



## 緯創

(3231.TW/3231 TT)



## 增加持股 · 維持

收盤價 January 18 (NT\$)	97.70
12 個月目標價 (NT\$)	140.0
前次目標價 (NT\$)	137.0
調升 (%)	2.2
上漲空間 (%)	43.3

## 焦點內容

- 4Q23 自結 EPS 1.18 元、2023 年 4.08 元 (年增 2%)，略低於預期，但獲利率優於預期。
- 2024 年伺服器業務將帶動營收、獲利成長，貢獻比重各為 46%、67%。
- 2024 年獲利率因產品組合優化而提升，將推升 EPS。

## 交易資料表

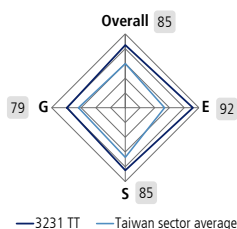
市值：(NT\$bn/US\$mn)	283.3 / 8,980
流通在外股數 (百萬股)：	2,900
外資持有股數 (百萬股)：	811
3M 平均成交量 (百萬股)：	59.52
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	31.20 - 158.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	7.4	-26.6	223.5
相對表現 (%)	2.6	-26.6	208.1

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	(0.31)A	1.53A	1.33A	1.46A
2023	0.06A	1.16A	1.67A	1.18F
2024	1.06F	1.10F	1.84F	2.04F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基



請將您珍貴的一票投給凱基！

## 凱基投顧

向子慧  
886.2.2181.8726  
angelah@kgi.com

余昀澄  
886.2.2181.8013  
alex.a.yu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 4Q23 獲利率優於預期，2024 年維持升勢並挹注每股盈餘

## 重要訊息

4Q23 自結 EPS 1.18 元 (季減 29%、年減 19%)、2023 年 4.08 元 (年增 2%)，略低於凱基預估，但獲利率優於預期。

## 評論及分析

**業外利益較低使 4Q23 EPS 略低於預期，但獲利率強勁。**4Q23 EPS 1.18 元，低於凱基預估 6%，主因業外利益較低。然而 4Q23 毛利率 9.3%、營利率 4.5% 皆大幅優於凱基預期，係因產品組合優化與部份一次性貢獻。4Q23 伺服器營收比重由 3Q23 之 33% 提升至 34-35%，為毛利率成長主因。我們認為伺服器營收比重擴張動能來自 (1) GPU 基板營收季增 30-40%；(2) 緯穎 (6669 TT, NT\$1,880, 增加持股) 營收成長。上述業務毛利率較高且季增，推升伺服器整體毛利率。再加上認列一次性與 iPhone 相關補貼有利毛利率，與營收擴張、營業費用穩定，推升 4Q23 營利率創歷史新高至 4.5%，較 3Q23 的 3.1% 大幅攀升。2023 年 EPS 4.08 元，略低於凱基預估 2%，毛利率、營利率達 7.9%、3.2%，分別自 2022 年 7.1%、2.8% 年增。儘管營收年減 12%，但 EPS 仍年增 2%。

**1Q24 起步穩健，伺服器營收穩定；維持 2024 年伺服器正向展望。**伺服器仍為緯創 2024 年成長主要動能，我們預估伺服器營收將年增 46% (2023 年約 8,670 億元)，其中 2024 年緯穎營收年增逾 40% 至 3,430 億元，而緯創 AI 伺服器基板營收將年增至 610 億元 (2023 年 240 億元)，為主要成長動能，主因 Nvidia (美)、AMD (美) 與 Tesla (美) 對 AI GPU 需求成長，而緯創為 H100/H200/B100/MI300/Dojo 的主要基板與 HPC 供應商，出貨量可望自 2023 年不到 20 萬片增加至 50 萬片以上，為滿足成長需求，公司持續擴充新竹廠產能。再加上企業伺服器營收 (主要來自 Cisco (美)) 穩定，2024 年伺服器營收比重將由 2023 年的約 35% 年增至 46%，營業利益貢獻將由 50-55% 擴大至 60% 以上。短期就 1Q24 而言，雖筆電出貨量季減約 15%，顯示器與桌機出貨量亦季減，但因緯穎營收強勁，預期 1Q24 整體營收僅季減約 8%，優於凱基原估。儘管 1Q24 毛利率與營利率季減，但因產品組合較有利，將優於我們原估。因此上修 1Q24 獲利預估，但維持 2024 年 EPS 預估 6.03 元，反映營收、毛利率上修被營業費用上調而抵銷。預期伺服器成長、出售 iPhone 業務 (損失營收 400 億元) 將有助獲利率提升。隨伺服器、交換器與電動車訂單增加，2025 年產品組合將更優化，我們上修 2025 年 EPS 至 7.93 元。

## 投資建議

目標價由 137 元調升至 140 元 (20 倍 2024-25 年 EPS 預估平均)。基於獲利率改善且評價更具吸引力，維持「增加持股」評等。

## 投資風險

需求不如預期、AI 伺服器利潤率競爭。

## 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	862,083	984,619	867,074	967,007	1,118,825
營業毛利 (NT\$百萬)	51,135	69,729	68,913	81,457	94,698
營業利益 (NT\$百萬)	16,375	27,472	27,333	36,750	46,659
稅後淨利 (NT\$百萬)	10,468	11,162	11,470	16,987	22,339
每股盈餘 (NT\$)	3.76	4.01	4.08	6.03	7.93
每股現金股利 (NT\$)	2.20	2.60	2.57	3.81	5.39
每股盈餘成長率 (%)	21.3	6.6	1.7	47.9	31.5
本益比 (x)	26.0	24.4	23.9	16.2	12.3
股價淨值比 (x)	3.6	2.9	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA (x)	14.6	9.3	8.8	6.9	5.6
淨負債比率 (%)	113.1	62.2	27.4	14.0	4.1
殖利率 (%)	2.3	2.7	2.6	3.9	5.5
股東權益報酬率 (%)	14.0	12.8	11.3	14.9	17.5

