

勤誠

(8210.TW/8210 TT)

增加持股 · 首次評等

收盤價 June 13 (NT\$)	117.5
12 個月目標價 (NT\$)	150.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	27.7

焦點內容

受惠伺服器新平台量產與新專案，我們預期公司營收與利潤率將於 2H23-2024 年復甦，且 AI 伺服器營收比重提高將推升評價。我們首評勤誠，目標價 150 元 (14x 2024F EPS)，評等為「增加持股」。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	14.17 / 462.2
流通在外股數 (百萬股)：	120.6
外資持有股數 (百萬股)：	9.74
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.40
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	60.00 - 125.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	34.3	62.1	68.1
相對表現 (%)	23.7	43.6	61

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.05A	2.31A	3.65A	1.31A
2023	0.23A	1.71F	2.62F	2.92F
2024	1.62F	2.36F	3.33F	3.38F

股價圖



資料來源：TEJ

Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

請即投票

凱基投顧

余昀澄
886 2 2181 8013
alex.a.yu@kgi.com
向子慧
886 2 2181 8726
angelah@kgi.com
重要免責聲明，詳見最終頁

六月 13, 2023

AI 伺服器趨勢中之隱藏瑰寶

重要訊息

勤誠為伺服器機箱領導廠商，提供 L3-L6 產品與全方位解決方案，2022 年地區別營收比重為美國 42%、中國 30%、歐洲 6%、其他地區 22%。我們認為 AI 伺服器與新 CSP 專案將帶動 2H23-2024 年營收成長與利潤率擴大。

評論及分析

2H23-2024 年伺服器需求復甦。客戶存貨修正使 1H23 營收平淡，但我們預期 2H23 營收將較上半年成長，主因 3 個 CSP 專案開始量產，且 Intel (美) Sapphire Rapids CPU (Eagle Stream) 與 AMD (美) Zen 4 CPU (Genoa) 新平台產品開始出貨。新 CPU 平台將刺激 2H23-2024 年換機需求並帶動 2024 年全球伺服器出貨量恢復年增。隨機箱設計趨於複雜以因應新伺服器 CPU 熱設計功率(TDP)提高，機箱單價將較前代提升 20-30%，有利 2024 年一般伺服器營收(佔整體營收 77%)轉為年增 8% (相較 2023 年為年減 10%)。我們預期 2023 年公司整體營收將持平，其中美國營收將優於中國。隨需求復甦與新平台滲透率提升，2024 年整體營收將明顯年增 16%。

AI 伺服器貢獻提高。勤誠三月起開始出貨 AI 伺服器(7U)專案給美系主要客戶，並於 2H23 開始量產。公司觀察到 AI 伺服器專案需求增加，1H23 有數個專案進入 NPI，預計 2H23-2024 年貢獻營收。因 AI 產品單價較高(同 U 數下，較一般伺服器高 20-30%)，我們預估其 AI 伺服器營收比重將自 2022 年的 5-10%擴張至 2023 年的 17%，其中 5-10%來自高 U 數專案 (7U; 訓練型 AI 伺服器)、5-10%為 OTS 標準品(1-2U; 推論型 AI 伺服器)。此外，2024 年至少有 3-4 個美系與中系客戶新 AI 專案(6U 以上; AI 訓練伺服器)開始量產，此將進一步推升其 AI 營收比重至 2024-25 年之 23%、27%。

2024 年利潤率擴張。公司持續擴大 OTS 產品(利潤率較高)營收，預計 OTS 營收比重將自 2022 年 25-30%提高為 2023 年 30-35%，有利毛利率攀升，加上 AI 營收貢獻提升，我們預估公司毛利率自 2022 年 20.1%上揚至 2023-24 年 21.1%、22.6%，並推升營利率，2024 年 EPS 將年增 43%至 2024 年 10.69 元，相較 2023 年為 7.47 元(年減 10%，因 2022 年匯兌收益較高)。

投資建議

我們預期公司營收與利潤率將於 2H23-2024 年回升，且 AI 伺服器營收比重提高將推升其投資評價。我們首評勤誠，給予「增加持股」評等，目標價為 150 元，基於 14 倍 2024 年 EPS 預估。

投資風險

伺服器需求低迷、新伺服器平台遞延、經濟成長不確定性。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	7,545	9,423	10,558	10,595	12,318
營業毛利 (NT\$百萬)	1,932	1,844	2,131	2,236	2,786
營業利益 (NT\$百萬)	963	882	1,142	1,173	1,653
稅後淨利 (NT\$百萬)	977	673	999	901	1,289
每股盈餘 (NT\$)	8.16	5.62	8.32	7.47	10.69
每股現金股利 (NT\$)	4.00	3.00	4.00	3.74	5.66
每股盈餘成長率 (%)	7.1	(31.2)	48.2	(10.2)	43.0
本益比 (x)	14.4	20.9	14.1	15.7	11.0
股價淨值比 (x)	3.6	3.4	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA (x)	11.0	12.8	10.8	8.8	6.5
淨負債比率 (%)	Net cash	38.5	47.7	35.7	22.0
殖利率 (%)	3.4	2.6	3.4	3.2	4.8
股東權益報酬率 (%)	26.2	16.6	22.0	17.6	22.8

資料來源：公司資料，凱基預估

 研究網站: <https://www.kgisia.com.tw/Portal/Report/Index/En/R> Powered by the EFA Platform

個股評價

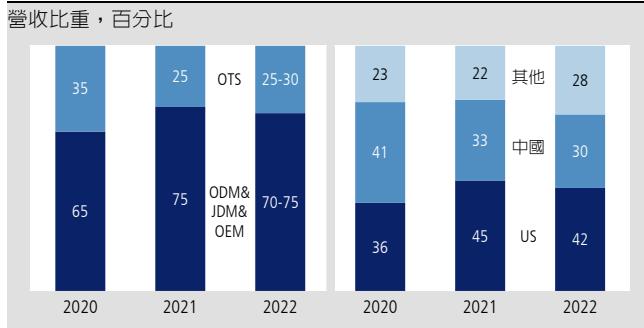
我們首次評等勤誠，給予「增加持股」評等，目標價為 150 元，基於 14 倍 2024 年 EPS 預估 10.69 元，隱含上檔空間 28%。

AI 伺服器營收推升 2024 年營收與獲利率擴張

我們首次評等勤誠，給予「增加持股」評等，目標價為 150 元，基於 14 倍 2024 年 EPS 預估 10.69 元，隱含上檔空間 28%。

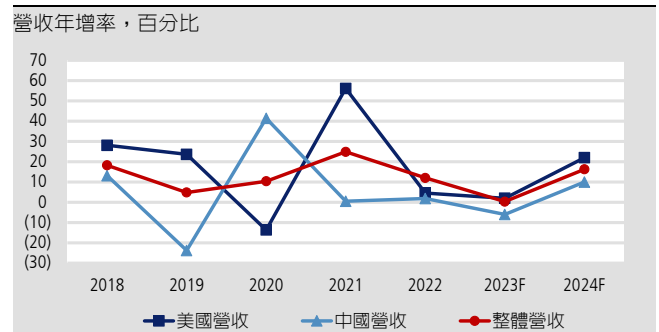
勤誠主要生產伺服器機殼，提供 L3-L6 產品與全方位解決方案，營運模式包括：(1) ODM、JDM (共同開發設計)、OEM 服務 (2022 年合計營收比重 70-75%)：主要提供 CSP 客戶；(2) 標準品產品 (over-the-shelf (OTS); 25-30%)：提供企業客戶與數百家通路客戶。Amazon (美)為公司主要客戶 (2022 年營收比重 40-50%)，3 家中系 CSP (合計 10%)，另有一家美系 CSP 客戶 (個位數)。2022 年全球市占率 14-15%，出貨量 199 萬組 (整機；不含機構件及零組件)。

圖 1: 2022 年 OTS 標準品營收比重 25-30%；2022 年營收主要來美國



資料來源：公司資料；凱基

圖 2: 美國與中國需求 2024 年將復甦

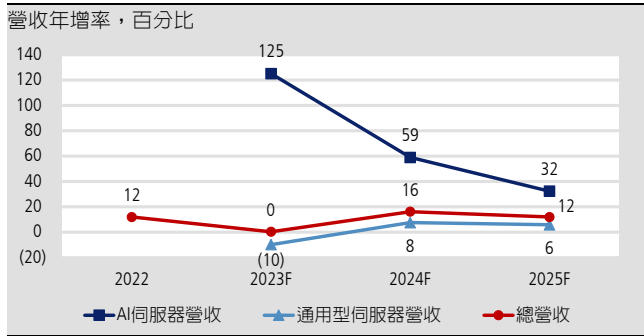


資料來源：公司資料；凱基預估

儘管總經疲軟與伺服器庫存調整拖累一般伺服器需求，1H23 營收與獲利較弱，但預期 2H23 營收將較上半年成長，主因 Intel 的 Sapphire Rapids CPU (Eagle Stream) 與 AMD 的 Zen 4 CPU (Genoa)將進入量產。此外，公司預計 2H23 將交付 3 個新 ODM 與 JDM 專案予 CSP 客戶，且美系客戶 AI 專案進入量產。AI 伺服器營收與新 CSP 專案將為 2023 年營收主要成長動能，抵消一般伺服器需求衰退之影響。因 1H23 營收較弱，我們預估 2023 年整體營收僅年持平，而美國地區營收成長性將優於中國。2024 年營收將明顯年增 16%，係因通用型伺服器營收復甦(年增 8%)、AI 伺服器營收貢獻提高(金額年增 59%；營收比重自 2023 年之 17%提高為 2024 年之 23%、2025 年之 27%)。再加上 OTS 營收加速成長(營收比重由 2022 年之 25-30%提升至 2023-24 年之 33-35%)，我們預估公司毛利率將自 2022 年的 20.1%年增至 2023-24 年的 21.1%、22.6%，帶動營利率擴張，2024 年 EPS 將年增 43% 至 10.69 元，自 2023 年之 7.47 元復甦(年減 10%，係因 2022 年匯兌收益較高)。

