



**玉山投顧**  
E.SUN Investment Consulting

## 研究報告

## 智邦(2345.TT)

逢低買進(維持)

TP：640

大型 CSP 業者持續投資人工智慧基礎建設帶動公司營收成長

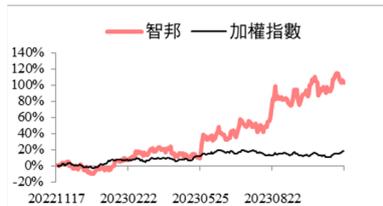
## 核心觀點

大型 CSP 業者持續投資人工智慧基礎建設帶動公司營收成長，惟因產品升級速度快，公司良率與毛利率提升仍需時間，預估 2024/2025 年 EPS 為 19.25/21.34 元，目前評價合理，維持投資評等為「逢低買進」。

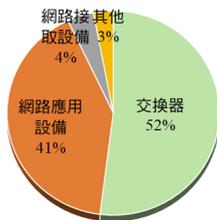
## 交易資料

收盤價	584.00
市值(億元)	3,271.57
流通在外股數(百萬股)	560.20
本益比(2025F)	27.37
股價淨值比	9.38
240 日股價(低/均/高)	230/357.43/562
60 日均成交額(百萬元)	2,151.41

## 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	21%至 35%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	41%至 60%

資料來源：證基會

研究員：蔡博任  
pojen-71579@esunsec.com.tw

## 重要訊息

公司召開法說會，更新營運近況。

## 玉山觀點

**24Q3獲利因毛利率下降而低於預期。**24Q3營收為282億元，季增15%，年增26%，毛利率19.89%，較前一季下滑1.35個百分點，主因產品組合較差且高性能網路應用設備的生產成本較高，營業利益為35億元，季增14%，年增12%，EPS為4.72元，低於預期。

**24Q4營收預估持續成長。**大型CSP業者持續投資數位轉型和人工智慧基礎建設，且上游代工廠產能持續改善，將帶動公司營收成長，預估24Q4營收313億元，季增11%，年增43%，EPS為5.93元。

**展望2025年營收雙位數成長，惟毛利率提升仍需時間。**公司持續投資於端到端人工智慧與機器學習解決方案，進一步拓展計算基礎設施，強化在網路領域的優勢，以滿足市場不斷變化的需求，並透過全球佈局和製造能力支持成長策略，以具備應對地緣政治挑戰和不斷變化的客戶需求的靈活性。AI產品的成本曲線以及利潤曲線會跟過去不同，參考龍頭廠商Nvidia的產品規劃，GPU從Hopper到Blackwell，再升級到Rubin，分別對應的交換器為Quantum-X400/X800/X1600 Infiniband或Spectrum Ethernet，兩年就迭代升級一次，也帶動CSP業者自研ASIC加速器速度加快，故造成公司前一代產品生產良率未達完美，下一代產品即進入量產，另外我們推測CSP業者因量產規模持續增加，對下游的議價權亦有提升，故公司毛利率提升仍需時間。整體預估2025年營收為1,192億元，年增16%，因AI產品仍是主要成長動能，預估毛利率20.09%，EPS為21.34元

## 投資建議

24Q3獲利因毛利率下降而低於預期，大型CSP業者持續投資人工智慧基礎建設帶動公司營收成長，惟因產品升級速度快，公司良率與毛利率提升仍需時間，預估2024/2025年EPS為19.25/21.34元，目前評價合理，維持投資評等為「逢低買進」。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	18,848	24,412	28,193	31,322	102,775	119,252
YoY	-4.26%	21.34%	25.71%	42.66%	22.08%	16.03%
毛利率	20.87%	21.24%	19.89%	19.95%	20.41%	20.09%
營益率	10.19%	12.49%	12.28%	12.42%	11.99%	12.49%
稅後淨利	2,244	2,581	2,650	3,325	10,800	11,974
EPS(元)	4.00	4.60	4.72	5.93	19.25	21.34

