

IBM (IBM.O/ IBM US)

企業數位轉型與 AI 雲計算需求帶動營運成長

持有・首次評等

收盤價 April 23 (US\$)	245.48
3 個月目標價 (US\$)	244.61
12 個月目標價 (US\$)	242.0
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	-1.4

焦點內容

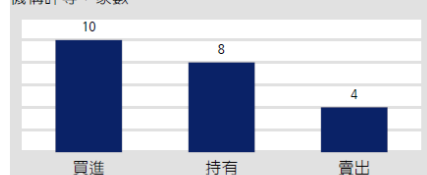
- 軟體業務營收與毛利率成長，IBM FY1Q25 EPS 優於市場共識。
- FY2Q25 與 FY2025 營收展望皆與市場共識相符。
- IBM 當前評價已反應其未來成長性。

交易資料表

市值：(US\$bn)	227.6		
流通在外股數 (百萬股)：	927		
機構持有比例 (%)：	57.3		
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.2		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	162.6-266.5		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	9.2	12.4	33.3
相對表現 (%)	21.1	19.9	27.3

市場綜合評等

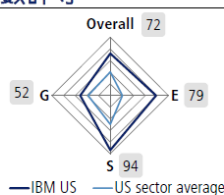
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	159	254	320
潛在報酬 (%)	(35.2)	3.3	30.4

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

IBM 未來成長動能來自數位轉型與 AI 模型訓練對雲計算需求增加，我們首評 IBM 給予「持有」之評等，目標價為 242 美元 (20x FY2026F EPS)。

評論及分析

軟體業務營收與毛利率成長，IBM FY1Q25 EPS 優於市場共識。IBM 公告 FY1Q25 (2025 年 1-3 月) 財報，FY1Q25 營收季減 17%、年增 1% 至 145.4 億美元，優於市場共識 1%，主要動能來自軟體業務營收年增 7%。FY1Q25 Non-GAAP EPS 季減 59%、年減 4% 至 1.60 美元，優於市場共識 14%，主要受惠軟體與顧問業務之毛利率分別優於市場預期 1ppts/2ppts。

FY2Q25 與 FY2025 營收展望皆與市場共識相符。IBM FY2Q25 營收財測預期將年增 4% 至 164 億美元，與市場共識大致相符；稅前淨利率預期將年增 0.5ppts 至 18.2%，優於市場共識 0.5ppts。公司表示企業資本支出縮減將會先對顧問業務營運產生衝擊，而美國 DOGE 刪減聯邦預算雖使 IBM 訂單下滑 1 億美元，但 FY1Q25 顧問業務積壓訂單仍季增約 5% 上下至 300 億美元以上的水準；軟體業務則維持相對穩健，預期為 FY2025 主要動能。IBM FY2025 營收維持年增 5% 之展望，與市場共識大致相符。

IBM 當前評價已反應其未來成長性。我們預估公司 FY2025/2026 EPS 分別為 11.01/12.09 美元，相較市場共識 EPS 分別為 10.80/11.41 美元，目前股價交易於約 21/19 倍之 FY2025/FY2026 凱基 EPS 預估，以及 21/20 倍之 FY2025/FY2026 市場共識 EPS 預估，IBM 當前評價已合理反應其成長性。

