



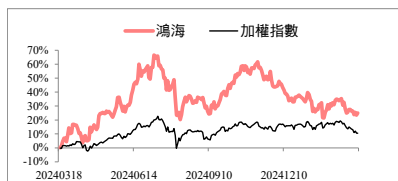
核心觀點

GB200 良率、生產效率緩步提升，有望於 25Q2 量產，且 GB300 改善原先導致良率不佳設計，量產速度將優於前代，AI 伺服器仍為全年主要成長動能，故維持「買進」評等。

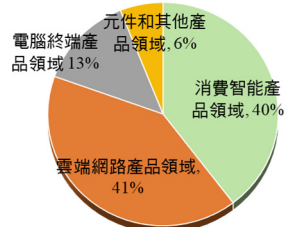
交易資料

收盤價	170.00
市值(億元)	23,615.90
流通在外股數(百萬股)	13,891.70
本益比(2025F)	11.94
股價淨值比	1.42
240 日股價(低/均/高)	130/183.7/234.5
60 日均成交額(百萬元)	9,099.37

相對報酬率



2025年產品比重預估



CSR 天下永續公民獎

類別	企業	2024 排名	2023 排名	平均 總分	企業 治理	社會 承諾	環境 參與	永續 永績
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：200

GB200 良率、生產效率緩步提升，且為 GB300 主要供應商

重要訊息

鴻海召開法說會，說明24Q4營運及未來展望。

玉山觀點

本業表現優於預期，惟業外表現不佳，獲利低於預期。24Q4營收2.13兆元，QoQ+14.9%，營收達成率101%，符合預期，主要成長動能來自消費智能產品進入傳統旺季、客戶因應關稅不確定性積極備貨電腦終端產品，雲端產品則因基期墊高以及進入產品轉換週期而呈現季減；受惠於產品組合優化，毛利率6.2%，維持高檔，本業表現優於預期，不過業外損失11.7億元，主因認列權益法投資損失及匯兌損失，稅後EPS為3.34元，低於預期。

iPhone 16e、AI伺服器帶動25Q1營收成長。1、2月營收合計1.09兆元，營收達成率67%，符合預期，主要成長動能來自iPhone 16e，而GB200產品則受制於良率提升緩慢拖累2月呈現月減，管理層表示目前GB200良率已提升至足以量產，因此，我們考量iPhone 16e推出及GB200良率提升，上修25Q1營收至1.68兆元，毛利率站上6.6%，稅後EPS 2.66元。

AI為全年成長動能。鴻海主要AI產品為B200 baseboard(供貨比重3成)、GB200 Compute board(供貨比重5成)、NVLink Switch board(供貨比重9成)、GB200機櫃(供貨比重4成)，GB200良率、生產效率正逐步改善，預估25Q2有望量產出貨，GB300方面，鴻海為Compute board、機櫃主要供應商，且GB300改善原先導致良率不佳的設計，量產速度將明顯優於前代產品，AI伺服器仍為今年主要成長動能，佔伺服器營收比重將由40%提升至60%以上。綜合以上我們維持AI相關營收預估，惟管理層表示電腦終端產品受制於基期較高，2025年將進入衰退，故下修營收預估至8.37兆元，毛利率因產品組合轉差下滑至6%，稅後EPS 14.23元。

投資建議

GB200良率、生產效率緩步提升，有望於25Q2量產，且GB300將原先導致良率不佳設計改善，量產速度將優於前代，AI伺服器仍為全年主要成長動能，預估EPS為14.23元，維持「買進」，目標價200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	6,859,616	1,675,885	1,784,484	2,235,942	2,677,467	8,373,779
YoY	11.3%	26.6%	15.1%	20.6%	25.7%	22.1%
毛利率	6.3%	6.6%	6.5%	5.9%	5.3%	6.0%
營益率	2.9%	3.5%	3.4%	3.2%	2.3%	3.0%
稅後淨利	152,705	36,858	49,756	59,021	51,672	197,306
EPS(元)	11.02	2.66	3.59	4.26	3.73	14.23

