

研究員：蔡沛鏐 michael.tsai@cim.capital.com.tw

前日收盤價 2,185.00 元

目標價

3 個月 2,600.00 元

12 個月 2,600.00 元

## 緯穎(6669 TT)

Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

01/22/2024	到達目標價	2,185.0
11/08/2023	Trading Buy	1,770.0
08/09/2023	Trading Buy	1,755.0
06/29/2023	到達目標價	1,295.0
05/10/2023	Trading Buy	1,115.0

### 公司基本資訊

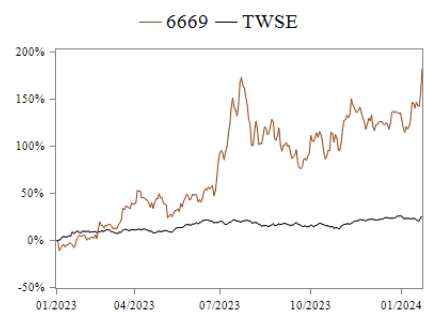
目前股本(百萬元)	1,748
市值(億元)	3,819
目前每股淨值(元)	231.01
外資持股比(%)	30.07
投信持股比(%)	5.67
董監持股比(%)	39.54
融資餘額(張)	2,559
現金股息配發率(F)(%)	60.01

### 產品組合



資料中心產品:100.00%

### 股價相對大盤走勢



### 4Q23 營運表現優預期，2024 年營運可望大成長。

**投資建議：**因緯穎 2024 與 2025 年營運皆可望向上成長，又上修緯穎 2024 年與 2025 年之財務預估，因此給予緯穎 Buy 的投資建議，目標價 2,600 元。

**4Q23 毛利率與獲利表現優於預期：**緯穎自結 4Q23 財務數字為營收 585.50 億元，QoQ+10.85%，YoY-33.04%，毛利率 11.03%，QoQ+1.46ppts，YoY+2.62ppts，營業毛利 64.60 億元，QoQ+10.85%，YoY-33.04%，營業利益率 7.93%，QoQ+1.77ppts，YoY+1.68ppts，營業利益 46.46 億元，QoQ+42.87%，YoY-15.05%，稅後淨利 35.15 億元，QoQ+34.41%，YoY-11.03%，EPS 20.11 元。緯穎 4Q23 毛利率與獲利表現優於預期，主要是因為毛利率表現優於預期，而緯穎 4Q23 毛利率有季增、年增的表現，推估可能為(1)NRE 收入認列較多與(2)零組件價格較低(比如記憶體等)所貢獻所致。

**1Q24 營收有望為季增表現：**展望 1Q24，隨伺服器市場庫存調整結束、伺服器需求回溫，群益預估緯穎 1Q24 營收有望為季增表現，主要受惠於 4Q23 專案放量與 1Q24 新專案啟動，並預估緯穎 1Q24 營收 652.83 億元，QoQ+11.50%，YoY-12.05%，毛利率 11.03%，營業利益率 7.53%，稅後淨利 38.54 億元，QoQ+9.65%，YoY+16.85%，EPS 22.05 元。

