

嘉澤 (3533 TT) Lotes

伺服器需求築底，長期訂單仍需觀察

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月)：NT\$1000.0

收盤價 (2024/01/26)：NT\$976.0
隱含漲幅：2.5%

營收組成 (3Q23)

Server 25%、Laptop 14-15%、Desktop 28-29%、
Strategic Customers 14-15%、LINTES 10-11%、
Automotive 6%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	買進
目標價 (NT\$)	1000.0	1000.0
2023年營收 (NT\$/十億)	24.5	24.3
2023年EPS	50.7	48.6

交易資料表

市值	NT\$108,730百萬元
外資持股比率	44.9%
董監持股比率	8.8%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$294.93
負債比	24.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	27,099	24,452	29,193	32,054
營業利益	7,269	6,904	9,117	10,635
稅後純益	6,254	5,643	7,314	8,438
EPS (元)	58.70	50.68	65.70	75.79
EPS YoY (%)	76.2	-13.7	29.6	15.4
本益比 (倍)	16.6	19.3	14.9	12.9
股價淨值比 (倍)	4.6	3.8	3.3	2.9
ROE (%)	30.1	20.0	22.3	22.4
現金殖利率 (%)	2.6%	2.6%	3.4%	3.9%
現金股利 (元)	25.18	25.53	32.85	37.90

蘇子錚

Alex.Su@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

伺服器訂單帶動產品組合轉佳，估 4Q23 毛利率 47.8%、季增 0.3 個百分點。

1Q24 Eagle Stream 及 Genoa 拉貨動能轉佳，但成長幅度有限，預估今年一般型伺服器出貨量僅年增 2%。

伺服器需求帶動周邊零組件訂單回溫，但股價已反映營運好轉預期，評價並未偏低，下調嘉澤評等持有，目標價 1,000 元。

一般型伺服器訂單回溫，預估 4Q23 毛利率為 47.8%

嘉澤 4Q23 營收 65.4 億元，季增 1.2%、年減 7%，2H23 伺服器及筆電出貨量較上半年成長約 8%，整體庫存水位逐步降低，然訂單能見度僅 6 週，長期需求未明顯回溫。伺服器需求逐步好轉，且 A 客戶出貨量較優，帶動產品組合轉佳，預估毛利率為 47.8%；但受到新台幣升值影響，預估將認列匯兌損失 3.5 億元，預估 EPS 11.76 元 (下修 15%)，季減 30%、年減 14%。展望 1Q24，一般型伺服器需求緩步回溫，AMD Genoa 出貨量呈現季增，Intel Eagle Stream 出貨較平穩，預估 1Q24 嘉澤營收 67.3 億元，季增 3%、年增 17.5%，毛利率 47.4%，EPS 14.99 元，季增 28%、年增 37%。(上修 15%)

Birch Stream 下半年可望亮相，推升伺服器營收年增 29%

管理層表示，伺服器去化已進入尾聲，預估 2023 年新伺服器雙平台滲透率為 15%，今年在 AI 需求提升帶動 Intel Eagle Stream 及 AMD Genoa 出貨量，預估 2024 年滲透率提高至 30%。另外，Intel 最新 CPU Birch Stream 平台預計最快 2H24 推出，針腳數較 Eagle Stream 提升 60%至 7,529 個，下半年高階 socket ASP 將成長 60%，低階 socket ASP 則將成長 5%。筆電業務部分，受惠於 DDR5 價格降低，筆電內建 DDR5 SO Dimm 採用度提升，預估單價高個位數成長。預估嘉澤 2024 年營收 291.9 億元 (下修 2%)、年增 19%，其中伺服器及筆電營收分別成長 29%及 16%，毛利率 48.7%，EPS 65.7 元 (上修 2%)、年增 29.6%。

伺服器庫存去化已過，但仍須關注訂單狀況

本中心認為今年一般型伺服器出貨量僅年增 2%，長期訂單能見度較不明朗，但在 AI 伺服器需求暢旺帶動下，CPU 需求提升。本中心認為，股價已提前反映伺服器緩步回溫的利多，目前評價並未低估，因此調降嘉澤評等至持有，目標價 1,000 元，以 15 倍本益的 2024 年預估每股盈餘推得。

出貨量小幅回溫，但台幣升值造成龐大匯損，4Q23 獲利下修 15%

嘉澤 4Q23 營收 65.4 億元，季增 1.2%、年減 7%，管理層表示，目前訂單能見度約為 6 週，下半年的出貨量約為 600 萬個、較上半年增加 8%，客戶有陸續回補庫存，不過現在看起來長期需求未明顯回溫。目前兩大伺服器新平台 CPU 滲透率約為 15%，較上半年的 5-10% 提升，整體產品組合有所轉佳，不過受到台幣升值影響，預估業外將產生 3.5 億元的匯兌損失。考慮到受到伺服器庫存調整影響，出貨量與 2022 年相比有較大的差異，不過下半年訂單已有陸續回溫，加上新平台的 Socket 毛利率較佳，帶動產品組合提升，預估 4Q23 毛利率為 47.8%，EPS 11.76 元。

