

## 緯穎 (6669.TW/6669 TT)

### AI 伺服器營收上揚帶動 EPS 成長

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

#### 增加持股 · 維持

收盤價 August 16 (NT\$)	2,025
12 個月目標價 (NT\$)	3,020
前次目標價 (NT\$)	3,020
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	49.1

#### 焦點內容

- 2Q24 EPS 26.82 元低於我們預期係因稅率及營業費用較高。
- 緯穎預期 AI 伺服器營收比重將從 2Q24 的 25-30% 升至 4Q24 的約 50%，但 Blackwell GPU 供給是不確定因素。
- 新 ASIC 與 GPU 專案使 2H24-2025 年展望正向，通用型伺服器將上半年持平，但 AI 伺服器成長強勁，近期增資主要為積極發展 AI 伺服器。

#### 交易資料表

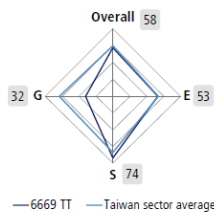
市值：(NT\$bn/US\$mn)	376.3 / 11,548
流通在外股數 (百萬股)：	185.8
外資持有股數 (百萬股)：	71.27
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.23
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	1,365 - 2,965

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-24	-11.4	18.4
相對表現 (%)	-28.9	-31.5	-17.5

#### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	13.42A	20.38A	24.68A	22.59A
2023	18.86A	14.96A	14.96A	20.10A
2024	26.92A	26.85A	31.55F	39.78F

#### ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv；凱基

#### 重要訊息

緯穎召開法人電話會議更新營運近況。

#### 評論及分析

**稅率及營業費用較高使 2Q24 財報不如預期。** 2Q24 EPS 26.85 元，年增 80% 但季持平，略低於市場與我們預估，主因營業費用與稅率較高。毛利率 10.8% 符合我們前估。儘管 2Q24 營收規模季增 11%，但數個新專案推升研發費用，營業費用率升至 2.8%，對比 1Q24 為 2.7%。因此，營利率季減至 8%，低於我們預估。1H24 EPS 達 53.77 元，年增 59%。管理層指出 2Q24 AI 伺服器營收貢獻攀升至 25-30%，對比 1Q24 低於 20%，主要動能為 ASIC AI 專案。公司預期 AI 伺服器升勢將於 2H24 延續，並維持 4Q24 達 AI 伺服器營收約 50% 之目標，惟 Blackwell GPU 供給是關鍵變數。

**2H24 AI 伺服器營收展望強勁。** 2Q24 庫存金額季增 43%，意味備料以應對短中期更多訂單需求。公司表示 1H24 通用伺服器營收優於預期，展望 2H24 通用伺服器營收將持平於 1H24。基於 4Q24 AI 伺服器營收比重將升至約 50% 之指引，我們預估 2H24 營收將較上半年成長逾 40%，主要動能來自 AI 伺服器。來自 Meta(美) 與 AWS(美) 的新 ASIC 專案，加上新 GPU AI 伺服器專案將推動 2H24 營收增長。我們維持 2024 年 AI 伺服器營收佔比達 30-35%、2025 年升至逾 50% 之預估。然而，反映營業費用率較高及 GDR 發行後股數增加，我們下修 2024 年 EPS 預估至 125.64 元 (年增 88%)。

**2025 年新客戶將帶動 AI 伺服器成長。** AI ASIC 專案推動 2H23-1H24 伺服器營收擴張，4Q24-2025 年又有 GPU 專案帶動，加上 2025 年 AI 專案針對 GPU 有 buy-and-sell 與 consign 商業模式差異，將對營收與毛利率之影響錯雜。我們目前預期 2025 年之毛利率約 9.9%，略優於原估之 8.7%。但因部分專案 ASP 不計 GPU 成本，2025 年營收成長將低於我們前估。預期 ASIC 專案之毛利率將高於 GPU 專案，而報價模式調整將不影響獲利絕對金額。預估 2024-25 年公司來自三大美系 CSP (Meta、Microsoft 與 AWS) 的營收將更加平均，而新客戶有望於 2025 年貢獻較明顯之營收。反映未來 AI 專案數量持續增加，緯穎近期發行 ECB 籌資 6 億美元與 GDR(海外存託憑證) 8.366 億美元將讓營運資金更充裕，並用以擴充墨西哥、馬來西亞與台灣廠因應需求成長。基於增資股本增加，我們下修 2025 年 EPS 預估至 160.57 元，年增 32%。

#### 投資建議

我們維持目標價 3,020 元，基於 22 倍 2024-25 年完全稀釋後 EPS 預估平均。由於營收與獲利趨勢正向，我們維持「增加持股」評等。

#### 投資風險

通用型伺服器需求疲弱；客戶資料中心擴張延遲。

#### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	192,626	292,876	241,901	356,307	487,322
營業毛利 (NT\$百萬)	15,621	23,979	22,657	37,340	48,332
營業利益 (NT\$百萬)	11,387	17,834	15,871	28,752	38,289
稅後淨利 (NT\$百萬)	8,648	14,175	12,044	22,606	29,841
每股盈餘 (NT\$)	49.46	81.07	68.88	125.64	160.57
每股現金股利 (NT\$)	25.00	50.00	42.00	66.90	88.32
每股盈餘成長率 (%)	0.4	63.9	(15.0)	82.4	27.8
本益比 (x)	40.9	25.0	29.4	16.1	12.6
股價淨值比 (x)	12.9	9.1	8.4	4.7	4.0
EV/EBITDA (x)	30.1	18.2	19.4	10.7	8.4
淨負債比率 (%)	29.3	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.2	2.5	2.1	3.3	4.4
股東權益報酬率 (%)	33.3	42.9	29.7	37.1	34.5

