

電子硬體產業- AI 代工

AI 伺服器推升 2025 年營收成長達高峰

焦點內容

1. 多數 ODM 業者 1 月營收優於預期，主因伺服器業務挾注；五大 ODM 業者筆電出貨量則月減 25%。
2. 1Q25 營收展望優於預期，我們預估廣達 (2382 TT, NT\$258, 增加持股) 營收將季增，因 4Q24 基期較低；緯創 (3231 TT, NT\$108.5, 增加持股) 與緯穎 (6669 TT, NT\$2,220, 增加持股) 營收或季持平；鴻海 (2317 TT, NT\$177, 增加持股)、英業達 (2356 TT, NT\$46.45, 持有) 營收則將季減。
3. GB200 機櫃已自 2 月開始量產，1Q25 出貨量預估為 2.5-3 萬櫃，2Q25 可望更顯著攀升，而鴻海、廣達將為主要受惠業者。ASIC AI 將持續嘉惠緯穎。2025 年 ODM 業者的營收、獲利可望穩健成長，但年增率預料將於 2H25 觸頂，導致個股評價下修。我們將多數 AI ODM 業者的目標本益比下修至 18 倍。

重要訊息

1 月營收公告後，凱基檢視台灣 ODM 業者 1Q25 營收展望與 4Q24 獲利。我們認為 1Q25 營收可望優於預期，而 2Q25 營收上升趨勢不變。

評論及分析

鴻海 (2317 TT, NT\$177, 增加持股)。鴻海 1 月營收 5,387 億元，月減 18%，但年增 3%；AI 伺服器為主要成長動能，抵消其他產品淡季缺口。基於訂單能見度改善，公司上修 1Q25 營收財測至年增逾 15%。因 GB200 AI 伺服器量產，我們調升 1Q25 營收預估至季減 22%，但年增 26%。1 月營收達成修正後 1Q25 預估之 32%。公司將於 3/14 公告 4Q24 財報。基於營收優於預期(季、年增 15%)，我們看好 4Q24 EPS 達 3.94 元，超前市場預估，並小幅上修鴻海 2024 年 EPS 預估至 11.61 元(年增 13%)、2025 年 14.71 元(年增 27%)。

廣達 (2382 TT, NT\$258, 增加持股)。廣達 1 月營收 1,426 億元，月增 3%、年增 95%。1 月筆電出貨量月減 35%，營收由雲端伺服器(主要為通用型)推動，並達成凱基 1Q25 預估值(季增 5%) 的 33%。我們維持 1Q25 營收預估增幅，並預期 2 月中後 GB200 啟動量產推升 2Q25 營收季增幅。廣達預計於 2 月底或 3 月初發佈 4Q24 財報。儘管 4Q24 營收季減 2% 且產品組合不利將使營利率下滑，但有利的匯率走勢將抵消部份負面因素。我們上修 4Q24 EPS 預估至 3.51 元，2024 年 EPS 至 14.87 元(年增 45%)，2025 年 19.32 元(年增 30%)。

緯穎 (6669 TT, NT\$2,220, 增加持股)。受惠通用型伺服器營收擴張，1 月營收 375 億元(月減 12%，但年增 100%)。AI 伺服器營收佔比自 12 月峰值 40% (因 AWS Trainium2 AI 出貨放量) 降至 1 月約 30%，相較 1H24 約 20% 與 4Q24 的 30% 以上。我們上修 1Q25 營收預估至季減 1% (1 月營收達成率 33%)。1H25 AI 伺服器營收主要來自 ASIC 機種，GPU AI 伺服器營收將於 2H25 因新客戶貢獻而上升。預估 2H25 毛利率下滑，但營利率持穩。調整 2025 年 EPS 預估至 158.16 元，年增 25% (2024 年自結 EPS 126.57 元)。

緯創 (3231 TT, NT\$108.5, 增加持股)。1 月營收 907.9 億元，月減 14%，但年增 35%，主因伺服器營收增加，抵銷筆電出貨量月減 17%。AI GPU (Hopper 基板與 GB200 compute board)、GB200 系統與緯穎 ASIC AI 營收是 1Q25 營收主要動能。儘管筆電出貨量將季減個位數，但我們預估 1Q25 營收季持平，優於前估。1 月營收達成調整後 1Q25 營收預估之 30%。公司已公告 4Q24 自結 EPS，受緯穎營利率萎縮影響，4Q24 營利率季減至 4%。預期 2025 年緯創營利率將改善，推升 EPS 年增 38% 至 8.41 元 (2024 年自結 EPS 6.11 元)。

