

2025 伺服器產業展望

AI 需求很瘋狂

國票觀點

NVL-36/72 機櫃 1H25 放量，CSP 亦持續開發 ASIC，建議買進 GB200 主力供應商鴻海(2317)與廣達(2382)，切入 Tier 2 CSP 的華碩(2357)，以 ASCI 伺服器為主的緯穎(6669)，以及水冷元件主力供應商奇鋐(3017)與雙鴻(3324)。

最新消息

IDC 估計，2024 年/2025 年全球伺服器出貨量達 1386.7 萬台·YoY+13.1% / 1492.6 萬台·YoY+7.6%。根據 Bloomberg 資料，前四大 CSP 業者 2025 年 CAPEX 預估可達到 2,275 億元 YoY+14.9%。

投資建議及結論

徐文華 / C00215@ibfs.com.tw

➤ 全球伺服器產業 2025 展望樂觀

自 1Q24 起，全球伺服器出貨量 YoY 已返回正成長軌道，通用型伺服器逐漸復甦，惟總經局勢並未快速好轉，地緣政治不確定性仍高，伺服器 2H24 出貨相較 1H24 未有明顯提升。展望 2025 年，政經局勢仍是影響終端需求的最關鍵因素，雲端運算需求增加為大勢所趨，預估全球伺服器預估出貨量達 1,492.6 萬台，YoY+7.6%，2025~2028 年可望保持正成長趨勢。

➤ GB200 Rack 出貨在即，AI 為 2025 年主角

NVIDIA (NVDA US) GB200 機櫃 4Q24 正式出貨，1Q25 逐漸放量，B300/GB300 (Blackwell Ultra)預計於 3Q25 問世。搭載 GB200 晶片之 NVL-36、NVL-72 機櫃總價昂貴，投研部估計單價分別達到 150~170 萬美元、300~330 萬美元，接獲機櫃訂單的台灣 ODM/EMS、品牌廠 2025 年營收將大幅提升，投研部建議買進 NVL-36、NVL-72 前兩大供應商鴻海與廣達、客戶為 Tier2 CSP 的華碩。另一方面，CSP 業者持續開發 ASIC，建議買進以 ASIC 伺服器為主的緯穎。

➤ 水冷散熱時代來臨

伺服器整機櫃功耗高於 25kw 客戶會考慮導入水冷散熱技術，以 Blackwell 平台來說，一台 DGX B200 (8 顆 GPU)功耗達 14.3kw，NVL-36/ NVL-72 機櫃功耗高達 66kw、132kw，已達氣冷散熱極限。L2A 方案所需元件包含 Cold plate(CP)、Manifold、快接頭(UQD)、CDU、Pump、風扇/風扇背門等元件，投研部估計 NVL-36 機櫃 L2A 水冷散熱方案總價 5~6 萬美元、L2L 水冷散熱方案總價 6~7 萬美元；NVL-72 機櫃 L2L 水冷散熱方案價格為 8~9 萬美元，建議買進水冷元件重要供應商奇鋐與雙鴻。

表 1：相關個股

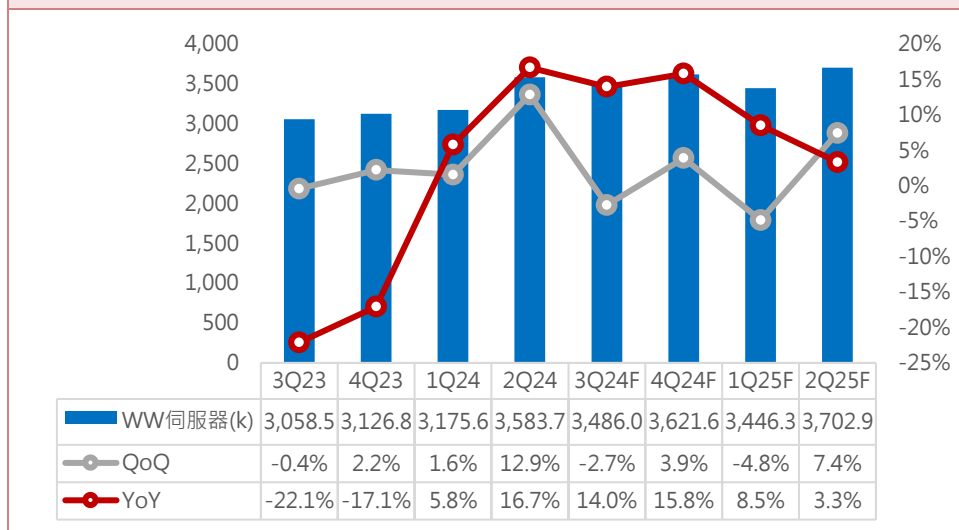
代號	公司	2024/11/26 收盤價(元)	目標價(元)	投資評等	EPS(元)		P/E(X)		P/B(X)	
					2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
2317	鴻海	202.5	265	買進	11.85	16.46	17.1	12.3	1.7	1.6
2382	廣達	297	380	買進	15.85	19.08	18.7	15.6	5.4	4.8
2357	華碩	617	710	買進	49.05	50.54	12.6	12.2	1.7	1.6
6669	緯穎	2115	2500	買進	122.12	136.45	17.3	15.5	6.9	5.6
3017	奇鋐	649	780	買進	21.23	31.07	30.6	20.9	8.7	6.6
3324	雙鴻	683	790	買進	21.48	35.62	31.8	19.2	7.8	6.0

全球伺服器產業回歸正成長軌道

自 1Q24 起，全球伺服器出貨量 YoY 已返回正成長軌道，通用型伺服器逐漸復甦，惟總經局勢並未快速好轉，地緣政治不確定性仍高，伺服器 2H24 出貨相較 1H24 未有明顯提升，預估 4Q24 全球伺服器出貨達 362 萬台，QoQ+3.9%·YoY+15.8%。展望 2025 年，政經局勢是影響終端需求的最關鍵因素，雲端運算需求增加為大勢所趨，伺服器產業展望正向，預估全球伺服器預估出貨量達 1492.6 萬台，YoY+7.6%，2025~2028 年可望保持正成長趨勢。