新伺服器平台滲透率提升，推升 2024 年伺服器營收年增 29%

展望 2024 年，管理層表示，伺服器去化已進入尾聲，預估 2023 年新伺服器雙平台滲透率為 15%，今年在 AI 需求提升帶動 Intel Eagle Stream 及 AMD Genoa 出貨量，預估月出貨量平均為 110 萬個 (2023 年全年出貨量約為 1,155 萬個)，雖然相較於 2022 年仍衰退，不過預計新伺服器平台滲透率將於今年提升至 30%。

另外，Intel 最新 CPU Birch Stream 平台預計最快 2H24 推出，針腳數較 Eagle Stream 提升 60% 至 7,529 個，下半年高階 socket ASP 將成長 60%，低階 socket ASP 則將成長 5%。筆電業務部分，受惠於 DDR5 價格降低，筆電內建 DDR5 SO Dimm 採用度提升，預估單價高個位數成長。預估嘉澤 2024 年營收 291.9 億元(下修 2%)、年增 19%，其中伺服器及筆電營收分別成長 29% 及 16%，毛利率 48.7%，EPS 65.7 元(上修 2%)、年增 29.6%。

圖 1：2023 第 4 季、2024 第 1 季獲利預估調整

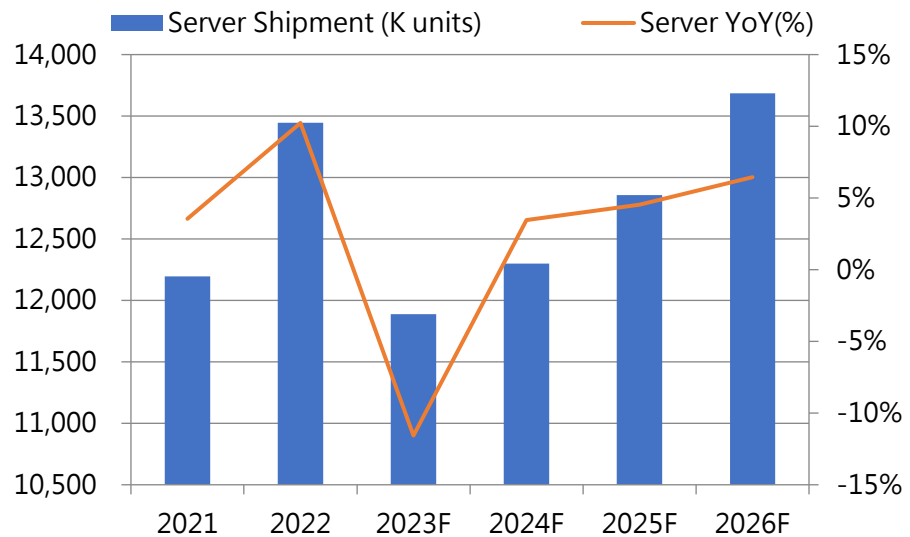
(百萬元)	4Q23		1Q24		調整幅度	
	調整後	調整前	調整後	調整前	4Q23	1Q24
營業收入	6,540	6,668	6,726	6,418	-2%	5%
營業毛利	3,128	3,034	3,187	2,896	3%	10%
營業利益	1,949	1,864	2,047	1,756	5%	17%
稅前利益	1,720	1,930	2,165	1,839	-11%	18%
稅後淨利	1,309	1,545	1,669	1,454	-15%	15%
調整後 EPS (元)	11.76	13.90	14.99	13.09	-15%	15%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	47.83%	45.50%	47.39%	45.12%	2.3	2.3
營業利益率	29.80%	27.95%	30.44%	27.36%	1.8	3.1
稅後純益率	20.02%	23.17%	24.81%	22.66%	-3.2	2.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估

短期伺服器需求疲弱，靜待 1Q24 新平台陸續出貨

Intel Sapphire Rapids 及 AMD Genoa 已陸續量產，2023 年受到業者將一般型伺服器訂單轉換成 AI 伺服器訂單，加上各大 CSP 業者下調資本支出，預估 2023 年全球伺服器出貨量年減 12%。展望 2024 年，伺服器平台升級將促使業者使用高效能 CPU，預期 1H24 伺服器平台 Eagle Stream 及 Genoa 開始小幅成長，但今年的出貨量仍較難與較難回到 2022 年水準。本中心認為，今年一般型伺服器仍持續受到 AI 伺服器需求暢旺影響，CSP 者的拉貨需求恐仍較疲軟，預估 2024 年伺服器出貨量將年增 3%。