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
營收	31,322	25,997	31,322	25,997	0.00	0.00
毛利	6,249	5,184	6,249	5,184	0.00	0.00
營業利益	3,889	2,966	3,889	2,966	0.00	0.00
稅前淨利	3,989	3,066	3,989	3,066	0.00	0.00
稅後淨利	3,325	2,462	3,325	2,462	0.00	0.00
每股盈餘(元)	5.93	4.39	5.93	4.39	0.00	0.00
財務比率(%)						
毛利率	19.95	19.94	19.95	19.94	0.00	0.00
營益率	12.42	11.41	12.42	11.41	0.00	0.00
淨利率	12.73	11.79	12.73	11.79	0.00	0.00

資料來源：玉山投顧(2024/11)

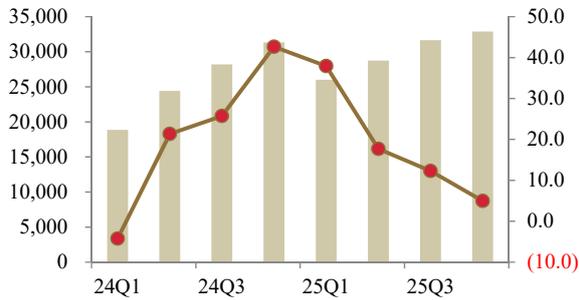
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	18,848	24,412	28,193	31,322	102,775	25,997	28,727	31,657	32,870	119,252
營業毛利	3,933	5,185	5,609	6,249	20,975	5,184	5,731	6,366	6,676	23,957
營業費用	2,012	2,137	2,145	2,360	8,654	2,218	2,083	2,259	2,500	9,061
營業利益	1,921	3,048	3,463	3,889	12,321	2,966	3,648	4,107	4,176	14,897
淨業外收支	869	327	(155)	100	1,142	100	100	100	100	400
稅前淨利	2,791	3,375	3,309	3,989	13,464	3,066	3,748	4,207	4,276	15,297
稅後淨利	2,244	2,581	2,650	3,325	10,800	2,462	2,802	3,166	3,543	11,974
EPS(元)	4.00	4.60	4.72	5.93	19.25	4.39	4.99	5.64	6.31	21.34
財務比率										
毛利率	20.87	21.24	19.89	19.95	20.41	19.94	19.95	20.11	20.31	20.09
營業利益率	10.19	12.49	12.28	12.42	11.99	11.41	12.70	12.97	12.70	12.49
稅前淨利率	14.81	13.83	11.74	12.73	13.10	11.79	13.05	13.29	13.01	12.83
YoY(%)										
營業收入	(4.26)	21.34	25.71	42.66	22.08	37.93	17.67	12.29	4.94	16.03
營業毛利	(8.78)	15.30	8.61	18.11	8.89	31.81	10.54	13.51	6.84	14.22
營業利益	(25.71)	17.17	12.42	20.29	7.13	54.38	19.68	18.58	7.38	20.90
稅前淨利	9.90	9.89	(2.32)	45.88	14.75	9.87	11.03	27.14	7.20	13.61
稅後淨利	10.1	14.98	11.08	47.64	21.07	9.75	8.57	19.48	6.56	10.87
QoQ(%)										
營業收入	(14.16)	29.52	15.49	11.10		(17.00)	10.50	10.20	3.83	
營業毛利	(25.66)	31.83	8.18	11.41		(17.04)	10.56	11.08	4.86	
營業利益	(40.57)	58.65	13.63	12.28		(23.73)	22.99	12.58	1.68	
稅前淨利	2.06	20.96	(1.98)	20.55		(23.13)	22.24	12.25	1.64	
稅後淨利	(0.39)	15.05	2.67	25.48		(25.95)	13.81	12.98	11.91	

資料來源：玉山投顧(2024/11)

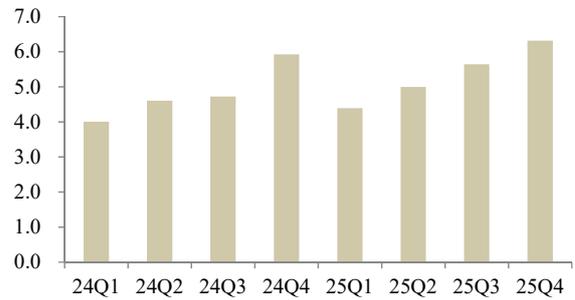
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