圖 1：全球伺服器出貨量 3Q23~2Q25F

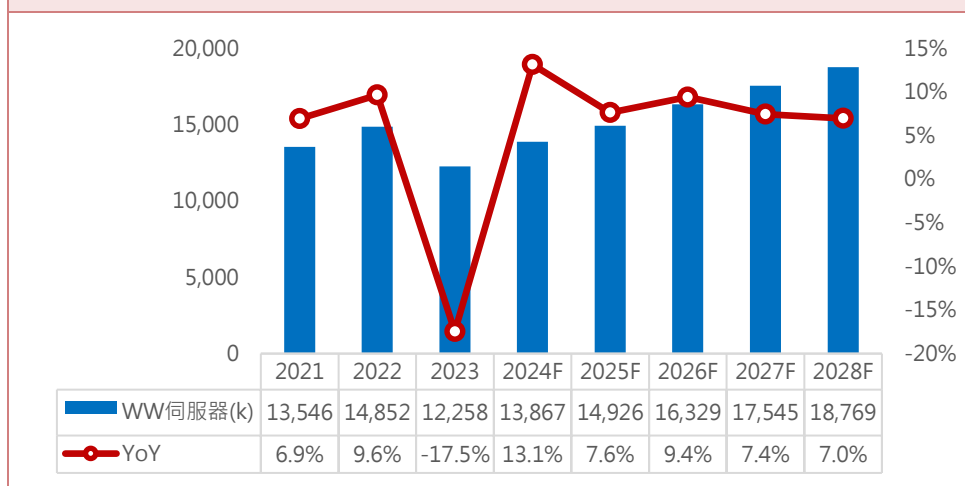
單位:千台



資料來源：IDC，國票投顧整理

圖 2：全球伺服器出貨量 2021~2028F

單位:千台



資料來源：IDC，國票投顧整理

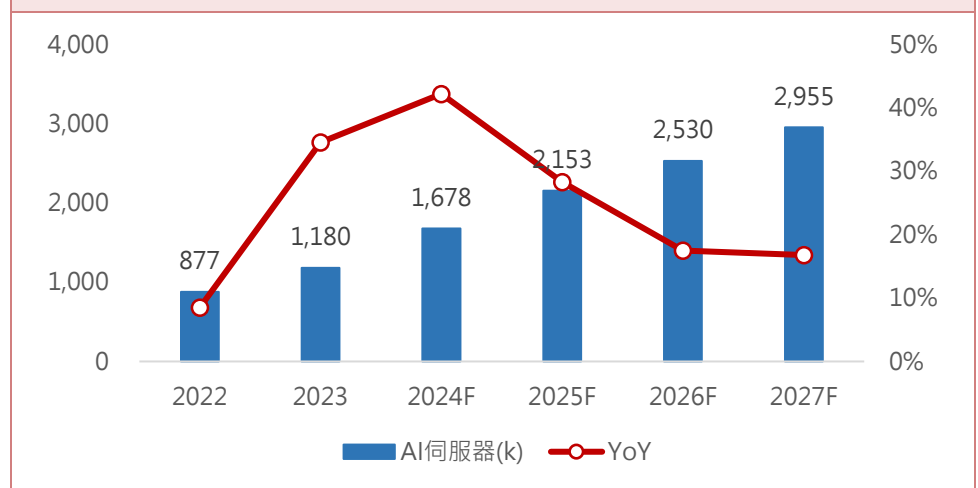
Tier 1 CSP 投資 AI 不手軟

自從 2022 年底 Chat GPT 大放異彩後，2023 年、2024 年 AI 伺服器需求高速成長，估計 2024 年全球 AI 伺服器達到 170 萬台，約占全球伺服器台數 10%~15%，高階 AI 伺服器以 Tier 1 CSP 為最大需求者，企業用戶也逐步導入 AI 伺服器，預計 2025 年全球 AI 伺服器台數將會突破 200 萬台。觀察 Tier 1 CSP CAPEX，雖然市場擔憂 AI 投資無法快速回收成本，CSP 大廠投資並未縮手，前四大 CSP 業者 2025 年 CAPEX 皆高於 2024 年，預估可達到 2,275 億元 YoY+14.9%的水準。

Tier 1 CSP 除了擴大 CAPEX 投入，為避免對 NVIDIA GPU 過度依賴，也投入 ASIC 研發，包含 Amazon (AMZN US) 的 Inferentia 與 Trainium，分別用於 AI 推論、AI 訓練；META (META US) 的 MITA；Microsoft (MSFT US) 的 Maia 與 Cobalt，分別主打 LLM 大型語言模型訓練與推論、提升運算效能與節省能耗；Google (GOOGL US) 的 TPU。目前台灣 ODM/EMS 中，緯穎為 ASIC AI 伺服器占比較高者，2H24 的營收以 ASIC 伺服器為主，投研部估計公司 4Q24 營收達 1,035.3 億元，QoQ+5.8%，YoY+76.8%，為全年單季營收最高峰，2025 年客戶訂單能見度樂觀，除了 ASIC 伺服器專案，搭載 Blackwell GPU 之伺服器 2025 年開始有較明顯的營收貢獻，投研部建議買進，目標價 2,500(2025F PE 20X)。

