



研究報告

緯創(3231.TT)

買進(調升)

TP：140

NVL72 出貨進程優於預期，明年 AI 營收維持三位數成長

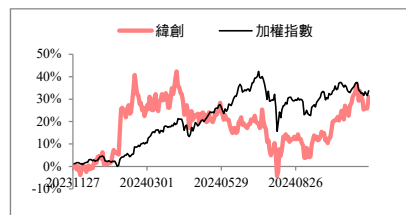
核心觀點

明年緯創 AI 營收可三位數年增、緯穎則可雙位數年增，挹注明年伺服器占比超過 50%，預估明年稅後 EPS 8.76 元，因評價偏低、NVL72 進度優於預期，故調升至「買進」。

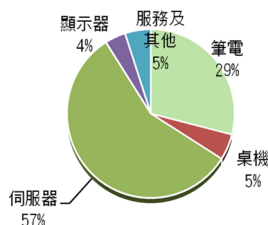
交易資料

收盤價	118.50
市值(億元)	3,432.70
流通在外股數(百萬股)	2,896.77
本益比(2025F)	13.52
股價淨值比	3.73
240 日股價(低/均/高)	83.2/108.3/135
60 日均成交額(百萬元)	3,647.91

相對報酬率



2025年產品比重預估



CSR 天下永續公民獎

企業類別	2023 排名	2022 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
大型企業	6	4	8.661	8.60	8.58	8.76	8.71

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	前 5%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	前 10%

資料來源：證基會

研究員：陳泳如
kate401124-71795@esunsec.com.tw

重要訊息

公司舉辦24Q3法說會。

玉山觀點

24Q3獲利低於預期。24Q3營收季增13.5%至2,725.4億元，毛利率8.3%，稅後EPS 1.45元，低於預期，因低毛利之NB出貨成長、新台幣升值導致毛利率季減0.01ppts，業外則因匯兌損失衝擊而呈虧損。

NVL72進度優於預期、NB出貨穩健支撐本季營收表現。觀察所有產品別中，我們預期伺服器業務仍為本季最重要營收動能，因GB200 compute board開始出貨、NVL72小量出貨給企業客戶；PC業務則因終端需求疲軟、節慶拉貨高峰已過，使PC供應鏈均保守看待24Q4出貨表現，惟公司預期本季NB、桌機、顯示器出貨量均可持平，優於市場表現。我們預估本季營收僅小幅季減0.3%至2,716.3億元，毛利率8.4%，稅後EPS 1.45元。

AI伺服器訂單能見度高，需求強勁支撐明年營收強勁年增。展望明年，基於：(1)目前AI伺服器能見度已達52週，預期緯創明年AI營收可延續三位數成長(排除緯穎)，動能包含H系列Baseboard仍可維持年增、GB200 Compute Board與NVL72出貨量放大，另一般伺服器受惠於市占增加，營收仍可低個位數成長，至於網通交換器則因取得全球最大交換器廠商訂單故可倍數成長；(2)儘管明年Win 10停止支援有望帶動商用PC需求，但基於終端需求保守、商用機種採購流程較長使AI PC換機潮發酵速度較慢，加上川普計畫上任提高中國進口關稅，恐使品牌廠轉嫁成本而將衝擊換機需求，故下修明年NB、桌機出貨量至低個位數成長。預估明年營收年增25.5%至1.28兆元，毛利率8%，下修原因基於NVL72出貨增加稀釋獲利，稅後EPS 8.76元。

投資建議

AI需求強勁支撐明年緯創AI營收可三位數年增、緯穎則可雙位數年增，故預期明年伺服器業務占比可達50%以上，預估今年稅後EPS 5.64/8.76元，目前公司評價偏低、加上NVL72出貨進程優於預期，故調升至「買進」之投資評等，目標價140元(16倍PER*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	239,325	240,207	272,542	271,630	1,023,704	1,284,412
YoY	12.9%	15.8%	25.6%	17.8%	18.1%	25.5%
毛利率	7.2%	8.4%	8.3%	8.4%	8.1%	8.0%
營益率	2.9%	3.6%	4.2%	4.2%	3.8%	4.1%
稅後淨利	3,524	4,412	4,199	4,208	16,343	25,385
EPS(元)	1.22	1.52	1.45	1.45	5.64	8.76

