

高力

(8996.TW/8996 TT)

能源轉型下長期成長無虞

增加持股 · 首次評等

收盤價 July 17 (NT\$)	343.5
12 個月目標價 (NT\$)	405.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	17.9

焦點內容

我們首評高力，給予「增加持股」評等。我們認為高力將會是全球能源轉型趨勢下的重要受惠者，係因其產品線全面順應此議題。凱基預估 2022-25 年營收與 EPS CAGR 分別達 42% 與 66%。

交易資料表

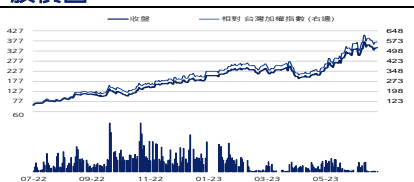
市值：(NT\$bn/US\$m)	30.70 / 990
流通在外股數 (百萬股)：	89.38
外資持有股數 (百萬股)：	15.31
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.03
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	58.90 - 372.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	42.5	67.2	493.3
相對表現 (%)	33.9	51.1	474.2

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.52A	0.69A	1.03A	1.12A
2023	1.42A	2.31F	2.38F	2.42F
2024	2.36F	2.81F	3.09F	3.35F

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

梁姿嫻, CFA
886.2.2181.8728
jenliang@kgi.com

李承泰
886.2.2181.8729
terry.lee@kgi.com
重要免責聲明，詳見最終頁

重要訊息

我們首評高力，給予「增加持股」評等。凱基預估 2022-25 年 EPS CAGR 達 66%，動力來自全球能源轉型趨勢下對能源效率的要求所帶來之各類需求。

評論及分析

搭上全球能源轉型商機。2022 年能源危機爆發激起全球對能源效率要求之意識，釋放若干未開發市場潛能。熱泵、固態氧化物燃料電池 (SOFC) 和浸沒式液冷等商機預計將分別支撐高力短、中、長期營收成長。公司已成功取得上述三項業務訂單，且我們認為客戶基礎及潛在市場擴張皆將帶動需求前景看俏。高力自 1970 年創立以來即致力於熱處理技術，具備受惠能源轉型商機的良好條件。

擴產以填補未滿足需求。高力在台灣和中國兩地設廠，目前產能利用率皆超過 90%。考量強勁需求已超出現有產能，公司擬於 2023 年與 1Q24 分別新增 9、3 座真空爐，增建後機台合計達 30 座，對比 2022 年底的 18 座。公司表示 2023 年總擴產幅度加計製程改善後達 40%，擴充產能主要為板式熱交換器。基於歐洲熱泵滲透率僅 20-30%、美國市場潛力及客戶承諾，我們認為擴產有助滿足更多客戶需求，推升 2023-24 年營收成長 77%、28%。

我們預估 2022-25 年營收和 EPS CAGR 為 42%、66%。繼 2022 年營運強勁成長後，公司 1Q23 營收與 EPS 持續連袂走高，達 9.71 億元與 1.42 元，分別年增 82%、172%。公司產品線全面順應全球能源轉型趨勢，我們預估 2023-24 年營收分別達 50.2 億元、64.2 億元，EPS 則達 8.54 元與 11.60 元。同時，我們認為利潤率將在規模經濟下擴增，毛利率與營業率於 2023-24 年分別達 29.9%、31.1% 與 19.9%、22.0%。

投資建議

股價目前交易於 0.45 倍 PEG (2022-25 年 EPS CAGR 66%)。考量能源轉型下長期訂單能見度，我們首評高力給予「增加持股」評等及 12 個月目標價 405 元，相當於 2024-25 年平均預估 EPS 的 30 倍。

投資風險

全球同業競爭；定價壓力。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	2,231	2,844	5,022	6,417	8,074
營業毛利 (NT\$百萬)	594	786	1,503	1,999	2,570
營業利益 (NT\$百萬)	230	346	998	1,411	1,868
稅後淨利 (NT\$百萬)	149	301	774	1,095	1,452
每股盈餘 (NT\$)	1.67	3.37	8.54	11.60	15.38
每股現金股利 (NT\$)	1.50	1.50	4.00	5.50	7.00
每股盈餘成長率 (%)	32.6	101.8	153.6	35.8	32.6
本益比 (x)	205.8	102.0	40.2	29.6	22.3
股價淨值比 (x)	16.3	14.9	7.7	6.6	5.5
EV/EBITDA (x)	84.2	64.6	26.5	19.8	14.9
淨負債比率 (%)	31.5	57.5	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.4	0.4	1.2	1.6	2.0
股東權益報酬率 (%)	7.8	15.3	24.7	24.0	26.9

資料來源：公司資料，凱基

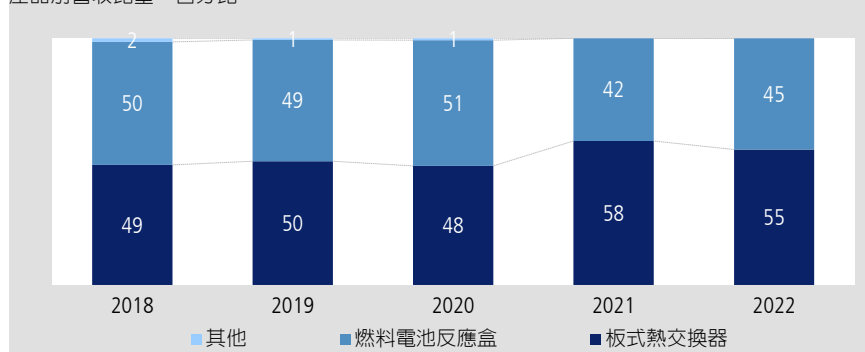
搭上能源轉型趨勢

營收動能自 2022 年起加速，2017-22 年營收 CAGR 達 10%

高力成立於 1970 年、2006 年開始掛牌交易，專注於熱交換、熱處理、焊接製程且應用多元，涵蓋板式熱交換器、燃料電池反應盒 (hot box) 及浸沒式液冷。公司在 1994 年即切入板式熱交換器業務，2022 年營收比重達 55%，第二大營收來源則為營收占比 45% 的熱能產品 (即 hot box)，主要提供給 Bloom Energy (BE; 美)，作為固態氧化物燃料電池 (SOFC) 之關鍵零組件。高力產品全面順應能源轉型趨勢，2022 年營收勁揚 27% 至 28.4 億元，創過去十年來最強之成長，對比 2017-22 年營收 CAGR 10%。