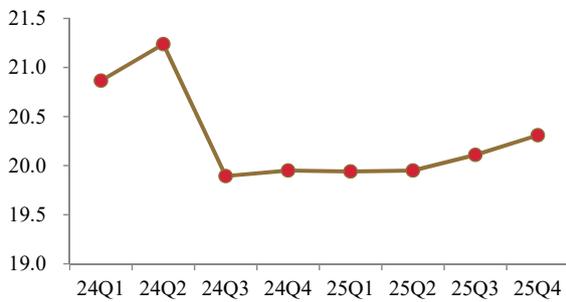
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



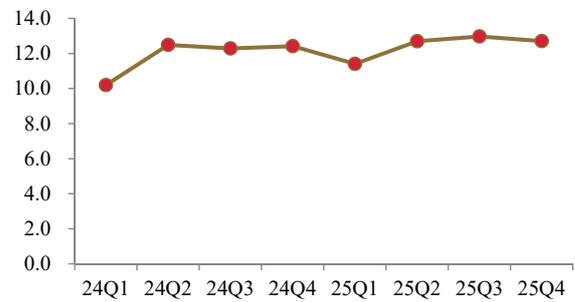
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



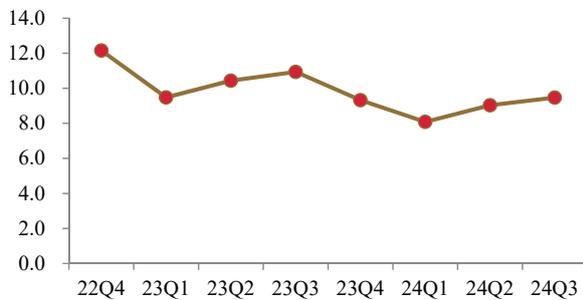
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



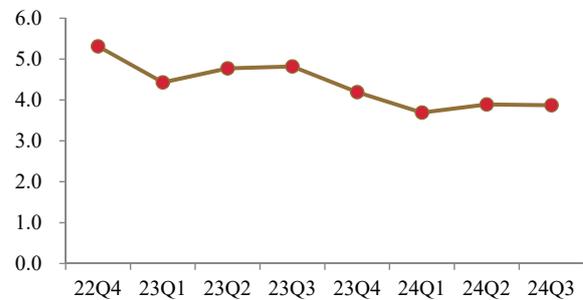
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)

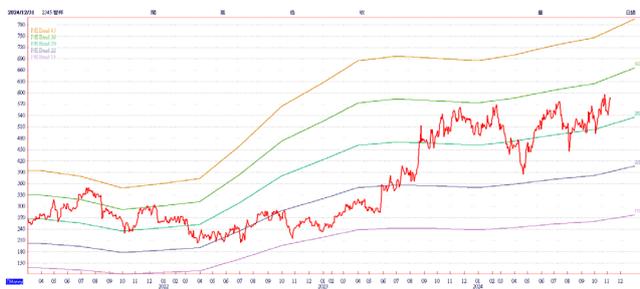


圖表 9、稅後資產報酬率

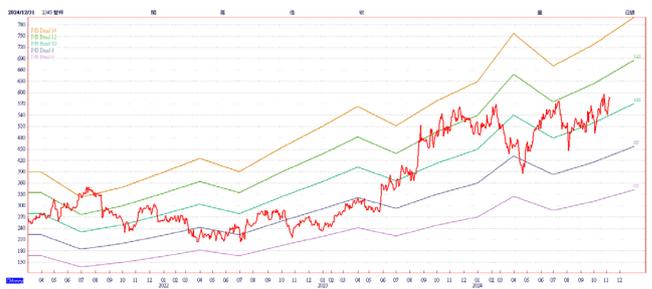
(季末年化)