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 1：4Q23 自結數與 1Q24 財測修正 vs. 市場共識

百萬元	4Q23							1Q24F						
	自結數	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	230,556	228,977	0.7	6.2	(12.6)	233,684	(1.3)	212,112	201,500	5.3	(8.0)	0.1	204,855	3.5
毛利	21,342	18,318	16.5	25.2	(5.9)	18,230	17.1	17,605	15,717	12.0	(17.5)	18.5	16,309	8.0
營業利益	10,478	7,442	40.8	54.2	(2.0)	7,495	39.8	7,000	6,045	15.8	(33.2)	48.2	6,331	10.6
稅前淨利	7,121	6,433	10.7	(15.2)	(13.2)	6,955	2.4	6,622	5,600	18.3	(7.0)	152.1	5,616	17.9
稅後淨利	3,335	3,564	(6.4)	(29.1)	(18.2)	3,615	(7.7)	2,979	2,814	5.8	(10.7)	1,614.2	2,776	7.3
每股盈餘 (元)	1.18	1.27	(6.4)	(29.1)	(19.1)	1.25	(4.9)	1.06	1.00	5.8	(10.7)	1,633.5	1.02	3.7
毛利率 (%)	9.3	8.0	1.3 ppts	1.4 ppts	0.7 ppts	7.8	1.5 ppts	8.3	7.8	0.5 ppts	(1.0)ppts	1.3 ppts	8.0	0.3 ppts
營業利益率 (%)	4.5	3.3	1.3 ppts	1.4 ppts	0.5 ppts	3.2	1.3 ppts	3.3	3.0	0.3 ppts	(1.2)ppts	1.1 ppts	3.1	0.2 ppts
淨利率 (%)	1.4	1.6	(0.1)ppts	(0.7)ppts	(0.1)ppts	1.5	(0.1)ppts	1.4	1.4	0.0 ppts	(0.0)ppts	1.3 ppts	1.4	0.0 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2023 年自結數與 2024-25 年財測修正 vs. 市場共識

百萬元	2023						2024F						2025F					
	自結數	凱基預估	差異 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	867,074	865,495	0.2	(11.9)	870,551	(0.4)	967,007	944,194	2.4	11.5	997,841	(3.1)	1,118,825	1,071,875	4.4	15.7	1,142,393	(2.1)
毛利	68,913	65,889	4.6	(1.2)	65,909	4.6	81,457	77,758	4.8	18.2	80,376	1.3	94,698	90,235	4.9	16.3	89,975	5.2
營業利益	27,333	24,297	12.5	(0.5)	24,589	11.2	36,750	36,568	0.5	34.5	37,430	(1.8)	46,659	45,269	3.1	27.0	46,434	0.5
稅前淨利	24,319	23,631	2.9	(1.6)	24,464	(0.6)	35,238	34,787	1.3	44.9	36,243	(2.8)	45,122	43,604	3.5	28.0	45,874	(1.6)
稅後淨利	11,470	11,699	(2.0)	2.8	11,964	(4.1)	16,987	16,973	0.1	48.1	18,392	(7.6)	22,339	21,622	3.3	31.5	23,393	(4.5)
每股盈餘 (元)	4.08	4.15	(1.8)	1.7	4.14	(1.5)	6.03	6.03	0.1	47.9	6.44	(6.3)	7.93	7.68	3.3	31.5	8.24	(3.7)
毛利率 (%)	7.9	7.6	0.3 ppts	0.9 ppts	7.6	0.4 ppts	8.4	8.2	0.2 ppts	0.5 ppts	8.1	0.4 ppts	8.5	8.4	0.0 ppts	0.0 ppts	7.9	0.6 ppts
營業率 (%)	3.2	2.8	0.3 ppts	0.4 ppts	2.8	0.3 ppts	3.8	3.9	(0.1)ppts	0.6 ppts	3.8	0.0 ppts	4.2	4.2	(0.1)ppts	0.4 ppts	4.1	0.1 ppts
淨利率 (%)	1.3	1.4	(0.0)ppts	0.2 ppts	1.4	(0.1)ppts	1.8	1.8	(0.0)ppts	0.4 ppts	1.8	(0.1)ppts	2.0	2.0	(0.0)ppts	0.2 ppts	2.0	(0.1)ppts

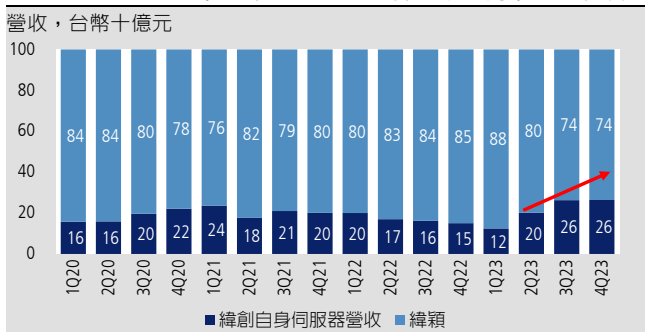
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：伺服器產品營收比重持續提高

