



研究報告

緯穎(6669.TT)

買進(維持)

TP：2,870

緯穎受惠 AWS 發表 Trainium 2 帶動 ASIC 需求成長

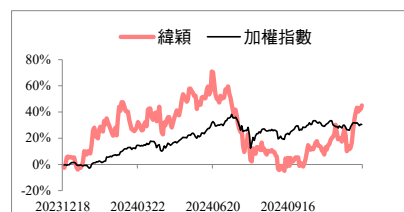
核心觀點

我們看好緯穎為 Meta、AWS ASIC 伺服器主要系統組裝廠，受惠於自研晶片需求提升而成長，且 GB200 訂單將於 25Q1 出貨，調整營收及獲利預估，並維持「買進」評等。

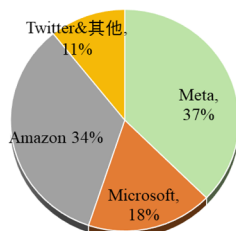
交易資料

| | |
|----------------|----------------|
| 收盤價 | 2,515.00 |
| 市值(億元) | 4,672.90 |
| 流通在外股數(百萬股) | 185.80 |
| 本益比(2025F) | 15.78 |
| 股價淨值比 | 8.62 |
| 240 日股價(低/均/高) | 1635/2175/2980 |
| 60 日均成交額(百萬元) | 4,535.63 |

相對報酬率



2025年客戶比重預估



CSR 天下永續公民獎

| 類別 | 2024 排名 | 2023 排名 | 平均 總分 | 企業 治理 | 社會 承諾 | 環境 參與 | 永續 |
|----|---------|---------|-------|-------|-------|-------|----|
|----|---------|---------|-------|-------|-------|-------|----|

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 | 6%至 20% |
| 項目二 | 評鑑結果排名 |
| 市值 100 億元以上之電子類 | 11%至 20% |

資料來源：證基會

研究員：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

重要訊息

緯穎公布11月營收375億元，MoM+5.9%、YoY+93.3%。

玉山觀點

中東客戶訂單遞延、GB200出貨遞延，下修2024年營收及獲利預估。緯穎公布11月營收為375億元，MoM+5.9%、YoY+93.3%，營收達成率61%，不如預期，主因中東客戶浸沒式訂單遞延，且GB200或將無法於24Q4出貨，故我們下修24Q4營收至1,042億元，稅後EPS為35.38元，並調整全年營收預估至3,492億元，稅後EPS為120.02元。

AWS發表Trainium 2，緯穎則為主要受惠廠商，2025年營運看旺。受惠於24Q3 Meta ASIC伺服器放量，帶動AI伺服器營收佔比提升至30%，24Q4則有望提升至35%。展望2025年，預期AWS、Meta ASIC伺服器仍為主要成長動能，且AWS於近期發表Trainium 2晶片(由2個die組成)，整櫃架構由2個Switch tray、1個CPU tray、8個GPU tray組成，其中每個GPU tray採用2顆Trainium 2晶片，整櫃由16顆Trainium 2晶片組成。另外，Marvell於近期法說會上給予樂觀的財測與指引，預估AI目標可望年增50%以上，且AWS有望成為台積電第二大客戶，我們依據台積電CoWoS產能推估2025年全年將出貨35至40萬顆Trainium 2晶片，緯穎為AWS ASIC主要系統組裝廠，以整櫃價格30萬美元計算，AWS將貢獻緯穎1,628億元營收。GB200 NVL72部分，近期則接獲YTL(楊忠禮)集團訂單，預估需求為300櫃，而中東客戶訂單則有望於近期恢復下單，以整櫃價格300萬美金計算，有望貢獻緯穎400億營收。我們看好ASIC需求成長強勁，預估2025年營收為4,775億元，AI相關營收佔比為50%，而考量到ASIC伺服器毛利率較AI GPU毛利率高，整體毛利率有望持穩於10%以上，預估稅後EPS為159.4元。