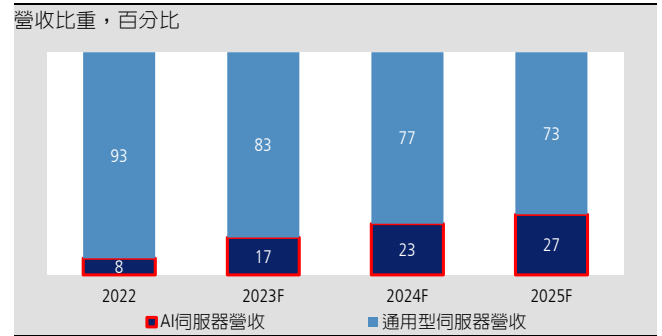
股價目前交易於 11-12 倍 2024 年 EPS 預估，相較過去七年股價交易在 4-14 倍 PE。我們預期公司將受惠於 AI 伺服器成長趨勢，帶動單價與利潤率擴大，此有利於未來評價走高。我們的目標本益比為 14 倍。

圖 3: 2023-25 年 AI 伺服器營收高速成長



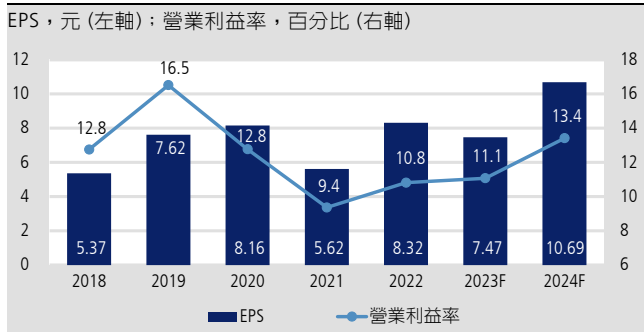
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4: AI 伺服器營收比重自 2023 年之 17% 提升至 2024-25 年之 23%、27%



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 5: 營利率擴張將推升 2024 年 EPS 成長



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 6: 股價目前交易於 11-12 倍 2024 年 EPS 預估，相較 2016-22 年區間為 4-14 倍



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 7: 同業比較 – 財務比較

公司	股票代號	毛利率(%)					營業利益率(%)					EPS(台幣元)					EPS年增率(%)				
		2021	2022	1Q23	2023F	2024F	2021	2022	1Q23	2023F	2024F	2021	2022	1Q23	2023F	2024F	2021	2022	1Q23	2023F	2024F
勤誠	8210 TT	19.6	20.2	16.5	21.1	22.6	9.4	10.8	2.7	11.1	13.4	5.6	8.32	0.23	7.47	10.69	(31.2)	48.2	(78.1)	(10.2)	43.0
奇鎰*	3017 TT	17.7	19.4	19.7	20.5	21.2	10.2	11.3	11.4	12.3	13.1	8.2	11.78	2.85	12.86	14.77	51.5	43.5	35.1	9.2	14.8
營邦*	3693 TT	22.0	26.9	29.8	N.A.	N.A.	4.2	10.4	13.5	N.A.	N.A.	3.1	11.83	3.75	N.A.	N.A.	43.9	284.1	792.9	N.A.	N.A.
富驊*	5465 TT	13.1	15.4	14.0	N.A.	N.A.	5.1	7.8	7.6	N.A.	N.A.	1.3	2.02	0.47	N.A.	N.A.	10.4	59.1	11.9	N.A.	N.A.

*市場共識預估

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基預估

圖 8: 同業估值比較

公司	代碼	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	評等	目標價 (元)	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 (%)	
						2022	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2022	2023F
勤誠	8210 TT	462	117.5	增加持股	150.0	8.32	7.47	10.69	(10.2)	43.0	15.7	11.0	2.6	2.4	17.6	22.8	3.4	3.2
奇鎰*	3017 TT	2,743	219.5	未評等	N.A.	11.78	12.86	14.77	9.2	14.8	17.1	14.9	4.7	4.3	27.4	26.5	2.5	2.8
營邦*	3693 TT	308	245.5	未評等	N.A.	11.83	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	2.4	N.A.
富驊*	5465 TT	240	49.8	未評等	N.A.	2.02	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.0	N.A.

*市場共識預估

資料來源：Bloomberg；凱基預估

投資理由

新伺服器 CPU 平台進入量產且 3 個新 CSP 專案開始交付，將帶動 2H23-2024 年營收復甦。AI 伺服器將為 2024 年主要營收成長動能，且一般伺服器需求復甦。

2H23 伺服器營收復甦；AI 伺服器為 2H23-2024 年亮點

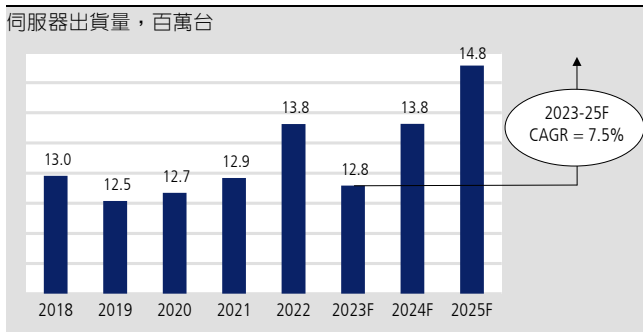
據 Gartner 統計，1Q23 全球伺服器出貨量年減 21% 至 260 萬台，主因景氣不振及伺服器 CPU 新舊平台轉換期。儘管存貨修正將拖累 1H23 伺服器市場，但我們預期隨 Intel 的 Sapphire Rapids CPU (Eagle Stream) 與 AMD 的 Zen 4 CPU (Genoa) 開始量產，伺服器需求將於 2H23-2024 年反彈。新 CPU 平台將刺激 2H23-2024 年伺服器換機需求，帶動 2024 年全球伺服器出貨量年增 8%，相較 2023 年年減 7%。此外，因應新伺服器 CPU 熱設計功率 (TDP) 提高，機箱設計趨於複雜，新 CPU 平台之機箱單價將較前一代提升 20-30%，有利勤誠 2024 年通用型伺服器營收年增 8%，自 2023 年之年減 10% 復甦。長期而言，隨資料流量增加、運算能力提高、5G 與高效能運算等應用成長，2023-25 年全球伺服器需求將年複合成長 7-8%。

圖 9: 2023-24 年 Intel 與 AMD 伺服器平台推出規劃

平台	Intel Purley	Intel Purley	Intel Cedar Island	Intel Whitley	Intel Eagle Stream	Intel Eagle Stream	Intel Birch Stream	AMD Zen 2	AMD Zen 3	AMD Zen 4	AMD Zen 4c	AMD Zen 4	AMD Zen 5
上市時間	3Q17	3Q19	2H20	2Q21	1Q23	4Q23	2024F	2Q19	1Q21	4Q22	1H23F	2023F	2024F
CPU	SkyLake-EP Cannon Lake-EP	Cascade Lake	Cooper Lake	Ice Lake	Sapphire Rapids (Intel 7)	Emerald Rapids (Intel 7)	Granite Rapids (Intel 3, P-core)	Rome	Milan	Genoa	Bergamo	Siena	Turin
製程	14nm/ 14nm+	14nm++	14nm	10nm	10nm	10nm++	3nm	7nm	7nm+	5nm	5nm	5nm	3nm / 4nm
CPU 插槽	LGA 3647	LGA 3647	LGA 4189	LGA 4189	LGA 4677	LGA 4677	LGA 7529	FC LGA 4094	FC LGA 4094	FC LGA 6096	FC LGA 6096	FC LGA 4844	FC LGA 6096
CPU 核心	28	28	48	26	60	64	120	64	64	96	128	64	256
DRAM	6通道 DDR4	6通道 DDR4	8通道 DDR4	8通道 DDR4	8通道 DDR5	DDR5	DDR5	8通道 DDR4	8通道 DDR4	12通道 DDR5	DDR5	DDR5	TBA
PCIe	PCIe 3.0	PCIe 3.0	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 4.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	TBA
CPU 熱設計功耗	45-165W	165-250W	高達 300W	高達 270W	高達 350W	350-400W	400W+	120-225 W	225-280W	320-400W	320-400W	70-225W	480-600W