圖 3：AI 伺服器出貨量 2022~2027F

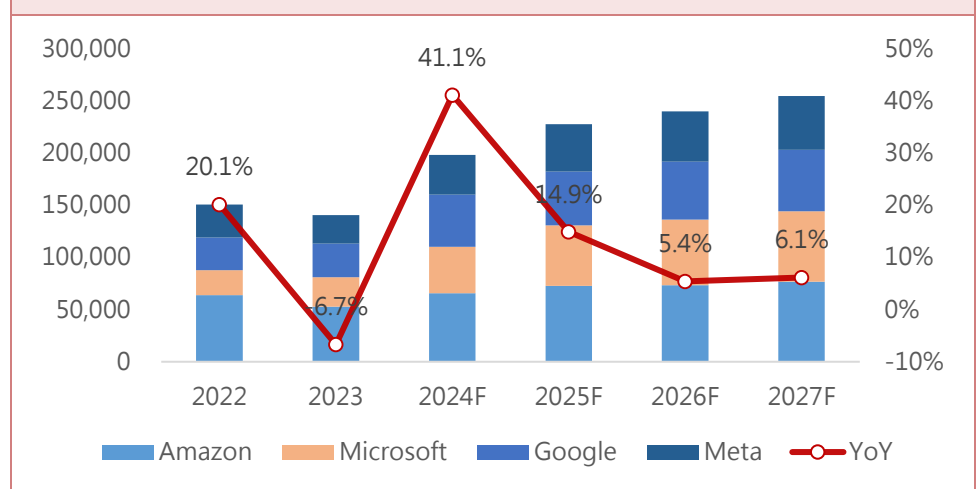
單位:千台



資料來源：Trend force，國票投顧整理

圖 4：四大 CSP CAPEX 持續上升

單位:百萬美元



資料來源：Bloomberg，國票投顧整理

Blackwell 問世，GB200 Rack 1H25 放量

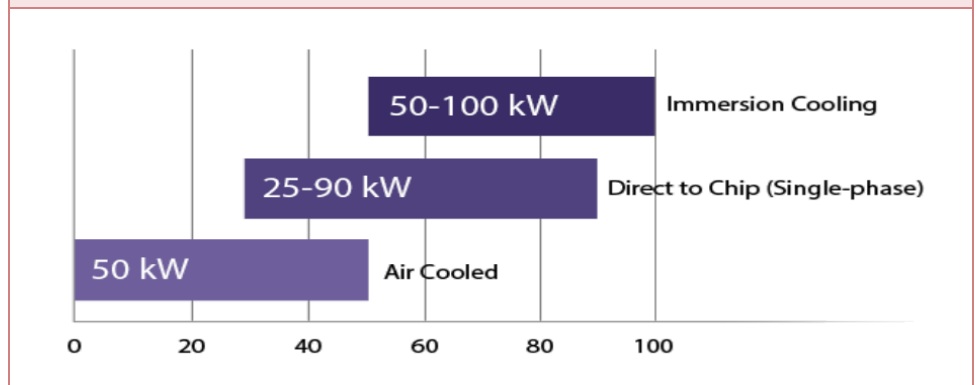
高階 AI GPU 市場由 NVIDIA 主宰，4Q24 為 Hopper 與 Blackwell 平台的轉換期，投研部認為 3Q24~4Q24 AI 伺服器的拉貨動能將持平或下降。GB200 Rack 於 4Q24 正式出貨，1Q25 開始逐漸放量，B300/GB300 (Blackwell Ultra) 預計於 3Q25 問世，2026 年推出下一世代 Rubin 晶片，2027 年再推出 Rubin Ultra 晶片。AMD 方面，已於 10/2024 發表 Instinct MI325X，2H25 將推出採用 3 nm 製程的 MI350 系列，2026 年推出 MI400 系列。

搭載 GB200 晶片之 NVL-36、NVL-72 機櫃總價昂貴，投研部估計單價分別達到 150~170 萬美元、300~330 萬美元，因此接獲機櫃訂單的台灣 ODM/EMS、品牌廠 2025 年營收將大幅提升，投研部建議買進 NVL-36、NVL-72 前兩大供應商鴻海(2317)與廣達(2382)，以及客戶為 Tier2 CPS 的華碩(2357)：1)鴻海 1Q24~3Q24 AI 伺服器已達到伺服器營收中的 40%，公司對 2025 年 AI 伺服器需求相當樂觀，AI 占比將近一步提升至 50%，公司維持 GB200 機櫃 4Q24 小量出貨、1Q25 放量的規劃，且 GB200 的出貨會逐季上升，投研部估計 AI 伺服器可占鴻海 2024 年營收 10%~14%，2025 年 AI 伺服器對鴻海的營收貢獻約達 2.5 兆元，雲端網路事業的占比將由 2024 年的 30%增長至 2025 年的 40%，買進目標價 265 元(2025F PE 16X)；2)廣達 2024 年 AI 伺服器營收達到 YoY+三位數的高成長，公司表示 2025 年 AI 伺服器將再創三位數的高年增率，且 AI 伺服器在雲端業務的占比從 2024 年的 50%提升至 2025 年的 70%，為因應龐大需求，廣達已重訊公告對美國田納西州子公司 QMN 增資 2.3 億美元(台幣 72.8 億元)，以擴充 AI 伺服器產能，買進目標價 380 元(2025F PE 20X)；3)華碩 2022 年制定的伺服器事業 5 年成長 5 倍的目標於 2Q24 提早達陣，3Q24 伺服器占總營收達 10%~12%，公司的客戶群已從亞洲拓展至歐美。華碩宣布已取得 GB200 Rack 訂單，4Q24 會出貨少量樣品給客戶驗證，1Q25 出貨可增量，未來 GB200 主要是出貨規格較高的 NVL-72。由於客戶希望華碩能一手包辦設計到製造的全套流程，公司已規劃美國產能，預計 2024 年底可出貨，買進目標價 710 元(2025F PE 14X)。

水冷散熱時代來臨

AI 伺服器功耗持續上升，當整機櫃功耗高於 25kw，伺服器客戶會考慮導入水冷散熱，以 Blackwell 平台來說，B200 晶片功耗為 1,000W，一台 DGX B200 (8 顆 GPU) 功耗達 14.3kw，4Q24 上市之 GB200 晶片功耗達 2700W，NVL-36/ NVL-72 機櫃功耗高達 66kw、132kw，已達氣冷散熱極限，導入水冷散熱技術勢在必行。既有資料中心機房無冷卻水塔，樓地板承重與管路設計問題也需考量，通常採用 Liquid to Air 散熱解決方案。新式資料中心設則是興建時就有設計管線與冷卻水塔，故可直接導入 Liquid to Liquid 散熱解決方案。投研部認為 2025 年 AI 資料中心散熱應以 L2A 為主，L2L 方案將隨新式資料中心建立占比逐漸攀升。

圖 5：伺服器功耗上升需導入水冷散熱



資料來源：ASUS

L2A 方案所需元件包含 Cold plate(CP)、Manifold、快接頭(UQD)、CDU、Pump、風扇/風扇背門等元件，投研部估計 NVL-36 機櫃 L2A 水冷散熱方案總價 5~6 萬美元、L2L 水冷散熱方案總價 6~7 萬美元；NVL-72 機櫃 L2L 水冷散熱方案價格為 8~9 萬美元，建議買進 CP、Manifold 的重要供應商奇鋁(3017)與雙鴻(3324)：1)