投資建議

我們首評給予「持有」之評等，目標價為 242 美元 (20x FY2026F EPS)。

投資風險

企業數位轉型進度不如預期；雲端業務成長性因經濟衰退而放緩。

主要財務數據

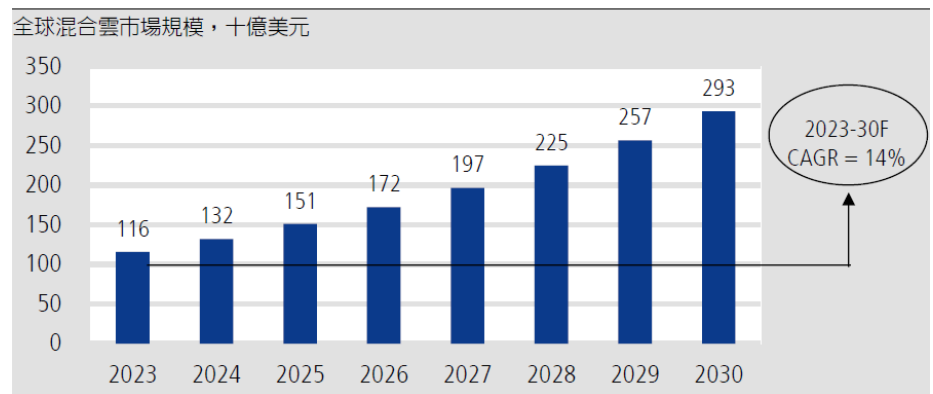
	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (US\$ 百萬元)	60,530	61,860	62,753	65,674	68,698
營業毛利 (US\$ 百萬元)	33,369	34,932	36,275	38,702	41,108
營業利益 (US\$ 百萬元)	9,937	11,054	11,263	12,564	13,589
EBITDA (US\$ 百萬元)	14,739	15,450	16,700	17,203	18,245
稅後淨利 (US\$ 百萬元)	8,325	8,870	9,684	10,373	11,389
每股盈餘 (US\$)	9.13	9.62	10.33	11.01	12.09
營收增長率 (%)	5.5	2.2	1.4	4.7	4.6
每股盈餘增長率 (%)	15.1	5.4	7.4	6.5	9.8
毛利率 (%)	55.1	56.5	57.8	58.9	59.8
營業利益率 (%)	16.4	17.9	17.9	19.1	19.8
EBITDA margin (%)	24.3	25.0	26.6	26.2	26.6
淨負債比 (%)	194.8	190.6	146.8	115.9	51.4
股東權益報酬率 (%)	40.6	39.7	38.7	32.9	26.9

資料來源：公司資料；凱基預估

IBM 營收主要來自企業級軟體、諮詢服務與基礎設施。IBM 主要的業務是協助企業進行數位轉型，可分為四個項目：(1) 軟體 (Software，占 FY1Q25 營收比重為 44%)：提供企業級軟體解決方案，支援在本地端 (on-premises)、私有雲與公有雲間的無縫部署。其中 Red Hat 提供的開源平台是實現混合雲架構的核心技術之一，專注於企業級 Linux 操作系統和開源技術；Watsonx 產品旨在加速生成式 AI 在核心工作流程中的影響，以提高生產力。(2) 諮詢(Consulting，35%)：提供結合策略、技術與營運的顧問服務，協助企業將 AI、雲端平台與應用程式整合至其業務流程中。(3) 基礎設施(Infrastructure，20%)：提供硬體產品與維運服務，支援企業建立混合雲與 AI 工作負載的基礎設施。(4) 融資 (Financing，1%)：提供客戶採購 IBM 軟硬體與服務時所需的貸款、租賃與分期付款方案。除上述業務，IBM 近幾年亦積極投入創新技術的發展，公司目前為全球量子電腦的領先者之一，提供整機解決方案與雲端平台服務；自 2017 年以來，量子電腦業務累計簽約金額已接近 10 億美元。

數位轉型與 AI 語言模型讓混合雲需求攀升。IBM 軟體業務毛利率達 80%以上，成長動能來自三點，首先是企業數位轉型帶動資料儲存與運算方式逐步由過往私有雲轉向混合雲架構；其次則是工廠走向智慧化生產，為了透過大數據分析以有效提升良率，使公有雲與私有雲之間的資料傳輸需求增加；最後則是生成式 AI 帶動語言模型訓練所須使用的資料量增加，讓雲端空間使用量同步向上並帶動軟體升級需求。根據雲計算白皮書資料，目前全球雲計算市場產值約 5,864 億美元、IBM 市占率約 2%，而全球混合雲市場規模約 1,320 億美元。研究機構 Grand View Research 預估，在企業對地端與雲端之間的資料與運算量增加、以及使用情境改變下，將使混合雲市場規模在未來 5 年內的年複合成長率達到 14%。

