



玉山投顧

E.SUN Investment Consulting

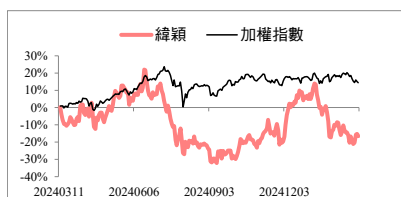
核心觀點

緯穎加大美國力道以因應關稅戰，我們認為ASIC帶動營運成長動能仍強勁，惟美國政府於墨西哥加徵關稅使評價難以提升，故維持「逢低買進」評等。

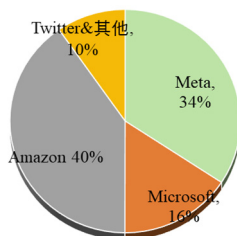
交易資料

收盤價	2,030.00
市值(億元)	3,771.70
流通在外股數(百萬股)	185.80
本益比	12.69
股價淨值比	3.75
240日股價(低/均/高)	1635/2232/2980
60日均成交額(百萬元)	5,928.82

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	公司 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)

逢低買進(維持)

TP：2,240

ASIC 帶動營運成長，惟關稅議題不利評價提升

重要訊息

緯穎召開法說會，說明24Q4營運及其未來展望。

玉山觀點

ASIC需求強勁、業外收入攀升，EPS創下新高。緯穎24Q4營收1,156億元，QoQ+18.2%、YoY+97.5%，主因Meta傳統伺服器需求強勁，且AWS Trainium 2開始出貨，毛利率因ASIC伺服器營收占比提升而下降至9.4%，惟受惠於認列匯兌利益帶動業外收入成長至6.5億元，稅後EPS成長至37.92元。

AWS調整Trainium2需求，我們同步下修緯穎獲利預估。緯穎為AWS Trainium2主要系統組裝廠，供貨比重約9成，2月營收465億元，MoM+24%、YoY+91.2%，營收達成率72%，優於預期，反映出Trainium2拉貨動能遠超預期，且根據供應鏈調查，AWS將集中於25H1拉貨Trainium2伺服器，故我們上修25Q1營收至1,311億元，稅後EPS為39.66元。展望2025年，因應日前Marvell下修2025年對於台積電CoWoS產能需求(推測轉往Trainium2.5/3生產)，我們同步下修緯穎Trainium2出貨約2成，另外，預期緯穎將於25H2出貨YTL、中東客戶GB200機櫃，故調整2025年營收預估至5,417億元，毛利率因ASIC、GPU伺服器占比提升而下滑至9.1%，稅後EPS為160元。

緯穎擴大資本支出因應關稅議題，靜待2026德州廠量產。緯穎產能集中於墨西哥(佔比70%)，受關稅影響劇烈，此次法說會宣布大幅增加資本支出至180億(前值48億)，主要用於投資3億美元於德州廠房，並增加80億元於台南研發基地，此次德州廠6月將開始小量產(改裝現有倉庫及研發中心)，量產或將等到2026年，短期關稅因應將由馬來西亞及捷克廠出貨。

投資建議

因應AWS減少Trainium2需求量，我們下修緯穎營收至5,417億元，EPS為160元，而公司投入3億美元於德州興建廠房以因應關稅議題，最快需2026年才有望量產。我們認為雖然營運成長動能仍強勁，惟美國政府於墨西哥加徵關稅使評價難以提升，故維持「逢低買進」評等，目標價2,240元(14倍PER*2025EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	360,541	131,143	138,493	139,423	132,626	541,685
YoY	49.0%	88.3%	78.7%	42.5%	14.7%	50.2%
毛利率	10.4%	9.3%	9.4%	9.3%	8.5%	9.1%
營益率	7.8%	7.0%	6.9%	7.1%	6.4%	6.8%
稅後淨利	22,776	7,371	7,663	7,896	6,804	29,735
EPS(元)	126.57	39.66	41.24	42.49	36.61	160.00

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	131,143	138,493	116,683	141,387	12.39	(2.05)
毛利	12,235	13,007	10,910	12,857	12.14	1.16
營業利益	9,147	9,520	8,046	9,722	13.68	(2.07)
稅前淨利	9,214	9,579	8,113	9,781	13.57	(2.06)
稅後淨利	7,371	7,663	6,491	7,825	13.56	(2.07)
每股盈餘(元)	39.66	41.24	34.79	41.94	14.01	(1.68)
財務比率(%)						
毛利率	9.33	9.39	9.35	9.09	(0.22)	3.32
營益率	6.97	6.87	6.90	6.88	1.08	(0.08)
淨利率	7.03	6.92	6.95	6.92	1.09	(0.05)

資料來源：玉山投顧(2025/03)

