



## 研究報告

## 緯創(3231.TT)

買進(維持)

TP：140

AI 伺服器供應鏈要角，營運前景看旺

## 核心觀點

雖然子公司緯穎毛利率下滑將拖累緯創毛利率走低，但仍看好緯創為 B200、GB200 主要零組件供應商，且 GB200 已開始出貨給客戶，將帶動全年 AI 營收呈倍數成長，維持「買進」評等。

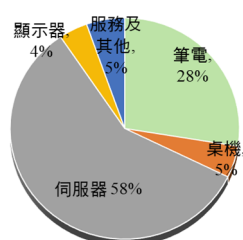
## 交易資料

收盤價	115.00
市值(億元)	3,330.90
流通在外股數(百萬股)	2,896.80
本益比	12.96
股價淨值比	3.31
240 日股價(低/均/高)	83.2/109.97/133
60 日均成交額(百萬元)	3,444.35

## 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	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	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：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

## 重要訊息

緯創召開法說會，說明24Q4營運及未來展望。

## 玉山觀點

**NB、AI伺服器需求強勁，惟產品組合轉差拖累毛利。**24Q4營收2,972億元，QoQ+9%、YoY+28.9%，其中NB出貨530萬台(QoQ+2%、YoY+2%)，主要因客戶提前拉貨，而AI方面則有H200需求強勁、B200 baseboard出貨以及GB200已開始交付給客戶推升營收成長，不過毛利率下滑至8.1%，則是受到緯穎影響(毛利率9.4%，季減1.3ppt)，稅後EPS為1.83元。

**緯創於AI供應鏈扮演重要角色。**我們看好緯創於AI產業中扮演重要角色，係因(1)緯創於H100/200 baseboard佔有重要份額，為DGX獨家供應商，HGX產品則有70%供貨比重(其餘份額由工業富聯供應)，我們認為此供應模式將延續至Blackwell平台，並且已於24Q4開始出貨貢獻營收，1月維持成長。(2)緯創為GB200 compute board主要供應商，與工業富聯個擁有50%市占率，且走consign出貨模式，毛利率較高。(3)緯創為GB200 NVL72機櫃供應商之一，主要客戶為Dell、HP、Cisco，終端客戶則為美系Tier 2 CSP，且已於24Q4開始出貨，預估全年出貨量為1,500櫃。(4)Nvidia於GB300中導入socket設計，因此主板新增OAM設計，緯創已經獲得Nvidia認證將持續與工業富聯為主力供應商，預期將於25Q4開始出貨。綜合以上，預估2025年緯創AI伺服器營收貢獻為2,500億元，YoY+177%，而包含緯穎的伺服器營收占比將提升至58%。NB、PC方面，我們則認為受惠於Win 10將於10/14停止更新，且DeepSeek帶動邊緣AI需求提升，故我們仍樂觀預期換機潮有望於25H2啟動，預估將推升緯創NB、PC出貨年增中個位數。

## 投資建議

雖然子公司緯穎毛利率下滑將拖累母公司緯創毛利率走低，但仍看好緯創為B200、GB200主要零組件供應商，且GB200已開始出貨給客戶，將帶動全年AI營收呈倍數成長，預估2025年EPS為8.87元，維持「買進」評等，目標價140元(16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	1,049,256	287,388	339,335	383,807	394,078	1,404,607
YoY	21.0%	20.1%	41.3%	40.8%	32.6%	33.9%
毛利率	8.0%	7.6%	7.9%	7.8%	7.8%	7.8%
營益率	3.7%	3.4%	4.1%	4.4%	4.7%	4.2%
稅後淨利	17,446	4,030	6,496	6,721	8,453	25,701
EPS(元)	6.02	1.39	2.24	2.32	2.92	8.87

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
營收	287,388	339,335	257,749	294,871	11.50	15.08
毛利	21,964	26,901	21,015	23,756	4.51	13.24
營業利益	9,751	13,807	10,135	14,364	(3.79)	(3.88)
稅前淨利	9,158	13,436	10,249	14,765	(10.65)	(9.00)
稅後淨利	4,030	6,496	4,581	7,903	(12.03)	(17.80)
每股盈餘(元)	1.39	2.24	1.58	2.73	(11.95)	(17.85)
財務比率(%)						
毛利率	7.64	7.93	8.15	7.88	(6.23)	0.60
營益率	3.39	4.07	3.93	4.12	(13.67)	(1.24)
淨利率	3.19	3.96	3.98	4.24	(19.94)	(6.62)

資料來源：玉山投顧(2025/02)