英業達 (2356 TT, NT\$46.45, 持有)。1 月營收 458 億元，月減 37%，但年增 4%。其中伺服器營收因 4Q24 基期較高而下滑，筆電出貨量則月減 25%。預估 1Q25 筆電出貨量季減 15% 且伺服器進入淡季，整體營收季減 22%，但 2Q25 營收將因 Blackwell AI 伺服器專案啟動而季增。伺服器營收佔比自 3Q24 44% 升至 4Q24 之 49%，但 1Q25 將下滑，因此預期 1Q25 營利率將自 4Q24 高點下降。上修 4Q24 EPS 預估至 0.77 元，2024 年 EPS 預估為 2.13 元(年增 25%)、2025 年 EPS 為 2.73 元(年增 28%)，因 1H25 營收較低。

投資建議

鴻海與廣達將主要受惠 GB200 出貨放量，緯穎則受惠於 ASIC AI 營收。基於 2025 年營收年增率達高峰，且關稅將影響競爭態勢，我們將多數 AI ODM 業者目標本益比由 20x 降至 18x，調整鴻海目標價至 265 元、廣達 348 元、緯穎 2,770 元、緯創 135 元、英業達 50 元，維持鴻海、廣達、緯穎與緯創「增加持股」評等。

投資風險

需求疲弱、獲利率下滑。

圖 1：ODM 廠 4Q24 營收優於預期，我們上修其中多數 1Q25 營收預估

公司	代碼	4Q24F				1Q25F			2024F		2025F	
		營收 (百萬)	營收 QoQ (%)	vs. 凱基預估/公司展望	每股盈餘 (元)	營收 QoQ (%)	營收 YoY (%)	修正方向	每股盈餘 (元)	YoY (%)	每股盈餘 (元)	YoY (%)
鴻海	2317 TT	2,132,258	15.00	優於預期	3.94	(22.0)	25.6	上修	11.61	13.3	14.71	26.7
廣達	2382 TT	415,662	(2.1)	優於預期	3.51	5.0	68.6	上修	14.87	44.5	19.32	29.9
緯穎*	6669 TT	115,614	18.2	優於預期	37.92	(1.0)	64.4	上修	126.57	83.7	158.16	25
緯創*	3231 TT	297,182	9.00	優於預期	1.85	0.5	24.8	上修	6.11	49.8	8.41	37.6
英業達	2356 TT	197,806	20.7	優於預期	0.77	(22.0)	18.2	下修	2.13	24.8	2.73	27.8