圖 2：伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

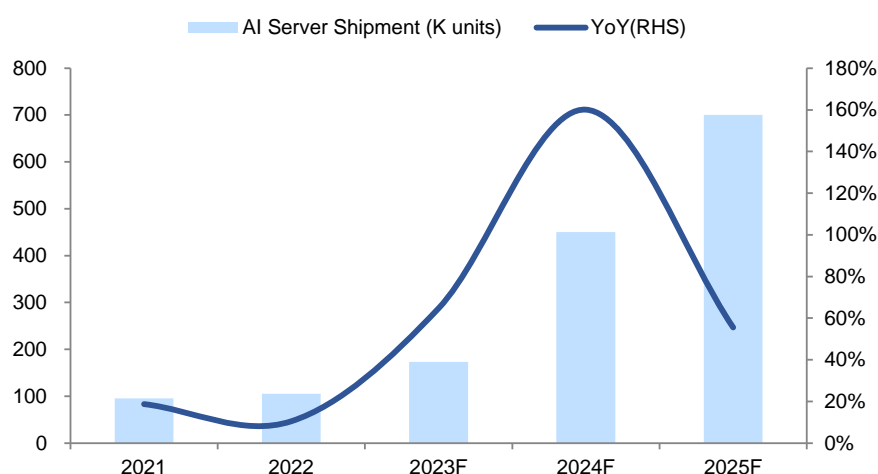
2024 年四大 CSP 資本支出大致符合預期

美國四大 CSP 業者於 CY3Q23 法說會中表示，未來資本支出將會持續提升，主要用於伺服器、AI 伺服器及擴大資料中心建設。本季度，Microsoft 的資本支出季增 11%、年增 58%，且 AI 業務貢獻持續提升，未來資本支出將會持續提升，以因應未來 AI 大趨勢；Google 的資本支出季增 17%、年增 11%，未來將持續投資 AI 相關基礎建設及設備，2024 年資本支出也將呈年增長；Amazon 的資本支出季增 9%、年減 24%，儘管資本支出呈現年衰退，但用在資料中心基礎建設上的資本支出仍持續維持年增；Meta 的資本支出季增 6%、年減 29%，儘管下修今年資本支出預估(恐減少 AR/VR 投資)，但預估 2024 年資本支出達 300-350 億美元。

美晶片禁令加速中國自研晶片生產，2024 年 AI 伺服器出貨量至 45 萬台

美國商務部先前公佈最新出口大陸晶片管制條例，相關 GPU 包括 A100/A800/H100/H800/L40S 等高階 AI 應用晶片皆需要事先取得美國政府許可後才可出貨，原預定將有 30 天的緩衝期，但美國政府已改成即刻生效恐影響未來 AI 產業發展。根據調查，儘管無法在短期內增加 GPU 庫存，但中國業者仍有約兩個季度庫存量，且相關 AI 伺服器生產基地位於中國境內，因此短期並不受晶片禁令衝擊，預計庫存將可用至 2H24，但長期將對中國雲端業者業務比重較高的零組件廠及組裝廠有負面影響。本中心原先預估百度、騰訊、阿里巴巴等中國業者於 2024 年的 AI 伺服器需求為 4-5 萬台，不過受惠於中國自研晶片 2Q24 將會問世，預估今年主要出貨給中系 CSP 業者約 2,000-3,000 台，短期而言中國業者的 AI 伺服器拉貨動能將放緩，但長線而言中國自研 GPU 伺服器出貨量將大幅提升，預估 2024 年全球 AI 伺服器出貨量約 45 萬台，其中 Nvidia 伺服器約 40 萬台、AMD 伺服器約 4.7 萬台、中國伺服器約 0.3 萬台。

圖 3：AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

獲利調整與股票評價

下調嘉澤評等至持有，目標價 1,000 元

本中心轉為中性看待嘉澤，1) 伺服器最壞狀況已過，但今年成長幅度較有限，加上 ARM、ASIC、MI 300X 等產品將不採用 Socket，出貨量較難回到 2022 年水準；2) Birch Stream 預計 2H24 開始出貨，ASP 將會雙位數提升，但仍有遞延上市的風險；3) 明年 Socket 將會有新供應商進入 Intel 供應鏈，價格恐受衝擊。

