



## 研究報告

廣達 (2382.TT)

買進(維持)

TP：400

GB200 伺服器機櫃放量，支撐明年營收續攀新高

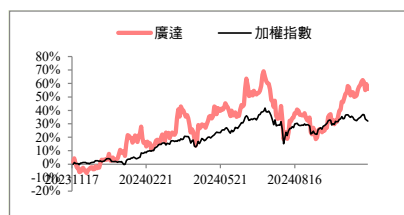
## 核心觀點

看好明年 GB200 伺服器機櫃放量，挹注營收顯著成長，AI 伺服器佔整體伺服器業務比重亦可突破 70%，預估今年明年稅後 EPS 14.78/19.92 元，維持「買進」。

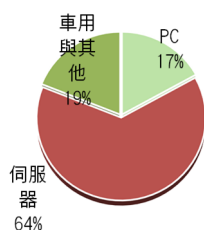
## 交易資料

收盤價	314.50
市值(億元)	12,147.90
流通在外股數(百萬股)	3,862.63
本益比(2025F)	15.79
股價淨值比	6.39
240 日股價(低/均/高)	192.5/263.5/345
60 日均成交額(百萬元)	7,415.61

## 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	6%至 20%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	21%至 40%

資料來源：證基會

研究員：陳泳如  
kate401124-71795@esunsec.com.tw

## 重要訊息

公司舉辦24Q3法說會。

## 玉山觀點

**24Q3獲利優於預期。**24Q3營收4,245.5億元，季增37%，年增48.2%，毛利率7.3%，營益率4.6%，稅後EPS 4.31元，優於預期，因毛利率受AI伺服器稀釋幅度低於預期、業外費用管控得宜。

**AI伺服器面臨新舊產品轉換使24Q4營收小幅季減。**展望24Q4，因：(1)AI伺服器進入新舊產品轉換週期恐使AI營收面臨季減，預估本季H系列伺服器拉動能減緩，並於年底開始小量出貨NVL36，但在一般伺服器動能出貨持續增溫下，支撐本季伺服器營收季持平；(2)Q3 NB拉貨高峰已過，公司預估本季NB出貨量季減10~15%，惟因低價Chromebook亦步入淡季有利NB平均ASP微幅改善，預估本季NB營收季減5%，整體營收比重近一步將至26%，凸顯AI伺服器營收穩健使今年以來NB比重持續降低。預估本季營收季減1.9%至4,163.3億元，毛利率7%，稅後EPS 3.44元。

**GB200伺服器機櫃開始放量，AI動能為明年最主要營收來源。**展望明年，因：(1)GB200伺服器機櫃於25Q1中旬開始放量，考量HGX B200放量、Nvidia專注發展NVL72促使客戶逐步導入、小量H系列伺服器持續貢獻營收，將推升公司明年AI伺服器佔伺服器業務比重突破70%，全年營收三位數成長，至於一般伺服器需求則因客戶AI預算排擠，保守預估其營收持平；(2)看好明年更廣價格帶之AI PC推出有利搶攻商用換機潮，儘管公司消費性機種佔比較高，但在今年NB出貨基期較低下，預估明年出貨量仍有望年增3~5%；(3)EV市場競爭延續、出貨量復甦緩慢，使明年車用營收恐維持個位數年增，加上AI伺服器營收呈高速成長，營收比重恐維持個位數比重。

## 投資建議

看好明年GB200伺服器機櫃放量，挹注公司營收維持顯著成長，AI伺服器佔整體伺服器業務比重亦可突破70%，預估今年明年稅後EPS 14.78/19.92元，維持「買進」之投資評等，調升目標價至400元(20倍PER\*2025EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3(F)	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	258,939	309,954	424,549	416,332	1,409,775	2,516,847
YoY	-2.7%	26.5%	48.2%	44.6%	29.9%	78.5%
毛利率	8.5%	8.6%	7.3%	7.0%	7.7%	6.1%
營益率	4.5%	4.9%	4.6%	3.9%	4.4%	3.8%
稅後淨利	12,068	15,128	16,633	13,269	57,098	76,959
EPS(元)	3.12	3.92	4.31	3.44	14.78	19.92