圖 1：營收比重

產品別營收比重，百分比



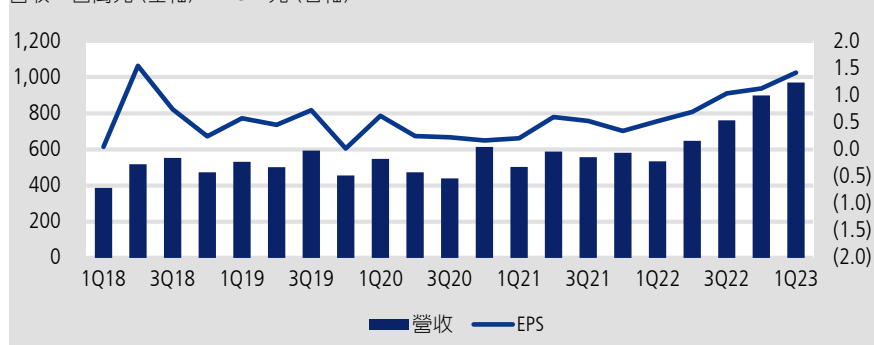
資料來源：公司資料，凱基預估

強勁需求激勵 2022-25 年營收 CAGR 達 42%

烏俄戰爭爆發使 2022 年成為全球能源轉型元年，推升高力產品需求。2022 年營收成長主力為歐洲市場熱泵用板式熱交換器及出貨給 Bloom Energy 的 hot box。公司 2022 年板式熱交換器營收成長 20%，其中熱泵占板式熱交換器比重從 2020 年的 16% 攀升至 2022 年 25% 以上。我們認為高力具備受惠數項能源轉型趨勢之良好條件，包括短、中、長期全球對熱泵、SOFC 和浸沒式液冷之需求成長。1Q23 營收年增 82% 至 9.71 億元，強大的規模經濟帶動營益率年增 7.4 個百分點至 17.0%，推升 EPS 達 1.42 元。考量許多國家將朝 2050 年淨零碳排目標邁進，我們認為 2022 年為中期内營收成長 20% 以上的首年，而 2023 年營收將隨新產能釋出進一步加速，預估 2022-25 年營收 CAGR 達 42%。

圖 2：1Q23 營收創新高，EPS 創史上次高

營收，百萬元 (左軸)；EPS，元 (右軸)



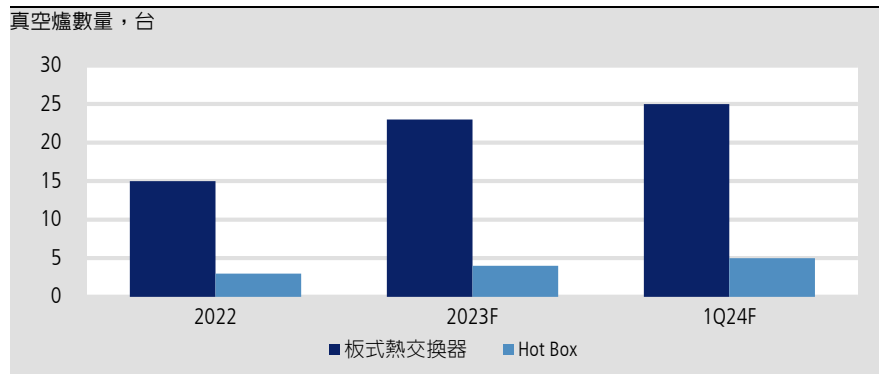
資料來源：公司資料，凱基

因應市場需求暢旺，新產能今年開始上線

總部位於台灣桃園市中壢區的高力擁有六座廠房，其中四座位於桃園市，另外兩座分別在高雄與中國寧波。目前 SOFC 相關產品由高雄廠以及桃園的中壢一廠與自強廠共 3 台真空爐負責生產，而自強廠已規劃擴充產能，預計廠房面積將增加 1,780 平方公尺。另一方面，板式熱交換器由中壢二廠、高雄廠與寧波廠生產，截至 2022 年底三座廠房的真空爐數量合計為 15 台。

有鑑於熱泵客戶需求強勁且產能吃緊，2022 年起公司即著手擴充板式熱交換器產能，並於 2023 年開始貢獻營收。1Q-2Q23 高力分別新增一台與兩台真空爐，而 3Q-4Q23 預計再增添的真空爐數分別為四台與兩台；其中八台將投入生產板式熱交換器，剩餘一台則將生產 hot box。管理層預計 1Q24 將再添購三台真空爐，兩台用於板式熱交換器，一台用於 hot box，屆時公司擁有的真空爐產能將由 2022 年底的 18 台增加至 30 台。除了新增真空爐外，高力預估製程改善亦將帶動板式熱交換器產能成長逾 20%。整體而言，管理層預期 2023 年產能將成長 40%，資本支出預估為 3 億元，而 2024 年可能須興建廠房以擴充產能。截至今年 6 月，台灣與中國廠的產能利用率皆已達 90% 以上。凱基預估新添購的真空爐全線投產後，板式熱交換器的相關營收將成長超過 25%，進而推升利潤率。

圖 3：產能擴充計畫



資料來源：公司資料、凱基投顧

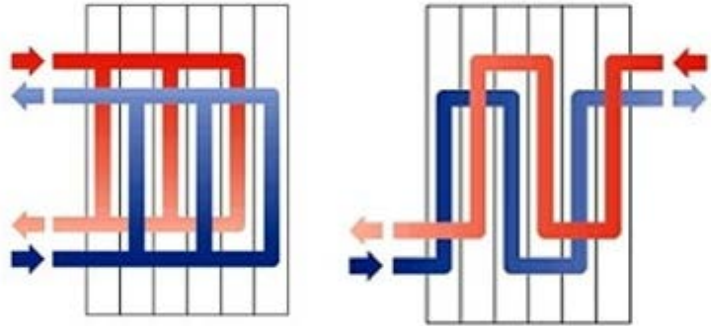
短期成長催化劑 – 板式熱交換器在熱泵的應用

熱泵商機將帶動板式熱交換器 2022-25 年營收 CAGR 達 33%，優於產業成長平均

高力的主力產品為硬鐸型板式熱交換器 (BPHE)，為將多片波紋狀不鏽鋼薄板以銅或鎳硬焊連接組成，因此得以在高溫高壓環境下運作，而兩道流體通過 BPHE 鋼板間分隔的流道達成熱交換目的。BPHE 的產品優勢包括更高的效率與成本效益，且相較於殼管型 (shell-and-tube) 與組合型 (gasket) 熱交換器，其尺寸精巧可減少材料消耗並節省空間。作為台灣唯一專精於 BPHE 的供應商，高力提供不同系列的 BPHE 產品，國內市佔率達九成以上。2022 年全球 BPHE 的市場規模估計約 10 億美元，其中高力市佔率為 5.1%，目標 2024 年全球市佔率提高至 6%。凱基認為公司極可能順利達成擴大市佔率的目標，係因看好 2022-25 年其板式熱交換器營收將複合年增 33%，對比多家研究機構預估 BPHE 產業 CAGR 將達 6-7%。我們認為公司將受惠於熱

泵取代燃氣鍋爐的趨勢，預期在積極擴產計畫的支持下，高力將取得更多訂單。高力的 BPHE 具備多種應用，2022 年暖通空調 (HVAC) 佔板式熱交換器營收的 40%，熱泵應用的營收佔比則為 25%。

