



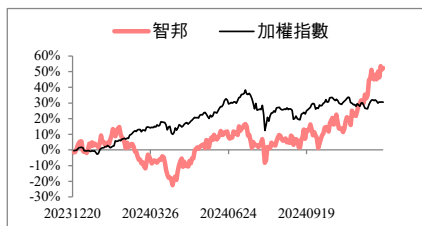
核心觀點

智邦作為全球最大白牌交換器供應商以及AWS ASIC 主要製造夥伴，看好受惠傳輸產品規格升級需求、400G 和 800G 交換器滲透率提升以及光通訊和 ASIC 業務成長，調升投資評等至「買進」。

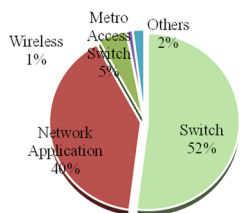
交易資料

收盤價	740.00
市值(億元)	4,152.10
流通在外股數(百萬股)	561.12
本益比(2025F)	28.17
股價淨值比	11.06
240 日股價(低/均/高)	383/528.13/765
60 日均成交額(百萬元)	3,188.30

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	2024 排名	2023 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：黃信智

simonxzhuang-71976@esunsec.com.tw

研究報告

智邦(2345.TT)

買進(調升)

TP：900

交換器規格升級、光通訊和 ASIC 業務成為主要獲利引擎

重要訊息

更新營運近況，11月營收為125.49億元，MoM+15%，YoY+83%。

玉山觀點

AWS ASIC業務成長和資料中心交換器需求增，24Q4營收走揚。智邦11月營收為125.49億元，MoM+15%，YoY+83%，營收達成率65%，符合預期，主要因為AWS ASIC伺服器業務成長以及資料中心交換機規格升級需求，帶動24Q4營收成長，預估24Q4營收為358億元，稅後EPS為5.58元。

交換器規格升級需求旺，2025營收動能強勁。受惠AI和HPC帶動高速傳輸需求，美系CSP和資料中心對於乙太網路交換器升級需求增加，預計2025年400G交換器將成為主流規格，800G交換器於25Q2開始量產，1.6T交換器則將於2026年生產。智邦作為全球最大白牌交換器供應商，採用JDM和ODM方式提供客戶整合組裝服務和點對點解決方案，市占率有望持續逾5至6成，帶動AI相關產品營收占比將突破4成。

積極拓展光通訊和ASIC業務，因應AI/ML資料中心需求。光通訊具低能耗、低延遲等特性，成為大型資料中心重要解決方案。智邦投資InLC公司，合作開發光交換器(Optical Switch)，應用於資料中心內外部資料傳輸。智邦作為AWS Inferentia和Trainium晶片AI加速卡以及Trainium2 UBB主要合作製造夥伴，伺服器產品有望結合光交換器和液冷解決方案出貨。為因應全球AI高階產品產能調配，智邦竹北廠擴充產能，預計24Q4至25Q1投產，將規劃生產AI加速卡和交換機等高階產品，加上24H1投產的越南廠，兩廠可提升30%產能，預估2025年營收達1,491億元，YoY+39%，毛利率成長至21.2%。

投資建議

看好智邦作為全球最大白牌交換器供應商以及AWS ASIC主要製造夥伴，受惠傳輸產品規格升級需求、400G和800G交換器滲透率提升以及光通訊和ASIC業務成長，預估2025年稅後EPS為26.27元，調升投資評等至「買進」，目標價為900元(約當35倍PER*2025EPS(F))。

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	35,805	107,258	149,130
YoY	-4.3%	21.3%	25.7%	63.1%	27.4%	39.0%
毛利率	20.9%	21.2%	19.9%	20.5%	20.6%	21.2%
營益率	10.2%	12.5%	12.3%	11.5%	11.7%	12.1%
稅後淨利	2,244	2,581	2,650	3,132	10,607	14,739
EPS(元)	4.02	4.62	4.75	5.58	18.90	26.27

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	35,805	32,940	35,805	32,940	0.00	0.00
毛利	7,340	6,835	7,340	6,835	0.00	0.00
營業利益	4,115	3,481	4,115	3,481	0.00	0.00
稅前淨利	3,910	3,732	3,910	3,732	0.00	0.00
稅後淨利	3,132	2,989	3,132	2,989	0.00	0.00
每股盈餘(元)	5.58	5.33	5.58	5.33	0.00	0.00
財務比率(%)						
毛利率	20.50	20.75	20.50	20.75	0.00	0.00
營益率	11.49	10.57	11.49	10.57	0.00	0.00
淨利率	10.92	11.33	10.92	11.33	0.00	0.00

資料來源：玉山投顧(2024/12)