資料來源：Bloomberg、凱基預估

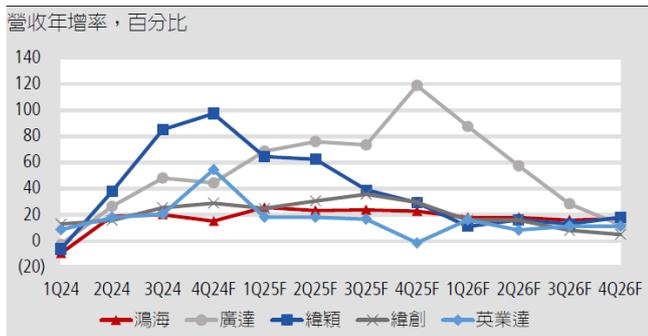
* 4Q24 EPS 基於公告之自結獲利

圖 2：台灣五大筆電 ODM 業者 2024 年出貨量持平，2025 年可望恢復成長

NB shipment (mn units)		2020-2025F																			
Ticker	Company	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	
2382 TT	Quanta	16.9	12.4	15.6	12.8	10.8	12.6	13.1	10.4	10.5	11.7	12.6	11.1	10.0	59.8	75.3	57.7	46.9	45.9	47.3	
2324 TT	Compal	11.8	10.4	9.3	7.8	7.6	8.7	9.3	8.3	7.5	8.7	8.3	7.8	7.3	47.8	57.5	39.3	33.9	32.3	33.9	
3231 TT	Wistron	5.6	5.8	5.2	4.6	3.9	4.6	5.2	5.3	4.6	5.1	5.2	5.3	4.9	20.4	25.6	21.2	19.1	20.2	20.6	
2356 TT	Inventec	5.0	5.4	5.0	4.4	4.4	4.9	4.9	4.5	4.5	4.9	5.2	5.4	4.6	20.0	21.3	19.8	18.7	20.0	21.4	
4938 TT	Pegatron	2.4	2.0	2.1	1.6	1.7	2.1	2.5	1.7	1.6	2.0	2.5	2.0	1.8	10.2	10.4	8.0	8.0	8.0	8.2	
Top-5 NB ODM		41.7	36.0	37.2	31.2	28.4	32.9	35.0	30.2	28.7	32.4	33.8	31.6	28.5	158.1	190.1	146.0	126.6	126.4	131.4	
YoY (%)																					
2382 TT	Quanta	(11.1)	(34.7)	(10.3)	(35.7)	(36.1)	1.6	(16.0)	(18.8)	(2.8)	(7.1)	(3.8)	6.7	(4.9)	70.4	25.9	(23.4)	(18.7)	(2.1)	3.0	
2324 TT	Compal	(9.9)	(20.0)	(39.2)	(51.6)	(35.6)	(16.3)	0.0	6.4	(1.3)	0.0	(10.8)	(6.0)	(2.2)	8.8	20.4	(31.7)	(13.7)	(4.7)	5.0	
3231 TT	Wistron	3.7	(4.9)	(21.2)	(38.7)	(30.4)	(20.7)	0.0	15.2	17.9	10.9	0.0	0.0	6.0	16.3	25.8	(17.2)	(9.9)	5.8	2.0	
2356 TT	Inventec	4.2	8.0	(15.3)	(21.4)	(12.0)	(9.3)	(2.0)	2.3	2.3	0.0	6.1	20.0	2.0	6.1	6.5	(7.0)	(5.6)	7.0	7.0	
4938 TT	Pegatron	4.2	(17.3)	(21.3)	(48.4)	(28.7)	4.5	19.9	3.1	(7.5)	(3.4)	(1.0)	18.2	13.2	1.3	2.1	(22.9)	(0.2)	(0.3)	3.0	
Top-5 NB ODM		(6.5)	(20.9)	(22.3)	(40.2)	(31.9)	(8.6)	(5.9)	(3.4)	1.0	(1.4)	(3.5)	4.6	(0.4)	26.1	20.2	(23.2)	(13.3)	(0.2)	4.0	
QoQ (%)																					
2382 TT	Quanta	(15.1)	(26.6)	25.8	(17.9)	(15.6)	16.7	4.0	(20.6)	1.0	11.4	7.7	(11.9)	(10.0)							
2324 TT	Compal	(26.7)	(11.9)	(10.6)	(16.1)	(2.6)	14.5	6.9	(10.8)	(9.6)	16.0	(4.6)	(6.0)	(6.0)							
3231 TT	Wistron	(25.3)	3.6	(10.3)	(11.5)	(15.2)	17.9	13.0	1.9	(13.2)	10.9	2.0	1.9	(8.0)							
2356 TT	Inventec	(10.7)	8.0	(7.4)	(12.0)	0.0	11.4	0.0	(8.2)	0.0	8.9	6.1	3.8	(15.0)							
4938 TT	Pegatron	(24.2)	(15.5)	5.0	(23.3)	4.7	23.9	20.5	(34.0)	(6.1)	29.4	23.4	(21.2)	(10.0)							
Top-5 NB ODM		(20.2)	(13.6)	3.3	(16.1)	(9.1)	15.9	6.5	(13.9)	(5.0)	13.1	4.2	(6.6)	(9.5)							

