

## 嘉澤 (3533 TT) Lotes

一般型伺服器回溫，水冷產品送樣認證

買進 (調升評等)

目標價 (12 個月) : NT\$1770.0

收盤價 (2024/05/03) : NT\$1425.0  
隱含漲幅 : 24.2%

## 營收組成 (4Q23)

Server 31-32%、Laptop 12-13%、Desktop 25-26%、Strategic Customers 11-12%、Industrial 3%、LINTES 8-9%、Automotive 6-7%。

## 本次報告更新重點

| 項目                | 本次     | 前次      |
|-------------------|--------|---------|
| 評等                | 買進     | 持有-超越同業 |
| 目標價 (NT\$)        | 1770.0 | 1000.0  |
| 2024年營收 (NT\$/十億) | 28.1   | 29.2    |
| 2024年EPS          | 68.7   | 65.7    |

## 交易資料表

|                        |                |
|------------------------|----------------|
| 市值                     | NT\$159,320百萬元 |
| 外資持股比率                 | 46.1%          |
| 董監持股比率                 | 8.8%           |
| 調整後每股淨值(2024F)         | NT\$294.63     |
| 負債比                    | 22.6%          |
| 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  | 2023A  | 2024F  | 2025F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入        | 27,099 | 24,483 | 28,125 | 34,468 |
| 營業利益        | 7,269  | 6,946  | 8,931  | 11,850 |
| 稅後純益        | 6,256  | 5,593  | 7,590  | 9,767  |
| EPS (元)     | 58.72  | 50.65  | 68.74  | 88.46  |
| EPS YoY (%) | 76.2   | -13.7  | 35.7   | 28.7   |
| 本益比 (倍)     | 24.3   | 28.1   | 20.7   | 16.1   |
| 股價淨值比 (倍)   | 6.7    | 5.7    | 4.8    | 4.1    |
| ROE (%)     | 30.1   | 20.1   | 23.3   | 25.4   |
| 現金殖利率 (%)   | 1.8%   | 1.8%   | 2.4%   | 3.1%   |
| 現金股利 (元)    | 25.18  | 26.00  | 34.37  | 44.23  |

蘇子錚

Alex.Su@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

## 元大觀點

◆ PC/NB 及一般型伺服器需求回溫，預估 2Q24 營收季增 8%。

◆ UQD 規格已通過初步認證，其他規格也在送樣中，後續將送樣給 CSP 及 ODM 廠認證，可望成為明年一大動能。

◆ 一般型伺服器需求回溫，QDE 明年有機會出貨，上調評等至買進，目標價 1,770 元。

## 一般型伺服器需求回溫，預估 2Q24 營收季增 8%

嘉澤 1Q24 營收 63.3 億元、季減 4%，年增 11%，主因客戶庫存調整告一段落，且 Genoa/Eagle Stream 出貨回溫，帶動伺服器及 PC/NB 業務營收季增，另受惠於新伺服器 Socket 出貨量提升，帶動產品組合轉佳，預估毛利率為 49.9%，季增 1 個百分點，EPS 16.33 元。展望 2Q24，PC/NB 訂單小幅好轉，一般型伺服器需求轉佳，其中歐系/中系 CSP 業者及部分美系 CSP 業者需求提升，將帶動 2Q24 營收成長。預估 2Q24 嘉澤營收 68.5 億元，季增 8%、年增 20%，毛利率 50.1%，EPS 16.61 元，季增 2%、年增 44%。

## 水冷快接頭驗證中，可望成為明年一大動能

GB200 伺服器採用水冷散熱，關鍵零組件如水冷板 (Cold Plate)、CDU、CDM、水冷快接頭 (UQD) 等，其中 UQD 包括 CDU、Cold Plate 款式的公母頭兩種規格。嘉澤正研發送樣 UQD 產品。管理層表示，目前已有一種規格通過初步認證，其他規格產品亦在測試階段，後續將送樣給 CSP 業者及 ODM 廠認證，最快要到 4Q24 有結果。根據調查，GB200 每台伺服器搭載 2 CPU、4 GPU，且 Switch Tray 交換器搭載 2 CPU 均搭配水冷板，每一個水冷板都需要兩顆 UQD，且 CDM 對接到伺服器及交換器每一層亦需要兩個 UQD，一台 GB200 機櫃約需要 180 個 UQD，若嘉澤能通過認證，且搭配散熱廠一起出貨，UQD 將成為一大成長動能。

## CMM Module 準備就緒，伺服器可望也採用

CAMM 今年陸續取代 SO DIMM (PC 用)，明年多款 AI PC 案子亦計畫採用，且 CSP 業者計畫導入伺服器中，可望持續帶動產品組合轉佳。本中心認為，一般型伺服器需求轉佳，且 UQD 將成為明年一大成長動能。因此，本中心上調嘉澤至買進評等，2024/25 年獲利上修 5%/17%，目標價 1,770 元以 20 倍本益比的 2025 年預估 EPS (前次為 15 倍的 2024 年預估 EPS)。

## 中系歐系業者的一般型伺服器需求回溫

嘉澤 1Q24 營收為 63.3 億元、季減 4%、年增 11%；預估 1Q24 營收占比為伺服器 33-34%、筆電 12-13%、桌機 27-28%、車用 5-6%、工業 2-3%、其他 18%，1Q24 伺服器業務營收比重從 1Q23 的 26% 提升至 34%，主因伺服器庫存調整期告一段落，客戶訂單回籠，帶動營收年增 42%；筆電/桌機營收年減 6%，筆電需求稍微回溫，但尚未回到過去水準，桌機 SO DIMM 加上 DDR5 相關產品出貨提升，帶動營收好轉。

