

## 緯創 (3231.TW/3231 TT)

### AI 伺服器業務 2024 年展望正向，可望帶動獲利成長

#### 增加持股 · 維持

收盤價 March 13 (NT\$)	116.5
12 個月目標價 (NT\$)	140.0
前次目標價 (NT\$)	140.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	20.2

#### 焦點內容

- 緯創公告 4Q23 每股盈餘 1.18 元 (季減 29%、年減 19%) 與 2023 年每股盈餘 4.08 元 (年增 2%)。公司擬發放現金股利每股 2.6 元
- 伺服器業務將帶動 2024 年營收、獲利成長，預估貢獻度分別為 45%、67%。
- 產品組合改善有助獲利率復甦，繼而推升 2024 年每股盈餘。

#### 交易資料表

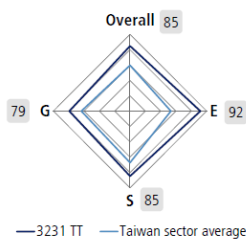
市值：(NT\$/bn/US\$mn)	337.5 / 10,732
流通在外股數 (百萬股)：	2,897
外資持有股數 (百萬股)：	816
3M 平均成交量 (百萬股)：	64.43
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	34.50 -158.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	25.4	14.2	246.2
相對表現 (%)	11.3	-6	218.1

#### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	(0.31)A	1.53A	1.33A	1.46A
2023	0.06A	1.16A	1.67A	1.18A
2024	0.89F	1.18F	1.75F	2.20F

#### ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

#### 重要訊息

緯創公告 4Q23 EPS 1.18 元 (季減 29%、年減 18%) 與 2023 年 EPS 4.08 元 (年增 2%)。公司擬發放現金股利 2.6 元，配發率 64%、殖利率 2.2%。管理層對 2024 年 AI 伺服器營收展望正向，預期獲利成長力道將更甚營收。

#### 評論及分析

**AI 伺服器營收繼 2023 年成長 50-100% 後，2024 年預估將成長一倍以上。**在新增客戶與新一代 GPU 問世的加持下，管理層看好 2024 年 AI 伺服器營收成長。根據 Nvidia (美) H100/B100/B200 GPU 供給增長與新產品上市以及 AMD (美) MI300 晶片量產，我們預期緯創 2024 年 AI GPU 相關營收可望由 2022 年的 150 億元、2023 年的 230-270 億元 (受 CoWoS 產能限制，年增 50-100%) 攀升至 600-700 億元。除了 GPU 基板外，公司亦將提供部份 AI 系統給企業客戶，如 Tesla (美) 的 Dojo HPC。AI 營收成長指引符合凱基預期。由於 AI 業務的毛利率高於公司整體平均，因此 AI 相關營收增加將強化整體利潤率，且子公司緯穎 (6669 TT，NT\$2,330，增加持股) 的營收、獲利亦見成長。公司預估非 PC 業務將貢獻 2024 年整體營收的 25%，獲利佔比則為 75%，雙雙高於 2023 年的 20% 與 65%。我們預估伺服器為非 PC 業務的主要成長動能，並預期 2024 年伺服器營收貢獻將達約 45%、獲利貢獻 67%，分別由去年的 35% 及 54% 上升。儘管市場持有些許疑慮，包括 Nvidia GB200 (Grace CPU 與 Blackwell GPU 預計 2024 年末進入量產) 將採無基板設計，且競爭對手將分散 Nvidia 釋給緯創的 B100 GPU 基板訂單，但公司與 Nvidia 已建立的良好夥伴關係，依舊正面看待 AI 業務的發展，未來緯創可能切入 GPU 模組與交換器基板業務，為後續成長挹注動能。

**獲利率擴張將推升 2024-25 年每股盈餘。**基於產品組合改善，我們預期緯創的毛利率將由 2023 年的 8% 攀升至 2024-25 年 8.4-8.6%。在營業費用穩定增加 (增幅與營收相近) 情況下，營利率亦將擴張，推升 2024-25 年 EPS。公司預估 2024 年筆電出貨量將溫和成長 (自 1Q24 逐季向上)，且 1Q24 伺服器營收將持穩，1Q24 營收可望優於預期 (季減 1%)，2Q24 營收將季增 5%。較高之營收預期將被費用較高抵銷，我們維持 2024 年 EPS 預估 6.03 元 (年增 48%)。2025 年 EPS 微調至 7.94 元 (年增 32%)，反映獲利率成長。

#### 投資建議

我們維持目標價 140 元，相當於 20 倍 2024-25 年平均 EPS。基於獲利率展望正向且個股評價具吸引力，我們維持該股「增加持股」評等。

#### 投資風險

需求不如預期、AI 伺服器市場競爭。

#### 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)	862,083	984,619	867,057	993,543	1,141,531
營業毛利 (NT\$百萬)	51,135	69,729	68,983	83,709	98,235
營業利益 (NT\$百萬)	16,375	27,472	27,390	37,755	49,650
稅後淨利 (NT\$百萬)	10,468	11,162	11,472	17,057	22,460
每股盈餘 (NT\$)	3.76	4.01	4.08	6.03	7.94
每股現金股利 (NT\$)	2.20	2.60	2.60	3.82	5.42
每股盈餘成長率 (%)	21.3	6.6	1.7	47.8	31.7
本益比 (x)	31.0	29.1	28.6	19.3	14.7
股價淨值比 (x)	4.3	3.5	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA (x)	16.6	10.8	10.0	8.2	6.6
淨負債比率 (%)	113.1	62.2	40.2	34.1	21.7
殖利率 (%)	1.9	2.2	2.2	3.3	4.7
股東權益報酬率 (%)	14.0	12.8	11.4	15.4	17.9