圖 4：BPHE 運作原理

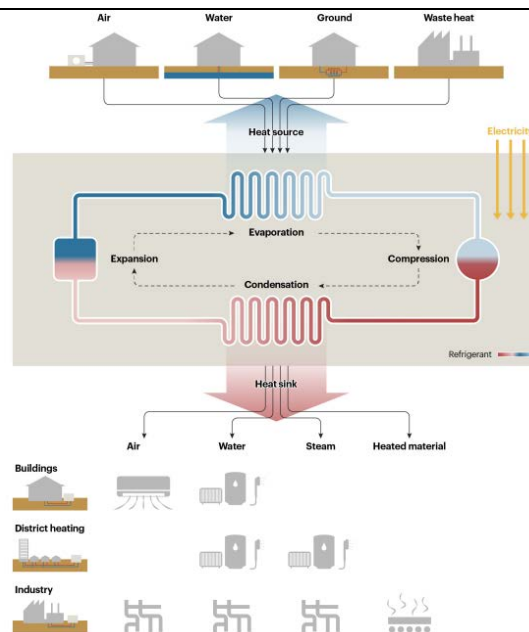


資料來源：公司資料、凱基投顧

能源危機加速熱泵採用

自去年歐洲爆發能源危機以來，減少俄羅斯能源進口成為必然措施，因此能源效率成為供應商與消費者的關注焦點。於此背景下，作為燃氣鍋爐與電暖器替代品的熱泵在歐洲需求創下新高。藉由傳導與放大，而非產生熱能，熱泵相較於消耗石化燃料的替代品，平均能源效率高出 3-5 倍。

圖 5：熱泵運作原理

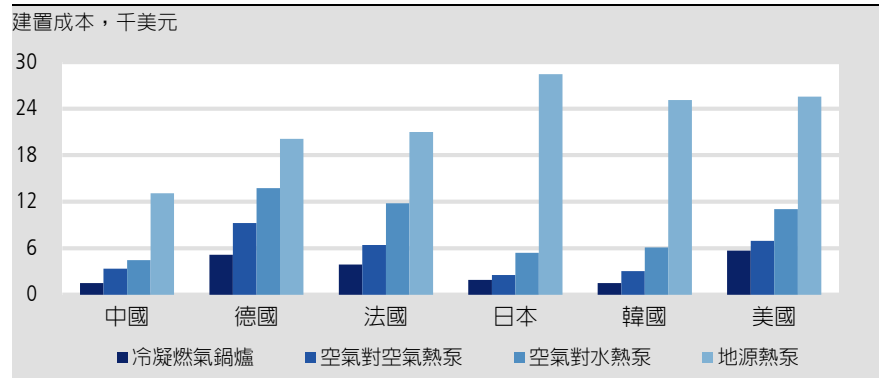


資料來源：IEA、凱基投顧

儘管熱泵的歷史久遠，高建置成本導致 2022 年能源危機以前市場銷售平淡。在美國即便最便宜的空氣源熱泵價格也比冷凝燃氣鍋爐高出約 22%，德國市場的價差更高達 80%，也因此熱泵遲遲未能普及。然而，2022 年德國電價波動幅度最高達 264%，使得一般家庭開始更重視節能而非建置成本，熱泵因此在市場上變得更有競爭力。另外，政府亦推出政策鼓勵安裝熱泵。與歐盟綠色計畫 (European Green Deal) 目標一致，RePowerEU 設定未來每年熱泵安裝數量倍增，2023-27 年新增 1,000 萬台水源熱泵，並在 2030 年前較 2020 年新增 3,000 萬台。為達成目標，歐盟執委會計畫於今年底前推出熱泵行動計畫 (Heat Pump Action Plan)。歐洲熱泵協會 (EHPA) 表示 RePowerEU 中的目標意味著 2026 年安裝的各類熱泵總數將達 2,000 萬台，2030 年則接近 6,000 萬台。與此同時，美國政府也將熱泵納入降低通膨法案 (IRA)，提供現金回饋或減稅額度給熱泵安裝者。

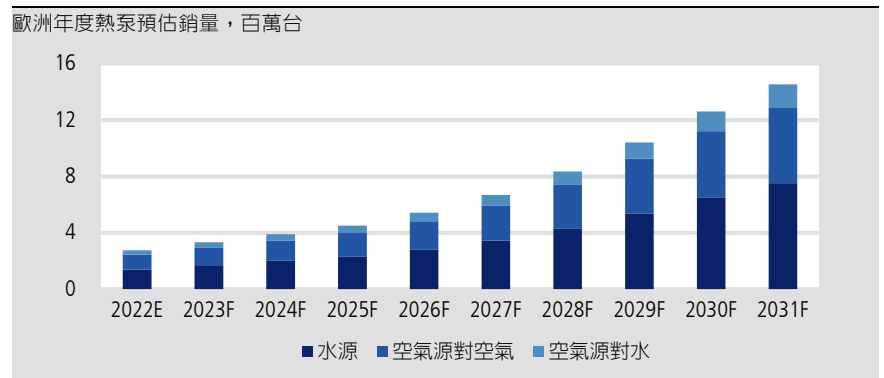
據 EHPA 統計，2022 年歐洲熱泵銷售量約為 300 萬台，年增 39%，創歷史新高。由於目前熱泵的滲透率依然偏低 (約 20-30%)，凱基認為未來幾年安裝腳步將加速。我們也注意到熱泵主要供應商已在擴充產能以滿足顯著成長的需求，隱含供應鏈也受惠於熱泵普及化的趨勢。例如，Vaillant (德) 計畫將藉由年產能 30 萬台的熱泵工廠將產能擴充一倍，2016-30 年投資熱泵產能的總金額將上看 20 億歐元。凱基認為歐洲市場迎來第一波熱泵安裝潮，而這股趨勢可望擴散至如美國的其他市場。

圖 6：高建置成本為熱泵未能普及化的主要原因



資料來源：IEA、凱基投顧

圖 7：EHPA 預估 2022-31 年歐洲熱泵銷售量將年複合成長 20%



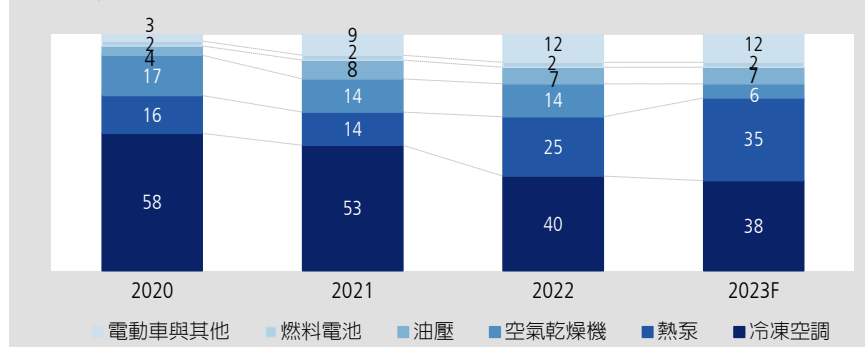
資料來源：EHPA、凱基投顧

熱泵營收佔比從 2020 年的 16% 成長至 2023 年的 49%

管理層原先展望熱泵營收將成長至佔板式熱交換器 2023 年營收的 35%。但由於需求遠超過公司預期，2023 年上半年已達到超越 40% 的營收佔比。根據我們了解，高力已成功滲透歐洲前兩大熱泵供應商與一日本供應商，而與其他廠商的驗證及協商則持續進行。我們正向看待高力客戶基礎增加，係因公司已由去年的訂單與強勁營收成長證明其產品可靠性。此外，有鑑於公司持續推出新產品設計，我們認為公司具備迎接產業趨勢的良好條件。2023 年期間將以不同規格上市的 B 系列 BPHE 可提供熱泵與暖通空調系統最高達 100kW 的有效運作範圍。產品特色包括冷媒消耗量減少、重量減輕、熱交換性能與壓降的平衡，皆符合高效運作的概念，進一步強化高力的競爭力。我們據此預估 2023-24 年板式熱交換器營收將分別年增 57% 與 26%，達歷史新高的 24.5 億元與 30.8 億元。