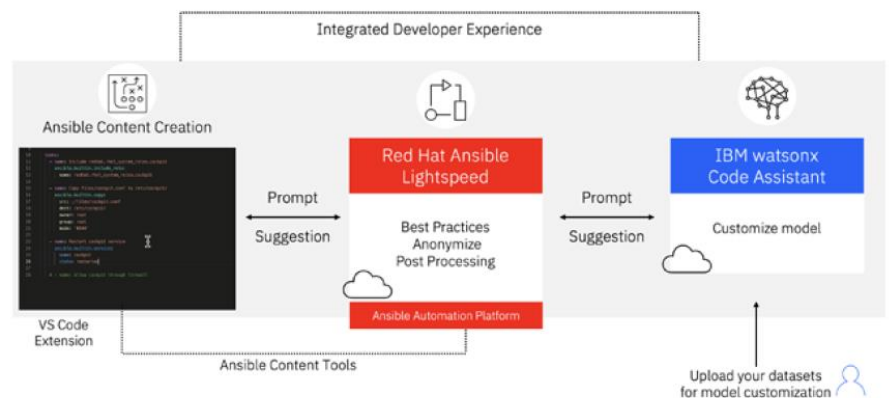
圖 1: 全球混合雲市場預計以 CAGR 14%於 2030 年成長至 2,930 億美元



資料來源：Grand View Research；凱基

雲計算為 IBM 軟體業務與公司整體營運之主要成長動能。IBM 先前透過收購 Red Hat 以掌握混合雲所使用的開源技術，並建立 Watsonx 平台以提升客製化服務的能力，協助客戶優化 AI 語言模型的訓練效率與降低人力成本，再搭配公司提供的諮詢、基礎設施與融資等一條龍服務，使 IBM 過去三年軟體業務的營收增速逐年攀升；在整體市場維持成長性以及 IBM 掌握技術優勢與全方面服務能力的挹注下，預估 IBM FY2026 雲計算相關業務營收將增加約 15 億美元，並帶動 FY2025/FY2026 軟體業務營收達 292/313 億美元，年增 7.9%/7.3%；毛利則預估達 246/264 億美元，年增 8.6%/7.5%，為整體營運主要的成長動能。

圖 2：IBM Redhat 與 Watsonx 軟體應用流程



資料來源：公司資料，凱基

預期 FY2025 營收成長動能來自軟體業務。IBM FY2025 營收動能主要來自軟體業務，受惠企業數位轉型與 AI 語言模型訓練帶動雲端儲存與計算需求增加，Red Hat 營收預期達到年增 15% 上下的表現，為軟體業務之主要成長性。顧問業務雖受到美國企業與政府削減支出的影響，但因 IBM 為美國政府主要負責的業務是退伍軍人的福利金索賠，和政府刪減預算的直接相關性較低，因此目前 IBM 評估來自政府的顧問業務訂單僅減少約 1 億美元，影響相對有限。我們預估 IBM FY2025 營收將年增 4.7% 至 656.7 億美元；營利率則預估年增 1.2ppts 至 19.1%；EPS 預期年增 6.5% 至 11.01 美元。

IBM 評價合理，給予「持有」之評等，目標價為 242 美元。我們預估公司 FY2025/2026 EPS 分別為 11.01/12.09 美元，相較市場共識 EPS 分別為 10.80/11.41 美元，目前股價交易於約 21/19 倍之 FY2025/FY2026 凱基 EPS 預估，以及 21/20 倍之 FY2025/FY2026 市場共識 EPS 預估，IBM 當前評價已合理反應其成長性。IBM 過往五年本益比多落於 9-21 倍之間，考量(1) 企業數位轉型帶動雲端與地端間的資料傳輸需求增加；(2) 訓練 AI 語言模型帶動資料運算量增加，使雲端空間需求提升；(3) IBM 掌握技術優勢與一條龍服務能力，有助評價優於同業普遍落在 10-15 倍之水準。綜合上述原因，預期 IBM 本益比將維持在區間上緣之 20 倍上下浮動；基於當前評價合理，故給予「持有」之評等，目標價為 242 美元 (20x FY2026F EPS)

