



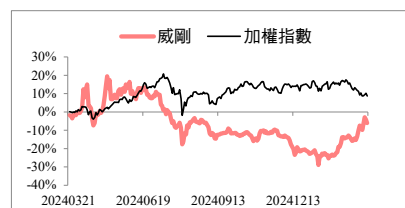
核心觀點

考量記憶體報價提前上漲，產業開始進入上行週期，預估2025年EPS為11元，目前評價合理，故維持「逢低買進」之投資評等。

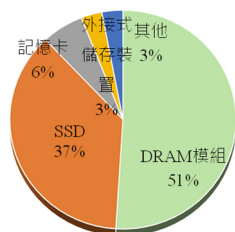
交易資料

收盤價	94.50
市值(億元)	308.00
流通在外股數(百萬股)	325.80
本益比	8.59
股價淨值比	1.58
240日股價(低/均/高)	71.4/93.7/121.5
60日均成交額(百萬元)	441.07

相對報酬率



2025年產品組合預估



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
上櫃公司	6%~20%
項目二	評鑑結果排名
市值100億元以上之電子類	61%~100%

資料來源：證基會

研究員：祝顯軒

harrychu0615-71993@esunsec.com.tw

研究報告

威剛(3260.TT)

逢低買進(維持)

TP：100

DRAM 與 NAND 國際原廠提前漲價，記憶體進入上行週期

重要訊息

威剛召開法說會，更新營運近況。

玉山觀點

24Q4稅後EPS 1.03元，低於預期。24Q4營收98.5億元，年減10.6%，毛利率大幅減少至13.9%，稅後EPS 1.03元，獲利比23Q4大幅減少主因24Q4記憶體報價大幅下跌，提列庫存跌價損失約1億元使毛利率大幅減少。

25Q1為全年谷底，3月營收將優於2月。前2月營收61.6億元，年減10.8%，達成率67%，優於預期。管理層認為目前終端客戶需求十分強勁，3月營收將優於2月。故我們上修25Q1營收預估至97.9億元，與上季持平，毛利率17%，稅後EPS 1.37元。

DRAM與NAND報價上漲，全年營收與獲利將創歷史新高。展望2025年，威剛受惠於DRAM與NAND漲價趨勢明確，今年主要成長動能有：(1) DRAM方面，預期25Q1的合約價將季減約10%，但現貨價從2月開始小幅回升。根據供應鏈調查，韓系記憶體原廠三星電子將於三月底發出漲價通知，並預期SK海力士與美光也將跟進漲價，漲價時點有所提前，目前保守預估此波漲價趨勢將至少延續至25Q3。預估威剛2025年DRAM模組營收約211.7億元，營收佔比為51%，其中DDR 4與DDR 5目前佔比約50%與40%，但今年DDR 5佔比將超越50%成為主流；(2) NAND方面，預期25Q1的合約價將大幅季減約21%，但現貨價從3月開始大漲7%~11%，漲價趨勢比DRAM更為強勁。威剛受惠於國際原廠三星、美光、海力士與鎧俠持續減產，加上美光與SanDisk分別於3、4月開始調漲報價約10%，預估威剛今年NAND營收153.5億元，營收佔比37%。綜上所述，預估2025年營收415億元，年增3%，毛利率21.6%，稅後EPS 11元。

投資建議

考量記憶體報價提前上漲，產業開始進入上行週期，預估2025年EPS為11元，但近期股價已反映記憶體上漲利多，目前評價合理，故維持「逢低買進」之投資評等，目標價100元(9倍PER*2025年EPS)。

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	40,179	9,793	10,552	10,809	10,342	41,495
YoY	19.3%	-10.0%	5.0%	15.0%	5.0%	3.3%
毛利率	21.8%	17.0%	22.5%	24.5%	22.0%	21.6%
營益率	9.9%	5.0%	10.7%	13.7%	11.0%	10.2%
稅後淨利	2,707	405	865	1,112	872	3,255
EPS(元)	9.15	1.37	2.92	3.76	2.95	11.00