圖 8：板式熱交換器營收佔比 (3Q22 法說資料)

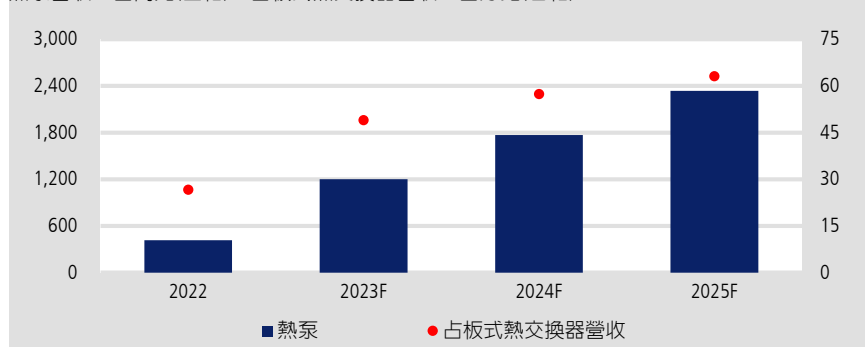
應用別營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：板式熱交換器營收佔比 (凱基預估)

熱泵營收，百萬元(左軸)；占板式熱交換器營收，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：板式熱交換器同業評價比較

公司	代碼	市值 (百萬元)	股價 (當地貨幣)	EPS (當地貨幣)			盈餘成長性 (%)			本益比 (倍)			股價淨值比 (倍)			ROE (%)			股價報酬表現 (%)		
				2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	3mo.	6mo.	1yr.
高力*	8996.TW	992	343.5	3.37	8.54	11.60	101.8	153.5	35.9	102.0	40.2	29.6	14.9	7.7	6.6	15.3	24.7	24.0	41.7	67.3	493.7
江森自控	JCI.N	47,142	68.7	2.20	3.58	4.09	(3.7)	62.5	14.3	31.2	19.2	16.8	2.9	2.8	2.6	9.1	13.7	15.7	18.7	2.6	50.1
賽萊默	XYL.N	26,202	109.5	1.97	3.07	3.59	(16.9)	56.0	16.9	55.6	35.6	30.5	5.6	2.3	2.4	10.6	9.8	8.2	4.9	(5.0)	43.4
Alfa Laval	ALFA.ST	15,065	371.5	10.89	16.77	18.85	(4.4)	54.0	12.4	34.1	22.2	19.7	4.3	4.0	3.6	13.3	18.6	19.1	0.7	15.6	45.2
Chart Industries	GTLS.K	6,867	160.7	0.66	6.24	10.51	(60.1)	842.0	68.5	242.8	25.8	15.3	2.2	2.5	2.3	3.8	9.3	15.0	25.5	23.3	8.2
摩江製造	MOD.N	1,968	37.7	2.93	2.38	2.90	78.7	(18.7)	21.8	12.9	15.8	13.0	3.3	2.8	2.4	29.3	N.A.	N.A.	71.5	68.0	233.8

* 凱基預估

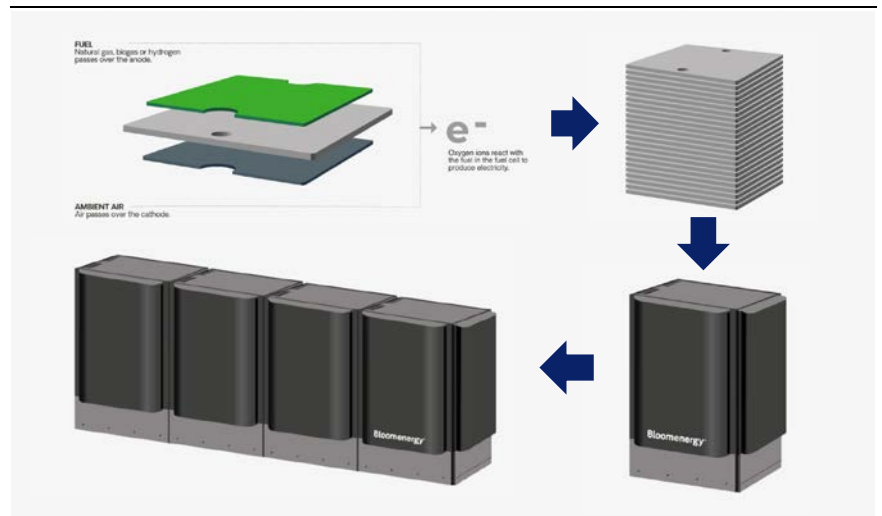
資料來源：Refinitiv、凱基投顧

中期動能 – SOFC 零組件

與美國主要客戶 Bloom Energy (BE; 美) 攜手成長

高力自 2009 年起便與 BE 一同開發 SOFC 產品。由於 BE 擁有領導性的固態氧化物技術，該公司已成功將其 BE Server 平台套用至許多應用上，包含但不局限於燃料電池、電解槽和船舶運輸。BE 的 server 為將 SOFC 堆疊成模組，並將模組合併成一平台。該分布式能源平台可：(1) 依客戶需求擴增或縮小；(2) 不經燃燒便可自天然氣、沼氣和氫氣靈活地產生電力；與 (3) 防範斷電發生。因相較化石燃料大幅降低溫室氣體排放，該平台可望成為全球能源需求攀升的解決方案。此外，由於生產的能源具備可預測性，能源成本可據此穩定控管。

圖 11：Bloom Energy Server 平台



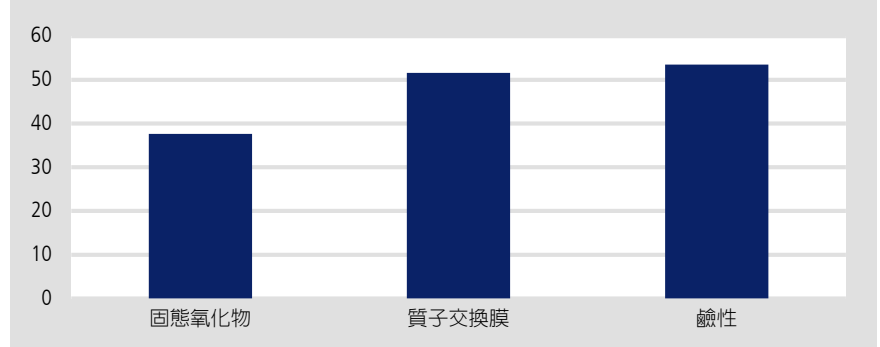
資料來源：Bloom Energy；凱基

訂單穩健、需求展望亮眼

高力自去年開始接到 BE 與 SK Ecoplant (韓) 簽下三年合約的訂單。該合約同意截至 2024 年，BE 將至少提供 500MW 電力，合約總額約為 45 億美元，並將帶來 1 萬顆 hot box 的需求。由於產品自去年起出貨，我們相信該訂單將助益高力 2023 年的 hot box 營收成長，且 ASP 穩定、出貨成長穩健。此外，有鑑於 IRA 法案聚焦於氫能，我們由 BE 策略性展示的 4MW 電解槽也看見公司對於氫能相關業務的野心。相較質子交換膜與鹼性燃料電池，透過 SOFC 產生氫能約可節省 27.5-30.2% 的電力，使 SOFC 成為電力供給混亂時代的優先考量。

