

高力 (8996 TT) Kaori

液冷產品將於 2025 年成為重要營運動能

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$460.0

收盤價 (2024/03/22) : NT\$387.5
隱含漲幅 : 18.7%

營收組成 (4Q23)

板式熱交換器 58%、Hotbox 31%、液冷散熱 11%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	460.0	287.0
2024年營收 (NT\$/十億)	4.5	5.3
2024年EPS	6.7	9.2

交易資料表

市值	NT\$34,640百萬元
外資持股比率	9.9%
董監持股比率	4.2%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$43.95
負債比	44.0%
ESG評級 (Sustainalytics)	-- (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	2,844	4,326	4,494	7,278
營業利益	346	711	799	1,893
稅後純益	301	577	602	1,434
EPS (元)	3.37	6.46	6.43	15.33
EPS YoY (%)	102.0	91.7	4.3	138.3
本益比 (倍)	115.1	60.0	57.6	24.2
股價淨值比 (倍)	16.8	12.8	8.8	6.9
ROE (%)	15.3	21.3	15.3	28.7
現金殖利率 (%)	0.4%	1.0%	1.0%	1.6%
現金股利 (元)	1.50	4.00	3.86	6.13

(註：2024 年及 2025 年 EPS 採 CB 稀釋後之股本計)

陳玫芬 合格證券投資分析人員 & CFP
Lisa.mf.chen@yuanta.com柯好璇
Varine.Ko@yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q23 本業低於預期 61%，主因毛利率 23.1%低於本中心預期 7.9 百分點，毛利率受到規模經濟不佳與提列原料跌價損失之負面影響。

◆ 2024/2025 年 EPS 估計為 6.43 元/15.33 元(稀釋)，年增 4%/138%。
液冷散熱估計占 2023/2024/2025 年營收比重 3%/13%/22%。

◆ 液冷散熱具前景且為主要成長動能，上調目標本益比至 30 倍，以稀釋後 2025 年 EPS 15.33 元給予目標價 460 元。

4Q23 本業獲利低預期，主因毛利率低於預期及匯損

4Q23 營收為 9.0 億元，季減 22%、年持平；毛利率 23.1%低於本中心/市場預期 7.9 百分點/7.2 百分點，毛利率受到規模經濟不佳且上游原料價格下降而提列損失之影響；營業利益 0.73 億元，季減 69%、年減 40%，低於本中心/市場預期 61%/54%；此外，匯損 0.3 億元再影響 41%獲利，EPS 為 0.40 元，低於本中心/市場預期 74%/69%。4Q23 板式熱交換器/Bloom Energy 客戶出貨金額較前季減少 24%/36%，分別占比 58%/31%，而液冷散熱占 11%。

2025 年獲利上修，兩大事業群回溫且液冷散熱占比提升至 22%

本中心因板式熱交換器較原估計疲弱而將 1Q24 營收及獲利下修 17%及 55%，營收 8.7 億元且 EPS 為 0.76 元。2024 全年營收及獲利下修 14.6%及 26.4%，反映 1H24 板式熱交換器不如原預期。2025 年營收估計 72.8 億元，年增 62%；EPS 為 15.33 元(CB 稀釋後)，獲利年增 138%；營收及獲利上修 4.0%及 17.7%，主因液冷散熱出貨金額由 7 億上修至 16 億元，占比由原估 10%上修至 22%；上修原因為主要客戶 Supermicro 為 Nvidia 新款晶片 GB200 伺服器發表會合作夥伴，高力供應 CDM(液冷分岐管)近期亦開始放量，本中心估計 2025 年 GB200 出貨年增 4.5 倍。

液冷散熱具前景且為成長動能，上調目標本益比

本中心正面看待高力液冷散熱將於 2025 年開始顯著貢獻，且年增 191%，成為營運獲利之重要動能；此外，板式熱交換器以及 Bloom Energy 燃料電池 2025 年將回到成長軌道，與環保節能趨勢同步提升。本中心將目標本益比由 22 倍上修至 30 倍，以 CB 稀釋後 2025 年 EPS 15.33 元，給予目標價 460 元 (過去三年本益比區間 10-60 倍)。

營運分析

4Q23 本業獲利低於預期 61%，主因毛利率受到營運規模及原料跌價影響

4Q23 營收為 9.0 億元，季減 22%；毛利率 23.1%低於本中心/市場預期 7.9 百分點/7.2 百分點，規模經濟不佳且上游原料價格下降而提列損失影響毛利率；營業利益 0.73 億元，季減 69%，低於本中心/市場預期 61%/54%；此外，匯損 0.3 億元再影響 41%獲利，EPS 為 0.40 元，低於本中心/市場預期 74%/69%。4Q23 板式熱交換器 / Bloom Energy 客戶出貨金額較前季減少 24%/36%，分別占比 58%/31%，而液冷散熱占 11%。板式熱交換器的主要終端客戶為歐洲，該地區前三季因應歐盟 Power EU 計劃減少對天然氣依賴而提升對熱泵(Heat Pump)需求出現搶裝潮；4Q23 因短期歐洲景氣影響新建築物建置，本中心由原估計 2Q24 回溫遞延至 3Q24，惟長期仍看好節能減碳趨勢提升熱泵需求。美系客戶 Bloom Energy 之燃料電池的 Hot Box 及零組件因新舊產品轉換及庫存因素，高力 3Q23/4Q23 熱能產品的出貨金額分別季減 38%和 36%，本中心估計 2H24 將回溫，新品再帶動營運緩步回升。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧 (2023 年 EPS 以當年底股數計)

