



研究報告

仁寶(2324.TT)

逢低買進(維持)

TP：39.5

PC 業務穩定成長、AI 伺服器營收躍增，惟目前評價合理

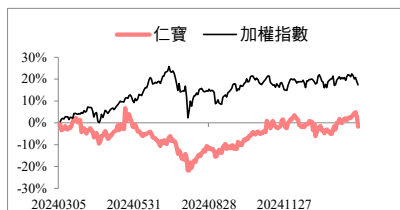
核心觀點

仁寶 2025 年 PC 業務因換機潮及 AI PC 推動，營收預估高個位數成長，非 PC 業務快速成長，AI 伺服器切入 MGX 供應鏈，占比升至 40%，下半年出貨帶動成長，惟目前評價合理，故維持「逢低買進」評等。

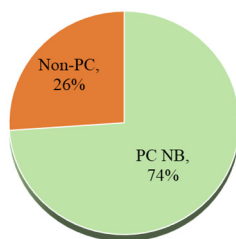
交易資料

收盤價	37.15
市值(億元)	1,637.20
流通在外股數(百萬股)	4,407.10
本益比	13.11
股價淨值比	1.31
240 日股價(低/均/高)	28.6/35.85/40.4
60 日均成交額(百萬元)	619.95

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	21%至 40%

資料來源：證基會

研究員：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

重要訊息

仁寶召開法說會，說明24Q4營運狀況及未來展望。

玉山觀點

非PC業務需求強勁，25Q1營收表現優於季節性。仁寶24Q4營收2,292億元，QoQ-6.2%、YoY-5.2%，營收下滑係因，PC進入傳統淡季，出貨量780萬台(QoQ-6%、YoY-6%)，而受惠於公司汰弱留強策略，剔除低毛利率EMS產線，推升毛利率維持5%高檔，優於季節性表現，但因提撥員工分紅以及一次性研發費用導致費用率提升至3.6%(前值3%)拖累營益率下滑0.5ppt至1.4%，稅後EPS為0.44元。展望25Q1，管理層表示PC出貨量將因傳統淡季而季減高個位數，不過非PC業務需求強勁，智慧設備、伺服器、汽車業務將實現季增，故預估25Q1營收為2,082億元，毛利率則可望維持5%以上，稅後EPS為0.41元。

新興事業群為2025成長亮點，AI伺服器成功打入MGX供應鏈。展望未來，PC業務方面，雖然Windows 10將於10月停止更新，公司也積極與Intel、AMD、Qualcomm合作，將於今年推出新品，有助於換機潮，不過因美國關稅措施或將抑制消費型NB需求，而仁寶主要客戶為Dell(消費性佔比40%)、Acer(消費性佔比45%)，故我們保守預估仁寶PC出貨量季減至中個位數，ASP則因AI PC帶動而提升，全年PC業務營收則將成長高個位數。非PC業務方面，管理層展望今年營收佔比提升至30%以上，主要成長來自新興業務(伺服器、車用)，其中AI伺服器近期獲得Nvidia MGX認證，並打入供應鏈，將於25H2開始出貨整機櫃，帶動營收快速成長，預估2025年AI伺服器佔伺服器比重將由20%提升至40%。

投資建議

仁寶2025年PC業務因換機潮及AI PC推動，營收預估高個位數成長，非PC業務快速成長，AI伺服器切入MGX供應鏈，占比升至40%，下半年出貨帶動成長；綜合以上，預估2025年EPS為2.83元，目前評價合理，維持「逢低買進」評等，目標價39.5元(14倍PER*2025EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024(E)	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	910,273	208,219	244,573	280,547	277,290	1,010,630
YoY	-3.8%	4.3%	3.1%	14.8%	21.0%	11.0%
毛利率	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
營益率	1.6%	1.3%	1.8%	2.1%	2.0%	1.8%
稅後淨利	10,042	1,811	3,119	4,034	3,526	12,491
EPS(元)	2.28	0.41	0.71	0.92	0.80	2.83

