

電子硬體產業

Blackwell 需求仍強勁，儘管有數項調整

焦點內容

- 最近 AI 伺服器供應鏈熱門話題包括：(1) Nvidia(美)取消 NVL36x2 機櫃設計，(2)取消 B200A GPU，並計畫 2025 年底推出 B300 Ultra GPU，(3) Blackwell Ultra GPU 插槽設計最快將於 1H25 採用。
- NVL36x2 機櫃設計取消不會改變組裝廠商版圖；B300A 與 B300 Ultra 推出對基板與散熱供應商影響中性。
- GPU 插槽設計為 CPU 插槽廠商提供新商機。

評論及分析

近期 Blackwell AI 伺服器熱門話題包括：(1) Nvidia(美)將取消 NVL36 雙機櫃設計，2025 年專案將由 NVL72 取代。(2) Nvidia 取消 B200A GPU，並預計於 2Q25 末推出下一代 AI GPU B300 Ultra (CoWoS-L) 與 B300A Ultra (CoWoS-S)。(3) 插槽設計可望於 1H25 開始用於 Blackwell Ultra GPU。

評論及分析

GB200 如期放量；NVL36 雙機櫃設計將取消。 Nvidia 近期取消 NVL36 雙機櫃版本之開發，並鼓勵客戶採用效率較高的 NVL72 機櫃。NVL36 雙機櫃 (NVL36x2) 主要是 AWS(美)採用，而其他的 NVL36 設計則主要是 Meta(美)與 Google(美)採用。我們認為 NVL36x2 取消將自 2H25-2026 年新專案生效，對供應鏈沒有影響。鴻海(2317 TT, NT\$199, 受法規限制)與廣達(2382 TT, NT\$283.5, 增加持股)將持續組裝 GB200 機櫃。我們維持 2025 年 GB200 機櫃出貨量 5.5 萬台、以及 2025 年 NVL36/72 比重 55-60%/40-45% 的預估，但預期原先為 Microsoft(美)設計的 NVL72 初期可能會優先生產。

B200A GPU 取消，新款 B300 Ultra 將於 2Q25 末推出。 Nvidia 已取消 B200A GPU 開發，並可望於 2Q25 末推出 B300 Ultra (CoWoS-L) 與 B300A Ultra (CoWoS-S) GPU。1H26 推出 Rubin 系列，產品規劃於 1Q25 會較明朗。供應鏈預期新 GPU 代號 B102 Ultra，2Q25 底開始生產以取代 B200A，我們認為該 GPU 可能命名為 B300A Ultra。其為單晶粒晶片，搭載 4 個 HBM 模組(同 B200A)，以台積電(2330 TT, NT\$1,045, 增加持股)CoWoS-S 製程封裝。Blackwell B300 Ultra 為 B200 的下一代產品，HBM 密度提高。B300A Ultra NVL36 機櫃將採氣冷散熱，B300 Ultra 則採液冷散熱為主。預期此將不會對基板供應商緯創(3231 TT, NT\$109, 增加持股)與鴻海產生重大影響，因其供應的基板包含 B200、B300A Ultra、B300 Ultra 與 Hopper GPU。若 B200A 取消使 B200 出貨量增加，單位內含價值提升將使這些公司受惠。儘管數個產品的推出時程頻繁調整，但 Blackwell GPU 需求仍強勁。

2025 年中推出的 Blackwell Ultra GPU 將開始採用插槽設計。 基於數項因素，Nvidia 之 GPU 可能將採用插槽設計。過去考量到傳輸效能要求，GPU 沒用插槽設計，而是直接焊在板上，此在 GB200 (2 個 GPU 和 1 個 CPU) 的失效成本將提高。另外，採用金屬熱介面材料(TIM)-如鈹-之散熱效果優於薄膜 TIM，但鈹較低的熔點給直接焊接帶來挑戰。插槽設計可部分解決這些問題，預期在 2024 年底 Nvidia 將最終決定插槽採用與否，預計最早將於 2025 年中見到 GPU 插槽首次用於 B300 Ultra 世代。CPU 插槽供應商鴻騰精密科技(FIT)(香港，鴻海集團旗下連接器公司)、Molex(美)、Amphenol(美)、TE(美)和嘉澤(3533 TT, NT\$1,670, 增加持股)都在積極爭取此機會，皆於近期送樣給 Nvidia。長期而言，FIT/鴻海和嘉澤有機會因此受惠。