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	899	1,148	900	-21.6%	0.0%	1,011	947	-11.1%	-5.0%
營業毛利	257	352	208	-40.9%	-19.2%	313	287	-33.7%	-27.6%
營業利益	123	236	73	-68.9%	-40.3%	189	161	-61.3%	-54.4%
稅前利益	129	263	43	-83.8%	-67.0%	181	151	-76.4%	-71.7%
稅後淨利	100	206	36	-82.5%	-64.0%	137	117	-73.8%	-69.1%
調整後 EPS (元)	1.12	2.30	0.40	-82.5%	-64.0%	1.54	1.28	-73.8%	-68.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點				
營業毛利率	28.6%	30.6%	23.1%	-7.5	-5.5	31.0%	30.3%	-7.9	-7.2
營業利益率	13.6%	20.5%	8.1%	-12.4	-5.5	18.7%	17.0%	-10.6	-8.8
稅後純益率	11.1%	17.9%	4.0%	-13.9	-7.1	13.6%	12.3%	-9.6	-8.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1H24 持續疲弱使 2024 年營運再下修，惟液冷散熱將緩步升溫

本中心預期 1Q24 營收為 8.67 億元，季減 3.6%；毛利率 24.6%，季增 1.5 百分點，EPS 為 0.76 元，季增 98.5%(4Q23 有匯兌損失)；營收及獲利分別下修 17%及 55%，主因板式熱交換器較原預期疲弱，估計 1Q24 板式熱交換器 / Bloom Energy 客戶出貨金額較前季減 12%/季增 17%。本中心先前估計 2Q24 板式熱交換器營運開始轉佳，然而歐洲景氣持續影響建築物開工，故預期復甦時點遞延至 3Q24。散熱產品於 4Q23 開始較明顯出貨，主要為液冷式散熱產品 CDM(冷卻分歧管；Cooling Distribution Manifold)出貨給美系客戶美超微(Supermicro，SMCI.US)；其他客戶已合作開案的 CDM 及 CDU(冷卻分配單元；Cooling Distribution Unit)預期於 2H24 開始小量出貨。

圖 2：2024 年第 1 季財測與預估比較 (2024 年 EPS 以 CB 稀釋後計)

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	971	900	867	-3.6%	-10.6%	1,048	909	-17.2%	-4.5%
營業毛利	277	208	213	2.6%	-23.1%	322	246	-33.7%	-13.2%
營業利益	165	73	97	32.8%	-40.9%	206	131	-52.8%	-25.8%
稅前利益	159	43	90	109.8%	-43.6%	198	138	-54.8%	-35.0%
稅後淨利	127	36	71	98.5%	-43.7%	158	102	-54.8%	-29.8%
調整後 EPS (元)	1.42	0.40	0.76	89.7%	-46.2%	1.69	1.13	-54.8%	-32.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	28.6%	23.1%	24.6%	1.5	-4.0	30.7%	27.0%	-6.1	-2.4
營業利益率	17.0%	8.1%	11.2%	3.1	-5.8	19.6%	14.4%	-8.4	-3.2
稅後純益率	13.1%	4.0%	8.2%	4.2	-4.8	15.1%	11.2%	-6.9	-3.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

液冷散熱以 CDM 出貨予 Supermicro 為主，尚有其他客戶合作開案

高力投入液冷散熱產品研發已 5 年以上；目前液冷散熱產品出貨以 CDM(冷卻分歧管；Cooling Distribution Manifold)為主，最大客戶為美超微(Supermicro；SMCI.US)，其為全球最大的伺服器主機解決方案供應商，且在 NVIDIA 的 GTC 2024 大會中占有一席之地。GTC 2024 公布採用全新架構 Blackwell 的次世代 AI 晶片 B100 價格及其細節，以及將採用水冷散熱的次世代的 DGX 伺服器；此次參展廠商包含若干台廠，且國際大廠包含 Supermicro、OpenAI、Microsoft、Amazon、Alphabet (Google 母公司)、Meta、甲骨文、美光科技、DELL 和 Intel。

美超微(Supermicro)近期三款發布 SuperCluster 解決方案，加速生成式 AI 部署：(1)配置 4U 液冷系統的 5 組機櫃，(2) 8U 氣冷系統的 9 組機櫃型 SuperCluster，都是專為強大 LLM 訓練性能及高度批次大小且大量的 LLM 推論所設計；(3)配備 1U 氣冷 Supermicro NVIDIA MGX™ 系統的 SuperCluster 超級叢集，則針對雲端級推論進行了最佳化。此散熱技術可使一整座資料中心電力成本降低，同時節省資料中心占地空間，且適合用於訓練生成式 AI。其中，Supermicro 之解決方案關鍵零組件包含 CDU、Cold Plate、CDM；CDU(冷卻分配單元；Cooling Distribution Unit)與 CDM(冷卻分歧管；Cooling Distribution Manifold)是主要冷卻液流動脈絡。機櫃 CDU 功能為將冷卻劑循環至冷板，冷卻 CPU 和 GPU 的熱量；CDM 連接每個液冷伺服器主機，每台伺服器供應冷卻劑並將較熱的冷卻劑收集回 CDU。

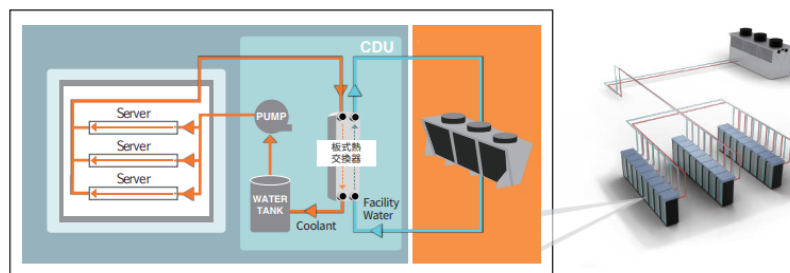
高力的液冷散熱團隊於 2022 年即與客戶開案研發，包含 CDM、CDU 及浸沒式液冷散熱，公司擅長於焊接技術已有美規認證且具國際客戶，亦具真空爐產能，有利於 CDM 產品接單。CDU 以客製化為主，且搭配自行設計板式熱交換器，可供 4U 高度 CDU 安裝機架底部；其搭配之 CDM 吊掛在機架後空間，提供冷卻液循環至伺服器；可應用於 AI 伺服器及 Data Center。4Q23 美系客戶 Supermicro 之 CDM 開始出貨增加，2024 年出貨明顯提升，其他開案客戶預期未來有機會出貨。

