



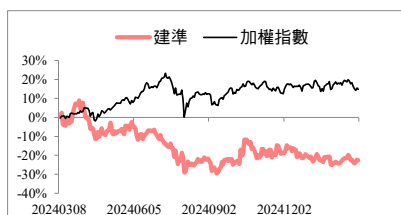
## 核心觀點

AI 伺服器仍需風扇處理其餘零組件產生的廢熱，雙馬達風扇仍具成長動能，而建準積極開發 CDU、RPU，靜待研發成果有望帶動營收加速成長，目前維持「逢低買進」評等。

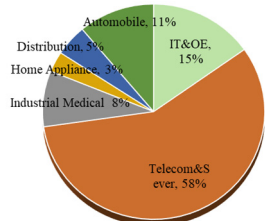
## 交易資料

收盤價	95.10
市值(億元)	260.00
流通在外股數(百萬股)	273.40
本益比(2025F)	12.97
股價淨值比	3.59
240 日股價(低/均/高)	82.7/104.1/142
60 日均成交額(百萬元)	145.49

## 相對報酬率



## 2025年應用比重預估



## 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	66%至 80%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	61%至 100%

資料來源：證基會

研究員：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

## 研究報告

## 建準(2421.TT)

## 逢低買進(維持)

TP：105

AI 帶動風扇營運穩健成長，靜待機電整合產品推出

## 重要訊息

建準召開法說會，說明24Q4營運狀況及未來展望。

## 玉山觀點

**產品組合優化帶動獲利創下歷史同期新高。**建準24Q4營收38.6億元，QoQ-4.3%、YoY+18.1%，營收達成率93%，低於預期，主因AI產品面臨產品轉換週期，毛利率則因低毛利IT產品營收佔比降低而攀升1.9ppt至30.3%，帶動稅後EPS提升至1.6元，為歷史同期新高。

**水冷散熱仍需搭配風扇，建準營運具備成長動能。**建準主要AI產品為雙馬達風扇，雖然GB200採用水冷散熱、B200 HGX水冷比重也顯著提升，不過水冷板主要直接對CPU、GPU散熱，機櫃內其餘電子產品如電源、線束等仍會產生廢熱，因此風扇持續扮演重要角色，隨著散熱技術由L2A演進至L2L，風扇將由機櫃內轉移至機櫃外，體積、功率都將顯著提升，進而推升ASP，目前建準出貨終端產品以ASIC伺服器為主，佔比8成，管理層表示隨著下半年GB200/300(整櫃使用257顆風扇)放量，GPU伺服器佔比將迅速提升，故預估AI伺服器營收將成長50%。网通產品方面，則看好800G交換機帶動雙馬達風扇滲透率提升，且25H2 wifi7有望推升換機潮，預估网通業務營收將成長雙位數。車用產品方面，公司主要出貨ADAS散熱系統，因為剛切入業務，2024年成長逾3成，今年預估將維持快速成長。綜合以上預估建準營收成長18.5%，毛利率則受惠於伺服器營收佔比提升至57%而成長至30.1%，稅後EPS為7.33元。

**建準積極研發CDU等機電整合產品。**建準目前水冷產品包含水冷板等金屬加工件，另外加速研發機電整合產品如CDU、RPU，研發基地設置於五股，將於7月啟動，而廠區則設置於中國，靜待建準機電整合產品傳出佳音。

## 投資建議

雖然AI伺服器水冷比重快速提升，但仍需風扇處理其餘零組件產生的廢熱，雙馬達風扇仍具備成長動能，而建準積極開發CDU、RPU，靜待研發成果有望帶動營收加速成長，預估2025年EPS為7.33元，目前評價合理，維持「逢低買進」投資評等，目標價105元(14倍PER\*2025EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	14,624	3,804	4,293	4,728	4,502	17,327
YoY	13.2%	24.3%	16.8%	17.3%	16.7%	18.5%
毛利率	28.4%	29.4%	30.2%	30.5%	30.2%	30.1%
營益率	11.5%	12.3%	14.3%	15.9%	12.8%	13.9%
稅後淨利	1,492	378	529	606	491	2,004
EPS(元)	5.46	1.38	1.93	2.22	1.80	7.33

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	3,804	4,293	3,804	4,293	0.00	0.00
毛利	1,118	1,296	1,118	1,296	0.00	0.00
營業利益	466	616	466	616	0.00	0.00
稅前淨利	485	678	485	678	0.00	0.00
稅後淨利	378	529	378	529	0.00	0.00
每股盈餘(元)	1.38	1.93	1.38	1.93	0.00	0.00
財務比率(%)						
毛利率	29.40	30.19	29.40	30.19	0.00	0.00
營益率	12.26	14.34	12.26	14.34	0.00	0.00
淨利率	12.75	15.80	12.75	15.80	0.00	0.00

資料來源：玉山投顧(2025/03)

