

SMCI 供應鏈

FY2Q25 展望低於預期

焦點內容

1. 特別委員會調查顯示公司審計委員會獨立運作，目前並無證據顯示管理層或董事會有財報舞弊或誤導之行為。SMCI 表示在委員會於這周或下周提出完整調查報告前將不再評論任何會計醜聞相關問題，並將另尋新的簽證會計師事務所。
2. FY1Q25 non-GAAP EPS 達 0.75-76 美元，優於共識預估主因獲利率較高。FY2Q25 EPS 展望 0.56-0.65 美元，中點低於共識預估 25%，主因營收展望低於預期，我們認為 AI 伺服器 GPU 世代交替為主要因素。
3. 根據我們的台廠供應鏈訪查，目前多數廠商並無面臨砍單。惟與 SMCI 擁有類似通路客戶的系統整合商，如 Dell (美) 和技嘉有望提升市佔率。惟 CSP 仍為 2025 年 GB200 AI 伺服器需求攀升的主要客戶，將使上述公司於 2025 年受惠。

重要訊息

Supermicro (SMCI, 美) 於 11/6 召開法說，說明近期財報不實狀況，並公告 FY1Q25 (CY3Q24) 自結獲利。

評論及分析

管理層將盡快解決財報問題。 SMCI 執行長於稍早法說會提及：「逆風出現後我們仍努力再次提出財報。我們對於先前財報依然有信心。」特別委員會已針對安永聯合會計師事務所(Ernst & Young) 所提出的會計問題進行調查，而經過獨立顧問調查，顯示公司審計委員會獨立運作，目前並無證據顯示管理層或董事會有財報舞弊或誤導之行為。特別委員會建議公司採取一系列補救措施，以加強其監督職能和內部治理。SMCI 表示在委員會於這周或下周提出完整調查報告前將不再評論任何會計醜聞相關問題，並將另尋新的簽證會計師事務所。

FY1Q25 自結 EPS 優於預期；FY2Q25 EPS 展望低於預期。 FY1Q25 non-GAAP EPS 季增 21%、年增 120% 至 0.75-76 美元，優於共識預估主因獲利率較高。FY1Q25 營收 59-60 億美元，低於市場共識預估 8%，並僅達公司先前財測下緣。毛利與營業率則分別季增至 13.3% 與 9.9%，並優於共識預估 1.4 與 1 個百分點，動能來自：(1) 客戶組合有利；(2) 供應鏈成本下滑；與 (3) 生產效率提升。我們推估伺服器貢獻 FY1Q25 整體營收 72-73%，隱含伺服器出貨量約達 1.6 萬台 (季增約 15-20%、年增幅 200% 以上)，動能來自企業與 CSP 市場的直接液冷 (direct liquid cooling, DLC) 機櫃 AI GPU 平台需求強勁。獲利率方面，預估 FY1Q25 伺服器毛利率自 FY4Q24 的高個位數百分比季增至低雙位數百分比，為 SMCI AI 業務正面跡象。公司預期 FY2Q25 營收區間 55-61 億美元，隱含年增 50-66% 但呈現季減，財測中點低於共識預估 15%，主因目前處於產品交替期 (Hopper 與 Blackwell GPU) 之高預期。儘管 FY2Q25 毛利率展望 (季減 1 個百分點) 符合市場預期，FY2Q25 EPS 展望 0.56-0.65 美元，中點仍低於共識預估 25%。此次 SMCI 未給予全年展望，目前市場共識預估 FY2025 EPS 將年增 46% 至 3.22 美元，而我們認為此水平存在下修風險，係因 FY2Q25 財測低於預期且未來訂單具不確定性。

多數供應鏈廠商對於 SMCI 持中性看法。 根據 SMCI 說法，營收動能取決於所取得之 Blackwell GPU 顆數。根據我們的台廠供應鏈訪查，目前多數廠商並無面臨砍單，而 SMCI 訂單疲弱主因為 AI GPU 處產品交替期。我們認為 AI 伺服器產品較為複雜，設計交期較長，而即將推出的 GB200 機櫃採用液冷設計，短期內不易快速轉單予其他 SMCI 競爭對手。惟與 SMCI 擁有類似通路客戶的系統整合商，如 Dell (美) 和技嘉 (2376 TT, NT\$303, 增加持股) 有望提升市佔率。CSP 仍為 2025 年 GB200 AI 伺服器需求攀升的主要客戶，除 CSP 業者外，Dell 之 2025 年 AI 伺服器訂單成長性亦相當強勁。