資料來源：公司資料、凱基預估

圖 1：4Q23 財報與 1Q24 財測修正 vs. 市場共識

百萬元	4Q23							1Q24F						
	實際數	凱基預估	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	230,540	228,977	0.7	6.2	(12.6)	233,684	(1.3)	228,234	201,500	13.3	(1.0)	7.7	211,183	8.1
毛利	21,412	18,318	16.9	25.6	(5.6)	18,230	17.5	18,030	15,717	14.7	(15.8)	21.4	16,939	6.4
營業利益	10,535	7,442	41.6	55.0	(1.5)	7,495	40.6	6,619	6,045	9.5	(37.2)	40.1	7,083	(6.6)
稅前淨利	7,122	6,433	10.7	(15.2)	(13.1)	6,955	2.4	6,033	5,600	7.7	(15.3)	129.7	6,349	(5.0)
稅後淨利	3,337	3,564	(6.4)	(29.0)	(18.1)	3,615	(7.7)	2,525	2,814	(10.3)	(24.3)	1,353.1	3,072	(17.8)
每股盈餘 (元)	1.18	1.27	(6.4)	(29.3)	(18.1)	1.25	(5.6)	0.89	1.00	(10.3)	(24.3)	1,363.1	1.09	(18.1)
毛利率 (%)	9.3	8.0	1.3 ppts	1.4 ppts	0.7 ppts	7.8	1.5 ppts	7.9	7.8	0.1 ppts	(1.4)ppts	0.9 ppts	8.0	(0.1)ppts
營業利益率 (%)	4.6	3.3	1.3 ppts	1.4 ppts	0.5 ppts	3.2	1.4 ppts	2.9	3.0	(0.1)ppts	(1.7)ppts	0.7 ppts	3.4	(0.5)ppts
淨利率 (%)	1.4	1.6	(0.1)ppts	(0.7)ppts	(0.1)ppts	1.5	(0.1)ppts	1.1	1.4	(0.3)ppts	(0.3)ppts	1.0 ppts	1.5	(0.4)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2023 年財報與 2024-25 年財測修正 vs. 市場共識

百萬元	2023						2024F						2025F					
	實際數	凱基預估	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	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	867,057	865,495	0.2	(11.9)	870,551	(0.4)	993,543	944,194	5.2	14.6	979,865	1.4	1,141,531	1,071,875	6.5	14.9	1,125,407	1.4
毛利	68,983	65,889	4.7	(1.1)	66,162	4.3	83,709	77,758	7.7	21.3	81,329	2.9	98,235	90,235	8.9	17.4	94,534	3.9
營業利益	27,390	24,297	12.7	(0.3)	24,589	11.4	37,755	36,568	3.2	37.8	39,586	(4.6)	49,650	45,269	9.7	31.5	49,948	(0.6)
稅前淨利	24,321	23,631	2.9	(1.6)	24,464	(0.6)	35,412	34,787	1.8	45.6	37,856	(6.5)	46,582	43,604	6.8	31.5	48,461	(3.9)
稅後淨利	11,472	11,699	(1.9)	2.8	11,964	(4.1)	17,057	16,973	0.5	48.7	18,947	(10.0)	22,460	21,622	3.9	31.7	24,382	(7.9)
每股盈餘 (元)	4.08	4.15	(1.8)	1.7	4.14	(1.4)	6.03	6.03	0.1	47.8	6.67	(9.6)	7.94	7.68	3.4	31.7	8.57	(7.3)
毛利率 (%)	8.0	7.6	0.3 ppts	0.9 ppts	7.6	0.4 ppts	8.4	8.2	0.2 ppts	0.5 ppts	8.3	0.1 ppts	8.6	8.4	0.2 ppts	0.2 ppts	8.4	0.2 ppts
營業率 (%)	3.2	2.8	0.4 ppts	0.4 ppts	2.8	0.4 ppts	3.8	3.9	(0.1)ppts	0.6 ppts	4.0	(0.2)ppts	4.3	4.2	0.1 ppts	0.5 ppts	4.4	(0.1)ppts
淨利率 (%)	1.3	1.4	(0.0)ppts	0.2 ppts	1.4	(0.1)ppts	1.7	1.8	(0.1)ppts	0.4 ppts	1.9	(0.2)ppts	2.0	2.0	(0.0)ppts	0.3 ppts	2.2	(0.2)ppts

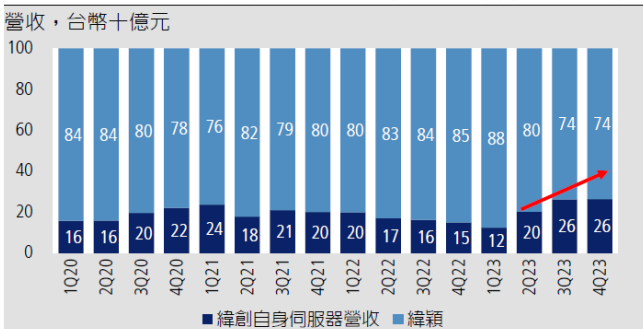
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：伺服器產品營收比重持續大幅提高