**上修 2024 年與 2025 年財務預估：**展望 2024 年，因 4Q23 專案放量與 1Q24 新專案啟動，因此上修預估緯穎 2024 年財務預估為營收 3,384.93 億元，YoY+39.93%，毛利率 9.10%，營業毛利 308.17 億元，YoY+36.01%，營業利益率 6.91%，營業利益 233.99 億元，YoY+47.44%，稅後淨利 181.75 億元，YoY+50.91%，EPS 103.98 元。隨 2025 年 AI 伺服器營收貢獻擴增，以及一般型 Server 的需求持續成長的帶動下，上修預估緯穎 2025 年財務預估為營收 4,306.24 億元，YoY+27.22%，毛利率 8.46%，營業毛利 364.37 億元，YoY+18.24%，營業利益率 6.60%，營業利益 284.12 億元，YoY+21.42%，稅後淨利 219.09 億元，YoY+20.54%，EPS 125.34 元。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	241,901	338,493	430,624	87,439	74,226	56,308	52,817	58,550	65,283	84,215	82,531	106,465
營業毛利淨額	22,657	30,817	36,437	7,357	6,183	4,960	5,054	6,460	6,535	7,765	7,436	9,081
營業利益	15,871	23,399	28,412	5,469	4,481	3,492	3,252	4,646	4,916	6,050	5,440	6,994
稅後純益	12,044	18,175	21,909	3,950	3,298	2,616	2,615	3,515	3,854	4,561	4,244	5,517
稅後 EPS(元)	68.90	103.98	125.34	22.60	18.87	14.96	14.96	20.11	22.05	26.09	24.28	31.56
毛利率(%)	9.37%	9.10%	8.46%	8.41%	8.33%	8.81%	9.57%	11.03%	10.01%	9.22%	9.01%	8.53%
營業利益率(%)	6.56%	6.91%	6.60%	6.25%	6.04%	6.20%	6.16%	7.93%	7.53%	7.18%	6.59%	6.57%
稅後純益率(%)	4.98%	5.37%	5.09%	4.52%	4.44%	4.65%	4.95%	6.00%	5.90%	5.42%	5.14%	5.18%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-17.40%	39.93%	27.22%	9.75%	-15.11%	-24.14%	-6.20%	10.85%	11.50%	29.00%	-2.00%	29.00%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-15.03%	50.91%	20.54%	-8.47%	-16.51%	-20.70%	-0.02%	34.41%	9.65%	18.34%	-6.96%	30.00%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 17.48 億元計算。

2024 年 1 月 23 日

## ESG (Environment, Social, Governance) :

緯穎(6669.TT)是白牌與雲端伺服器代工廠商，公司已成立企業永續發展委員會，並自 2020 年起每年自發性出版永續報告書(企業社會責任報告書)。

根據公司的資料，在環境保護(Environment)的部分，緯穎已採取與執行(1)啟動 Ocean Hugs 與環境、生態共好計劃，(2)持續積極參與碳揭露專案(CDP)氣候變遷項目，(3)將高效率節能與散熱方案-兩相浸沒式液冷技術正式導入超大型資料中心，(4)產品中塑膠用料之再生塑料取代率已達 89%等環境保護措施。

在社會責任(Social)的部分，緯穎已採取與執行(1)取得 RBA 黃金認證，(2)對正職員工提供平均高達 27 小時的受訓時數，(3)2021 年給全體員工 5 天的活力假，優於勞基法(4)母性健康管理執行率及改善率 100%等強化社會責任的措施。

在公司治理(Governance)的部分，緯穎已採取與執行(1)董事會&功能性委員會出席率 100%，(2)取得 TIPS A 級認證，(3)成立跨單位最高層級資訊安全委員會，(4)每年 1 月公布前一年度合併自結損益，且季報揭露均早於公告期限 7 日前等強化公司治理的措施。

## 公司簡介：

緯穎科技服務股份有限公司成立於 2012 年，是緯創(3231.TT)集團子公司，公司主要業務為提供超大型資料中心(Hyperscale Data Center)及雲端基礎架構(Cloud Infrastructure)各項產品及系統的解決方案，產品包含機架伺服器(Rack Servers)及整合式機櫃、儲存裝置、網路交換器、機房基礎設備及軟硬體整合的私有雲解決方案等產品與服務。因公司的商業模式是以 ODM 直接銷售模式(ODM-Direct)提供客戶產品與服務，且公司產品出貨中九成以上都是直接出給美系大型雲端資料中心業者，因此是純度最高的白牌與雲端伺服器業者之一。