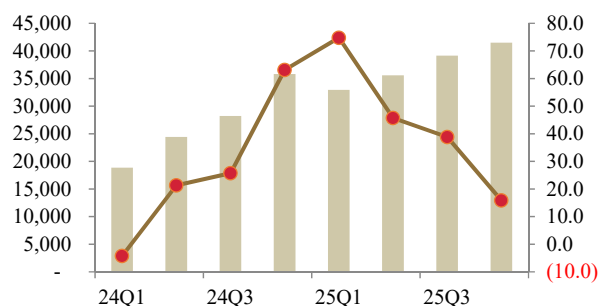
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	18,848	24,412	28,193	35,805	107,258	32,940	35,576	39,133	41,481	149,130
營業毛利	3,933	5,185	5,609	7,340	22,066	6,835	7,560	8,414	8,815	31,623
營業費用	2,012	2,137	2,145	3,225	9,519	3,354	3,195	3,290	3,745	13,584
營業利益	1,921	3,048	3,463	4,115	12,547	3,481	4,364	5,124	5,070	18,039
淨業外收支	869	327	(155)	(204)	838	250	204	130	(221)	363
稅前淨利	2,791	3,375	3,309	3,910	13,385	3,732	4,568	5,253	4,849	18,402
稅後淨利	2,244	2,581	2,650	3,132	10,607	2,989	3,659	4,208	3,884	14,739
EPS(元)	4.02	4.62	4.75	5.58	18.90	5.33	6.52	7.50	6.92	26.27
財務比率										
毛利率	20.87	21.24	19.89	20.50	20.57	20.75	21.25	21.50	21.25	21.21
營業利益率	10.19	12.49	12.28	11.49	11.70	10.57	12.27	13.09	12.22	12.10
稅前淨利率	14.81	13.83	11.74	10.92	12.48	11.33	12.84	13.42	11.69	12.34
YoY(%)										
營業收入	(4.26)	21.34	25.71	63.07	27.40	74.77	45.73	38.81	15.85	39.04
營業毛利	(8.78)	15.30	8.61	38.74	14.55	73.79	45.81	50.01	20.09	43.31
營業利益	(25.71)	17.17	12.42	27.27	9.09	81.21	43.19	47.94	23.21	43.77
稅前淨利	9.90	9.89	(2.32)	43.01	14.08	33.72	35.34	58.77	24.01	37.48
稅後淨利	10.1	14.98	11.08	39.05	18.91	33.21	41.75	58.77	24.01	38.96
QoQ(%)										
營業收入	(14.16)	29.52	15.49	27.00		(8.00)	8.00	10.00	6.00	
營業毛利	(25.66)	31.83	8.18	30.87		(6.88)	10.60	11.29	4.77	
營業利益	(40.57)	58.65	13.63	18.81		(15.39)	25.37	17.40	(1.05)	
稅前淨利	2.06	20.96	(1.98)	18.18		(4.57)	22.42	15.00	(7.70)	
稅後淨利	(0.39)	15.05	2.67	18.18		(4.57)	22.42	15.00	(7.70)	

資料來源：玉山投顧(2024/12)

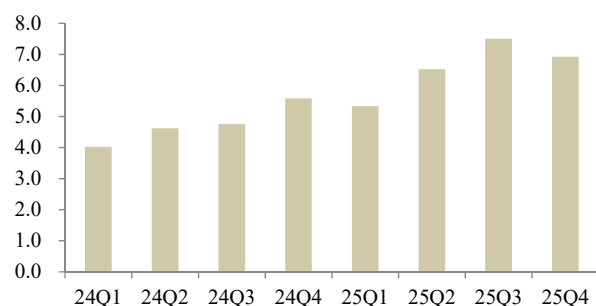
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



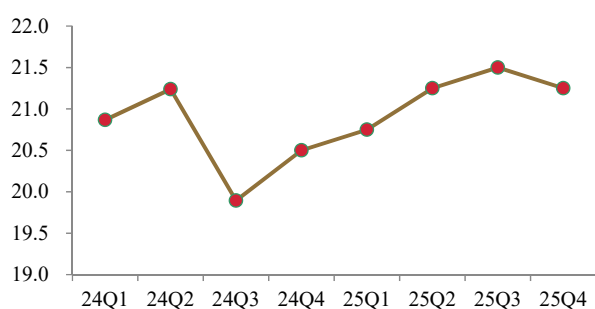
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



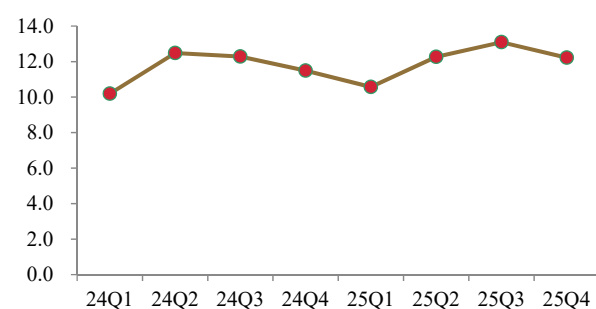
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



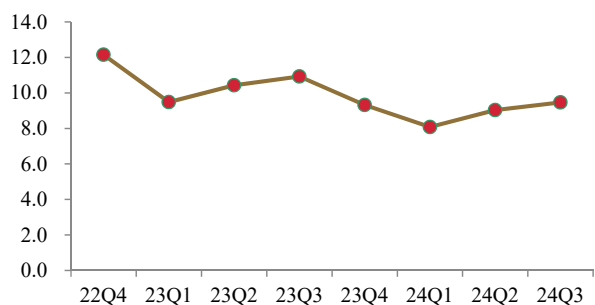
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