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	9,793	10,552	9,793	10,552	0.00	0.00
毛利	1,665	2,374	1,665	2,374	0.00	0.00
營業利益	494	1,131	494	1,131	0.00	0.00
稅前淨利	567	1,210	567	1,210	0.00	0.00
稅後淨利	405	865	405	865	0.00	0.00
每股盈餘(元)	1.37	2.92	1.37	2.92	0.00	0.00
財務比率(%)						
毛利率	17.00	22.50	17.00	22.50	0.00	0.00
營益率	5.04	10.72	5.04	10.72	0.00	0.00
淨利率	5.79	11.47	5.79	11.47	0.00	0.00

資料來源：玉山投顧(2025/03)

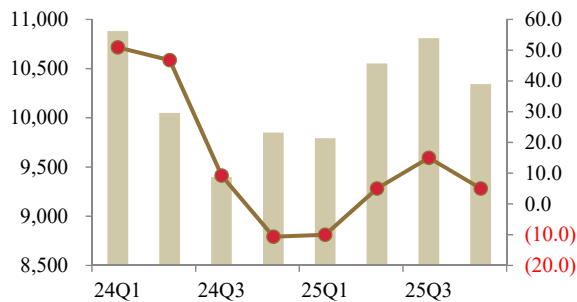
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	10,881	10,049	9,399	9,850	40,179	9,793	10,552	10,809	10,342	41,495
營業毛利	2,876	2,495	2,012	1,367	8,750	1,665	2,374	2,648	2,275	8,962
營業費用	1,330	1,103	1,207	1,149	4,789	1,171	1,243	1,173	1,132	4,720
營業利益	1,547	1,392	805	217	3,961	494	1,131	1,475	1,143	4,243
淨業外收支	(68)	(369)	114	144	(180)	73	79	81	78	311
稅前淨利	1,478	1,022	920	361	3,781	567	1,210	1,556	1,220	4,554
稅後淨利	1,060	755	590	304	2,707	405	865	1,112	872	3,255
EPS(元)	3.58	2.55	1.99	1.03	9.15	1.37	2.92	3.76	2.95	11.00
財務比率										
毛利率	26.43	24.83	21.41	13.88	21.78	17.00	22.50	24.50	22.00	21.60
營業利益率	14.21	13.85	8.57	2.21	9.86	5.04	10.72	13.65	11.05	10.22
稅前淨利率	13.58	10.17	9.79	3.67	9.41	5.79	11.47	14.40	11.80	10.97
YoY(%)										
營業收入	50.90	46.75	9.25	(10.64)	19.28	(10.00)	5.00	15.00	5.00	3.28
營業毛利	245.97	135.72	26.36	(37.18)	54.65	(42.12)	(4.85)	31.61	66.46	2.42
營業利益	3,606.82	882.02	55.92	(79.77)	123.17	(68.07)	(18.75)	83.18	425.44	7.11
稅前淨利	1,584.10	176.26	51.55	(60.36)	91.39	(61.62)	18.35	69.21	237.99	20.43
稅後淨利	4,229.4	183.08	42.36	(56.89)	92.10	(61.75)	14.59	88.64	187.34	20.20
QoQ(%)										
營業收入	(1.29)	(7.64)	(6.47)	4.79		(0.58)	7.75	2.44	(4.32)	
營業毛利	32.19	(13.25)	(19.36)	(32.07)		21.80	42.61	11.54	(14.08)	
營業利益	43.87	(10.01)	(42.13)	(73.00)		127.03	129.01	30.48	(22.55)	
稅前淨利	62.26	(30.83)	(10.03)	(60.75)		57.10	113.31	28.64	(21.60)	
稅後淨利	50.50	(28.79)	(21.86)	(48.53)		33.56	113.31	28.64	(21.60)	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