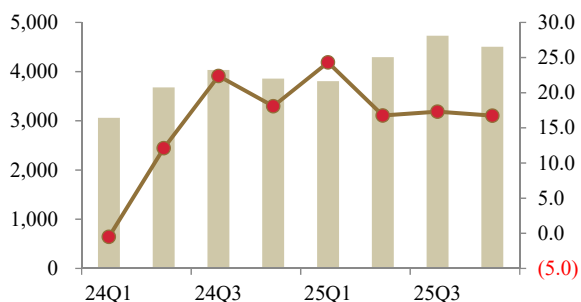
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	3,060	3,677	4,031	3,856	14,624	3,804	4,293	4,728	4,502	17,327
營業毛利	799	1,039	1,148	1,170	4,157	1,118	1,296	1,441	1,361	5,217
營業費用	524	619	627	710	2,480	652	680	688	784	2,803
營業利益	275	420	522	460	1,677	466	616	753	578	2,413
淨業外收支	140	134	(70)	101	305	19	63	23	52	156
稅前淨利	415	553	452	561	1,982	485	678	777	630	2,570
稅後淨利	326	379	349	437	1,492	378	529	606	491	2,004
EPS(元)	1.19	1.39	1.28	1.60	5.46	1.38	1.93	2.22	1.80	7.33
財務比率										
毛利率	26.12	28.26	28.49	30.34	28.42	29.40	30.19	30.48	30.24	30.11
營業利率率	8.98	11.42	12.95	11.93	11.47	12.26	14.34	15.93	12.84	13.93
稅前淨利率	13.57	15.05	11.21	14.56	13.55	12.75	15.80	16.43	13.99	14.83
YoY(%)										
營業收入	(0.50)	12.11	22.38	18.08	13.23	24.31	16.75	17.29	16.75	18.48
營業毛利	(1.75)	12.55	20.37	28.49	15.42	39.92	24.71	25.48	16.38	25.50
營業利益	(20.98)	3.16	29.12	23.89	9.56	69.68	46.67	44.36	25.61	43.95
稅前淨利	14.07	2.63	(13.47)	72.04	13.14	16.78	22.55	71.95	12.22	29.67
稅後淨利	17.4	(12.15)	(9.55)	83.48	11.86	15.88	39.53	73.54	12.32	34.34
QoQ(%)										
營業收入	(6.30)	20.16	9.62	(4.32)		(1.36)	12.85	10.13	(4.77)	
營業毛利	(12.21)	30.01	10.52	1.86		(4.40)	15.88	11.20	(5.52)	
營業利益	(25.98)	52.70	24.32	(11.83)		1.38	31.99	22.36	(23.28)	
稅前淨利	27.29	33.26	(18.38)	24.27		(13.60)	39.84	14.52	(18.90)	
稅後淨利	36.94	16.14	(7.92)	25.30		(13.51)	39.84	14.52	(18.90)	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

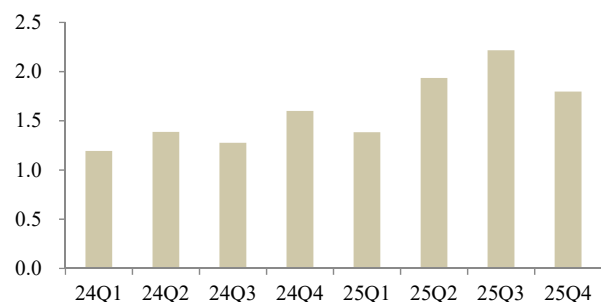
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



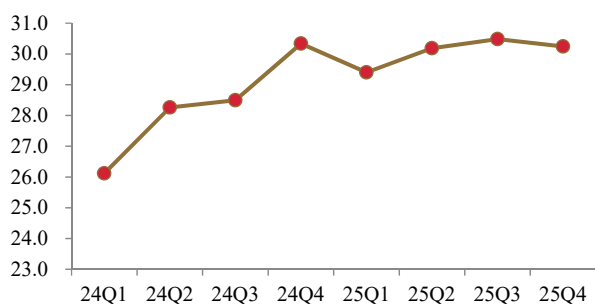
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



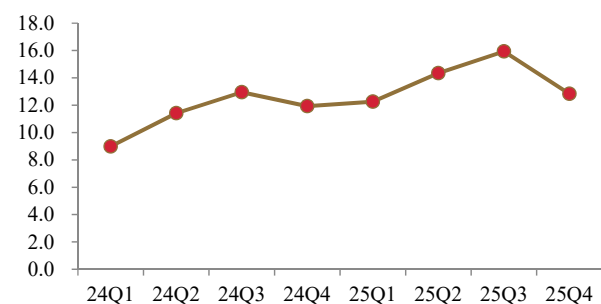
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



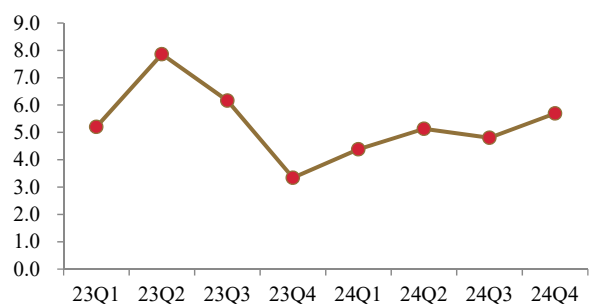
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