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2Q24 與 3Q24 財測修正 vs. 共識預估

百萬元	2Q24							3Q24F						
	實際數	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	77,481	77,481	0.0	11.3	37.6	76,729	1.0	92,977	96,851	(4.0)	20.0	76.0	89,989	3.3
毛利	8,389	8,368	0.3	8.9	69.1	7,994	4.9	9,623	10,024	(4.0)	14.7	90.4	8,853	8.7
營業利益	6,207	6,431	(3.5)	6.0	77.7	5,968	4.0	7,392	7,700	(4.0)	19.1	127.3	6,641	11.3
稅前淨利	6,207	6,299	(1.5)	5.2	74.4	6,022	3.1	7,264	7,568	(4.0)	17.0	122.5	6,640	9.4
稅後淨利	4,694	5,039	(6.9)	(0.3)	79.5	4,753	(1.2)	5,811	6,054	(4.0)	23.8	122.2	5,328	9.1
每股盈餘 (元)	26.85	28.82	(6.9)	(0.3)	79.5	27.18	(1.2)	31.55	34.63	(4.0)	23.8	122.2	30.47	9.1
毛利率 (%)	10.8	10.8	0.0 ppts	(0.2)ppts	2.0 ppts	10.4	0.4 ppts	10.4	10.4	0.0 ppts	(0.5)ppts	0.8 ppts	9.8	0.5 ppts
營業利益率 (%)	8.0	8.3	(0.3)ppts	(0.4)ppts	1.8 ppts	7.8	0.2 ppts	8.0	8.0	0.0 ppts	(0.1)ppts	1.8 ppts	7.4	0.5 ppts
淨利率 (%)	6.1	6.5	(0.4)ppts	(0.7)ppts	1.4 ppts	6.2	(0.1)ppts	6.2	6.3	(0.0)ppts	0.2 ppts	1.3 ppts	5.9	0.3 ppts

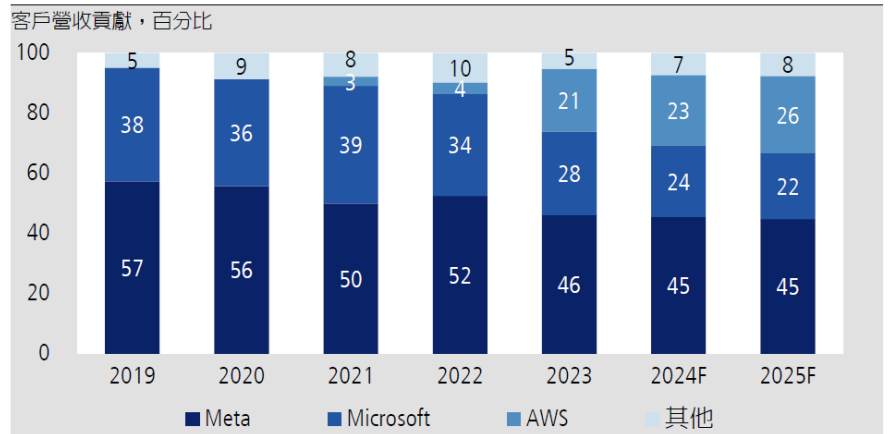
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2024-25 年財測修正 vs. 共識預估

百萬元	2024F						2025F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	356,307	360,182	(1.1)	47.3	341,088	4.5	487,322	542,291	(10.1)	36.8	482,213	1.1
毛利	37,340	37,719	(1.0)	64.8	34,450	8.4	48,332	47,321	2.1	29.4	43,881	10.1
營業利益	28,752	29,285	(1.8)	81.2	26,424	8.8	38,289	37,607	1.8	33.2	33,086	15.7
稅前獲利	28,470	28,926	(1.6)	84.4	26,310	8.2	37,536	37,071	1.3	31.8	32,938	14.0
稅後淨利	22,606	22,967	(1.6)	87.7	20,814	8.6	29,841	29,472	1.3	32.0	25,863	15.4
每股盈餘 (元)	125.64	131.36	(4.4)	87.7	115.68	8.6	160.57	168.56	(4.7)	32.0	139.17	15.4
毛利率 (%)	10.5	10.5	0.0 ppts	1.1 ppts	10.1	0.4 ppts	9.9	8.7	1.2 ppts	(0.6)ppts	9.1	0.8 ppts
營利率 (%)	8.1	8.1	(0.1)ppts	1.5 ppts	7.7	0.4 ppts	7.9	6.9	0.9 ppts	(0.2)ppts	6.9	1.0 ppts
淨利率 (%)	6.3	6.4	(0.0)ppts	1.4 ppts	6.1	0.2 ppts	6.1	5.4	0.7 ppts	(0.2)ppts	5.4	0.7 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：2023-25 年客戶組合將轉趨健康