營收(台幣十億元)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F
筆電	244.0	262.1	370.3	333.4	319.9	346.8	69.2	80.4	97.0	123.8	83.8	87.9	82.5	79.2	63.6	77.4	89.0	89.9
桌機	84.4	50.1	43.1	46.6	47.8	52.2	8.9	10.0	11.0	13.2	11.3	12.2	12.5	10.6	8.5	12.4	13.0	13.8
伺服器	202.1	229.8	242.1	351.7	306.5	441.6	51.4	62.3	57.3	71.1	63.4	90.4	95.0	102.9	84.8	70.5	71.6	79.5
顯示器	44.2	44.2	64.6	78.1	48.6	37.6	12.4	16.1	17.6	18.4	20.4	24.4	17.5	15.8	10.6	12.7	11.5	13.8
服務與其他	136.3	107.6	70.3	83.7	70.0	70.1	16.0	16.1	19.8	18.4	20.4	17.1	22.5	23.7	19.1	15.8	16.7	18.4
智慧裝置	167.1	151.2	71.7	86.1	74.3	18.8	19.5	16.1	17.6	18.4	27.2	9.8	17.5	31.7	25.4	18.7	15.2	15.0
合計	878.3	845.0	862.1	984.6	867.1	967.0	177.4	200.9	220.4	263.5	226.4	244.2	250.1	263.9	212.0	207.5	217.0	230.6
營收比重 (%)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F
筆電	27.8	31.0	43.0	33.9	36.9	35.9	39.0	40.0	44.0	47.0	37.0	36.0	33.0	30.0	30.0	37.3	41.0	39.0
桌機	9.6	5.9	5.0	4.7	5.5	5.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.0	4.0	6.0	6.0	6.0
伺服器	23.0	27.2	28.1	35.7	35.3	45.7	29.0	31.0	26.0	27.0	28.0	37.0	38.0	39.0	40.0	34.0	33.0	34.5
顯示器	5.0	5.2	7.5	7.9	5.6	3.9	7.0	8.0	8.0	7.0	9.0	10.0	7.0	6.0	5.0	6.1	5.3	6.0
服務與其他	15.5	12.7	8.2	8.5	8.1	7.2	9.0	8.0	9.0	7.0	9.0	7.0	9.0	9.0	9.0	7.6	7.7	8.0
智慧裝置	19.0	17.9	8.3	8.7	8.6	1.9	11.0	8.0	8.0	7.0	12.0	4.0	7.0	12.0	12.0	9.0	7.0	6.5

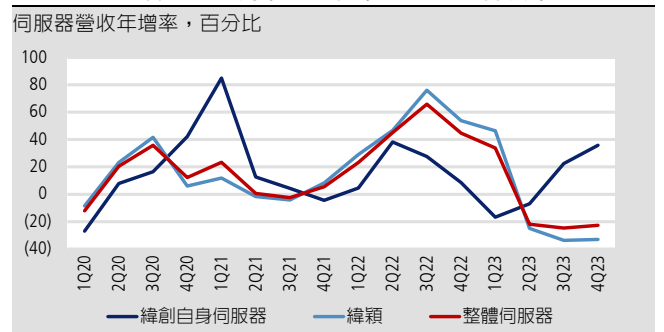
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4：受惠 GPU 基板營收成長強勁，緯創本身伺服器營收擴張



資料來源：公司資料；凱基預估

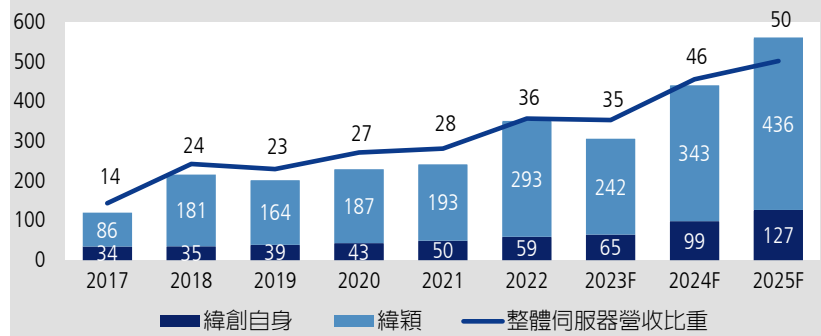
圖 5：4Q23 緯創自身伺服器營收年增 36%，緯創年減 33%



資料來源：公司資料；凱基預估

**圖 6：2024-25 年伺服器營收比重將上揚至 46% 及 50%**

伺服器營收，台幣十億元 (左軸)；整體伺服器營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

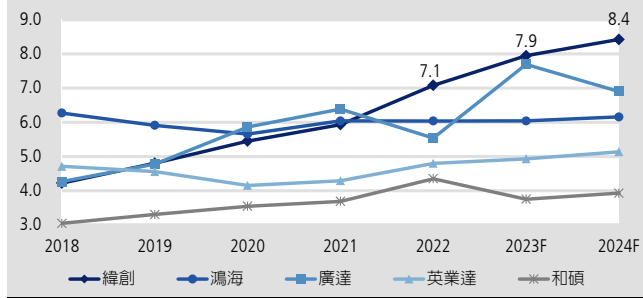
**圖 7：AI GPU 基板佔公司整體獲利比重預估由 2023 年之 17% 提升至 2024 年之 29%**

營收(台幣十億元)	2022	2023F	2024F	2025F
AI GPU基板	15	24	61	85
企業用伺服器	44	37	38	41
緯穎	293	242	343	436
整體伺服器	352	303	442	562
整體營收	985	867	967	1,119
營收比重(%)				
AI GPU基板	1.5	2.7	6.3	7.6
企業用伺服器	4.5	4.3	3.9	3.7
緯穎	29.7	27.9	35.5	38.9
整體伺服器	35.7	34.9	45.7	50.3
營收年增率(%)				
AI GPU基板		56.9	159.0	40.0
企業用伺服器		(15.0)	1.0	10.0
緯穎		(17.4)	41.8	27.0
整體伺服器		(13.9)	45.9	27.3
營業利益率(%)				
AI GPU基板	18.0	18.0	18.0	15.0
企業用伺服器	10.0	10.0	10.0	10.0
緯穎	6.1	6.6	6.7	6.5
整體伺服器	7.1	7.9	8.6	8.0
營業利益(台幣十億元)				
AI GPU基板	2.7	4.2	11.0	12.8
企業用伺服器	4.4	3.7	3.8	4.1
緯穎	17.9	15.9	23.1	28.2
整體伺服器	24.9	23.8	37.9	45.2
佔整體伺服器營業利益比重(%)				
AI GPU基板	10.8	17.8	29.0	28.4
企業用伺服器	17.6	15.6	9.9	9.2
緯穎	71.6	66.6	61.1	62.5
整體伺服器	100.0	100.0	100.0	100.0
佔公司整體營業利益比重(%)				
AI GPU基板	9.8	15.5	29.9	27.4
企業用伺服器	16.0	13.6	10.2	8.9
緯穎 (持股43.1%)	28.0	25.0	27.1	26.1
整體伺服器	53.8	54.2	67.2	62.4