奇鋌 2024 年水冷約占 5%~10%營收，公司可提供 CP、Manifold、CDU、Sidecar 等產品，受惠於水冷專案持續增加，公司 4Q24 營收將優於 3Q24，投研部認為 1Q25 將淡季不淡，2025 年獲利將創歷史新高，買進目標價 780 元(2025F PE 25X)；2)雙鴻力拼 2025 年伺服器營收 YoY+130%，GB200 伺服器 1Q25 開始量產出貨，預期將大力帶動水冷商機，雙鴻伺服器產品線的水冷營收占比，將由 2024 年的 10%~20%大幅上升至 2025 年的 45%~50%。在水冷元件中，水冷板與分歧管進度較快，已經 design-in，2025 年水冷的主力客戶會是 CSP 業者，買進目標價 790 元(2025F PE 22X)。

表 2：伺服器功耗上升需導入水冷散熱

元件	外國供應商	台灣供應商
Cold plate	Vertiv、CoolIT	Cooler Master、AVC、雙鴻、台達電
UQD	Parker、CPC、Staubli、Danfoss、CEJN	嘉澤
風扇		台達電、AVC、建準
CDU	grundfos、Vertiv、CoolIT、Motivair、BOYD	台達電、AVC、雙鴻、Nidec、力致、光寶科
板式熱交換器	Alfa Laval	高力

資料來源：國票投顧

鴻海 2317 綜合損益表

百萬元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	1,323,992	1,550,551	1,854,569	2,200,725	1,806,598	1,917,457	2,295,898	2,645,232	6,162,221	6,929,837	8,665,185
營業毛利	83,662	99,507	114,733	140,098	113,546	122,659	143,973	160,232	387,947	438,001	540,410
營業費用	46,912	54,902	59,962	65,600	56,500	61,000	70,500	76,600	221,419	227,376	264,600
營業利益	36,751	44,604	54,771	74,498	57,046	61,659	73,473	83,632	166,528	210,625	275,810
稅前淨利	32,509	48,400	67,653	79,951	64,701	69,314	81,128	91,287	192,224	228,513	306,430
本期淨利(NI)	24,873	38,945	55,345	63,961	51,761	55,451	64,903	73,030	154,789	183,123	245,144
淨利歸屬於_母公司業主	22,009	35,045	49,325	57,961	48,461	51,951	59,803	67,930	142,098	164,340	228,144
淨利歸屬於_非控制利益	2,864	3,900	6,020	6,000	3,300	3,500	5,100	5,100	12,691	18,783	17,000
每股盈餘_本期淨利	1.59	2.53	3.55	4.18	3.50	3.75	4.31	4.90	10.25	11.85	16.46
QoQ(%)											
營收淨額	(28.51)	17.11	19.61	18.67	(17.91)	6.14	19.74	15.22			
銷貨毛利	(26.15)	18.94	15.30	22.11	(18.95)	8.03	17.38	11.29			
營業利益	(24.89)	21.37	22.79	36.02	(23.43)	8.09	19.16	13.83			
稅後純益_母公司淨利	(58.59)	59.23	40.75	17.51	(16.39)	7.20	15.11	13.59			
YoY(%)											
營收淨額	(9.47)	18.86	20.18	18.83	36.45	23.66	23.80	20.20	(7.01)	12.46	25.04
銷貨毛利	(5.29)	19.06	11.66	23.67	35.72	23.27	25.48	14.37	(3.03)	12.90	23.38
營業利益	(9.31)	44.23	18.68	52.25	55.22	38.24	34.15	12.26	(4.18)	26.48	30.95
稅後純益_母公司淨利	71.61	6.20	14.37	9.06	120.19	48.24	21.24	17.20	0.44	15.65	38.82
各項比率											
營業毛利率	6.32	6.42	6.19	6.37	6.29	6.40	6.27	6.06	6.30	6.32	6.24
營業利益率	2.78	2.88	2.95	3.39	3.16	3.22	3.20	3.16	2.70	3.04	3.18
稅前淨利率	2.46	3.12	3.65	3.63	3.58	3.61	3.53	3.45	3.12	3.30	3.54
稅後淨利率	1.66	2.26	2.66	2.63	2.68	2.71	2.60	2.57	2.31	2.37	2.63

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
現金及約當現金	1,197,663	1,122,170	1,262,851
流動金融資產	0	1,000	2,000
應收款項	936,978	1,647,963	1,282,258
存貨	730,765	635,937	1,169,569
其他流動資產	170,560	58,453	63,746
流動資產	3,035,966	3,465,523	3,780,424
非流動金融資產	284,974	314,974	344,974
採用權益法之投資	198,480	242,383	272,383
不動產、廠房與設備	393,967	452,948	514,306
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	124,245	124,623	124,623
資產總計	3,939,789	4,323,445	4,729,705
短期借款	501,773	521,398	541,023
流動金融負債	0	0	0
應付款項	1,181,812	1,557,796	1,724,402
其他流動負債	146,875	74,135	74,135
流動負債	1,909,335	2,153,328	2,339,559
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	230,519	287,278	344,037
長期借款	41,106	51,491	61,876
其他非流動負債	55,874	181,108	174,305
負債總計	2,253,545	2,673,205	2,919,777
股本	138,630	138,630	138,630
資本公積	198,653	198,653	198,653
保留盈餘	1,269,063	1,377,327	1,537,014
其他權益	(113,222)	(80,000)	(80,000)
庫藏股	15	15	15
非控制權益	193,135	15,645	15,646
股東權益	1,686,244	1,650,239	1,809,928

資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
本期稅前淨利(淨損)	192,224	228,513	306,430
折舊攤提	78,672	71,019	78,642
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	(81,700)	(22,572)	(20,869)
收取之股利	0	1,383	1,402
營運資金增減	251,870	(173,450)	3,679
支付之利息	0	(16,406)	(17,129)
支付之所得稅	(34,493)	(45,390)	(61,286)
其他	33,247	11,035	11,036
來自營運之現金流量	445,553	59,134	306,906
資本支出	(111,745)	(130,000)	(140,000)
長投增減	23,845	(30,000)	(30,000)
短投增減	360	(1,000)	(1,000)
收取之利息	77,925	45,000	30,000
收取之股利	11,605	11,000	15,000
其他	(139,865)	38,953	38,953
來自投資之現金流量	(137,874)	(66,047)	(87,047)
自由現金流量	307,679	(6,913)	219,859
借款增(減)	(84,626)	30,010	30,010
股利發放	(80,722)	(74,860)	(85,457)
發行公司債	51,150	36,759	36,759
償還公司債	(13,400)	(20,000)	(20,000)
現金增資	4,805	0	0
其他	(37,845)	(36,489)	(36,489)
來自融資之現金流量	(160,638)	(64,580)	(75,177)
匯率調整	(11,704)	(4,000)	(4,000)
本期產生之現金流量	135,336	(75,493)	140,682
期末現金及約當現金	1,197,663	1,122,170	1,262,851