資料來源：公司資料；凱基預估

**圖 4：2023 年 CSP 業者資本支出增速放緩，但市場預期 2024 年將恢復年增達 43%**

Capex, US\$m	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Meta	15,102	15,115	18,567	31,431	27,266	37,630	44,108
Amazon	16,861	35,044	55,396	58,321	48,133	66,005	73,129
Microsoft	13,546	17,592	23,216	24,768	35,202	53,665	60,490
Google	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	49,261	51,859
Baidu	931	738	1,689	1,586	1,580	1,654	1,685
Alibaba	6,517	6,379	8,311	5,014	4,084	5,444	6,006
Tencent	3,927	5,719	4,808	4,611	3,017	6,335	6,663
<b>Hyperscale subtotal</b>	<b>80,432</b>	<b>102,867</b>	<b>136,627</b>	<b>157,216</b>	<b>151,533</b>	<b>219,995</b>	<b>243,939</b>
Apple	9,247	8,702	10,388	11,692	9,564	10,891	12,849
IBM	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,683	1,795
Oracle	1,591	1,833	3,118	6,678	6,935	10,870	13,792
Paypal	704	866	908	706	623	653	786
eBay	508	463	444	420	456	473	497
Salesforce	643	710	717	798	736	717	812
Netflix	253	498	525	408	349	362	433
Uber	588	616	298	252	223	303	339
<b>Enterprise subtotal</b>	<b>15,820</b>	<b>16,306</b>	<b>18,460</b>	<b>22,300</b>	<b>20,131</b>	<b>25,951</b>	<b>31,303</b>
<b>Total</b>	<b>96,793</b>	<b>119,173</b>	<b>155,086</b>	<b>179,516</b>	<b>171,664</b>	<b>245,946</b>	<b>275,242</b>

YoY growth, percent	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Meta	8.5	0.1	22.8	69.3	(13.3)	38.0	17.2
Amazon	25.6	107.8	58.1	5.3	(17.5)	37.1	10.8
Microsoft	6.0	29.9	32.0	6.7	42.1	52.4	12.7
Google	(6.3)	(5.4)	10.6	27.8	2.4	52.7	5.3
Baidu	(29.9)	(20.7)	129.1	(6.1)	(0.4)	4.7	1.8
Alibaba	(11.9)	(2.1)	30.3	(39.7)	(18.5)	33.3	10.3
Tencent	17.0	45.6	(15.9)	(4.1)	(34.6)	110.0	5.2
<b>Hyperscale subtotal</b>	<b>4.0</b>	<b>27.9</b>	<b>32.8</b>	<b>15.1</b>	<b>(3.6)</b>	<b>45.2</b>	<b>10.9</b>
Apple	(26.7)	(5.9)	19.4	12.6	(18.2)	13.9	18.0
IBM	(32.7)	14.5	(21.2)	(34.7)	(7.5)	35.1	6.7
Oracle	8.4	15.2	70.1	114.2	3.8	56.7	26.9
Paypal	(14.5)	23.0	4.8	(22.2)	(11.8)	4.8	20.5
eBay	(22.0)	(8.9)	(4.1)	(5.3)	8.5	3.6	5.1
Salesforce	8.1	10.4	1.0	11.3	(7.8)	(2.6)	13.2
Netflix	45.5	96.8	5.4	(22.3)	(14.5)	3.9	19.6
Uber	5.4	4.8	(51.6)	(15.4)	(11.5)	36.0	11.8
<b>Enterprise subtotal</b>	<b>(22.0)</b>	<b>3.1</b>	<b>13.2</b>	<b>20.8</b>	<b>(9.7)</b>	<b>28.9</b>	<b>20.6</b>
<b>Total</b>	<b>(1.3)</b>	<b>23.1</b>	<b>30.1</b>	<b>15.8</b>	<b>(4.4)</b>	<b>43.3</b>	<b>11.9</b>

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

**圖 5：2023 年前四大美系 CSP 資本支出年減 2%、2024 年將年增 45%**

資本支出(百萬美元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Meta (Facebook)	5,441	7,572	9,375	9,043	6,842	6,216	6,543	7,665	6,400	8,173	15,102	15,115	18,567	31,431	27,266	37,630	44,108
Amazon	14,951	15,724	16,378	11,268	14,207	11,455	12,479	14,588	14,925	17,620	16,861	40,141	61,053	58,321	48,133	66,005	73,129
Microsoft	5,340	6,871	6,283	6,274	6,607	8,943	9,917	9,735	10,952	13,873	13,546	17,592	23,216	24,768	35,202	53,665	60,490
Google	9,786	6,828	7,276	7,595	6,289	6,888	8,055	11,019	12,012	13,186	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	49,261	51,859
<b>美系 CSP 業者合計</b>	<b>35,518</b>	<b>36,995</b>	<b>39,312</b>	<b>34,180</b>	<b>33,945</b>	<b>33,502</b>	<b>36,994</b>	<b>43,007</b>	<b>44,289</b>	<b>52,852</b>	<b>69,057</b>	<b>95,129</b>	<b>127,476</b>	<b>146,005</b>	<b>142,852</b>	<b>206,562</b>	<b>229,586</b>
年增率 (%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Meta (Facebook)	27.4	64.2	117.4	68.4	25.7	(17.9)	(30.2)	(15.2)	(6.5)	31.5	8.0	0.1	22.8	69.3	(13.3)	38.0	17.2
Amazon	23.7	10.1	4.0	(40.5)	(5.0)	(27.1)	(23.8)	29.5	5.1	53.8	25.6	138.1	52.1	(4.5)	(17.5)	37.1	10.8
Microsoft	4.9	6.5	8.1	7.0	23.7	30.2	57.8	55.2	65.8	55.1	(4.8)	29.9	32.0	6.7	42.1	52.4	12.7
Google	64.7	24.2	6.7	19.0	(35.7)	0.9	10.7	45.1	91.0	91.4	(6.3)	(5.4)	10.6	27.8	2.4	52.7	5.3
<b>美系 CSP 業者合計</b>	<b>29.7</b>	<b>19.9</b>	<b>20.3</b>	<b>(6.5)</b>	<b>(4.4)</b>	<b>(9.4)</b>	<b>(5.9)</b>	<b>25.8</b>	<b>30.5</b>	<b>57.8</b>	<b>3.4</b>	<b>37.8</b>	<b>34.0</b>	<b>14.5</b>	<b>(2.2)</b>	<b>44.6</b>	<b>11.1</b>
季增率 (%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Meta (Facebook)	1.3	39.2	23.8	(3.5)	(24.3)	(9.1)	5.3	17.1	(16.5)	27.7							
Amazon	(21.0)	5.2	4.2	(31.2)	26.1	(19.4)	8.9	16.9	2.3	18.1							
Microsoft	(9.0)	28.7	(8.6)	(0.1)	5.3	35.4	10.9	(1.8)	12.5	26.7							
Google	53.3	(30.2)	6.6	4.4	(17.2)	9.5	16.9	36.8	9.0	9.8							
<b>美系 CSP 業者合計</b>	<b>(2.8)</b>	<b>4.2</b>	<b>6.3</b>	<b>(13.1)</b>	<b>(0.7)</b>	<b>(1.3)</b>	<b>10.4</b>	<b>16.3</b>	<b>3.0</b>	<b>19.3</b>							

