

英業達

(2356 TT, NT\$50.2, 持有)

重點摘要

1. 近期觀察到客戶提前拉貨，4Q24 筆電出貨量有望季持平或微幅季減，優於先前展望。2024 年筆電出貨量年增中~高個位數，目前展望 2025 年有望年增中~高個位數，動能來自商務換機潮及更多 NPU 機種推出。
2. 2025 年伺服器營收展望年增雙位數，其中美系客戶年增雙位數 (AI 伺服器、L10 出貨提高所帶動)，中系客戶與 enterprise 則展望年持平。
3. 2025 年智慧裝置營收展望年增個位數，主要動能來自於遊戲機新客戶與新產品。

結論

凱基預估 2024 年 EPS 年增 23%至 2.1 元，2025 年 EPS 年增 34%至 2.82 元。目標價為 56 元，基於 20 倍 2025 年 EPS 預估，評等為「持有」。

2024 年各業務展望

- 公司展望 2024 年全年筆電出貨量將年增中至高個位數，年增幅高於產業平均之低個位數，主因英業達商務機種比重 (60-70%) 較高。
 - 公司微幅上修 4Q24 筆電出貨量展望，預期將季持平至季減低個位數，優於原先季減之展望，因持續觀察到客戶提前拉貨。
- 2024 年伺服器營收強勁成長，主要成長來自於 AI 伺服器，而通用伺服器亦復甦。
 - 4Q24 伺服器營收有望季增，動能包括 H100、H20 持續出貨。
 - 2024 年美系 CSP 成長強勁，除 H100 伺服器需求外，近期觀察到 MI300 需求有提升 (因 Nvidia Blackwell 系列遞延)。此外，通用伺服器市場也觀察到 AMD 持續增加市佔率。
 - 2024 年中系客戶年增 low-teens，動能為中系客戶在北美地區的 rack 需求提升，加上通用伺服器復甦。
 - 2024 年 enterprise 伺服器年增 low-teens，儘管 2023 年客戶預算遞延，但 2024 年企業市場在 CPU 與 GPU 伺服器皆見成長。
- 2024 年智慧裝置營收年增個位數。
 - 4Q24 智慧裝置營收展望季增。
- 凱基預估英業達 2024 年營收年增 21%，毛利率年增 0.1ppts 至 5.2%、營利率年增 0.4ppts 至 1.9%，帶動 2024 年 EPS 年增 23%至 2.1 元。

凱基投顧

向子慧
886.2.2181.8726
angelah@kgi.com

余昀澄
886.2.2181.8013
alex.a.yu@kgi.com

陳韻如
886.2.2181.8037
yvonne.chen@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

2025 年各業務展望

- 公司展望 2025 年筆電出貨量年增中至高個位數，動能來自 Win10 終止支援帶來商務換機潮（英業達商務機種比重較高）、NPU 機種有更多廠家加入，而商務機種標案也有看到 x86 NPU 機種。凱基預估英業達筆電營收年增 7%。
 - 2025 年搭載 NPU 的商務機種中，目前看到較多 Intel / AMD 的解決方案。
 - 預期 2H25 筆電增速較強，主要來自商務換機潮，而後續須持續關注 AI PC 應用端的功能推出。
 - 2025 年筆電市場仍須關注美國政府是否有針對筆電進行課稅。
 - 2024 年高通 AI PC 較少，主因價格定位較不親民，2025 年將有一個較平價的解決方案推出。
- 2025 年伺服器營收展望年增雙位數，相較凱基預估年增 18%。
 - 展望美系客戶營收年增雙位數，動能包括 AI 伺服器貢獻 (H200 & B300)，加上 2025 年 L10 rack 出貨比重提高。
 - 預期中系客戶營收年持平，後續觀察美國政府政策之影響。
 - 展望 Enterprise 營收年持平，主因基期較高，加上部分企業預算可能分配給 AI。此外，2025 年推出之 NVL2 / NVL4 伺服器將針對企業用伺服器市場。
 - 車用營收目前認列於伺服器營收中，經過較長認證時間後，預期 2025-26 年專案以及營收貢獻將逐漸放大。
- 2025 年智慧裝置營收展望年增個位數，主要動能為遊戲機新客戶與新產品。相較凱基預估為年增 5%。
- 2025 年毛利率展望須視伺服器 rack 出貨比重，若 rack 比例較高，毛利率將被稀釋，但獲利金額仍成長。
- 2025 年目標維持每季費用 50 幾億之水準，近期費用提高主要反映全球據點布置之成本。
- 凱基預估英業達 2025 年營收成長 12%，毛利率年持平於 5.2%，營利率年增 0.3ppts 至 2.2%，EPS 預估年增 34%至 2.82 元。

伺服器業務展望

- GB200 預計 4Q24 小量樣品出貨給 CSP 客戶，預期 1Q-2Q25 逐漸增量。
- 4Q24 有出貨 B200 AI 伺服器給 CSP 客戶，近期有觀察到客戶對 x86 架構下的 B200 設計有較多詢問度。
- Nvidia B300 預計在 2H25 放量。B300 系列將有更多 x86 設計，分為 (1) HGX 8 顆 GPU 設計；(2) MGX 架構改為 socket 設計。X86 架構的設計下，ODM 可在設計與資源上有較多調配，CSP 客戶也較能自選供應商。
- NVL2 / NVL4 主要針對 enterprise 市場，預計 2H25 開始。NVL4 採用類似刀鋒式伺服器架構，也可以擴充成 rack。
- 可能因 Nvidia Blackwell 系列遞延之因素，近期觀察到 AMD MI300

量體有成長，AMD MI325 1Q25 部分案件進入送樣，2Q25 後將有較多量。

- 因 4Q24 有提前拉貨的現象，1Q25 可能有淡季狀況。
- 2025 年將有較多 L10 組裝業務，包括 AI 伺服器以及通用型伺服器。

產能布局

- 針對關稅議題，公司 2018 年已開始分散產能，4Q24 有觀察到筆電客戶提前拉貨現象。
- 伺服器產能分配：墨西哥 30-35%、捷克 15%、台灣與中國 10%，後續會於泰國廠建置額外產能，將部分中國產能移往泰國。
- 筆電產能分配：中國 60%、泰國 20%、墨西哥 10%、台灣 10%。後續會將部分中國產能移往泰國，減緩客戶的擔憂。

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。