消費性產品庫存調整期已陸續結束，加上 DDR4 升級至 DDR5 的比重持續提升，帶動桌機筆電營收成長；另外，管理層表示，目前伺服器零組件的月產量已回升 100-110 萬個，加上新伺服器平台滲透率陸續提升，在伺服器 Socket、ILM、DDR5、PCIe5 相關周邊的產品都會一併升級。本中心已陸續看到一般型伺服器回溫的需求出現，其中以美系數家 CSP 業者及中系業者的需求回溫最為明顯，因此認為一般型伺服器最壞狀況已過，預估在新伺服器週邊零組件的帶動下，產品組合將會持續改善，並帶動營收成長。預估嘉澤 2Q24 營收 68.5 億元，季增 8%、年增 20%，毛利率 50.1%，EPS 16.61 元，季增 2%、年增 44%。

圖 1：2024 第 1 季、2024 第 2 季獲利預估調整

| (百萬元)       | 1Q24  |       | 2Q24  |       | 調整幅度  |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|             | 調整後   | 調整前   | 調整後   | 調整前   | 1Q24  | 2Q24  |
| 營業收入        | 6,333 | 6,726 | 6,853 | 6,962 | -5.9% | -1.6% |
| 營業毛利        | 3,160 | 3,187 | 3,434 | 3,346 | -0.9% | 2.6%  |
| 營業利益        | 1,960 | 2,047 | 2,164 | 2,116 | -4.3% | 2.3%  |
| 稅前利益        | 2,337 | 2,165 | 2,403 | 2,235 | 8.0%  | 7.5%  |
| 稅後淨利        | 1,803 | 1,669 | 1,834 | 1,704 | 8.0%  | 7.7%  |
| 調整後 EPS (元) | 16.33 | 14.99 | 16.61 | 15.30 | 8.9%  | 8.6%  |
| 重要比率 (%)    |       |       |       |       |       |       |
| 營業毛利率       | 49.9% | 47.4% | 50.1% | 48.1% | 2.5   | 2.0   |
| 營業利益率       | 30.9% | 30.4% | 31.6% | 30.4% | 0.5   | 1.2   |
| 稅後純益率       | 28.5% | 24.8% | 26.8% | 24.5% | 3.7   | 2.3   |

資料來源：公司資料、元大投顧預估

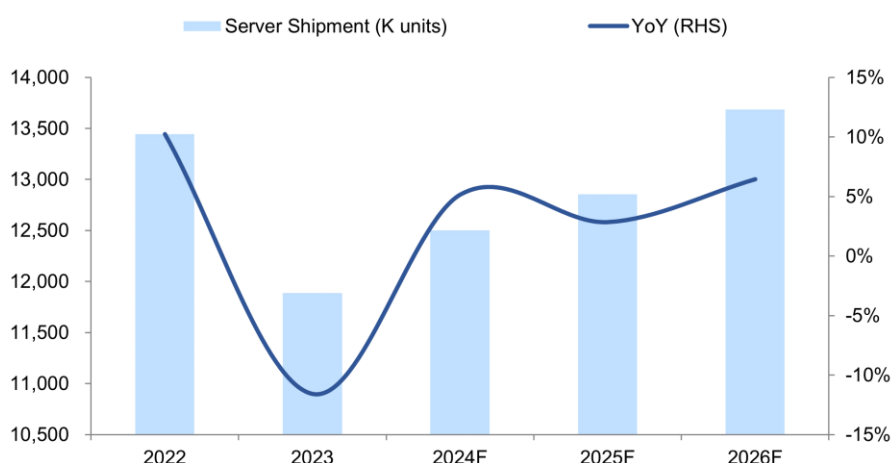
## 新伺服器平台滲透率提升，推升 2024 年伺服器營收年增 29%

根據調查，部分零組件廠已經看到一般型伺服器需求回溫，且中國及部分美系 CSP 業者需求最為明顯。中國業者的自研晶片伺服器陸續開出，開始小幅增加一般型伺服器訂單，預估 2024 年全球伺服器出貨量年增 5%，優於先前預估的 2%。

管理層表示，去年伺服器產品的月出貨量約為 96 萬個，目前已經回到單月 100-110 萬個，並預期下半年持續維持相同水準；此外，一般型伺服器的 Genoa/Eagle Stream 滲透率已經開始提升，去年底滲透率約為 15%，預估今年平均將落在 30%，因這兩款的 Socket 針腳數均較上一代大幅成長，將帶動營收成長。另外，公司認為 AMD 今年將會提高市占率，今年伺服器晶片將以生產 Bergamo 晶片為主，並在下半年改出 Turin，兩種晶片都採用 SP5 Socket 針腳數均為 6096 個，將陸續取代過去的 Milan 舊晶片。

產能方面，公司陸續在越南擴增產能，越南廠已從 4Q23 開始量產，約貢獻營收低個數比重，主因仍在與客戶談價格的階段，預計年底營收比重可以提升至中個位數。越南廠目前還有二期的土地可以擴建，未來將會陸續將伺服器相關產品移到越南生產。