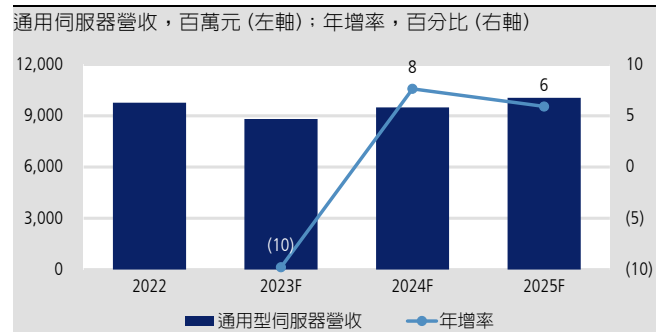
資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 2023-25 年全球伺服器出貨量將年複合成長 6-7%



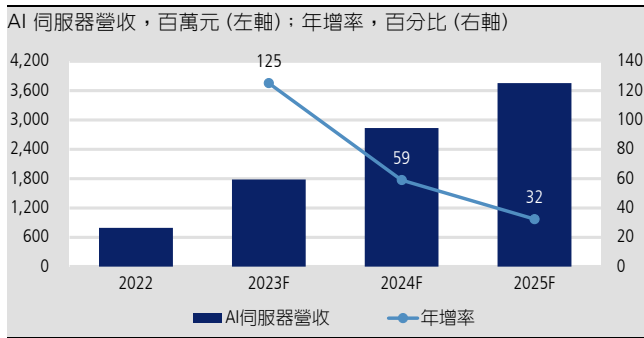
資料來源：Gartner；凱基預估

圖 11: 2024 年勤誠通用型伺服器營收年增 8%

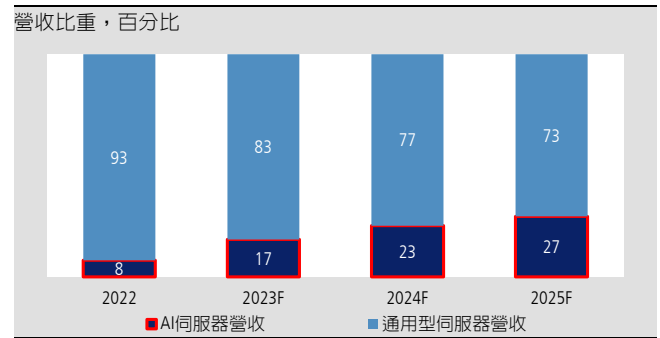


資料來源：公司資料；凱基預估

2022 年勤誠 AI 營收比重為 5-10%，主要來自 OTS 產品(1U/2U)。公司今年三月起出貨 AI 伺服器(高 U 數)給美國主要客戶，並將於 2H23 量產。公司已見 AI 伺服器專案(GPU box)需求增加，且 1H23 數個專案進入新產品導入階段(NPI)，並預計於 2H23-2024 年貢獻營收。公司目標其 2023 年高 U 數專案 (7U; 訓練型 AI 伺服器)佔總營收 5-10%，OTS 產品(1-2U; 推論型 AI 伺服器)則佔 5-10%。因此，我們預估其 2023 年 AI 伺服器營收倍增，營收比重達 17%。2024 年至少有 3-4 個高 U 數 AI 專案(6U 以上; 訓練型 AI 伺服器)進入量產，將出貨給美系與中系客戶。相同 U 數下，AI 伺服器機箱單價高於一般伺服器 20-30%，我們預估勤誠 AI 伺服器營收比重將進一步提高為 2024 年 23% 及 2025 年的 27%。

圖 12: 2023-25 年勤誠 AI 伺服器營收快速成長


資料來源：公司資料；凱基預估

圖 13: 預期 AI 營收比重自 2023 年 17% 提高為 2024 年 23%、2025 年 27%


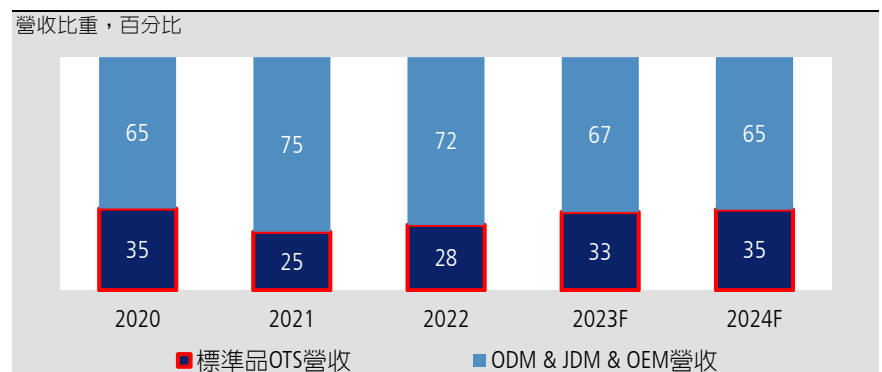
資料來源：公司資料；凱基預估

OTS 營收比重將自 2022 年 25-30% 提高為 2023 之 33%、2024 年之 35%，此將有利於利潤率走高。

2023-24 年 OTS 營收強勁成長

公司營運模式包括(1) ODM、JDM、OEM 服務：提供 CSP 客戶 (2022 年營收比重 60-75%)；(2) OTS 標準品(25-30%)：提供企業客戶與數百個通路客戶產品。OTS 產品為標準化的伺服器機箱產品，公司發展 AI 伺服器、儲存、邊緣運算、雲端運算等四大應用領域。2022 年 OTS 產品營收比重 25-30%，而多數歐洲客戶採用 OTS 產品 (2022 年歐洲營收比重 6%)。1Q23 OTS 營收表現優於 ODM 與 JDM 業務，營收比重進一步提高至接近 30%。

跟隨 CPU 與 GPU 平台升級，勤誠持續研發新技術與產品。其標準品符合 OCP 的 DC-MSH 標準，且產品持續升級。此外，公司目前有搭載 2-4 個 GPU (RTX 系列) 的 OTS 產品，未來將提供配備 Nvidia (美) A100/H100 GPU 的 OTS 產品，以滿足客戶需求。公司於 Computex 2023 展示配備水冷板的液冷式伺服器標準品，預計 2H24 開始出貨，因平均售價較高，2025 年液冷相關產品營收貢獻較明顯。管理層目標持續提升 OTS 營收比重，凱基預估 OTS 比重將自 2022 年 25-30% 上升至 2023 年 33%，隱含營收金額年增 20%。此外，受惠於嘉義廠 2023 年產能放量，公司可將中國廠產能轉為支援 OTS 需求，此將帶動 2023-24 年 OTS 營收成長，使其 2024 年 OTS 營收比重進一步提高至 35%，亦將推升毛利率趨勢。

圖 14: 2023-24 年 OTS 營收比重持續擴張


資料來源：公司資料；凱基預估

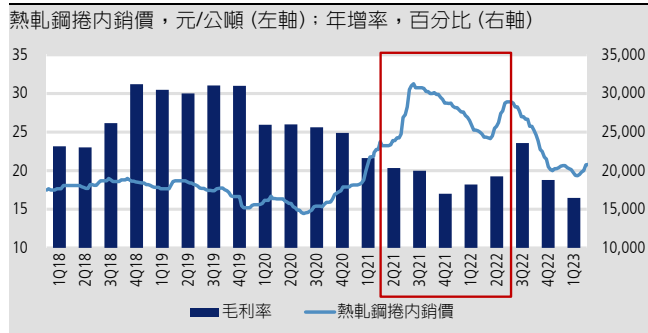
AI 伺服器與 OTS 營收上升將有利毛利率走高。我們預估其營業利益率自 2022 年 10.8% 年增至 2023 年 11.1% 與 2024 年 13.4%，推升 2024 年 EPS 年增 43%。

2H23-2024 年利潤率擴增

2017-20 年勤誠毛利率超過 25%，2021-22 年下滑至約 20%，主因中國封控影響，且鋼價飆漲(約佔機箱成本 30-40%)。3Q22 起鋼價開始下滑，目前回到每公噸 20,000 元，但因伺服器產業庫存調整、CPU 新舊平台交替期使營收規模較小，導致 1Q23 毛利率仍低於 20%。隨利潤率較高的高 U 數專案營收貢獻明顯(凱基預估 2Q23 營收比重雙位數)，我們預期 2Q23 毛利率將回升至 20%。公司預期新伺服器 CPU 平台量產與 AI 專案增加將帶動 2H23 營收較上半年擴張。此外，我們預估公司 AI 營收比重將自 2022 年 5-10% 躍升為 2023 年 17%、2024 年 23%、2025 年 27%，營收規模擴張與 AI 比重提高將有利 2H23-2024 年利潤率維持上升趨勢。