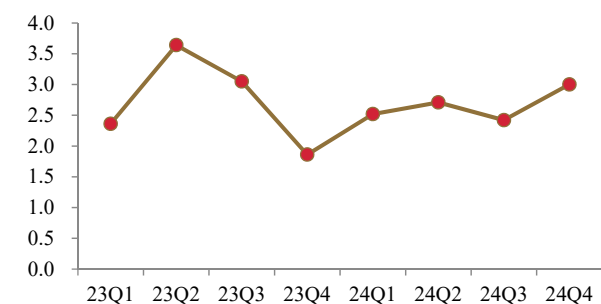
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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	2025(F)
營業收入	14,063	12,915	14,624	17,327
營業成本	10,892	9,313	10,467	12,110
營業毛利	3,171	3,601	4,157	5,217
營業費用	2,049	2,071	2,480	2,803
營業利益	1,122	1,530	1,677	2,413
營業外收支淨額	304	221	305	156
稅前淨利	1,426	1,752	1,982	2,570
稅後淨利	1,089	1,334	1,492	2,004
普通股股本	2,509	2,725	2,734	2,734
EPS(元)	4.34	4.89	5.46	7.33
年成長率				
營收	3.7%	-8.2%	13.2%	18.5%
營業利益	142.0%	36.4%	9.6%	43.9%
稅前淨利	143.6%	22.8%	13.1%	29.7%
母公司稅後淨利	153.7%	22.5%	11.9%	34.3%
獲利能力比率				
毛利率	22.5%	27.9%	28.4%	30.1%
營業利益率	8.0%	11.8%	11.5%	13.9%
稅前淨利率	10.1%	13.6%	13.6%	14.8%
稅後淨利率	7.7%	10.3%	10.2%	11.6%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	9,026	9,576	11,438	13,464
現金及約當現金	2,457	4,031	4,678	5,543
存貨	2,651	2,052	2,181	2,584
應收帳款及票據	3,414	3,079	4,103	4,861
其他流動資產	503	413	476	476
長期投資	6	21	18	18
固定資產	2,273	2,171	2,461	2,359
其他長期資產	887	846	1,082	1,082
資產總額	12,192	12,615	14,998	16,923
流動負債	6,323	4,721	6,082	8,648
應付帳款及票據	3,316	2,768	3,463	4,103
短期借款	1,288	458	928	1,099
什項負債	1,720	1,495	1,692	2,405
非流動負債	667	675	996	1,023
負債總額	6,989	5,396	7,078	9,671
普通股股本	2,509	2,725	2,734	2,734
資本公積	367	1,519	1,519	1,519
保留盈餘	2,584	3,266	3,804	4,449
股東權益總額	5,202	7,219	7,920	7,252

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	1,426	1,752	1,982	2,570
折舊及攤提費用	513	534	495	514
本期營運資金變動	317	356	-347	-521
其他項目	-97	-467	-447	-530
營運活動之現金流量	2,158	2,175	1,682	2,033
資本支出	-394	-298	-513	-413
本期長期投資變動	0	-14	-2	0
其他項目	-44	-43	-229	57
投資活動之現金流量	-438	-354	-745	-355
短期借款及票券變動	-662	-830	470	171
舉措/償還長期借款	-152	-11	205	28
發行/償還公司債	0	1,381	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-301	-652	-957	-1,012
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-1,189	-208	-410	-813
匯率影響數	14	-39	121	0
本期現金流量	545	1,574	648	865
期末現金及約當現金	2,457	4,031	4,678	5,543

重要財務比率	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	57.3%	42.8%	47.2%	57.1%
槓桿比率	134.3%	74.8%	89.4%	133.4%
流動比率	142.7%	202.9%	188.1%	155.7%
速動比率	100.8%	159.4%	152.2%	125.8%
存貨週轉率(次)	4.22	3.96	4.95	5.08
存貨週轉天數	85.27	90.91	72.80	70.83
應收帳款週轉率(次)	2.64	2.30	2.51	3.87
應收帳款週轉天數	91.62	90.89	93.87	93.12
總資產週轉率(次)	1.15	1.02	0.98	1.02
淨值週轉率(次)	2.70	1.79	1.85	2.39
股東權益報酬率	22.8%	21.5%	19.7%	26.4%
總資產報酬率	9.2%	10.8%	10.8%	12.6%
OCF/流動負債	34.4%	39.4%	31.1%	27.6%
每股比率				
每股淨值(元)	20.74	26.39	28.97	26.52
每股營收(元)	56.04	47.39	53.48	63.36
每股盈餘(元)	4.34	4.89	5.46	7.33
每股現金股利(元)	2.60	3.50	3.70	4.97
現金股利配發率	59.9%	71.5%	67.8%	67.8%

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。

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