圖 3：CDU 安裝在機架底部，而 CDM 吊掛在機架後空間，提供冷卻液循環至伺服器



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 4：CDU 的內部零組件“板式熱交換器”為高力強項，具客製化能力



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 5：板式熱交換器為沖壓成形之山形波紋板片組成，可在高溫高壓工作系統中提供高效率傳熱



資料來源：公司資料、元大投顧整理

高力於 2023 年 12 月發行 CB，估計完全轉換後股數增加約 4.8%

高力已發行公司債--高力四，其發行日為 12/06，總金額為 10 億元，轉換價格 240 元，轉換期間為 113/03/07 ~117/12/06，若全數轉換會多出 4166.7 張股票，增加約 4.8%的在外流通股數。

圖 6：高力發行第四次可轉換公司債

名稱	高力四
發行日	12/06
發行總額	10 億元
轉換價格	240
轉換期間	113/03/07 ~ 117/12/06
全數轉換稀釋股本比例	約 4.8%

資料來源：元大投顧

產業概況 — 板式熱交換器主要成長動能為熱泵

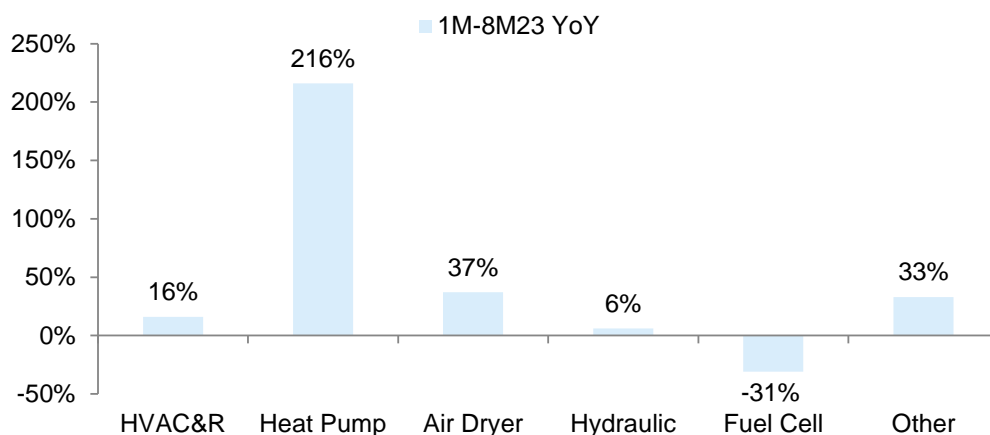
高力之硬鋸式板式熱交換器全球市占率 6.7%，為全球前五大廠

高力為台灣唯一生產硬鋸式板式熱交換器的掛牌製造商，在台市占率超過八成，其他熱交換器均為小型廠商。高力在全球擁有約 6.7% 的市占率，為全球前五大供應商；由於其鋸接製程需使用大量電力，高力生產據點以台灣為主，較歐系競爭者具成本優勢。板式熱交換器競爭者：Alfa Laval (瑞典)、SWEP (瑞典)、Danfoss (丹麥) 與 Kelvion (德國)。

板式熱交換器以熱泵(Heat pump)應用最具前景，主因其高效加熱符合節能趨勢

熱泵(Heat pump)是一種利用逆製冷循環將熱量從外汲取後供給熱水或加熱系統的高效加熱技術。熱泵熱水器原理與冷氣機相同，只是將冷氣機製造冷氣過程中往外面排出的熱氣能量，排入一個水槽中，製成熱水，故只使用了傳統鍋爐大約四分之一的能量來產生熱水。

圖 7：板式熱交換器各應用別年成長率



資料來源：公司資料、元大投顧整理

歐洲能源規劃使熱泵需求提升，惟景氣使其未來二年下修 7%但仍年增 20%以上

歐盟地區九成以上的天然氣來自進口，其中最大的天然氣供應國俄羅斯約佔了 45%，俄烏戰爭爆發後，歐盟在 2022 年 5 月 18 日提出 Repower EU 計畫，透過節約能源、能源供應多樣化、再生能源加速推動及擴大投資等四項措施，取代化石燃料的使用，進而擺脫對俄羅斯的能源依賴，使歐盟從俄羅斯進口天然氣的數量於 2023 年年底前減少 2/3，並於 2027 年完全停止自俄羅斯進口能源。其中包含提高熱泵設置量目標，於未來五年內累計達到增加 1,000 萬台數量。

圖 8：熱泵加熱效率較其他方式更節能

加熱設備 (熱水器)	熱值 (數量)	熱值 (單位)	平均 熱效率	產出熱值 仟卡	費率 元	效益值 仟卡/元	熱泵效益 COP	能源 產出物
電熱水器	860	仟卡/度	0.9	774	3.5	221	4.0	熱水
液化瓦斯鍋爐	12,000	仟卡/公斤	0.75	9,000	43	209	4.2	熱水 + 廢氣
天然瓦斯鍋爐	8,900	仟卡/度	0.75	6,675	21.5	310	3.0	熱水 + 廢氣
柴油鍋爐	8,816	仟卡/公升	0.75	6,612	31	213	4.1	熱水 + 廢氣
熱泵	860	仟卡/度	3.60	3,096	3.5	885		熱水 + 冷氣