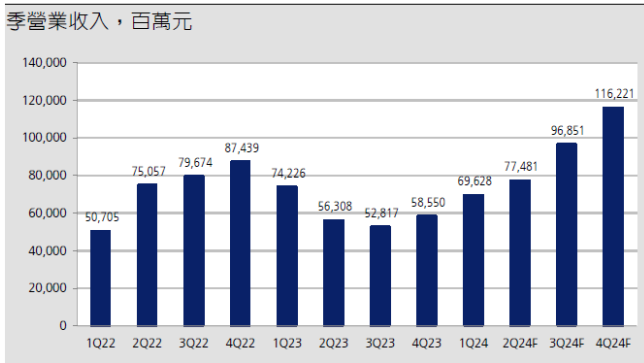
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 6：公司概況

緯穎是緯創(3231 TT, NT\$102.5, 增加持股)持股 37.68%子公司, 公司為一家專為超大規模雲端資料中心供應硬體與解決方案之公司, 受惠來自網路內容供應商(Content Service Provider(CSP))客戶之資料中心擴建需求趨勢, 預期隨著人工智慧、自動駕駛及擴增/虛擬實境對運算能力要求提高, 網路流量將不斷成長, 有助於公司來年營收與獲利持續成長。其客戶主要為 Meta (美)與 Microsoft (美), 並出貨以機櫃為主(包括伺服器、儲存、交換器)。

