



研究報告

光寶科(2301.TT)

買進(維持)

TP：118

33kW 電源架出貨、水冷再添生力軍，看好營運成長不變

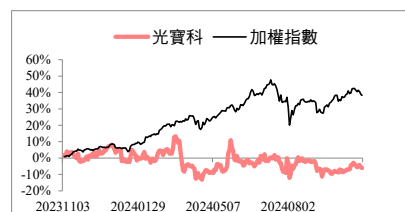
核心觀點

光寶科 33kW 電源架將於 24Q4 出貨，25Q1 放量，且 L2L 獲得 Nvidia RVL 資格，水冷事業再添生力軍，以及 AI 帶動周邊高階產品需求，故維持「買進」評等。

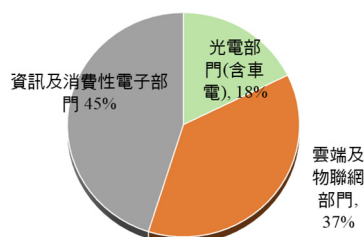
交易資料

收盤價	102.50
市值(億元)	2,405.60
流通在外股數(百萬股)	2,347.20
本益比(2025F)	14.71
股價淨值比	2.61
240 日股價(低/均/高)	93.2/107.14/126
60 日均成交額(百萬元)	1,014.50

相對報酬率



2025年產品比重預估



CSR 天下永續公民獎

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
大型企業	17	15	8.34	8.50	8.00	8.37	8.49

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	前 5%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	前 10%

資料來源：證基會

研究員：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

重要訊息

光寶科召開法說會，說明24Q3營運狀況及未來展望。

玉山觀點

產線轉換不順且認列固定資產減損，拖累獲利不如預期。24Q3營收367.7億元，QoQ+10.5%、YoY-8%，營收達成率100%，符合預期，毛利率季增0.25ppt至22.44%，惟略低於預期，主因AI電源業務轉移至越南廠生產不順，導致產品組合轉差，而因應汰弱留強策略，光寶科於Q3認列一次性固定資產減損3億元，拖累稅後EPS至1.48元，不如預期。

看好AI發展帶動電源以及周邊高階產品需求。展望未來，管理層表示，高階電源因設計更為複雜，導致Q3產線轉移過程產生不順將於近期解決，且繼Q3 5.5kW PSU出貨後，公司33kW電源架將於Q4出貨，25Q1放量，預期AI電源將重回成長軌道，我們維持光寶科AI電源供貨比重2成的預估，經測算2024/2025年將貢獻營收5.4%/8.7%。另外，我們看好2025年AI PC帶動Mini LED背光鍵盤等高階產品需求，且DT搭載AI功能後推升瓦數提升，以及低軌衛星電源持續成長，惟車用復甦趨勢尚不明朗，故我們對不可見光的看法則偏向保守，在光寶科汰弱留強的策略下，預期毛利率將迅速提升，預估2024/2025 EPS為5.53/6.97元

水冷產品再添生力軍，樂觀看待光寶水冷發展。光寶科開發L2L In-row CDU於法說會當日正式進入Nvidia RVL(推薦供應商)，其解熱瓦數高達600kW，可同時為4櫃GB200 NVL72解熱，或為7櫃NVL36解熱，為公司繼Side Car後第二項獲得RVL的水冷產品，推測主要終端客戶為Tier 2雲端廠或企業客戶，管理層亦表示未來將朝向與CSP認證，我們認為光寶科積極拓展水冷產品，將增加客戶產品選擇並提升其市場競爭力，故上修2025年水冷營收至23億元，整體AI相關事業營收占比10.2%。