資料來源：TEJ、國票投顧

奇鉅 3017 綜合損益表

百萬元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	15,309	16,484	19,065	20,062	19,738	22,521	24,952	25,748	59,194	70,919	92,958
營業毛利	3,372	3,794	4,480	4,750	4,631	5,507	6,382	6,617	12,388	16,397	23,137
營業費用	1,437	1,367	1,372	1,360	1,390	1,460	1,585	1,600	4,921	5,513	6,035
營業利益	1,935	2,427	3,108	3,390	3,241	4,047	4,797	5,017	7,421	10,884	17,102
稅前淨利	2,330	2,935	3,428	3,531	3,387	4,218	4,963	5,198	8,025	12,223	17,766
本期淨利(NI)	1,750	2,160	2,601	2,648	2,540	3,164	3,722	3,898	5,814	9,160	13,325
淨利歸屬於_母公司業主	1,564	1,947	2,324	2,448	2,360	2,984	3,522	3,698	5,305	8,283	12,565
淨利歸屬於_非控制利益	186	213	278	200	180	180	200	200	510	877	760
每股盈餘_本期淨利	4.08	5.08	6.02	6.05	5.84	7.38	8.71	9.15	14.11	21.23	31.07
QoQ(%)											
營收淨額	(8.44)	7.68	15.66	5.23	(1.61)	14.10	10.79	3.19			
銷貨毛利	(7.49)	12.50	18.08	6.02	(2.51)	18.93	15.89	3.68			
營業利益	(19.92)	25.43	28.05	9.07	(4.40)	24.88	18.53	4.58			
稅後純益_母公司淨利	(6.39)	24.50	19.32	5.36	(3.60)	26.42	18.06	5.00			
YoY(%)											
營收淨額	29.36	10.85	20.90	19.99	28.93	36.62	30.88	28.34	5.67	19.81	31.08
銷貨毛利	44.36	26.85	31.17	30.29	37.32	45.15	42.45	39.31	14.18	32.36	41.11
營業利益	43.09	56.84	47.63	40.30	67.49	66.76	54.36	48.00	17.69	46.66	57.14
稅後純益_母公司淨利	55.38	62.08	62.95	46.53	50.90	53.23	51.60	51.07	27.45	56.14	51.69
各項比率											
營業毛利率	22.03	23.02	23.50	23.68	23.46	24.45	25.58	25.70	20.93	23.12	24.89
營業利益率	12.64	14.72	16.30	16.90	16.42	17.97	19.23	19.48	12.54	15.35	18.40
稅前淨利率	15.22	17.81	17.98	17.60	17.16	18.73	19.89	20.19	13.56	17.24	19.11
稅後淨利率	10.22	11.81	12.19	12.20	11.96	13.25	14.12	14.36	8.96	11.68	13.52

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
現金及約當現金	26,957	29,957	34,957
流動金融資產	0	0	0
應收款項	7,196	11,574	12,365
存貨	17,235	21,710	28,162
其他流動資產	3,504	3,450	3,450
流動資產	54,892	66,691	78,935
非流動金融資產	528	528	528
採用權益法之投資	364	398	398
不動產、廠房與設備	11,350	12,626	15,827
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	3,328	2,627	2,847
資產總計	71,667	82,295	97,960
短期借款	6,766	7,766	9,766
流動金融負債	0	0	0
應付款項	24,930	30,692	35,552
其他流動負債	4,883	3,600	3,800
流動負債	36,833	42,058	49,117
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	2,400	2,400	2,400
長期借款	2,977	2,477	1,977
其他非流動負債	2,740	6,854	6,776
負債總計	45,820	53,789	60,270
股本	3,833	3,833	3,833
資本公積	3,867	3,867	3,867
保留盈餘	15,781	22,258	31,442
其他權益	(1,452)	(1,452)	(1,452)
庫藏股	0	0	0
非控制權益	3,817	0	0
股東權益	25,847	28,506	37,690

資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
本期稅前淨利(淨損)	8,025	12,223	17,766
折舊攤提	1,889	1,724	1,799
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	(81)	(81)	(81)
收取之利息	(388)	(121)	(76)
收取之股利	0	(121)	(76)
營運資金增減	2,701	0	0
支付之利息	(436)	(613)	(2,384)
支付之所得稅	(1,616)	(93)	(96)
其他	165	(3,063)	(4,442)
來自營運之現金流量	10,324	1,000	700
資本支出	(3,657)	11,025	13,238
長投增減	(50)	(3,000)	(5,000)
短投增減	(27)	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	16	0	0
其他	(189)	10	10
來自投資之現金流量	(3,907)	(200)	(200)
自由現金流量	6,417	(3,190)	(5,190)
借款增(減)	(1,504)	7,835	8,048
股利發放	(1,915)	500	1,500
發行公司債	0	(2,683)	(4,141)
償還公司債	0	0	0
現金增資	2,850	0	0
其他	1,441	0	0
來自融資之現金流量	872	1,200	1,200
匯率調整	(381)	(983)	(1,441)
本期產生之現金流量	6,908	100	100
期末現金及約當現金	26,957	3,000	5,000