資料來源：公司資料、元大投顧整理

產業概況 — 燃料電池的主要應用在電力供應

Hotbox 及相關零組件主要應用在燃料電池，Bloom Energy 為重要客戶

Bloom Energy 生產的固態氧化物燃料電池(SOFC)，將燃料電池堆疊在一起形成電池模組。高力生產的 Hotbox 是用於容納電池堆並承受電池堆中的化學反應產生的能量、高溫。

圖 9：Bloom Energy 燃料電池用於電力供應



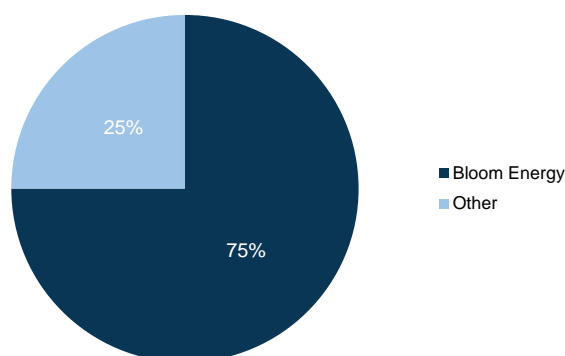
資料來源：市場資料、元大投顧整理

Bloom Energy 之燃料電池主要用於企業在地發電服務

燃料電池並非充電電池，而為一種能源轉換發電裝置，透過加燃料維持電力；其直接將燃料不經燃燒而以電化學反應方式，讓化學能直接轉為電能，因此能源轉換效率相當高。其燃料來源廣，包括煤、石油、天然氣等碳氫燃料，經過重組反應後，能取出大量氫氣；亦可直接使用醇類，如甲醇作為燃料電池進料。目前 Bloom Energy 料電池原料來源仍以天然氣為主約 90%，其他原料來源較少，沼氣只能特定區域(如德州)，氫氣尚未大量發展。

Bloom Energy 燃料電池為企業(如資料中心、倉儲業務、零售商)提供在地發電服務，運作方式是運用固態氧化物技術(SOFC)將各種燃料(天然氣、沼氣、氫氣等)轉化為電力，並將電力與客戶主要用電需求設備連結，以避免自中心發電設備傳輸自公司所在地過程的能源耗損。

圖 10：Bloom Energy 於燃料電池市場市占率約 75%



資料來源：市場資料、元大投顧整理

註：Others 包含 Ceres (U.K.)、Convion (Finland)、AVL (Austria)、AISIN (Japan)、SOLIDpower Italia (Italy)。

燃料電池市場需求提升，主因 2023 年美國政府對於燃料電池的使用給予稅賦減免

燃料電池(Fuel Cell)產業受惠於 2023 年初美國財政部為擴大綠色能源專案；為減少溫室氣體排放業者進行減稅優惠，該計畫將可減稅 30%，受惠範圍涵蓋現代化電網、燃料電池車等相關業者，且購買減少工業設施排放的設備也享有減免。

產業概況 — 液冷式散熱

液冷式散熱未來市場需求將提升，適用於 AI 伺服器及 Data Center 散熱

散熱模組分為「氣冷散熱」和「液冷散熱」兩種，其中氣冷散熱就是用空氣做為媒介，透過熱介面材料、均熱片(VC)或熱導管等中間材料，由散熱片或風扇與空氣對流進行散熱；「液冷散熱」分為直接水冷及浸沒式散熱，後者主要就是透過與液體熱對流散熱，進而使晶片降溫，但是隨著晶片發熱量的增加與體積的縮小，晶片熱設計功耗(TDP)提高。

過去英特爾(Intel)、超微(AMD)都刻意將晶片散熱需求壓在 250~300 瓦水準，然而 NVIDIA 的 H100 最大散熱設計功率(TDP)達 700 瓦，B100 亦達 1000 瓦，CSP 與企業伺服器品牌近年正視水冷散熱的需求。NVIDIA 於 2024 年度 GTC 大會，發布最新一代 Blackwell 架構 GPU 所建構的 GB200 晶片，採用台積電 N4P 製程，GB200 晶片推理模型性能較 H100 提升 30 倍，水冷散熱成為不能忽略之重點。

高力看準市場趨勢而投入冷卻分配單元 (Cooling Distribution Unit, CDU) 與冷卻分歧管 (Cooling Distribution Manifold, CDM) 研發多年。冷卻分配單元(CDU)可將冷卻劑循環至冷板，冷卻 CPU 和 GPU 的熱量。CDU 冷卻能力高達 100kW，可實現極高的機架密度。分歧管(CDM)連接每個液冷伺服器主機，每台伺服器供應冷卻劑並將較熱的冷卻劑收集回 CDU。

圖 11：冷卻液分配單元(CDU)，左方為 Supermicro 產品，右方為 Motivair 產品



資料來源：公開資訊、元大投顧整理

圖 12：冷卻液分歧管(CDM)，CDM 向每台伺服器供應冷卻劑並將較熱的冷卻劑收集回 CDU。



資料來源：公開資訊、元大投顧整理

液冷散熱占 2025 年營收比重由 10%上修至 22%

2023 年全年營收 43 億元，年增 52%；毛利率 28.3%，年增 0.7 百分點；EPS 為 6.46 元，年增 92%；全年產品為板式熱交換器 / Bloom Energy 客戶/液冷散熱比重 53%/44%/3%，前二者均分別年增 48%。板式熱交換器的主要終端客戶為歐洲，因應歐盟 Power EU 計劃減少對天然氣依賴而提升對熱泵(Heat Pump)需求，且熱泵之碳排放不及天然氣之一半，符合節能減碳長期趨勢；美系客戶 Bloom Energy 之燃料電池採用高力提供 Hot Box 及零組件，美國法案通過燃料電池為碳排低之電力來源，故採用之企業可獲得補助，市場具長期成長潛力。