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
營收	208,219	244,573	208,219	244,573	0.00	0.00
毛利	10,667	12,433	10,667	12,433	0.00	0.00
營業利益	2,789	4,463	2,789	4,463	0.00	0.00
稅前淨利	2,847	4,601	2,847	4,601	0.00	0.00
稅後淨利	1,811	3,119	1,811	3,119	0.00	0.00
每股盈餘(元)	0.41	0.71	0.41	0.71	0.00	0.00
財務比率(%)						
毛利率	5.12	5.08	5.12	5.08	0.00	0.00
營益率	1.34	1.82	1.34	1.82	0.00	0.00
淨利率	1.37	1.88	1.37	1.88	0.00	0.00

資料來源：玉山投顧(2025/03)

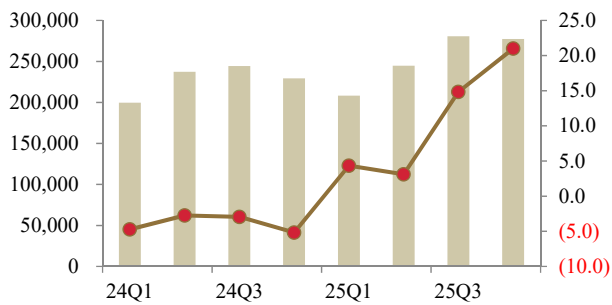
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	199,571	237,209	244,317	229,175	910,273	208,219	244,573	280,547	277,290	1,010,630
營業毛利	9,789	11,790	12,239	11,552	45,371	10,667	12,433	14,211	14,141	51,451
營業費用	6,951	7,729	7,562	8,286	30,529	7,877	7,969	8,403	8,715	32,965
營業利益	2,838	4,061	4,677	3,266	14,842	2,789	4,463	5,808	5,426	18,486
淨業外收支	134	186	185	2	506	57	138	99	79	373
稅前淨利	2,972	4,247	4,861	3,268	15,348	2,847	4,601	5,907	5,504	18,859
稅後淨利	1,891	2,881	3,334	1,936	10,042	1,811	3,119	4,034	3,526	12,491
EPS(元)	0.43	0.65	0.76	0.44	2.28	0.41	0.71	0.92	0.80	2.83
財務比率										
毛利率	4.91	4.97	5.01	5.04	4.98	5.12	5.08	5.07	5.10	5.09
營業利率率	1.42	1.71	1.91	1.43	1.63	1.34	1.82	2.07	1.96	1.83
稅前淨利率	1.49	1.79	1.99	1.43	1.69	1.37	1.88	2.11	1.99	1.87
YoY(%)										
營業收入	(4.72)	(2.73)	(2.94)	(5.17)	(3.85)	4.33	3.10	14.83	20.99	11.02
營業毛利	4.82	11.19	8.97	2.93	7.01	8.96	5.45	16.11	22.41	13.40
營業利益	25.90	47.12	28.20	(3.52)	23.19	(1.70)	9.91	24.18	66.13	24.55
稅前淨利	34.41	33.76	30.65	17.41	29.08	(4.21)	8.34	21.50	68.43	22.87
稅後淨利	35.7	37.75	39.10	8.40	30.97	(4.20)	8.26	21.02	82.11	24.39
QoQ(%)										
營業收入	(17.42)	18.86	3.00	(6.20)		(9.14)	17.46	14.71	(1.16)	
營業毛利	(12.77)	20.44	3.81	(5.62)		(7.66)	16.55	14.30	(0.49)	
營業利益	(16.17)	43.11	15.16	(30.17)		(14.59)	60.01	30.12	(6.58)	
稅前淨利	6.77	42.90	14.47	(32.78)		(12.89)	61.62	28.37	(6.81)	
稅後淨利	5.87	52.39	15.70	(41.93)		(6.44)	72.21	29.33	(12.61)	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