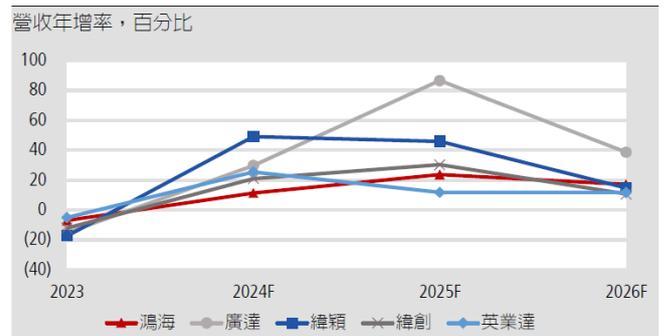
資料來源：公司資料、凱基預估

圖 3：ODM 廠季營收年增幅多於 2025 年達頂峰



資料來源：公司資料、凱基預估

圖 4：2025 年鴻海、廣達、緯創之年營收成長率將達到峰值



資料來源：公司資料、凱基預估

圖 5：鴻海 4Q24 與 1Q25 損益預估調整暨市場共識比較

百萬元	4Q24F							1Q25F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	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	2,132,258	2,068,615	3.1	15.0	15.1	2,094,084	1.8	1,663,162	1,613,520	3.1	(22.0)	25.6	1,607,034	3.5
毛利	127,936	124,117	3.1	11.5	12.9	127,844	0.1	98,127	95,198	3.1	(23.3)	17.3	99,877	(1.8)
營業利益	66,100	64,127	3.1	20.7	35.1	61,617	7.3	44,905	43,565	3.1	(32.1)	22.2	46,249	(2.9)
稅前淨利	73,746	71,881	2.6	9.0	10.2	70,655	4.4	51,898	50,324	3.1	(29.6)	59.6	52,966	(2.0)
稅後淨利	54,579	53,077	2.8	10.7	2.7	53,065	2.9	37,288	36,013	3.5	(31.7)	69.4	37,833	(1.4)
每股盈餘 (元)	3.94	3.83	2.8	10.7	2.7	3.83	2.9	2.69	2.60	3.5	(31.7)	69.4	2.73	(1.4)
毛利率 (%)	6.0	6.0	0.0 ppts	(0.2)ppts	(0.1)ppts	6.1	(0.1)ppts	5.9	5.9	0.0 ppts	(0.1)ppts	(0.4)ppts	6.2	(0.3)ppts
營業利益率 (%)	3.1	3.1	0.0 ppts	0.1 ppts	0.5 ppts	2.9	0.2 ppts	2.7	2.7	(0.0)ppts	(0.4)ppts	(0.1)ppts	2.9	(0.2)ppts
淨利率 (%)	2.6	2.6	(0.0)ppts	(0.1)ppts	(0.3)ppts	2.5	0.1 ppts	2.2	2.2	0.0 ppts	(0.3)ppts	0.6 ppts	2.4	(0.2)ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 6：鴻海 2024-25 年損益預估調整暨市場共識比較

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	6,861,370	6,797,726	0.9	11.3	6,828,037	0.5	8,487,446	8,479,045	0.1	23.7	8,454,464	0.4
毛利	425,838	422,019	0.9	9.8	423,338	0.6	479,020	474,657	0.9	12.5	515,722	(7.1)
營業利益	202,226	200,253	1.0	21.4	197,678	2.3	248,887	246,005	1.2	23.1	252,373	(1.4)
稅前獲利	222,308	220,442	0.8	15.7	218,965	1.5	276,859	273,042	1.4	24.5	279,968	(1.1)
稅後淨利	160,958	159,456	0.9	13.3	158,899	1.3	203,871	200,799	1.5	26.7	204,656	(0.4)
每股盈餘 (元)	11.61	11.50	0.9	13.3	11.46	1.3	14.71	14.48	1.5	26.7	14.76	(0.4)
毛利率 (%)	6.2	6.2	(0.0)ppts	(0.1)ppts	6.2	0.0 ppts	5.6	5.6	0.0 ppts	(0.6)ppts	6.1	(0.5)ppts
營業利益率 (%)	2.9	2.9	0.0 ppts	0.2 ppts	2.9	0.0 ppts	2.9	2.9	0.0 ppts	(0.0)ppts	3.0	(0.1)ppts
淨利率 (%)	2.3	2.3	0.0 ppts	0.0 ppts	2.3	0.0 ppts	2.4	2.4	0.0 ppts	0.1 ppts	2.4	0.0 ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 7：廣達 4Q24 與 1Q25 損益預估調整暨市場共識比較

百萬元	4Q24F							1Q25F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	415,662	407,567	2.0	(2.1)	44.4	409,362	1.5	436,446	427,946	2.0	5.0	68.6	417,718	4.5
毛利	28,265	27,715	2.0	(9.2)	21.8	29,069	(2.8)	28,369	27,816	2.0	0.4	29.2	27,816	2.0
營業利益	17,042	16,710	2.0	(12.9)	44.3	17,186	(0.8)	17,021	16,690	2.0	(0.1)	45.5	15,766	8.0
稅前淨利	18,199	16,771	8.5	(14.5)	43.5	18,079	0.7	17,682	17,441	1.4	(2.8)	21.7	17,340	2.0
稅後淨利	13,522	12,393	9.1	(18.7)	31.6	13,811	(2.1)	13,574	13,386	1.4	0.4	12.5	13,306	2.0
每股盈餘 (元)	3.51	3.21	9.1	(18.7)	31.6	3.58	(2.1)	3.52	3.47	1.4	0.4	12.5	3.45	2.0
毛利率 (%)	6.8	6.8	0.0 ppts	(0.5)ppts	(1.3)ppts	7.1	(0.3)ppts	6.5	6.5	0.0 ppts	(0.3)ppts	(2.0)ppts	6.7	(0.2)ppts
營業利益率 (%)	4.1	4.1	0.0 ppts	(0.5)ppts	(0.0)ppts	4.2	(0.1)ppts	3.9	3.9	(0.0)ppts	(0.2)ppts	(0.6)ppts	3.8	0.1 ppts
淨利率 (%)	3.3	3.0	0.2 ppts	(0.7)ppts	(0.3)ppts	3.4	(0.1)ppts	3.1	3.1	(0.0)ppts	(0.1)ppts	(1.6)ppts	3.2	(0.1)ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 8：廣達 2024-25 年損益預估調整暨市場共識比較