圖 2：伺服器出貨量預估



資料來源：IDC、元大投顧預估

圖 3：嘉澤越南擴產計畫



資料來源：公司資料

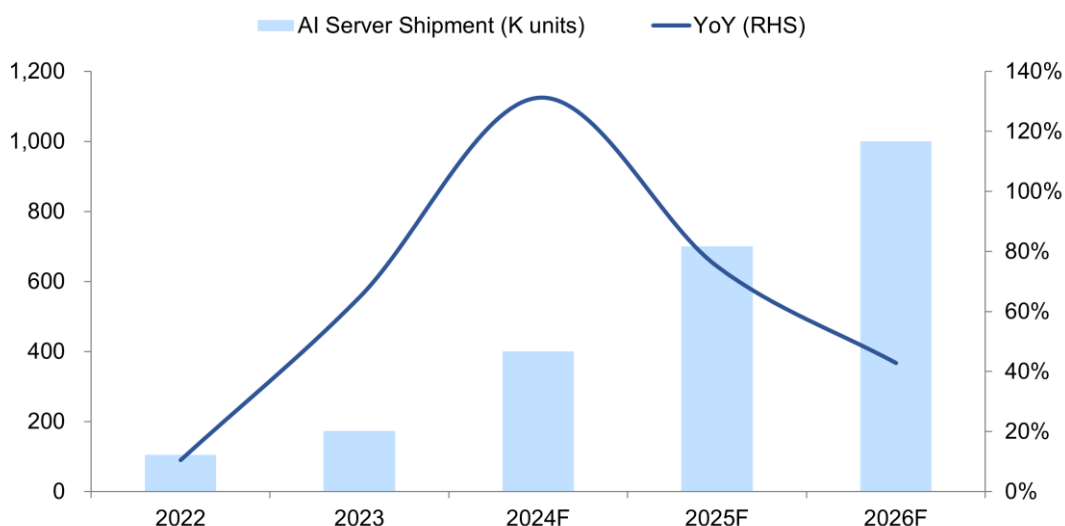
### 預估 2024 年四大 CSP 資本支出合計將增長 24%

美國四大 CSP 業者於 CY1Q24 法說會中表示，未來資本支出將會持續提升，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 13%、年增 66%，主要用於雲端服務需求及 AI 基礎設施投資，FY4Q24 資本支出將持續季增以因應 AI 趨勢，且 FY2025 資本支出將高於 2024 年；Google 的資本支出季增 9%、年增 91%，主要用於基礎設施投資，其中最大的應用為伺服器，其次為資料中心，展望後續各季度資本支出將和 1Q24 資本支出維持相同水平至略增，推估全年資本支出將增加 50%；Amazon 的資本支出季增 2%、年增 5%，管理層表示 2024 年資本支出將顯著年增，主要用於基礎建設以支持 AWS 成長；Meta 的資本支出季減 5%、年減 15%，資本支出增長主因持續加速投資基礎建設以支持 AI 布建，管理層預估 2025 年資本支出將持續提升。

### GB200 效能佳排擠 AMD 伺服器出貨量，2024 年 AI 伺服器出貨量 40 萬台

美國商務部公佈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。目前中國業者需透過經銷商取得 AI 伺服器，拉貨暫不售禁令影響，預計中國業者對於 H100/H200/H20 的需求將持續提升，然短期而言仍須觀察經銷商發貨狀況。原先本中心預估 2024 年 AI 伺服器出貨量 45 萬台，然因 Nvidia 新一代伺服器 GB200 效能顯著提升，CSP 對於 AMD 伺服器拉貨意願降低，因此下調 AMD 伺服器出貨量至 3 萬台、Nvidia 伺服器 37 萬台，預估 2024 年 AI 伺服器整體出貨量為 40 萬台，年增 130%。

圖 4：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

### 上調嘉澤評等至買進，目標價 1,770 元

本中心上調嘉澤評等至買進，主要考慮到一般型伺服器需求回溫，歐系、中系、部分美系業者的下單量開始提升，預估 2024 年全球伺服器出貨量年增 5%，優於先前預期的 2%。且除了一般型伺服器回溫，Genoa (SP5)/Eagle Stream 的滲透率預計將從去年底的 15%，提升到今年平均的 30%，並帶動相關零組件如 Socket、DDR5、PCIe5 等採用度提升，將帶動營收及產品組合轉佳。

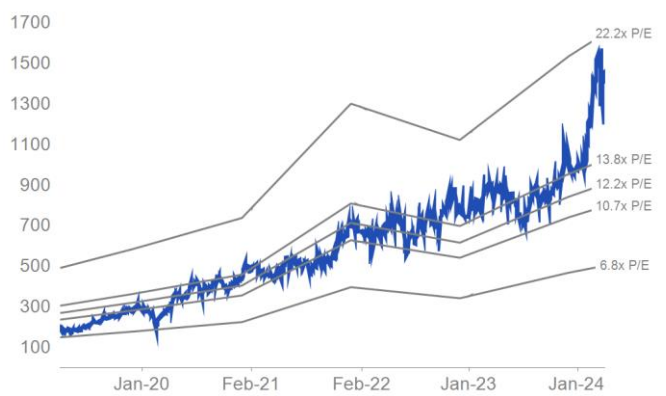
本中心認為，受惠於 DDR 5 價格下跌，筆電及伺服器的滲透率持續提升，加上一般型伺服器訂單逐步復甦，稼動率提升可望帶動毛利率改善；另外，公司也在研發水冷頭產品，儘管現在只有一種規格通過認證，若後續其他規格的水冷頭順利通過認證，並且通過 CSP 及 ODM 廠的認證，將會成為明年一大成長動能。本中心上修嘉澤 2024/25 年獲利 5%/17%，以反映新伺服器平台滲透率提升，且相關零組件採用度增加，加上水冷頭及 CAMM 產品明年可望陸續放量，目標價 1,770 元以 20 倍本益的 2025 年預估每股盈餘推得 (前次為 15 倍的 2024 年預估每股盈餘)。