2024 年全年營收估計為 44.9 億元，年增 3.9%；EPS 為 6.43 元(以 CB 稀釋後股本計算)，獲利年增 4.3%；營收及獲利分別下修 14.6%及 26.4%，主因下修 1H24 板式熱交換器出貨金額。2025 年全年營收估計為 72.8 億元，年增 62.0%；EPS 為 15.33 元(以 CB 稀釋後股本計算)，獲利年增 138.3%；營收及獲利分別上修 4.0%及 17.7%，主因上修液冷散熱產品出貨金額由 7 億上修至 16 億元，占營收比 22%。液冷散熱產品於 4Q23 開始較明顯出貨，主要為 CDM(冷卻分歧管；Cooling Distribution Manifold)出貨給美系客戶美超微(Supermicro；SMCI.US)；與其他客戶共同開發 CDU(冷卻分配單元；Cooling Distribution Unit，CDU)及 CDM 產品估計 2H24 開始小量出貨，估計液冷散熱占 2023/2024/2025 年營收比重由前次的 3%/8%/10%上修至 3%/13%/22%。

圖 13：2023 和 2024 年財務預估調整

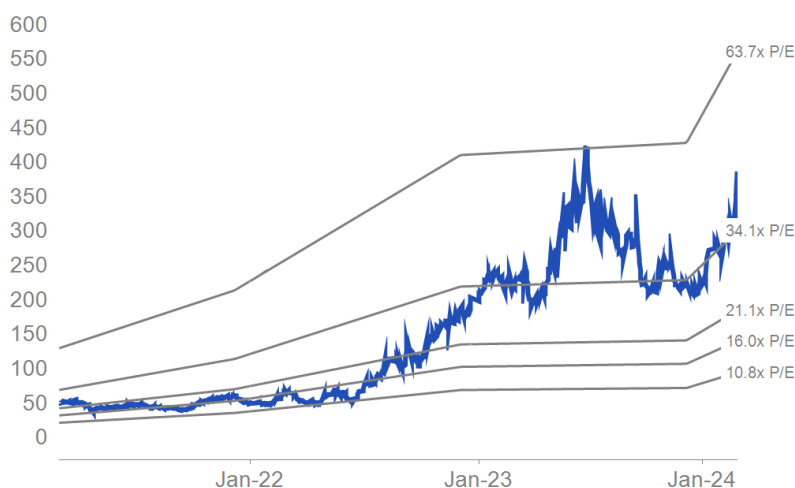
(百萬元)	2023		2024		2025		差異 (%)		
	調整後	調整前	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024	2025
營業收入	4,326	4,437	4,494	5,261	7,278	7,001	-2.5%	-14.6%	4.0%
營業毛利	1,224	1,330	1,303	1,611	2,426	2,148	-7.9%	-19.1%	12.9%
營業利益	711	828	799	1,092	1,893	1,614	-14.0%	-26.9%	17.3%
稅前純益	730	868	770	1,059	1,865	1,580	-15.9%	-27.3%	18.0%
歸屬母公司稅後純益	577	678	602	818	1,434	1,218	-14.9%	-26.4%	17.7%
調整後每股盈餘 (元)	6.46	7.59	6.43	8.74	15.33	13.02	-14.9%	-26.4%	17.7%
重要比率 (%)									
營業毛利率	28.3%	30.0%	29.0%	30.6%	33.3%	30.7%	-1.7	-1.6	2.6
營業利益率	16.4%	18.7%	17.8%	20.8%	26.0%	23.0%	-2.2	-3.0	3.0
稅後純益率	13.3%	15.3%	13.4%	15.5%	19.7%	17.4%	-1.9	-2.2	2.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估；2023 年 EPS 以當年底股數計，2024 年及 2025 年 EPS 以 CB 稀釋後股數計

正面看待液冷散熱逐年比重提升，上修目標本益比及目標價

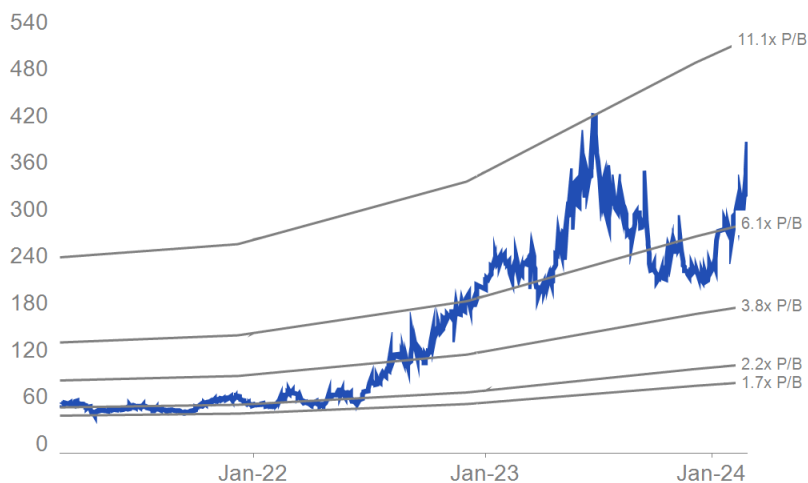
本中心正面看待高力液冷散熱雖比重較低但動能將於 2H24 開始發效，且 2025 占營收比重提升至 22%，成為營運獲利之第三大產品項目；此外，板式熱交換器以及 Bloom Energy 燃料電池 2025 年將回到成長軌道，與環保節能趨勢同步成長。本中心將目標本益比由 22 倍上修至 30 倍，以 CB 稀釋後 2025 年 EPS 15.33 元(2023 年底股本 8.938 億，稀釋 CB 後為 9.355 億元)，給予目標價 460 元 (過去三年本益比區間 10-60 倍，市場同業本益比區間為 20-30 倍)。