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	1,409,105	1,401,010	0.6	29.8	1,404,593	0.3	2,628,084	2,576,901	2.0	86.5	2,329,562	12.8
毛利	107,948	107,398	0.5	27.2	109,558	(1.5)	143,788	140,988	2.0	33.2	144,433	(0.4)
營業利益	63,505	63,173	0.5	45.8	63,772	(0.4)	93,993	92,162	2.0	48.0	88,731	5.9
稅前獲利	73,609	72,180	2.0	42.3	73,729	(0.2)	96,634	95,165	1.5	31.3	94,494	2.3
稅後淨利	57,351	56,223	2.0	44.5	57,865	(0.9)	74,504	73,359	1.6	29.9	72,599	2.6
每股盈餘 (元)	14.87	14.58	2.0	44.5	15.01	(0.9)	19.32	19.03	1.6	29.9	18.83	2.6
毛利率 (%)	7.7	7.7	(0.0)ppts	(0.2)ppts	7.8	(0.1)ppts	5.5	5.5	(0.0)ppts	(2.2)ppts	6.2	(0.7)ppts
營業利益率 (%)	4.5	4.5	(0.0)ppts	0.5 ppts	4.5	0.0 ppts	3.6	3.6	(0.0)ppts	(0.9)ppts	3.8	(0.2)ppts
淨利率 (%)	4.1	4.0	0.1 ppts	0.4 ppts	4.1	(0.0)ppts	2.8	2.8	(0.0)ppts	(1.2)ppts	3.1	(0.3)ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 9：緯穎 4Q24 與 1Q25 損益預估調整暨市場共識比較

百萬元	4Q24							1Q25F						
	自結數	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	115,614	108,578	6.5	18.2	97.5	109,319	5.8	114,457	96,635	18.4	(1.0)	64.4	110,153	3.9
毛利	10,874	10,858	0.1	4.2	68.3	10,956	(0.7)	11,217	10,147	10.5	3.2	45.6	10,537	6.5
營業利益	8,131	8,252	(1.5)	2.9	75.0	8,403	(3.2)	8,470	7,924	6.9	4.2	44.6	7,743	9.4
稅前淨利	8,782	8,222	6.8	10.6	97.0	8,310	5.7	8,305	7,759	7.0	(5.4)	40.7	7,725	7.5
稅後淨利	7,047	6,718	4.9	11.4	100.5	6,588	7.0	6,644	6,208	7.0	(5.7)	41.1	6,141	8.2
每股盈餘 (元)	37.92	36.15	4.9	10.4	88.6	35.45	7.0	35.75	33.40	7.0	(5.7)	32.8	33.04	8.2
毛利率 (%)	9.4	10.0	(0.6)ppts	(1.3)ppts	(1.6)ppts	10.0	(0.6)ppts	9.8	10.5	(0.7)ppts	0.4 ppts	(1.3)ppts	9.6	0.2 ppts
營業利益率 (%)	7.0	7.6	(0.6)ppts	(1.0)ppts	(0.9)ppts	7.7	(0.7)ppts	7.4	8.2	(0.8)ppts	0.4 ppts	(1.0)ppts	7.0	0.4 ppts
淨利率 (%)	6.1	6.2	(0.1)ppts	(0.4)ppts	0.1 ppts	6.0	0.1 ppts	5.8	6.4	(0.6)ppts	(0.3)ppts	(1.0)ppts	5.6	0.2 ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 10：緯穎 2024-25 年損益預估調整暨市場共識比較