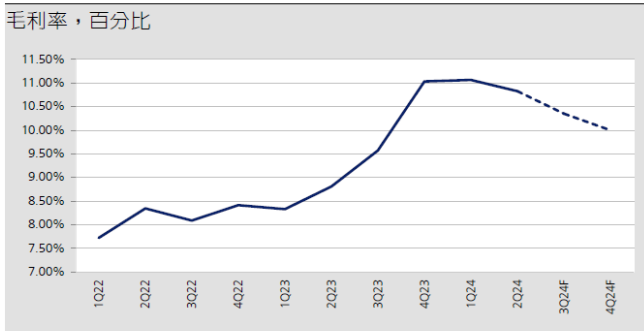
資料來源：凱基

圖 8：季營業收入



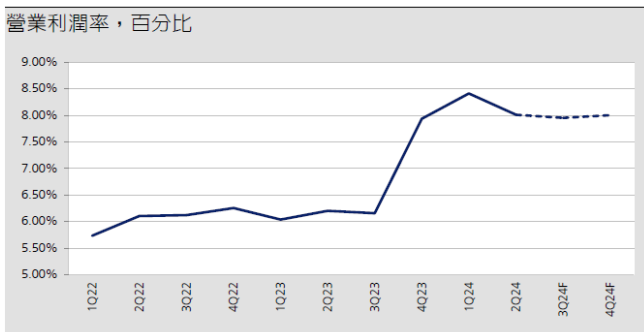
資料來源：凱基

圖 10：毛利率



資料來源：凱基

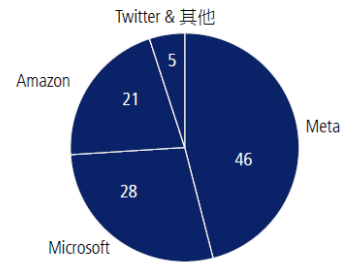
圖 12：營業利潤率



資料來源：凱基

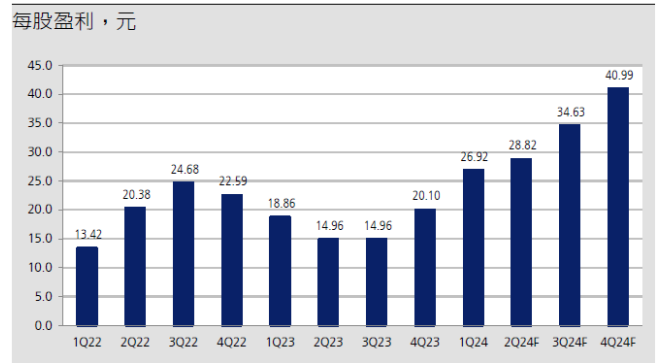
圖 7：Microsoft 與 Meta 為緯穎主要營收貢獻來源

2023 年客戶營收比重, 百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：每股盈利



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 11：未來一年預估本益比區間

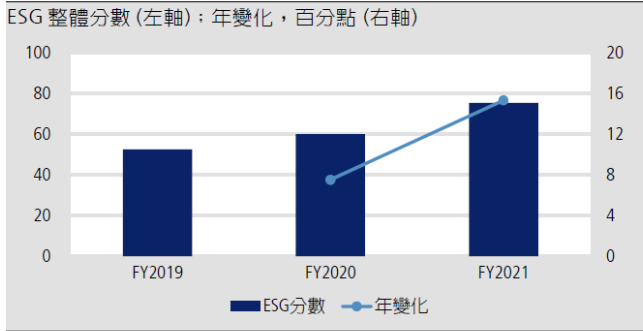


資料來源：TEJ；凱基預估

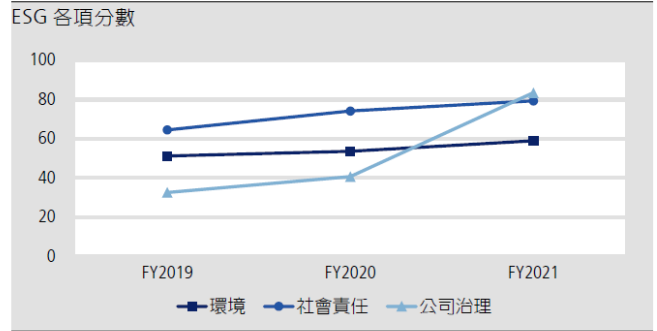
圖 13：未來一年預估股價淨值比區間



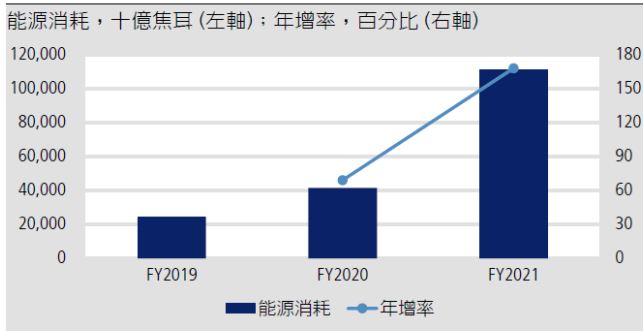
資料來源：TEJ；凱基預估

**圖 14：ESG 整體分數**


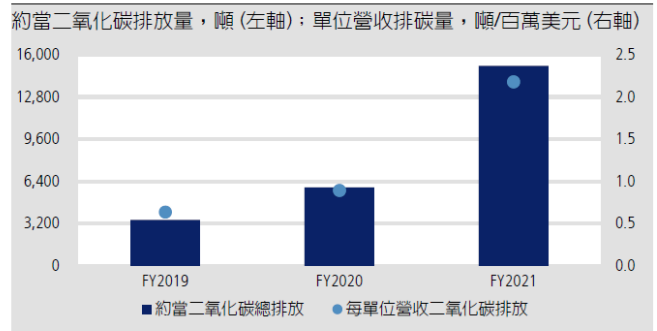
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

**圖 15：ESG 各項分數**


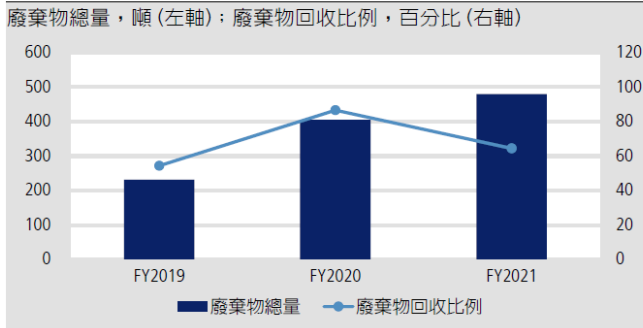
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

**圖 16：能源消耗**


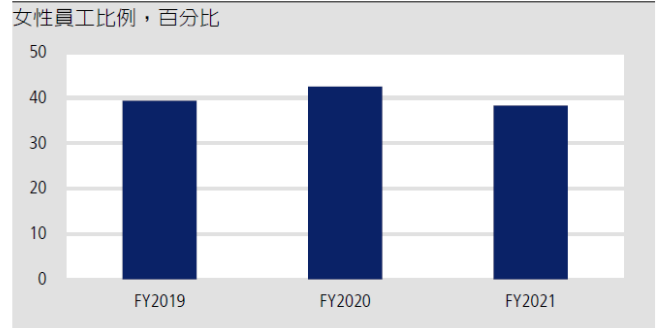
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

