



研究報告

技嘉(2376.TT)

買進(維持)

TP：320

技嘉坐擁板卡與 GB200 雙題材，營運看旺

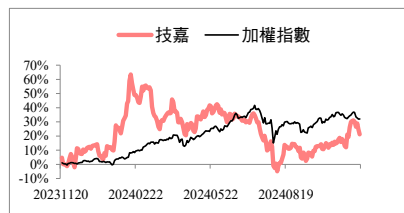
核心觀點

受惠於 3A 遊戲大作密集出台、換機潮、AI 浪潮帶動板卡需求，預期 2025 年板卡廠營運暢旺，GB200 則已經斬獲訂單，有望於年底小量出貨，惟遞延至 25Q2 放量，故下修今、明年獲利預估，維持「買進」評等。

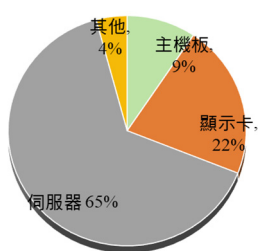
交易資料

收盤價	282.50
市值(億元)	1,892.50
流通在外股數(百萬股)	669.90
本益比(2025F)	14.95
股價淨值比	4.74
240 日股價(低/均/高)	216/287/394.5
60 日均成交額(百萬元)	2,225.91

相對報酬率



2025年產品比重預估



CSR 天下永續公民獎

企業類別	2023 排名	2022 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
-	-	-	-	-	-	-	-

資料來源：天下雜誌

2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	36%至 50%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	61%至 100%

資料來源：證基會

研究員：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

重要訊息

技嘉召開法說會，說明24Q3營運及未來展望。

玉山觀點

高階顯卡供貨遞延拖累毛利率，營收、獲利雙衰退。技嘉24Q3營收704億元，QoQ-4.7%、YoY+90.3%，營收達成率僅92%，大幅不如預期，主因高階顯卡供貨遞延，且AI伺服器於24Q2達到高峰，Q3拉貨放緩，Q4則靜待GB200出貨放量，毛利率則因AI伺服器大客戶佔比提升導致產品組合轉差下滑至10.28%，另外，業外則認列6.28億元匯兌損失拖累EPS驟減至2.88元。

主機板、顯卡拉貨高峰已過，且NB換機潮不明，預期24Q4營收小幅季減。因應歐、美聖誕節消費旺季需求，板卡廠Q3為拉貨高峰，24Q4則因消費者靜待RTX 50顯卡推出且AI PC換機潮仍不顯著，以及GB200於Q4僅小量出貨，故下修24Q4營收/EPS至684億元/3.24元，同步下修全年EPS至13.96元。

看好技嘉坐擁板卡、AI伺服器雙題材。Nvidia/AMD將於25Q1推出RTX 50/RX 8000系列顯卡，且當前舊產品庫存已見底，搭配3A大作密集出台以及價格穩定，有望催生顯卡換機潮，故預估VGA營收將成長近兩成；主機板方面，預估將隨RTX 50推出帶動Aroow Lake平台需求，故預估主機板營收將成長一成左右。另外，我們看好AI執行地端運算剛需大量算力，CPU新平台45TOPs算力已不足以因應，故未來AI NB搭載GPU為趨勢，有望推升高階NB需求。另外，技嘉為GB200供應商之一，目前已經獲得Teir 2、企業級客戶訂單，雖然我們仍樂觀預期技嘉有望於24Q4小量出貨GB200伺服器，惟Nvidia GPU將優先出貨大型雲端廠，技嘉相關營收放量或將遞延至25Q2，故下修2025年營收至3,130億元，稅後EPS為18.9元。

投資建議

受惠於3A遊戲大作密集出台、換機潮、AI浪潮帶動板卡需求，預期2025年板卡廠營運暢旺，GB200則已經斬獲訂單，有望於年底小量出貨出貨，惟遞延至25Q2放量，故下修2024/2025年EPS為13.96/18.9元，維持「買進」評等，同步調降目標價至320元(17倍PER*2025EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	55,164	73,923	70,446	68,365	267,899	313,041
YoY	96.80%	182.86%	90.33%	49.94%	95.87%	16.85%
毛利率	11.30%	10.80%	10.28%	10.64%	10.72%	10.67%
營益率	5.58%	5.21%	4.79%	3.94%	4.85%	5.46%
稅後淨利	2,024	2,962	1,927	2,171	9,083	12,658
EPS(元)	3.18	4.66	2.88	3.24	13.96	18.90