投資建議

我們看好緯穎為Meta、AWS ASIC伺服器主要系統組裝廠，受惠於自研晶片需求提升而成長，且GB200訂單將於25Q1出貨，預估2025年營收為4,775億元，稅後EPS為159.4元，維持「買進」評等，並調升目標價2,870元(18倍PER*2025EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

| | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | 24Q4(F) | 2024(F) | 2025(F) |
|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 營收 | 69,628 | 77,481 | 97,818 | 104,271 | 349,199 | 477,532 |
| YoY | -6.19% | 37.60% | 85.20% | 78.09% | 44.36% | 36.75% |
| 毛利率 | 11.07% | 10.83% | 10.66% | 10.68% | 10.78% | 10.27% |
| 營益率 | 8.41% | 8.01% | 8.08% | 8.08% | 8.13% | 8.01% |
| 稅後淨利 | 4,707 | 4,694 | 6,328 | 6,575 | 22,304 | 29,623 |
| EPS(元) | 26.92 | 26.85 | 34.05 | 35.38 | 120.02 | 159.40 |

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 | 104,271 | 95,720 | 117,772 | 105,263 | (11.46) | (9.07) |
| 毛利 | 11,131 | 10,175 | 12,225 | 10,523 | (8.95) | (3.30) |
| 營業利益 | 8,421 | 7,634 | 9,856 | 8,173 | (14.56) | (6.60) |
| 稅前淨利 | 8,219 | 7,301 | 9,706 | 8,195 | (15.32) | (10.90) |
| 稅後淨利 | 6,575 | 5,841 | 7,571 | 6,474 | (13.15) | (9.77) |
| 每股盈餘(元) | 35.38 | 31.43 | 40.74 | 34.84 | (13.15) | (9.78) |
| 財務比率(%) | | | | | | |
| 毛利率 | 10.68 | 10.63 | 10.38 | 10.00 | 2.84 | 6.30 |
| 營益率 | 8.08 | 7.98 | 8.37 | 7.76 | (3.51) | 2.77 |
| 淨利率 | 7.88 | 7.63 | 8.24 | 7.79 | (4.34) | (2.08) |

資料來源：玉山投顧(2024/12)