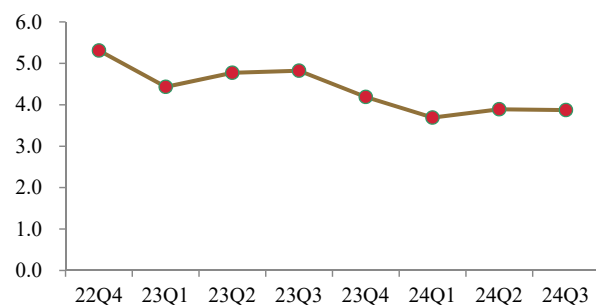
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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	77,205	84,188	107,258	149,130
營業成本	60,687	64,926	85,191	117,507
營業毛利	16,518	19,263	22,066	31,623
營業費用	6,886	7,762	9,519	13,584
營業利益	9,633	11,501	12,547	18,039
營業外收支淨額	643	231	838	363
稅前淨利	10,276	11,732	13,385	18,402
稅後淨利	8,166	8,920	10,607	14,739
普通股股本	5,601	5,604	5,611	5,611
EPS(元)	14.58	15.92	18.90	26.27
年成長率				
營收	29.5%	9.0%	27.4%	39.0%
營業利益	77.0%	19.4%	9.1%	43.8%
稅前淨利	79.3%	14.2%	14.1%	37.5%
母公司稅後淨利	73.6%	9.2%	18.9%	39.0%
獲利能力比率				
毛利率	21.4%	22.9%	20.6%	21.2%
營業利益率	12.5%	13.7%	11.7%	12.1%
稅前淨利率	13.3%	13.9%	12.5%	12.3%
稅後淨利率	10.6%	10.6%	9.9%	9.9%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	41,883	49,991	56,951	68,992
現金及約當現金	8,695	14,070	14,211	13,927
存貨	12,788	13,551	17,264	24,004
應收帳款及票據	13,139	11,119	14,166	19,696
其他流動資產	7,260	11,251	11,310	11,365
長期投資	10	8	9	10
固定資產	1,804	3,181	4,485	5,802
其他長期資產	2,372	3,404	3,419	3,464
資產總額	46,061	56,576	64,855	78,259
流動負債	21,568	29,080	32,880	38,832
應付帳款及票據	12,478	13,681	17,430	22,354
短期借款	0	133	140	155
什項負債	9,090	15,265	15,310	16,323
非流動負債	4,065	2,308	1,600	1,894
負債總額	25,633	31,388	34,480	40,726
普通股股本	5,601	5,604	5,611	5,611
資本公積	858	875	858	858
保留盈餘	14,482	19,199	19,635	26,793
股東權益總額	20,428	25,188	30,375	37,533

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	10,276	11,732	13,385	18,402
折舊及攤提費用	867	953	963	973
本期營運資金變動	-676	2,787	3,011	7,346
其他項目	-743	2,899	3,693	5,135
營運活動之現金流量	9,723	18,371	21,052	31,856
資本支出	-952	-2,245	-2,267	-2,290
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-5,153	-3,421	-6,969	-24,704
投資活動之現金流量	-6,104	-5,666	-9,236	-26,994
短期借款及票券變動	0	137	7	15
舉措/償還長期借款	2,325	-2,701	-708	294
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	-5,599	-5,454
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-1,282	-7,056	-6,300	-5,146
匯率影響數	101	-275	0	0
本期現金流量	2,438	5,375	5,516	-284
期末現金及約當現金	8,695	14,070	14,211	13,927

重要財務比率	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	55.6%	55.5%	53.2%	52.0%
槓桿比率	125.5%	124.6%	113.5%	108.5%
流動比率	194.2%	171.9%	173.2%	177.7%
速動比率	134.9%	125.3%	120.7%	115.9%
存貨週轉率(次)	4.66	4.93	5.58	6.39
存貨週轉天數	77.22	73.02	64.46	56.36
應收帳款週轉率(次)	6.58	6.94	8.76	9.08
應收帳款週轉天數	54.69	51.87	41.09	39.63
總資產週轉率(次)	1.68	1.49	1.65	1.91
淨值週轉率(次)	3.78	3.34	3.53	3.97
股東權益報酬率	45.4%	39.1%	46.2%	50.9%
總資產報酬率	20.1%	17.4%	21.2%	23.7%
OCF/流動負債	45.1%	63.2%	64.0%	82.0%
每股比率				
每股淨值(元)	36.47	44.95	54.13	66.89
每股營收(元)	137.83	150.24	191.15	265.77
每股盈餘(元)	14.58	15.92	18.90	26.27
每股現金股利(元)	7.50	10.00	9.72	13.51
現金股利配發率	51.4%	62.8%	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)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。

邀請過去3年內有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。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

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