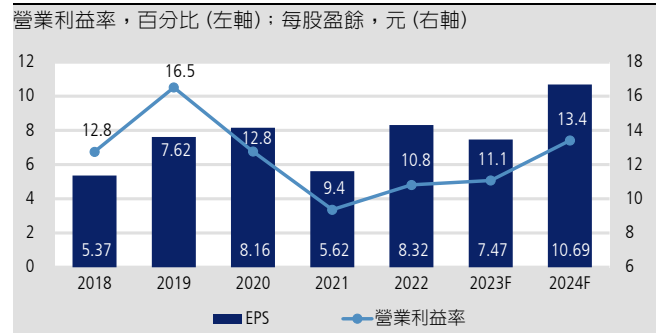
OTS 營收比重擴張將是 2023-24 年另一利潤率催化劑。公司專注發展 AI、邊緣運算、儲存、雲端運算等四大領域產品，我們預估其 OTS 營收比重將自 2022 年 25-30% 提高為 2023 年 33%、2024 年 35%，動能來自產能擴增將可以滿足客戶需求。此外，公司將增加自製件比重(如部分固定件、PSU 支架等)，此亦將優化利潤率與獲利，因此，我們預估公司毛利率將自 2022 年 20.2% 擴大為 2023 年 21.1%、2024 年 22.6%。同時，營收規模放大將帶動營業率自 2022 年 10.8% 提高為 2023 年之 11.1%、2024 年 13.4%。由於 2024 年營收強勁成長(年增 16%)，2024 年 EPS 預估將大幅年增 43% 至 10.69 元。

圖 15: 2Q21-2Q22 鋼價飆漲拖累公司毛利率



資料來源：公司資料；凱基

圖 16: 營利率擴張將帶動 2024 年 EPS 成長



資料來源：公司資料；凱基預估

財務分析

2Q23 獲利將優於市場預期

由於高 U 數伺服器專案拉貨強勁，5 月營收月增 19% 至 9.15 億元，帶動 4-5 月營收累計年增 15%，高於市場預估。隨美系客戶高 U 數專案持續貢獻營收，我們預估 2Q23 營收將季增 58% 但年減 7% 至 26.02 億元，高於市場預估 10%。我們預估高 U 數專案佔 2Q23 營收達雙位數，再加上營收規模擴大，將使 2Q23 毛利率回升至 20%、營利率季增至 10.2%，2Q23 EPS 預估為 1.71 元，季增 643% 但年減 26%。

圖 17: 1Q23 財報與 2Q-3Q23 財務預估 vs. 市場共識

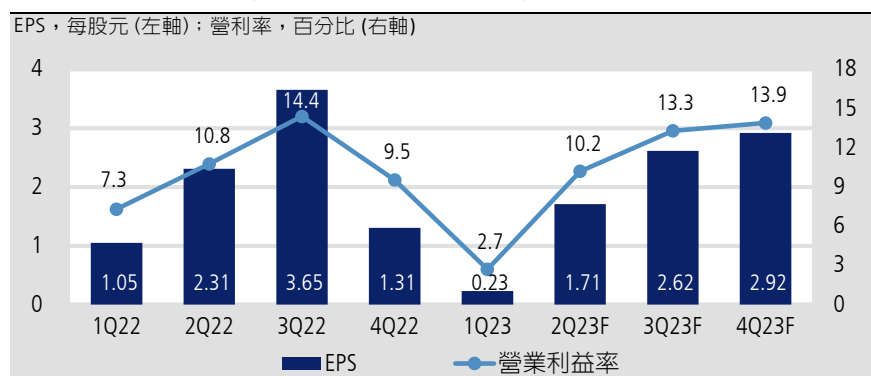
百萬元	1Q23			2Q23F					3Q23F				
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	1,647	(38.0)	(21.2)	2,602	58.0	(6.5)	2,362	10.1	3,096	19.0	2.2	3,190	(2.9)
毛利	271	(45.7)	(28.7)	520	91.9	(2.9)	440	18.3	697	33.9	(2.5)	699	(0.3)
營業利益	44	(82.5)	(70.9)	265	497.1	(11.4)	203	30.6	412	55.2	(5.6)	401	2.6
稅前淨利	29	(86.0)	(83.2)	275	861.2	(26.4)	209	31.4	421	53.1	(29.3)	408	3.0
稅後淨利	28	(82.3)	(78.0)	206	643.4	(25.6)	155	32.7	316	53.1	(28.1)	310	1.8
每股盈餘(元)	0.23	(82.4)	(78.1)	1.71	643.4	(26.1)	1.29	32.7	2.62	53.1	(28.3)	2.57	1.8
毛利率(%)	16.5	(2.3)ppts	(1.7)ppts	20.0	3.5 ppts	0.7 ppts	18.6	1.4 ppts	22.5	2.5 ppts	(1.1)ppts	21.9	0.6 ppts
營業利益率(%)	2.7	(6.8)ppts	(4.6)ppts	10.2	7.5 ppts	(0.6)ppts	8.6	1.6 ppts	13.3	3.1 ppts	(1.1)ppts	12.6	0.7 ppts
淨利率(%)	1.7	(4.2)ppts	(4.3)ppts	7.9	6.2 ppts	(2.0)ppts	6.6	1.3 ppts	10.2	2.3 ppts	(4.3)ppts	9.7	0.5 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

2H23 營收與利潤率反彈

儘管客戶庫存修正使 1H23 營收較弱，但我們預估 2H23 營收將較上半年成長，主因 Intel 與 AMD 新伺服器 CPU 平台量產，加上 3 個 CSP 專案開始出貨。AI 伺服器將為另一營收成長動能，2H23 美系客戶 GPU box 將進入量產，此將抵消一般伺服器需求趨緩。因此，我們預估公司 2023 年營收將年持平，相較 1H23 為年減 13%。2023 年來自美國地區營收成長性將優於中國。此外，隨 OTS 營收比重由 2022 年 25-30% 上升為 2023 年 33%，AI 營收比重由 2022 年之 5-10% 提高至 2023 年之 17%，兩者業務毛利率皆高於公司平均，將帶動毛利率與營利率自 2022 年之 20.2% 與 10.8% 擴大為 2023 年 21.1% 與 11.1%。惟因去年匯兌收益較高，我們預估 2023 年 EPS 年減 10% 至 7.47 元。

圖 18: 2H23 營利率回升至 13-14%，將帶動 EPS 復甦

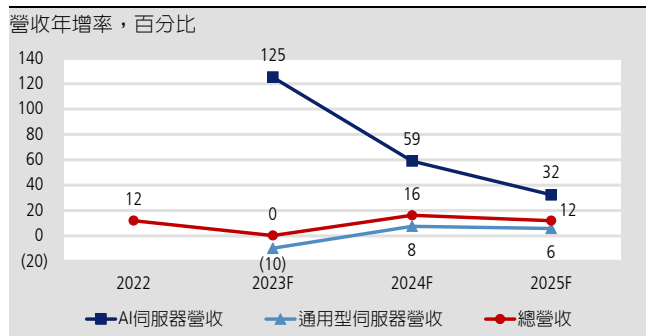


資料來源：公司資料；凱基預估

AI 伺服器為 2024 年亮點，將刺激 EPS 成長

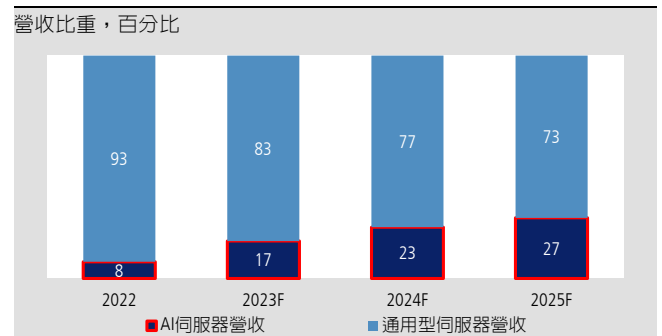
AI 伺服器將為 2024 年營收主要動能。我們預估 2023 年 AI 營收比重達 17%(金額年增兩倍)，其中 5-10%來自高 U 數專案(7U; 訓練型 AI 伺服器)、5-10%來自 OTS 產品(1-2U; 推論型 AI 伺服器)。管理層見到 AI 伺服器需求提高，1H23 有數個專案進入 NPI 階段，2H23-2024 年將開始交貨。2024 年至少有 3-4 個高 U 數 AI 專案(6U 以上; 訓練型 AI 伺服器)進入量產，將出貨給美系與中系客戶。由於 AI 伺服器機箱平均售價較高(相同 U 數下，較一般伺服器高 20-30%)，我們預估 AI 營收比重將進一步提高，2024 年達 23%(金額年增 59%)、2025 年 27%(金額年增 32%)。此外，2024 年勤誠通用型伺服器營收將年增 8%(營收比重 77%)，相較 2023 年為年減 10%(因總經疲弱)。綜上所述，我們預估其 2024 年整體營收年增 16%。隨 AI 伺服器與 OTS 產品營收比重上升，2024 年毛利率、營利率將擴增至 22.6%與 13.4%，2024 年 EPS 預估為 10.69 元，年增 43%。