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	1,675,885	1,784,484	1,616,158	1,881,397	3.70	(5.15)
毛利	110,099	115,605	108,362	120,190	1.60	(3.81)
營業利益	59,099	61,342	59,179	62,981	(0.14)	(2.60)
稅前淨利	52,067	69,116	52,147	70,754	(0.15)	(2.32)
稅後淨利	36,858	49,756	36,914	50,935	(0.15)	(2.31)
每股盈餘(元)	2.66	3.59	2.66	3.67	(0.05)	(2.20)
財務比率(%)						
毛利率	6.57	6.48	6.70	6.39	(1.95)	1.38
營益率	3.53	3.44	3.66	3.35	(3.65)	2.61
淨利率	3.11	3.87	3.23	3.76	(3.81)	3.01

資料來源：玉山投顧(2025/03)

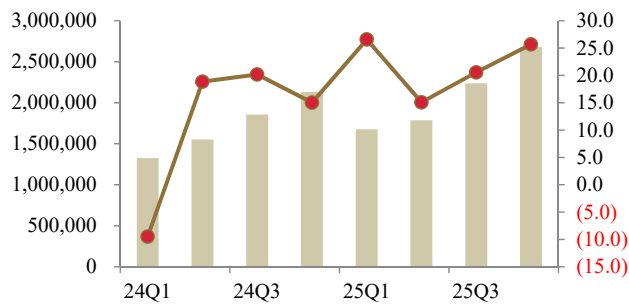
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	1,323,992	1,550,551	1,854,569	2,130,504	6,859,616	1,675,885	1,784,484	2,235,942	2,677,467	8,373,779
營業毛利	83,662	99,507	114,733	131,044	428,946	110,099	115,605	131,827	141,890	499,422
營業費用	46,912	54,902	59,962	66,563	228,339	51,001	54,263	61,113	79,644	246,020
營業利益	36,751	44,604	54,771	64,481	200,607	59,099	61,342	70,714	62,246	253,401
淨業外收支	(4,242)	3,795	12,882	(1,167)	11,268	(7,032)	7,773	12,066	10,976	23,783
稅前淨利	32,509	48,400	67,653	63,314	211,876	52,067	69,116	82,780	73,222	277,184
稅後淨利	22,009	35,045	49,325	46,326	152,705	36,858	49,756	59,021	51,672	197,306
EPS(元)	1.59	2.53	3.56	3.34	11.02	2.66	3.59	4.26	3.73	14.23
財務比率										
毛利率	6.32	6.42	6.19	6.15	6.25	6.57	6.48	5.90	5.30	5.96
營業利益率	2.78	2.88	2.95	3.03	2.92	3.53	3.44	3.16	2.32	3.03
稅前淨利率	2.46	3.12	3.65	2.97	3.09	3.11	3.87	3.70	2.73	3.31
YoY(%)										
營業收入	(9.47)	18.86	20.18	15.03	11.32	26.58	15.09	20.56	25.67	22.07
營業毛利	(5.29)	19.06	11.66	15.68	10.57	31.60	16.18	14.90	8.28	16.43
營業利益	(9.31)	44.23	18.68	31.78	20.46	60.81	37.52	29.11	(3.47)	26.32
稅前淨利	59.33	1.46	18.24	(5.36)	10.22	60.16	42.80	22.36	15.65	30.82
稅後淨利	71.6	6.20	14.37	(12.83)	7.46	67.47	41.98	19.66	11.54	29.21
QoQ(%)										
營業收入	(28.51)	17.11	19.61	14.88		(21.34)	6.48	25.30	19.75	
營業毛利	(26.15)	18.94	15.30	14.22		(15.98)	5.00	14.03	7.63	
營業利益	(24.89)	21.37	22.79	17.73		(8.35)	3.80	15.28	(11.98)	
稅前淨利	(51.41)	48.88	39.78	(6.41)		(17.76)	32.74	19.77	(11.55)	
稅後淨利	(58.59)	59.23	40.75	(6.08)		(20.44)	35.00	18.62	(12.45)	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