圖 12：各種類燃料電池的電力需求

生產氫能所需電力，kWh/公斤



資料來源：Bloom Energy；凱基

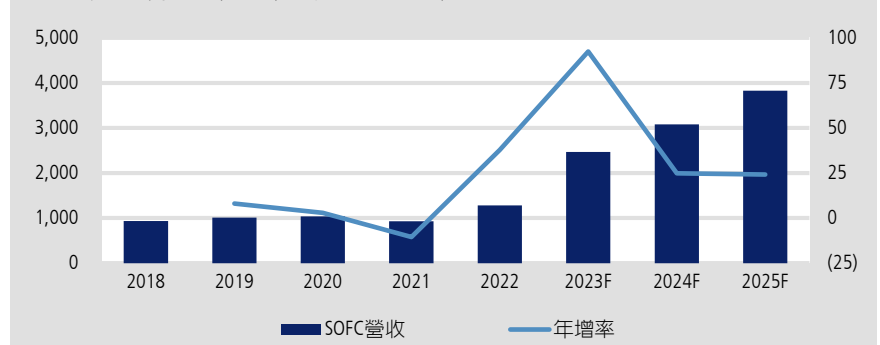
長期而言，BE 展望 2026 與 2031 年營收分別達 40-50 億美元與 150-200 億美元，2021-31 年營收 CAGR 達 30-35%。公司去年將 SOFC 模組產能翻倍至 660MW、電解槽產能則最高達 2GW，大幅鞏固公司在 2030 年市值達 2 兆美元的整體潛在市場中的競爭地位。SOFC 方面，Bloom Energy 強調新興市場對穩定電力的需求，並預期能源豐沛性、可負擔性及永續性為未來三項主要議題，以其具備將前三項議題整合於一解決方案作為優勢。同時，公司商業化電解槽的規劃正如期進行，預計 10MW 的專案將在 1H24 完成，2024 年後則將進行更大規模的部署。我們認為高力將受惠 BE 需求展望明朗，支撐公司中長期成長。

高力 SOFC 相關營收 2022-25 年 CAGR 達 44%

BE 指出電力時間性 (time-to-power) 已成為商業及工業客戶嚴重問題，主因電氣化需求遠超出允許的供給量，且客戶需等待數年來取得電力供給。這對 BE 而言為一大好機會，係因公司有能力在不斷電的情況下提供獨立或互聯的潔淨能源。我們相信電力市場轉型為必然的趨勢，而 BE 擁有先進者優勢，技術成熟且歷經實測。有鑑於高力與 BE 之長久合作關係，我們預期高力 SOFC 相關營收成長將受到 BE 穩健需求的帶動，2022-25 年 SOFC 相關營收 CAGR 將達 44%，2025 年營收達 38.3 億元。儘管高力現已需與國際同業競爭，我們認為 2022 年 BE 將加州佛里蒙特工廠產能翻倍的決定展現了公司對需求成長的信心，將刺激高力出貨展望。

圖 13：預估 2022-25 年 SOFC 營收 CAGR 44%

SOFC 營收，百萬元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

長期催化劑 – 浸沒式液冷

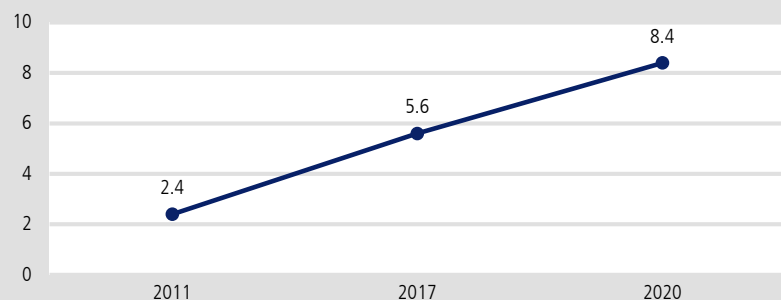
TDP 最高、PUE 最低的終極 IT 散熱解決方案

考量對熱設計功耗 (TDP) 的要求隨運算功率與 AI 伺服器需求上升，傳統氣冷技術已逐漸失寵。氣冷解決方案的 TDP 極限預估於機櫃密度約 20kW、單一 CPU 約 400-500W，而大型資料中心目前期望的機櫃密度超過 50kW，新推出的 CPU/ GPU 亦已超越其 TDP 門檻，使新的散熱管理解決方案如液冷變得較具吸引力。水或其他液體能較氣體更有效地傳遞熱，係因其熱導率較高、效率改善與較高的 TDP 適應性。

液冷技術中，浸沒式液冷因具有最高的 TDP (機櫃密度超過 100kW)，且能源使用效率 (PUE) 低於 1.1，通常被視為資料中心的終極散熱解決方案。PUE 是運算總用電量與 IT 設備的用電量之比率，而由於浸沒式液冷將熱能與冷卻液直接接觸，因此能夠達到最低的 PUE。考量 2022 年資料中心占全球能源消耗 2.4%，而散熱系統占資料中心能源消耗 24%，我們認為在全球能源轉型趨勢下，PUE 將成為散熱的重要能源效率指標。雖然建置成本高於所有其他散熱解決方案，浸沒式液冷的高效率亦帶來節省能源、降低能源成本的優勢。

圖 14：機櫃密度提升

平均機櫃密度，kW



資料來源：Uptime Institute；凱基

圖 15：各類散熱解決方案特性

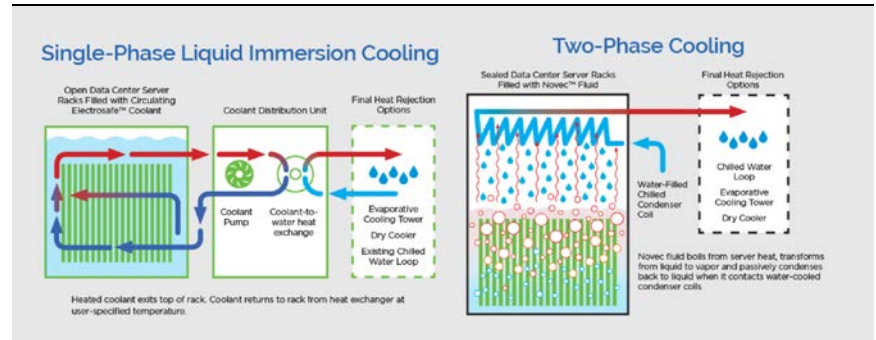
	指標	氣冷	冷板式液冷	浸沒式液冷
節能	PUE	1.6	低於1.3	低於1.2
	單節點均攤數據中心總能耗	1	0.67	0.58
成本	單節點均攤數據中心總成本	1	0.96	0.74
空間	功率密度 (kW/機櫃)	10	40	200
CPU可靠度	核心溫度 (°C)	85	65	65