投資建議

光寶科33kW電源架將出貨，且L2L獲得Nvidia RVL資格，水冷事業再添生力軍，以及AI帶動周邊高階產品需求，預估2024/2025年EPS 5.53/6.97元，我們持續維持「買進」評等，目標價118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	28,776	33,285	36,773	37,886	136,720	159,820
YoY	-15.80%	-10.75%	-7.97%	2.65%	-7.83%	16.90%
毛利率	20.32%	22.19%	22.44%	22.54%	21.96%	23.38%
營益率	7.75%	9.86%	10.67%	11.15%	9.99%	11.57%
稅後淨利	2,388	3,115	3,390	3,846	12,739	16,353
EPS(元)	1.04	1.36	1.48	1.64	5.52	6.97

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	36,773	37,886	36,606	37,592	0.46	0.78
毛利	8,251	8,538	8,273	8,530	(0.26)	0.10
營業利益	3,925	4,225	4,048	4,250	(3.04)	(0.59)
稅前淨利	4,434	5,025	4,848	5,050	(8.54)	(0.50)
稅後淨利	3,390	3,846	3,702	3,866	(8.41)	(0.51)
每股盈餘(元)	1.48	1.64	1.58	1.65	(6.15)	(0.69)
財務比率(%)						
毛利率	22.44	22.54	22.60	22.69	(0.71)	(0.68)
營益率	10.67	11.15	11.06	11.31	(3.48)	(1.40)
淨利率	12.06	13.26	13.24	13.43	(8.96)	(1.24)

資料來源：玉山投顧(2024/10)

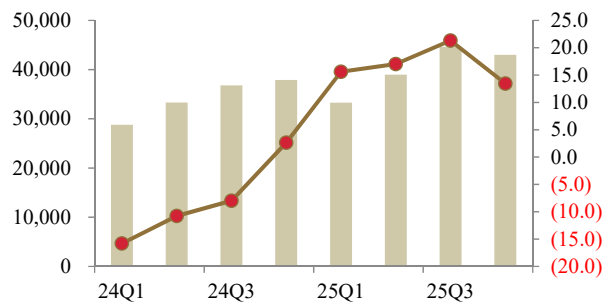
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	28,776	33,285	36,773	37,886	136,720	33,272	38,953	44,610	42,984	159,820
營業毛利	5,847	7,387	8,251	8,538	30,024	7,176	9,003	10,711	10,478	37,368
營業費用	3,617	4,106	4,327	4,313	16,362	4,348	4,610	5,026	4,894	18,878
營業利益	2,231	3,281	3,925	4,225	13,662	2,828	4,393	5,685	5,584	18,490
淨業外收支	898	802	509	800	3,010	800	800	509	800	2,909
稅前淨利	3,129	4,084	4,434	5,025	16,671	3,628	5,193	6,195	6,384	21,400
稅後淨利	2,388	3,115	3,390	3,846	12,739	2,769	3,961	4,736	4,887	16,353
EPS(元)	1.04	1.36	1.48	1.64	5.52	1.18	1.69	2.02	2.08	6.97
財務比率										
毛利率	20.32	22.19	22.44	22.54	21.96	21.57	23.11	24.01	24.38	23.38
營業利益率	7.75	9.86	10.67	11.15	9.99	8.50	11.28	12.74	12.99	11.57
稅前淨利率	10.87	12.27	12.06	13.26	12.19	10.90	13.33	13.89	14.85	13.39
YoY(%)										
營業收入	(15.80)	(10.75)	(7.97)	2.65	(7.83)	15.63	17.03	21.31	13.46	16.90
營業毛利	(8.95)	(14.88)	(12.51)	4.94	(8.09)	22.73	21.87	29.81	22.72	24.46
營業利益	3.58	(24.13)	(15.05)	23.62	(5.89)	26.78	33.87	44.86	32.18	35.34
稅前淨利	5.18	(22.88)	(22.81)	15.46	(9.23)	15.96	27.15	39.71	27.06	28.36
稅後淨利	1.5	(25.84)	(25.62)	11.17	(12.57)	15.96	27.15	39.71	27.06	28.37
QoQ(%)										
營業收入	(22.04)	15.67	10.48	3.03		(12.18)	17.07	14.52	(3.64)	
營業毛利	(28.13)	26.33	11.70	3.48		(15.95)	25.46	18.97	(2.17)	
營業利益	(34.73)	47.10	19.61	7.64		(33.06)	55.33	29.43	(1.78)	
稅前淨利	(28.11)	30.52	8.58	13.32		(27.80)	43.13	19.30	3.06	
稅後淨利	(30.99)	30.45	8.84	13.45		(28.01)	43.05	19.58	3.18	