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4
營收	70,446	68,365	76,182	78,983	(7.53)	(13.44)
毛利	7,240	7,273	8,291	8,895	(12.68)	(18.24)
營業利益	3,377	2,691	2,918	3,601	15.72	(25.28)
稅前淨利	2,991	2,791	3,070	3,702	(2.56)	(24.60)
稅後淨利	1,927	2,171	2,457	2,879	(21.55)	(24.61)
每股盈餘(元)	2.88	3.24	3.86	4.30	(25.55)	(24.65)
財務比率(%)						
毛利率	10.28	10.64	10.88	11.26	(5.56)	(5.52)
營益率	4.79	3.94	3.83	4.56	25.14	(13.69)
淨利率	4.25	4.08	4.03	4.69	5.37	(12.94)

資料來源：玉山投顧(2024/11)

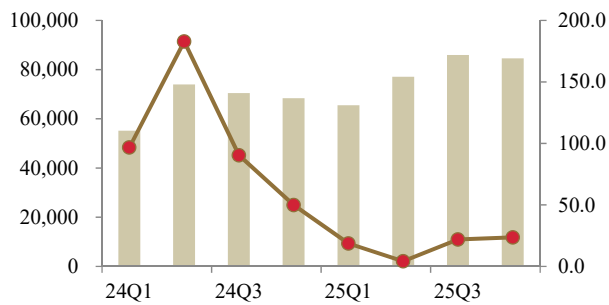
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	55,164	73,923	70,446	68,365	267,899	65,515	77,055	85,929	84,542	313,041
營業毛利	6,233	7,980	7,240	7,273	28,727	7,124	7,793	9,131	9,344	33,392
營業費用	3,156	4,130	3,864	4,582	15,731	3,748	4,304	3,424	4,821	16,298
營業利益	3,077	3,851	3,377	2,691	12,995	3,376	3,489	5,707	4,523	17,094
淨業外收支	(338)	187	(385)	101	(436)	103	96	75	138	412
稅前淨利	2,739	4,037	2,991	2,791	12,559	3,479	3,585	5,782	4,661	17,506
稅後淨利	2,024	2,962	1,927	2,171	9,083	2,717	2,592	3,725	3,624	12,658
EPS(元)	3.18	4.66	2.88	3.24	13.96	4.06	3.87	5.56	5.41	18.90
財務比率										
毛利率	11.30	10.80	10.28	10.64	10.72	10.87	10.11	10.63	11.05	10.67
營業利益率	5.58	5.21	4.79	3.94	4.85	5.15	4.53	6.64	5.35	5.46
稅前淨利率	4.97	5.46	4.25	4.08	4.69	5.31	4.65	6.73	5.51	5.59
YoY(%)										
營業收入	96.80	182.86	90.33	49.94	95.87	18.76	4.24	21.98	23.66	16.85
營業毛利	75.81	158.29	47.39	44.65	73.31	14.29	(2.34)	26.10	28.48	16.24
營業利益	140.46	291.95	202.22	77.52	165.47	9.70	(9.39)	68.99	68.09	31.54
稅前淨利	103.74	214.37	62.35	70.90	105.73	27.00	(11.21)	93.28	66.98	39.39
稅後淨利	97.5	232.95	30.34	60.79	91.51	34.25	(12.49)	93.28	66.98	39.36
QoQ(%)										
營業收入	20.98	34.01	(4.70)	(2.95)		(4.17)	17.61	11.52	(1.61)	
營業毛利	23.98	28.02	(9.27)	0.45		(2.05)	9.39	17.16	2.34	
營業利益	103.04	25.12	(12.30)	(20.32)		25.48	3.35	63.56	(20.75)	
稅前淨利	67.69	47.40	(25.91)	(6.69)		24.62	3.06	61.28	(19.38)	
稅後淨利	49.91	46.35	(34.92)	12.61		25.17	(4.61)	43.74	(2.71)	