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	424,549	416,332	424,549	531,277	0.00	(21.64)
毛利	31,125	29,014	30,664	35,194	1.50	(17.56)
營業利益	19,557	16,246	18,364	21,684	6.50	(25.08)
稅前淨利	21,276	17,785	19,545	23,223	8.86	(23.42)
稅後淨利	16,633	13,269	14,649	17,217	13.54	(22.93)
每股盈餘(元)	4.31	3.44	3.79	4.46	13.54	(22.93)
財務比率(%)						
毛利率	7.33	6.97	7.22	6.62	1.50	5.20
營益率	4.61	3.90	4.33	4.08	6.50	(4.39)
淨利率	5.01	4.27	4.60	4.37	8.86	(2.27)

資料來源：玉山投顧(2024/11)

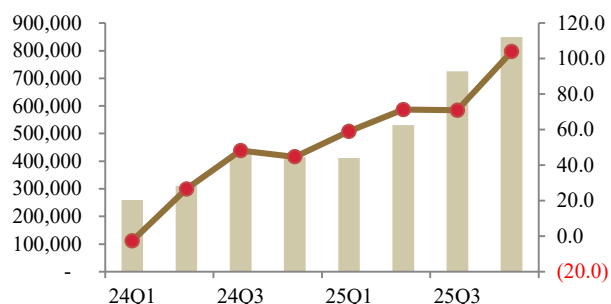
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	258,939	309,954	424,549	416,332	1,409,775	411,628	530,778	725,468	848,974	2,516,847
營業毛利	21,950	26,609	31,125	29,014	108,697	27,638	33,987	44,089	48,113	153,827
營業費用	10,252	11,401	11,567	12,768	45,988	12,570	13,534	15,970	16,350	58,424
營業利益	11,698	15,208	19,557	16,246	62,710	15,068	20,453	28,119	31,763	95,403
淨業外收支	2,833	4,374	1,719	1,539	10,465	1,446	1,524	1,622	1,426	6,018
稅前淨利	14,531	19,582	21,276	17,785	73,175	16,513	21,977	29,741	33,189	101,421
稅後淨利	12,068	15,128	16,633	13,269	57,098	12,871	16,742	22,402	24,944	76,959
EPS(元)	3.12	3.92	4.31	3.44	14.78	3.33	4.33	5.80	6.46	19.92
財務比率										
毛利率	8.48	8.58	7.33	6.97	7.71	6.71	6.40	6.08	5.67	6.11
營業利益率	4.52	4.91	4.61	3.90	4.45	3.66	3.85	3.88	3.74	3.79
稅前淨利率	5.61	6.32	5.01	4.27	5.19	4.01	4.14	4.10	3.91	4.03
YoY(%)										
營業收入	(2.72)	26.50	48.18	44.61	29.86	58.97	71.24	70.88	103.92	78.53
營業毛利	24.96	27.42	34.00	25.00	28.05	25.91	27.73	41.65	65.83	41.52
營業利益	48.86	34.74	55.25	37.60	44.00	28.81	34.49	43.78	95.51	52.13
稅前淨利	62.53	35.81	35.58	40.27	41.45	13.64	12.23	39.79	86.61	38.60
稅後淨利	82.5	47.26	27.43	25.77	41.02	6.65	10.67	34.68	87.99	34.78
QoQ(%)										
營業收入	(10.06)	19.70	36.97	(1.94)		(1.13)	28.95	36.68	17.02	
營業毛利	(5.44)	21.23	16.97	(6.78)		(4.75)	22.97	29.72	9.13	
營業利益	(0.92)	30.01	28.60	(16.93)		(7.26)	35.74	37.48	12.96	
稅前淨利	14.60	34.77	8.65	(16.41)		(7.15)	33.09	35.33	11.59	
稅後淨利	14.39	25.36	9.95	(20.23)		(3.00)	30.08	33.81	11.35	