營收(台幣十億元)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F
筆電	244.0	262.1	370.3	333.4	319.9	349.9	364.0	69.2	80.4	97.0	123.8	83.8	87.9	82.5	79.2	63.6	77.4	89.0	89.9
桌機	84.4	50.1	43.1	46.6	46.6	51.4	51.4	8.9	10.0	11.0	13.2	11.3	12.2	12.5	10.6	8.5	12.4	13.0	12.7
伺服器	202.1	229.8	242.1	351.7	306.5	445.4	590.9	51.4	62.3	57.3	71.1	63.4	90.4	95.0	102.9	84.8	70.5	71.6	79.5
顯示器	44.2	44.2	64.6	78.1	47.3	36.9	31.6	12.4	16.1	17.6	18.4	20.4	24.4	17.5	15.8	10.6	12.7	11.5	12.6
服務與其他	136.3	107.6	70.3	83.7	72.4	91.0	99.9	16.0	16.1	19.8	18.4	20.4	17.1	22.5	23.7	19.1	15.8	16.7	20.9
智慧裝置	167.1	151.2	71.7	86.1	74.3	19.0	3.8	19.5	16.1	17.6	18.4	27.2	9.8	17.5	31.7	25.4	18.7	15.2	15.0
合計	878.3	845.0	862.1	984.6	867.1	993.5	1,141.5	177.4	200.9	220.4	263.5	226.4	244.2	250.1	263.9	212.0	207.5	217.0	230.5
營收比重 (%)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F
筆電	27.8	31.0	43.0	33.9	36.9	35.2	31.9	39.0	40.0	44.0	47.0	37.0	36.0	33.0	30.0	30.0	37.3	41.0	39.0
桌機	9.6	5.9	5.0	4.7	5.4	5.2	4.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.0	4.0	6.0	6.0	5.5
伺服器	23.0	27.2	28.1	35.7	35.3	44.8	51.8	29.0	31.0	26.0	27.0	28.0	37.0	38.0	39.0	40.0	34.0	33.0	34.5
顯示器	5.0	5.2	7.5	7.9	5.5	3.7	2.8	7.0	8.0	8.0	7.0	9.0	10.0	7.0	6.0	5.0	6.1	5.3	5.5
服務與其他	15.5	12.7	8.2	8.5	8.4	9.2	8.8	9.0	8.0	9.0	7.0	9.0	7.0	9.0	9.0	7.6	7.7	7.7	9.1
智慧裝置	19.0	17.9	8.3	8.7	8.6	1.9	0.3	11.0	8.0	8.0	7.0	12.0	4.0	7.0	12.0	12.0	9.0	7.0	6.5

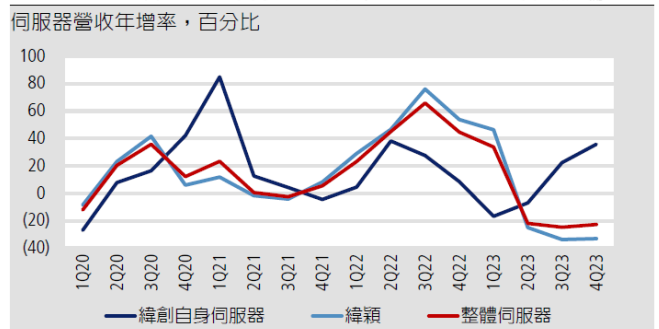
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4：受惠 GPU 基板營收成長強勁，緯創本身伺服器營收擴張



資料來源：公司資料；凱基預估

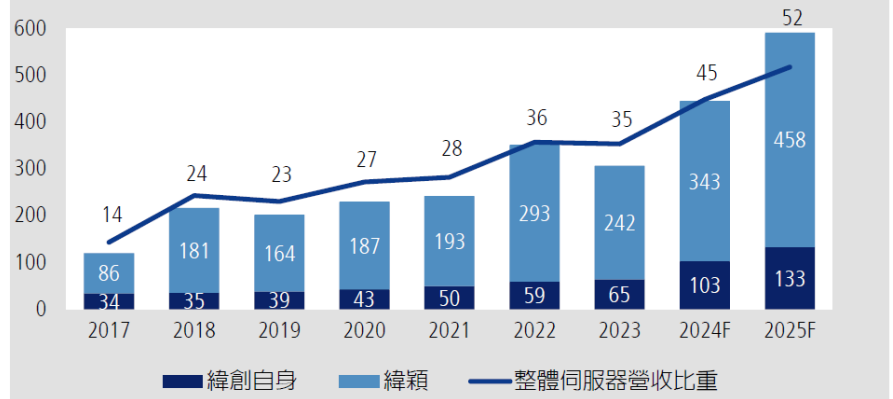
圖 5：4Q23 緯創自身伺服器營收年增 36% (不含緯穎貢獻)