投資建議

鑒於 AI 伺服器需求暢旺，建議投資人在此評價較低之際重新投資供應鏈，首選為鴻海、廣達、奇鋌(3017 TT, NT\$647, 增加持股)與台達電(2308 TT, NT\$387.5, 增加持股)。

投資風險

CSP 之 AI 伺服器資本支出計畫；AI 伺服器 GPU 供給受限。

圖 1：Blackwell GPU 家族系列配置藍圖仍在調整中

代號	B100	B200	取消	B20	預計2Q25底推出	
	Blackwell	Blackwell	B200A Blackwell	Blackwell	B300 Blackwell Ultra	B300A Blackwell Ultra
代號	B100	B200	B102/ B200A	B102/ B200A	B122	B102 Ultra
封裝	CoWoS-L	CoWoS-L	CoWoS-S	CoWoS-S	CoWoS-L	CoWoS-S
HBM (GB)	最高至192	192	最高至144	96	288	144
晶粒數	2	2	1	1	2	1
功率 (W)	700	1000 (HGX) / 1200 (GB NVL)	700/1000	~300	1000 (HGX) / 1200 (GB NVL)	1000 (HGX) / 700 (GB NVL)
支援規格						
8-GPU HGX	少量	少量	有	有	有	有
GB NVL	N/A	72/36	N/A	有	72/36	36 (氣冷)