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
營收	271,630	257,749	263,773	247,177	2.98	4.28
毛利	22,794	21,015	21,773	20,370	4.69	3.16
營業利益	11,496	10,135	10,348	9,008	11.10	12.51
稅前淨利	9,914	10,249	8,766	9,051	13.10	13.23
稅後淨利	4,208	4,581	3,177	3,242	32.48	41.31
每股盈餘(元)	1.45	1.58	1.10	1.12	32.48	41.20
財務比率(%)						
毛利率	8.39	8.15	8.25	8.24	1.66	(1.05)
營益率	4.23	3.93	3.92	3.64	7.88	8.02
淨利率	3.65	3.98	3.32	3.66	9.83	8.64

資料來源：玉山投顧(2024/11)

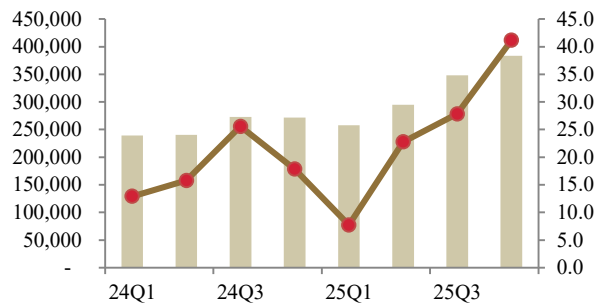
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	239,325	240,207	272,542	271,630	1,023,704	257,749	294,871	348,350	383,442	1,284,412
營業毛利	17,230	20,083	22,745	22,794	82,852	21,015	23,756	27,464	30,424	102,658
營業費用	10,171	11,431	11,336	11,298	44,235	10,880	11,850	13,100	14,190	50,020
營業利益	7,059	8,652	11,409	11,496	38,617	10,135	11,906	14,364	16,234	52,638
淨業外收支	948	473	(1,220)	(1,582)	(1,382)	114	197	401	(2,860)	(2,148)
稅前淨利	8,007	9,125	10,189	9,914	37,236	10,249	12,103	14,765	13,374	50,490
稅後淨利	3,524	4,412	4,199	4,208	16,343	4,581	6,058	7,903	6,842	25,385
EPS(元)	1.22	1.52	1.45	1.45	5.64	1.58	2.09	2.73	2.36	8.76
財務比率										
毛利率	7.20	8.36	8.35	8.39	8.09	8.15	8.06	7.88	7.93	7.99
營業利益率	2.95	3.60	4.19	4.23	3.77	3.93	4.04	4.12	4.23	4.10
稅前淨利率	3.35	3.80	3.74	3.65	3.64	3.98	4.10	4.24	3.49	3.93
YoY(%)										
營業收入	12.89	15.78	25.57	17.82	18.06	7.70	22.76	27.82	41.16	25.47
營業毛利	16.01	28.10	33.46	6.80	20.23	21.97	18.29	20.75	33.47	23.91
營業利益	49.46	62.17	67.87	9.72	41.28	43.56	37.60	25.90	41.20	36.31
稅前淨利	204.84	47.73	21.38	39.23	53.11	27.99	32.63	44.91	34.89	35.60
稅後淨利	74.4	(6.84)	(32.21)	(20.81)	(10.52)	30.02	37.31	88.22	62.59	55.33
QoQ(%)										
營業收入	3.80	0.37	13.46	(0.33)		(5.11)	14.40	18.14	10.07	
營業毛利	(19.27)	16.56	13.25	0.22		(7.81)	13.05	15.61	10.78	
營業利益	(32.63)	22.57	31.86	0.77		(11.85)	17.48	20.64	13.02	
稅前淨利	12.45	13.96	11.66	(2.69)		3.37	18.09	21.99	(9.42)	
稅後淨利	(33.69)	25.22	(4.84)	0.23		8.86	32.24	30.44	(13.42)	