圖 19: 2023-25 年 AI 伺服器營收高速成長



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 20: AI 伺服器營收比重自 2023 年之 17% 提升至 2024-25 年之 23%、27%



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 21: 2023-24 年財測預估 vs. 市場共識

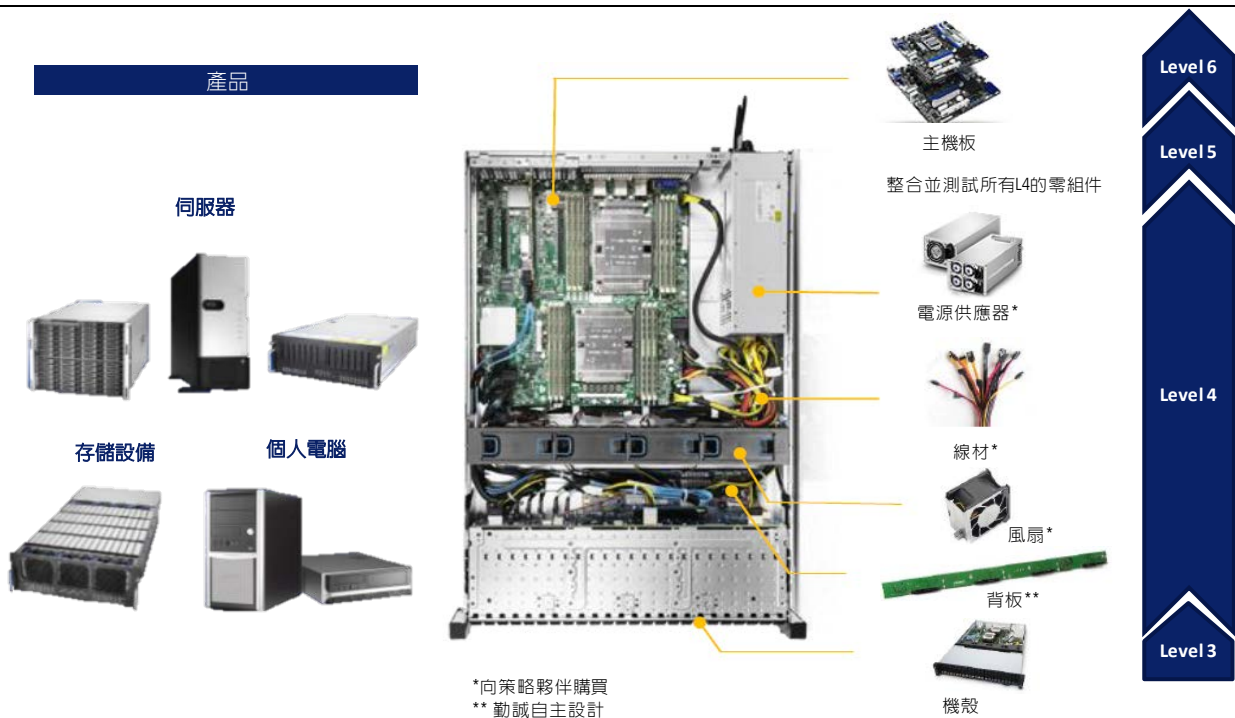
百萬元	2023F				2024F			
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	10,595	0.4	10,709	(1.1)	12,318	16.3	12,274	0.4
毛利	2,236	4.9	2,207	1.3	2,786	24.6	2,637	5.7
營業利益	1,173	2.8	1,135	3.4	1,653	40.8	1,488	11.1
稅前獲利	1,192	(11.2)	1,120	6.4	1,707	43.2	1,480	15.4
稅後淨利	901	(9.7)	849	6.2	1,289	43.0	1,117	15.4
每股盈餘(元)	7.47	(10.2)	7.04	6.2	10.69	43.0	9.26	15.4
毛利率(%)	21.1	0.9 ppts	20.6	0.5 ppts	22.6	1.5 ppts	21.5	1.1 ppts
營業利益率(%)	11.1	0.3 ppts	10.6	0.5 ppts	13.4	2.3 ppts	12.1	1.3 ppts
淨利率(%)	8.5	(1.0)ppts	7.9	0.6 ppts	10.5	2.0 ppts	9.1	1.4 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

公司簡介

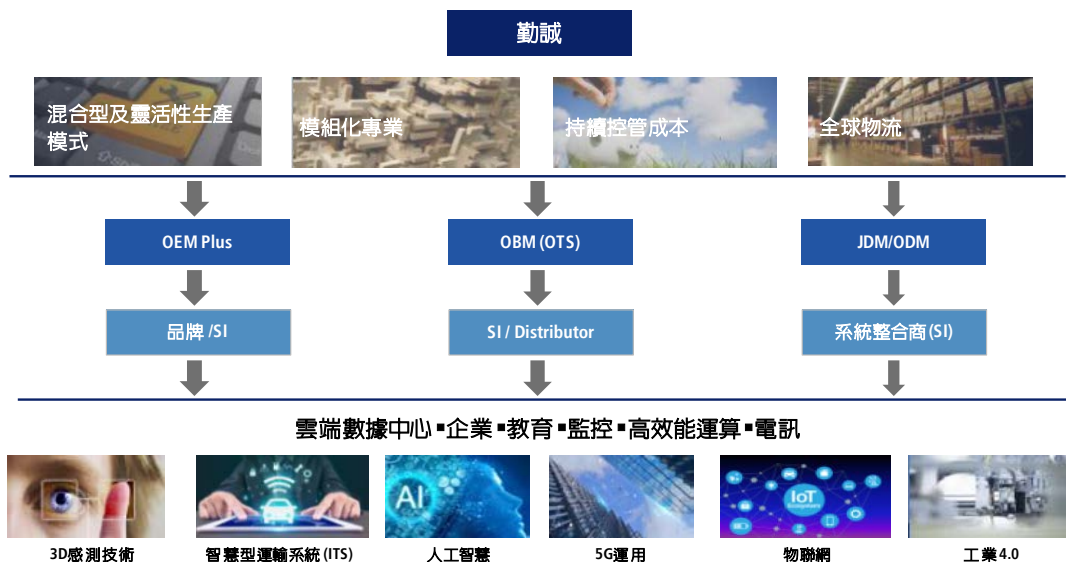
勤誠主要生產伺服器機殼，提供客戶 Level 3 至 Level 6 產品，2022 年整機出貨量為 199 萬組(年減 5%；不含機構件及零組件)。營運模式包括：(1) ODM、JDM (共同開發設計)、OEM 服務 (2022 年合計營收比重 70-75%)：主要提供 CSP 客戶；(2) 標準品產品 (OTS; 25-30%)：提供企業客戶與數百家通路客戶。Amazon (美)為公司主要客戶 (2022 年營收比重 40-50%)，3 家中系 CSP (合計 10%)，另有一家美系 CSP 客戶 (個位數)。2022 年全球市占率 14-15%，出貨量 199 萬組 (整機；不含機構件及零組件)。

圖 22：勤誠提供伺服器產品涵蓋 Level 3 至 Level 6



資料來源：公司資料；凱基整理

圖 23：勤誠商業模式包括 ODM/JDM/OEM 以及標準品(OTS)



資料來源：公司資料；凱基整理

2024 年美國地區營收復甦；2023-24 年 AI 營收快速擴增

2022 年各區域營收比重為：美國 42%、中國 30%、歐洲 6%、其他地區 22%。2018-22 年美國地區營收成長幅度持續高於整體營收，主因 CSP 需求強勁。公司策略性減少利潤率較低的業務，因此，中國營收比重自 2020 年之 41%降至 2022 年約 30%，此外，近年歐洲需求強勁（多為 OTS 產品），預期歐洲地區營收比重自 2020-22 年之 6%上升為 2023 年之 9%。

由於庫存調整與伺服器需求不振，2023 年整體營收預估年持平，但美國地區營收成長性將優於中國。然而，我們預估 2024 年勤誠通用型伺服器營收年增 8%（2024 年營收比重 77%），而 AI 伺服器營收將年增 59%（比重 23%），動能來自數個新 AI 專案量產。凱基預估勤誠 2024 年整體營收將年增 16%，而 AI 專案將帶動美國地區營收成長優於公司平均。