圖 5：2024 和 2025 年財務預估調整

| (百萬元)       | 2024 估 |        | 2025 估 |        | 預估差異  |       |
|-------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
|             | 調整後    | 調整前    | 調整後    | 調整前    | 2024  | 2025  |
| 營業收入        | 28,125 | 29,193 | 34,468 | 32,054 | -3.7% | 7.5%  |
| 營業毛利        | 14,139 | 14,225 | 18,208 | 16,308 | -0.6% | 11.7% |
| 營業利益        | 8,931  | 9,117  | 11,850 | 10,635 | -2.0% | 11.4% |
| 稅前利益        | 9,949  | 9,595  | 12,778 | 11,113 | 3.7%  | 15.0% |
| 稅後淨利        | 7,590  | 7,314  | 9,767  | 8,438  | 3.8%  | 15.8% |
| 調整後 EPS (元) | 68.74  | 65.70  | 88.46  | 75.79  | 4.6%  | 16.7% |
| 重要比率 (%)    |        |        |        |        | 百分點   | 百分點   |
| 營業毛利率       | 50.3%  | 48.7%  | 52.8%  | 50.9%  | 1.5   | 2.0   |
| 營業利益率       | 31.8%  | 31.2%  | 34.4%  | 33.2%  | 0.5   | 1.2   |
| 稅後純益率       | 27.0%  | 25.1%  | 28.3%  | 26.3%  | 1.9   | 2.0   |

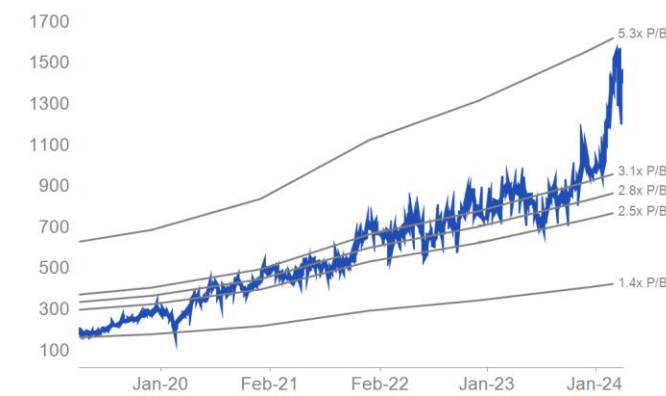
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 7：12 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 8：同業評價比較表

| 公司     | 代碼      | 評等  | 股價     | 市值<br>(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    |
| 嘉澤     | 3533 TT | 買進  | 1425.0 | 4,978        | 50.65   | 68.74 | 88.46 | 28.1   | 20.7 | 16.1 | (13.7)        | 35.7 | 28.7    |
| 國外同業   |         |     |        |              |         |       |       |        |      |      |               |      |         |
| 安費諾    | APH US  | 未評等 | 122.6  | 58,616       | 3.0     | 3.3   | 3.7   | 41.5   | 37.7 | 33.3 | (0.5)         | 10.1 | 13.1    |
| TE     | TEL US  | 未評等 | 142.0  | 41,209       | 6.7     | 7.4   | 8.3   | 21.2   | 19.3 | 17.1 | (7.8)         | 10.0 | 12.3    |
| 國外同業平均 |         |     |        |              | 4.8     | 5.3   | 6.0   | 31.3   | 28.5 | 25.2 | (4.2)         | 10.0 | 12.7    |
| 國內同業   |         |     |        |              |         |       |       |        |      |      |               |      |         |
| 優群     | 3217 TT | 未評等 | 157.0  | 506          | 8.3     | 10.1  | --    | 19.0   | 15.5 | --   | 11.2          | 22.5 | (100.0) |
| 信邦     | 3023 TT | 買進  | 282.0  | 2,038        | 13.7    | 15.1  | 17.0  | 20.5   | 18.6 | 16.6 | 12.2          | 10.2 | 12.3    |
| 貿聯     | 3665 TT | 買進  | 225.0  | 1,252        | 0       | 23.4  | 29.2  | --     | 9.6  | 7.7  | (100.0)       | --   | 24.8    |
| 胡連     | 6279 TT | 買進  | 155.5  | 485          | 8.2     | 11.6  | 13.6  | 19.0   | 13.5 | 11.4 | (18.5)        | 41.5 | 17.9    |
| 國內同業平均 |         |     |        |              | 7.5     | 15.1  | 19.9  | 19.5   | 14.3 | 11.9 | (23.8)        | 24.7 | (11.3)  |

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 9：同業評價比較表 (續)

| 公司     | 代碼      | 評等  | 股價     | 市值<br>(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 |
| 嘉澤     | 3533 TT | 買進  | 1425.0 | 4,978        | 20.1       | 23.3 | 25.4 | 251.53 | 294.63 | 349.00 | 5.7      | 4.8  | 4.1  |
| 國外同業   |         |     |        |              |            |      |      |        |        |        |          |      |      |
| 安費諾    | APH US  | 未評等 | 122.6  | 58,616       | 24.7       | 23.2 | 22.9 | 12.9   | 15.4   | 17.5   | 9.5      | 8.0  | 7.0  |
| TE     | TEL US  | 未評等 | 142.0  | 41,209       | 19.3       | 19.0 | 20.1 | 35.7   | 39.2   | 42.3   | 4.0      | 3.6  | 3.4  |
| 國外同業平均 |         |     |        |              | 22.0       | 21.1 | 21.5 | 24.3   | 27.3   | 29.9   | 6.7      | 5.8  | 5.2  |
| 國內同業   |         |     |        |              |            |      |      |        |        |        |          |      |      |
| 優群     | 3217 TT | 未評等 | 157.0  | 506          | 16.9       | 20.0 | --   | 45.3   | 48.2   | --     | 3.5      | 3.3  | --   |
| 信邦     | 3023 TT | 買進  | 282.0  | 2,038        | 23.9       | 24.2 | 24.7 | 57.5   | 63.0   | 69.5   | 4.9      | 4.5  | 4.1  |
| 貿聯     | 3665 TT | 買進  | 225.0  | 1,252        | 9.8        | 15.0 | 17.1 | 150.6  | 156.5  | 171.0  | 1.5      | 1.4  | 1.3  |
| 胡連     | 6279 TT | 買進  | 155.5  | 485          | 15.2       | 19.4 | 21.0 | 59.1   | 65.6   | 71.7   | 2.6      | 2.4  | 2.2  |
| 國內同業平均 |         |     |        |              | 16.5       | 19.7 | 20.9 | 78.1   | 83.3   | 104.0  | 3.1      | 2.9  | 2.5  |