百萬元	2024						2025F					
	自結數	凱基預估	差異 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	360,541	353,506	2.0	49.0	354,417	1.7	525,909	458,078	14.8	45.9	523,776	0.4
毛利	37,400	37,384	0.0	65.1	37,359	0.1	49,507	46,774	5.8	32.4	48,711	1.6
營業利益	28,099	28,220	(0.4)	77.1	28,349	(0.9)	37,630	36,697	2.5	33.9	36,499	3.1
稅前獲利	28,830	28,270	2.0	86.7	28,341	1.7	36,971	36,038	2.6	28.2	36,593	1.0
稅後淨利	22,776	22,447	1.5	89.1	22,226	2.5	29,392	28,650	2.6	29.0	28,781	2.1
每股盈餘 (元)	126.57	124.76	1.5	83.7	123.51	2.5	158.16	154.17	2.6	25.0	154.87	2.1
毛利率 (%)	10.4	10.6	(0.2)ppts	1.0 ppts	10.5	(0.2)ppts	9.4	10.2	(0.8)ppts	(1.0)ppts	9.3	0.1 ppts
營業率 (%)	7.8	8.0	(0.2)ppts	1.2 ppts	8.0	(0.2)ppts	7.2	8.0	(0.9)ppts	(0.6)ppts	7.0	0.2 ppts
淨利率 (%)	6.3	6.3	(0.0)ppts	1.3 ppts	6.3	0.0 ppts	5.6	6.3	(0.7)ppts	(0.7)ppts	5.5	0.1 ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 11：緯創 4Q24 與 1Q25 損益預估調整暨市場共識比較

百萬元	4Q24							1Q25F						
	自結數	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	297,182	277,993	6.9	9.0	28.9	287,929	3.2	298,667	264,093	13.1	0.5	24.8	280,377	6.5
毛利	24,059	23,629	1.8	5.8	12.4	24,673	(2.5)	24,789	22,184	11.7	3.0	43.9	22,349	10.9
營業利益	11,860	11,954	(0.8)	3.9	12.6	12,526	(5.3)	12,245	10,828	13.1	3.3	73.5	10,583	15.7
稅前淨利	12,735	11,279	12.9	25.0	78.8	11,722	8.6	11,347	9,991	13.6	(10.9)	41.7	9,802	15.8
稅後淨利	5,305	4,379	21.1	26.3	59.0	5,498	(3.5)	4,676	4,278	9.3	(11.9)	32.7	4,314	8.4
每股盈餘 (元)	1.85	1.53	20.5	25.7	56.8	1.92	(3.5)	1.63	1.50	8.8	(11.9)	31.5	1.50	8.4
毛利率 (%)	8.1	8.5	(0.4)ppts	(0.2)ppts	(1.2)ppts	8.6	(0.5)ppts	8.3	8.4	(0.1)ppts	0.2 ppts	1.1 ppts	8.0	0.3 ppts
營業利益率 (%)	4.0	4.3	(0.3)ppts	(0.2)ppts	(0.6)ppts	4.4	(0.4)ppts	4.1	4.1	0.0 ppts	0.1 ppts	1.2 ppts	3.8	0.3 ppts
淨利率 (%)	1.8	1.6	0.2 ppts	0.2 ppts	0.3 ppts	1.9	(0.1)ppts	1.6	1.6	(0.1)ppts	(0.2)ppts	0.1 ppts	1.5	0.1 ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 12：緯創 2024-25 年損益預估調整暨市場共識比較

百萬元	2024						2025F					
	自結數	凱基預估	差異 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	1,049,256	1,030,067	1.9	21.0	1,037,178	1.2	1,367,168	1,277,600	7.0	30.3	1,340,178	2.0
毛利	84,116	83,687	0.5	21.9	84,011	0.1	110,127	103,845	6.0	30.9	105,874	4.0
營業利益	38,980	39,075	(0.2)	42.3	39,712	(1.8)	57,934	56,365	2.8	48.6	53,122	9.1
稅前獲利	40,057	38,601	3.8	64.7	39,306	1.9	54,342	53,018	2.5	35.7	50,984	6.6
稅後淨利	17,439	16,513	5.6	52.0	17,888	(2.5)	24,106	25,121	(4.0)	38.2	24,354	(1.0)
每股盈餘 (元)	6.11	5.80	5.4	49.8	6.27	(2.5)	8.41	8.80	(4.5)	37.6	8.49	(1.0)
毛利率 (%)	8.0	8.1	(0.1)ppts	0.1 ppts	8.1	(0.1)ppts	8.1	8.1	(0.1)ppts	0.0 ppts	7.9	0.2 ppts
營業率 (%)	3.7	3.8	(0.1)ppts	0.6 ppts	3.8	(0.1)ppts	4.2	4.4	(0.2)ppts	0.5 ppts	4.0	0.2 ppts
淨利率 (%)	1.7	1.6	0.1 ppts	0.3 ppts	1.7	(0.0)ppts	1.8	2.0	(0.2)ppts	0.1 ppts	1.8	(0.0)ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 13：英業達 4Q24 與 1Q25 損益預估調整暨市場共識比較