資料來源：公司資料；凱基預估

**圖 8：緯創毛利率優於同業**

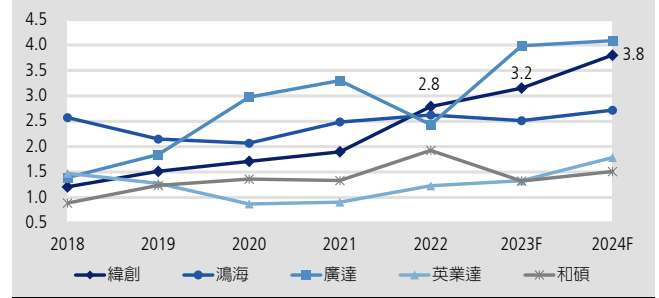
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

**圖 9：受惠產品組合改善，緯創 2023-24 年營利率持續增長**

營業利益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

**圖 10：同業評價比較**

公司	代碼	市值(美金百萬元)	股價(當地貨幣)	評等	目標價(元)	每股盈餘(當地貨幣)			每股盈餘年增率(%)			PE (x)			PB (x)			ROE (%)			現金殖利率(%)	
						2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F
英業達	2356 TT	5,596	49.3	增加持股	53.0	1.57	2.42	2.93	(8.1)	54.3	20.9	31.4	20.3	16.8	2.9	2.8	2.7	9.4	14.1	16.5	2.5	3.9
廣達	2382 TT	27,100	221.5	增加持股	310.0	7.51	13.43	17.52	34.8	32.6	30.4	21.9	16.5	12.6	4.8	4.6	4.3	22.6	28.4	34.8	3.7	4.8
和碩	4938 TT	6,810	80.7	持有	84.0	8.51	7.00	8.16	8.4	14.1	16.5	13.2	11.5	9.9	1.1	1.1	1.1	8.8	9.8	11.0	4.9	5.6
緯創	3231 TT	8,974	97.7	增加持股	140.0	4.08	6.03	7.93	1.7	47.9	31.5	23.9	16.2	12.3	2.6	2.4	2.1	11.3	14.9	17.5	2.6	3.9
緯穎	6669 TT	10,411	1,880.0	增加持股	2,280.0	68.88	102.53	125.45	(15.0)	48.8	22.3	27.3	18.3	15.0	6.8	5.5	4.4	27.7	33.1	32.7	2.0	3.0
鴻海精密	2317 TT	43,867	99.9	增加持股	126.0	8.55	10.40	12.92	(16.2)	21.6	24.3	11.7	9.6	7.7	0.9	0.9	0.8	8.0	9.3	11.1	4.4	5.4
仁寶電腦*	2324 TT	4,858	34.80	未評等	N.A.	1.89	2.48	2.83	5.5	30.9	14.0	18.4	14.0	12.3	1.2	1.2	1.1	6.9	8.9	9.6	3.9	5.1

標\*號表示為 Bloomberg 市場預估

資料來源：Bloomberg；凱基預估

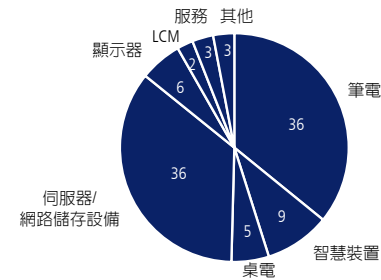
**圖 11：公司概況**

從宏碁(2353 TT, NT\$45, 未評等)分割出來的緯創專營電子硬體之設計/製造/服務(DMS)業者，產品研發聚焦資通訊(ICT)領域，筆電、桌電、伺服器、儲存裝置、工業自動化(IA)、網通與通訊產品都包含在內。緯創在台筆電代工排名第三大，僅次於廣達(2382 TT, NT\$221.5, 增加持股)與仁寶(2324 TT, NT\$34.8, 未評等)，2022 年筆電出貨量為 2,120 萬台，全球市佔率為 10%。緯創在台灣筆電代工廠同業中的業務分化程度最高。

資料來源：凱基

**圖 12：緯創業務分化甚廣**

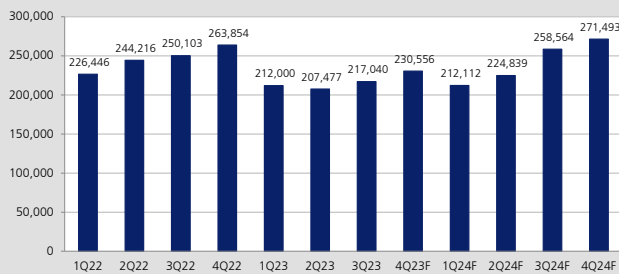
1-3Q23 營收組成，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 13：季營業收入**

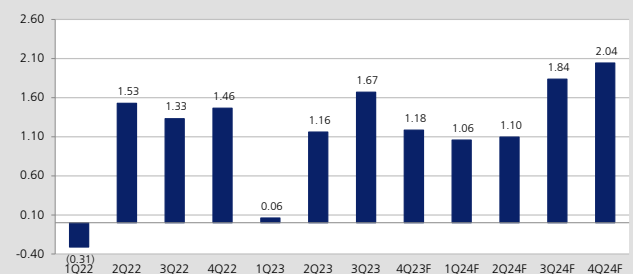
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 14：每股盈利**