資料來源：semanalysis；凱基投顧

圖 2：同業評價比較 - 雲端族群

領域	公司	代碼	市價 (美金百萬元)	股價 (當地貨幣)	評等	目標價 (元)	每股盈餘 (當地貨幣)			PE (x)			PB (x)			ROE (%)			現金殖利率 (%)				
							2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F			
ODM	鴻海精密	2317.TT	85,750	199.00	增持	N/A	10.25	11.32	15.21	0.4	10.4	34.4	19.4	17.6	13.1	1.8	1.8	1.7	9.7	10.3	13.0	2.7	3.0
	英業達	2356.TT	4,929	44.20	增加持	58.0	1.71	2.36	3.41	0.0	38.3	44.2	25.9	18.7	13.0	2.6	2.5	2.4	10.2	13.7	19.1	3.4	4.3
	廣達	2382.TT	34,038	283.50	增加持	390.0	10.29	15.11	18.79	37.0	46.9	24.4	27.6	18.8	15.1	5.9	5.5	5.2	22.3	30.3	35.3	3.2	4.3
	緯創	3231.TT	9,815	109.00	增加持	150.0	4.08	6.20	8.85	1.7	51.9	42.7	26.7	17.6	12.3	3.0	2.7	2.4	11.4	15.9	20.0	2.4	3.6
	緯穎	6669.TT	11,495	1,990	增加持	3020.0	68.88	125.64	160.57	(15.0)	82.4	27.8	28.9	15.8	12.4	8.2	4.6	4.0	29.7	37.1	34.5	2.1	3.4
	技嘉	2376.TT	5,507	265	增加持	345.0	7.46	18.03	20.43	(27.5)	141.6	13.3	35.5	14.7	12.9	4.5	3.6	3.5	19.9	27.3	27.8	2.5	5.9
	華擎	3515.TT	794	206	增加持	270.0	7.54	10.90	13.62	(13.2)	44.6	24.9	27.3	18.9	15.1	3.1	3.0	3.0	11.3	16.2	19.9	3.3	4.8
	友達技	3706.TT	1,753	46.75	未評等	N/A	1.48	N.M.	N.M.	(80.9)	N.A.	N.A.	31.6	N.A.	N.A.	0.9	N.A.	N.A.	2.9	N.M.	N.M.	2.8	N.A.
	聯華	3533.TT	5,786	1,670.00	增加持	1930.0	50.65	81.13	103.86	(13.7)	60.2	28.0	33.0	20.6	16.1	6.7	5.8	4.9	22.1	30.2	33.0	1.6	2.4
	瑞泰	6088.HK	2,732	2.91	未評等	N/A	0.08	0.13	0.20				37.3	21.9	14.8	8.7	8.0	7.3	5.4	7.5	10.2	0.0	0.1
連接器/ 連接線	優群科技*	3217.TT	417	149.00	未評等	N/A	8.11	10.61	10.98	19.3	30.8	3.5	18.4	14.0	13.6	3.1	N.A.	N.A.	17.9	23.1	22.0	3.6	5.4
	凡申科技	3526.TT	531	283.50	增加持	297.0	11.68	15.60	19.68	24.2	33.5	26.2	24.3	18.2	14.4	6.4	6.4	6.4	26.9	35.5	44.6	4.1	5.5
導軌	川源	2059.TT	3,199	1,080.00	增加持	1700.0	28.38	57.58	63.88	(33.3)	102.9	10.9	38.1	18.8	16.9	6.3	5.3	4.5	16.9	30.5	28.6	1.3	2.7
	建準	2421.TT	834	98.10	增加持	130.0	5.16	6.11	7.21	18.9	18.4	18.0	19.0	16.1	13.6	3.7	3.5	3.2	21.5	22.4	24.7	3.6	4.4
	雙鴻	3324.TT	2,069	732.00	增加持	N/A	14.28	22.68	34.19	(2.7)	58.8	50.7	51.3	32.3	21.4	13.6	8.4	6.9	20.2	28.4	36.2	0.9	1.4
散熱模組	奇鋐	3017.TT	7,709	647.00	增加持	830.0	14.11	20.55	29.63	19.7	45.7	44.2	45.9	31.5	21.8	11.3	9.6	7.8	28.3	32.8	39.4	1.1	1.6
	高力*	8996.TT	997	354.00	增加持	460.0	6.45	7.60	15.99	0.0	17.9	110.3	54.9	46.6	22.1	11.7	11.5	8.2	25.0	25.0	43.6	1.1	1.1
均熱片	綠葉*	3653.TT	6,515	1,490.00	未評等	N/A	16.59	24.73	38.80	(15.1)	49.1	56.9	89.8	60.3	38.4	18.3	N.A.	N.A.	21.9	N.M.	N.M.	0.7	N.A.
	新普	6121.TT	2,061	358.50	增加持	460.0	30.67	28.77	32.61	(21.6)	(6.2)	13.4	11.7	12.5	11.0	1.9	1.9	1.8	16.9	15.2	16.5	6.1	5.7