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 10：季度及年度簡明損益表 (合併)

| (NT\$百萬元)      | 1Q2023A | 2Q2023A | 3Q2023A | 4Q2023A | 1Q2024F | 2Q2024F | 3Q2024F | 4Q2024F | FY2023A  | FY2024F  |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 營業收入           | 5,727   | 5,722   | 6,464   | 6,571   | 6,333   | 6,853   | 7,264   | 7,675   | 24,483   | 28,125   |
| 銷貨成本           | (3,123) | (3,133) | (3,391) | (3,356) | (3,173) | (3,419) | (3,607) | (3,786) | (13,002) | (13,986) |
| 營業毛利           | 2,604   | 2,589   | 3,073   | 3,215   | 3,160   | 3,434   | 3,656   | 3,888   | 11,481   | 14,139   |
| 營業費用           | (1,073) | (1,089) | (1,149) | (1,224) | (1,200) | (1,270) | (1,342) | (1,396) | (4,535)  | (5,208)  |
| 營業利益           | 1,530   | 1,500   | 1,924   | 1,991   | 1,960   | 2,164   | 2,314   | 2,492   | 6,946    | 8,931    |
| 業外利益           | 6       | 425     | 473     | (330)   | 377     | 239     | 200     | 202     | 574      | 1,018    |
| 稅前純益           | 1,536   | 1,926   | 2,397   | 1,662   | 2,337   | 2,403   | 2,514   | 2,694   | 7,520    | 9,949    |
| 所得稅費用          | (315)   | (613)   | (471)   | (394)   | (514)   | (529)   | (553)   | (593)   | (1,793)  | (2,189)  |
| 少數股東權益         | 40      | 28      | 58      | 8       | 20      | 40      | 60      | 50      | 134      | 170      |
| 歸屬母公司稅後純益      | 1,182   | 1,285   | 1,867   | 1,259   | 1,803   | 1,834   | 1,901   | 2,051   | 5,593    | 7,590    |
| 調整後每股盈餘(NT\$)  | 10.96   | 11.56   | 16.77   | 11.41   | 16.33   | 16.61   | 17.22   | 18.58   | 50.65    | 68.74    |
| 調整後加權平均股數(百萬股) | 110     | 110     | 110     | 110     | 110     | 110     | 110     | 110     | 110      | 110      |
| 重要比率           |         |         |         |         |         |         |         |         |          |          |
| 營業毛利率          | 45.5%   | 45.3%   | 47.5%   | 48.9%   | 49.9%   | 50.1%   | 50.3%   | 50.7%   | 46.9%    | 50.3%    |
| 營業利益率          | 26.7%   | 26.2%   | 29.8%   | 30.3%   | 31.0%   | 31.6%   | 31.9%   | 32.5%   | 28.4%    | 31.8%    |
| 稅前純益率          | 26.8%   | 33.7%   | 37.1%   | 25.3%   | 36.9%   | 35.1%   | 34.6%   | 35.1%   | 30.7%    | 35.4%    |
| 稅後純益率          | 20.6%   | 22.5%   | 28.9%   | 19.2%   | 28.5%   | 26.8%   | 26.2%   | 26.7%   | 22.8%    | 27.0%    |
| 有效所得稅率         | 20.5%   | 31.8%   | 19.7%   | 23.7%   | 22.0%   | 22.0%   | 22.0%   | 22.0%   | 23.8%    | 22.0%    |
| 季增率(%)         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |          |
| 營業收入           | -18.6%  | -0.1%   | 13.0%   | 1.7%    | -3.6%   | 8.2%    | 6.0%    | 5.7%    |          |          |
| 營業利益           | -29.8%  | -2.0%   | 28.2%   | 3.5%    | -1.6%   | 10.4%   | 6.9%    | 7.7%    |          |          |
| 稅後純益           | -18.7%  | 8.7%    | 45.4%   | -32.5%  | 43.2%   | 1.7%    | 3.7%    | 7.9%    |          |          |
| 調整後每股盈餘        | -19.6%  | 5.5%    | 45.1%   | -32.0%  | 43.2%   | 1.7%    | 3.6%    | 7.9%    |          |          |
| 年增率(%)         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |          |
| 營業收入           | -6.8%   | -14.0%  | -11.1%  | -6.6%   | 10.6%   | 19.8%   | 12.4%   | 16.8%   | -9.7%    | 14.9%    |
| 營業利益           | -3.3%   | -10.7%  | 5.4%    | -8.7%   | 28.1%   | 44.2%   | 20.3%   | 25.1%   | -4.4%    | 28.6%    |
| 稅後純益           | -14.6%  | -14.9%  | -2.2%   | -13.3%  | 52.6%   | 42.8%   | 1.8%    | 62.8%   | -10.6%   | 35.5%    |
| 調整後每股盈餘        | -16.0%  | -18.7%  | -6.4%   | -16.4%  | 49.0%   | 43.7%   | 2.7%    | 62.8%   | -13.7%   | 35.7%    |

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 4Q23 營收 38%)、伺服器(佔 4Q23 營收 32%)、子公司嘉基(佔 4Q23 營收 8.5%)及其他業務(包括 Type-C 連接器)。