資料來源：玉山投顧(2024/11)

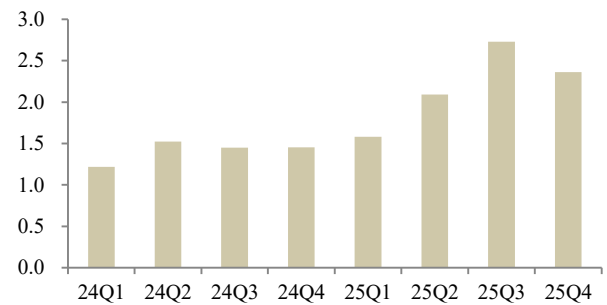
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



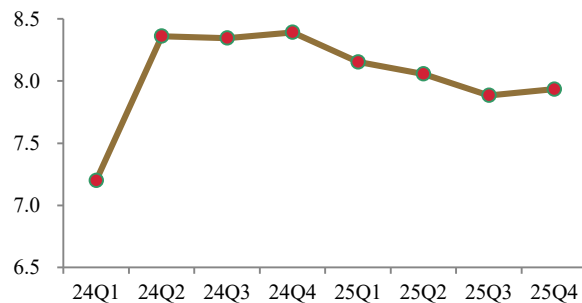
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



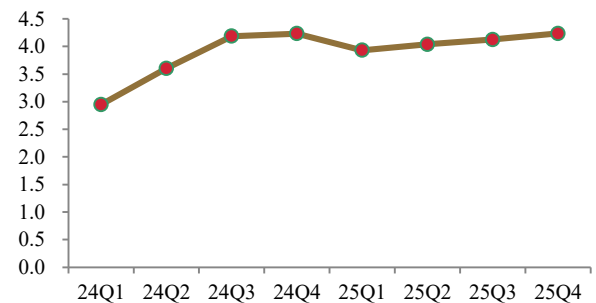
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



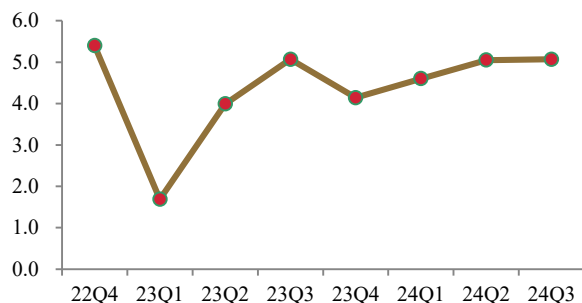
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



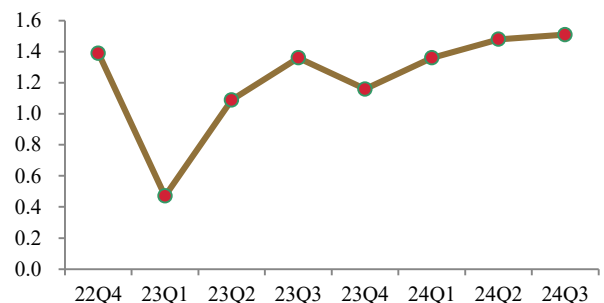
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季末年化)