百萬元	4Q24F							1Q25F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	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	197,806	173,644	13.9	20.7	54.5	173,232	14.2	154,289	161,489	(4.5)	(22.0)	18.2	153,190	0.7
毛利	10,088	9,203	9.6	16.8	37.9	9,238	9.2	8,177	8,720	(6.2)	(18.9)	18.8	7,989	2.4
營業利益	4,154	3,647	13.9	31.4	62.9	3,587	15.8	2,931	3,553	(17.5)	(29.4)	37.2	2,815	4.1
稅前淨利	3,316	3,180	4.3	31.9	68.0	3,066	8.2	2,199	2,953	(25.5)	(33.7)	44.0	2,435	(9.7)
稅後淨利	2,733	2,624	4.2	36.8	37.6	2,416	13.1	1,762	2,365	(25.5)	(35.5)	61.7	1,870	(5.8)
每股盈餘 (元)	0.77	0.74	4.2	36.8	38.4	0.68	13.1	0.49	0.66	(25.5)	(35.5)	62.7	0.52	(5.8)
毛利率 (%)	5.1	5.3	(0.2)ppts	(0.2)ppts	(0.6)ppts	5.3	(0.2)ppts	5.3	5.4	(0.1)ppts	0.2 ppts	0.0 ppts	5.2	0.1 ppts
營業利益率 (%)	2.1	2.1	0.0 ppts	0.2 ppts	0.1 ppts	2.1	0.0 ppts	1.9	2.2	(0.3)ppts	(0.2)ppts	0.3 ppts	1.8	0.1 ppts
淨利率 (%)	1.4	1.5	(0.1)ppts	0.2 ppts	(0.2)ppts	1.4	(0.0)ppts	1.1	1.5	(0.3)ppts	(0.2)ppts	0.3 ppts	1.2	(0.1)ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 14：英業達 2024-25 年損益預估調整暨市場共識比較

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	646,286	622,124	3.9	25.6	621,361	4.0	722,501	694,830	4.0	11.8	694,917	4.0
毛利	33,350	32,465	2.7	26.6	32,311	3.2	37,542	36,454	3.0	12.6	36,136	3.9
營業利益	12,053	11,546	4.4	61.5	11,506	4.8	14,958	15,023	(0.4)	24.1	13,766	8.7
稅前獲利	9,539	9,403	1.4	31.8	9,337	2.2	12,149	12,725	(4.5)	27.4	12,540	(3.1)
稅後淨利	7,631	7,522	1.4	24.5	7,470	2.2	9,729	10,063	(3.3)	27.5	10,065	(3.3)
每股盈餘 (元)	2.13	2.10	1.4	24.8	2.09	2.2	2.73	2.82	(3.3)	27.8	2.82	(3.3)
毛利率 (%)	5.2	5.2	(0.1)ppts	0.0 ppts	5.2	(0.0)ppts	5.2	5.2	(0.1)ppts	0.0 ppts	5.2	(0.0)ppts
營業率 (%)	1.9	1.9	0.0 ppts	0.4 ppts	1.9	(0.0)ppts	2.1	2.2	(0.1)ppts	0.2 ppts	2.0	0.1 ppts
淨利率 (%)	1.2	1.2	(0.0)ppts	(0.0)ppts	1.2	(0.0)ppts	1.3	1.4	(0.1)ppts	0.2 ppts	1.4	(0.1)ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 15：ODM 同業評價比較