**圖 17：碳排量**


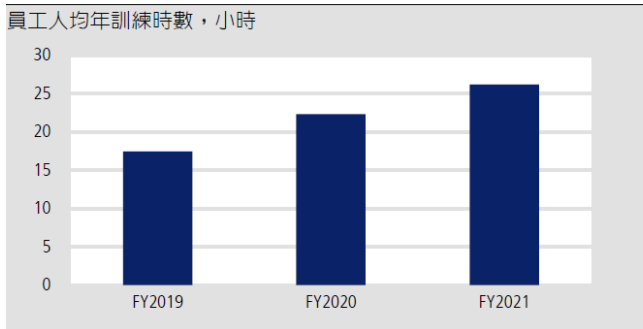
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

**圖 18：廢棄物總量**


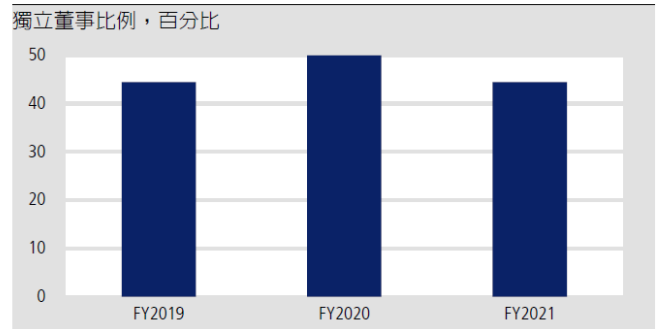
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

**圖 19：性別多樣性**


資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

**圖 20：員工訓練**


資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

**圖 21：獨立董事**


資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料



## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產) - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展) - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，公司資料

## 損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	74,226	56,308	52,817	58,550	69,628	77,481	92,977	116,221	241,901	356,307	487,322
營業成本	(68,043)	(51,348)	(47,763)	(52,089)	(61,923)	(69,091)	(83,354)	(104,599)	(219,244)	(318,968)	(438,990)
營業毛利	6,183	4,960	5,054	6,460	7,705	8,389	9,623	11,622	22,657	37,340	48,332
營業費用	(1,702)	(1,468)	(1,803)	(1,814)	(1,849)	(2,183)	(2,231)	(2,324)	(6,787)	(8,587)	(10,043)
營業利益	4,481	3,492	3,252	4,646	5,857	6,207	7,392	9,298	15,871	28,752	38,289
折舊	(192)	(204)	(228)	(258)	(353)	(395)	(363)	(342)	(882)	(1,453)	(1,747)
攤提	(31)	(29)	(29)	(31)	(32)	(45)	(34)	(26)	(120)	(137)	(149)
EBITDA	4,704	3,726	3,509	4,934	6,242	6,646	7,789	9,665	16,873	30,342	40,185
利息收入	96	93	109	157	219	164	173	136	456	691	556
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	243	211	-	177	198	70	65	454	510	220
總營業外收入	96	336	320	157	396	362	243	201	909	1,201	776
利息費用	(236)	(256)	(293)	(167)	(329)	(344)	(338)	(342)	(953)	(1,353)	(1,349)
投資損失	(17)	(14)	-	(33)	(22)	(17)	(13)	1	(64)	(50)	(50)
其他營業外費用	(160)	0	(14)	(145)	(0)	0	(20)	(60)	(319)	(80)	(130)
總營業外費用	(413)	(270)	(308)	(346)	(350)	(361)	(371)	(401)	(1,336)	(1,483)	(1,529)
稅前純益	4,164	3,558	3,264	4,458	5,902	6,207	7,264	9,098	15,444	28,470	37,536
所得稅費用[利益]	(866)	(943)	(649)	(943)	(1,195)	(1,513)	(1,453)	(1,704)	(3,400)	(5,865)	(7,695)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	3,298	2,616	2,615	3,515	4,707	4,694	5,811	7,394	12,044	22,606	29,841
非常項目	(0)	(0)	(0)	0	(0)	(0)	-	0	-	-	-
稅後淨利	3,298	2,616	2,615	3,515	4,707	4,694	5,811	7,394	12,044	22,606	29,841
每股盈餘 (NT\$)	18.86	14.96	14.96	20.10	26.92	26.85	31.55	39.78	68.88	125.64	160.57
獲利率 (%)											
營業毛利率	8.3	8.8	9.6	11.0	11.1	10.8	10.4	10.0	9.4	10.5	9.9
營業利益率	6.0	6.2	6.2	7.9	8.4	8.0	8.0	8.0	6.6	8.1	7.9
EBITDA Margin	6.3	6.6	6.6	8.4	9.0	8.6	8.4	8.3	7.0	8.5	8.2
稅前純益率	5.6	6.3	6.2	7.6	8.5	8.0	7.8	7.8	6.4	8.0	7.7
稅後純益率	4.4	4.6	5.0	6.0	6.8	6.1	6.2	6.4	5.0	6.3	6.1
季成長率 (%)											
營業收入	(15.1)	(24.1)	(6.2)	10.9	18.9	11.3	20.0	25.0			
營業毛利	(16.0)	(19.8)	1.9	27.8	19.3	8.9	14.7	20.8			
營業收益增長	(18.1)	(22.1)	(6.9)	42.9	26.1	6.0	19.1	25.8			
EBITDA	(17.4)	(20.8)	(5.8)	40.6	26.5	6.5	17.2	24.1			
稅前純益	(16.1)	(14.5)	(8.3)	36.6	32.4	5.2	17.0	25.2			
稅後純益	(16.5)	(20.7)	(0.0)	34.4	33.9	(0.3)	23.8	27.2			
年成長率 (%)											
營業收入	46.4	(25.0)	(33.7)	(33.0)	(6.2)	37.6	76.0	98.5	(17.4)	47.3	36.8
營業毛利	57.9	(20.8)	(21.6)	(12.2)	24.6	69.1	90.4	79.9	(5.5)	64.8	29.4
營業收益	54.1	(23.8)	(33.3)	(15.0)	30.7	77.7	127.3	100.1	(11.0)	81.2	33.2
EBITDA	53.9	(21.6)	(31.1)	(13.3)	32.7	78.4	122.0	95.9	(9.3)	79.8	32.4
稅前純益	40.1	(21.2)	(40.1)	(10.2)	41.7	74.4	122.5	104.1	(13.7)	84.4	31.8
稅後純益	40.6	(26.6)	(39.4)	(11.0)	42.7	79.5	122.2	110.4	(15.0)	87.7	32.0