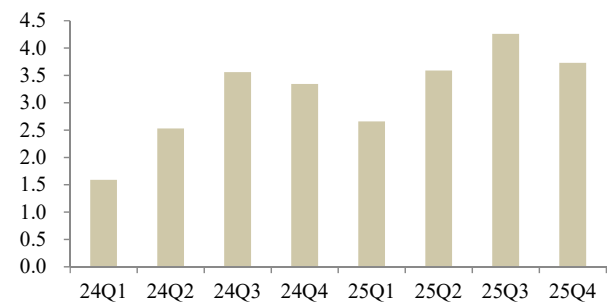
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



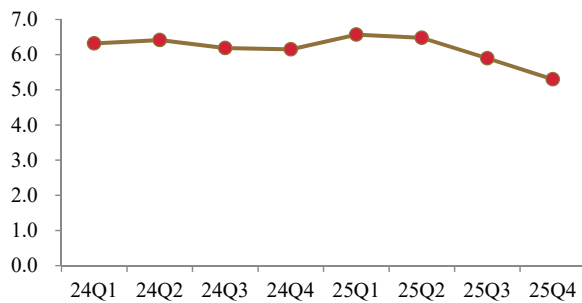
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



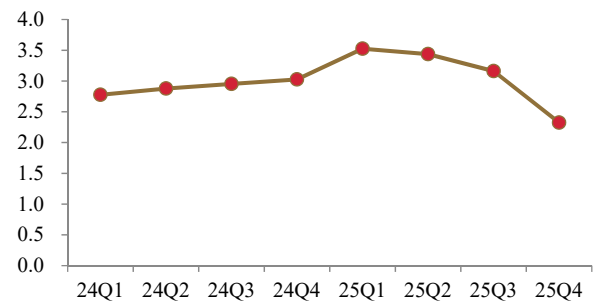
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



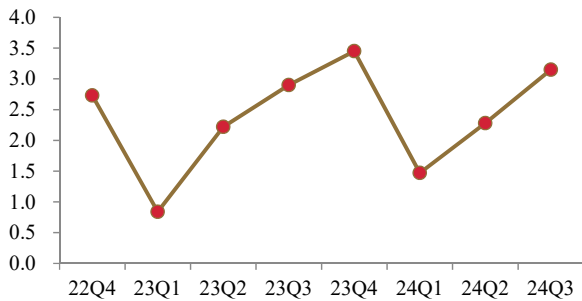
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



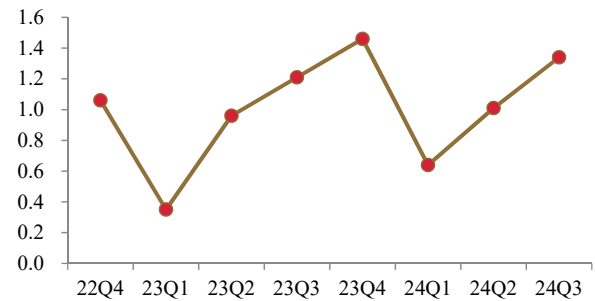
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

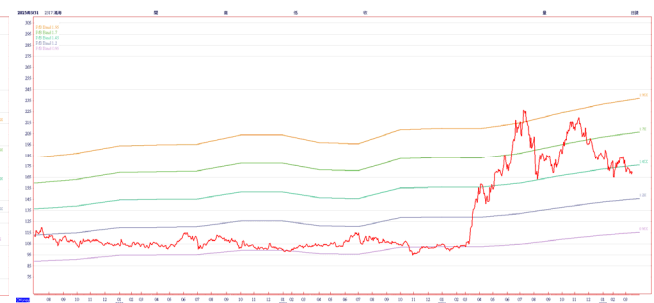
(季未年化)