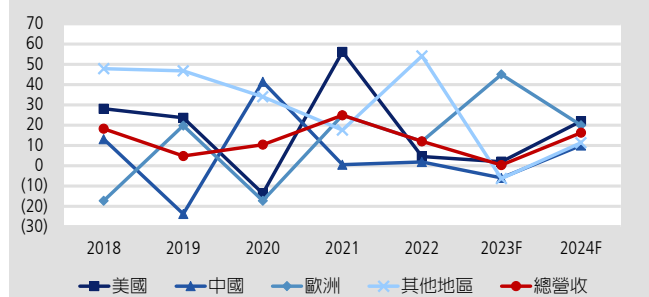
圖 24：2024 年美系與中系客戶營收恢復年增

營收 (台幣百萬元)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
美國	3,144	2,716	4,240	4,434	4,523	5,518
中國	2,187	3,093	3,110	3,167	2,977	3,275
歐洲	547	453	565	633	919	1,102
其他地區	957	1,283	1,508	2,323	2,176	2,423
合計	6,835	7,545	9,423	10,558	10,595	12,318
年增率(%)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
美國	24	(14)	56	5	2	22
中國	(24)	41	1	2	(6)	10
歐洲	20	(17)	25	12	45	20
其他地區	47	34	18	54	(6)	11
合計	5	10	25	12	0	16
營收比重(%)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
美國	46	36	45	42	43	45
中國	32	41	33	30	28	27
歐洲	8	6	6	6	9	9
其他地區	14	17	16	22	21	20
合計	100	100	100	100	100	100

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 25：預期 2023-24 年歐洲與美國營收成長性高於其他地區

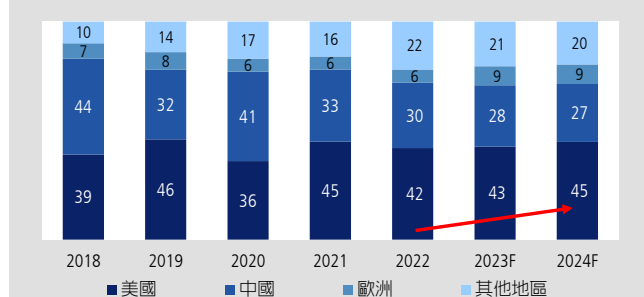
年增率，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 26：AI 專案量產帶動 2023-24 年美國營收比重提高

營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

持續發展新技術

跟隨 CPU 與 GPU 平台升級，勤誠持續研發新技術與產品。其標準品符合 OCP 的 DC-MSH 標準，且產品持續升級。此外，公司亦發展 AI 伺服器與液冷等新產品，目前已有搭載 2-4 個 GPU (RTX 系列) 的 OTS 產品，未來將提供配備 Nvidia (美) A100/H100 GPU 的 OTS 產品，以滿足客戶需求。公司於 Computex 2023 展示配備水冷板的液冷式伺服器，預計 2H24 開始出貨。由於 CPU 與 GPU 的 TDP 提高，加上 AI 伺服器需求強勁成長，單台 AI 伺服器的 TDP 擴增至 4000W 以上，對比一般 2U 伺服器的 2000W。因此，勤誠亦與伺服器 ODM 廠商合作發展浸沒式冷卻，最快於 2H24-2025 年開始出貨。整體而言，持續發展新技術將有助勤誠掌握未來商機。

圖 27：水冷伺服器標準品 — 勤誠

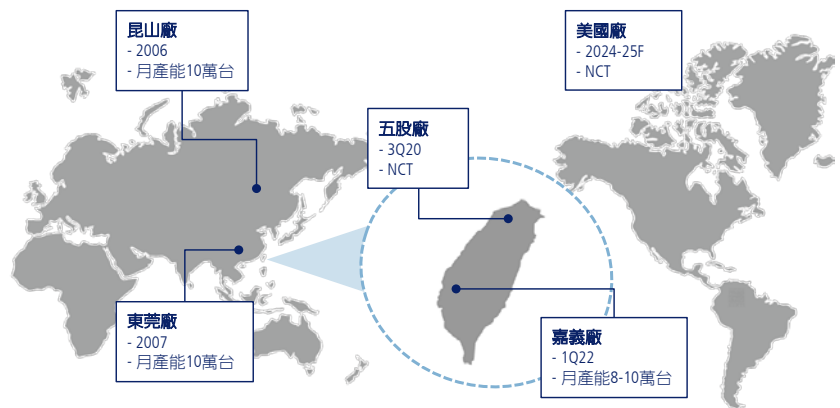


資料來源：公司資料

嘉義廠產能擴充，2024-25 年美國將設立 NCT 打樣廠

勤誠擁有四處生產基地，包括中國兩座工廠（崑山、東莞；每廠單月產能約 10 萬）、嘉義新廠（目前單月產能 8-10 萬）、台灣五股一座 NCT 廠（打樣），整體月產能合計 28-30 萬。為了滿足美國客戶需求，勤誠 2024-25 年將在美國增設一座 NCT 廠，進行打樣與客戶服務。2023 年資本支出將達 5-10 億元。

圖 28：勤誠生產基地位於中國與台灣，2024-25 年將於美國成立 NCT 基地



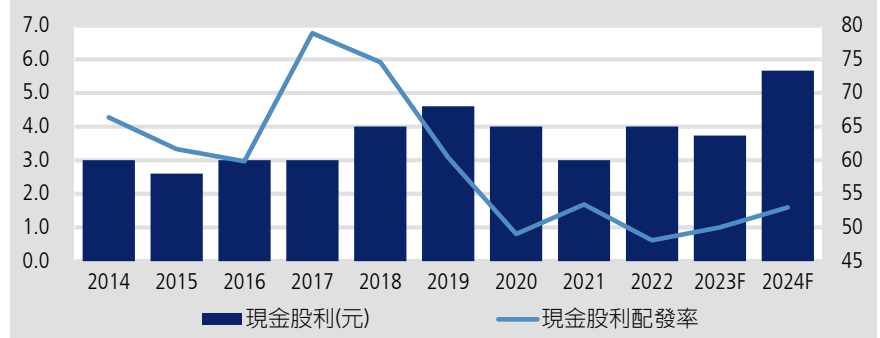
資料來源：公司資料；凱基整理

股利政策穩定

勤誠 2022 年度盈餘配發每股 4 元現金股利，配息率 48%。2015-2019 年配息率多數為 60-80%，但因新建嘉義廠投資，2020-2022 年配息率降至 50%。公司表示未來配息率有望回升至 50-60%，依目前收盤價換算現金殖利率在 3-5%之間。

圖 29：近三年現金股利配發率約 50%，預期未來有望回升至 50-60%

每股現金股利，元(左軸)；配息率，百分比(右軸)



資料來源：TEJ；凱基預估

同業比較

圖 30: 同業比較 – 勤誠伺服器營收比重較高

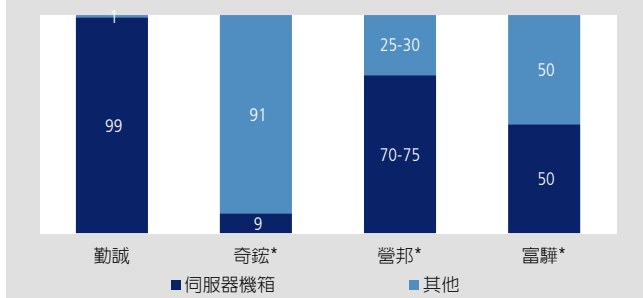
公司	股票代號	總營收 (十億元)					營收年增率(%)				2022年各應用別營收比重(%)			
		2021	2022	1Q23	2023F	2024F	2022	1Q23	2023F	2024F	伺服器	3C	其他	合計
勤誠	8210 TT	9.42	10.56	1.65	10.60	12.32	12.0	(21.2)	0.4	16.3	100	0	0	100
奇鋐*	3017 TT	47.33	56.02	11.83	58.00	63.74	18.3	(6.0)	3.5	9.9	28	45	28	100
營邦*	3693 TT	3.46	5.51	1.49	N.A.	N.A.	59.3	102.0	N.A.	N.A.	70-75	0	25-30	100
富驊*	5465 TT	5.50	4.28	1.27	N.A.	N.A.	(22.0)	16.9	N.A.	N.A.	50	0	0	100

*AVC 伺服器營收包括散熱、機箱營收

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基預估

圖 31: 勤誠為純伺服器機箱業者

2022 年伺服器機箱營收比重，百分比

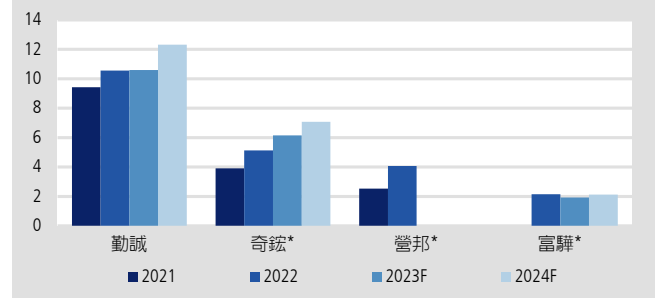


* Bloomberg 共識預估

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基預估

圖 32: 勤誠與 AVC 伺服器機殼營收高於同業

伺服器機殼營收，台幣十億元



* Bloomberg 共識預估

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基預估

圖 33: 同業比較 – 財務

公司	股票代號	毛利率(%)					營業利益率(%)					EPS(台幣元)					EPS年增率(%)				
		2021	2022	1Q23	2023F	2024F	2021	2022	1Q23	2023F	2024F	2021	2022	1Q23	2023F	2024F	2021	2022	1Q23	2023F	2024F
勤誠	8210 TT	19.6	20.2	16.5	21.1	22.6	9.4	10.8	2.7	11.1	13.4	5.6	8.32	0.23	7.47	10.69	(31.2)	48.2	(78.1)	(10.2)	43.0
奇鋐*	3017 TT	17.7	19.4	19.7	20.5	21.2	10.2	11.3	11.4	12.3	13.1	8.2	11.78	2.85	12.86	14.77	51.5	43.5	35.1	9.2	14.8
營邦*	3693 TT	22.0	26.9	29.8	N.A.	N.A.	4.2	10.4	13.5	N.A.	N.A.	3.1	11.83	3.75	N.A.	N.A.	43.9	284.1	792.9	N.A.	N.A.
富驊*	5465 TT	13.1	15.4	14.0	N.A.	N.A.	5.1	7.8	7.6	N.A.	N.A.	1.3	2.02	0.47	N.A.	N.A.	10.4	59.1	11.9	N.A.	N.A.