資料來源：TEJ、國票投顧

廣達 2382 綜合損益表

百萬元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	258,939	309,954	424,549	430,720	437,774	500,885	584,485	581,583	1,085,611	1,424,163	2,104,727
營業毛利	21,950	26,609	31,125	33,277	33,052	37,017	42,637	41,508	84,883	112,960	154,215
營業費用	10,252	11,401	11,567	12,000	12,500	13,600	15,100	15,600	41,339	45,220	56,800
營業利益	11,698	15,208	19,557	21,277	20,552	23,417	27,537	25,908	43,550	67,741	97,415
稅前淨利	14,531	19,602	21,276	23,018	22,093	24,958	29,078	27,449	51,731	78,428	103,579
本期淨利(NI)	12,230	15,283	16,725	17,724	16,791	18,968	22,100	20,862	40,489	61,961	78,720
淨利歸屬於_母公司業主	12,068	15,128	16,633	17,474	16,591	18,718	21,800	20,562	39,676	61,303	77,670
淨利歸屬於_非控制利益	162	155	91	250	200	250	300	300	812	658	1,050
每股盈餘_本期淨利	3.13	3.92	4.32	4.48	3.83	4.50	5.73	5.02	10.29	15.85	19.08
QoQ(%)											
營收淨額	(10.06)	19.70	36.97	1.45	1.64	14.42	16.69	(0.50)			
銷貨毛利	(5.42)	21.23	16.97	6.92	(0.68)	12.00	15.18	(2.65)			
營業利益	(0.92)	30.01	28.60	8.80	(3.41)	13.94	17.59	(5.91)			
稅後純益_母公司淨利	17.41	25.36	9.95	5.06	(5.06)	12.83	16.46	(5.68)			
YoY(%)											
營收淨額	(2.72)	26.50	48.18	49.61	69.06	61.60	37.67	35.03	(15.22)	31.19	47.79
銷貨毛利	24.96	27.42	34.00	43.40	50.58	39.12	36.99	24.73	19.70	33.08	36.52
營業利益	48.86	34.74	55.25	80.21	75.69	53.98	40.80	21.77	39.63	55.55	43.81
稅後純益_母公司淨利	86.41	49.42	29.95	70.02	37.48	23.73	31.06	17.67	37.02	54.51	26.70
各項比率											
營業毛利率	8.48	8.58	7.33	7.73	7.55	7.39	7.29	7.14	7.82	7.93	7.33
營業利益率	4.52	4.91	4.61	4.94	4.69	4.68	4.71	4.45	4.01	4.76	4.63
稅前淨利率	5.61	6.32	5.01	5.34	5.05	4.98	4.98	4.72	4.77	5.51	4.92
稅後淨利率	4.66	4.88	3.92	4.06	3.79	3.74	3.73	3.54	3.65	4.30	3.69

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
現金及約當現金	177,234	190,796	204,358
流動金融資產	7,351	7,371	7,391
應收款項	262,076	372,822	472,941
存貨	123,764	204,037	283,591
其他流動資產	37,313	8,215	8,215
流動資產	610,448	788,071	981,327
非流動金融資產	2,835	2,905	2,975
採用權益法之投資	378	1,433	1,503
不動產、廠房與設備	60,820	63,394	63,759
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	10,158	8,325	8,325
資產總計	690,120	862,189	1,055,880
短期借款	156,978	161,978	164,978
流動金融負債	0	0	0
應付款項	213,861	396,159	464,046
其他流動負債	30,275	25,000	25,000
流動負債	483,013	583,137	654,025
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	5,931	5,931	5,931
其他非流動負債	5,413	53,717	146,842
負債總計	496,228	642,785	806,797
股本	38,626	38,626	38,626
資本公積	14,295	14,295	14,295
保留盈餘	135,403	162,600	192,277
其他權益	(1,783)	(1,783)	(1,783)
庫藏股	333	333	333
非控制權益	7,685	6,000	6,001
股東權益	193,892	219,405	249,083

資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
本期稅前淨利(淨損)	51,731	78,428	103,579
折舊攤提	9,802	9,426	9,635
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	(10,620)	(3,042)	(2,453)
收取之股利	373	320	18
營運資金增減	80,326	(1,247)	(111,786)
支付之利息	(8,823)	(2,064)	(1,991)
支付之所得稅	(9,542)	(16,467)	(24,859)
其他	9,451	30,000	60,000
來自營運之現金流量	124,333	96,637	33,426
資本支出	(8,832)	(12,000)	(10,000)
長投增減	(30)	(70)	(70)
短投增減	(15)	(20)	(20)
收取之利息	0	0	0
收取之股利	0	0	0
其他	(28,735)	(10,000)	(10,000)
來自投資之現金流量	(37,612)	(22,090)	(20,090)
自由現金流量	86,721	74,547	13,336
借款增(減)	(88,660)	5,000	3,000
股利發放	(23,765)	(34,764)	(49,043)
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	(1,780)	(500)	(500)
來自融資之現金流量	(114,205)	(30,264)	(46,543)
匯率調整	81	(7,124)	(7,124)
本期產生之現金流量	(27,403)	13,562	13,562
期末現金及約當現金	177,234	190,796	204,358

資料來源：TEJ、國票投顧

緯穎 6669 綜合損益表

百萬元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	69,628	77,481	97,818	103,530	97,340	120,051	117,600	129,857	241,901	348,457	464,848
營業毛利	7,705	8,389	10,432	10,355	9,265	11,246	10,452	11,316	22,657	36,882	42,279
營業費用	1,849	2,183	2,527	2,415	2,170	2,420	2,670	2,850	6,795	8,766	10,110
營業利益	5,857	6,207	7,905	7,940	7,095	8,826	7,782	8,466	15,871	28,116	32,169
稅前淨利	5,902	6,207	7,939	7,945	7,080	8,821	7,747	8,451	15,444	27,994	32,099
本期淨利(NI)	4,707	4,694	6,328	6,316	5,594	6,968	6,120	6,677	12,044	22,045	25,358
淨利歸屬於_母公司業主	4,707	4,694	6,328	6,316	5,594	6,968	6,120	6,677	12,044	22,045	25,358
淨利歸屬於_非控制利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
每股盈餘_本期淨利	26.92	26.85	34.36	33.99	30.10	37.50	32.93	35.93	68.88	122.12	136.45
QoQ(%)											
營收淨額	18.92	11.28	26.25	5.84	(5.98)	23.33	(2.04)	10.42			
銷貨毛利	19.27	8.88	24.35	(0.74)	(10.52)	21.37	(7.06)	8.27			
營業利益	26.06	5.98	27.37	0.44	(10.64)	24.38	(11.83)	8.80			
稅後純益_母公司淨利	33.93	(0.29)	34.82	(0.18)	(11.44)	24.58	(12.18)	9.10			
YoY(%)											
營收淨額	(6.19)	37.60	85.20	76.82	39.80	54.94	20.22	25.43	(17.40)	44.05	33.40
銷貨毛利	24.63	69.13	106.40	60.29	20.25	34.04	0.19	9.28	(5.51)	62.78	14.63
營業利益	30.71	77.72	143.10	70.91	21.16	42.20	(1.56)	6.63	(11.01)	77.16	14.42
稅後純益_母公司淨利	42.72	79.45	141.98	79.71	18.83	48.46	(3.29)	5.70	(15.03)	83.04	15.03
各項比率											
營業毛利率	11.07	10.83	10.66	10.00	9.52	9.37	8.89	8.71	9.37	10.58	9.10
營業利益率	8.41	8.01	8.08	7.67	7.29	7.35	6.62	6.52	6.56	8.07	6.92
稅前淨利率	8.48	8.01	8.12	7.67	7.27	7.35	6.59	6.51	6.38	8.03	6.91
稅後淨利率	6.76	6.06	6.47	6.10	5.75	5.80	5.20	5.14	4.98	6.33	5.46