公司	代碼	市值 (美金百萬元)	股價 (當地貨幣)	評等	目標價 (元)	目標 PE(x)	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘 年增率 (%)		PE (x)		PB (x)		ROE (%)		現金殖利率 (%)	
							2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2023F	2024F
鴻海精密	2317 TT	74,802	177.0	增加持股	265.0	18.0	11.61	14.71	13.3	26.7	15.2	12.0	1.6	1.5	10.5	12.6	3.1	3.4
廣達	2382 TT	30,319	258.0	增加持股	348.0	18.0	14.87	19.32	44.5	29.9	17.4	13.4	5.0	4.7	29.9	36.3	3.5	4.5
緯穎	6669 TT	12,552	2,220.0	增加持股	2,770.0	18.0	126.57	158.16	83.7	24.8	17.5	14.1	5.2	4.4	37.3	34.0	1.9	3.0
緯創	3231 TT	9,562	108.5	增加持股	135.0	16.0	6.11	8.41	49.8	37.6	17.8	12.9	2.7	2.4	15.7	19.2	2.4	3.4
英業達	2356 TT	5,070	46.5	持有	50.0	18.0	2.13	2.73	24.8	27.8	21.8	17.0	2.7	2.6	12.3	15.3	3.2	3.6
和碩	4938 TT	7,876	97.2	持有	105.0	15.0	7.00	7.05	18.7	0.7	13.9	13.8	1.3	1.3	9.7	9.5	4.1	4.7
仁寶電腦*	2324 TT	5,122	38.20	未評等	NA	NA	2.52	2.84	43.1	12.8	15.2	13.4	1.3	1.2	8.7	9.3	3.1	4.0

資料來源：Bloomberg、凱基預估

標*號為 Bloomberg 市場預估

圖 16：除中國外，伺服器 ODM 主要生產基地為位於東南亞、台灣、墨西哥與美國

公司名稱	代號	台灣	中國	東南亞	印度	墨西哥	美國	歐洲
鴻海	2317 TT	<5	70	<10	<10	<10	<10	<10
廣達	2382 TT	<20	65	<5		<5	<20	<5
緯創	3231 TT	<15	40	<40		<10		
緯穎	6669 TT	10-15		<15		70		10-15
英業達	2356 TT	<15	<60	<15		<15		<10
和碩	4938 TT	<5	85	<5	<5	<5		<5
仁寶	2324 TT		70	<30		<5		

資料來源：公司資料、凱基預估

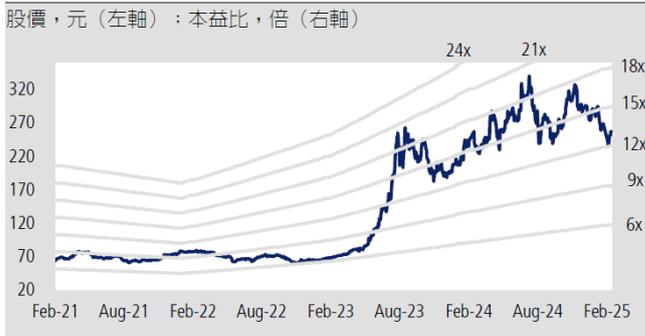
圖 17：廣達與鴻海在美國擁有伺服器生產基地，對於美國對墨西哥商品加徵關稅預期將影響最小

公司名稱	代號	台灣	中國	東南亞	美洲	歐洲
鴻海	2317 TT	桃園	華北	泰國春武里府、越南北江省	墨西哥哈利斯科州、美國德州、美國威州	捷克庫特納雷拉
廣達	2382 TT	桃園	上海	泰國春武里府	美國田納西州、美國加州	德國埃施韋勒
緯創/緯穎	3231 TT/ 6669 TT	新竹	廣東中山(緯創)	馬來西亞柔佛	墨西哥華雷斯	捷克布爾諾
英業達	2356 TT	桃園	上海浦東	泰國巴吞尼府	墨西哥契瓦瓦州、美國德州	捷克莫德日采
神達	3706 TT	新竹	江蘇昆山、廣東佛山	越南河內	美國加州	

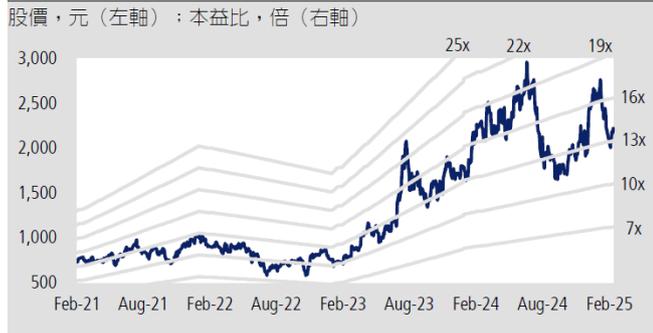
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 18：鴻海未來一年預估本益比區間


資料來源：TEJ；凱基預估

圖 19：廣達未來一年預估本益比區間


資料來源：TEJ；凱基預估

圖 20：緯穎未來一年預估本益比區間


資料來源：TEJ；凱基預估

圖 21：緯創未來一年預估本益比區間


資料來源：TEJ；凱基預估

圖 22：英業達未來一年預估本益比區間


資料來源：TEJ；凱基預估

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 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。