* 彭博共識預估

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基預估

圖 34: 同業估值比較

公司	代碼	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	評等	目標價 (元)	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 (%)	
						2022	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2022	2023F
勤誠	8210 TT	462	117.5	增加持股	150.0	8.32	7.47	10.69	(10.2)	43.0	15.7	11.0	2.6	2.4	17.6	22.8	3.4	3.2
奇鋐*	3017 TT	2,743	219.5	未評等	N.A.	11.78	12.86	14.77	9.2	14.8	17.1	14.9	4.7	4.3	27.4	26.5	2.5	2.8
營邦*	3693 TT	308	245.5	未評等	N.A.	11.83	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	2.4	N.A.
富驊*	5465 TT	240	49.8	未評等	N.A.	2.02	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.0	N.A.

* 彭博共識預估

資料來源：Bloomberg；凱基預估

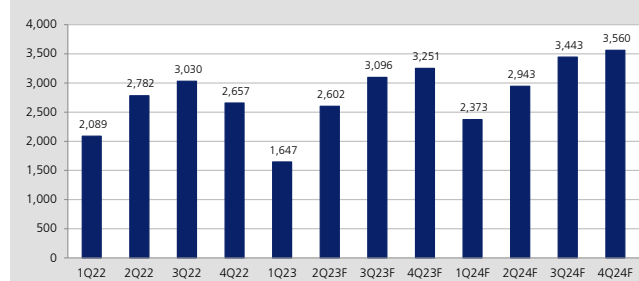
圖 35: 公司概況

勤誠興業創立於 1983 年，為機架式、塔式伺服器及個人電腦機構方案設計製造商。2022 年營收比重為：OTS 標準品 25-30%、JDM 業務(客戶為美國一線 CSP 業者) 70-75%，客戶別營收比重則為美國客戶 42%、中國客戶 30%。勤誠近年成功擴展業務至資料中心與工業解決方案，並持續提高市佔率以及提升營收。

資料來源：公司資料；凱基

圖 37: 季營業收入

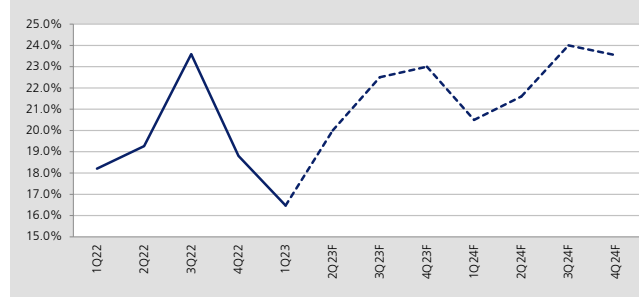
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 39: 毛利率

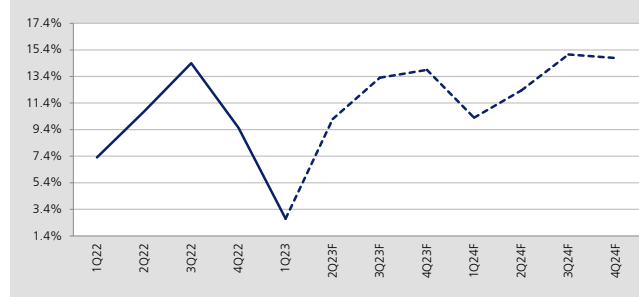
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 41: 營業利潤率

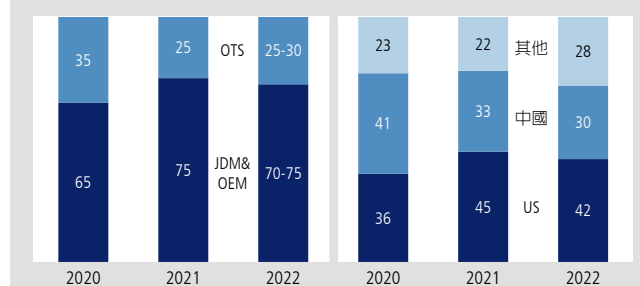
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 36: 2022 年 OTS 標準品營收比重上揚至 25-30%；2022 年美系客戶營收比重 42%

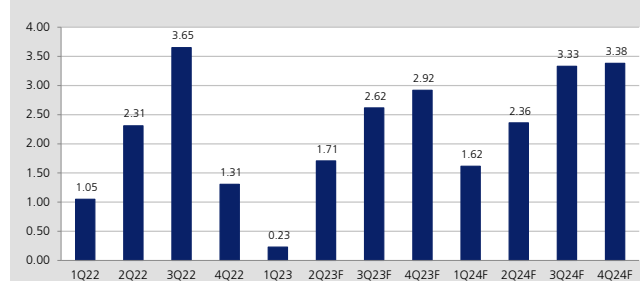
營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 38: 每股盈利

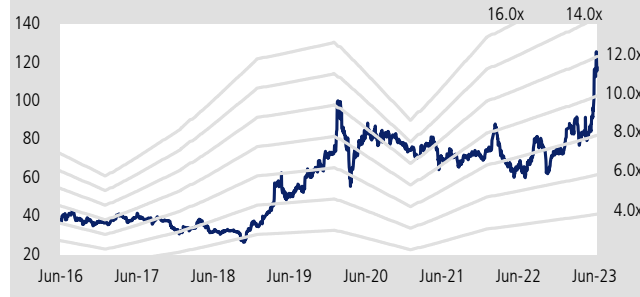
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 40: 未來一年預估本益比區間

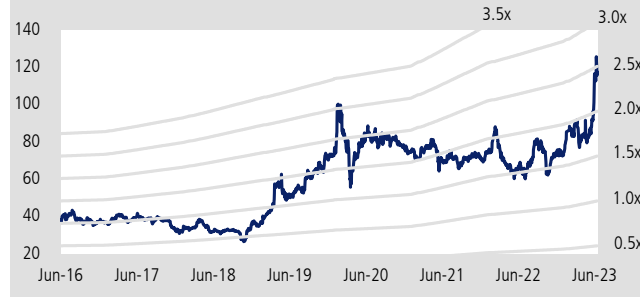
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 42: 未來一年預估股價淨值比區間