圖 14：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：12 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 16：同業評價比較表 (高力 2023 年 EPS 以當年底股數計，2024 年後 EPS 以 CB 稀釋後計)

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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
高力	8996 TT	買進	387.5	1,082	6.46	6.43	15.33	60.0	57.6	24.2	91.7	4.3	138.3
國外同業													
MTAR Technologies Ltd	MTAR.NS	未評等	1705.5	628	35.7	33.3	58.9	47.8	51.3	29.0	80.4	(6.9)	77.0
Bloom Energy Corp	BE	未評等	9.8	2,209	(0.3)	0.1	0.5	--	84.6	21.5	(79.6)	--	293.4
Fuelcell Energy Inc	FCEL.OQ	未評等	1.2	542	(0.3)	(0.3)	(0.3)	--	--	--	(27.1)	--	--
Plug Power Inc	PLUG.OQ	未評等	3.6	2,456	(1.6)	(1.0)	(0.6)	--	--	--	29.5	--	--
Alfa Laval AB	ALFA.ST	未評等	435.7	17,423	16.9	19.0	20.4	25.7	22.9	21.4	55.6	12.4	7.2
國外同業平均					10.1	10.2	15.8	36.8	52.9	23.9	11.8	2.8	125.9
國內同業													
奇鋐科技股份有限公司	3017.TW	買進	589.0	4,648	13.6	17.7	22.6	43.3	33.3	26.1	17.3	30.0	27.8
雙鴻科技股份有限公司	3324.TWO	買進	702.0	1,059	16.1	19.8	25.9	43.7	35.4	27.1	9.5	23.3	30.9
國內同業平均					14.8	18.8	24.3	43.5	34.4	26.6	13.4	26.6	29.3

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 17：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
高力	8996 TT	買進	387.5	1,082	21.3	15.3	28.7	30.25	43.95	55.95	12.8	8.8	6.9
國外同業													
MTAR Technologies Ltd	MTAR.NS	未評等	1705.5	628	19.8	19.2	22.9	199.4	231.0	284.4	8.6	7.4	6.0
Bloom Energy Corp	BE	未評等	9.8	2,209	(43.8)	6.1	25.4	2.2	2.2	2.4	4.4	4.4	4.0
Fuelcell Energy Inc	FCEL.OQ	未評等	1.2	542	(14.5)	(15.9)	(16.2)	1.7	1.4	1.2	0.7	0.9	1.0
Plug Power Inc	PLUG.OQ	未評等	3.6	2,456	(21.8)	(22.1)	(12.6)	5.1	3.6	3.5	0.7	1.0	1.0
Alfa Laval AB	ALFA.ST	未評等	435.7	17,423	18.9	20.0	19.4	93.7	99.6	110.4	4.7	4.4	4.0
國外同業平均					(8.3)	1.5	7.8	60.4	67.6	80.4	3.8	3.6	3.2
國內同業													
奇鋐科技股份有限公司	3017.TW	買進	589.0	4,648	27.5	29.8	29.5	54.8	65.7	84.5	10.8	9.0	7.0
雙鴻科技股份有限公司	3324.TWO	買進	702.0	1,059	23.0	24.8	26.3	72.6	83.3	104.0	9.7	8.4	6.8
國內同業平均					25.2	27.3	27.9	63.7	74.5	94.3	10.2	8.7	6.9

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 18：季度及年度簡明損益表 (2023 年 EPS 以當年底股數計，2024 年後 EPS 以 CB 稀釋後股數計)

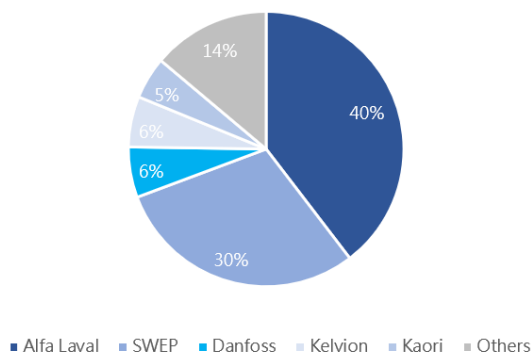
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	971	1,308	1,148	900	867	955	1,272	1,399	4,326	4,494
銷貨成本	(693)	(920)	(796)	(692)	(654)	(689)	(887)	(960)	(3,102)	(3,191)
營業毛利	277	387	352	208	213	266	385	439	1,224	1,303
營業費用	(113)	(150)	(116)	(135)	(116)	(129)	(127)	(132)	(513)	(504)
營業利益	165	238	236	73	97	137	257	307	711	799
業外利益	(6)	27	28	(30)	(7)	(11)	(7)	(2)	19	(29)
稅前純益	159	265	263	43	90	126	250	305	730	770
所得稅費用	(32)	(57)	(57)	(7)	(18)	(25)	(56)	(69)	(153)	(168)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	127	208	206	36	71	100	193	236	577	602
調整後每股盈餘(NT\$)	1.42	2.33	2.30	0.40	0.80	1.12	2.16	2.65	6.46	6.43
調整後加權平均股數(百萬股)	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89
重要比率										
營業毛利率	28.6%	29.6%	30.6%	23.1%	24.6%	27.8%	30.2%	31.4%	28.3%	29.0%
營業利益率	17.0%	18.2%	20.5%	8.1%	11.2%	14.3%	20.2%	22.0%	16.4%	17.8%
稅前純益率	16.3%	20.3%	23.0%	4.7%	10.3%	13.2%	19.6%	21.8%	16.9%	17.1%
稅後純益率	13.1%	15.9%	17.9%	4.0%	8.2%	10.5%	15.2%	16.9%	13.3%	13.4%
有效所得稅率	20.1%	21.7%	21.7%	16.3%	20.0%	19.8%	22.4%	22.6%	21.0%	21.8%
季增率(%)										
營業收入	7.9%	34.7%	-12.2%	-21.6%	-3.6%	10.1%	33.2%	10.0%		
營業利益	34.2%	44.4%	-0.8%	-68.9%	32.8%	40.6%	88.3%	19.4%		
稅後純益	27.0%	63.8%	-1.0%	-82.5%	98.5%	40.6%	92.5%	22.3%		
調整後每股盈餘	27.0%	63.8%	-1.0%	-82.5%	98.5%	40.6%	92.5%	22.3%		
年增率(%)										
營業收入	81.5%	101.7%	50.8%	0.0%	-10.6%	-27.0%	10.8%	55.5%	52.1%	3.9%
營業利益	223.3%	221.8%	139.0%	-40.3%	-40.9%	-42.5%	9.2%	319.5%	105.5%	12.3%
稅後純益	170.2%	235.5%	123.9%	-64.0%	-43.7%	-51.7%	-6.1%	556.8%	91.7%	4.3%
調整後每股盈餘	170.2%	235.5%	123.9%	-64.0%	-43.7%	-51.7%	-6.1%	556.8%	91.7%	4.3%