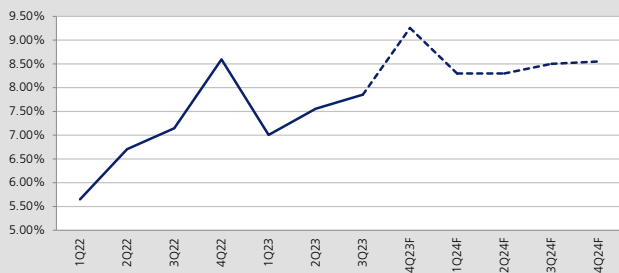
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 15：毛利率**

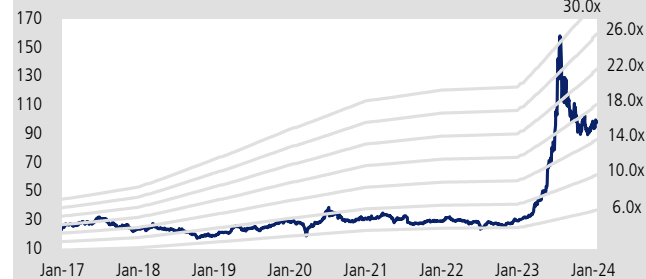
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 16：未來一年預估本益比區間**

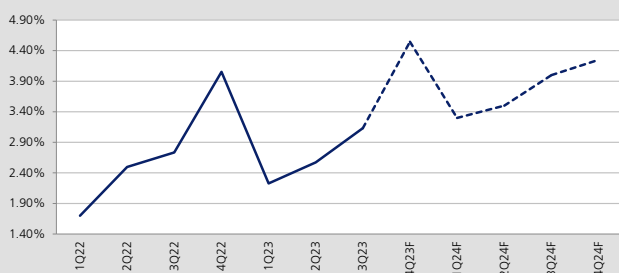
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

**圖 17：營業利潤率**

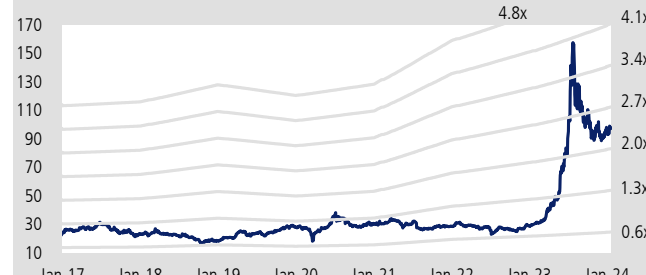
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 18：未來一年預估股價淨值比區間**

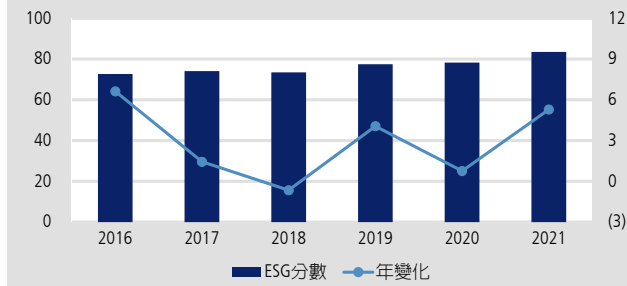
股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

**圖 19：ESG 整體分數**

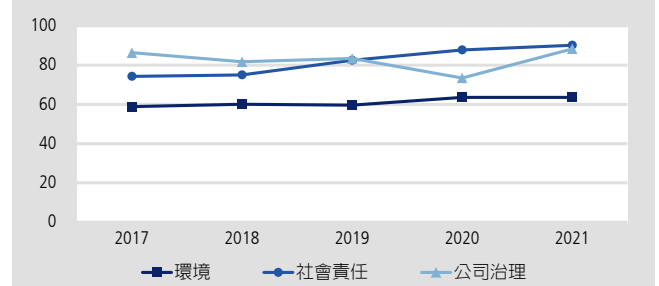
ESG 整體分數 (左軸)：年增幅度，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 20：ESG 各項分數**

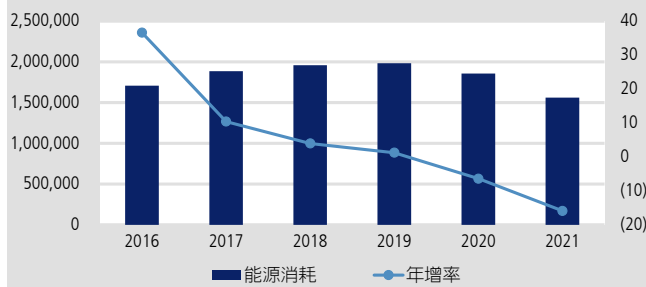
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 21：能源消耗**

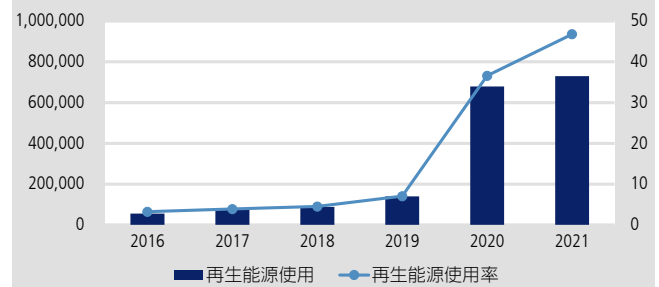
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 22：再生能源使用**

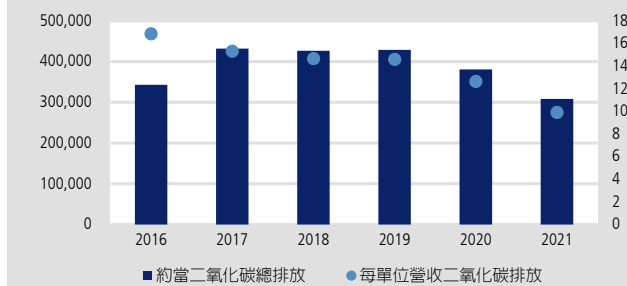
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)：再生能源使用率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 23：碳排量**