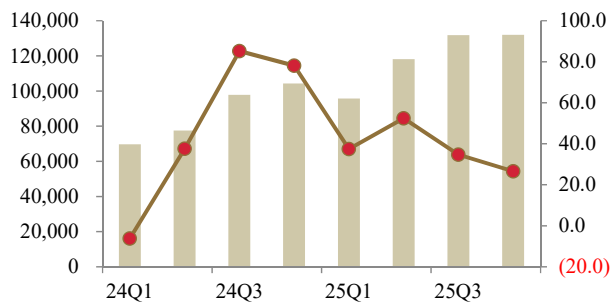
圖表 3、季度財務資訊

| 百萬元 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | 24Q4 | 2024 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 2025 |
|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入 | 69,628 | 77,481 | 97,818 | 104,271 | 349,199 | 95,720 | 118,079 | 131,776 | 131,957 | 477,532 |
| 營業毛利 | 7,705 | 8,389 | 10,432 | 11,131 | 37,658 | 10,175 | 12,114 | 13,379 | 13,388 | 49,055 |
| 營業費用 | 1,849 | 2,183 | 2,527 | 2,710 | 9,268 | 2,541 | 2,736 | 2,745 | 2,770 | 10,793 |
| 營業利益 | 5,857 | 6,207 | 7,905 | 8,421 | 28,389 | 7,634 | 9,378 | 10,633 | 10,618 | 38,263 |
| 淨業外收支 | 46 | 0 | 34 | (202) | (122) | (332) | (341) | (373) | (188) | (1,235) |
| 稅前淨利 | 5,902 | 6,207 | 7,939 | 8,219 | 28,268 | 7,301 | 9,036 | 10,260 | 10,430 | 37,028 |
| 稅後淨利 | 4,707 | 4,694 | 6,328 | 6,575 | 22,304 | 5,841 | 7,229 | 8,208 | 8,344 | 29,623 |
| EPS(元) | 26.92 | 26.85 | 34.05 | 35.38 | 120.02 | 31.43 | 38.90 | 44.17 | 44.90 | 159.40 |
| 財務比率 | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 11.07 | 10.83 | 10.66 | 10.68 | 10.78 | 10.63 | 10.26 | 10.15 | 10.15 | 10.27 |
| 營業利益率 | 8.41 | 8.01 | 8.08 | 8.08 | 8.13 | 7.98 | 7.94 | 8.07 | 8.05 | 8.01 |
| 稅前淨利率 | 8.48 | 8.01 | 8.12 | 7.88 | 8.09 | 7.63 | 7.65 | 7.79 | 7.90 | 7.75 |
| YoY(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (6.19) | 37.60 | 85.20 | 78.09 | 44.36 | 37.47 | 52.40 | 34.71 | 26.55 | 36.75 |
| 營業毛利 | 24.63 | 69.13 | 106.40 | 72.30 | 66.21 | 32.06 | 44.40 | 28.24 | 20.27 | 30.27 |
| 營業利益 | 30.71 | 77.72 | 143.10 | 81.27 | 78.88 | 30.35 | 51.09 | 34.51 | 26.09 | 34.78 |
| 稅前淨利 | 41.74 | 74.44 | 143.24 | 84.39 | 83.04 | 23.71 | 45.58 | 29.23 | 26.90 | 30.99 |
| 稅後淨利 | 42.7 | 79.45 | 141.98 | 87.08 | 85.19 | 24.09 | 54.02 | 29.71 | 26.90 | 32.81 |
| QoQ(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 18.92 | 11.28 | 26.25 | 6.60 | | (8.20) | 23.36 | 11.60 | 0.14 | |
| 營業毛利 | 19.27 | 8.88 | 24.35 | 6.70 | | (8.59) | 19.05 | 10.44 | 0.07 | |
| 營業利益 | 26.06 | 5.98 | 27.37 | 6.53 | | (9.35) | 22.84 | 13.39 | (0.14) | |
| 稅前淨利 | 32.41 | 5.17 | 27.91 | 3.52 | | (11.16) | 23.76 | 13.54 | 1.66 | |
| 稅後淨利 | 33.93 | (0.29) | 34.82 | 3.91 | | (11.16) | 23.76 | 13.54 | 1.66 | |

資料來源：玉山投顧(2024/12)

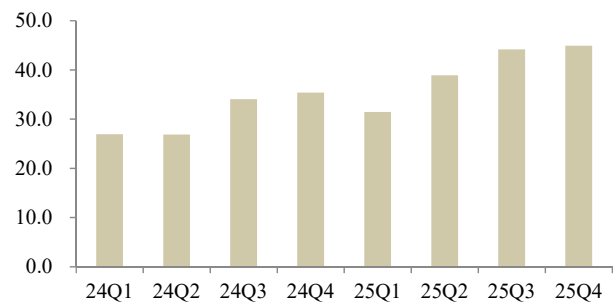
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



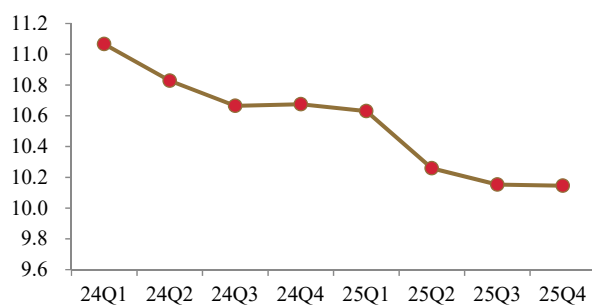
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



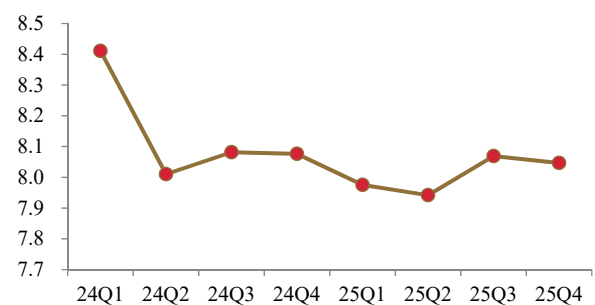
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