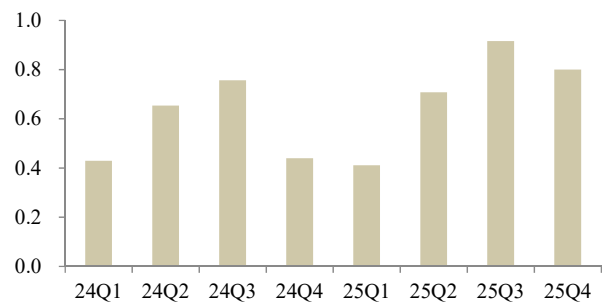
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



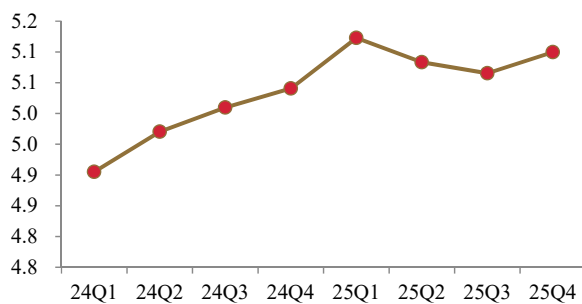
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



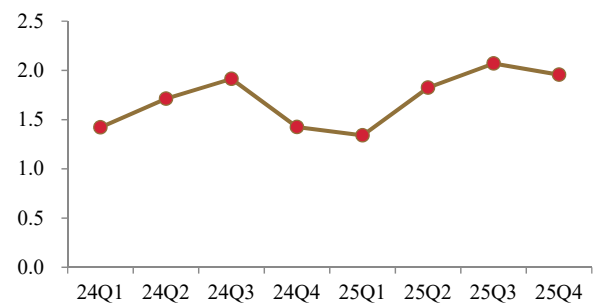
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



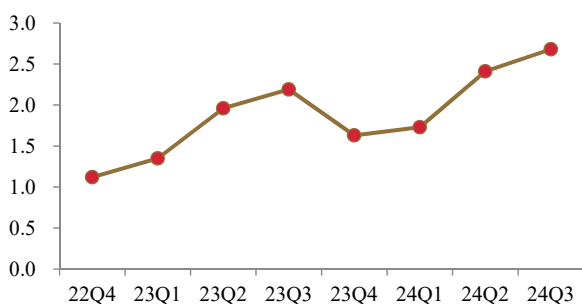
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



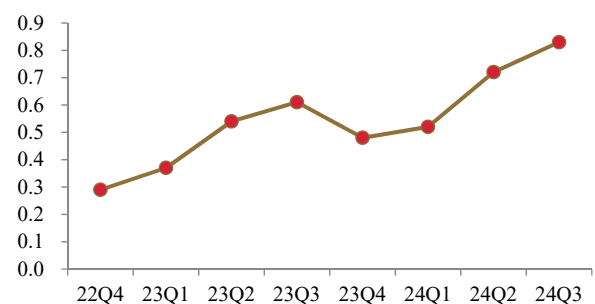
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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(2025/03)

年損益表					單位:百萬元				
	2022	2023	2024(E)	2025(F)					
營業收入	1,073,246	946,715	910,273	1,010,630					
營業成本	1,032,882	904,318	864,902	959,179					
營業毛利	40,364	42,397	45,371	51,451					
營業費用	31,145	30,349	30,529	32,965					
營業利益	9,219	12,048	14,842	18,486					
營業外收支淨額	1,505	-157	506	373					
稅前淨利	10,724	11,890	15,348	18,859					
稅後淨利	7,288	7,668	10,042	12,491					
普通股股本	44,071	44,071	44,071	44,071					
EPS(元)	1.65	1.74	2.28	2.83					
年成長率									
營收	-13.1%	-11.8%	-3.8%	11.0%					
營業利益	-30.9%	30.7%	23.2%	24.6%					
稅前淨利	-38.6%	10.9%	29.1%	22.9%					
母公司稅後淨利	-42.3%	5.2%	31.0%	24.4%					
獲利能力比率									
毛利率	3.8%	4.5%	5.0%	5.1%					
營業利益率	0.9%	1.3%	1.6%	1.8%					
稅前淨利率	1.0%	1.3%	1.7%	1.9%					
稅後淨利率	0.7%	0.8%	1.1%	1.2%					

