



玉山投顧

E.SUN Investment Consulting

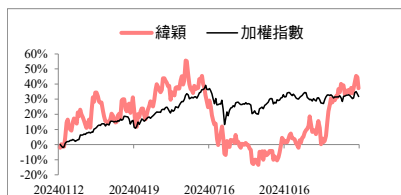
核心觀點

我們上修 Trainium 2 伺服器出貨量至 30,000 櫃，同步調整 AWS 營收貢獻至 2,500 億元，GB200 訂單部分則以 YTL 集團為主，並將於 25Q1 出貨，維持「買進」評等。

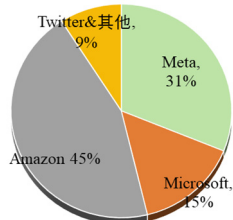
交易資料

收盤價	2,615.00
市值(億元)	4,858.70
流通在外股數(百萬股)	185.80
本益比	15.70
股價淨值比	8.80
240 日股價(低/均/高)	1635/2238/2980
60 日均成交額(百萬元)	5,380.14

相對報酬率



2025年客戶比重預估



CSR 天下永續公民獎

企業類別	2024 排名	2023 排名	平均 總分	企業 治理	企業 承諾	社會 參與	環境 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

研究報告

緯穎(6669.TT)

買進(維持)

TP：3,000

上修 Trainium 2 伺服器出貨量及營收，營運看法正向

重要訊息

緯穎公布2024年自結EPS 126.57元，優於預期。

玉山觀點

Meta伺服器需求強勁，AWS ASIC機櫃開始出貨帶動營收優於預期。緯穎公布12月營收為728億元，MoM+14.2%、YoY+111.5%，營收達成率111%，優於預期，主因Meta傳統伺服器需求強勁，且AWS Trainium 2開始出貨，緯穎同步公布24Q4自結獲利，毛利率受制於ASIC伺服器營收占比提升而下降，不過因營收優於預期，帶動稅後EPS成長至37.92元，優於預期，2024年EPS則為126.57元。

AWS發表Trainium 2，緯穎則為主要受惠廠商，2025年營運看旺。展望2025年，緯穎主要成長動能來自AWS Trainium 2，考量到AWS將成為台積電2025年CoWoS第二大客戶(占比約15%)，且AWS將取消Inferentia 2晶片並全力投入Trainium 2，預估全年將出貨115~120萬顆Trainium 2晶片，而每台Trainium 2伺服器包含8層compute tary，每層搭載2顆Trainium 2晶片，並由兩台伺服器組合成一櫃(共32顆晶片)，並推出Trainium 2 Ultra(由兩櫃組成，共64顆晶片)，經測算，我們認為AWS將於2025年購買30,000櫃Trainium 2伺服器，而緯穎則為Inferentia 2.5及Trainium 2主要系統組裝廠商，推算供貨比重約9成，另外，每顆Trainium 2價格為2,000~3,000美元，並採用全水冷散熱，將提升整體售價，預估整櫃價格為200,000~250,000美元，故我們上修全年AWS營收貢獻至2,500億元。GB200部分，則以原先YLT(楊忠禮)集團訂單為主，預估2025年將出貨300~400櫃，貢獻緯穎8%營收。綜合以上，上修緯穎2025年營收至5,637億元，不過因ASIC伺服器毛利較低(約8~8.5%)將拖累毛利率下滑至9.06%，稅後EPS為166.53元。

投資建議

我們調整AWS Trainium 2晶片需求並同步上修2025年機櫃出貨量至30,000櫃，營收則上修至5,637億元，毛利率則因ASIC占比提升下修至9.06%，預估稅後EPS為166.53元，維持「買進」評等，並調升目標價至3,000元(18倍PER*2025EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024(E)	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	360,541	116,683	141,387	151,391	154,237	563,699
YoY	49.04%	67.58%	82.48%	54.77%	33.41%	56.35%
毛利率	10.37%	9.35%	9.09%	9.02%	8.84%	9.06%
營益率	7.79%	6.90%	6.88%	6.94%	6.74%	6.86%
稅後淨利	22,776	6,491	7,825	8,425	8,328	31,068
EPS(元)	126.57	34.79	41.94	45.16	44.64	166.53

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	115,614	116,683	104,271	95,720	10.88	21.90
毛利	10,874	10,910	11,131	10,175	(2.31)	7.22
營業利益	8,131	8,046	8,421	7,634	(3.45)	5.40
稅前淨利	8,782	8,113	8,219	7,301	6.85	11.12
稅後淨利	7,074	6,491	6,575	5,841	7.59	11.12
每股盈餘(元)	37.92	34.79	35.38	31.43	7.18	10.69
財務比率(%)						
毛利率	9.41	9.35	10.68	10.63	(11.90)	(12.04)
營益率	7.03	6.90	8.08	7.98	(12.92)	(13.54)
淨利率	7.60	6.95	7.88	7.63	(3.63)	(8.84)

資料來源：玉山投顧(2025/01)