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

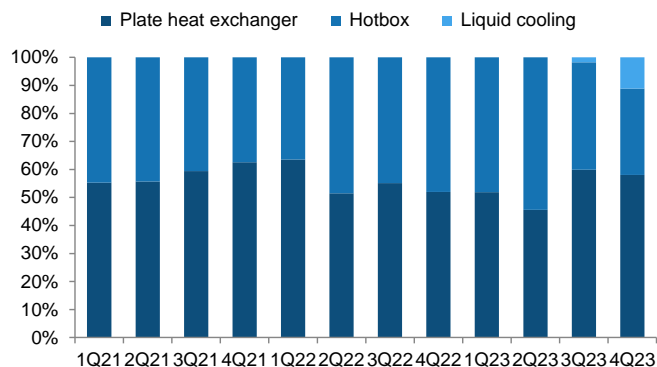
高力成立於 1970 年，主要產品為 1) 板式熱交換器、2) 燃料電池的 Hotbox 及機構件，且積極發展 3) 液冷式散熱產品；公司為台灣少數具金屬熱處理及銅鋁加工技術，且具有高壓氣體認證等多項進入障礙。板式熱交換器主要應用於冷凍及空調產品，近年需求明顯提升主因終端產品熱泵需求增加；燃料電池的 Hotbox 及機構件主要客戶為 Bloom Energy，近年需求亦高度成長；發展中的液冷式散熱產品應用於伺服器、Data Center 等。生產基地以台灣為主，位於高雄、中壢；中國大陸寧波廠於 1992 年設立，目前產能比重約 17%。

圖 19：板式熱交換器市占率(2022 年)



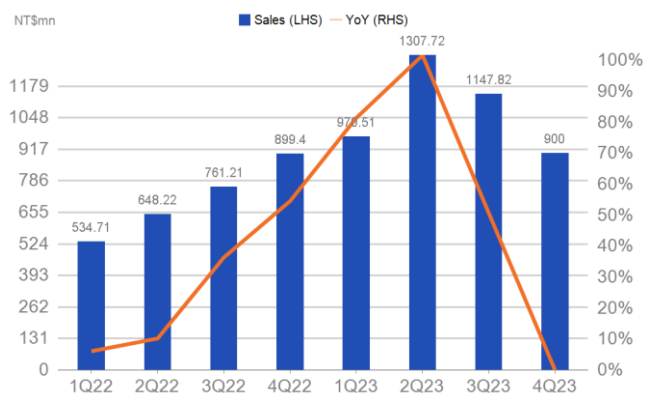
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：營收組成



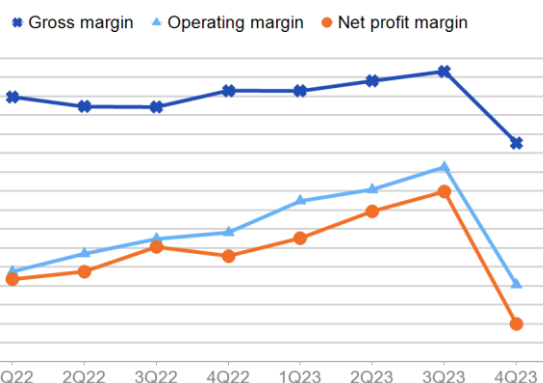
資料來源：公司資料

圖 21：營收趨勢



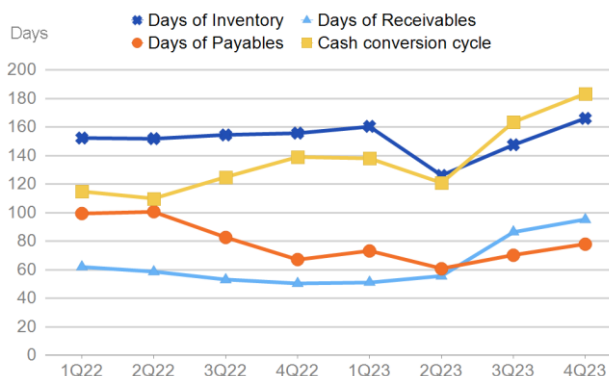
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：毛利率、營益率、淨利率