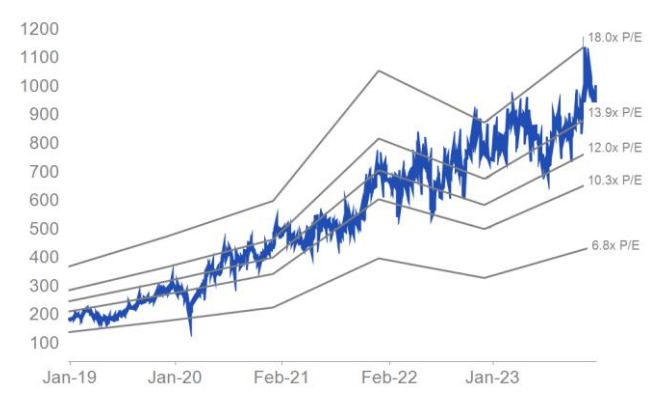
本中心認為，受惠於 DDR 5 價格下跌，筆電及伺服器的滲透率持續提升，加上一般型伺服器訂單逐步回籠，稼動率提升可望帶動毛利率改善。本中心上修嘉澤 2024 年獲利 2%，以反映新伺服器平台 CPU Socket、DDR5 SO DIMM 及 Long DIMM，但短期股價上漲已反映今年需求回溫，目前評價並未偏低，因此調降嘉澤至持有評等，目標價 1,000 元，以 15 倍本益比、2024 年預估每股盈餘評價。

圖 4：2023 和 2024 年財務預估調整

(百萬元)	2023 估		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	24,452	24,261	29,193	29,869	0.8%	-2.3%
營業毛利	11,394	11,016	14,225	13,878	3.4%	2.5%
營業利益	6,904	6,566	9,117	8,715	5.1%	4.6%
稅前利益	7,579	7,122	9,595	9,048	6.4%	6.0%
稅後淨利	5,643	5,397	7,314	7,137	4.6%	2.5%
調整後 EPS (元)	50.68	48.58	65.70	64.24	4.3%	2.3%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	46.6%	45.4%	48.7%	46.5%	1.2	2.3
營業利益率	28.2%	27.1%	31.2%	29.2%	1.2	2.1
稅後純益率	23.1%	22.3%	25.1%	23.9%	0.8	1.2

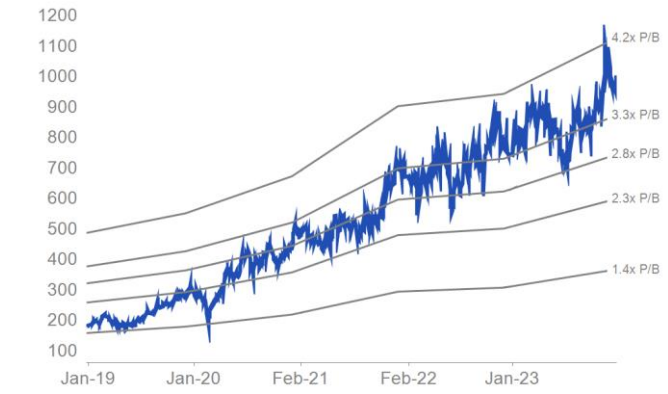
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 5：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 6：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 7：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
嘉澤	3533 TT	持有-超越同業	976.0	3,507	58.70	50.68	65.70	16.6	19.3	14.9	76.2	(13.7)	29.6
國外同業													
安費諾	APH US	未評等	100.8	58,616	3.0	3.0	3.3	33.9	34.1	31.0	13.2	(0.5)	10.1
TE	TEL US	未評等	144.3	41,209	7.3	6.7	7.4	19.8	21.5	19.6	6.5	(7.8)	10.0
國外同業平均					5.1	4.8	5.3	26.9	27.8	25.3	9.8	(4.2)	10.0
國內同業													
優群	3217 TT	未評等	170.5	506	7.4	8.3	10.1	22.9	20.6	16.8	4.6	11.2	22.5
信邦	3023 TT	買進	263.0	2,038	12.4	13.8	14.8	21.2	19.1	17.8	24.4	10.8	7.1
貿聯	3665 TT	買進	232.5	1,252	24.6	15.7	22.4	9.5	14.8	10.4	63.9	(36.2)	43.0
胡連	6279 TT	買進	151.5	485	10.0	9.8	11.8	15.1	15.5	12.8	26.8	(2.4)	20.7
健和興	3003 TT	未評等	69.6	340	6.4	0	4.0	10.9	0	17.4	28.4	0	0
國內同業平均					12.2	9.5	12.6	15.9	14.0	15.0	29.6	(3.3)	18.6

