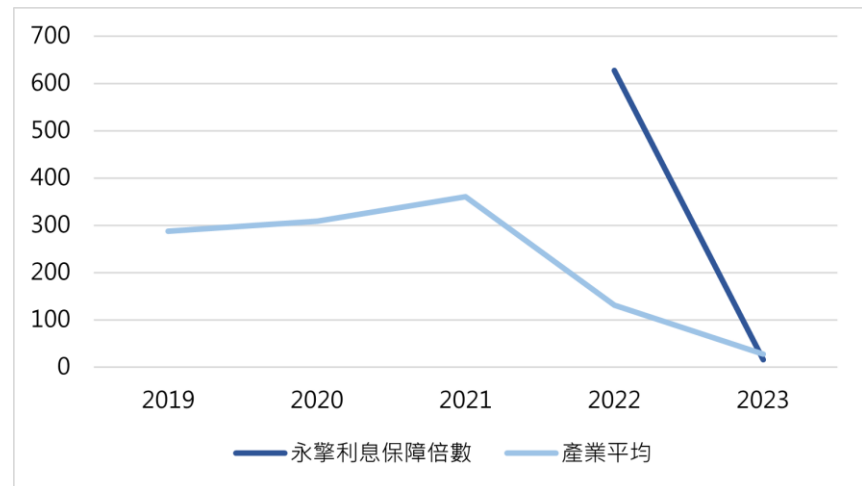
圖 8：永擎流動比率略低於同業平均



資料來源：公司資料

註：產業平均包含技嘉、營邦、緯穎、廣達

圖 9：永擎利息保障倍數因獲利波動較大



資料來源：公司資料

註：產業平均包含技嘉、營邦、緯穎、廣達

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