



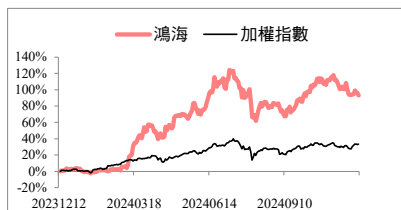
## 核心觀點

鴻海於 GB200 供應鏈扮演重要角色，出貨產品包含 Compute board、NVLink Switch board、GB200 NVL72 伺服器，且掌握較高供貨比重，看好 GB200 將帶動營運大幅成長，故維持「買進」投資評等。

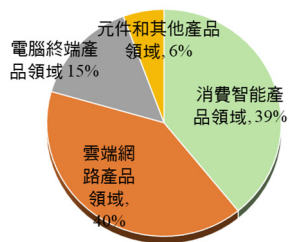
## 交易資料

收盤價	195.00
市值(億元)	27,032.90
流通在外股數(百萬股)	13,863.00
本益比(2025F)	13.23
股價淨值比	1.60
240 日股價(低/均/高)	98.5/165/234.5
60 日均成交額(百萬元)	13,425.52

## 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
大型企業	39	25	7.981	8.00	7.76	7.97	8.20

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	11%至 20%

資料來源：證基會

研究員：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

## 研究報告

## 鴻海(2317.TT)

買進(維持)

TP：265

看好鴻海於 GB200 扮演重要角色，為 2025 年營運主要成長動能

## 重要訊息

鴻海公布11月營收為6,726億元，MoM-16.4%、YoY+3.5%。

## 玉山觀點

**11月營收小幅優於預期，主因PC新品推出，電腦終端產品領域有望達成季持平。**鴻海公布11月營收為6,726億元，MoM-16.4%、YoY+3.5%，營收達成率70%，小幅優於預期，營收月減係因美系手機出貨高峰已過。展望24Q4，我們上修營收至2.1兆元，主因PC新品帶動電腦終端產品領域營收有望達成季持平，預估毛利率為5.66%，稅後EPS為3.6元。同步上修2024年營收至6.83兆元，稅後EPS為11.27元。

**鴻海為GB200 NVL72主要系統組裝廠，目前已進入量產準備。**展望2025年，鴻海為GB200 NVL72主要系統組裝廠，主要出貨產品為Compute board、NVLink Switch board、GB200 NVL72伺服器，而Compute board、NVLink Switch board為鴻海與Nvidia共同研發，擁有較高供貨比重，GB200 NVL伺服器方面則掌握美系主要CSP客戶訂單，推測市場佔有率超過4成，因商業模式採buy&sell，整櫃價格高達300萬美元，將顯著貢獻營收。另外，日前傳出美系Cartridge(主要用於將72顆GPU連接，採用5,184條高速傳輸銅纜)線束供應商量產時遇瓶頸，已證實為誤傳，且公司亦表示未看到該情形，我們仍維持GB200 NVL72 24Q4小量生產、25Q1放量預期。綜合以上，預估鴻海2025年AI伺服器占雲端網路產品領域為57%，營收為8.59兆元，毛利率則受限於GB200單價較高而下滑至5.97%，稅後EPS為14.74元。鴻海秉持One Foxconn承接業務，管理層設定GB系列伺服器除CPU、GPU外零組件達成80%自製率，以降低G200毛利率較低之影響，我們則認為集團旗下子公司認證進度較緩慢，達成目標尚需時間。

## 投資建議

鴻海於GB200供應鏈扮演重要角色，出貨產品包含Compute board、NVLink Switch board、GB200 NVL72伺服器，且掌握較高供貨比重，GB200將帶動營運大幅成長，預估2024/2025 EPS為11.27/14.74元，維持「買進」，目標價265元(18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	1,323,992	1,550,551	1,854,569	2,104,238	6,833,350	8,594,609
YoY	-9.47%	18.86%	20.18%	13.62%	10.89%	25.77%
毛利率	6.32%	6.42%	6.19%	5.66%	6.10%	5.97%
營益率	2.78%	2.88%	2.95%	2.69%	2.82%	3.03%
稅後淨利	22,009	35,045	49,325	49,865	156,244	204,312
EPS(元)	1.59	2.53	3.56	3.60	11.27	14.74