資料來源：玉山投顧(2024/11)

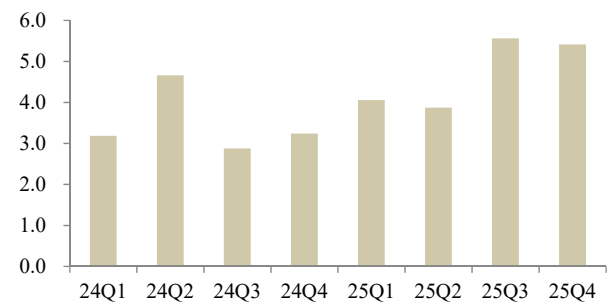
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



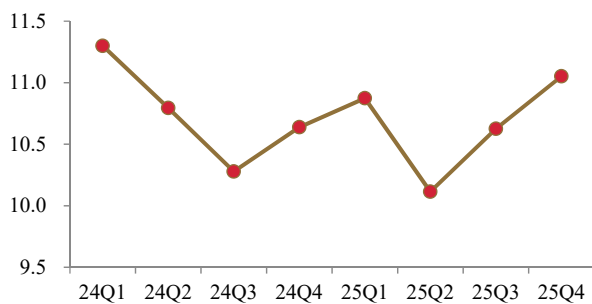
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



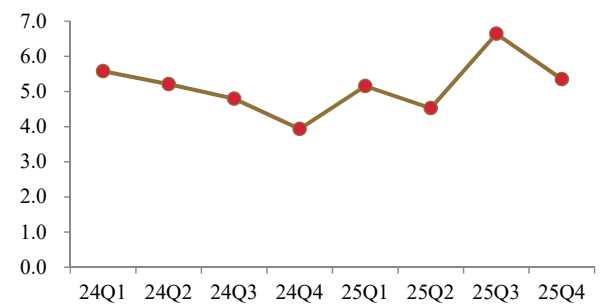
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



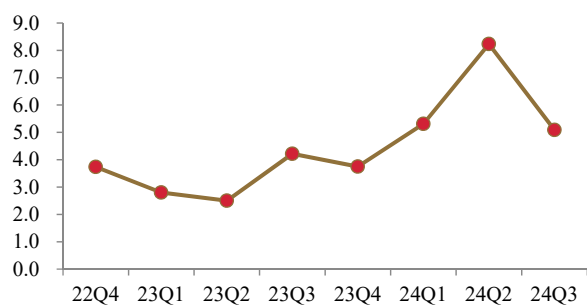
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



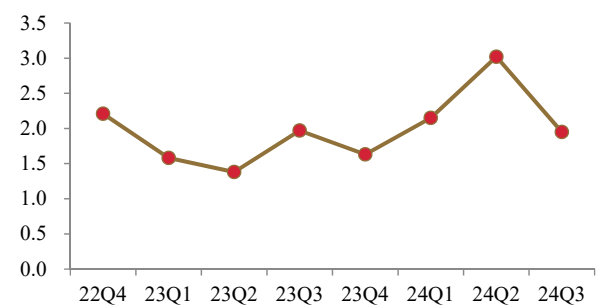
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季末年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2024/11)

年損益表	單位:百萬元			
	2021	2022	2023(E)	2024(F)
營業收入	107,264	136,773	267,899	313,041
營業成本	90,648	120,198	239,172	279,649
營業毛利	16,616	16,575	28,727	33,392
營業費用	10,771	11,680	15,731	16,298
營業利益	5,845	4,895	12,995	17,094
營業外收支淨額	2,601	1,209	-436	412
稅前淨利	8,446	6,105	12,559	17,506
稅後淨利	6,539	4,743	9,083	12,658
普通股股本	6,357	6,357	6,699	6,699
EPS(元)	10.29	7.46	13.96	18.90
年成長率				
營收	-12.0%	27.5%	95.9%	16.9%
營業利益	-59.7%	-16.3%	165.5%	31.5%
稅前淨利	-47.6%	-27.7%	105.7%	39.4%
母公司稅後淨利	-51.0%	-27.5%	91.5%	39.4%
獲利能力比率				
毛利率	15.5%	12.1%	10.7%	10.7%
營業利益率	5.4%	3.6%	4.9%	5.5%
稅前淨利率	7.9%	4.5%	4.7%	5.6%
稅後淨利率	6.1%	3.5%	3.4%	4.0%