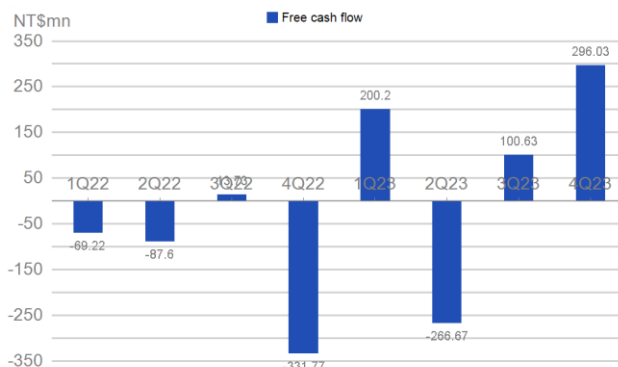
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

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	499	259	591	1,469	1,646
存貨	576	1,180	1,235	1,348	1,604
應收帳款及票據	351	580	797	797	1,519
其他流動資產	164	236	79	79	79
流動資產	1,589	2,255	2,702	3,692	4,847
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	1,626	1,625	1,839	2,159	2,359
無形資產	0	0	3	0	0
其他非流動資產	197	276	286	286	286
非流動資產	1,823	1,901	2,127	2,445	2,645
資產總額	3,412	4,156	4,829	6,137	7,492
應付帳款及票據	191	255	206	289	571
短期借款	620	750	0	0	0
什項負債	306	471	790	790	790
流動負債	1,117	1,476	996	1,079	1,361
長期借款	394	595	1,092	1,092	1,092
其他負債及準備	16	26	38	38	38
長期負債	410	621	1,129	1,129	1,129
負債總額	1,527	2,097	2,125	2,208	2,491
股本	894	894	894	936	936
資本公積	593	593	816	1,775	1,775
保留盈餘	385	558	999	1,226	2,299
什項權益	12	14	(5)	(8)	(8)
歸屬母公司之權益	1,885	2,059	2,704	3,928	5,001
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	1,885	2,059	2,704	3,928	5,001

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	149	301	577	602	1,434
折舊及攤提	113	114	129	143	143
本期營運資金變動	201	(767)	(322)	(30)	(695)
其他營業資產 及負債變動	(167)	65	295	(143)	(143)
營運活動之現金流量	296	(288)	679	572	739
資本支出	(101)	(187)	(349)	(320)	(200)
本期長期投資變動	0	0	7	0	0
其他資產變動	(31)	(6)	(4)	0	0
投資活動之現金流量	(132)	(193)	(346)	(320)	(200)
股本變動	0	0	0	1,000	0
本期負債變動	(50)	341	139	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(152)	(134)	(134)	(374)	(361)
其他調整數	(3)	(3)	(3)	0	0
融資活動之現金流量	(205)	204	2	626	(361)
匯率影響數	(2)	2	(4)	0	0
本期產生現金流量	(42)	(275)	332	878	177
自由現金流量	196	(475)	330	252	539

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	2,231	2,844	4,326	4,494	7,278
銷貨成本	(1,638)	(2,058)	(3,102)	(3,191)	(4,853)
營業毛利	594	786	1,224	1,303	2,426
營業費用	(363)	(439)	(513)	(504)	(533)
推銷費用	(111)	(132)	(139)	(142)	(163)
研究費用	(68)	(81)	(84)	(100)	(105)
管理費用	(185)	(223)	(287)	(262)	(265)
其他費用	1	(4)	(2)	0	0
營業利益	230	346	711	799	1,893
利息收入	3	2	8	5	7
利息費用	(10)	(13)	(33)	(34)	(35)
利息收入淨額	(8)	(12)	(25)	(29)	(28)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	(7)	(10)
匯兌損益	(32)	57	27	0	0
其他業外收入(支出)淨額	5	(2)	17	7	12
稅前純益	196	390	730	770	1,865
所得稅費用	(46)	(89)	(153)	(168)	(432)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	149	301	577	602	1,434
稅前息前折舊攤銷前淨利	318	517	841	941	2,035
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.67	3.37	6.46	6.73	16.04

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	7.5	27.4	52.1	3.9	61.9
營業利益	35.3	50.3	105.4	12.4	136.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	14.4	62.4	62.7	11.9	116.3
稅後純益	32.5	101.8	91.7	4.3	138.2
調整後每股盈餘	31.9	102.0	91.7	4.3	138.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	26.6	27.6	28.3	29.0	33.3
營業利益率	10.3	12.2	16.5	17.8	26.0
稅前息前淨利率	8.3	13.2	16.5	17.8	26.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	14.3	18.2	19.4	20.9	28.0
稅前純益率	8.8	13.7	16.9	17.1	25.6
稅後純益率	6.7	10.6	13.3	13.4	19.7
資產報酬率	4.3	8.0	11.9	9.8	19.1
股東權益報酬率	7.8	15.3	21.3	15.3	28.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	81.0	101.9	78.6	56.2	49.8
淨負債權益比(%)	27.3	52.7	18.5	(9.6)	(11.1)
利息保障倍數 (倍)	19.9	30.2	22.9	23.6	54.4
流動比率 (%)	142.2	152.7	271.3	342.3	356.1
速動比率 (%)	90.7	72.8	147.3	217.3	238.3
淨負債 (NT\$百萬元)	515	1,085	501	(377)	(555)
調整後每股淨值 (NT\$)	21.08	23.03	30.25	43.95	55.95
評價指標 (倍)					
本益比	232.5	115.1	60.0	57.6	24.2
股價自由現金流量比	176.2	--	104.5	136.9	64.0
股價淨值比	18.4	16.8	12.8	8.8	6.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	108.3	66.7	41.0	36.7	17.0
股價營收比	15.5	12.1	8.0	7.7	4.7

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。

高力 (8996 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

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>.