圖 3：FY1Q25 財報與 FY2Q25 預估與市場共識比較

Non-GAAP	1Q25					2Q25F					
	實際值	季增(%)	年增(%)	市場共識	差異(%)	公司財測 (中位數)	凱基預估	季增(%)	年增(%)	市場共識	差異(%)
百萬美元											
營收	14,541	(17.2)	0.5	14,403	1.0	16,401	16,412	12.9	4.1	16,279	0.8
毛利	8,232	(22.6)	4.0	8,008	2.8		9,809	19.2	7.6	9,487	3.4
營業利益	2,006	(54.4)	23.3	1,617	24.0		3,105	54.8	8.2	3,003	3.4
稅前利益	1,738	(59.3)	4.8	1,504	15.5	2,985	3,006	73.0	7.7	2,876	4.5
稅後淨利	1,517	(58.9)	(3.0)	1,332	13.9		2,583	70.3	13.6	2,460	5.0
EPS (US\$)	1.60	(59.0)	(4.2)	1.41	13.9		2.74	70.8	12.6	2.61	5.0
毛利率(%)	56.6	(3.9)ppts	1.9 ppts	55.6	1.0 ppts		59.8	3.2 ppts	1.9 ppts	58.3	1.5 ppts
營業利益率(%)	13.8	(11.3)ppts	2.5 ppts	11.2	2.6 ppts		18.9	5.1 ppts	0.7 ppts	18.4	0.5 ppts
淨利率(%)	10.4	(10.6)ppts	(0.4)ppts	9.2	1.2 ppts		15.7	5.3 ppts	1.3 ppts	15.1	0.6 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

*財年止於三月、六月

圖 4：FY2025 與 2026 預估暨市場共識比較

Non-GAAP	2025F					2026F			
	公司財測 (中位數)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	年增(%)	市場共識	差異(%)
百萬美元									
營收	65,891	65,674	4.7	65,041	1.0	68,698	4.6	68,206	0.7
毛利		38,702	6.7	38,047	1.7	41,108	6.2	40,033	2.7
營業利益		12,564	11.5	12,136	3.5	13,589	8.2	12,964	4.8
稅前利益	12,098	12,035	7.4	11,832	1.7	13,338	10.8	12,625	5.6
稅後淨利		10,373	7.1	10,179	1.9	11,389	9.8	10,755	5.9
EPS (US\$)		11.01	6.5	10.80	1.9	12.09	9.8	11.41	5.9
毛利率(%)		58.9	1.1 ppts	58.5	0.4 ppts	59.8	0.9 ppts	58.7	1.1 ppts
營業利益率(%)		19.1	1.2 ppts	18.7	0.5 ppts	19.8	0.7 ppts	19.0	0.8 ppts
淨利率(%)		15.8	0.4 ppts	15.6	0.1 ppts	16.6	0.8 ppts	15.8	0.8 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

*財年止於十二月

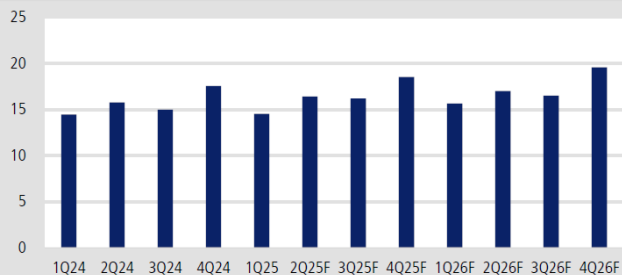
圖 5: 公司概況

IBM 於 1911 年成立，為版圖橫跨全球的科技公司，產品涵蓋軟體、諮詢、基礎設施等業務。近年積極發展軟體業務，並於 2018 年收購 Linux 開源軟體公司 Red Hat。2024 年營收占比為軟體 43%、諮詢 33%、基礎設施 22%、融資 1%。

資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 季營收

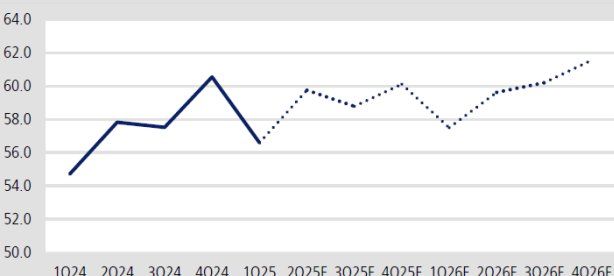
季營業收入，十億美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 毛利率

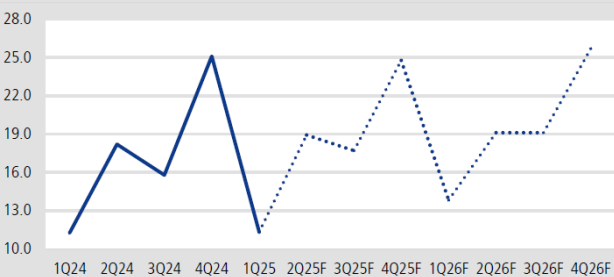
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 營業利益率