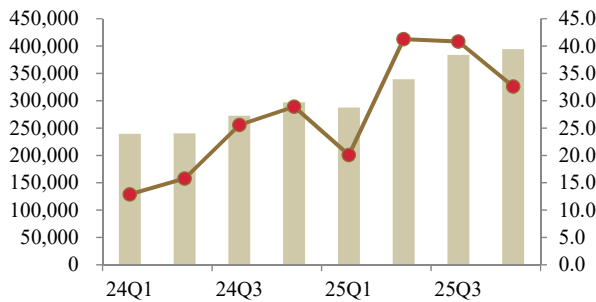
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	239,325	240,207	272,542	297,182	1,049,256	287,388	339,335	383,807	394,078	1,404,607
營業毛利	17,230	20,083	22,745	24,034	84,092	21,964	26,901	29,908	30,804	109,576
營業費用	10,171	11,431	11,336	12,176	45,113	12,213	13,094	12,893	12,287	50,487
營業利益	7,059	8,652	11,409	11,858	38,979	9,751	13,807	17,015	18,517	59,089
淨業外收支	948	473	(1,220)	797	997	(593)	(371)	(705)	(503)	(2,173)
稅前淨利	8,007	9,125	10,189	12,655	39,976	9,158	13,436	16,310	18,014	56,917
稅後淨利	3,524	4,412	4,199	5,312	17,446	4,030	6,496	6,721	8,453	25,701
EPS(元)	1.22	1.52	1.45	1.83	6.02	1.39	2.24	2.32	2.92	8.87
財務比率										
毛利率	7.20	8.36	8.35	8.09	8.01	7.64	7.93	7.79	7.82	7.80
營業利益率	2.95	3.60	4.19	3.99	3.71	3.39	4.07	4.43	4.70	4.21
稅前淨利率	3.35	3.80	3.74	4.26	3.81	3.19	3.96	4.25	4.57	4.05
YoY(%)										
營業收入	12.89	15.78	25.57	28.91	21.01	20.08	41.27	40.82	32.61	33.87
營業毛利	16.01	28.10	33.46	12.25	21.90	27.47	33.95	31.49	28.17	30.31
營業利益	49.46	62.17	67.87	12.56	42.31	38.12	59.57	49.13	56.16	51.59
稅前淨利	204.84	47.73	21.38	77.68	64.37	14.37	47.24	60.08	42.34	42.38
稅後淨利	1,927.8	35.41	(10.71)	59.17	52.08	14.37	47.24	60.08	59.15	47.32
QoQ(%)										
營業收入	3.81	0.37	13.46	9.04		(3.30)	18.08	13.11	2.68	
營業毛利	(19.53)	16.56	13.25	5.67		(8.61)	22.48	11.18	3.00	
營業利益	(32.99)	22.57	31.86	3.93		(17.77)	41.60	23.23	8.83	
稅前淨利	12.42	13.96	11.66	24.20		(27.64)	46.71	21.39	10.44	
稅後淨利	5.59	25.22	(4.84)	26.51		(24.13)	61.21	3.46	25.78	

資料來源：玉山投顧(2025/02)

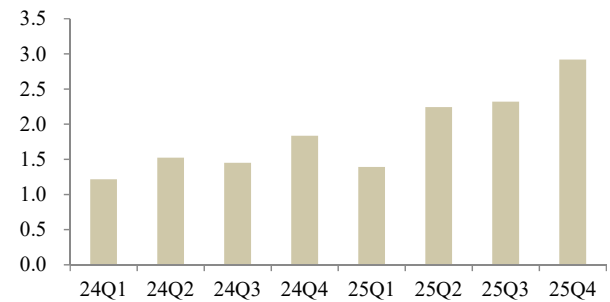
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



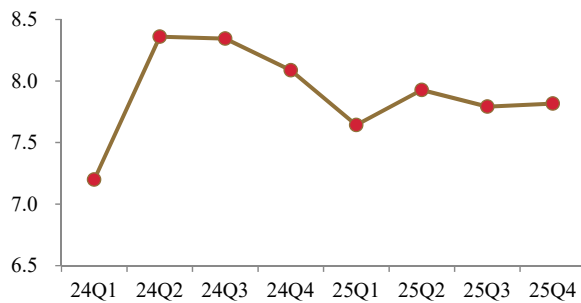
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



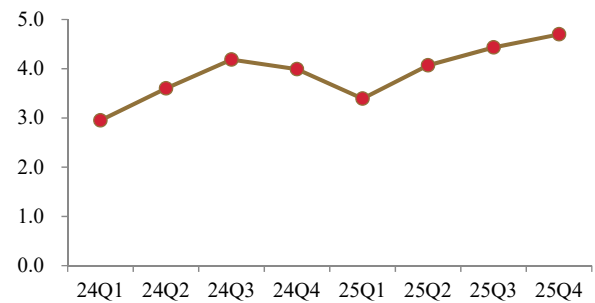
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



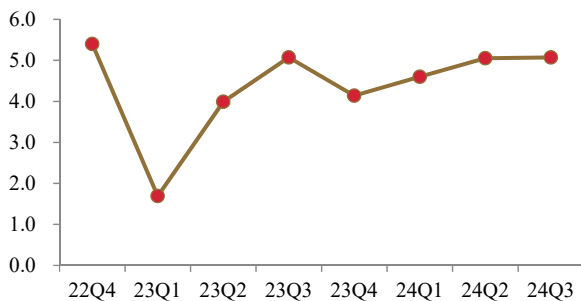
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