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(2024/11)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	984,619	867,057	1,023,704	1,284,412
營業成本	914,890	798,074	940,852	1,181,754
營業毛利	69,729	68,983	82,852	102,658
營業費用	42,257	41,593	44,235	50,020
營業利益	27,472	27,390	38,617	52,638
營業外收支淨額	-2,761	-3,070	-1,382	-2,148
稅前淨利	24,711	24,321	37,236	50,490
稅後淨利	11,162	11,472	16,343	25,385
普通股股本	29,016	28,998	28,968	28,968
EPS(元)	3.85	3.96	5.64	8.76
年成長率				
營收	14.2%	-11.9%	4.0%	25.5%
營業利益	67.8%	-0.3%	40.6%	36.3%
稅前淨利	28.5%	-1.6%	50.7%	35.6%
母公司稅後淨利	6.6%	2.8%	46.4%	55.3%
獲利能力比率				
毛利率	7.1%	8.0%	8.1%	8.0%
營業利益率	2.8%	3.2%	3.8%	4.1%
稅前淨利率	2.5%	2.8%	3.6%	3.9%
稅後淨利率	1.1%	1.3%	1.6%	2.0%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	342,986	361,461	377,804	395,211
現金及約當現金	66,337	75,232	75,320	76,524
存貨	156,889	119,720	127,212	135,668
應收帳款及票據	100,230	121,337	128,930	137,500
其他流動資產	19,529	45,173	46,342	45,520
長期投資	8,359	10,713	10,532	10,245
固定資產	51,515	46,598	52,337	56,982
其他長期資產	30,057	33,627	34,541	35,223
資產總額	432,908	452,391	475,205	497,652
流動負債	286,725	288,252	324,435	358,446
應付帳款及票據	108,075	118,421	137,016	154,720
短期借款	114,279	95,940	109,873	124,069
什項負債	64,371	73,890	77,545	79,657
非流動負債	27,530	35,376	41,326	47,143
負債總額	314,255	323,628	365,760	405,589
普通股股本	29,016	28,998	28,968	28,968
資本公積	35,050	37,390	35,050	35,050
保留盈餘	36,358	40,681	41,692	49,696
股東權益總額	118,653	128,763	109,444	92,064

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	24,711	24,321	37,236	50,490
折舊及攤提費用	9,225	11,475	11,261	11,855
本期營運資金變動	-47,831	15,115	-3,511	-677
其他項目	-2,165	2,139	-1,240	-1,555
營運活動之現金流量	53,440	48,219	43,747	60,113
資本支出	-13,609	-12,961	-17,000	-16,500
本期長期投資變動	-298	-395	0	0
其他項目	-2,832	-1,308	-26,639	-45,042
投資活動之現金流量	-16,739	-14,665	-43,639	-61,542
短期借款及票券變動	-37,371	-17,834	13,933	14,196
舉措/償還長期借款	-10,176	5,145	5,950	5,817
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-6,257	-7,401	-11,008	-17,381
其他項目	28	64	0	0
融資活動之現金流量	-48,366	-23,205	8,875	2,633
匯率影響數	7,849	-646	0	0
本期現金流量	-3,817	9,704	8,983	1,204
期末現金及約當現金	66,337	76,041	75,320	76,524

重要財務比率	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	72.6%	71.5%	77.0%	81.5%
槓桿比率	264.9%	251.3%	334.2%	440.6%
流動比率	119.6%	125.4%	116.4%	110.3%
速動比率	64.9%	83.9%	77.2%	72.4%
存貨週轉率(次)	5.75	5.77	6.52	8.08
存貨週轉天數	62.62	62.39	55.21	44.56
應收帳款週轉率(次)	7.53	7.83	7.06	10.81
應收帳款週轉天數	47.79	46.00	51.01	33.32
總資產週轉率(次)	2.27	1.92	2.15	2.58
淨值週轉率(次)	8.30	6.73	9.35	13.95
股東權益報酬率	10.6%	9.3%	16.2%	24.1%
總資產報酬率	2.4%	2.6%	3.4%	5.5%
OCF/流動負債	18.6%	16.7%	13.5%	16.8%
每股比率				
每股淨值(元)	33.22	35.94	37.78	31.78
每股營收(元)	339.34	299.01	353.40	443.39
每股盈餘(元)	3.85	3.96	5.64	8.76
每股現金股利(元)	2.60	2.60	3.80	6.00
現金股利配發率	67.6%	65.7%	67.4%	68.5%

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。

【天下永續100強】

邀請過去3年內（2020-2022年）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，並於4組中各選出首次入榜且名次最佳者1席為當年度「新秀獎」。

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