資料來源：公司資料；凱基預估

**圖 6：2024-25 年伺服器營收比重將上揚至 46%及 50%**

伺服器營收，台幣十億元（左軸）；整體伺服器營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

**圖 7：AI GPU 基板佔公司整體獲利比重預估由 2023 年之 16% 提升至 2024 年之 31%**

營收(台幣十億元)	2022	2023F	2024F	2025F
AI GPU基板	15	24	65	91
企業用伺服器	44	37	38	41
緯穎	293	242	343	458
整體伺服器	352	303	445	591
整體營收	985	867	994	1,142
營收比重(%)				
AI GPU基板	1.5	2.7	6.6	8.0
企業用伺服器	4.5	4.3	3.8	3.6
緯穎	29.7	27.9	34.5	40.1
整體伺服器	35.7	34.9	44.8	51.8
營收年增率(%)				
AI GPU基板		56.9	177.1	40.0
企業用伺服器		(15.0)	1.0	10.0
緯穎		(17.4)	41.6	33.8
整體伺服器		(13.9)	47.1	32.7
營業利率(%)				
AI GPU基板	18.0	18.0	18.0	15.0
企業用伺服器	10.0	10.0	10.0	10.0
緯穎	6.1	6.6	6.7	6.5
整體伺服器	7.1	7.9	8.6	8.0
營業利益(台幣十億元)				
AI GPU基板	2.7	4.2	11.7	13.7
企業用伺服器	4.4	3.7	3.8	4.1
緯穎	17.9	15.9	22.9	29.7
整體伺服器	24.9	23.8	38.4	47.5
佔整體伺服器營業利益比重(%)				
AI GPU基板	10.8	17.8	30.6	28.8
企業用伺服器	17.6	15.6	9.8	8.7
緯穎	71.6	66.6	59.6	62.5
整體伺服器	100.0	100.0	100.0	100.0
佔公司整體營業利益比重(%)				
AI GPU基板	9.8	15.5	31.2	27.6
企業用伺服器	16.0	13.6	10.0	8.3
緯穎(持股43.1%)	28.0	25.0	26.2	25.8
整體伺服器	53.8	54.0	67.3	61.7

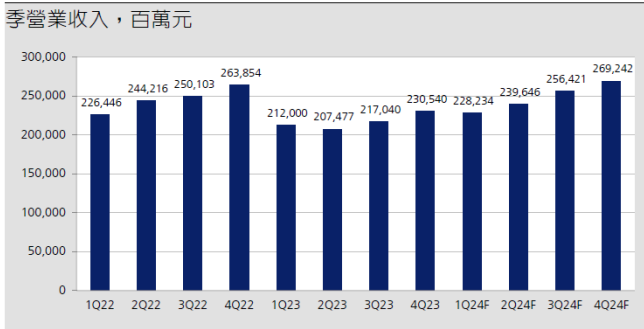
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 8：公司概況

從宏碁(2353 TT, NT\$46.5, 未評等)分割出來的緯創專營電子硬體之設計/製造/服務(DMS)業者，產品研發聚焦資通訊(ICT)領域，筆電、桌電、伺服器、儲存裝置、工業自動化(IA)、網通與通訊產品都包含在內。緯創在台筆電代工排名第三大，僅次於廣達(2382 TT, NT\$250.5, 增加持股)與仁寶(2324 TT, NT\$36.7, 未評等)，2022 年筆電出貨量為 2,120 萬台，全球市佔率為 10%。緯創在台灣筆電代工同業中的業務分化程度最高。