資產負債表	單位:百萬元			
	2021	2022	2023(E)	2024(F)
流動資產	54,803	73,075	74,199	85,990
現金及約當現金	16,266	23,166	13,613	15,906
存貨	21,777	29,664	40,673	47,526
應收帳款及票據	14,131	16,020	15,689	18,333
其他流動資產	2,630	4,224	4,224	4,224
長期投資	529	516	516	516
固定資產	4,947	4,820	7,059	7,993
其他長期資產	3,302	3,749	3,749	3,749
資產總額	63,572	82,150	85,513	98,238
流動負債	26,967	34,599	40,662	47,514
應付帳款及票據	13,996	20,711	40,566	47,402
短期借款	0	0	0	0
什項負債	12,970	13,888	16,322	19,072
非流動負債	660	9,696	6,027	10,028
負債總額	27,627	44,216	46,688	57,541
普通股股本	6,357	6,357	6,699	6,699
資本公積	3,281	3,899	3,899	3,899
保留盈餘	26,173	26,968	28,082	29,954
股東權益總額	35,933	37,473	38,825	40,697

現金流量表	單位:百萬元			
	2021	2022	2023(E)	2024(F)
稅前淨利	8,446	6,105	12,559	17,506
折舊及攤提費用	733	789	761	775
本期營運資金變動	-3,209	-3,960	9,178	-2,662
其他項目	-155	-668	-1,309	-1,530
營運活動之現金流量	5,815	2,265	21,189	14,090
資本支出	-1,122	-417	-3,000	-1,708
本期長期投資變動	-13	0	0	0
其他項目	219	-258	-20,111	-6,120
投資活動之現金流量	-915	-675	-23,111	-7,828
短期借款及票券變動	0	0	0	0
舉措/償還長期借款	-200	0	-3,590	4,001
發行/償還公司債	0	9,291	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-7,620	-3,941	-4,042	-7,969
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-7,776	5,456	-7,632	-3,968
匯率影響數	213	-145	0	0
本期現金流量	-2,663	6,901	-9,553	2,294
期末現金及約當現金	16,266	23,166	13,613	15,906

重要財務比率	2021	2022	2023(E)	2024(F)
資產品質比率				
負債比率	43.5%	53.8%	54.6%	58.6%
槓桿比率	76.9%	118.0%	120.3%	141.4%
流動比率	203.2%	211.2%	182.5%	181.0%
速動比率	122.5%	125.5%	82.5%	81.0%
存貨週轉率(次)	3.75	4.67	6.80	6.34
存貨週轉天數	96.04	77.04	52.94	56.77
應收帳款週轉率(次)	3.83	4.88	16.90	18.40
應收帳款週轉天數	28.01	42.60	21.31	19.56
總資產週轉率(次)	1.69	1.66	3.13	3.19
淨值週轉率(次)	2.99	3.65	6.90	7.69
股東權益報酬率	17.8%	12.9%	23.8%	31.8%
總資產報酬率	9.9%	6.6%	10.8%	13.8%
OCF/流動負債	20.2%	7.4%	56.3%	32.0%
每股比率				
每股淨值(元)	56.53	58.95	57.96	60.75
每股營收(元)	168.74	215.16	399.91	467.29
每股盈餘(元)	10.29	7.46	13.96	18.90
每股現金股利(元)	6.20	6.36	11.90	16.10
現金股利配發率	60.3%	85.2%	85.2%	85.2%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站(www.esunconsulting.com.tw)取閱。

研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

【天下永續100強】

邀請過去3年內（2020-2022年）有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數，並於4組中各選出首次入榜且名次最佳者1席為當年度「新秀獎」。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法