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	2,104,238	1,616,158	2,091,027	1,625,051	0.63	(0.55)
毛利	119,192	108,362	124,533	97,409	(4.29)	11.24
營業利益	56,600	59,179	57,117	47,947	(0.91)	23.43
稅前淨利	68,326	52,147	69,013	50,257	(1.00)	3.76
稅後淨利	49,865	36,914	55,249	31,100	(9.75)	18.70
每股盈餘(元)	3.60	2.66	3.99	2.24	(9.75)	18.88
財務比率(%)						
毛利率	5.66	6.70	5.96	5.99	(4.89)	11.94
營益率	2.69	3.66	2.73	2.95	(1.53)	24.13
淨利率	3.25	3.23	3.30	3.09	(1.62)	4.42

資料來源：玉山投顧(2024/12)

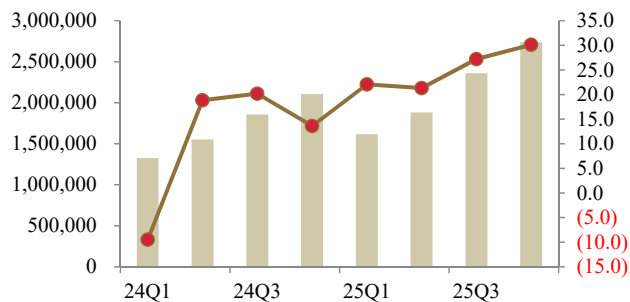
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	1,323,992	1,550,551	1,854,569	2,104,238	6,833,350	1,616,158	1,881,397	2,358,959	2,738,095	8,594,609
營業毛利	83,662	99,507	114,733	119,192	417,095	108,362	120,190	138,179	146,259	512,990
營業費用	46,912	54,902	59,962	62,593	224,369	49,183	57,210	64,475	81,447	252,316
營業利益	36,751	44,604	54,771	56,600	192,726	59,179	62,981	73,704	64,812	260,675
淨業外收支	(4,242)	3,795	12,882	11,727	24,162	(7,032)	7,773	12,066	10,976	23,783
稅前淨利	32,509	48,400	67,653	68,326	216,888	52,147	70,754	85,769	75,787	284,458
稅後淨利	22,009	35,045	49,325	49,865	156,244	36,914	50,935	61,152	55,310	204,312
EPS(元)	1.59	2.53	3.56	3.60	11.27	2.66	3.67	4.41	3.99	14.74
財務比率										
毛利率	6.32	6.42	6.19	5.66	6.10	6.70	6.39	5.86	5.34	5.97
營業利益率	2.78	2.88	2.95	2.69	2.82	3.66	3.35	3.12	2.37	3.03
稅前淨利率	2.46	3.12	3.65	3.25	3.17	3.23	3.76	3.64	2.77	3.31
YoY(%)										
營業收入	(9.47)	18.86	20.18	13.62	10.89	22.07	21.34	27.20	30.12	25.77
營業毛利	(5.29)	19.06	11.66	5.22	7.51	29.52	20.79	20.43	22.71	22.99
營業利益	(9.31)	44.23	18.68	15.67	15.73	61.03	41.20	34.57	14.51	35.26
稅前淨利	59.33	1.46	18.24	2.13	12.83	60.41	46.19	26.78	10.92	31.15
稅後淨利	71.6	6.20	14.37	(6.17)	9.95	67.73	45.34	23.98	10.92	30.76
QoQ(%)										
營業收入	(28.51)	17.11	19.61	13.46		(23.20)	16.41	25.38	16.07	
營業毛利	(26.15)	18.94	15.30	3.89		(9.09)	10.92	14.97	5.85	
營業利益	(24.89)	21.37	22.79	3.34		4.56	6.42	17.03	(12.06)	
稅前淨利	(51.41)	48.88	39.78	1.00		(23.68)	35.68	21.22	(11.64)	
稅後淨利	(58.59)	59.23	40.75	1.09		(25.97)	37.98	20.06	(9.55)	

資料來源：玉山投顧(2024/12)

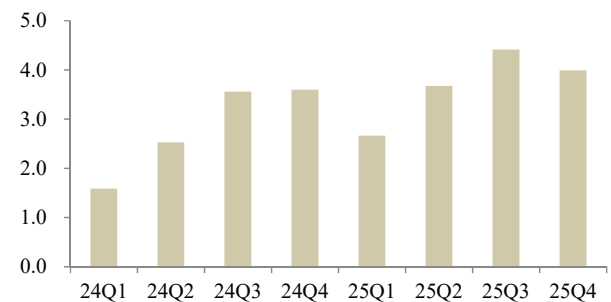
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