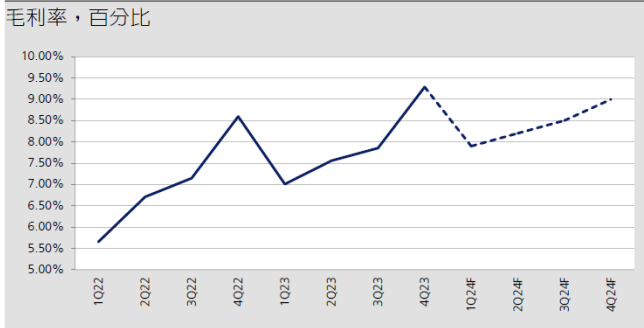
資料來源：凱基

圖 10：季營業收入



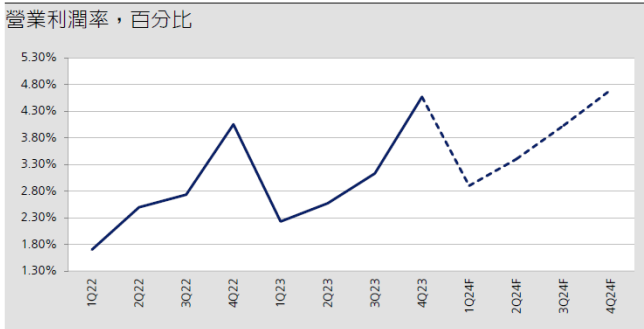
資料來源：凱基

圖 12：毛利率



資料來源：凱基

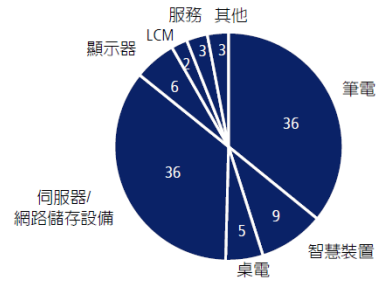
圖 14：營業利潤率



資料來源：凱基

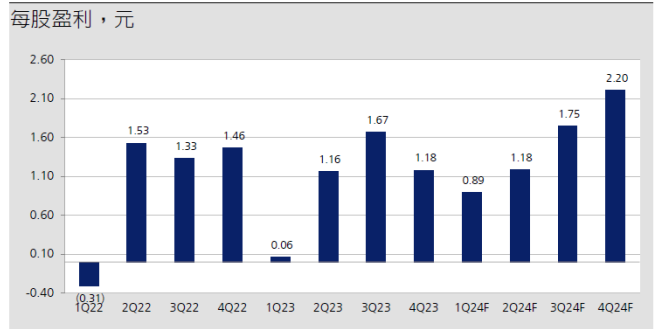
圖 9：緯創業務分化甚廣

2023 年營收組成，百分比



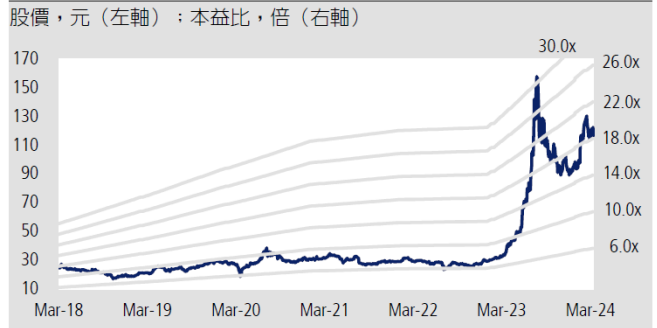
資料來源：公司資料；凱基

圖 11：每股盈利



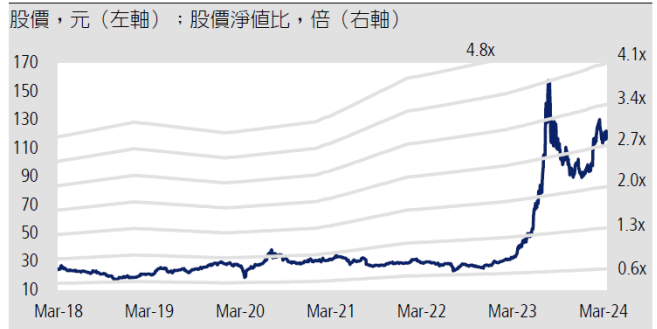
資料來源：凱基

圖 13：未來一年預估本益比區間



資料來源：TEJ；凱基預估

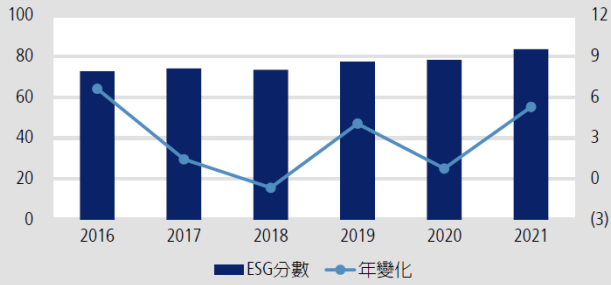
圖 15：未來一年預估股價淨值比區間



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 16：ESG 整體分數

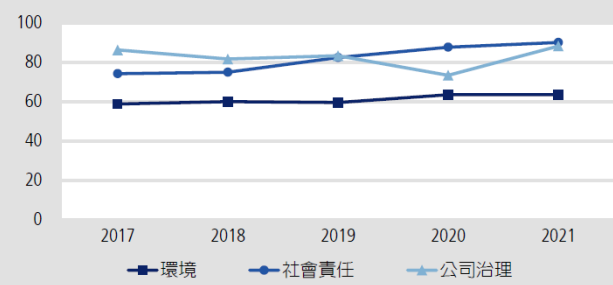
ESG 整體分數 (左軸)；年增幅度，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 17：ESG 各項分數

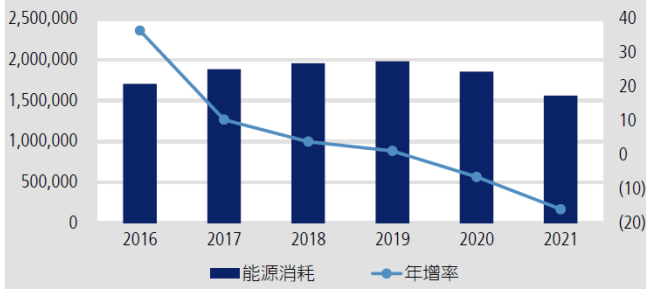
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 18：能源消耗

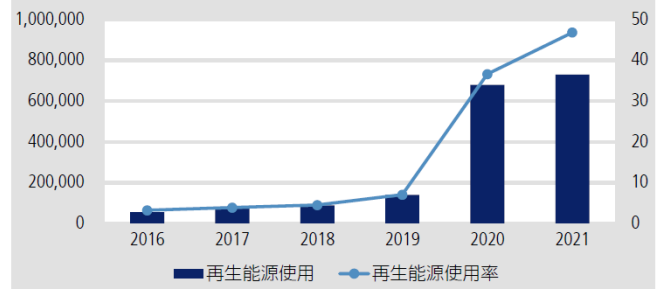
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 19：再生能源使用

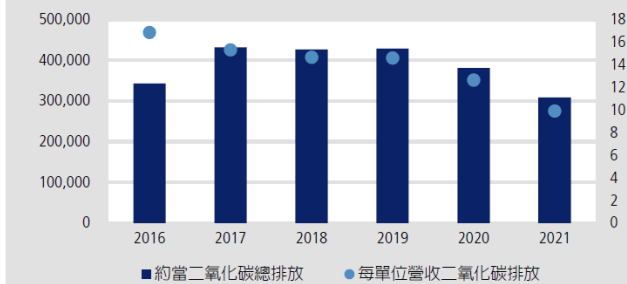
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)；再生能源使用率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 20：碳排放量