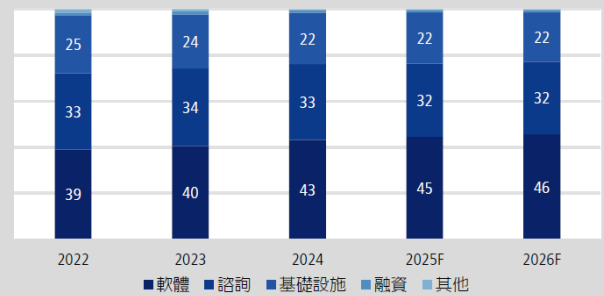
營業利益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 2024 年軟體業務占比達 43%

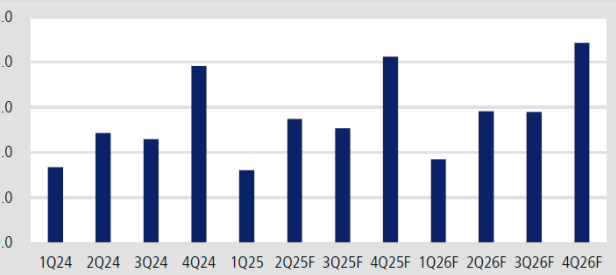
營收占比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 每股盈餘

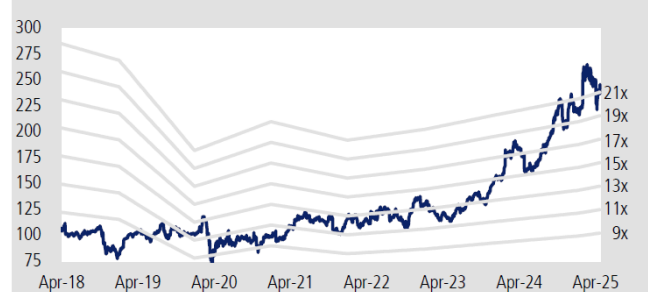
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 未來 12 個月預估本益比

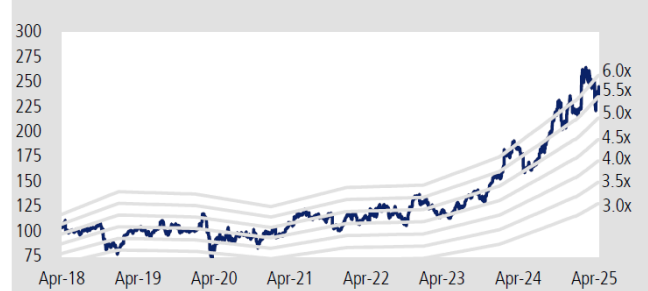
本益比，倍



資料來源：彭博；凱基

圖 12: 未來 12 個月預估股價淨值比

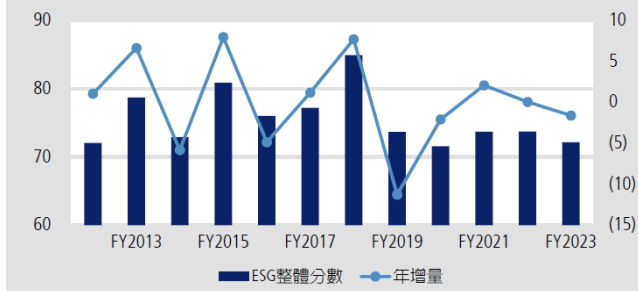
股價淨值比，倍



資料來源：公司資料；凱基

圖 13：ESG 整體分數

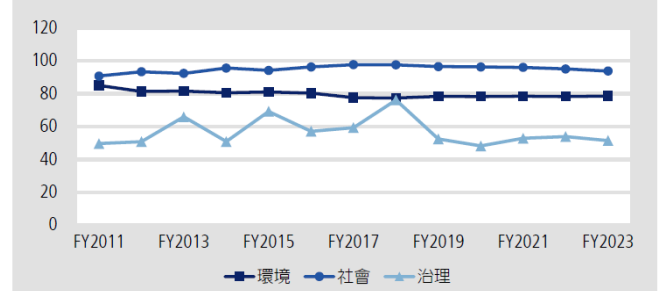
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：ESG 各項分數