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>84,737</b>	<b>88,838</b>	<b>88,845</b>	<b>134,983</b>	<b>161,334</b>
<b>流動資產</b>	<b>82,025</b>	<b>84,051</b>	<b>79,195</b>	<b>123,836</b>	<b>148,984</b>
現金及短期投資	22,673	26,232	37,495	51,381	49,633
存貨	45,383	36,012	30,179	47,932	66,149
應收帳款及票據	13,166	19,781	10,363	23,364	32,043
其他流動資產	803	2,027	1,158	1,158	1,158
<b>非流動資產</b>	<b>2,712</b>	<b>4,787</b>	<b>9,650</b>	<b>11,147</b>	<b>12,350</b>
長期投資	250	199	159	109	59
固定資產	1,038	2,157	5,626	7,173	8,426
什項資產	1,424	2,431	3,865	3,865	3,865
<b>負債總額</b>	<b>57,367</b>	<b>50,051</b>	<b>46,611</b>	<b>55,325</b>	<b>68,248</b>
<b>流動負債</b>	<b>47,166</b>	<b>38,562</b>	<b>36,494</b>	<b>45,522</b>	<b>58,340</b>
應付帳款及票據	18,279	26,465	20,169	23,530	32,473
短期借款	21,266	2,077	2,884	3,198	3,093
什項負債	7,621	10,021	13,441	18,794	22,773
<b>長期負債</b>	<b>10,202</b>	<b>11,488</b>	<b>10,117</b>	<b>9,803</b>	<b>9,908</b>
長期借款	9,436	9,440	8,443	8,129	8,233
其他負債及準備	233	1,247	486	486	486
<b>股東權益總額</b>	<b>27,370</b>	<b>38,787</b>	<b>42,234</b>	<b>79,658</b>	<b>93,087</b>
普通股股本	1,748	1,748	1,748	1,858	1,858
保留盈餘	14,767	-	-	10,172	23,601
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	3.0%	52.0%	(17.4%)	47.3%	36.8%
營業收益增長	1.3%	56.6%	(11.0%)	81.2%	33.2%
EBITDA	2.6%	55.8%	(9.3%)	79.8%	32.4%
稅後純益	0.4%	63.9%	(15.0%)	87.7%	32.0%
每股盈餘成長率	0.4%	63.9%	(15.0%)	82.4%	27.8%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	8.1%	8.2%	9.4%	10.5%	9.9%
營業利益率	5.9%	6.1%	6.6%	8.1%	7.9%
EBITDA Margin	6.2%	6.3%	7.0%	8.5%	8.2%
稅後純益率	4.5%	4.8%	5.0%	6.3%	6.1%
平均資產報酬率	12.4%	16.3%	13.6%	20.2%	20.1%
股東權益報酬率	33.3%	42.9%	29.7%	37.1%	34.5%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	112.2%	29.7%	26.8%	14.2%	12.2%
淨負債比率	29.3%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	31.9	21.3	17.2	22.0	28.8
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	0.9	0.8	0.9	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	(39.9)	34.8	24.2	(2.1)	10.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.7)	10.4	6.0	(0.6)	3.1
流動比率 (x)	1.7	2.2	2.2	2.7	2.6
速動比率 (x)	0.8	1.2	1.3	1.7	1.4
淨負債 (NT\$百萬)	8,029	(14,715)	(26,168)	(40,054)	(38,307)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	49.46	81.07	68.88	125.64	160.57
每股現金盈餘 (NT\$)	(81.29)	175.46	131.89	(16.03)	74.44
每股淨值 (NT\$)	156.54	221.84	241.56	428.64	500.89
調整後每股淨值 (NT\$)	156.54	221.84	241.56	442.74	500.89
每股營收 (NT\$)	1,101.72	1,675.10	1,383.55	1,980.37	2,622.25
EBITDA/Share (NT\$)	68.26	106.36	96.50	168.64	216.24
每股現金股利 (NT\$)	25.00	50.00	42.00	66.90	88.32
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	2.76	3.37	2.72	3.18	3.29
應收帳款周轉天數	24.9	24.7	15.6	24.0	24.0
存貨周轉天數	93.6	48.9	50.2	55.0	55.0
應付帳款周轉天數	37.7	35.9	33.6	27.0	27.0
現金轉換周轉天數	80.8	37.6	32.3	52.0	52.0