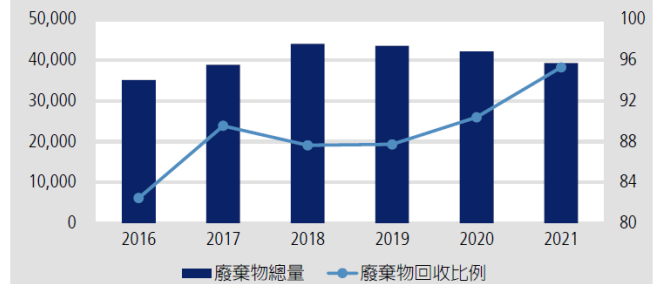
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 21：廢棄物總量

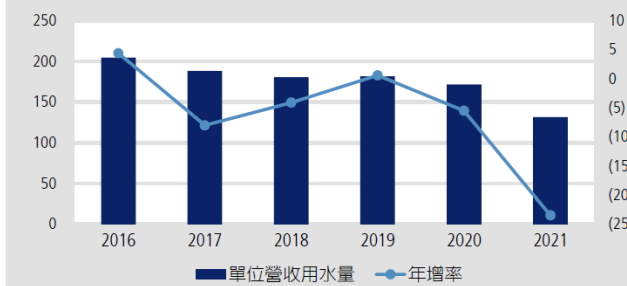
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 22：耗水量

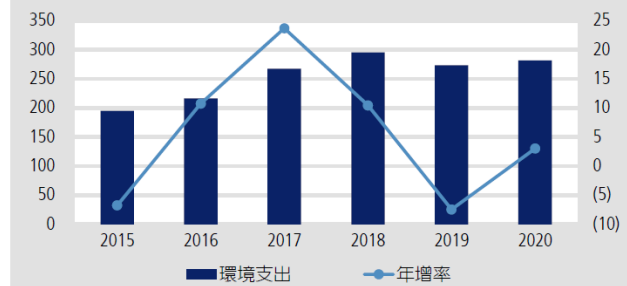
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 23：環境支出

環境支出，百萬元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



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，凱基

## 損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	212,000	207,477	217,040	230,540	228,234	239,646	256,421	269,242	867,057	993,543	1,141,531
營業成本	(197,149)	(191,800)	(199,998)	(209,128)	(210,204)	(219,995)	(234,625)	(245,010)	(798,074)	(909,834)	(1,043,296)
營業毛利	14,852	15,677	17,042	21,412	18,030	19,651	21,796	24,232	68,983	83,709	98,235
營業費用	(10,128)	(10,342)	(10,246)	(10,877)	(11,412)	(11,503)	(11,462)	(11,577)	(41,593)	(45,954)	(48,585)
營業利益	4,723	5,335	6,796	10,535	6,619	8,148	10,334	12,654	27,390	37,755	49,650
折舊	(2,888)	(2,971)	(3,041)	(2,979)	(3,208)	(3,208)	(3,208)	(3,208)	(11,879)	(12,831)	(15,647)
攤提	(134)	(109)	(109)	(114)	(129)	(129)	(129)	(129)	(466)	(517)	(517)
EBITDA	7,745	8,416	9,946	13,628	9,956	11,485	13,671	15,991	39,735	51,103	65,813
利息收入	628	637	666	589	520	520	520	520	2,520	2,082	1,758
投資利益淨額	74	230	159	347	138	138	138	138	811	550	400
其他營業外收入	85	2,179	2,961	(287)	1,250	1,250	1,250	1,250	4,937	5,000	3,700
總營業外收入	786	3,046	3,786	649	1,908	1,908	1,908	1,908	8,268	7,632	5,858
利息費用	(2,293)	(2,205)	(2,188)	(2,071)	(1,994)	(1,994)	(1,994)	(1,994)	(8,757)	(7,975)	(6,926)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(590)	-	-	(1,990)	(500)	(500)	(500)	(500)	(2,580)	(2,000)	(2,000)
總營業外費用	(2,883)	(2,205)	(2,188)	(4,062)	(2,494)	(2,494)	(2,494)	(2,494)	(11,338)	(9,975)	(8,926)
稅前純益	2,627	6,177	8,394	7,122	6,033	7,562	9,748	12,069	24,321	35,412	46,582
所得稅費用[利益]	(607)	(1,441)	(2,201)	(1,807)	(1,448)	(1,815)	(2,340)	(2,542)	(6,055)	(8,145)	(10,947)
少數股東損益	(1,846)	(1,478)	(1,491)	(1,978)	(2,060)	(2,401)	(2,457)	(3,291)	(6,794)	(10,210)	(13,175)
非常項目稅後純益	174	3,258	4,702	3,337	2,525	3,346	4,951	6,235	11,472	17,057	22,460
非常項目	(0)	0	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	174	3,258	4,702	3,337	2,525	3,346	4,951	6,235	11,472	17,057	22,460
每股盈餘 (NT\$)	0.06	1.16	1.67	1.18	0.89	1.18	1.75	2.20	4.08	6.03	7.94
獲利率 (%)											
營業毛利率	7.0	7.6	7.9	9.3	7.9	8.2	8.5	9.0	8.0	8.4	8.6
營業利益率	2.2	2.6	3.1	4.6	2.9	3.4	4.0	4.7	3.2	3.8	4.3
EBITDA Margin	3.7	4.1	4.6	5.9	4.4	4.8	5.3	5.9	4.6	5.1	5.8
稅前純益率	1.2	3.0	3.9	3.1	2.6	3.2	3.8	4.5	2.8	3.6	4.1
稅後純益率	0.1	1.6	2.2	1.4	1.1	1.4	1.9	2.3	1.3	1.7	2.0
季成長率 (%)											
營業收入	(19.7)	(2.1)	4.6	6.2	(1.0)	5.0	7.0	5.0			
營業毛利	(34.5)	5.6	8.7	25.6	(15.8)	9.0	10.9	11.2			
營業收益增長	(55.8)	13.0	27.4	55.0	(37.2)	23.1	26.8	22.5			
EBITDA	(43.9)	8.7	18.2	37.0	(26.9)	15.4	19.0	17.0			
稅前純益	(68.0)	135.2	35.9	(15.2)	(15.3)	25.3	28.9	23.8			
稅後純益	(95.7)	1775.2	44.3	(29.0)	(24.3)	32.5	48.0	25.9			
年成長率 (%)											
營業收入	(6.4)	(15.0)	(13.2)	(12.6)	7.7	15.5	18.1	16.8	(11.9)	14.6	14.9
營業毛利	16.1	(4.3)	(4.7)	(5.6)	21.4	25.3	27.9	13.2	(1.1)	21.3	17.4
營業收益	22.8	(12.5)	(0.6)	(1.5)	40.1	52.7	52.0	20.1	(0.3)	37.8	31.5
EBITDA	20.1	(5.5)	1.5	(1.3)	28.5	36.5	37.4	17.3	2.0	28.6	28.8
稅前純益	462.2	(23.8)	5.8	(13.1)	129.7	22.4	16.1	69.4	(1.6)	45.6	31.5
稅後純益		(23.3)	27.2	(18.1)	1353.1	2.7	5.3	86.8	2.8	48.7	31.7