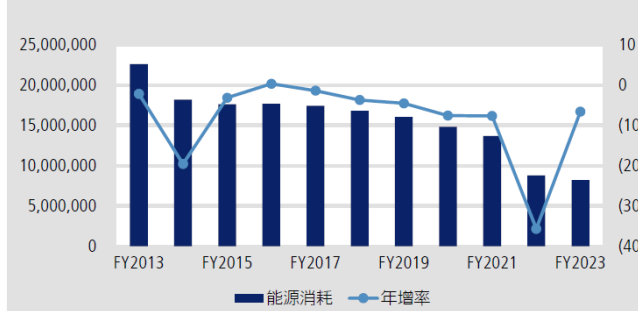
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：能源消耗

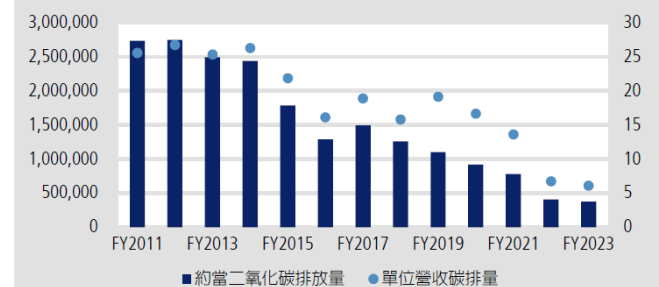
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：碳排放量

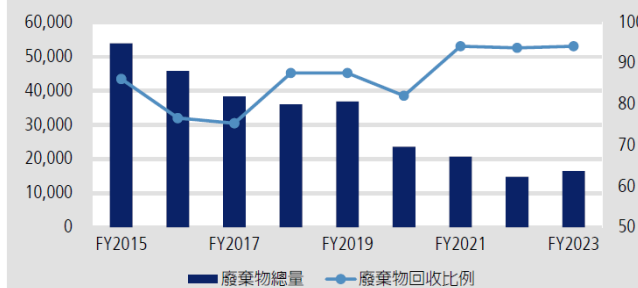
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：廢棄物總量

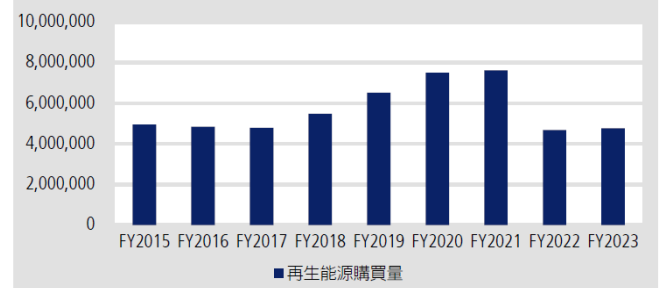
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：再生能源使用

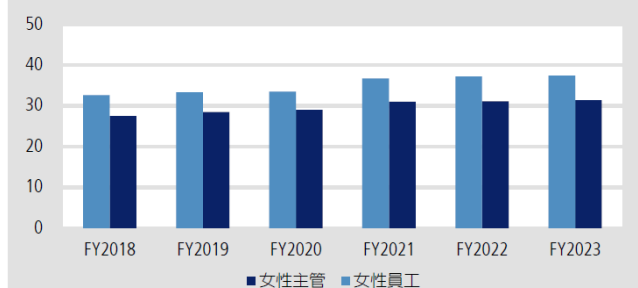
再生能源使用，十億焦耳



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：性別多樣性

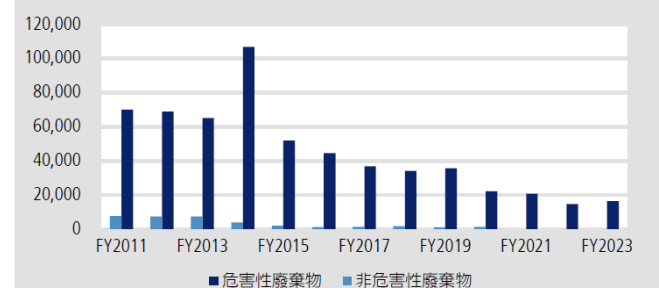
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：危害性及非危害性廢棄物

危害性及非危害性廢棄物，噸



資料來源：Refinitiv、公司資料

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份、發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯繫人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯繫人。凱基集團成員公司、其聯繫人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。