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>192,626</b>	<b>292,876</b>	<b>241,901</b>	<b>356,307</b>	<b>487,322</b>
營業成本	(177,005)	(268,897)	(219,244)	(318,968)	(438,990)
<b>營業毛利</b>	<b>15,621</b>	<b>23,979</b>	<b>22,657</b>	<b>37,340</b>	<b>48,332</b>
營業費用	(4,234)	(6,145)	(6,787)	(8,587)	(10,043)
<b>營業利益</b>	<b>11,387</b>	<b>17,834</b>	<b>15,871</b>	<b>28,752</b>	<b>38,289</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>95</b>	<b>1,387</b>	<b>909</b>	<b>1,201</b>	<b>776</b>
利息收入	62	156	456	691	556
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	34	1,231	454	510	220
<b>總營業外費用</b>	<b>(486)</b>	<b>(1,324)</b>	<b>(1,336)</b>	<b>(1,483)</b>	<b>(1,529)</b>
利息費用	(356)	(882)	(953)	(1,353)	(1,349)
投資損失	(15)	(68)	(64)	(50)	(50)
其他營業外費用	(115)	(375)	(319)	(80)	(130)
<b>稅前純益</b>	<b>10,996</b>	<b>17,897</b>	<b>15,444</b>	<b>28,470</b>	<b>37,536</b>
所得稅費用[利益]	(2,348)	(3,723)	(3,400)	(5,865)	(7,695)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>8,648</b>	<b>14,175</b>	<b>12,044</b>	<b>22,606</b>	<b>29,841</b>
EBITDA	<b>11,935</b>	<b>18,596</b>	<b>16,873</b>	<b>30,342</b>	<b>40,185</b>
每股盈餘 (NT\$)	49.46	81.07	68.88	125.64	160.57

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>(14,212)</b>	<b>30,678</b>	<b>23,060</b>	<b>(2,885)</b>	<b>13,834</b>
本期純益	8,648	14,175	12,044	22,606	29,841
折舊及攤提	548	762	1,002	1,590	1,896
本期運用資金變動	(25,547)	12,998	8,928	(27,130)	(17,953)
其他營業資產及負債變動	2,139	2,743	1,087	50	50
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,039)</b>	<b>(1,930)</b>	<b>(4,696)</b>	<b>(3,137)</b>	<b>(3,149)</b>
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	(277)	-	-	-	-
資本支出淨額	(511)	(1,466)	(4,886)	(3,000)	(3,000)
其他資產變動	(252)	(464)	190	(137)	(149)
<b>自由現金流</b>	<b>(16,596)</b>	<b>26,334</b>	<b>17,300</b>	<b>(5,848)</b>	<b>11,234</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>14,855</b>	<b>(26,181)</b>	<b>(7,115)</b>	<b>19,908</b>	<b>(12,433)</b>
短期借款變動	16,132	(22,561)	393	-	-
長期借款變動	4,442	-	1,500	-	-
現金增資	-	-	-	27,251	-
已支付普通股股息	(5,595)	(4,371)	(8,742)	(7,343)	(12,433)
其他融資現金流	(124)	751	(265)	-	(0)
<b>匯率影響數</b>	<b>(99)</b>	<b>992</b>	<b>13</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(496)</b>	<b>3,559</b>	<b>11,263</b>	<b>13,886</b>	<b>(1,748)</b>

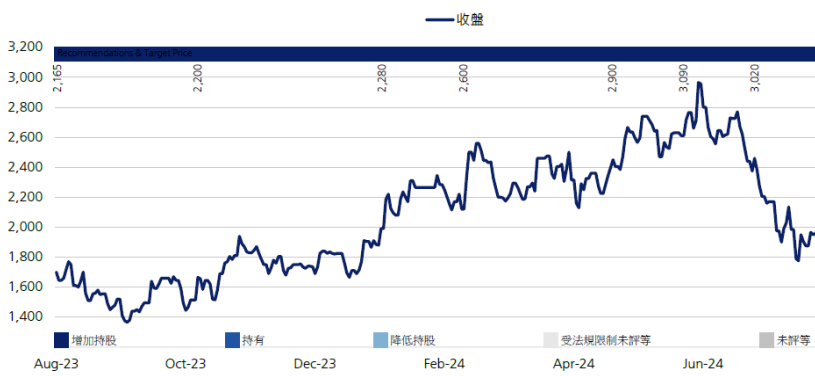
**投資回報率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	2.2%	2.1%	2.8%	2.4%	2.1%
<b>= 營業利益率</b>	<b>5.9%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.6%</b>	<b>8.1%</b>	<b>7.9%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>5.5</b>	<b>12.1</b>	<b>16.2</b>	<b>9.2</b>	<b>9.1</b>
營業利益率	5.9%	6.1%	6.6%	8.1%	7.9%
x 資本周轉率	5.5	12.1	16.2	9.2	9.1
x (1 - 有效現金稅率)	78.6%	79.2%	78.0%	79.4%	79.5%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>25.7%</b>	<b>58.5%</b>	<b>82.7%</b>	<b>59.2%</b>	<b>56.6%</b>

資料來源：公司資料，凱基



## 緯穎 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-07-15	增加持股	3,020	2,375
2024-06-11	增加持股	3,090	2,610
2024-05-08	增加持股	2,900	2,395
2024-02-27	增加持股	2,600	2,120
2024-01-19	增加持股	2,280	1,990
2023-11-08	增加持股	2,200	1,805
2023-10-23	增加持股	2,200	1,515
2023-08-08	增加持股	2,165	1,755
2023-07-14	增加持股	2,165	1,945
2023-06-30	增加持股	1,680	1,420

資料來源：TEJ，凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明** 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。