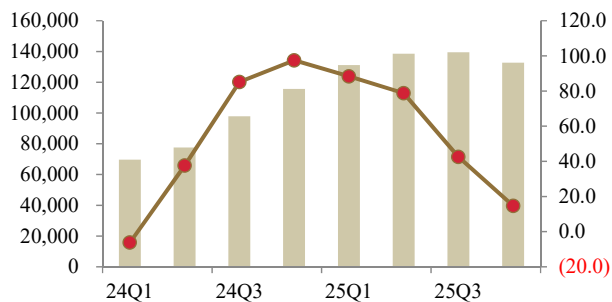
圖表 3、季度財務資訊

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	131,143	138,493	139,423	132,626	541,685
營業毛利	7,705	8,389	10,432	10,874	37,400	12,235	13,007	13,027	11,235	49,504
營業費用	1,849	2,183	2,527	2,743	9,301	3,088	3,486	3,184	2,749	12,507
營業利益	5,857	6,207	7,905	8,131	28,099	9,147	9,520	9,843	8,487	36,997
淨業外收支	46	0	34	651	731	68	59	27	19	172
稅前淨利	5,902	6,207	7,939	8,782	28,830	9,214	9,579	9,870	8,506	37,169
稅後淨利	4,707	4,694	6,328	7,047	22,776	7,371	7,663	7,896	6,804	29,735
EPS(元)	26.92	26.85	34.05	37.92	126.57	39.66	41.24	42.49	36.61	160.00
財務比率										
毛利率	11.07	10.83	10.66	9.41	10.37	9.33	9.39	9.34	8.47	9.14
營業利益率	8.41	8.01	8.08	7.03	7.79	6.97	6.87	7.06	6.40	6.83
稅前淨利率	8.48	8.01	8.12	7.60	8.00	7.03	6.92	7.08	6.41	6.86
YoY(%)										
營業收入	(6.19)	37.60	85.20	97.46	49.04	88.35	78.74	42.53	14.71	50.24
營業毛利	24.63	69.13	106.40	68.32	65.07	58.79	55.04	24.87	3.33	32.36
營業利益	30.71	77.72	143.10	75.01	77.05	56.18	53.39	24.52	4.38	31.67
稅前淨利	41.74	74.44	143.24	97.01	86.68	56.11	54.33	24.32	(3.15)	28.92
稅後淨利	42.7	79.45	141.98	100.51	89.11	56.59	63.27	24.78	(3.45)	30.55
QoQ(%)										
營業收入	18.92	11.28	26.25	18.19		13.43	5.60	0.67	(4.87)	
營業毛利	19.27	8.88	24.35	4.23		12.52	6.31	0.16	(13.75)	
營業利益	26.06	5.98	27.37	2.86		12.49	4.09	3.39	(13.78)	
稅前淨利	32.41	5.17	27.91	10.61		4.92	3.96	3.04	(13.83)	
稅後淨利	33.93	(0.29)	34.82	11.37		4.60	3.96	3.04	(13.83)	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

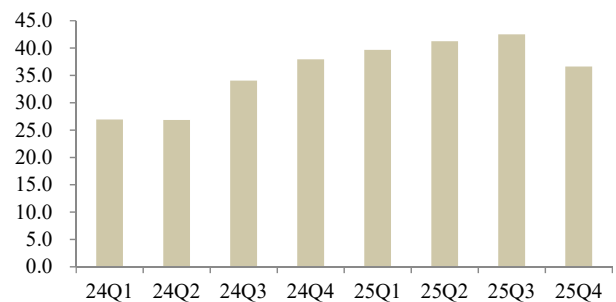
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



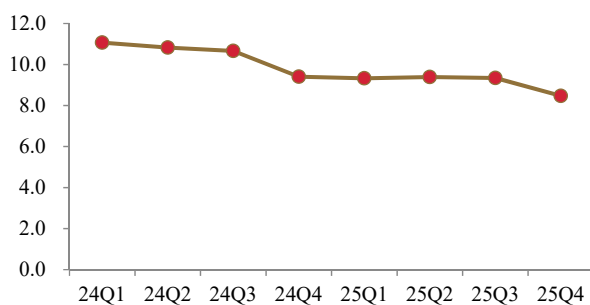
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



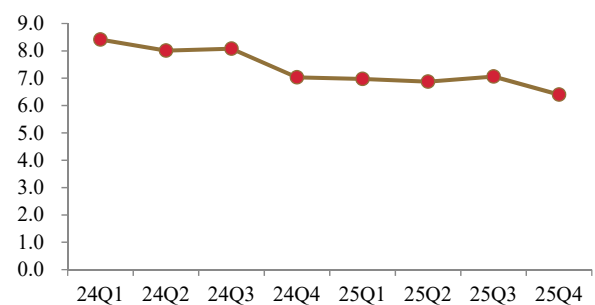
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



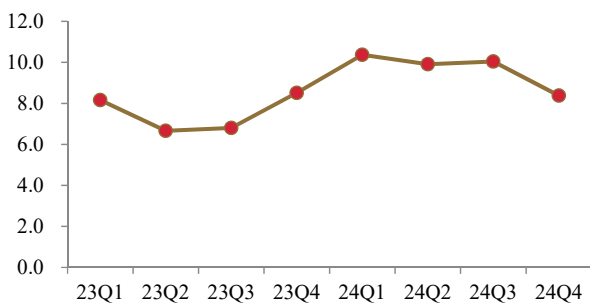
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