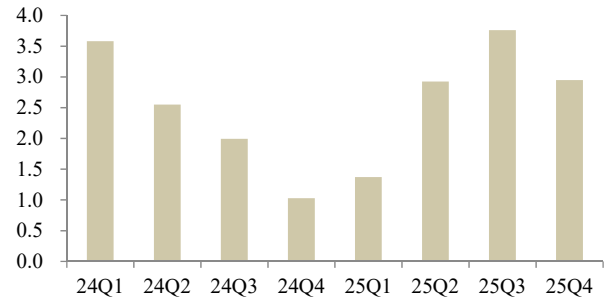
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



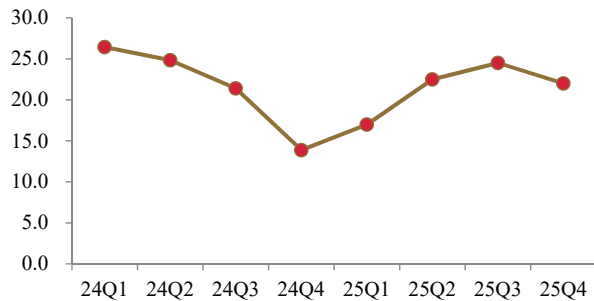
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



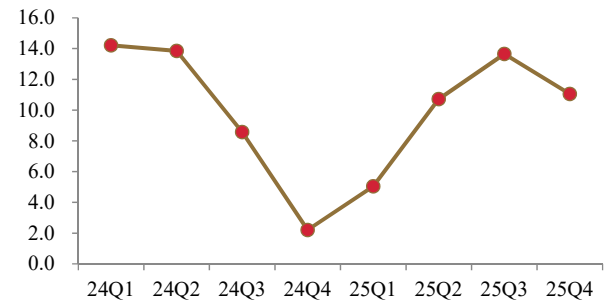
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



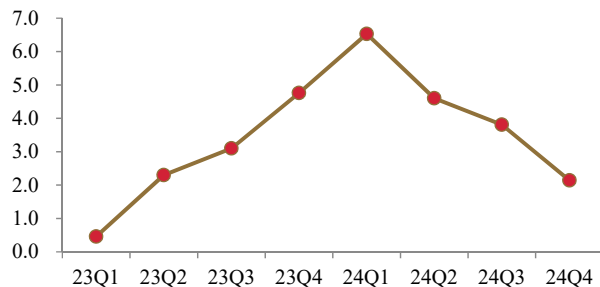
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



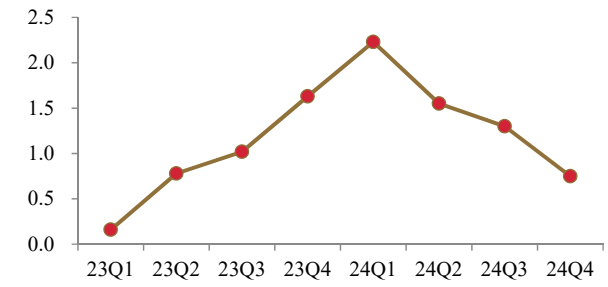
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)