## 4Q23 毛利率與獲利表現優於預期：

緯穎自結 4Q23 財務數字為營收 585.50 億元，QoQ+10.85%，YoY-33.04%，毛利率 11.03%，QoQ+1.46ppts，YoY+2.62ppts，營業毛利 64.60 億元，QoQ+10.85%，YoY-33.04%，營業利益率 7.93%，QoQ+1.77ppts，YoY+1.68ppts，營業利益 46.46 億元，QoQ+42.87%，YoY-15.05%，稅後淨利 35.15 億元，QoQ+34.41%，YoY-11.03%，EPS 20.11 元。緯穎 4Q23 毛利率與獲利表現優於預期，主要是因為毛利率表現優於預期，而緯穎 4Q23 毛利率有季增、年增的表現，推估可能為(1)NRE 收入認列較多與(2)零組件價格較低(比如記憶體等)所貢獻所致。

## 1Q24 營收有望為季增表現：

展望 1Q24，隨伺服器市場庫存調整結束、伺服器需求回溫，群益預估緯穎 1Q24 營收有望為季增表現，主要受惠於 4Q23 專案放量與 1Q24 新專案啟動，並預估緯穎 1Q24 營收 652.83 億元，QoQ+11.50%，YoY-12.05%，毛利率 11.03%，營業毛利 65.35 億元，QoQ+1.15%，YoY+5.70%，營業利益率 7.53%，營業利益 49.16 億元，QoQ+5.81%，YoY+9.71%，稅後淨利 38.54 億元，QoQ+9.65%，YoY+16.85%，EPS 22.05 元。

2024 年 1 月 23 日

## 上修 2024 年與 2025 年財務預估：

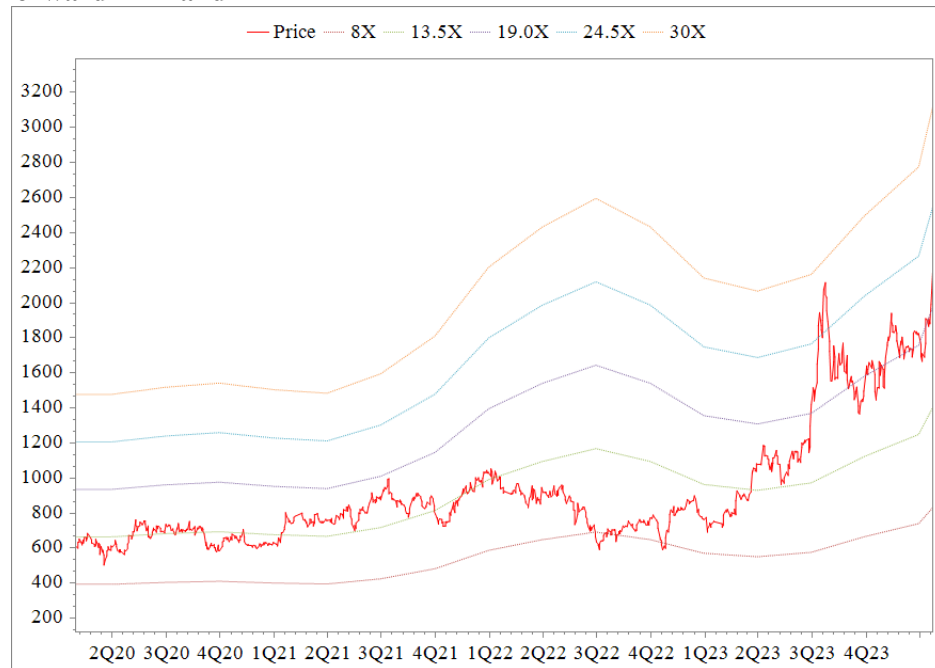
展望 2024 年，群益預估緯穎 2024 年營運可望大成長，主要是因為美系 CSP 業者雖在 2023 年增加對 AI Server 的投資、延後一般型 Server 的拉貨，但隨 2024 年全球景氣改善以及雲端運算市場持續成長的帶動下，將讓美系 CSP 業者為了維持長期競爭力、為了業務需要以及為了長期營運成長等考量，而提高資本支出的金額，並同時增加對一般型 Server 與 AI Server 的投資，使一般型 Server 與 AI Server 在 2024 年皆可望向上成長，並有利 Server 組裝業者的 2024 年的業績表現。且隨 4Q23 專案放量與 1Q24 新專案啟動，因此上修預估緯穎 2024 年財務預估為營收 3,384.93 億元，YoY+39.93%，毛利率 9.10%，營業毛利 308.17 億元，YoY+36.01%，營業利益率 6.91%，營業利益 233.99 億元，YoY+47.44%，稅後淨利 181.75 億元，YoY+50.91%，EPS 103.98 元。隨 2025 年 AI 伺服器營收貢獻擴增，以及一般型 Server 的需求持續成長的帶動下，上修預估緯穎 2025 年財務預估為營收 4,306.24 億元，YoY+27.22%，毛利率 8.46%，營業毛利 364.37 億元，YoY+18.24%，營業利益率 6.60%，營業利益 284.12 億元，YoY+21.42%，稅後淨利 219.09 億元，YoY+20.54%，EPS 125.34 元。