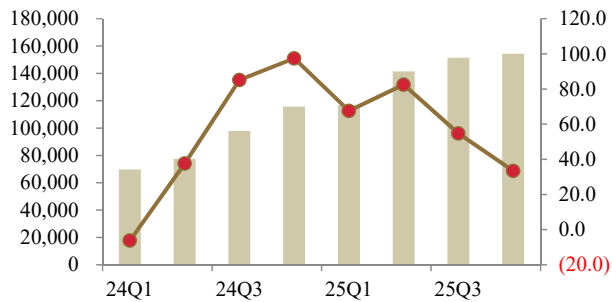
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	69,628	77,481	97,818	115,614	360,541	116,683	141,387	151,391	154,237	563,699
營業毛利	7,705	8,389	10,432	10,874	37,400	10,910	12,857	13,658	13,635	51,061
營業費用	1,849	2,183	2,527	2,743	9,301	2,864	3,135	3,154	3,237	12,391
營業利益	5,857	6,207	7,905	8,131	28,099	8,046	9,722	10,504	10,397	38,670
淨業外收支	46	0	34	651	731	68	59	27	12	165
稅前淨利	5,902	6,207	7,939	8,782	28,830	8,113	9,781	10,531	10,410	38,835
稅後淨利	4,707	4,694	6,328	7,074	22,776	6,491	7,825	8,425	8,328	31,068
EPS(元)	26.92	26.85	34.05	37.92	126.57	34.79	41.94	45.16	44.64	166.53
財務比率										
毛利率	11.07	10.83	10.66	9.41	10.37	9.35	9.09	9.02	8.84	9.06
營業利益率	8.41	8.01	8.08	7.03	7.79	6.90	6.88	6.94	6.74	6.86
稅前淨利率	8.48	8.01	8.12	7.60	8.00	6.95	6.92	6.96	6.75	6.89
YoY(%)										
營業收入	(6.19)	37.60	85.20	97.46	49.04	67.58	82.48	54.77	33.41	56.35
營業毛利	24.63	69.13	106.40	68.32	65.07	41.60	53.26	30.92	25.39	36.52
營業利益	30.71	77.72	143.10	75.01	77.05	37.38	56.65	32.88	27.88	37.62
稅前淨利	41.74	74.44	143.24	97.01	86.68	37.46	57.58	32.64	18.54	34.70
稅後淨利	42.7	79.45	141.98	101.27	89.11	37.89	66.71	33.14	17.72	36.41
QoQ(%)										
營業收入	18.92	11.28	26.25	18.19		0.93	21.17	7.08	1.88	
營業毛利	19.27	8.88	24.35	4.23		0.34	17.85	6.23	(0.17)	
營業利益	26.06	5.98	27.37	2.86		(1.04)	20.84	8.04	(1.01)	
稅前淨利	32.41	5.17	27.91	10.61		(7.61)	20.56	7.67	(1.15)	
稅後淨利	33.93	(0.29)	34.82	11.80		(8.25)	20.56	7.67	(1.15)	

資料來源：玉山投顧(2025/01)

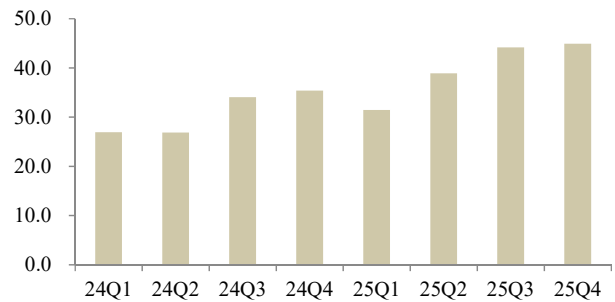
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



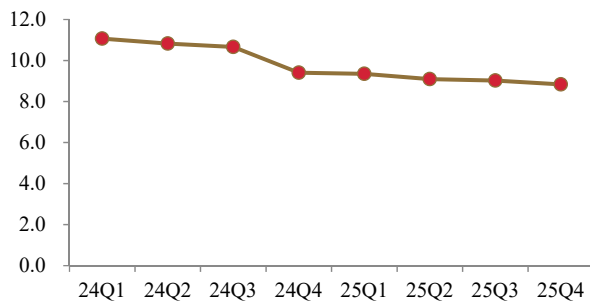
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



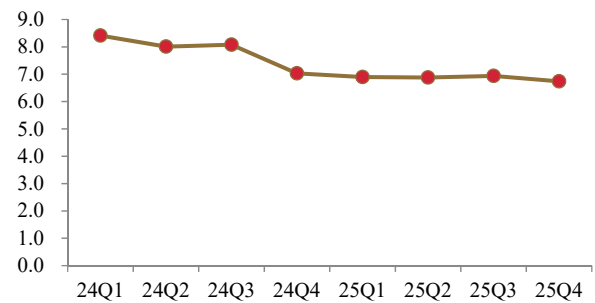
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