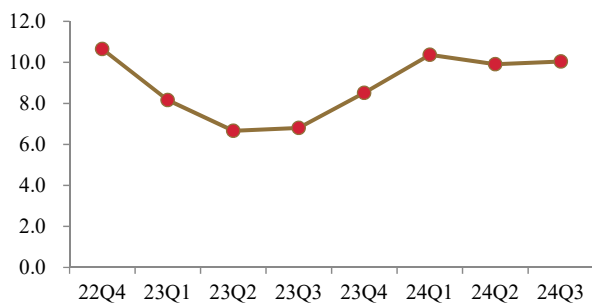
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



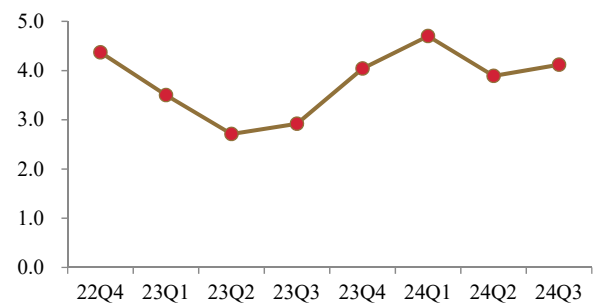
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



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(2024/12)

| 年損益表 | 單位:百萬元 | | | |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2022 | 2023 | 2024(F) | 2025(F) |
| 營業收入 | 292,876 | 241,901 | 349,199 | 477,532 |
| 營業成本 | 268,897 | 219,244 | 311,541 | 428,477 |
| 營業毛利 | 23,979 | 22,657 | 37,658 | 49,055 |
| 營業費用 | 6,145 | 6,787 | 9,268 | 10,793 |
| 營業利益 | 17,834 | 15,871 | 28,389 | 38,263 |
| 營業外收支淨額 | 63 | -427 | -122 | -1,235 |
| 稅前淨利 | 17,897 | 15,444 | 28,268 | 37,028 |
| 稅後淨利 | 14,175 | 12,044 | 22,304 | 29,623 |
| 普通股股本 | 1,748 | 1,748 | 1,858 | 1,858 |
| EPS(元) | 81.07 | 68.88 | 120.02 | 159.40 |
| 年成長率 | | | | |
| 營收 | 52.0% | -17.4% | 44.4% | 36.8% |
| 營業利益 | 56.6% | -11.0% | 78.9% | 34.8% |
| 稅前淨利 | 62.8% | -13.7% | 83.0% | 31.0% |
| 母公司稅後淨利 | 63.9% | -15.0% | 85.2% | 32.8% |
| 獲利能力比率 | | | | |
| 毛利率 | 8.2% | 9.4% | 10.8% | 10.3% |
| 營業利益率 | 6.1% | 6.6% | 8.1% | 8.0% |
| 稅前淨利率 | 6.1% | 6.4% | 8.1% | 7.8% |
| 稅後淨利率 | 4.8% | 5.0% | 6.4% | 6.2% |

| 資產負債表 | 單位:百萬元 | | | |
|---------|--------|--------|---------|---------|
| | 2022 | 2023 | 2024(F) | 2025(F) |
| 流動資產 | 84,051 | 79,195 | 113,810 | 155,210 |
| 現金及約當現金 | 26,232 | 37,495 | 54,126 | 74,018 |
| 存貨 | 36,012 | 30,179 | 43,565 | 59,576 |
| 應收帳款及票據 | 19,781 | 10,363 | 14,960 | 20,458 |
| 其他流動資產 | 2,027 | 1,158 | 1,158 | 1,158 |
| 長期投資 | 199 | 159 | 159 | 159 |
| 固定資產 | 2,157 | 5,626 | 5,490 | 5,342 |
| 其他長期資產 | 2,440 | 3,874 | 3,874 | 3,874 |
| 資產總額 | 88,838 | 88,845 | 123,324 | 164,576 |
| 流動負債 | 38,562 | 36,494 | 73,754 | 104,461 |
| 應付帳款及票據 | 15,084 | 15,145 | 21,862 | 29,897 |
| 短期借款 | 0 | 384 | 554 | 758 |
| 什項負債 | 23,479 | 20,965 | 42,371 | 60,012 |
| 非流動負債 | 11,488 | 10,117 | 9,947 | 8,930 |
| 負債總額 | 50,051 | 46,611 | 83,700 | 113,391 |
| 普通股股本 | 1,748 | 1,748 | 1,858 | 1,858 |
| 資本公積 | 8,817 | 8,840 | 8,840 | 8,840 |
| 保留盈餘 | 27,040 | 30,336 | 39,040 | 50,601 |
| 股東權益總額 | 38,787 | 42,234 | 39,624 | 51,185 |