資料來源：玉山投顧(2024/11)

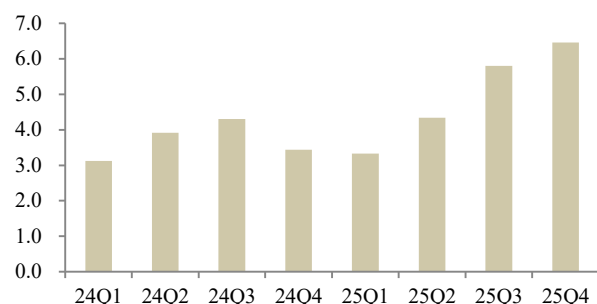
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



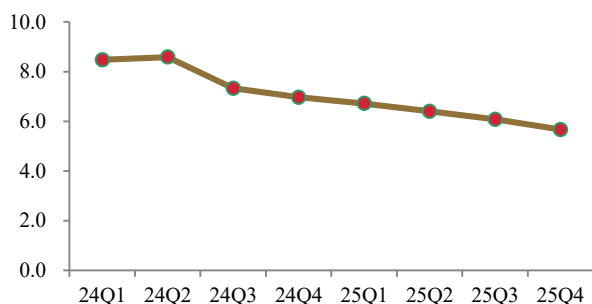
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



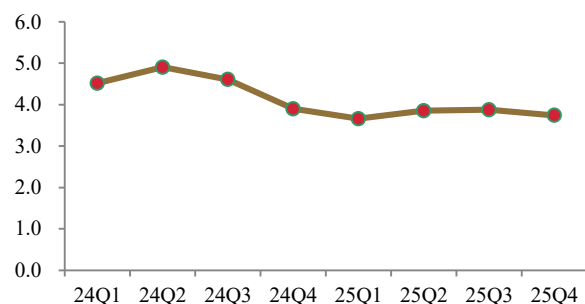
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



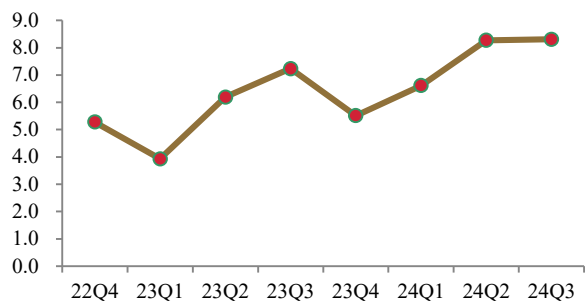
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