資料來源：公司資料；凱基預估

**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>497,298</b>	<b>432,908</b>	<b>452,391</b>	<b>486,587</b>	<b>520,929</b>
<b>流動資產</b>	<b>421,787</b>	<b>342,986</b>	<b>361,461</b>	<b>393,126</b>	<b>429,695</b>
現金及短期投資	83,644	75,023	79,577	58,814	51,072
存貨	161,378	156,889	119,720	144,181	165,784
應收帳款及票據	161,166	100,230	121,337	149,303	172,011
其他流動資產	15,599	10,843	40,828	40,828	40,828
<b>非流動資產</b>	<b>75,511</b>	<b>89,922</b>	<b>90,929</b>	<b>93,461</b>	<b>91,234</b>
長期投資	14,306	15,256	18,849	20,212	21,632
固定資產	42,210	51,515	46,598	47,767	44,120
什項資產	18,996	23,151	25,482	25,482	25,482
<b>負債總額</b>	<b>404,813</b>	<b>314,255</b>	<b>323,628</b>	<b>334,162</b>	<b>340,374</b>
<b>流動負債</b>	<b>365,583</b>	<b>286,725</b>	<b>288,252</b>	<b>300,530</b>	<b>303,525</b>
應付帳款及票據	168,305	108,802	119,358	146,667	168,642
短期借款	142,118	119,807	100,438	81,782	58,167
什項負債	55,161	58,116	68,455	72,081	76,716
<b>長期負債</b>	<b>39,230</b>	<b>27,530</b>	<b>35,376</b>	<b>33,632</b>	<b>36,849</b>
長期借款	32,674	20,389	26,525	24,681	27,795
其他負債及準備	4,565	4,079	4,000	4,100	4,202
<b>股東權益總額</b>	<b>92,485</b>	<b>118,653</b>	<b>128,763</b>	<b>152,425</b>	<b>180,554</b>
普通股股本	29,033	29,016	28,998	28,998	28,998
保留盈餘	-	-	-	5,970	12,708
少數股東權益	14,568	22,270	24,539	34,749	47,924
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	2.0%	14.2%	(11.9%)	14.6%	14.9%
營業收益增長	13.2%	67.8%	(0.3%)	37.8%	31.5%
EBITDA	4.4%	52.1%	2.0%	28.6%	28.8%
稅後純益	20.6%	6.6%	2.8%	48.7%	31.7%
每股盈餘成長率	21.3%	6.6%	1.7%	47.8%	31.7%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	5.9%	7.1%	8.0%	8.4%	8.6%
營業利益率	1.9%	2.8%	3.2%	3.8%	4.3%
EBITDA Margin	3.0%	4.0%	4.6%	5.1%	5.8%
稅後純益率	1.2%	1.1%	1.3%	1.7%	2.0%
平均資產報酬率	2.3%	2.4%	2.6%	3.6%	4.5%
股東權益報酬率	14.0%	12.8%	11.4%	15.4%	17.9%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	189.0%	118.2%	98.6%	69.8%	47.6%
淨負債比率	113.1%	62.2%	40.2%	34.1%	21.7%
利息保障倍數 (x)	11.2	5.1	3.8	5.4	7.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	(11.5)	8.9	5.5	0.6	2.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.1)	0.4	0.4	0.1	0.2
流動比率 (x)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
速動比率 (x)	0.7	0.6	0.8	0.8	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	104,637	73,858	51,731	51,994	39,237
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	3.76	4.01	4.08	6.03	7.94
每股現金盈餘 (NT\$)	(7.74)	19.20	17.15	1.67	5.62
每股淨值 (NT\$)	26.84	33.22	35.94	40.58	45.74
調整後每股淨值 (NT\$)	27.99	34.62	37.07	41.61	46.90
每股營收 (NT\$)	309.65	353.71	308.38	351.31	403.64
EBITDA/Share (NT\$)	9.20	13.99	14.13	18.07	23.27
每股現金股利 (NT\$)	2.20	2.60	2.60	3.82	5.42
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.86	2.12	1.96	2.12	2.27
應收帳款周轉天數	68.2	37.2	51.1	55.0	55.0
存貨周轉天數	72.6	62.6	54.8	58.0	58.0
應付帳款周轉天數	75.8	43.4	54.6	59.0	59.0
現金轉換周轉天數	65.1	56.3	51.2	54.0	54.0