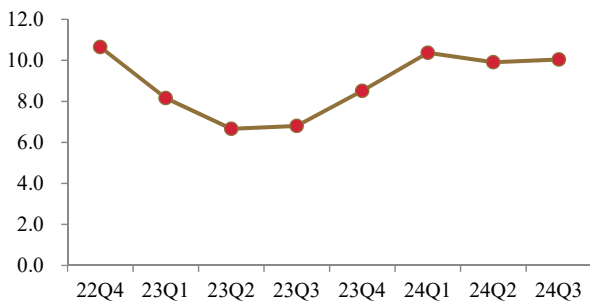
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



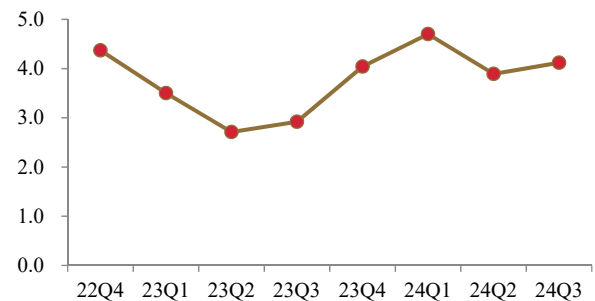
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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(2025/01)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	292,876	241,901	360,541	563,699
營業成本	268,897	219,244	323,141	512,638
營業毛利	23,979	22,657	37,400	51,061
營業費用	6,145	6,787	9,301	12,391
營業利益	17,834	15,871	28,099	38,670
營業外收支淨額	63	-427	731	165
稅前淨利	17,897	15,444	28,830	38,835
稅後淨利	14,175	12,044	22,776	31,068
普通股股本	1,748	1,748	1,799	1,866
EPS(元)	81.07	68.88	126.57	166.53
年成長率				
營收	52.0%	-17.4%	49.0%	56.3%
營業利益	56.6%	-11.0%	77.1%	37.6%
稅前淨利	62.8%	-13.7%	86.7%	34.7%
母公司稅後淨利	63.9%	-15.0%	89.1%	36.4%
獲利能力比率				
毛利率	8.2%	9.4%	10.4%	9.1%
營業利益率	6.1%	6.6%	7.8%	6.9%
稅前淨利率	6.1%	6.4%	8.0%	6.9%
稅後淨利率	4.8%	5.0%	6.3%	5.5%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	84,051	79,195	117,469	183,007
現金及約當現金	26,232	37,495	55,884	87,374
存貨	36,012	30,179	44,981	70,326
應收帳款及票據	19,781	10,363	15,446	24,149
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	126,983	192,374
流動負債	38,562	36,494	76,149	123,310
應付帳款及票據	15,084	15,145	22,573	35,292
短期借款	0	384	572	894
什項負債	23,479	20,965	43,747	70,840
非流動負債	11,488	10,117	12,728	17,433
負債總額	50,051	46,611	88,878	140,743
普通股股本	1,748	1,748	1,799	1,866
資本公積	8,817	8,840	8,840	8,840
保留盈餘	27,040	30,336	39,225	51,350
股東權益總額	38,787	42,234	38,106	51,630

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	17,897	15,444	28,830	38,835
折舊及攤提費用	762	1,002	489	499
本期營運資金變動	12,613	11,392	-12,456	-21,330
其他項目	-595	-4,778	-7,121	-11,134
營運活動之現金流量	30,678	23,060	9,742	6,870
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	13,545	33,830
投資活動之現金流量	-1,930	-4,696	13,192	33,479
短期借款及票券變動	-22,561	393	188	322
舉措/償還長期借款	0	1,500	2,611	4,705
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	-13,887
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-26,181	-7,115	-4,544	-8,860
匯率影響數	992	13	0	0
本期現金流量	3,559	11,263	18,389	31,490
期末現金及約當現金	26,232	37,495	55,884	87,374

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%	70.0%	73.2%
槓桿比率	129.0%	110.4%	233.2%	272.6%
流動比率	218.0%	217.0%	154.3%	148.4%
速動比率	124.6%	134.3%	95.2%	91.4%
存貨週轉率(次)	6.61	6.62	8.60	8.89
存貨週轉天數	54.49	54.34	41.87	40.49
應收帳款週轉率(次)	10.68	8.10	27.94	28.47
應收帳款週轉天數	20.85	21.29	12.89	12.64
總資產週轉率(次)	3.30	2.72	2.84	2.93
淨值週轉率(次)	7.55	5.73	9.46	10.92
股東權益報酬率	42.9%	29.7%	56.7%	69.2%
總資產報酬率	16.3%	13.6%	21.1%	19.5%
OCF／流動負債	71.6%	61.4%	17.3%	6.9%
每股比率				
每股淨值(元)	221.89	241.61	211.76	276.75
每股營收(元)	1675.10	1383.55	2003.57	3021.57
每股盈餘(元)	81.07	68.88	126.57	166.53
每股現金股利(元)	50.00	42.00	77.17	101.54
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