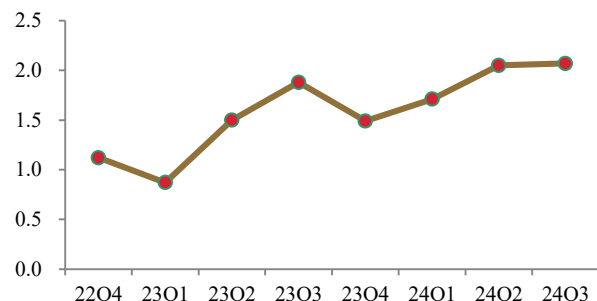
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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	1,280,429	1,085,611	1,409,775	2,516,847
營業成本	1,209,514	1,000,728	1,301,078	2,363,020
營業毛利	70,915	84,883	108,697	153,827
營業費用	39,725	41,339	45,988	58,424
營業利益	31,189	43,550	62,710	95,403
營業外收支淨額	9,592	8,182	10,465	6,018
稅前淨利	40,781	51,731	73,175	101,421
稅後淨利	28,957	39,676	57,098	76,959
普通股股本	38,626	38,626	38,626	38,626
EPS(元)	7.50	10.27	14.78	19.92
年成長率				
營收	13.4%	-15.2%	10.1%	78.5%
營業利益	-16.3%	39.6%	101.1%	52.1%
稅前淨利	-6.1%	26.9%	79.4%	38.6%
母公司稅後淨利	-14.0%	37.0%	97.2%	34.8%
獲利能力比率				
毛利率	5.5%	7.8%	7.7%	6.1%
營業利益率	2.4%	4.0%	4.4%	3.8%
稅前淨利率	3.2%	4.8%	5.2%	4.0%
稅後淨利率	2.3%	3.7%	4.1%	3.1%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	733,270	610,448	737,381	1,057,813
現金及約當現金	204,637	177,234	189,225	190,215
存貨	225,856	123,764	160,720	266,845
應收帳款及票據	283,992	259,907	337,516	548,331
其他流動資產	18,785	49,542	49,921	52,422
長期投資	333	378	400	400
固定資產	63,225	60,820	1,585	1,630
其他長期資產	19,309	18,483	19,224	20,574
資產總額	816,128	690,120	758,581	1,080,408
流動負債	628,591	483,013	573,661	881,905
應付帳款及票據	213,514	168,322	207,654	352,186
短期借款	204,712	156,978	203,852	363,934
什項負債	210,365	157,712	162,154	165,785
非流動負債	11,014	13,215	8,120	8,477
負債總額	639,605	496,228	581,780	890,382
普通股股本	38,626	38,626	38,626	38,626
資本公積	14,224	14,295	14,224	14,224
保留盈餘	118,763	135,403	126,419	139,645
股東權益總額	176,523	193,892	176,801	190,026

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	40,781	51,731	73,175	101,421
折舊及攤提費用	8,325	10,103	11,713	11,790
本期營運資金變動	-74,688	-62,948	75,232	172,409
其他項目	-866	23,479	-23,737	-42,377
營運活動之現金流量	11,415	124,333	136,384	243,243
資本支出	-11,538	-16,892	-11,000	-12,000
本期長期投資變動	-143	-19	0	0
其他項目	-2,462	-20,702	-147,811	-341,250
投資活動之現金流量	-14,143	-37,612	-158,811	-353,250
短期借款及票券變動	89,780	-47,522	46,874	160,082
舉措/償還長期借款	24,293	-41,138	-5,095	357
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	-26,009	-23,765	-34,764	-49,442
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	31,295	-114,205	7,015	110,997
匯率影響數	13,813	81	0	0
本期現金流量	42,380	-27,403	-15,413	990
期末現金及約當現金	204,637	177,234	189,225	190,215

重要財務比率	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	78.4%	71.9%	76.7%	82.4%
槓桿比率	362.3%	255.9%	329.1%	468.6%
流動比率	116.7%	126.4%	128.5%	119.9%
速動比率	80.7%	100.8%	100.5%	89.7%
存貨週轉率(次)	5.73	5.72	7.28	9.59
存貨週轉天數	62.87	62.89	49.43	37.53
應收帳款週轉率(次)	4.66	3.99	4.68	6.05
應收帳款週轉天數	77.19	90.18	76.94	59.53
總資產週轉率(次)	1.57	1.57	1.86	2.33
淨值週轉率(次)	7.25	5.60	7.97	13.24
股東權益報酬率	16.8%	21.4%	33.1%	42.0%
總資產報酬率	3.8%	5.3%	7.7%	8.1%
OCF/流動負債	1.8%	25.7%	23.8%	27.6%
每股比率				
每股淨值(元)	43.79	48.21	45.77	49.20
每股營收(元)	331.49	281.06	364.98	651.59
每股盈餘(元)	7.50	10.27	14.78	19.92
每股現金股利(元)	6.00	9.00	12.80	16.50
現金股利配發率	80.0%	87.6%	86.6%	82.8%

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