## 投資建議：

因緯穎 2024 與 2025 年營運皆可望向上成長，又上修緯穎 2024 年與 2025 年之財務預估，因此給予緯穎 Buy 的投資建議，目標價 2,600 元。

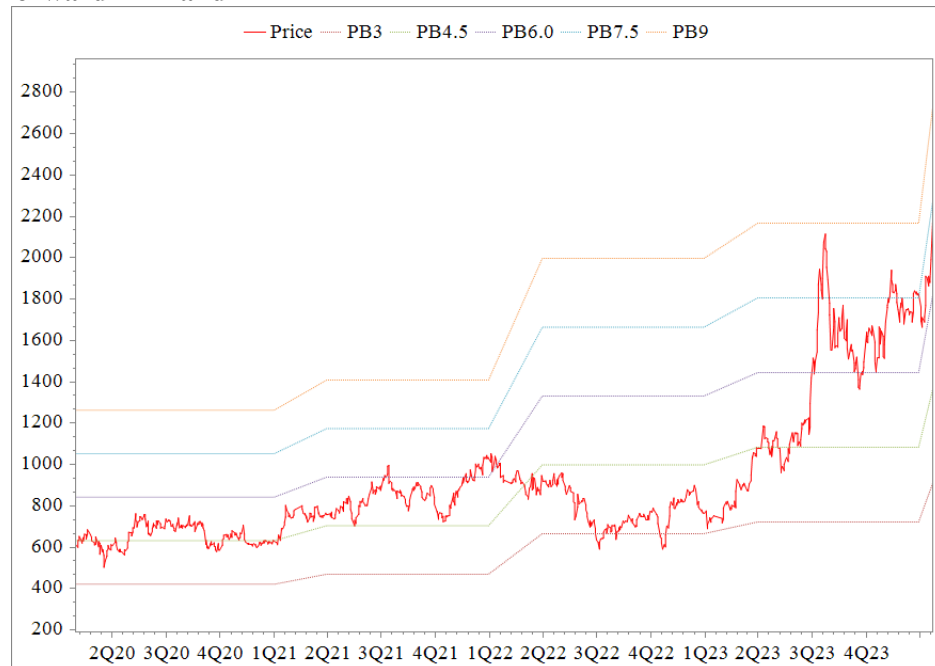
2024 年 1 月 23 日

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 1 月 23 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	84,737	88,838	96,987	132,574	174,465
流動資產	82,025	84,051	77,326	122,511	150,853
現金及約當現金	22,673	26,232	22,770	37,201	45,271
應收帳款與票據	13,166	19,781	7,704	30,565	18,241
存貨	45,383	36,012	21,062	43,014	37,437
採權益法之投資	250	199	1,021	174	1,078
不動產、廠房設備	1,038	2,157	6,157	7,757	9,357
<b>負債總計</b>	<b>57,367</b>	<b>50,051</b>	<b>54,879</b>	<b>79,519</b>	<b>110,409</b>
流動負債	47,166	38,562	39,465	64,460	81,828
應付帳款及票據	18,279	26,465	19,867	32,149	21,165
非流動負債	10,202	11,488	22,012	9,375	33,882
<b>權益總計</b>	<b>27,370</b>	<b>38,787</b>	<b>42,108</b>	<b>53,055</b>	<b>64,056</b>
普通股股本	<b>1,748</b>	<b>1,748</b>	<b>1,748</b>	<b>1,748</b>	<b>1,748</b>
保留盈餘	17,235	27,040	30,361	41,308	52,309
母公司業主權益	27,370	38,787	42,089	53,036	64,037
<b>負債及權益總計</b>	<b>84,737</b>	<b>88,838</b>	<b>96,987</b>	<b>132,574</b>	<b>174,465</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	192,626	292,876	241,901	338,493	430,624
營業成本	177,005	268,897	219,244	307,676	394,187
<b>營業毛利淨額</b>	15,621	23,979	22,657	30,817	36,437
營業費用	4,234	6,145	6,787	7,417	8,025
<b>營業利益</b>	11,387	17,834	15,871	23,399	28,412
<b>EBITDA</b>	11,838	19,385	18,275	26,546	31,965
業外收入及支出	-453	63	-186	-242	-412
稅前純益	10,996	17,897	15,444	23,158	28,000
所得稅	2,348	3,723	3,381	4,983	6,091
稅後純益	8,648	14,175	12,044	18,175	21,909
稅後 EPS(元)	49.47	81.09	68.90	103.98	125.34
完全稀釋 EPS**	49.47	81.09	68.90	103.98	125.34