資料來源：玉山投顧(2024/10)

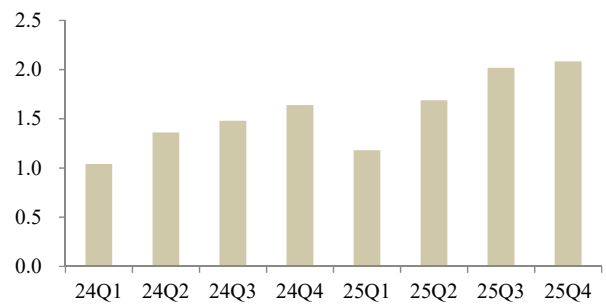
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



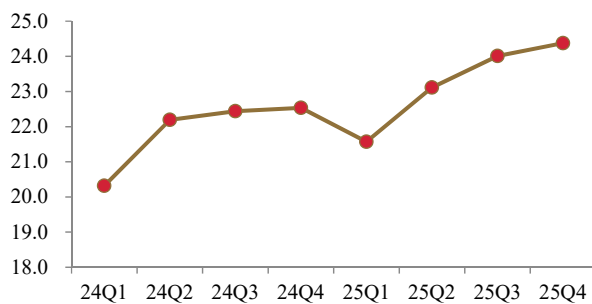
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



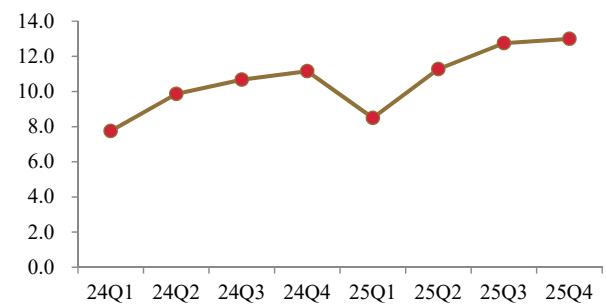
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



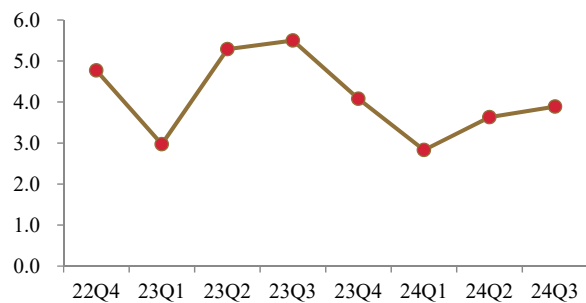
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



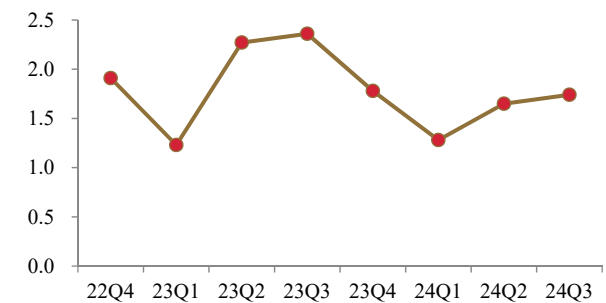
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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