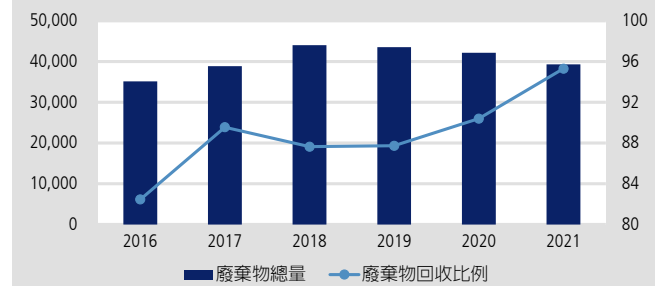
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 24：廢棄物總量**

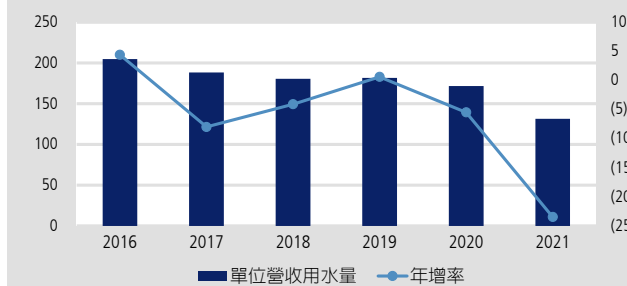
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 25：耗水量**

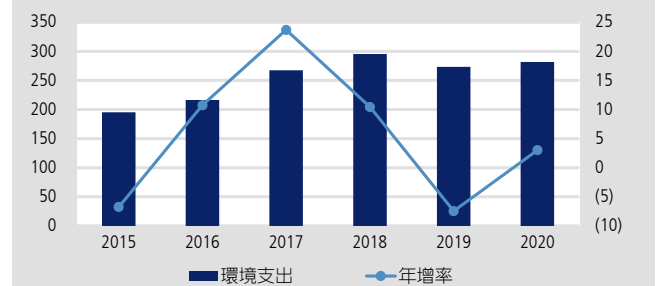
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 26：環境支出**

環境支出，百萬元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基



## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	212,000	207,477	217,040	230,556	212,112	224,839	258,564	271,493	867,074	967,007	1,118,825
營業成本	(197,149)	(191,800)	(199,998)	(209,214)	(194,507)	(206,177)	(236,586)	(248,280)	(798,160)	(885,550)	(1,024,128)
營業毛利	14,852	15,677	17,042	21,342	17,605	18,662	21,978	23,213	68,913	81,457	94,698
營業費用	(10,128)	(10,342)	(10,246)	(10,864)	(10,606)	(10,792)	(11,635)	(11,674)	(41,580)	(44,707)	(48,039)
營業利益	4,723	5,335	6,796	10,478	7,000	7,869	10,343	11,538	27,333	36,750	46,659
折舊	(2,888)	(2,971)	(3,041)	(2,683)	(3,437)	(3,437)	(3,437)	(3,437)	(11,583)	(13,747)	(15,680)
攤提	(134)	(109)	(109)	(161)	(128)	(128)	(128)	(128)	(513)	(513)	(513)
EBITDA	7,745	8,416	9,946	13,322	10,565	11,434	13,908	15,103	39,430	51,010	62,852
利息收入	628	637	666	721	664	664	664	664	2,652	2,657	2,478
投資利益淨額	74	230	159	87	125	125	125	125	550	500	400
其他營業外收入	85	2,179	2,961	575	1,200	1,200	1,200	1,200	5,800	4,800	3,700
總營業外收入	786	3,046	3,786	1,383	1,989	1,989	1,989	1,989	9,002	7,957	6,578
利息費用	(2,293)	(2,205)	(2,188)	(2,149)	(1,867)	(1,867)	(1,867)	(1,867)	(8,834)	(7,468)	(6,115)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(590)	-	-	(2,591)	(500)	(500)	(500)	(500)	(3,182)	(2,000)	(2,000)
總營業外費用	(2,883)	(2,205)	(2,188)	(4,740)	(2,367)	(2,367)	(2,367)	(2,367)	(12,016)	(9,468)	(8,115)
稅前純益	2,627	6,177	8,394	7,121	6,622	7,491	9,965	11,161	24,319	35,238	45,122
所得稅費用[利益]	(607)	(1,441)	(2,201)	(1,807)	(1,589)	(1,798)	(2,392)	(2,326)	(6,055)	(8,105)	(10,378)
少數股東損益	(1,846)	(1,478)	(1,491)	(1,979)	(2,054)	(2,608)	(2,404)	(3,080)	(6,794)	(10,147)	(12,405)
非常項目稅後純益	174	3,258	4,702	3,335	2,979	3,085	5,169	5,754	11,470	16,987	22,339
非常項目	(0)	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	174	3,258	4,702	3,335	2,979	3,085	5,169	5,754	11,470	16,987	22,339
每股盈餘 (NT\$)	0.06	1.16	1.67	1.18	1.06	1.10	1.84	2.04	4.08	6.03	7.93
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	7.0	7.6	7.9	9.3	8.3	8.3	8.5	8.6	7.9	8.4	8.5
營業利益率	2.2	2.6	3.1	4.5	3.3	3.5	4.0	4.3	3.2	3.8	4.2
EBITDA Margin	3.7	4.1	4.6	5.8	5.0	5.1	5.4	5.6	4.5	5.3	5.6
稅前純益率	1.2	3.0	3.9	3.1	3.1	3.3	3.9	4.1	2.8	3.6	4.0
稅後純益率	0.1	1.6	2.2	1.4	1.4	1.4	2.0	2.1	1.3	1.8	2.0
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(19.7)	(2.1)	4.6	6.2	(8.0)	6.0	15.0	5.0			
營業毛利	(34.5)	5.6	8.7	25.2	(17.5)	6.0	17.8	5.6			
營業收益增長	(55.8)	13.0	27.4	54.2	(33.2)	12.4	31.4	11.6			
EBITDA	(43.9)	8.7	18.2	33.9	(20.7)	8.2	21.6	8.6			
稅前純益	(68.0)	135.2	35.9	(15.2)	(7.0)	13.1	33.0	12.0			
稅後純益	(95.7)	1775.2	44.3	(29.1)	(10.7)	3.6	67.6	11.3			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	(6.4)	(15.0)	(13.2)	(12.6)	0.1	8.4	19.1	17.8	(11.9)	11.5	15.7
營業毛利	16.1	(4.3)	(4.7)	(5.9)	18.5	19.0	29.0	8.8	(1.2)	18.2	16.3
營業收益	22.8	(12.5)	(0.6)	(2.0)	48.2	47.5	52.2	10.1	(0.5)	34.5	27.0
EBITDA	20.1	(5.5)	1.5	(3.5)	36.4	35.9	39.8	13.4	1.2	29.4	23.2
稅前純益	462.2	(23.8)	5.8	(13.2)	152.1	21.3	18.7	56.7	(1.6)	44.9	28.0
稅後純益		(23.3)	27.2	(18.2)	1614.2	(5.3)	9.9	72.5	2.8	48.1	31.5