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 17.48【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 17.48 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
-------	------	------	-------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	3.05%	52.04%	-17.40%	39.93%	27.22%
營業毛利淨額	2.09%	53.50%	-5.51%	36.01%	18.24%
營業利益	1.29%	56.62%	-11.01%	47.44%	21.42%
稅後純益	0.45%	63.91%	-15.03%	50.91%	20.54%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	8.11%	8.19%	9.37%	9.10%	8.46%
EBITDA(%)	6.15%	6.62%	7.55%	7.84%	7.42%
營益率	5.91%	6.09%	6.56%	6.91%	6.60%
稅後純益率	4.49%	4.84%	4.98%	5.37%	5.09%
總資產報酬率	10.21%	15.96%	12.42%	13.71%	12.56%
股東權益報酬率	31.60%	36.54%	28.60%	34.26%	34.20%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	67.70%	56.34%	56.58%	59.98%	63.28%
負債/淨值比(%)	209.60%	129.04%	130.33%	149.88%	172.36%
流動比率(%)	173.91%	217.96%	195.93%	190.06%	184.35%

## 其他比率分析

存貨天數	67.24	55.24	47.51	38.01	37.25
應收帳款天數	20.21	20.53	20.74	20.63	20.68

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	-14,212	30,678	21,806	20,151	28,425
稅前純益	10,996	17,897	15,444	23,158	28,000
折舊及攤銷	548	762	2,196	2,753	3,329
營運資金變動	-24,795	10,943	20,429	-32,531	6,916
其他營運現金	-962	1,076	-16,262	26,771	-9,821
<b>投資活動現金</b>	-1,039	-1,930	-15,052	8,351	-13,045
資本支出淨額	-506	-1,466	-5,000	-2,000	-2,000
長期投資變動	-277	0	0	0	0
其他投資現金	-257	-464	-10,052	10,351	-11,045
<b>籌資活動現金</b>	14,855	-26,181	-10,215	-14,072	-7,309
長借/公司債變動	4,442	0	10,524	-12,637	24,507
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-5,595	-4,371	-8,742	-7,228	-10,908
其他籌資現金	16,007	-21,810	-11,997	5,793	-20,909
<b>淨現金流量</b>	-496	3,559	-3,462	14,430	8,070
<b>期初現金</b>	23,169	22,673	26,232	22,770	37,201
<b>期末現金</b>	22,673	26,232	22,770	37,201	45,271