資料來源：Megaflow；凱基

浸沒式液冷可進一步分為單相與雙相。單相浸沒式液冷的冷卻劑於過程中保持為液體，藉由幫浦將熱傳遞至熱交換器以進行冷卻；而雙相浸沒式液冷的冷卻劑沸點低，因此加熱後極易蒸發。相變將熱能由液體帶出，而蒸氣再藉由冷卻液槽上方的冷凝盤管還原為液體。這兩種解決方案主要相異之處包括冷卻劑、冷卻液槽與環境控制系統，三者均導致雙相浸沒式液冷成本較高。儘管雙相浸沒式液冷的冷卻能力較佳，因其較為複雜的設計、成本高昂的冷

卻劑 (主要由 3M (日) 供應) 有環境、健康、安全疑慮，我們認為接受度將較低。相反的，單相浸沒式液冷通常是以碳氫化合物為基礎的液體如礦物油或植物油作為冷卻劑，具備全球普遍性、無毒、低揮發性，故在浸沒式液冷興起下較具潛力。

圖 16：浸沒式冷卻機制



資料來源：GRC；凱基

液浸式液冷長期潛能發展

高力提供資料中心浸沒式液冷系統的冷卻單元 (CDU) 與冷卻液槽。發展中的產品包括 4U、80kW 搭配水冷板的散熱模組、2-42U 的冷卻液槽與 3-42kW 的 CDU。儘管 2022 年營收僅約 1%，浸沒式液冷有望成為高力長期營運的第三隻腳。公司表示，大型資料中心對浸沒式液冷的興趣逐漸提高，係因採用以碳氫化合物為基礎的液體作為冷卻劑後成本降低。公司 2018 年與中國資料中心阿里巴巴的合作已證明其浸沒式液冷表現良好，PUE 平均達 1.07、冷卻能力 3.6-100MW。公司預估在展示機出貨下，2023 年浸沒式營收比重可達 2%，我們預估 2024 年營收將進一步成長，年增 155%，2022-25 年 CAGR 達 131%，其中 2023 與 2024 年營收比重分別為 2% 與 4%。

穩固技術支撐長期發展

高力為熱處理技術穩健的領導廠商

高力具 53 年歷史，自成立起即專注於熱處理技術，加上銅焊、真空硬焊核心技術與對材料的專業知識，使其核心競爭力得以自工業產業轉移至能源相關產業。公司業務自運用能源發展至節省能源，並進一步擴展至製造能源，極符合當今全球能源轉型趨勢。由於公司專精於板式熱交換器與 hot box 業務的獨特性，我們在國內並無見到其競爭者，且相信公司足以於全球競爭中占有一席之地。我們認為六月的董事會改組可望加速公司掌握市場機會，而管理團隊大致不變。公司公布經由現金增資與/或發行可轉債進行籌資計畫，以支援未來數年強勁成長。我們預估增資後股數將膨脹 5-6%，由於公司成長前景穩健，我們認為影響有限。

能源轉型趨勢支撐財務成長

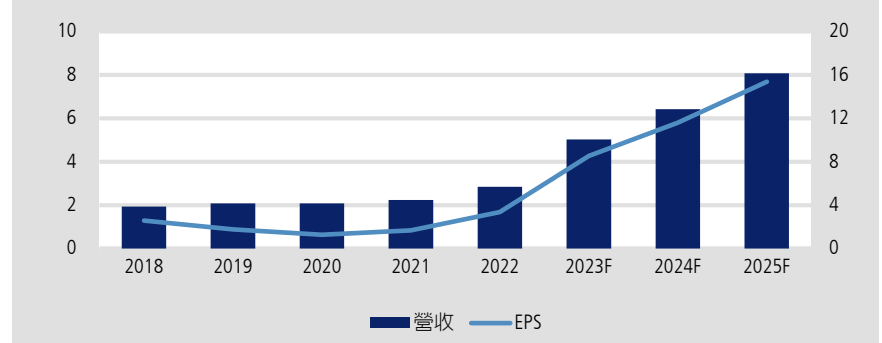
預估 2022-25 年營收 CAGR 42%，2023-24 年 EPS 達 8.54 與 11.60 元

高力 2022 年成長強勁，營收與 EPS 分別年增 27% 與 102%，主要動力為歐洲熱泵需求與 hot box 訂單。我們認為能源轉型趨勢的商機將遍布全球，高力可望成為主要受惠者之一。產能擴充亦將刺激營收，係因需求大幅高於供給。因此，我們預估 2022-25 年營收 CAGR 達 42%，2024 年營收達 64.2 億元。短期動能將持續受全球熱泵採用與 BE 成長支撐，而浸沒式液冷需求長期將成為下一個催化劑。

由於熱泵與浸沒式液冷仍處於滲透早期，我們認為未來 1-2 年不會有明顯價格壓力，預估 2023 與 2024 年毛利率 29.9% 與 31.1%。由於規模經濟提升，2023 與 2024 年營益率可望擴大 7.7 與 2.1 個百分點至 19.9% 與 22.0%，2022-25 年 EPS CAGR 達 66%。

圖 17：2022-25 年營收與 EPS CAGR 達 42% 與 66%

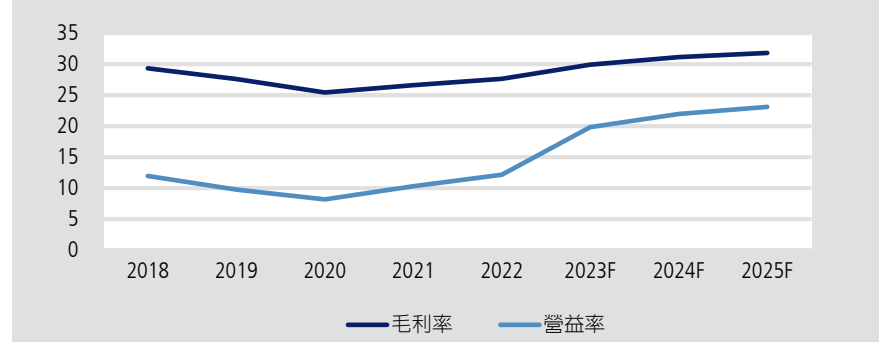
營收，十億元（左軸）；EPS，元（右軸）



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 18：利潤率擴大趨勢

毛利率與營益率，百分比



資料來源：公司資料，凱基預估

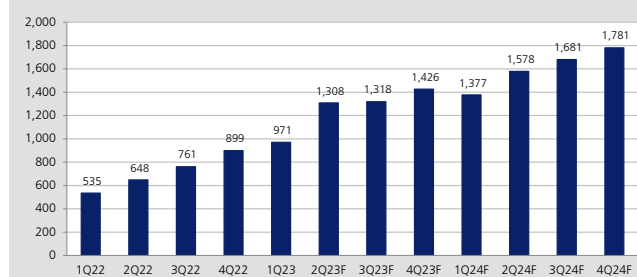
圖 19: 公司概況

高力成立於 1970 年、2006 年開始掛牌交易，專注於熱交換、熱處理、焊接製程且應用多元，涵蓋板式熱交換器、燃料電池反應盒 (hot box) 及浸沒式液冷。搭上能源轉型趨勢，高力 2022 年營收加速成長，其中板式熱交換器與熱能產品營收比重各為 55% 與 45%。