資料來源：公司資料；凱基預估

**損益表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>862,083</b>	<b>984,619</b>	<b>867,057</b>	<b>993,543</b>	<b>1,141,531</b>
營業成本	(810,948)	(914,890)	(798,074)	(909,834)	(1,043,296)
<b>營業毛利</b>	<b>51,135</b>	<b>69,729</b>	<b>68,983</b>	<b>83,709</b>	<b>98,235</b>
營業費用	(34,760)	(42,257)	(41,593)	(45,954)	(48,585)
<b>營業利益</b>	<b>16,375</b>	<b>27,472</b>	<b>27,390</b>	<b>37,755</b>	<b>49,650</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>9,627</b>	<b>8,152</b>	<b>8,268</b>	<b>7,632</b>	<b>5,858</b>
利息收入	1,307	1,990	2,520	2,082	1,758
投資利益淨額	172	816	811	550	400
其他營業外收入	8,148	5,346	4,937	5,000	3,700
<b>總營業外費用</b>	<b>(6,767)</b>	<b>(10,913)</b>	<b>(11,338)</b>	<b>(9,975)</b>	<b>(8,926)</b>
利息費用	(1,880)	(5,988)	(8,757)	(7,975)	(6,926)
投資損失	(77)	-	-	-	-
其他營業外費用	(4,810)	(4,925)	(2,580)	(2,000)	(2,000)
<b>稅前純益</b>	<b>19,234</b>	<b>24,711</b>	<b>24,321</b>	<b>35,412</b>	<b>46,582</b>
所得稅費用[利益]	(4,506)	(5,693)	(6,055)	(8,145)	(10,947)
少數股東損益	(4,260)	(7,855)	(6,794)	(10,210)	(13,175)
非常項目	-	(0)	(0)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>10,468</b>	<b>11,162</b>	<b>11,472</b>	<b>17,057</b>	<b>22,460</b>
EBITDA	25,600	38,947	39,735	51,103	65,813
每股盈餘 (NT\$)	3.76	4.01	4.08	6.03	7.94

**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>(21,536)</b>	<b>53,440</b>	<b>48,219</b>	<b>4,736</b>	<b>15,888</b>
本期純益	10,468	11,162	11,472	17,057	22,460
折舊及攤提	9,225	11,475	12,345	13,348	16,164
本期運用資金變動	(47,880)	15,137	12,616	(25,119)	(22,336)
其他營業資產及負債變動	6,651	15,666	11,787	(550)	(400)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(16,597)</b>	<b>(16,739)</b>	<b>(14,665)</b>	<b>(15,329)</b>	<b>(13,537)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(1,783)	352	3,499	-	-
本期長期投資變動	1,208	(395)	(1,229)	(812)	(1,021)
資本支出淨額	(14,556)	(13,609)	(12,961)	(14,000)	(12,000)
其他資產變動	(1,466)	(3,087)	(3,974)	(517)	(517)
<b>自由現金流</b>	<b>(41,032)</b>	<b>33,685</b>	<b>32,104</b>	<b>2,784</b>	<b>19,293</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>44,593</b>	<b>(48,366)</b>	<b>(23,205)</b>	<b>(10,170)</b>	<b>(10,093)</b>
短期借款變動	41,537	(37,371)	(17,834)	(23,000)	(23,000)
長期借款變動	9,149	(10,176)	5,145	2,500	2,500
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(6,258)	(6,257)	(7,401)	(7,462)	(11,087)
其他融資現金流	165	5,325	(3,682)	17,791	21,494
匯率影響數	(2,509)	7,849	(646)	-	-
<b>本期產生現金流量</b>	<b>3,950</b>	<b>(3,817)</b>	<b>9,704</b>	<b>(20,763)</b>	<b>(7,743)</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	4.0%	4.3%	4.8%	4.6%	4.3%
<b>= 營業利益率</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.3%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.1	0.1	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>5.4</b>	<b>6.3</b>	<b>6.0</b>	<b>5.9</b>	<b>6.3</b>
營業利益率	1.9%	2.8%	3.2%	3.8%	4.3%
x 資本周轉率	5.4	6.3	6.0	5.9	6.3
x (1 - 有效現金稅率)	76.6%	77.0%	75.1%	77.0%	76.5%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>7.8%</b>	<b>13.4%</b>	<b>14.1%</b>	<b>17.3%</b>	<b>20.8%</b>

資料來源：公司資料；凱基預估



**緯創 – 以往評級及目標價**


日期	評級	目標價	收盤價
2024-01-18	增加持股	140.0	97.7
2023-11-10	增加持股	137.0	98.1
2023-10-30	增加持股	140.0	93.7
2023-08-05	增加持股	160.0	114.0
2023-07-14	增加持股	150.0	142.0
2023-07-03	增加持股	115.0	95.7
2023-05-12	增加持股	55.0	50.1
2023-01-17	增加持股	40.0	30.2
2022-11-04	增加持股	32.0	25.4
2022-10-23	增加持股	32.0	26.1

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。