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 8：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
嘉澤	3533 TT	持有-超越同業	976.0	3,507	30.1	20.0	22.3	211.41	254.11	294.93	4.6	3.8	3.3
國外同業													
安費諾	APH US	未評等	100.8	58,616	27.7	24.7	23.2	10.8	12.9	15.4	9.3	7.8	6.6
TE	TEL US	未評等	144.3	41,209	22.0	19.3	19.0	33.3	35.7	39.2	4.3	4.1	3.7
國外同業平均					24.8	22.0	21.1	22.1	24.3	27.3	6.8	5.9	5.1
國內同業													
優群	3217 TT	未評等	170.5	506	15.5	16.9	20.0	43.8	45.3	48.2	3.9	3.8	3.5
信邦	3023 TT	買進	263.0	2,038	26.1	24.0	23.7	51.9	59.5	62.9	5.1	4.4	4.2
貿聯	3665 TT	買進	232.5	1,252	22.8	12.1	15.9	121.0	139.9	156.7	1.9	1.7	1.5
胡連	6279 TT	買進	151.5	485	19.0	17.2	19.2	55.7	59.3	64.3	2.7	2.6	2.4
健和興	3003 TT	未評等	69.6	340	0	0	0	37.9	0	42.5	1.8	0	1.6
國內同業平均					16.7	14.0	15.8	62.0	60.8	74.9	3.1	2.5	2.6

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 9：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	5,727	5,722	6,464	6,540	6,726	6,962	7,526	7,978	24,452	29,193
銷貨成本	(3,123)	(3,133)	(3,391)	(3,412)	(3,538)	(3,616)	(3,845)	(3,968)	(13,058)	(14,967)
營業毛利	2,604	2,589	3,073	3,128	3,187	3,346	3,681	4,011	11,394	14,225
營業費用	(1,073)	(1,089)	(1,149)	(1,179)	(1,140)	(1,230)	(1,342)	(1,396)	(4,490)	(5,108)
營業利益	1,530	1,500	1,924	1,949	2,047	2,116	2,339	2,615	6,904	9,117
業外利益	6	425	473	(229)	118	119	120	121	675	478
稅前純益	1,536	1,926	2,397	1,720	2,165	2,235	2,459	2,736	7,579	9,595
所得稅費用	(315)	(613)	(471)	(361)	(476)	(492)	(541)	(602)	(1,761)	(2,111)
少數股東權益	40	28	58	50	20	40	60	50	176	170
歸屬母公司稅後純益	1,182	1,285	1,867	1,309	1,669	1,704	1,858	2,084	5,643	7,314
調整後每股盈餘(NT\$)	10.96	11.56	16.77	11.76	14.99	15.30	16.69	18.72	50.68	65.70
調整後加權平均股數(百萬股)	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111
重要比率										
營業毛利率	45.5%	45.3%	47.5%	47.8%	47.4%	48.1%	48.9%	50.3%	46.6%	48.7%
營業利益率	26.7%	26.2%	29.8%	29.8%	30.4%	30.4%	31.1%	32.8%	28.2%	31.2%
稅前純益率	26.8%	33.7%	37.1%	26.3%	32.2%	32.1%	32.7%	34.3%	31.0%	32.9%
稅後純益率	20.6%	22.5%	28.9%	20.0%	24.8%	24.5%	24.7%	26.1%	23.1%	25.1%
有效所得稅率	20.5%	31.8%	19.7%	21.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	23.2%	22.0%
季增率(%)										
營業收入	-18.6%	-0.1%	13.0%	1.2%	2.8%	3.5%	8.1%	6.0%		
營業利益	-29.8%	-2.0%	28.2%	1.3%	5.0%	3.4%	10.5%	11.8%		
稅後純益	-18.7%	8.7%	45.4%	-29.9%	27.5%	2.1%	9.0%	12.2%		
調整後每股盈餘	-19.6%	5.5%	45.1%	-29.9%	27.5%	2.1%	9.1%	12.2%		
年增率(%)										
營業收入	-6.8%	-14.0%	-11.1%	-7.0%	17.5%	21.7%	16.4%	22.0%	-9.8%	19.4%
營業利益	-3.3%	-10.7%	5.4%	-10.6%	33.8%	41.0%	21.6%	34.2%	-5.0%	32.1%
稅後純益	-14.6%	-14.9%	-2.2%	-9.8%	41.3%	32.6%	-0.5%	59.2%	-9.2%	28.6%
調整後每股盈餘	-16.0%	-18.7%	-6.4%	-13.7%	36.8%	32.3%	-0.5%	59.2%	-13.7%	29.6%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

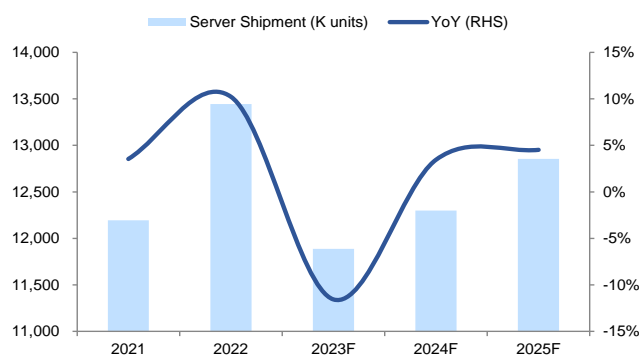
嘉澤成立於 1986 年，專門生產及設計 PCIe、DDR、SATA 等連接器及 USB 連接埠，公司擁有完整的生產流程，包含設計、加工、成型、沖壓、電鍍及自動化組裝，可提供客製化需求及標準型產品。公司為全球前三大 Server Socket (CPU 插槽) 供應商，市佔率約為 30-35%，同業為鴻海集團(鴻騰精密)及安費諾等。該產業的進入門檻高，多數產品皆已申請專利，且公司實驗室已通過 ISO 認證，可縮短測試時間，並降低測試費用。嘉澤產品為電腦、伺服器、消費性電子產品之各式連接器及零組件，旗下有四大事業體，分別是 PC/NB (佔 2Q23 營收 44%)、伺服器(佔 2Q23 營收 24%)、子公司嘉基(佔 2Q23 營收 10%)及其他業務(包括 Type-C 連接器)。