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			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	77,205	84,188	102,775	119,252
營業成本	60,687	64,926	81,800	95,295
營業毛利	16,518	19,263	20,975	23,957
營業費用	6,886	7,762	8,654	9,061
營業利益	9,633	11,501	12,321	14,897
營業外收支淨額	643	231	1,142	400
稅前淨利	10,276	11,732	13,464	15,297
稅後淨利	8,166	8,920	10,800	11,974
普通股股本	5,601	5,604	5,611	5,611
EPS(元)	14.58	15.92	19.25	21.34
年成長率				
營收	29.5%	9.0%	22.1%	16.0%
營業利益	77.0%	19.4%	7.1%	20.9%
稅前淨利	79.3%	14.2%	14.8%	13.6%
母公司稅後淨利	73.6%	9.2%	21.1%	10.9%
獲利能力比率				
毛利率	21.4%	22.9%	20.4%	20.1%
營業利益率	12.5%	13.7%	12.0%	12.5%
稅前淨利率	13.3%	13.9%	13.1%	12.8%
稅後淨利率	10.6%	10.6%	10.5%	10.0%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	41,883	49,991	56,890	67,662
現金及約當現金	8,695	14,070	17,177	19,931
存貨	12,788	13,551	14,888	20,730
應收帳款及票據	13,139	11,119	13,574	15,750
其他流動資產	7,260	11,251	11,251	11,251
長期投資	10	8	8	8
固定資產	1,804	3,181	3,180	3,105
其他長期資產	2,363	3,395	3,395	3,395
資產總額	46,061	56,576	63,473	74,170
流動負債	21,568	29,080	30,175	35,012
應付帳款及票據	12,478	13,681	16,702	19,379
短期借款	0	133	163	189
什項負債	9,090	15,265	15,840	18,379
非流動負債	4,065	2,308	2,794	2,839
負債總額	25,633	31,388	32,968	37,851
普通股股本	5,601	5,604	5,611	5,611
資本公積	858	875	875	875
保留盈餘	14,482	19,199	24,443	30,257
股東權益總額	20,428	25,188	30,505	36,319

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	10,276	11,732	13,464	15,297
折舊及攤提費用	867	953	1,001	1,075
本期營運資金變動	-676	2,787	-772	-5,340
其他項目	-743	2,899	3,539	4,106
營運活動之現金流量	9,723	18,371	17,232	15,137
資本支出	-952	-2,245	-1,000	-1,000
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-5,153	-3,421	-9,051	-5,899
投資活動之現金流量	-6,104	-5,666	-10,051	-6,899
短期借款及票券變動	0	137	29	26
舉措/償還長期借款	2,325	-2,701	486	45
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	-3,346	-4,185	-4,589	-5,556
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-1,282	-7,056	-4,074	-5,485
匯率影響數	101	-275	0	0
本期現金流量	2,438	5,375	3,106	2,754
期末現金及約當現金	8,695	14,070	17,177	19,931

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	55.6%	55.5%	51.9%	51.0%
槓桿比率	125.5%	124.6%	108.1%	104.2%
流動比率	194.2%	171.9%	188.5%	193.3%
速動比率	134.9%	125.3%	139.2%	134.0%
存貨週轉率(次)	4.66	4.93	5.75	5.35
存貨週轉天數	77.22	73.02	62.58	67.28
應收帳款週轉率(次)	3.78	3.60	8.32	8.13
應收帳款週轉天數	60.18	57.03	43.25	44.26
總資產週轉率(次)	1.68	1.49	1.62	1.61
淨值週轉率(次)	3.78	3.34	3.37	3.28
股東權益報酬率	45.4%	39.1%	38.8%	35.8%
總資產報酬率	20.1%	17.4%	18.0%	17.4%
OCF/流動負債	49.6%	72.5%	58.2%	46.4%
每股比率				
每股淨值(元)	36.47	44.95	54.36	64.73
每股營收(元)	137.83	150.24	183.16	212.53
每股盈餘(元)	14.58	15.92	19.25	21.34
每股現金股利(元)	7.50	8.19	9.90	10.98
現金股利配發率	51.4%	51.4%	51.4%	51.4%

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](http://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