投資建議

SMCI 營運逆風可望使 Dell 與其供應鏈受惠，包括緯創 (3231 TT, NT\$119.5, 增加持股) 及 AI 伺服器液冷零件關鍵供應商雙鴻 (3324 TT, NT\$660, 增加持股)。SMCI 重要供應業者中，雙鴻與南俊 (6584 TT, NT\$166, 未評等) 之 CSP 客戶持續成長，AI 伺服器訂單之影響應屬有限。

潛在風險

財報舞弊或誤導；需求疲弱；AI 伺服器市場競爭。

多數供應鏈廠商對於 SMCI 持中性看法。根據 SMCI 說法，營收動能取決於所取得之 Blackwell GPU 顆數。根據我們的台廠供應鏈訪查，目前多數廠商並無面臨砍單。然而，據通路訪查了解，其對於 AI 伺服器記憶體 DDR5 之採購狀況，在財報問題發生後，SMCI 態度已轉趨保守並下修訂單量。我們認為 AI 伺服器訂單調整風險或將於未來幾個月顯現，因此客戶較分散與在 SMCI 之外美系 CSP 業者營收佔比較高的供應商，若於 SMCI 調整訂單時所受影響較為有限。目前 SMCI 於台灣的 AI 伺服器組件供應商主要包括雙鴻（營收貢獻約 10%）供應水冷板模組、高力 (8996 TT, NT\$313, 增加持股，雙位數百分比) 供應分歧管、南俊 (10-12%) 供應 2U/4U 伺服器滑軌、佳必琪 (6197 TT, NT\$162.5, 未評等，個位數百分比) 供應連接線與連接器以及博智 (8155 TT, NT\$145.5, 未評等，15-20%) 供應 CPU 主板與背板 PCB。而緯創僅組裝通用型伺服器，營收貢獻小於 1%，以上廠商目前並無面臨訂單調整或將僅受些微影響。而 SMCI 近期訂單疲弱主因為 AI GPU 處產品交替期，預期 GB200 將優先滿足大型 CSP 業者需求，而 SMCI 則仍需等待。我們認為 AI 伺服器產品較為複雜，設計交期較長，而即將推出的 GB200 機櫃採用液冷設計，短期內不易快速轉單予其他 SMCI 競爭對手。惟與 SMCI 擁有類似通路客戶的系統整合商，如 Dell (美) 和技嘉有望提升市佔率。我們仍預期 CSP 為 2025 年 GB200 AI 伺服器需求攀升的主要客戶，此外，Dell 之訂單成長性亦相當強勁。因此，預期雙鴻與南俊在 SMCI 單一客戶所受之影響將屬有限，仍將受惠於此成長趨勢。

圖 1：多數 Supermicro 供應鏈廠商認為財報問題所受影響有限

公司	代碼	產品	Supermicro 營收佔比	公司評論
雙鴻	3324 TT	水冷板模組	1-3Q24佔比10%	<ul style="list-style-type: none"> 目前未看到SMCI之訂單調整，且至目前為止付款狀況正常 水冷設計開發時間長，不容易轉單 2025年水冷客戶相對分散，來自CSP營收貢獻比重將明顯拉高 若因SMCI財報問題讓終端客戶有轉單至Dell, 技嘉或是華擎等狀況發生，上述廠商亦是雙鴻目前伺服器氣冷散熱客戶
高力	8996 TT	CDM	2024年預估貢獻雙位數百分比	<ul style="list-style-type: none"> 訂單能見度較短，主因處於GPU世代 (H與B系列)轉換期
南俊	6584 TT	滑軌	1-3Q24佔比10-12%	<ul style="list-style-type: none"> 目前SMCI訂單無影響、付款皆正常
優群	3217 TT	DDR5 long-DIMM	1H24佔比<2%	
佳必琪	6197 TT	連接器與線材	個位數百分比	<ul style="list-style-type: none"> SMCI訂單截至目前並無見到變化，收款情況亦持續穩定，對方付款依約準時，並偶有提前支付的情形 佳必琪的營收來源相對均衡，各客戶的營收佔比平均分佈，並無單一客戶佔比過高之情況。除SMCI，其餘AI伺服器大廠也皆為佳必琪之客戶 短期內影響有限，持續看好AI相關營收未來的成長動能
博智	8155 TT	CPU主板、背板PCB	15-20%	
緯創	3231 TT	通用型伺服器組裝	1-3Q24佔比<1%	

資料來源：公司資料、凱基投顧

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。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人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。