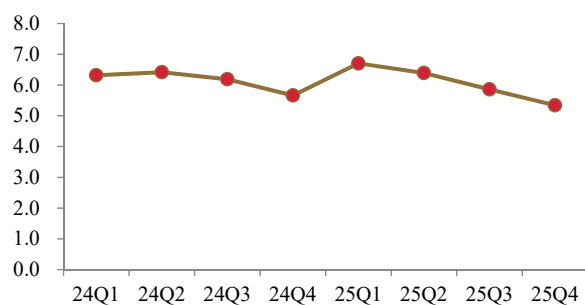
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



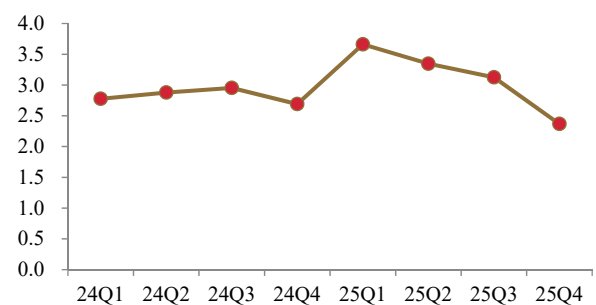
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



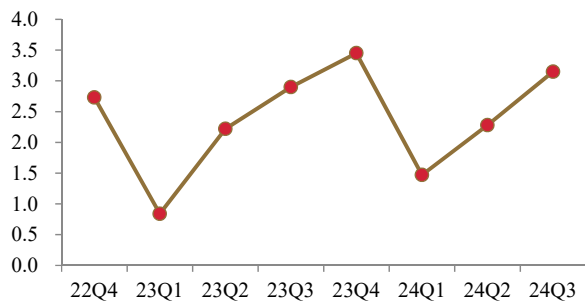
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



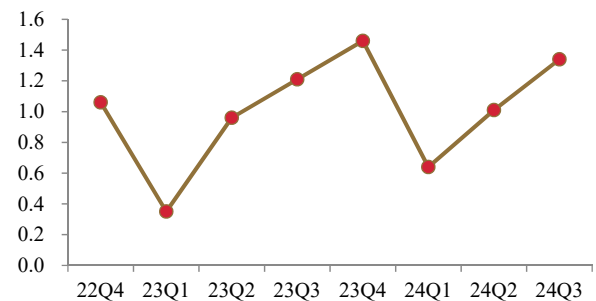
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)

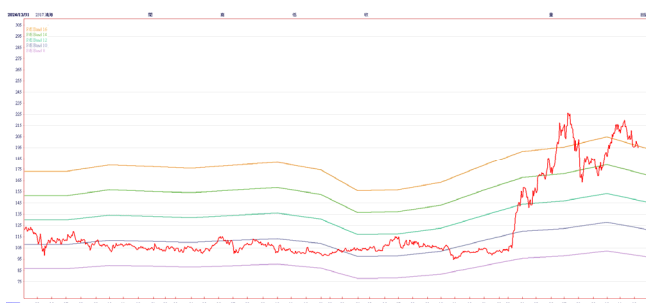


圖表 9、稅後資產報酬率

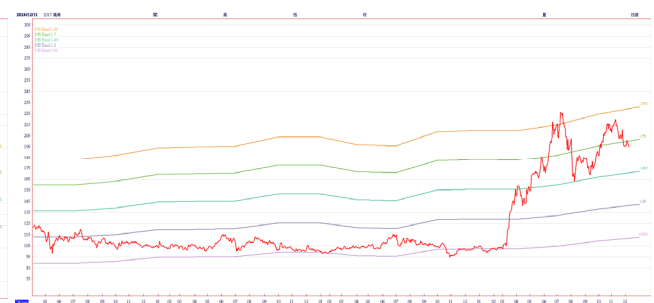
(季未年化)