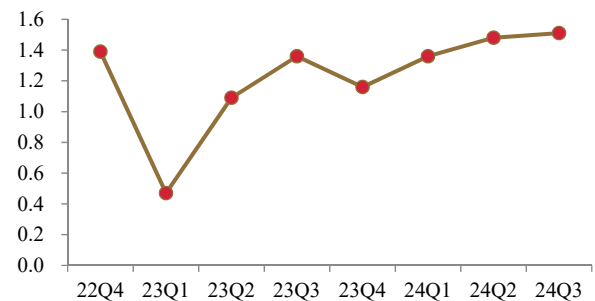
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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(2025/02)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
營業收入	984,619	867,057	1,049,256	1,404,607
營業成本	914,890	798,074	965,164	1,295,031
營業毛利	69,729	68,983	84,092	109,576
營業費用	42,257	41,593	45,113	50,487
營業利益	27,472	27,390	38,979	59,089
營業外收支淨額	-2,761	-3,070	997	-2,173
稅前淨利	24,711	24,321	39,976	56,917
稅後淨利	11,162	11,472	17,446	25,701
普通股股本	29,016	28,998	28,968	28,968
EPS(元)	3.85	3.96	6.02	8.87
年成長率				
營收	14.2%	-11.9%	21.0%	33.9%
營業利益	67.8%	-0.3%	42.3%	51.6%
稅前淨利	28.5%	-1.6%	64.4%	42.4%
母公司稅後淨利	6.6%	2.8%	52.1%	47.3%
獲利能力比率				
毛利率	7.1%	8.0%	8.0%	7.8%
營業利益率	2.8%	3.2%	3.7%	4.2%
稅前淨利率	2.5%	2.8%	3.8%	4.1%
稅後淨利率	1.1%	1.3%	1.7%	1.8%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
流動資產	342,986	361,461	427,925	557,551
現金及約當現金	66,337	75,232	91,041	121,873
存貨	156,889	119,720	144,877	193,943
應收帳款及票據	100,230	121,337	146,834	196,562
其他流動資產	19,529	45,173	45,173	45,173
長期投資	8,359	10,713	10,713	10,713
固定資產	51,515	46,598	47,309	77,823
其他長期資產	30,057	33,627	33,627	33,627
資產總額	432,908	452,391	519,565	679,706
流動負債	286,725	288,252	383,706	513,656
應付帳款及票據	108,075	118,421	143,305	191,838
短期借款	114,279	95,940	116,101	155,421
什項負債	64,371	73,890	98,359	131,670
非流動負債	27,530	35,376	43,263	64,638
負債總額	314,255	323,628	426,969	578,293
普通股股本	29,016	28,998	28,968	28,968
資本公積	35,050	37,390	37,390	37,390
保留盈餘	36,358	40,681	47,119	55,935
股東權益總額	96,382	104,224	92,597	101,413

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
稅前淨利	24,711	24,321	39,976	56,917
折舊及攤提費用	9,642	9,434	9,538	9,486
本期營運資金變動	6,205	26,408	-25,770	-50,261
其他項目	-2,472	-2,177	-2,635	-3,527
營運活動之現金流量	38,086	57,986	21,110	12,615
資本支出	-10,167	-10,332	-10,250	-40,000
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	12,972	-20,726	-15,562	8,530
投資活動之現金流量	2,804	-31,058	-25,812	-31,470
短期借款及票券變動	-26,620	-18,339	20,160	39,320
舉措/償還長期借款	-11,700	7,846	7,887	21,375
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	-6,387	-7,540	-7,537	-11,008
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-44,708	-18,033	20,511	49,687
匯率影響數	0	0	0	0
本期現金流量	-3,817	8,894	15,809	30,833
期末現金及約當現金	66,337	75,232	91,041	121,873

重要財務比率	2022	2023	2024(E)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	72.6%	71.5%	82.2%	85.1%
槓桿比率	326.1%	310.5%	461.1%	570.2%
流動比率	119.6%	125.4%	111.5%	108.5%
速動比率	64.9%	83.9%	73.8%	70.8%
存貨週轉率(次)	5.75	5.77	7.30	7.64
存貨週轉天數	62.62	62.39	49.35	47.09
應收帳款週轉率(次)	6.60	6.99	7.83	8.18
應收帳款週轉天數	60.29	47.79	46.00	44.01
總資產週轉率(次)	2.27	1.92	2.02	2.07
淨值週轉率(次)	10.22	8.32	11.33	13.85
股東權益報酬率	12.8%	11.4%	17.7%	26.5%
總資產報酬率	4.1%	4.1%	3.6%	4.3%
OCF/流動負債	11.7%	20.2%	6.3%	2.8%
每股比率				
每股淨值(元)	33.22	35.94	31.97	35.01
每股營收(元)	339.34	299.01	362.22	484.89
每股盈餘(元)	3.85	3.96	6.02	8.87
每股現金股利(元)	2.60	2.60	3.80	5.83
現金股利配發率	67.6%	65.7%	63.1%	65.7%

研究報告可自本公司網站( [www.esunconsulting.com.tw](http://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