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
現金及約當現金	37,495	50,791	65,328
流動金融資產	0	0	0
應收款項	11,055	34,508	27,162
存貨	30,179	39,060	49,902
其他流動資產	467	500	490
流動資產	79,195	124,859	142,883
非流動金融資產	159	159	159
採用權益法之投資	159	159	159
不動產、廠房與設備	5,626	8,843	12,020
投資性不動產	1	0	0
其他非流動資產	3,997	1,550	1,700
資產總計	88,845	135,281	156,632
短期借款	384	884	1,784
流動金融負債	0	0	0
應付款項	24,507	53,070	57,596
其他流動負債	5,321	3,300	3,500
流動負債	36,494	57,253	62,880
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	6,943	6,943	6,943
長期借款	1,500	1,500	1,500
其他非流動負債	486	12,649	15,666
負債總計	46,611	78,345	86,989
股本	1,748	1,748	1,748
資本公積	8,840	8,840	8,840
保留盈餘	30,336	45,038	57,744
其他權益	1,310	1,310	1,310
庫藏股	0	0	0
非控制權益	0	0	0
股東權益	42,234	56,936	69,643

資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
本期稅前淨利(淨損)	15,444	27,994	32,099
折舊攤提	882	784	823
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	(456)	(93)	(109)
收取之股利	0	0	0
營運資金增減	9,809	(2,833)	1,529
支付之利息	(926)	(243)	(273)
支付之所得稅	(5,166)	(5,948)	(6,741)
其他	3,353	4,000	2,500
來自營運之現金流量	23,060	23,740	29,888
資本支出	(4,886)	(4,000)	(4,000)
長投增減	0	0	0
短投增減	0	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	0	0	0
其他	190	0	0
來自投資之現金流量	(4,696)	(4,000)	(4,000)
自由現金流量	18,365	19,740	25,888
借款增(減)	1,893	500	900
股利發放	(8,742)	(7,343)	(12,652)
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	(265)	500	500
來自融資之現金流量	(7,115)	(6,343)	(11,252)
匯率調整	13	(100)	(100)
本期產生之現金流量	11,263	13,297	14,537
期末現金及約當現金	37,495	50,791	65,328

資料來源：TEJ、國票投顧

華碩 2357 綜合損益表

百萬元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	121,697	144,907	166,529	151,203	136,130	149,557	180,261	172,337	482,314	584,336	638,286
營業毛利	19,532	28,018	29,636	26,400	22,008	24,745	31,970	30,260	72,394	103,586	108,983
營業費用	14,684	16,524	18,500	17,800	15,050	16,600	19,600	19,000	61,241	67,508	70,250
營業利益	4,848	11,498	11,136	8,600	6,958	8,145	12,370	11,260	11,164	36,078	38,733
稅前淨利	7,276	15,649	13,042	10,627	9,185	10,572	14,697	13,487	22,094	46,593	47,941
本期淨利(NI)	6,217	12,521	10,433	8,502	7,348	8,458	11,757	10,790	17,890	37,673	38,353
淨利歸屬於_母公司業主	5,447	11,804	9,633	7,702	6,948	7,958	10,957	9,990	15,928	34,586	35,853
淨利歸屬於_非控制利益	769	717	800	800	400	500	800	800	1,962	3,087	2,500
每股盈餘_本期淨利	7.33	15.89	16.83	8.99	9.22	11.49	16.28	13.55	21.44	49.05	50.54
QoQ(%)											
營收淨額	1.28	19.07	14.92	(9.20)	(9.97)	9.86	20.53	(4.40)			
銷貨毛利	(6.05)	43.45	5.77	(10.92)	(16.64)	12.44	29.19	(5.35)			
營業利益	37.51	137.20	(3.15)	(22.77)	(19.09)	17.06	51.86	(8.97)			
稅後純益_母公司淨利	38.71	116.69	(18.39)	(20.05)	(9.78)	14.53	37.69	(8.83)			
YoY(%)											
營收淨額	9.25	25.24	23.31	25.83	11.86	3.21	8.25	13.98	(10.22)	21.15	9.23
銷貨毛利	82.27	73.22	19.92	26.98	12.68	(11.68)	7.88	14.62	(2.36)	43.09	5.21
營業利益	虧轉盈	570.74	23.10	143.96	43.54	(29.16)	11.08	30.93	(14.01)	223.16	7.36
稅後純益_母公司淨利	虧轉盈	356.40	(13.19)	96.11	27.55	(32.58)	13.74	29.71	8.42	117.14	3.66
各項比率											
營業毛利率	16.05	19.34	17.80	17.46	16.17	16.55	17.74	17.56	15.01	17.73	17.07
營業利益率	3.98	7.93	6.69	5.69	5.11	5.45	6.86	6.53	2.31	6.17	6.07
稅前淨利率	5.98	10.80	7.83	7.03	6.75	7.07	8.15	7.83	4.58	7.97	7.51
稅後淨利率	4.48	8.15	5.78	5.09	5.10	5.32	6.08	5.80	3.30	5.92	5.62

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
現金及約當現金	79,227	83,983	135,446
流動金融資產	1,063	1,063	1,063
應收款項	88,161	121,530	104,430
存貨	122,790	130,236	115,952
其他流動資產	15,936	12,500	13,100
流動資產	307,177	349,312	369,990
非流動金融資產	109,154	109,154	109,154
採用權益法之投資	24,884	39,154	42,654
不動產、廠房與設備	20,082	21,333	22,547
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	35,053	27,445	27,745
資產總計	480,082	507,244	529,437
短期借款	16,239	19,239	23,239
流動金融負債	709	30	0
應付款項	95,796	108,734	108,445
其他流動負債	81,071	77,000	78,000
流動負債	197,552	205,003	209,684
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	162	162	162
其他非流動負債	20,864	30,266	34,326
負債總計	221,100	235,430	244,172
股本	7,428	7,428	7,428
資本公積	12,381	12,381	12,381
保留盈餘	163,411	188,457	201,908
其他權益	56,596	56,596	56,596
庫藏股	0	0	0
非控制權益	19,166	6,952	6,953
股東權益	258,982	271,813	285,265