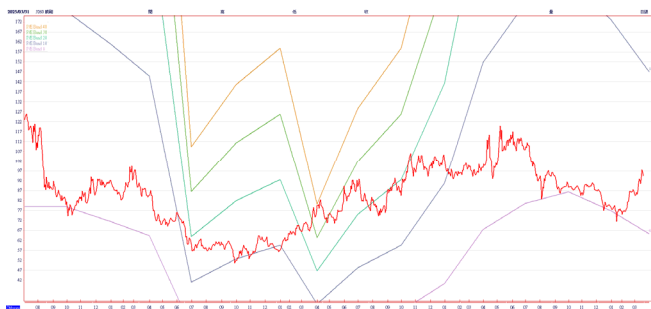


圖表 9、稅後資產報酬率

(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(2025/03)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
營業收入	34,927	33,685	40,179	41,495
營業成本	30,537	28,027	31,428	32,533
營業毛利	4,390	5,658	8,750	8,962
營業費用	3,683	3,883	4,789	4,720
營業利益	707	1,775	3,961	4,243
營業外收支淨額	378	201	-180	311
稅前淨利	1,085	1,976	3,781	4,554
稅後淨利	830	1,409	2,707	3,255
普通股股本	2,674	2,960	2,958	2,958
EPS(元)	3.10	4.76	9.15	11.00
年成長率				
營收	-11.8%	-3.6%	19.3%	3.3%
營業利益	-69.5%	151.0%	123.2%	7.1%
稅前淨利	-66.9%	82.1%	91.4%	20.4%
母公司稅後淨利	-63.1%	69.9%	92.1%	20.2%
獲利能力比率				
毛利率	12.6%	16.8%	21.8%	21.6%
營業利益率	2.0%	5.3%	9.9%	10.2%
稅前淨利率	3.1%	5.9%	9.4%	11.0%
稅後淨利率	2.4%	4.2%	6.7%	7.8%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	18,515	26,044	26,509	27,403
現金及約當現金	5,145	3,927	3,766	4,006
存貨	6,228	15,037	14,198	14,664
應收帳款及票據	4,346	4,463	5,757	5,945
其他流動資產	2,796	2,617	2,788	2,788
長期投資	3,922	4,114	4,034	4,034
固定資產	9,826	10,056	10,611	11,099
其他長期資產	3,665	4,435	8,528	8,528
資產總額	35,928	44,650	49,683	51,065
流動負債	10,525	18,032	13,891	14,346
應付帳款及票據	3,049	4,652	1,877	1,939
短期借款	5,389	10,260	7,947	8,207
什項負債	2,086	3,120	4,067	4,201
非流動負債	12,776	11,063	17,994	18,701
負債總額	23,300	29,095	31,885	33,048
普通股股本	2,674	2,960	2,958	2,958
資本公積	5,789	7,364	7,396	7,396
保留盈餘	4,589	5,490	7,093	8,395
股東權益總額	11,741	14,546	16,719	18,017

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	1,085	1,976	3,781	4,554
折舊及攤提費用	420	461	486	512
本期營運資金變動	3,434	-7,372	-2,744	-592
其他項目	136	-276	-726	-750
營運活動之現金流量	5,075	-5,211	797	3,724
資本支出	-4,056	-572	-1,436	-1,000
本期長期投資變動	-398	-58	-499	0
其他項目	-569	-485	-1,538	-1,824
投資活動之現金流量	-5,023	-1,116	-3,473	-2,824
短期借款及票券變動	-3,861	5,771	-2,832	260
舉措/償還長期借款	7,103	-1,813	6,646	708
發行/償還公司債	-1	0	0	0
現金增資	0	1,854	0	0
發行現金股利	-1,422	-527	-878	-1,627
其他項目	1	3	0	0
融資活動之現金流量	1,668	4,959	2,879	-659
匯率影響數	305	151	-364	0
本期現金流量	2,025	-1,218	-161	240
期末現金及約當現金	5,145	3,927	3,766	4,006

重要財務比率	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	64.9%	65.2%	64.2%	64.7%
槓桿比率	198.5%	200.0%	190.7%	183.4%
流動比率	175.9%	144.4%	190.8%	191.0%
速動比率	116.7%	61.0%	88.6%	88.8%
存貨週轉率(次)	3.99	2.64	2.15	2.25
存貨週轉天數	90.25	136.57	167.44	159.69
應收帳款週轉率(次)	6.75	5.09	5.77	7.09
應收帳款週轉天數	45.07	53.42	51.25	50.76
總資產週轉率(次)	0.97	0.75	0.81	0.81
淨值週轉率(次)	2.97	2.32	2.40	2.30
股東權益報酬率	7.0%	10.7%	17.3%	18.7%
總資產報酬率	2.6%	3.7%	6.0%	6.5%
OCF/流動負債	40.7%	-36.5%	5.0%	26.4%
每股比率				
每股淨值(元)	43.91	49.14	56.50	60.90
每股營收(元)	130.60	113.81	135.81	140.26
每股盈餘(元)	3.10	4.76	9.15	11.00
每股現金股利(元)	2.00	3.00	5.50	6.60
現金股利配發率	64.5%	63.0%	60.1%	60.0%

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