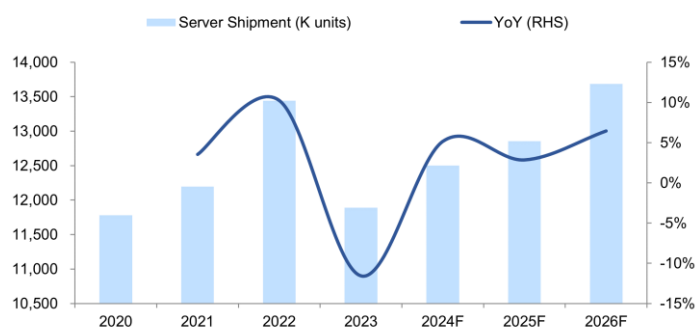
圖 11：營運據點



資料來源：公司資料

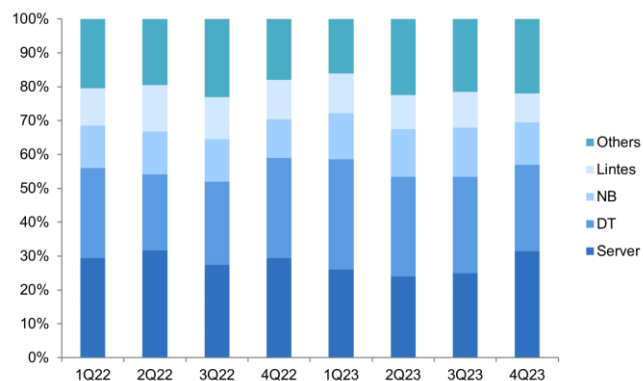


圖 12：全球伺服器出貨量預估



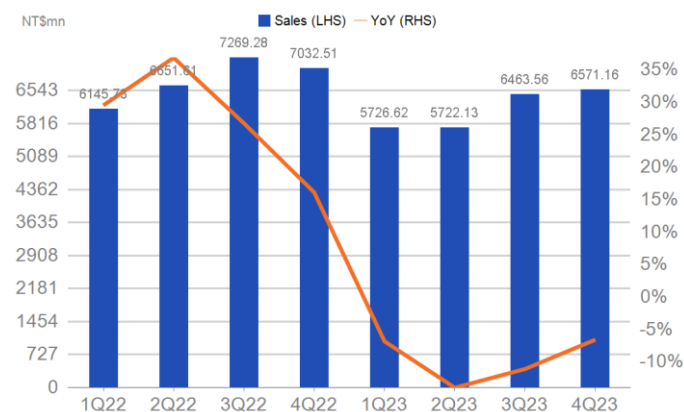
資料來源：IDC、元大投顧預估

圖 13：營收組成



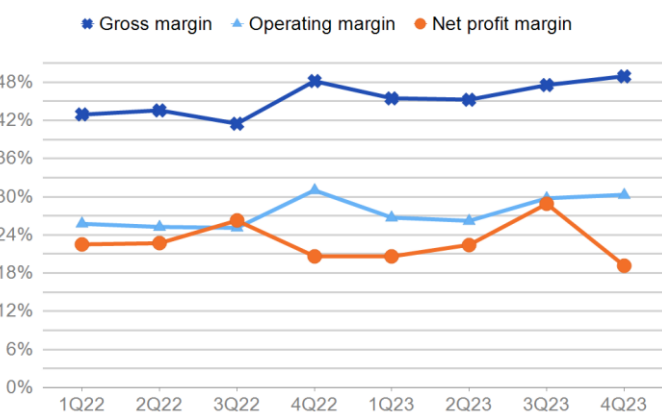
資料來源：公司資料

圖 14：營收趨勢



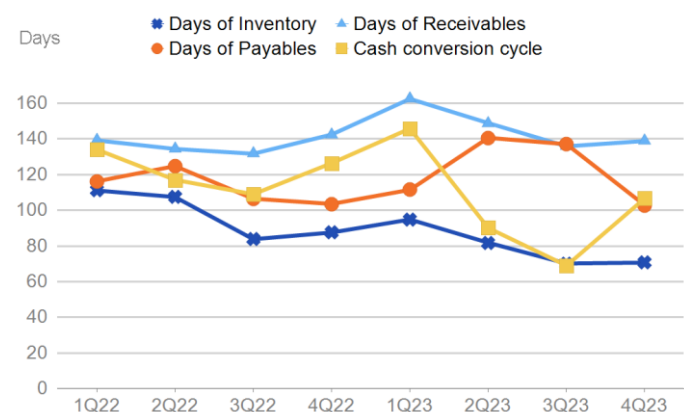
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：毛利率、營益率、淨利率



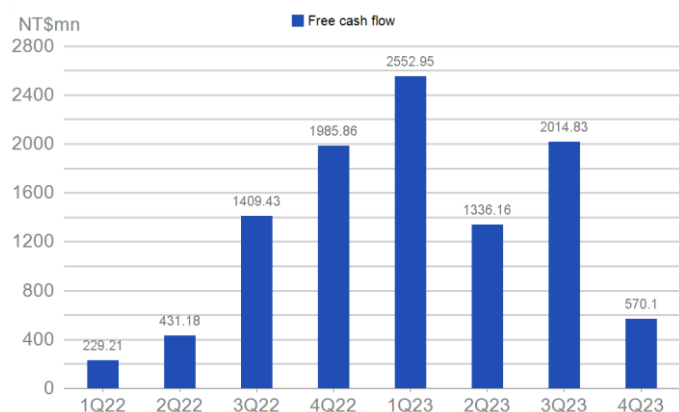
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：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 18：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 (2024/5/5)

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+) |
|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|