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(2024/12)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	6,626,997	6,162,221	6,833,350	8,594,609
營業成本	6,226,912	5,774,274	6,416,255	8,081,619
營業毛利	400,085	387,947	417,095	512,990
營業費用	226,297	221,419	224,369	252,316
營業利益	173,788	166,528	192,726	260,675
營業外收支淨額	13,724	25,696	24,162	23,783
稅前淨利	187,511	192,224	216,888	284,458
稅後淨利	141,483	142,098	156,244	204,312
普通股股本	138,630	138,630	138,630	138,630
EPS(元)	10.21	10.25	11.27	14.74
年成長率				
營收	10.6%	-7.0%	10.9%	25.8%
營業利益	16.7%	-4.2%	15.7%	35.3%
稅前淨利	-3.1%	2.5%	12.8%	31.2%
母公司稅後淨利	1.6%	0.4%	10.0%	30.8%
獲利能力比率				
毛利率	6.0%	6.3%	6.1%	6.0%
營業利益率	2.6%	2.7%	2.8%	3.0%
稅前淨利率	2.8%	3.1%	3.2%	3.3%
稅後淨利率	2.1%	2.3%	2.3%	2.4%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	3,200,506	3,035,966	3,340,990	4,141,474
現金及約當現金	1,062,326	1,197,663	1,328,100	1,670,411
存貨	939,022	730,765	810,353	1,019,217
應收帳款及票據	1,098,690	872,270	967,269	1,216,578
其他流動資產	100,467	235,268	235,268	235,268
長期投資	239,489	198,480	198,480	198,480
固定資產	362,405	393,967	404,621	416,302
其他長期資產	331,584	311,384	311,384	311,384
資產總額	4,133,974	3,939,789	4,255,467	5,067,632
流動負債	2,113,814	1,909,335	2,329,009	2,929,298
應付帳款及票據	1,050,264	878,935	974,660	1,225,873
短期借款	582,610	501,773	556,421	699,835
什項負債	480,939	528,627	644,820	811,019
非流動負債	369,630	344,211	623,069	738,267
負債總額	2,483,443	2,253,545	2,952,077	3,667,565
普通股股本	138,630	138,630	138,630	138,630
資本公積	193,794	198,653	198,653	198,653
保留盈餘	1,200,290	1,269,063	1,342,995	1,439,671
股東權益總額	1,450,545	1,493,109	1,303,390	1,400,066

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	187,511	192,224	216,888	284,458
折舊及攤提費用	76,460	84,406	71,593	72,241
本期營運資金變動	-170,518	222,651	-78,862	-206,959
其他項目	16,254	-53,729	-59,580	-74,937
營運活動之現金流量	109,708	445,553	150,040	74,803
資本支出	-97,935	-111,745	-82,247	-83,922
本期長期投資變動	-46,743	-2,101	0	0
其他項目	99,239	-24,028	-196,001	175,129
投資活動之現金流量	-45,440	-137,874	-278,248	91,207
短期借款及票券變動	31,227	-43,702	54,648	143,414
舉措/償還長期借款	18,770	-10,389	278,858	115,198
發行/償還公司債	-11,528	37,750	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-79,026	-80,722	-74,860	-82,312
其他項目	4,805	0	0	0
融資活動之現金流量	-87,872	-160,638	258,646	176,300
匯率影響數	26,512	-11,704	0	0
本期現金流量	2,909	135,336	130,438	342,311
期末現金及約當現金	1,062,326	1,197,663	1,328,100	1,670,411

重要財務比率	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	60.1%	57.2%	69.4%	72.4%
槓桿比率	171.2%	150.9%	226.5%	262.0%
流動比率	151.4%	159.0%	143.5%	141.4%
速動比率	107.0%	120.7%	108.7%	106.6%
存貨週轉率(次)	7.73	6.92	8.33	8.83
存貨週轉天數	46.57	52.05	43.23	40.75
應收帳款週轉率(次)	4.68	4.57	7.43	7.87
應收帳款週轉天數	66.95	64.64	48.46	45.74
總資產週轉率(次)	1.60	1.56	1.61	1.70
淨值週轉率(次)	4.57	4.13	5.24	6.14
股東權益報酬率	10.0%	9.7%	11.2%	15.1%
總資產報酬率	3.8%	3.8%	3.8%	4.4%
OCF/流動負債	5.3%	22.1%	7.1%	2.8%
每股比率				
每股淨值(元)	104.63	107.70	94.02	100.99
每股營收(元)	478.04	444.51	492.92	619.97
每股盈餘(元)	10.21	10.25	11.27	14.74
每股現金股利(元)	5.30	5.40	5.94	7.76
現金股利配發率	51.9%	52.7%	52.7%	52.7%

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