圖 10：嘉澤重要據點



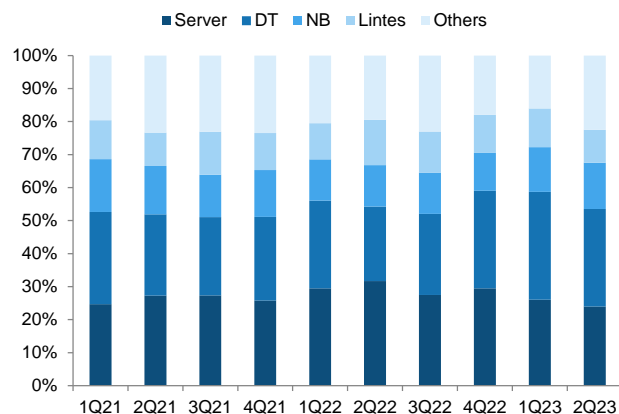
資料來源：公司資料

圖 11：全球伺服器出貨量預估



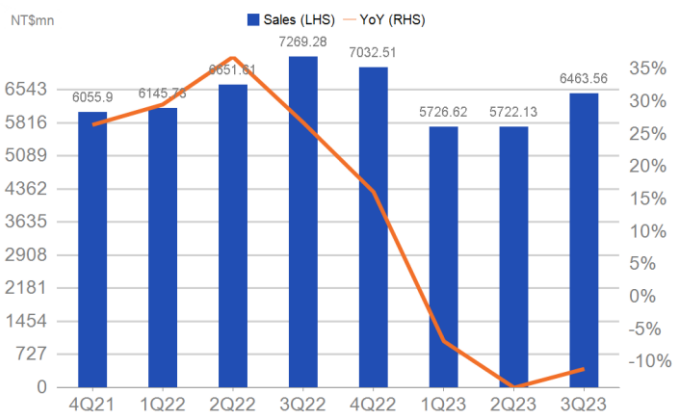
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：營收組成



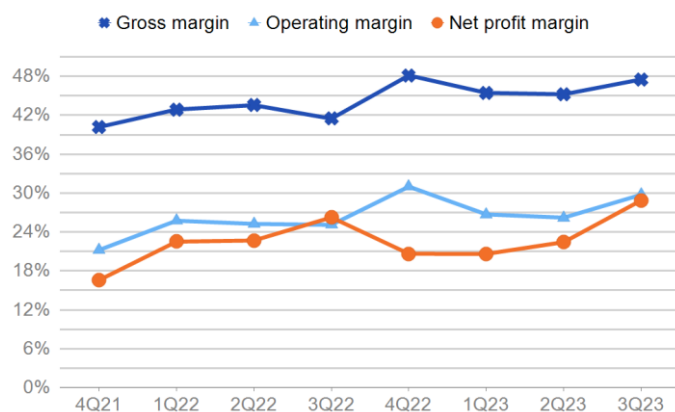
資料來源：公司資料

圖 13：營收趨勢



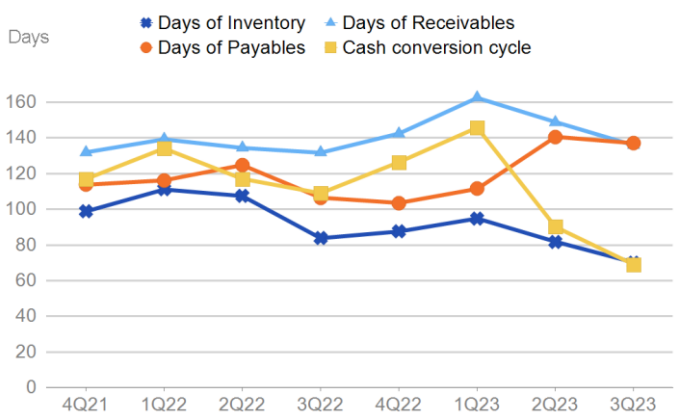
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：毛利率、營益率、淨利率