資產負債表					單位:百萬元				
	2022	2023	2024(E)	2025(F)					
流動資產	390,707	368,924	361,986	401,054					
現金及約當現金	79,665	72,479	76,658	85,110					
存貨	111,594	95,103	91,442	101,523					
應收帳款及票據	191,221	193,715	186,258	206,793					
其他流動資產	8,226	7,628	7,628	7,628					
長期投資	8,048	7,448	7,448	7,448					
固定資產	28,808	29,041	32,319	35,857					
其他長期資產	25,931	31,367	31,367	31,367					
資產總額	453,484	436,771	433,111	475,717					
流動負債	302,385	277,252	287,906	325,567					
應付帳款及票據	152,137	148,398	142,686	158,417					
短期借款	74,832	58,974	56,704	62,956					
什項負債	75,415	69,879	72,565	82,057					
非流動負債	23,690	26,746	23,975	25,044					
負債總額	326,075	303,998	311,881	350,611					
普通股股本	44,071	44,071	44,071	44,071					
資本公積	5,079	4,271	4,271	4,271					
保留盈餘	69,969	72,548	75,664	79,539					
股東權益總額	116,295	119,622	121,230	125,106					

現金流量表					單位:百萬元				
	2022	2023	2024(E)	2025(F)					
稅前淨利	10,724	11,890	15,348	18,859					
折舊及攤提費用	7,544	7,874	6,637	6,681					
本期營運資金變動	41,752	13,348	5,405	-14,885					
其他項目	-1,382	-3,434	-3,302	-3,666					
營運活動之現金流量	58,639	29,677	24,088	6,989					
資本支出	-7,727	-7,170	-9,916	-10,219					
本期長期投資變動	-54	-98	0	0					
其他項目	-2,134	-2,253	337	11,287					
投資活動之現金流量	-9,915	-9,520	-9,579	1,068					
短期借款及票券變動	-43,590	-15,858	-2,270	6,252					
舉措/償還長期借款	6,177	-4,467	-2,771	1,069					
發行/償還公司債	-7	0	0	0					
現金增資	0	0	0	0					
發行現金股利	-8,714	-5,229	-5,289	-6,926					
其他項目	-36	0	0	0					
融資活動之現金流量	-49,412	-27,149	-10,330	395					
匯率影響數	5,192	-193	0	0					
本期現金流量	4,503	-7,186	4,179	8,452					
期末現金及約當現金	79,665	72,479	76,658	85,110					

重要財務比率					單位:百萬元				
	2022	2023	2024(E)	2025(F)					
資產品質比率									
負債比率	71.9%	69.6%	72.0%	73.7%					
槓桿比率	280.4%	254.1%	257.3%	280.3%					
流動比率	129.2%	133.1%	125.7%	123.2%					
速動比率	92.3%	98.8%	94.0%	92.0%					
存貨週轉率(次)	9.12	8.75	9.27	9.94					
存貨週轉天數	39.49	41.14	38.82	36.21					
應收帳款週轉率(次)	4.64	4.75	4.79	5.14					
應收帳款週轉天數	76.69	81.54	75.14	70.00					
總資產週轉率(次)	2.37	2.17	2.10	2.12					
淨值週轉率(次)	9.23	7.91	7.51	8.08					
股東權益報酬率	6.4%	6.5%	8.3%	10.1%					
總資產報酬率	1.7%	2.1%	2.3%	2.7%					
OCF/流動負債	16.6%	10.2%	8.5%	2.3%					
每股比率									
每股淨值(元)	26.39	27.14	27.51	28.39					
每股營收(元)	243.52	214.81	206.54	229.32					
每股盈餘(元)	1.65	1.74	2.28	2.83					
每股現金股利(元)	1.20	1.20	1.57	1.95					
現金股利配發率	72.6%	69.0%	69.0%	69.0%					

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