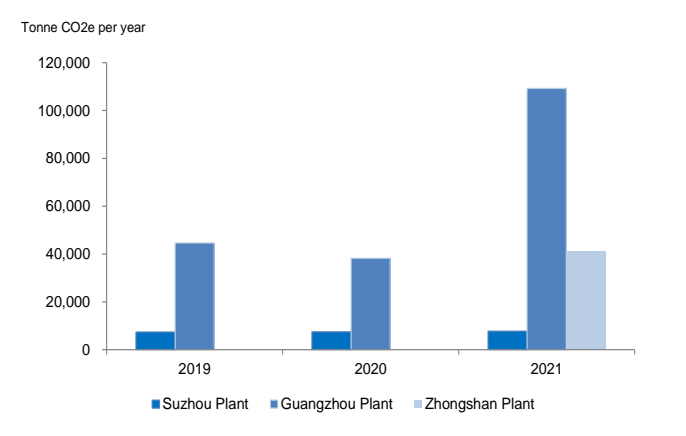
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

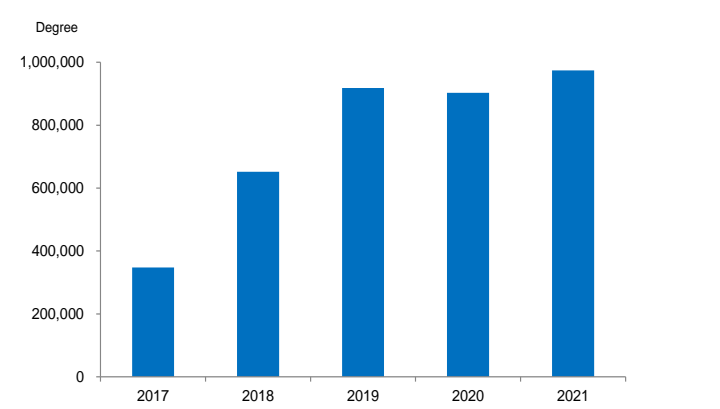
|          |           |            |
|----------|-----------|------------|
| 弱 (0-25) | 中 (25-50) | 強 (50-100) |
|----------|-----------|------------|

圖 19：溫室氣體總排放當量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 20：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<br>(NT\$ 百萬元) | 2021A  | 2022A  | 2023A  | 2024F  | 2025F  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 現金與短期投資                | 3,303  | 7,090  | 13,132 | 12,459 | 14,698 |
| 存貨                     | 4,091  | 3,561  | 2,657  | 3,891  | 4,729  |
| 應收帳款及票據                | 8,798  | 10,711 | 9,611  | 14,071 | 17,104 |
| 其他流動資產                 | 767    | 729    | 674    | 674    | 674    |
| 流動資產                   | 16,960 | 22,090 | 26,075 | 31,095 | 37,205 |
| 採用權益法之投資               | 0      | 0      | 82     | 82     | 82     |
| 固定資產                   | 6,882  | 8,872  | 9,130  | 9,706  | 10,166 |
| 無形資產                   | 206    | 182    | 150    | 158    | 165    |
| 其他非流動資產                | 2,471  | 2,237  | 2,516  | 2,566  | 2,618  |
| 非流動資產                  | 9,559  | 11,290 | 11,878 | 12,512 | 13,031 |
| 資產總額                   | 26,519 | 33,381 | 37,952 | 43,607 | 50,236 |
| 應付帳款及票據                | 2,630  | 2,360  | 1,828  | 2,676  | 3,253  |
| 短期借款                   | 1,142  | 1,907  | 1,580  | 1,627  | 1,676  |
| 什項負債                   | 3,232  | 3,831  | 3,446  | 3,446  | 3,446  |
| 流動負債                   | 7,004  | 8,098  | 6,854  | 7,750  | 8,376  |
| 長期借款                   | 30     | 150    | 934    | 934    | 934    |
| 其他負債及準備                | 1,428  | 621    | 783    | 783    | 783    |
| 長期負債                   | 1,458  | 770    | 1,717  | 1,717  | 1,717  |
| 負債總額                   | 8,462  | 8,868  | 8,571  | 9,467  | 10,093 |
| 股本                     | 1,061  | 1,078  | 1,115  | 1,115  | 1,115  |
| 資本公積                   | 5,284  | 6,307  | 8,896  | 8,896  | 8,896  |
| 保留盈餘                   | 11,203 | 15,765 | 18,553 | 23,245 | 29,180 |
| 什項權益                   | (682)  | (339)  | (791)  | (724)  | (656)  |
| 歸屬母公司之權益               | 16,865 | 22,812 | 27,773 | 32,532 | 38,535 |
| 非控制權益                  | 1,192  | 1,701  | 1,608  | 1,608  | 1,608  |
| 股東權益總額                 | 18,057 | 24,513 | 29,381 | 34,140 | 40,143 |

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

| 年初至 12 月<br>(NT\$ 百萬元) | 2021A   | 2022A   | 2023A   | 2024F   | 2025F   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 本期純益                   | 3,519   | 6,408   | 5,727   | 7,760   | 9,967   |
| 折舊及攤提                  | 1,555   | 2,269   | 2,392   | 2,381   | 2,497   |
| 本期營運資金變動               | (3,417) | (1,607) | 1,192   | (4,845) | (3,294) |
| 其他營業資產<br>及負債變動        | 1,033   | 663     | (178)   | (170)   | (200)   |
| 營運活動之現金流量              | 2,690   | 7,733   | 9,133   | 5,125   | 8,970   |
| 資本支出                   | (3,632) | (3,678) | (2,659) | (2,900) | (2,900) |
| 本期長期投資變動               | 0       | 0       | (315)   | 0       | 0       |
| 其他資產變動                 | (456)   | (8)     | 205     | 0       | 0       |
| 投資活動之現金流量              | (4,088) | (3,686) | (2,770) | (2,900) | (2,900) |
| 股本變動                   | 26      | 17      | 0       | 0       | 0       |
| 本期負債變動                 | 2,316   | 1,182   | 597     | 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) | (2,898) | (3,831) |
| 其他調整數                  | (208)   | 2       | (250)   | 0       | 0       |
| 融資活動之現金流量              | 1,834   | (495)   | (296)   | (2,898) | (3,831) |
| 匯率影響數                  | (82)    | 235     | (25)    | 0       | 0       |
| 本期產生現金流量               | 354     | 3,787   | 6,042   | (673)   | 2,238   |
| 自由現金流量                 | (942)   | 4,056   | 6,474   | 2,225   | 6,070   |