資料來源：公司資料；凱基預估



## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>497,298</b>	<b>432,908</b>	<b>450,354</b>	<b>470,803</b>	<b>505,065</b>
<b>流動資產</b>	<b>421,787</b>	<b>342,986</b>	<b>359,371</b>	<b>382,072</b>	<b>421,821</b>
現金及短期投資	83,644	75,023	91,042	85,581	79,649
存貨	161,378	156,889	126,831	140,333	162,738
應收帳款及票據	161,166	100,230	130,655	145,315	168,590
其他流動資產	15,599	10,843	10,843	10,843	10,843
<b>非流動資產</b>	<b>75,511</b>	<b>89,922</b>	<b>90,983</b>	<b>88,730</b>	<b>83,244</b>
長期投資	14,306	15,256	15,399	15,894	16,088
固定資產	42,210	51,515	52,432	49,685	44,005
什項資產	18,996	23,151	23,151	23,151	23,151
<b>負債總額</b>	<b>404,813</b>	<b>314,255</b>	<b>314,127</b>	<b>311,053</b>	<b>318,046</b>
<b>流動負債</b>	<b>365,583</b>	<b>286,725</b>	<b>285,264</b>	<b>279,996</b>	<b>285,079</b>
應付帳款及票據	168,305	108,802	129,018	142,753	165,544
短期借款	142,118	119,807	98,076	75,486	53,183
什項負債	55,161	58,116	58,171	61,757	66,352
<b>長期負債</b>	<b>39,230</b>	<b>27,530</b>	<b>28,863</b>	<b>31,057</b>	<b>32,967</b>
長期借款	32,674	20,389	21,620	23,709	25,513
其他負債及準備	4,565	4,079	4,181	4,285	4,392
<b>股東權益總額</b>	<b>92,485</b>	<b>118,653</b>	<b>136,227</b>	<b>159,750</b>	<b>187,018</b>
普通股本	29,033	29,016	29,016	29,016	29,016
保留盈餘	-	-	4,014	9,960	16,661
少數股東權益	14,568	22,270	29,065	39,211	51,616
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	2.0%	14.2%	(11.9%)	11.5%	15.7%
營業收益增長	13.2%	67.8%	(0.5%)	34.5%	27.0%
EBITDA	4.4%	52.1%	1.2%	29.4%	23.2%
稅後純益	20.6%	6.6%	2.8%	48.1%	31.5%
每股盈餘成長率	21.3%	6.6%	1.7%	47.9%	31.5%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	5.9%	7.1%	7.9%	8.4%	8.5%
營業利益率	1.9%	2.8%	3.2%	3.8%	4.2%
EBITDA Margin	3.0%	4.0%	4.5%	5.3%	5.6%
稅後純益率	1.2%	1.1%	1.3%	1.8%	2.0%
平均資產報酬率	2.3%	2.4%	2.6%	3.7%	4.6%
股東權益報酬率	14.0%	12.8%	11.3%	14.9%	17.5%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	189.0%	118.2%	87.9%	62.1%	42.1%
淨負債比率	113.1%	62.2%	27.4%	14.0%	4.1%
利息保障倍數 (x)	11.2	5.1	3.8	5.7	8.4
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	(11.5)	8.9	4.9	2.2	2.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.1)	0.4	0.4	0.2	0.3
流動比率 (x)	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
速動比率 (x)	0.7	0.6	0.8	0.9	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	104,637	73,858	37,339	22,300	7,732
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	3.76	4.01	4.08	6.03	7.93
每股現金盈餘 (NT\$)	(7.74)	19.20	15.25	5.80	5.41
每股淨值 (NT\$)	26.84	33.22	36.93	41.54	46.66
調整後每股淨值 (NT\$)	27.99	34.62	38.12	42.81	48.09
每股營收 (NT\$)	309.65	353.71	308.44	343.42	397.34
EBITDA/Share (NT\$)	9.20	13.99	14.03	18.12	22.32
每股現金股利 (NT\$)	2.20	2.60	2.57	3.81	5.39
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.86	2.12	1.96	2.10	2.29
應收帳款周轉天數	68.2	37.2	55.0	55.0	55.0
存貨周轉天數	72.6	62.6	58.0	58.0	58.0
應付帳款周轉天數	75.8	43.4	59.0	59.0	59.0
現金轉換周轉天數	65.1	56.3	54.0	54.0	54.0