資料來源：凱基

圖 21: 季營業收入

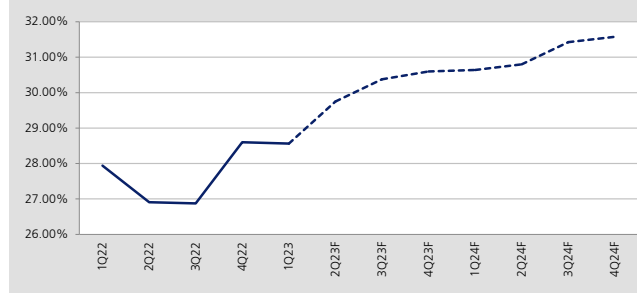
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 23: 毛利率

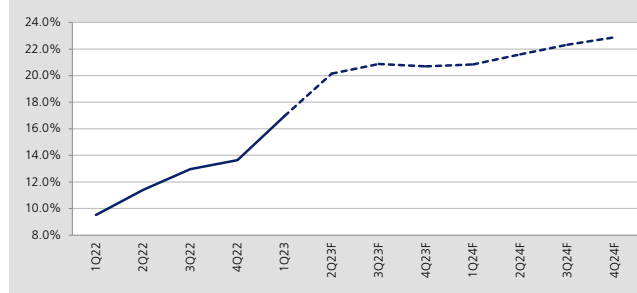
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 25: 營業利潤率

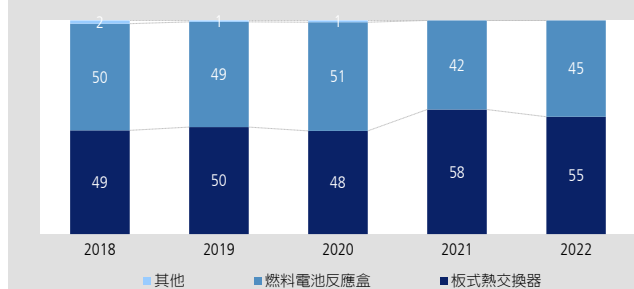
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 20: 營收比重

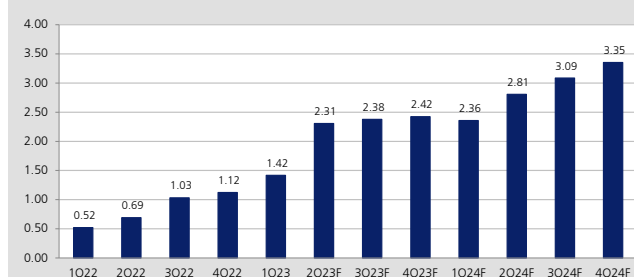
產品別營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 22: 每股盈利

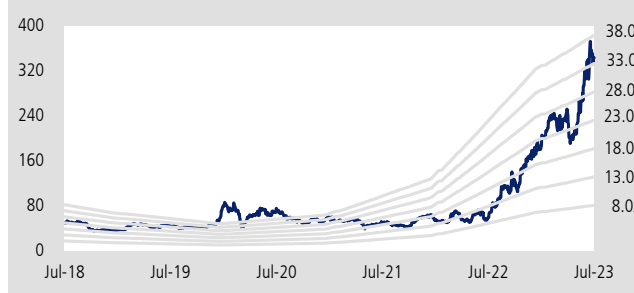
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 24: 未來一年預估本益比區間

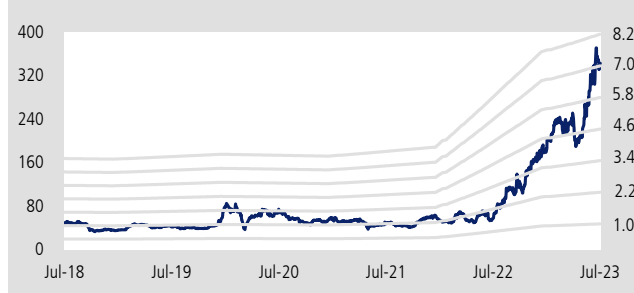
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 26: 未來一年預估股價淨值比區間

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	971	1,308	1,318	1,426	1,377	1,578	1,681	1,781	5,022	6,417	8,074
營業成本	(693)	(919)	(917)	(989)	(955)	(1,092)	(1,152)	(1,218)	(3,519)	(4,418)	(5,504)
營業毛利	277	389	400	436	422	486	528	562	1,503	1,999	2,570
營業費用	(113)	(126)	(125)	(141)	(135)	(145)	(153)	(155)	(505)	(588)	(703)
營業利益	165	264	275	295	287	341	375	407	998	1,411	1,868
折舊	(29)	(30)	(31)	(32)	(33)	(34)	(35)	(36)	(121)	(137)	(154)
攤提	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(4)	(4)	(4)
EBITDA	195	295	307	328	321	376	411	444	1,124	1,551	2,026
利息收入	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4	4
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	3	7	4	4	4	5	4	4	17	18	18
總營業外收入	4	8	4	5	5	6	5	5	21	21	21
利息費用	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(28)	(28)	(28)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(3)	-	-	-	-	-	-	-	(3)	-	-
總營業外費用	(10)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(31)	(28)	(28)
稅前純益	159	264	273	293	285	340	373	406	989	1,404	1,861
所得稅費用[利益]	(32)	(58)	(60)	(65)	(63)	(75)	(82)	(89)	(215)	(309)	(410)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	127	206	213	229	223	265	291	316	774	1,095	1,452
非常項目	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	127	206	213	229	223	265	291	316	774	1,095	1,452
每股盈餘 (NT\$)	1.42	2.31	2.38	2.42	2.36	2.81	3.09	3.35	8.54	11.60	15.38
獲利率 (%)											
營業毛利率	28.6	29.8	30.4	30.6	30.6	30.8	31.4	31.6	29.9	31.1	31.8
營業利益率	17.0	20.2	20.9	20.7	20.8	21.6	22.3	22.9	19.9	22.0	23.1
EBITDA Margin	20.1	22.5	23.3	23.0	23.3	23.8	24.4	24.9	22.4	24.2	25.1
稅前純益率	16.3	20.2	20.7	20.6	20.7	21.5	22.2	22.8	19.7	21.9	23.1
稅後純益率	13.1	15.8	16.1	16.0	16.2	16.8	17.3	17.8	15.4	17.1	18.0
季成長率 (%)											
營業收入	7.9	34.8	0.7	8.2	(3.4)	14.6	6.5	6.0			
營業毛利	7.8	40.4	2.8	9.0	(3.3)	15.2	8.6	6.5			
營業收益增長	34.2	60.2	4.3	7.3	(2.7)	18.8	10.1	8.6			
EBITDA	28.6	51.3	4.2	6.8	(2.2)	17.1	9.4	8.1			
稅前純益	22.8	66.6	3.1	7.6	(2.7)	19.0	9.9	8.7			
稅後純益	26.1	62.8	3.1	7.6	(2.7)	19.0	9.9	8.7			
年成長率 (%)											
營業收入	81.5	101.8	73.1	58.5	41.9	20.6	27.5	24.9	76.6	27.8	25.8
營業毛利	85.6	123.1	95.7	69.6	52.2	24.9	31.9	28.9	91.3	33.0	28.6
營業收益	223.3	256.8	178.8	140.5	74.4	29.3	36.4	38.1	188.4	41.3	32.4
EBITDA	145.6	188.6	141.2	116.5	64.7	27.5	33.9	35.5	144.4	38.0	30.6
稅前純益	150.9	236.7	129.1	127.1	79.9	28.5	37.0	38.3	153.6	42.0	32.6
稅後純益	172.0	234.1	130.4	127.7	75.7	28.5	37.0	38.3	157.2	41.5	32.6