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

| 年初至 12 月<br>(NT\$ 百萬元) | 2021A    | 2022A    | 2023A    | 2024F    | 2025F    |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入                   | 21,392   | 27,099   | 24,483   | 28,125   | 34,468   |
| 銷貨成本                   | (12,835) | (15,161) | (13,002) | (13,986) | (16,260) |
| 營業毛利                   | 8,557    | 11,938   | 11,481   | 14,139   | 18,208   |
| 營業費用                   | (4,198)  | (4,669)  | (4,535)  | (5,208)  | (6,358)  |
| 推銷費用                   | (749)    | (828)    | (779)    | (1,039)  | (1,258)  |
| 研究費用                   | (2,031)  | (2,301)  | (2,174)  | (2,500)  | (3,170)  |
| 管理費用                   | (1,410)  | (1,533)  | (1,594)  | (1,669)  | (1,930)  |
| 其他費用                   | (9)      | (7)      | 0        | 0        | 0        |
| 營業利益                   | 4,359    | 7,269    | 6,946    | 8,931    | 11,850   |
| 利息收入                   | 14       | 47       | 326      | 480      | 400      |
| 利息費用                   | (28)     | (55)     | (37)     | (48)     | (48)     |
| 利息收入淨額                 | (14)     | (8)      | 289      | 432      | 352      |
| 投資利益(損失)淨額             | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 匯兌損益                   | (148)    | 614      | 20       | 0        | 0        |
| 其他業外收入(支出)淨額           | 344      | 314      | 266      | 586      | 576      |
| 稅前純益                   | 4,540    | 8,189    | 7,520    | 9,949    | 12,778   |
| 所得稅費用                  | (1,021)  | (1,780)  | (1,793)  | (2,189)  | (2,811)  |
| 少數股權淨利                 | 47       | 152      | 134      | 170      | 200      |
| 歸屬母公司之稅後純益             | 3,472    | 6,256    | 5,593    | 7,590    | 9,767    |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利            | 6,124    | 10,512   | 4,554    | 6,550    | 9,353    |
| 調整後每股盈餘 (NT\$)         | 33.32    | 58.72    | 50.65    | 68.74    | 88.46    |

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   | 2023A    | 2024F   | 2025F    |
|----------------|---------|---------|----------|---------|----------|
| 年成長率 (%)       |         |         |          |         |          |
| 營業收入           | 23.7    | 26.7    | (9.7)    | 14.9    | 22.6     |
| 營業利益           | 17.6    | 66.8    | (4.4)    | 28.6    | 32.7     |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利    | 26.8    | 71.7    | (56.7)   | 43.8    | 42.8     |
| 稅後純益           | 24.1    | 82.1    | (10.6)   | 35.5    | 28.4     |
| 調整後每股盈餘        | 26.2    | 76.2    | (13.7)   | 35.7    | 28.7     |
| 獲利能力分析 (%)     |         |         |          |         |          |
| 營業毛利率          | 40.0    | 44.1    | 46.9     | 50.3    | 52.8     |
| 營業利益率          | 20.4    | 26.8    | 28.4     | 31.8    | 34.4     |
| 稅前息前淨利率        | 21.1    | 30.0    | 28.4     | 31.8    | 34.4     |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率   | 28.6    | 38.8    | 18.6     | 23.3    | 27.1     |
| 稅前純益率          | 21.2    | 30.2    | 30.7     | 35.4    | 37.1     |
| 稅後純益率          | 16.2    | 23.1    | 22.8     | 27.0    | 28.3     |
| 資產報酬率          | 15.4    | 21.4    | 15.1     | 17.8    | 19.8     |
| 股東權益報酬率        | 21.6    | 30.1    | 20.1     | 23.3    | 25.4     |
| 穩定/償債能力分析      |         |         |          |         |          |
| 負債權益比 (%)      | 46.9    | 36.2    | 29.2     | 27.7    | 25.1     |
| 淨負債權益比(%)      | (11.8)  | (20.5)  | (36.1)   | (29.0)  | (30.1)   |
| 利息保障倍數 (倍)     | 161.4   | 149.6   | 204.3    | 208.4   | 267.4    |
| 流動比率 (%)       | 242.1   | 272.8   | 380.4    | 401.2   | 444.2    |
| 速動比率 (%)       | 181.7   | 225.6   | 341.6    | 351.0   | 387.7    |
| 淨負債 (NT\$百萬元)  | (2,131) | (5,034) | (10,618) | (9,898) | (12,087) |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 158.95  | 211.41  | 251.53   | 294.63  | 349.00   |
| 評價指標 (倍)       |         |         |          |         |          |
| 本益比            | 42.8    | 24.3    | 28.1     | 20.7    | 16.1     |
| 股價自由現金流量比      | --      | 38.7    | 24.2     | 70.5    | 25.8     |
| 股價淨值比          | 9.0     | 6.7     | 5.7      | 4.8     | 4.1      |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨   | 25.6    | 14.9    | 34.4     | 23.9    | 16.8     |
| 股價營收比          | 7.3     | 5.8     | 6.4      | 5.6     | 4.6      |

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

— 收盤價



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請。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>.