BBU	AES-KY	6781.TT	1,412	532.00	增加持	570.0	23.04	22.05	27.49	(38.8)	(4.3)	24.7	23.1	24.1	19.4	3.5	3.3	3.0	15.4	14.1	16.2	2.2	2.1
	聯展	8210.TT	1,047	278.50	增加持	345.0	9.03	15.45	19.15	8.5	70.1	24.0	31.9	18.7	15.1	6.3	5.4	4.6	20.8	31.1	33.1	1.7	2.9
BMC	聯創科技*	5274.TT	5,272	4,485	未評等	N/A	26.66	60.70	89.42	(52.2)	127.7	47.3	168.2	73.9	50.2	44.2	32.3	25.4	24.2	49.7	56.4	0.4	0.9
	聯亞	3081.TT	1,093	380.00	持有	135.0	(2.31)	(0.81)	4.46	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	85.2	9.0	9.3	9.0	(5.1)	(2.0)	10.8	0.1	0.1
CCL	聯茂*	6213.TT	840	74.50	未評等	N/A	1.86	3.11	5.51	(62.3)	67.2	77.2	40.1	24.0	13.5	1.4	1.3	1.2	3.4	5.7	9.1	2.0	2.9
	台光電子	2383.TT	4,471	417.50	增加持	610.0	16.35	28.22	32.78	7.3	72.6	16.2	25.5	14.8	12.7	5.3	4.7	4.1	22.5	33.9	34.7	2.4	4.1
ABF	欣圓電子	3037.TT	6,803	143.50	增加持	220.0	7.88	5.87	13.72	(60.7)	(25.5)	133.6	18.2	24.4	10.5	2.4	2.3	2.0	13.6	9.6	20.4	2.1	1.6
	金像電	2368.TT	2,912	190.50	增加持	275.0	7.25	12.96	17.22	(18.2)	78.8	32.9	26.3	14.7	11.1	5.6	5.3	4.4	22.7	37.1	43.8	1.8	3.4
PCB	台達電	2308.TT	31,286	387.50	增加持	528.0	12.86	15.27	19.54	2.2	18.8	28.0	30.1	25.4	19.8	5.1	4.4	3.9	17.3	18.5	20.6	1.7	2.0
	光寶科技	2301.TT	7,405	101.50	增加持	N/A	6.36	5.67	6.86	2.8	(11.0)	21.0	15.9	17.9	14.8	2.8	2.5	2.3	17.6	14.5	16.0	4.4	3.9
	群光電能*	6412.TT	1,582	127.00	未評等	N/A	8.27	8.90	10.75	0.6	7.6	20.8	15.4	14.3	11.8	3.7	3.3	3.3	24.9	27.3	31.6	4.7	4.9
PCB	聯亞*	6282.TT	904	33.75	未評等	N/A	0.07	1.44	2.14	(94.3)	195.1	48.6	48.2	23.4	15.8	1.3	1.2	1.1	0.3	5.2	7.3	1.5	0.3
	晶圓代工	2330.TT	842,338	1,045.00	增加持	N/A	32.34	42.80	53.32	(17.5)	32.4	24.6	32.3	24.4	19.6	7.8	6.4	5.2	26.2	28.8	29.1	1.2	1.5
設計服務	世芯-KY	3661.TT	4,768	1,920.00	增加持	3950.0	45.47	78.77	98.85	77.0	73.2	25.5	42.2	24.4	19.4	7.9	4.7	3.8	21.4	23.1	20.5	1.2	2.1
	創意	3443.TT	5,061	1,215.00	持有	1430.0	26.18	26.76	32.02	(5.5)	2.2	19.6	46.4	45.4	37.9	16.8	14.3	11.8	39.5	34.0	34.0	1.2	1.2
測試介面及設備	矽創科技	6515.TT	1,318	1,220.00	增加持	865.0	15.87	34.57	N.A.	(50.7)	117.8	N.A.	76.9	35.3	N.A.	11.9	9.7	N.A.	15.1	30.4	N.A.	0.9	2.1
	致茂電子	2360.TT	5,315	402.00	未評等	N/A	10.89	12.72	N.A.	(10.3)	16.8	N.A.	36.9	31.6	N.A.	7.5	6.9	N.A.	20.7	22.5	N.A.	1.8	2.1
網通	華星光	4979.TT	692	158.00	增加持	98.0	3.34	4.23	5.51	63.0	26.7	30.1	47.3	37.3	28.7	7.3	6.4	5.3	19.9	17.9	19.3	0.9	1.3
	智邦	2345.TT	9,688	556.00	增加持	700.0	15.99	20.80	23.26	9.2	30.1	11.8	34.8	26.7	23.9	12.4	10.4	8.9	39.1	42.3	40.2	1.8	2.2

*標號為 Bloomberg 市場預估
資料來源：Bloomberg；凱基預估

凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份、發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明
於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。