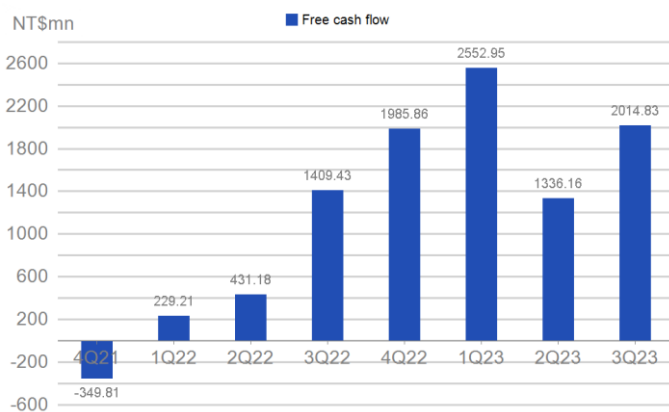
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：** 嘉澤整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略微領先的位置，在電子零組件行業的公司中排名略微領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 嘉澤的整體曝險屬於低度水準，略優於電子零組件行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的碳排、商業道德、公司在生產中使用原材料的效率等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 嘉澤在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。雖公司披露程度不高，但仍有舉措以管理重大 ESG 問題與相關風險，且未涉及任何與 ESG 相關的爭議。

圖 17：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	20.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	31.3
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	37.6
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	23

資料來源：Sustainalytics (2024/1/26)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

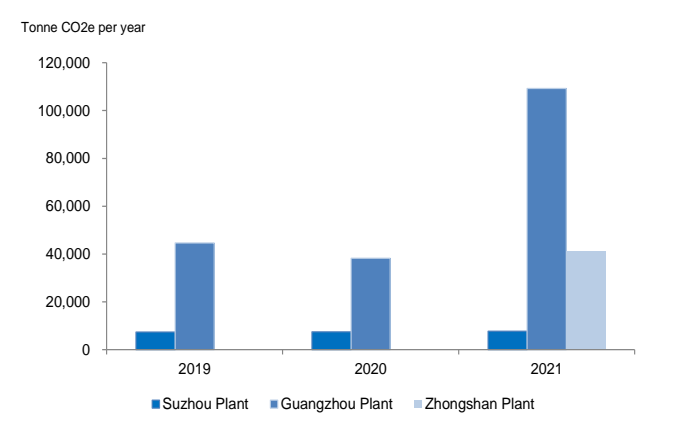
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

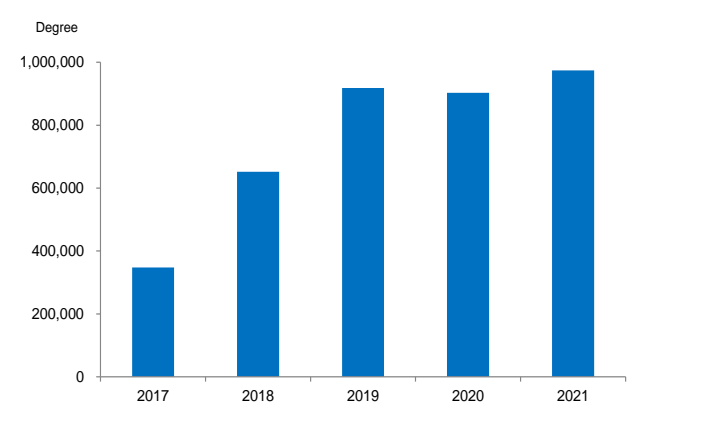
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 18：溫室氣體總排放當量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 19：太陽能發電量統計



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	3,303	7,090	13,725	12,843	13,975
存貨	4,091	3,561	2,615	3,829	4,654
應收帳款及票據	8,798	10,711	9,845	14,414	17,520
其他流動資產	767	729	583	583	583
流動資產	16,960	22,090	26,768	31,668	36,732
採用權益法之投資	0	0	124	124	124
固定資產	6,882	8,872	9,301	9,766	10,109
無形資產	206	182	164	172	181
其他非流動資產	2,471	2,237	2,605	2,657	2,710
非流動資產	9,559	11,290	12,194	12,719	13,124
資產總額	26,519	33,381	38,962	44,387	49,856
應付帳款及票據	2,630	2,360	1,798	2,632	3,199
短期借款	1,142	1,907	1,580	1,627	1,676
什項負債	3,232	3,831	3,835	3,835	3,835
流動負債	7,004	8,098	7,213	8,095	8,711
長期借款	30	150	1,067	1,067	1,067
其他負債及準備	1,428	621	803	803	803
長期負債	1,458	770	1,870	1,870	1,870
負債總額	8,462	8,868	9,083	9,965	10,581
股本	1,061	1,078	1,113	1,113	1,113
資本公積	5,284	6,307	8,787	8,787	8,787
保留盈餘	11,203	15,765	18,604	23,077	27,858
什項權益	(682)	(339)	(214)	(143)	(72)
歸屬母公司之權益	16,865	22,812	28,290	32,834	37,686
非控制權益	1,192	1,701	1,589	1,589	1,589
股東權益總額	18,057	24,513	29,879	34,423	39,275