股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	1,647	2,602	3,096	3,251	2,373	2,943	3,443	3,560	10,558	10,595	12,318
營業成本	(1,375)	(2,081)	(2,399)	(2,503)	(1,887)	(2,307)	(2,617)	(2,722)	(8,427)	(8,359)	(9,532)
營業毛利	271	520	697	748	486	636	826	838	2,131	2,236	2,786
營業費用	(227)	(255)	(285)	(296)	(242)	(272)	(308)	(311)	(989)	(1,062)	(1,134)
營業利益	44	265	412	452	244	363	518	527	1,142	1,173	1,653
折舊	(64)	(157)	(157)	(249)	(177)	(177)	(177)	(177)	(363)	(626)	(707)
攤提	(2)	(4)	(4)	(5)	(4)	(4)	(4)	(4)	(14)	(15)	(15)
EBITDA	111	426	572	706	425	544	698	707	1,518	1,814	2,374
利息收入	4	5	5	7	7	7	7	7	20	22	30
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	25	29	29	33	29	29	29	29	276	115	115
總營業外收入	29	34	34	40	36	36	36	36	296	137	145
利息費用	(23)	(22)	(22)	(21)	(15)	(15)	(15)	(15)	(48)	(88)	(60)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(21)	(3)	(3)	(3)	(8)	(8)	(8)	(8)	(47)	(30)	(30)
總營業外費用	(45)	(25)	(25)	(23)	(22)	(22)	(22)	(22)	(95)	(118)	(90)
稅前純益	29	275	421	468	258	377	532	540	1,343	1,192	1,707
所得稅費用[利益]	2	(69)	(105)	(119)	(63)	(92)	(130)	(132)	(334)	(291)	(418)
少數股東損益	(3)	-	-	3	-	-	-	-	(10)	-	-
非常項目前稅後純益	28	206	316	352	195	285	402	408	999	901	1,289
非常項目	(0)	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	28	206	316	352	195	285	402	408	999	901	1,289
每股盈餘 (NT\$)	0.23	1.71	2.62	2.92	1.62	2.36	3.33	3.38	8.32	7.47	10.69
獲利率 (%)											
營業毛利率	16.5	20.0	22.5	23.0	20.5	21.6	24.0	23.5	20.2	21.1	22.6
營業利益率	2.7	10.2	13.3	13.9	10.3	12.4	15.1	14.8	10.8	11.1	13.4
EBITDA Margin	6.7	16.4	18.5	21.7	17.9	18.5	20.3	19.9	14.4	17.1	19.3
稅前純益率	1.7	10.6	13.6	14.4	10.9	12.8	15.4	15.2	12.7	11.3	13.9
稅後純益率	1.7	7.9	10.2	10.8	8.2	9.7	11.7	11.5	9.5	8.5	10.5
季成長率 (%)											
營業收入	(38.0)	58.0	19.0	5.0	(27.0)	24.0	17.0	3.4			
營業毛利	(45.7)	91.9	33.9	7.3	(34.9)	30.7	30.0	1.4			
營業收益增長	(82.5)	497.1	55.2	9.7	(45.9)	48.7	42.6	1.6			
EBITDA	(66.4)	284.9	34.4	23.5	(39.8)	28.0	28.5	1.2			
稅前純益	(86.0)	861.2	53.1	11.3	(44.9)	46.1	41.0	1.6			
稅後純益	(82.3)	643.4	53.1	11.6	(44.6)	46.1	41.0	1.6			
年成長率 (%)											
營業收入	(21.2)	(6.5)	2.2	22.3	44.1	13.1	11.2	9.5	12.0	0.4	16.3
營業毛利	(28.7)	(2.9)	(2.5)	49.6	79.4	22.2	18.6	12.1	15.5	4.9	24.6
營業收益	(70.9)	(11.4)	(5.6)	78.3	450.0	36.9	25.8	16.5	29.4	2.8	40.8
EBITDA	(61.8)	19.8	5.0	114.9	284.2	27.8	22.1	0.1	24.4	19.5	30.8
稅前純益	(83.2)	(26.4)	(29.3)	129.4	803.1	37.3	26.4	15.4	51.5	(11.2)	43.2
稅後純益	(78.0)	(25.6)	(28.1)	124.6	603.1	38.2	27.3	15.9	48.4	(9.7)	43.0

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	8,037	11,253	12,325	13,999	16,082
流動資產	4,521	6,495	6,955	8,555	10,645
現金及短期投資	1,219	1,447	1,868	3,569	5,148
存貨	1,430	2,399	2,400	2,290	2,422
應收帳款及票據	1,753	2,372	2,367	2,375	2,754
其他流動資產	119	277	321	321	321
非流動資產	3,517	4,758	5,370	5,444	5,437
長期投資	250	52	72	72	72
固定資產	3,056	4,450	5,076	5,150	5,143
什項資產	210	256	222	222	222
負債總額	4,087	7,076	7,389	8,612	10,089
流動負債	3,908	5,044	4,702	5,530	6,164
應付帳款及票據	1,970	3,075	1,979	1,963	2,232
短期借款	856	1,084	1,553	2,429	2,561
什項負債	1,082	885	1,170	1,138	1,371
長期負債	179	2,033	2,687	3,081	3,925
長期借款	106	1,963	2,652	3,047	3,891
其他負債及準備	48	50	25	25	25
股東權益總額	3,950	4,177	4,937	5,387	5,993
普通股股本	1,209	1,208	1,206	1,206	1,206
保留盈餘	1,979	2,039	2,599	3,050	3,656
少數股東權益	21	20	30	30	30
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	10.4%	24.9%	12.0%	0.4%	16.3%
營業收益增長	(14.7%)	(8.4%)	29.4%	2.8%	40.8%
EBITDA	(10.9%)	3.0%	24.4%	19.5%	30.8%
稅後純益	7.1%	(31.1%)	48.4%	(9.7%)	43.0%
每股盈餘成長率	7.1%	(31.2%)	48.2%	(10.2%)	43.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	25.6%	19.6%	20.2%	21.1%	22.6%
營業利益率	12.8%	9.4%	10.8%	11.1%	13.4%
EBITDA Margin	15.7%	13.0%	14.4%	17.1%	19.3%
稅後純益率	12.9%	7.1%	9.5%	8.5%	10.5%
平均資產報酬率	13.5%	7.0%	8.5%	6.8%	8.6%
股東權益報酬率	26.2%	16.6%	22.0%	17.6%	22.8%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	24.4%	72.9%	85.2%	101.6%	107.6%
淨負債比率	Net cash	38.5%	47.7%	35.7%	22.0%
利息保障倍數 (x)	120.8	54.7	29.0	14.6	29.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.6	0.4	0.4	0.3	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	32.9	26.9	10.3	18.5	29.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.4	0.4	0.3	0.6	0.7
流動比率 (x)	1.2	1.3	1.5	1.5	1.7
速動比率 (x)	0.8	0.8	1.0	1.1	1.3
淨負債 (NT\$百萬)	(254)	1,609	2,353	1,922	1,319
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	8.16	5.62	8.32	7.47	10.69
每股現金盈餘 (NT\$)	2.76	3.70	4.12	13.49	14.66
每股淨值 (NT\$)	32.49	34.41	40.68	44.41	49.44
調整後每股淨值 (NT\$)	32.82	34.69	40.88	44.41	49.44
每股營收 (NT\$)	63.02	78.63	87.96	87.83	102.12
EBITDA/Share (NT\$)	9.90	10.19	12.65	15.04	19.68
每股現金股利 (NT\$)	4.00	3.00	4.00	3.74	5.66
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.04	0.98	0.90	0.80	0.82
應收帳款周轉天數	85.0	91.9	81.8	81.8	81.8
存貨周轉天數	93.2	115.5	103.9	100.0	93.0
應付帳款周轉天數	128.5	148.1	85.7	85.7	85.7
現金轉換周轉天數	49.8	59.3	100.1	96.1	89.1

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	7,545	9,423	10,558	10,595	12,318
營業成本	(5,613)	(7,579)	(8,427)	(8,359)	(9,532)
營業毛利	1,932	1,844	2,131	2,236	2,786
營業費用	(968)	(961)	(989)	(1,062)	(1,134)
營業利益	963	882	1,142	1,173	1,653
總營業外收入	120	71	296	137	145
利息收入	22	21	20	22	30
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	98	50	276	115	115
總營業外費用	120	(67)	(95)	(118)	(90)
利息費用	(10)	(16)	(48)	(88)	(60)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	130	(51)	(47)	(30)	(30)
稅前純益	1,203	886	1,343	1,192	1,707
所得稅費用[利益]	(230)	(214)	(334)	(291)	(418)
少數股東損益	3	1	(10)	-	-
非常項目	-	0	(0)	-	-
稅後淨利	977	673	999	901	1,289
EBITDA	1,185	1,221	1,518	1,814	2,374
每股盈餘 (NT\$)	8.16	5.62	8.32	7.47	10.69

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	331	443	495	1,628	1,769
本期純益	977	673	999	901	1,289
折舊及攤提	222	338	377	641	721
本期運用資金變動	(428)	(492)	(1,106)	85	(241)
其他營業資產及負債變動	(441)	(77)	226	0	-
投資活動之現金流量	(355)	(1,797)	(912)	(715)	(715)
投資用短期投資出售[新購]	668	210	(19)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(1,439)	(1,998)	(848)	(700)	(700)
其他資產變動	416	(9)	(44)	(15)	(15)
自由現金流	(871)	(1,495)	(733)	899	1,013
融資活動之現金流量	248	1,594	740	788	525
短期借款變動	789	227	432	-	-
長期借款變動	(7)	1,861	680	1,271	975
現金增資	24	-	-	-	-
已支付普通股股息	(551)	(484)	(362)	(483)	(451)
其他融資現金流	(7)	(11)	(10)	(0)	0
匯率影響數	4	(19)	92		
本期產生現金流量	228	221	416	1,701	1,579

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	12.8%	10.2%	9.4%	10.0%	9.2%
= 營業利益率	12.8%	9.4%	10.8%	11.1%	13.4%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	2.3	1.7	1.5	1.5	1.7
營業利益率	12.8%	9.4%	10.8%	11.1%	13.4%
x 資本周轉率	2.3	1.7	1.5	1.5	1.7
x (1 - 有效現金稅率)	80.9%	75.9%	75.1%	75.6%	75.5%
= 稅後 ROIC	23.3%	11.9%	12.1%	12.5%	17.6%

資料來源：公司資料，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。