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	3,412	4,156	6,547	7,361	8,587
流動資產	1,589	2,245	4,391	5,111	6,261
現金及短期投資	588	313	2,075	2,502	3,138
存貨	576	1,180	1,471	1,575	1,917
應收帳款及票據	351	580	751	941	1,116
其他流動資產	74	172	93	93	90
非流動資產	1,823	1,911	2,156	2,249	2,325
長期投資	149	146	124	124	124
固定資產	1,626	1,625	1,841	1,934	2,010
什項資產	49	140	191	191	191
負債總額	1,527	2,097	2,341	2,433	2,723
流動負債	1,117	1,476	1,733	1,826	2,115
應付帳款及票據	191	255	414	506	796
短期借款	698	838	942	942	942
什項負債	228	383	377	377	377
長期負債	410	621	608	608	608
長期借款	394	595	582	582	582
其他負債及準備	13	25	25	25	25
股東權益總額	1,885	2,059	4,206	4,927	5,864
普通股股本	894	894	944	944	944
保留盈餘	210	368	966	1,683	2,616
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	7.5%	27.4%	76.6%	27.8%	25.8%
營業收益增長	35.3%	50.3%	188.4%	41.3%	32.4%
EBITDA	20.2%	34.1%	144.4%	38.0%	30.6%
稅後純益	32.6%	101.8%	157.2%	41.5%	32.6%
每股盈餘成長率	32.6%	101.8%	153.6%	35.8%	32.6%
獲利能力分析					
營業毛利率	26.6%	27.6%	29.9%	31.1%	31.8%
營業利益率	10.3%	12.2%	19.9%	22.0%	23.1%
EBITDA Margin	15.4%	16.2%	22.4%	24.2%	25.1%
稅後純益率	6.7%	10.6%	15.4%	17.1%	18.0%
平均資產報酬率	4.3%	8.0%	14.5%	15.7%	18.2%
股東權益報酬率	7.8%	15.3%	24.7%	24.0%	26.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	57.9%	69.6%	36.2%	30.9%	26.0%
淨負債比率	31.5%	57.5%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	19.9	30.2	36.0	51.1	67.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	28.6	(21.6)	24.1	36.9	49.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.4	(0.3)	0.7	1.1	1.4
流動比率 (x)	1.4	1.5	2.5	2.8	3.0
速動比率 (x)	0.9	0.7	1.7	1.9	2.1
淨負債 (NT\$百萬)	593	1,184	(502)	(929)	(1,565)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	1.67	3.37	8.54	11.60	15.38
每股現金盈餘 (NT\$)	3.30	(3.22)	7.51	10.96	14.65
每股淨值 (NT\$)	21.09	23.04	44.56	52.20	62.13
調整後每股淨值 (NT\$)	21.09	23.04	46.40	52.20	62.13
每股營收 (NT\$)	24.96	31.81	55.41	67.99	85.54
EBITDA/Share (NT\$)	3.84	5.15	12.40	16.44	21.46
每股現金股利 (NT\$)	1.50	1.50	4.00	5.50	7.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.65	0.75	0.94	0.92	1.01
應收帳款周轉天數	57.4	74.4	54.6	53.7	50.4
存貨周轉天數	128.3	209.3	152.6	130.5	127.2
應付帳款周轉天數	42.6	45.3	43.0	41.9	52.8
現金轉換周轉天數	143.1	238.4	164.3	142.2	124.8

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	2,231	2,844	5,022	6,417	8,074
營業成本	(1,638)	(2,058)	(3,519)	(4,418)	(5,504)
營業毛利	594	786	1,503	1,999	2,570
營業費用	(363)	(439)	(505)	(588)	(703)
營業利益	230	346	998	1,411	1,868
總營業外收入	9	9	21	21	21
利息收入	3	2	4	4	4
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	6	7	17	18	18
總營業外費用	(44)	35	(31)	(28)	(28)
利息費用	(10)	(13)	(28)	(28)	(28)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(33)	48	(3)	-	-
稅前純益	196	390	989	1,404	1,861
所得稅費用[利益]	(46)	(89)	(215)	(309)	(410)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	0	-	-
稅後淨利	149	301	774	1,095	1,452
EBITDA	343	460	1,124	1,551	2,026
每股盈餘 (NT\$)	1.67	3.37	8.54	11.60	15.38

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	295	(288)	680	1,034	1,382
本期純益	149	301	774	1,095	1,452
折舊及攤提	113	114	126	141	158
本期運用資金變動	75	(772)	(305)	(202)	(227)
其他營業資產及負債變動	(41)	69	85	(0)	0
投資活動之現金流量	(132)	(167)	(361)	(230)	(230)
投資用短期投資出售[新購]	(14)	26	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	(297)	(230)	(230)
資本支出淨額	(101)	(99)	(297)	(230)	(230)
其他資產變動	(17)	(93)	(63)	-	-
自由現金流	258	(496)	301	805	1,153
融資活動之現金流量	(205)	204	1,456	(378)	(519)
短期借款變動	150	130	-	-	-
長期借款變動	(80)	211	(9)	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(152)	(134)	(134)	(363)	(519)
其他融資現金流	(123)	(3)	1,599	(15)	-
匯率影響數	(1)	2	1	-	3
本期產生現金流量	(42)	(250)	1,776	427	636

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	16.3%	15.5%	10.0%	9.2%	8.7%
= 營業利益率	10.3%	12.2%	19.9%	22.0%	23.1%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.3	0.5	0.3	0.3	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.7	0.6	0.4	0.3	0.2
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.0	0.9	1.4	1.7	2.0
營業利益率	10.3%	12.2%	19.9%	22.0%	23.1%
x 資本周轉率	1.0	0.9	1.4	1.7	2.0
x (1 - 有效現金稅率)	76.3%	77.2%	78.3%	78.0%	78.0%
= 稅後 ROIC	7.9%	8.8%	22.1%	28.7%	35.2%

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。