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	3,519	6,406	5,818	7,484	8,668
折舊及攤提	1,555	2,269	2,418	2,493	2,615
本期營運資金變動	(3,417)	(1,607)	1,116	(4,948)	(3,364)
其他營業資產 及負債變動	1,033	665	310	(170)	(230)
營運活動之現金流量	2,690	7,733	9,663	4,859	7,689
資本支出	(3,632)	(3,678)	(2,605)	(2,900)	(2,900)
本期長期投資變動	0	0	(328)	0	0
其他資產變動	(456)	(8)	6	0	0
投資活動之現金流量	(4,088)	(3,686)	(2,927)	(2,900)	(2,900)
股本變動	26	17	0	0	0
本期負債變動	2,316	1,182	621	0	0
現金增減資	1,076	0	2,306	0	0
支付現金股利	(1,376)	(1,696)	(2,948)	(2,842)	(3,657)
其他調整數	(208)	2	(205)	0	0
融資活動之現金流量	1,834	(495)	(226)	(2,842)	(3,657)
匯率影響數	(82)	235	126	0	0
本期產生現金流量	354	3,787	6,635	(882)	1,132
自由現金流量	(942)	4,056	7,057	1,959	4,789

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	21,392	27,099	24,452	29,193	32,054
銷貨成本	(12,835)	(15,161)	(13,058)	(14,967)	(15,746)
營業毛利	8,557	11,938	11,394	14,225	16,308
營業費用	(4,198)	(4,669)	(4,490)	(5,108)	(5,673)
推銷費用	(749)	(828)	(798)	(1,039)	(1,258)
研究費用	(2,031)	(2,301)	(2,153)	(2,430)	(2,590)
管理費用	(1,410)	(1,533)	(1,550)	(1,639)	(1,825)
其他費用	(9)	(7)	0	0	0
營業利益	4,359	7,269	6,904	9,117	10,635
利息收入	14	47	271	240	240
利息費用	(28)	(55)	(32)	(29)	(29)
利息收入淨額	(14)	(8)	239	211	211
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(148)	614	214	0	0
其他業外收入(支出)淨額	344	314	223	267	267
稅前純益	4,540	8,189	7,579	9,595	11,113
所得稅費用	(1,021)	(1,782)	(1,761)	(2,111)	(2,445)
少數股權淨利	47	152	176	170	230
歸屬母公司之稅後純益	3,472	6,254	5,643	7,314	8,438
稅前息前折舊攤銷前淨利	6,124	10,512	4,485	6,624	8,020
調整後每股盈餘 (NT\$)	33.32	58.70	50.68	65.70	75.79

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	23.7	26.7	(9.8)	19.4	9.8
營業利益	17.6	66.8	(5.0)	32.1	16.7
稅前息前折舊攤銷前淨利	26.8	71.7	(57.3)	47.7	21.1
稅後純益	24.1	82.1	(9.2)	28.6	15.8
調整後每股盈餘	26.2	76.2	(13.7)	29.6	15.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	40.0	44.1	46.6	48.7	50.9
營業利益率	20.4	26.8	28.2	31.2	33.2
稅前息前淨利率	21.1	30.0	28.2	31.2	33.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	28.6	38.8	18.3	22.7	25.0
稅前純益率	21.2	30.2	31.0	32.9	34.7
稅後純益率	16.2	23.1	23.1	25.1	26.3
資產報酬率	15.4	21.4	14.9	16.9	17.4
股東權益報酬率	21.6	30.1	20.0	22.3	22.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	46.9	36.2	30.4	29.0	26.9
淨負債權益比(%)	(11.8)	(20.5)	(37.1)	(29.5)	(28.6)
利息保障倍數 (倍)	161.4	149.6	236.9	337.4	390.6
流動比率 (%)	242.1	272.8	371.1	391.2	421.7
速動比率 (%)	181.7	225.6	334.9	343.9	368.2
淨負債 (NT\$百萬元)	(2,131)	(5,034)	(11,078)	(10,149)	(11,232)
調整後每股淨值 (NT\$)	158.95	211.41	254.11	294.93	338.51
評價指標 (倍)					
本益比	29.3	16.6	19.3	14.9	12.9
股價自由現金流量比	--	26.7	15.4	55.3	22.6
股價淨值比	6.1	4.6	3.8	3.3	2.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	17.7	10.3	24.2	16.4	13.5
股價營收比	5.1	4.0	4.4	3.7	3.4

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

嘉澤 (3533 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.