年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	173,456	148,333	136,720	159,820
營業成本	140,194	115,665	106,696	122,451
營業毛利	33,262	32,668	30,024	37,368
營業費用	18,190	18,152	16,362	18,878
營業利益	15,073	14,516	13,662	18,490
營業外收支淨額	2,773	3,850	3,010	2,909
稅前淨利	17,846	18,366	16,671	21,400
稅後淨利	14,151	14,571	12,739	16,353
普通股股本	23,631	23,531	23,473	23,473
EPS(元)	5.99	6.36	5.52	6.97
年成長率				
營收	5.2%	-14.5%	-7.8%	16.9%
營業利益	15.6%	-3.7%	-5.9%	35.3%
稅前淨利	1.2%	2.9%	-9.2%	28.4%
母公司稅後淨利	1.9%	3.0%	-12.6%	28.4%
獲利能力比率				
毛利率	19.2%	22.0%	22.0%	23.4%
營業利益率	8.7%	9.8%	10.0%	11.6%
稅前淨利率	10.3%	12.4%	12.2%	13.4%
稅後淨利率	8.2%	9.8%	9.3%	10.2%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	164,953	155,618	143,824	167,284
現金及約當現金	91,066	92,742	85,481	99,923
存貨	27,747	25,808	23,787	27,806
應收帳款及票據	38,737	32,099	29,586	34,584
其他流動資產	7,403	4,970	4,970	4,970
長期投資	1,888	1,724	1,724	1,724
固定資產	19,079	18,392	17,895	17,415
其他長期資產	13,871	13,247	13,247	13,247
資產總額	199,782	188,972	176,681	199,660
流動負債	111,781	98,001	81,296	100,311
應付帳款及票據	44,883	40,918	37,714	44,086
短期借款	32,629	22,493	20,732	24,235
什項負債	34,269	34,590	28,694	35,405
非流動負債	6,014	5,903	5,679	5,748
負債總額	117,795	103,905	86,975	106,059
普通股股本	23,631	23,531	23,473	23,473
資本公積	22,706	22,734	22,734	22,734
保留盈餘	41,731	44,674	47,545	51,440
股東權益總額	81,356	84,381	89,706	93,601

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	17,846	18,366	16,671	21,400
折舊及攤提費用	4,514	4,356	4,100	4,107
本期營運資金變動	6,503	3,106	1,330	-2,646
其他項目	-3,706	1,438	1,326	1,550
營運活動之現金流量	25,157	27,266	23,428	24,410
資本支出	-4,249	-3,703	-3,603	-3,626
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-269	363	-13,699	-46
投資活動之現金流量	-4,518	-3,340	-17,302	-3,672
短期借款及票券變動	4,039	-10,120	-1,761	3,503
舉措/償還長期借款	3,000	0	-224	69
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-9,144	-11,520	-11,401	-9,868
其他項目	1	0	0	0
融資活動之現金流量	-2,227	-22,045	-13,387	-6,296
匯率影響數	4,378	-204	0	0
本期現金流量	22,790	1,677	-7,261	14,442
期末現金及約當現金	91,066	92,742	85,481	99,923

重要財務比率	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	59.0%	55.0%	49.2%	53.1%
槓桿比率	144.8%	123.1%	97.0%	113.3%
流動比率	147.6%	158.8%	176.9%	166.8%
速動比率	122.7%	132.5%	147.7%	139.0%
存貨週轉率(次)	4.67	4.32	4.30	4.75
存貨週轉天數	77.10	83.34	83.67	75.84
應收帳款週轉率(次)	2.08	1.79	4.43	4.98
應收帳款週轉天數	88.79	85.98	81.21	72.27
總資產週轉率(次)	0.87	0.78	0.77	0.80
淨值週轉率(次)	2.13	1.76	1.52	1.71
股東權益報酬率	18.4%	17.6%	14.6%	17.8%
總資產報酬率	7.4%	7.5%	7.0%	8.7%
OCF/流動負債	22.9%	26.0%	26.1%	60.1%
每股比率				
每股淨值(元)	34.43	35.86	38.22	39.88
每股營收(元)	73.40	63.04	58.25	68.09
每股盈餘(元)	5.99	6.36	5.52	6.97
每股現金股利(元)	4.56	4.85	4.20	5.31
現金股利配發率	76.2%	76.2%	76.2%	76.2%

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