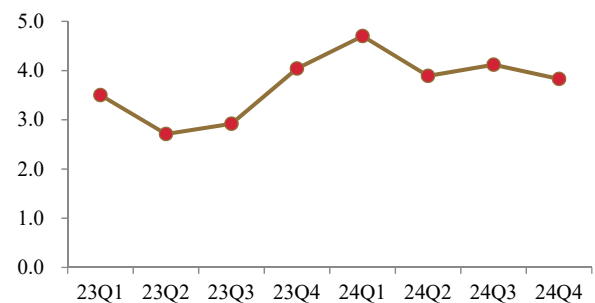
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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(2025/03)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
營業收入	292,876	241,901	360,541	541,685
營業成本	268,897	219,244	323,141	492,181
營業毛利	23,979	22,657	37,400	49,504
營業費用	6,145	6,787	9,301	12,507
營業利益	17,834	15,871	28,099	36,997
營業外收支淨額	63	-427	731	172
稅前淨利	17,897	15,444	28,830	37,169
稅後淨利	14,175	12,044	22,776	29,735
普通股股本	1,748	1,748	1,799	1,858
EPS(元)	81.07	68.88	126.57	160.00
年成長率				
營收	52.0%	-17.4%	49.0%	50.2%
營業利益	56.6%	-11.0%	77.1%	31.7%
稅前淨利	62.8%	-13.7%	86.7%	28.9%
母公司稅後淨利	63.9%	-15.0%	89.1%	30.6%
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%	6.8%
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	2025(F)
流動資產	84,051	79,195	173,683	260,194
現金及約當現金	26,232	37,495	48,329	72,610
存貨	36,012	30,179	86,211	129,526
應收帳款及票據	19,781	10,363	37,649	56,564
其他流動資產	2,027	1,158	1,494	1,494
長期投資	199	159	142	142
固定資產	2,157	5,626	9,163	25,660
其他長期資產	2,440	3,874	7,700	7,700
資產總額	88,838	88,845	190,679	293,687
流動負債	38,562	36,494	76,364	166,361
應付帳款及票據	15,084	15,145	48,061	72,207
短期借款	0	384	1,400	2,103
什項負債	23,479	20,965	26,904	58,611
非流動負債	11,488	10,117	26,112	26,755
負債總額	50,051	46,611	102,476	193,115
普通股股本	1,748	1,748	1,858	1,858
資本公積	8,817	8,840	37,007	37,007
保留盈餘	27,040	30,336	45,746	58,096
股東權益總額	38,787	42,234	88,203	100,571

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	17,897	15,444	28,830	37,169
折舊及攤提費用	762	1,002	2,005	1,503
本期營運資金變動	12,613	11,392	-46,748	-38,083
其他項目	-595	-4,778	-4,080	-6,130
營運活動之現金流量	30,678	23,060	-19,993	-5,541
資本支出	-1,271	-3,671	-3,642	-18,000
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-659	-1,025	-2,012	59,793
投資活動之現金流量	-1,930	-4,696	-5,655	41,793
短期借款及票券變動	-22,561	393	940	703
舉措/償還長期借款	0	1,500	0	643
發行/償還公司債	0	0	16,945	0
現金增資	0	0	27,068	0
發行現金股利	-4,371	-8,742	-7,343	-13,316
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-26,181	-7,115	36,316	-11,970
匯率影響數	992	13	166	0
本期現金流量	3,559	11,263	10,834	24,281
期末現金及約當現金	26,232	37,495	48,329	72,610

重要財務比率	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	56.3%	52.5%	53.7%	65.8%
槓桿比率	129.0%	110.4%	116.2%	192.0%
流動比率	218.0%	217.0%	227.4%	156.4%
速動比率	124.6%	134.3%	114.5%	78.5%
存貨週轉率(次)	6.61	6.62	5.55	4.56
存貨週轉天數	54.49	54.34	64.83	78.90
應收帳款週轉率(次)	10.68	8.10	7.75	11.50
應收帳款週轉天數	20.85	21.29	23.45	31.31
總資產週轉率(次)	3.30	2.72	1.89	1.84
淨值週轉率(次)	7.55	5.73	4.09	5.39
股東權益報酬率	42.9%	29.7%	34.9%	31.5%
總資產報酬率	16.3%	13.6%	16.3%	12.3%
OCF/流動負債	71.6%	61.4%	-35.4%	-4.6%
每股比率				
每股淨值(元)	221.89	241.61	474.72	541.17
每股營收(元)	1675.10	1383.55	2003.57	2914.78
每股盈餘(元)	81.07	68.88	126.57	160.00
每股現金股利(元)	50.00	42.00	74.00	93.55
現金股利配發率	61.7%	61.0%	58.5%	58.5%

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。

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