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	6,626,997	6,162,221	6,859,616	8,373,779
營業成本	6,226,912	5,774,274	6,430,669	7,874,357
營業毛利	400,085	387,947	428,946	499,422
營業費用	226,297	221,419	228,339	246,020
營業利益	173,788	166,528	200,607	253,401
營業外收支淨額	13,724	25,696	11,268	23,783
稅前淨利	187,511	192,224	211,876	277,184
稅後淨利	141,483	142,098	152,705	197,306
普通股股本	138,630	138,630	138,630	138,630
EPS(元)	10.21	10.25	11.02	14.23
年成長率				
營收	10.6%	-7.0%	11.3%	22.1%
營業利益	16.7%	-4.2%	20.5%	26.3%
稅前淨利	-3.1%	2.5%	10.2%	30.8%
母公司稅後淨利	1.6%	0.4%	7.5%	29.2%
獲利能力比率				
毛利率	6.0%	6.3%	6.3%	6.0%
營業利益率	2.6%	2.7%	2.9%	3.0%
稅前淨利率	2.8%	3.1%	3.1%	3.3%
稅後淨利率	2.1%	2.3%	2.2%	2.4%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
流動資產	3,200,506	3,035,966	3,352,928	4,041,108
現金及約當現金	1,062,326	1,197,663	1,333,205	1,627,491
存貨	939,022	730,765	813,468	993,030
應收帳款及票據	1,098,690	872,270	970,987	1,185,319
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	418,374	444,247
其他長期資產	331,584	311,384	311,384	311,384
資產總額	4,133,974	3,939,789	4,281,158	4,995,211
流動負債	2,113,814	1,909,335	2,337,961	2,854,033
應付帳款及票據	1,050,264	878,935	978,406	1,194,375
短期借款	582,610	501,773	558,559	681,854
什項負債	480,939	528,627	647,299	790,181
非流動負債	369,630	344,211	377,946	482,565
負債總額	2,483,443	2,253,545	2,715,907	3,336,598
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	1,341,321	1,434,682
股東權益總額	1,450,545	1,493,109	1,565,251	1,658,613

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
稅前淨利	187,511	192,224	211,876	277,184
折舊及攤提費用	76,460	84,406	80,433	82,419
本期營運資金變動	-170,518	222,651	-81,948	-177,924
其他項目	16,254	-53,729	-59,809	-73,011
營運活動之現金流量	109,708	445,553	150,551	108,669
資本支出	-97,935	-111,745	-104,840	-108,292
本期長期投資變動	-46,743	-2,101	0	0
其他項目	99,239	-24,028	74,169	146,445
投資活動之現金流量	-45,440	-137,874	-30,671	38,152
短期借款及票券變動	31,227	-43,702	56,787	123,294
舉措/償還長期借款	18,770	-10,389	33,735	104,619
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	-80,448
其他項目	4,805	0	0	0
融資活動之現金流量	-87,872	-160,638	15,662	147,465
匯率影響數	26,512	-11,704	0	0
本期現金流量	2,909	135,336	135,543	294,286
期末現金及約當現金	1,062,326	1,197,663	1,333,205	1,627,491

重要財務比率	2022	2023	2024(E)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	60.1%	57.2%	63.4%	66.8%
槓桿比率	171.2%	150.9%	173.5%	201.2%
流動比率	151.4%	159.0%	143.4%	141.6%
速動比率	107.0%	120.7%	108.6%	106.8%
存貨週轉率(次)	7.73	6.92	8.33	8.72
存貨週轉天數	46.57	52.05	43.22	41.29
應收帳款週轉率(次)	4.68	4.57	7.44	7.77
應收帳款週轉天數	66.95	64.64	48.37	46.35
總資產週轉率(次)	1.60	1.56	1.60	1.68
淨值週轉率(次)	4.57	4.13	4.38	5.05
股東權益報酬率	10.0%	9.7%	10.0%	12.2%
總資產報酬率	3.8%	3.8%	3.7%	4.3%
OCF/流動負債	5.3%	22.1%	7.1%	4.2%
每股比率				
每股淨值(元)	104.63	107.70	112.91	119.64
每股營收(元)	478.04	444.51	494.81	604.04
每股盈餘(元)	10.21	10.25	11.02	14.23
每股現金股利(元)	5.30	5.40	5.80	7.50
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)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