資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
本期稅前淨利(淨損)	22,094	46,593	47,941
折舊攤提	2,250	2,167	2,202
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	(1,100)	(1,100)	(1,100)
收取之利息	(2,855)	(716)	(644)
收取之股利	0	0	0
營運資金增減	29,740	(26,695)	31,097
支付之利息	(725)	(152)	(150)
支付之所得稅	(3,576)	(8,921)	(9,588)
其他	5,738	5,000	5,000
來自營運之現金流量	52,087	16,700	75,283
資本支出	(1,688)	(3,417)	(3,417)
長投增減	(14)	0	0
短投增減	(651)	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	4,522	2,000	1,000
其他	39	100	500
來自投資之現金流量	2,206	(1,317)	(1,917)
自由現金流量	54,294	15,383	73,366
借款增(減)	(32,609)	3,000	4,000
股利發放	(11,141)	(12,627)	(24,902)
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	(1,490)	(1,500)	(1,500)
來自融資之現金流量	(45,240)	(11,127)	(22,402)
匯率調整	851	500	500
本期產生之現金流量	9,904	4,756	51,463
期末現金及約當現金	79,227	83,983	135,446

資料來源：TEJ、國票投顧

雙鴻 3324 綜合損益表

百萬元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	3,152	4,283	4,219	4,397	4,830	5,161	6,021	6,172	12,713	16,051	22,185
營業毛利	771	1,216	1,111	1,218	1,303	1,476	1,797	1,841	3,005	4,316	6,417
營業費用	442	529	568	604	530	565	620	630	1,629	2,143	2,345
營業利益	329	687	543	614	773	911	1,177	1,211	1,376	2,173	4,072
稅前淨利	496	783	514	634	813	946	1,212	1,246	1,568	2,427	4,217
本期淨利(NI)	404	634	411	497	638	743	951	978	1,239	1,946	3,310
淨利歸屬於_母公司業主	396	632	398	485	628	733	936	963	1,232	1,911	3,260
淨利歸屬於_非控制利益	8	2	13	12	10	10	15	15	7	35	50
每股盈餘_本期淨利	4.51	7.24	4.43	5.30	6.86	8.00	10.23	10.52	14.30	21.48	35.62
QoQ(%)											
營收淨額	(5.76)	35.88	(1.48)	4.21	9.85	6.85	16.66	2.51			
銷貨毛利	(4.79)	57.61	(8.58)	9.56	7.01	13.28	21.74	2.45			
營業利益	(14.27)	108.58	(20.91)	12.96	25.98	17.85	29.19	2.89			
稅後純益_母公司淨利	76.96	59.75	(36.99)	21.87	29.43	16.62	27.81	2.85			
YoY(%)											
營收淨額	(3.92)	64.96	20.83	31.48	53.25	20.51	42.70	40.37	(8.26)	26.26	38.21
銷貨毛利	5.28	127.02	19.91	50.30	68.93	21.41	61.69	51.20	10.38	43.62	48.68
營業利益	(9.94)	361.79	13.64	59.76	134.76	32.65	116.68	97.36	17.30	57.90	87.36
稅後純益_母公司淨利	42.72	164.14	(19.03)	117.10	58.78	15.91	135.12	98.42	(2.51)	55.15	70.58
各項比率											
營業毛利率	24.47	28.39	26.34	27.69	26.97	28.60	29.84	29.83	23.64	26.89	28.92
營業利益率	10.45	16.04	12.87	13.95	16.00	17.65	19.55	19.62	10.83	13.54	18.35
稅前淨利率	15.74	18.29	12.17	14.41	16.83	18.33	20.13	20.19	12.33	15.12	19.01
稅後淨利率	12.55	14.76	9.44	11.04	13.00	14.19	15.55	15.60	9.69	11.91	14.70

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
現金及約當現金	1,366	1,507	1,648
流動金融資產	0	0	0
應收款項	4,613	6,893	7,978
存貨	2,307	1,605	3,482
其他流動資產	368	178	178
流動資產	8,653	10,183	13,286
非流動金融資產	211	211	211
採用權益法之投資	117	199	199
不動產、廠房與設備	3,126	3,455	3,597
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	553	464	464
資產總計	12,612	14,191	17,436
短期借款	126	376	626
流動金融負債	0	0	0
應付款項	4,136	4,965	6,538
其他流動負債	490	500	500
流動負債	4,787	5,841	7,664
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	744	744	744
長期借款	172	172	172
其他非流動負債	0	(780)	(1,825)
負債總計	5,745	5,977	6,755
股本	895	895	895
資本公積	1,674	1,674	1,674
保留盈餘	4,558	5,936	8,403
其他權益	3	3	3
庫藏股	493	493	493
非控制權益	231	200	200
股東權益	6,866	8,214	10,681

資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
本期稅前淨利(淨損)	1,568	2,427	4,217
折舊攤提	439	471	458
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	(23)	(6)	(4)
收取之股利	0	0	0
營運資金增減	31	(629)	(1,389)
支付之利息	(15)	(6)	(7)
支付之所得稅	(368)	(480)	(907)
其他	308	(93)	(92)
來自營運之現金流量	1,971	1,709	2,303
資本支出	(835)	(800)	(600)
長投增減	(100)	0	0
短投增減	(16)	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	0	0	0
其他	(103)	(30)	(30)
來自投資之現金流量	(1,053)	(830)	(630)
自由現金流量	918	879	1,673
借款增(減)	(386)	250	250
股利發放	(577)	(568)	(842)
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	(43)	0	0
來自融資之現金流量	(1,007)	(318)	(592)
匯率調整	(29)	(10)	(10)
本期產生之現金流量	(118)	141	141
期末現金及約當現金	1,366	1,507	1,648

資料來源：TEJ、國票投顧

國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	62

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬介於 20% 以上，且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 15% 以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於緘默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6% 以上

研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。