資料來源：CMoney、群益

2024 年 1 月 23 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	79,674	87,439	74,226	56,308	52,817	58,550	65,283	84,215	82,531	106,465	101,876	107,490
營業成本	73,230	80,083	68,043	51,348	47,763	52,089	58,748	76,450	75,095	97,383	93,105	98,343
營業毛利淨額	6,444	7,357	6,183	4,960	5,054	6,460	6,535	7,765	7,436	9,081	8,772	9,147
營業費用	1,567	1,888	1,702	1,468	1,803	1,814	1,619	1,714	1,996	2,088	1,868	1,890
營業利益	4,877	5,469	4,481	3,492	3,252	4,646	4,916	6,050	5,440	6,994	6,904	7,257
業外收入及支出	570	-505	-317	66	12	53	-42	-65	-86	-49	-84	-107
稅前純益	5,446	4,963	4,164	3,558	3,264	4,458	4,874	5,986	5,354	6,945	6,819	7,150
所得稅	1,131	1,013	866	943	649	923	1,020	1,425	1,110	1,428	1,422	1,798
稅後純益	4,316	3,950	3,298	2,616	2,615	3,515	3,854	4,561	4,244	5,517	5,397	5,352
最新股本	1,748	1,748	1,748	1,748	1,748	1,748	1,748	1,748	1,748	1,748	1,748	1,748
稅後EPS(元)	24.69	22.60	18.87	14.96	14.96	20.11	22.05	26.09	24.28	31.56	30.88	30.62

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	8.09%	8.41%	8.33%	8.81%	9.57%	11.03%	10.01%	9.22%	9.01%	8.53%	8.61%	8.51%
營業利益率(%)	6.12%	6.25%	6.04%	6.20%	6.16%	7.93%	7.53%	7.18%	6.59%	6.57%	6.78%	6.75%
稅後純益率(%)	5.42%	4.52%	4.44%	4.65%	4.95%	6.00%	5.90%	5.42%	5.14%	5.18%	5.30%	4.98%

## QoQ(%)

營業收入淨額	6.15%	9.75%	-15.11%	-24.14%	-6.20%	10.85%	11.50%	29.00%	-2.00%	29.00%	-4.31%	5.51%
營業利益	6.44%	12.14%	-18.07%	-22.06%	-6.89%	42.87%	5.81%	23.08%	-10.09%	28.56%	-1.29%	5.12%
稅前純益	20.60%	-8.87%	-16.10%	-14.55%	-8.27%	36.57%	9.34%	22.81%	-10.56%	29.71%	-1.80%	4.85%
稅後純益	21.14%	-8.47%	-16.51%	-20.70%	-0.02%	34.41%	9.65%	18.34%	-6.96%	30.00%	-2.17%	-0.83%

## YoY(%)

營業收入淨額	76.02%	53.73%	46.39%	-24.98%	-33.71%	-33.04%	-12.05%	49.56%	56.26%	81.84%	56.05%	27.64%
營業利益	80.71%	59.92%	54.12%	-23.77%	-33.32%	-15.05%	9.71%	73.24%	67.29%	50.54%	40.44%	19.95%
稅前純益	111.54%	49.96%	40.11%	-21.21%	-40.07%	-10.19%	17.05%	68.22%	64.03%	55.79%	39.92%	19.45%
稅後純益	112.96%	51.13%	40.59%	-26.58%	-39.41%	-11.03%	16.85%	74.38%	62.27%	56.96%	40.04%	17.35%

註1：稅後EPS以股本17.48億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。



## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

### 停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。