資料來源：公司資料；凱基預估

## 損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>862,083</b>	<b>984,619</b>	<b>867,074</b>	<b>967,007</b>	<b>1,118,825</b>
營業成本	(810,948)	(914,890)	(798,160)	(885,550)	(1,024,128)
<b>營業毛利</b>	<b>51,135</b>	<b>69,729</b>	<b>68,913</b>	<b>81,457</b>	<b>94,698</b>
營業費用	(34,760)	(42,257)	(41,580)	(44,707)	(48,039)
<b>營業利益</b>	<b>16,375</b>	<b>27,472</b>	<b>27,333</b>	<b>36,750</b>	<b>46,659</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>9,627</b>	<b>8,152</b>	<b>9,002</b>	<b>7,957</b>	<b>6,578</b>
利息收入	1,307	1,990	2,652	2,657	2,478
投資利益淨額	172	816	550	500	400
其他營業外收入	8,148	5,346	5,800	4,800	3,700
<b>總營業外費用</b>	<b>(6,767)</b>	<b>(10,913)</b>	<b>(12,016)</b>	<b>(9,468)</b>	<b>(8,115)</b>
利息費用	(1,880)	(5,988)	(8,834)	(7,468)	(6,115)
投資損失	(77)	-	-	-	-
其他營業外費用	(4,810)	(4,925)	(3,182)	(2,000)	(2,000)
<b>稅前純益</b>	<b>19,234</b>	<b>24,711</b>	<b>24,319</b>	<b>35,238</b>	<b>45,122</b>
所得稅費用[利益]	(4,506)	(5,693)	(6,055)	(8,105)	(10,378)
少數股東損益	(4,260)	(7,855)	(6,794)	(10,147)	(12,405)
非常項目	-	(0)	-	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>10,468</b>	<b>11,162</b>	<b>11,470</b>	<b>16,987</b>	<b>22,339</b>
EBITDA	25,600	38,947	39,430	51,010	62,852
每股盈餘 (NT\$)	3.76	4.01	4.08	6.03	7.93

## 現金流量

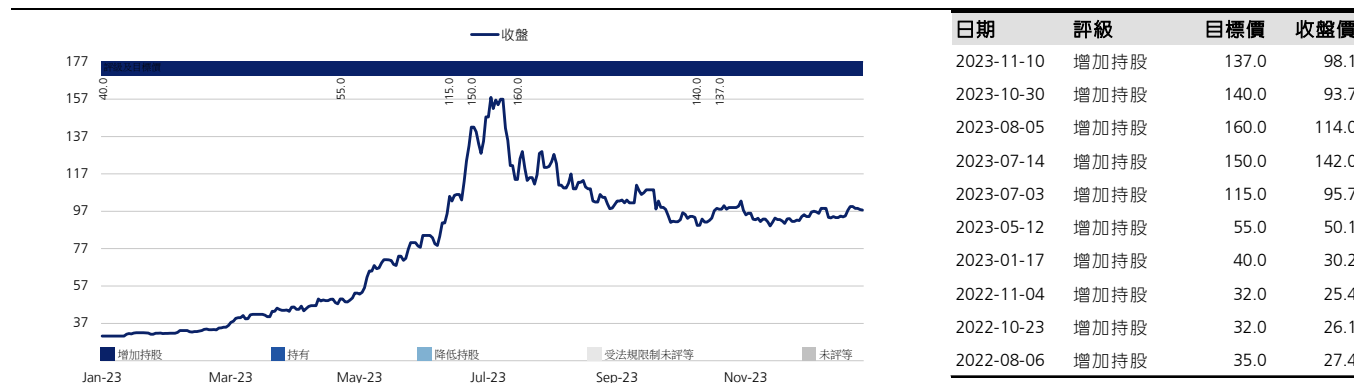
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>(21,536)</b>	<b>53,440</b>	<b>42,865</b>	<b>16,319</b>	<b>15,244</b>
本期純益	10,468	11,162	11,470	16,987	22,339
折舊及攤提	9,225	11,475	12,096	14,260	16,193
本期運用資金變動	(47,880)	15,137	19,849	(14,428)	(22,888)
其他營業資產及負債變動	6,651	15,666	(550)	(500)	(400)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(16,597)</b>	<b>(16,739)</b>	<b>(12,607)</b>	<b>(11,508)</b>	<b>(10,307)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(1,783)	352	-	-	-
本期長期投資變動	1,208	(395)	406	6	206
資本支出淨額	(14,556)	(13,609)	(12,500)	(11,000)	(10,000)
其他資產變動	(1,466)	(3,087)	(513)	(513)	(513)
<b>自由現金流</b>	<b>(41,032)</b>	<b>33,685</b>	<b>39,459</b>	<b>16,617</b>	<b>18,719</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>44,593</b>	<b>(48,366)</b>	<b>(14,239)</b>	<b>(10,273)</b>	<b>(10,868)</b>
短期借款變動	41,537	(37,371)	(23,000)	(23,000)	(23,000)
長期借款變動	9,149	(10,176)	2,500	2,500	2,500
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(6,258)	(6,257)	(7,401)	(7,455)	(11,042)
其他融資現金流	165	5,325	13,662	17,682	20,674
<b>匯率影響數</b>	<b>(2,509)</b>	<b>7,849</b>	-	-	-
<b>本期產生現金流量</b>	<b>3,950</b>	<b>(3,817)</b>	<b>16,019</b>	<b>(5,461)</b>	<b>(5,932)</b>

## 投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	4.0%	4.3%	4.8%	4.6%	4.3%
<b>= 營業利益率</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.2%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>5.4</b>	<b>6.3</b>	<b>6.3</b>	<b>6.6</b>	<b>7.0</b>
營業利益率	1.9%	2.8%	3.2%	3.8%	4.2%
x 資本周轉率	5.4	6.3	6.3	6.6	7.0
x (1 - 有效現金稅率)	76.6%	77.0%	75.1%	77.0%	77.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>7.8%</b>	<b>13.4%</b>	<b>14.8%</b>	<b>19.3%</b>	<b>22.6%</b>

資料來源：公司資料；凱基預估

## 緯創 – 以往評級及目標價



資料來源：TEJ，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888・傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888・傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888・傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188・傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。