| 現金流量表 | 單位:百萬元 | | | |
|-----------|---------|--------|---------|---------|
| | 2022 | 2023 | 2024(F) | 2025(F) |
| 稅前淨利 | 17,897 | 15,444 | 28,268 | 37,028 |
| 折舊及攤提費用 | 762 | 1,002 | 489 | 499 |
| 本期營運資金變動 | 12,613 | 11,392 | -11,265 | -13,474 |
| 其他項目 | -595 | -4,778 | -6,897 | -9,432 |
| 營運活動之現金流量 | 30,678 | 23,060 | 10,594 | 14,621 |
| 資本支出 | -1,271 | -3,671 | -354 | -350 |
| 本期長期投資變動 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他項目 | -659 | -1,025 | 13,735 | 20,033 |
| 投資活動之現金流量 | -1,930 | -4,696 | 13,381 | 19,683 |
| 短期借款及票券變動 | -22,561 | 393 | 170 | 204 |
| 舉措/償還長期借款 | 0 | 1,500 | -171 | -1,016 |
| 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 | -4,371 | -8,742 | -7,343 | -13,599 |
| 其他項目 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 融資活動之現金流量 | -26,181 | -7,115 | -7,344 | -14,412 |
| 匯率影響數 | 992 | 13 | 0 | 0 |
| 本期現金流量 | 3,559 | 11,263 | 16,631 | 19,892 |
| 期末現金及約當現金 | 26,232 | 37,495 | 54,126 | 74,018 |

| 重要財務比率 | 2022 | 2023 | 2024(F) | 2025(F) |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 資產品質比率 | | | | |
| 負債比率 | 56.3% | 52.5% | 67.9% | 68.9% |
| 槓桿比率 | 129.0% | 110.4% | 211.2% | 221.5% |
| 流動比率 | 218.0% | 217.0% | 154.3% | 148.6% |
| 速動比率 | 124.6% | 134.3% | 95.2% | 91.5% |
| 存貨週轉率(次) | 6.61 | 6.62 | 8.45 | 8.31 |
| 存貨週轉天數 | 54.49 | 54.34 | 42.61 | 43.33 |
| 應收帳款週轉率(次) | 10.68 | 8.10 | 27.58 | 26.97 |
| 應收帳款週轉天數 | 20.85 | 21.29 | 13.05 | 13.35 |
| 總資產週轉率(次) | 3.30 | 2.72 | 2.83 | 2.90 |
| 淨值週轉率(次) | 7.55 | 5.73 | 8.81 | 9.33 |
| 股東權益報酬率 | 42.9% | 29.7% | 54.5% | 65.2% |
| 總資產報酬率 | 16.3% | 13.6% | 21.0% | 20.6% |
| OCF／流動負債 | 71.6% | 61.4% | 19.2% | 16.4% |
| 每股比率 | | | | |
| 每股淨值(元) | 221.89 | 241.61 | 213.21 | 275.42 |
| 每股營收(元) | 1675.10 | 1383.55 | 1879.02 | 2569.58 |
| 每股盈餘(元) | 81.07 | 68.88 | 120.02 | 159.40 |
| 每股現金股利(元) | 50.00 | 42.00 | 73.18 | 97.19 |
| 現金股利配發率 | 61.7% | 61.0% | 61.0% | 61.0% |

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。

邀請過去3年內有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。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

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