

健鼎 (3044 TT) Tripod

2025 年 AI Server 板材一大新契機：CAMM

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$305.0

收盤價 (2024/05/07)：NT\$206.0
隱含漲幅：48.1%

營收組成 (1Q24)

伺服器/網通 25%、手機 7%、汽車 27%、記憶體 22%、硬碟 2%、面板 7%、筆電 6%、其他 5%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	305.0	300.0
2024年營收 (NT\$/十億)	66.3	65.2
2024年EPS	16.3	15.1

交易資料表

市值	NT\$108,270百萬元
外資持股比率	32.8%
董監持股比率	4.9%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$91.68
負債比	42.7%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (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	65,784	58,862	66,331	71,233
營業利益	6,769	6,624	10,025	11,081
稅後純益	6,200	6,062	8,584	9,478
EPS (元)	11.80	11.53	16.33	18.03
EPS YoY (%)	5.8	-2.3	41.6	10.4
本益比 (倍)	17.5	17.9	12.6	11.4
股價淨值比 (倍)	2.6	2.4	2.3	2.1
ROE (%)	15.4	13.5	17.8	18.1
現金殖利率 (%)	3.6%	3.5%	5.0%	5.5%
現金股利 (元)	7.45	7.26	10.29	11.36

張晏榮

Will.chang@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

◆ 1Q24 毛利率表現亮眼，優於本中心預期 1.9 ppts，擺脫淡季影響約季持平，創近 14 年同期次高，預期 2Q24 營收/毛利率同樣將處高檔。

◆ Switch Board 設計雜音市場已充分反應，預期 2025 年新世代 AI Server 將帶動記憶體模組巨大規格升級，並成後續另一大成長動能。

◆ 基於公司三大產品線 (Server/Memory/Auto) 長線成長動能明確，維持買進評等，目標價係根據 17 倍 2025 年 EPS 推得。

1Q24 毛利率大幅優於預期，三大主力產品線動能強勁

1Q24 營收 152.8 億，季增 2.2%，雖面臨中國廠區調薪及工作天數減少影響，然受惠產品組合轉佳 (Sever/Auto/DRAM 營收占比均季增)，1Q24 毛利率僅季減 0.3 個百分點至 22.0%，大幅優於本中心預期 1.9 個百分點，創近 14 年同期次高，淡季表現亮眼。1Q24 營業利益 21.4 億，季增 5.2%，優於本中心預期 14%，稅後淨利 18.4 億，季增 1.1%，EPS 3.50 元。

Regular Server 需求回溫，預期 2Q24 營收季增 5-10%

受惠 Regular Server 持續復甦，加上 AI Server 相關 Switch Board 積極放量，Server/Networking 產品線將成 2Q24 主要成長動能，預估其營收將季增雙位數並帶動整體營收季增 6.3%至 162.5 億，上調 5.5%，毛利率季增 0.5 個百分點至 22.5%，上調 2.5 個百分點，營業利益 23.9 億，季增 11.7%，上調 26%，稅後淨利 20.5 億，季增 11.2%，上調 23%，EPS 3.89 元。

CAMM：2025 年 AI Server Memory PCB 巨大規格升級

根據本中心供應鏈訪查，因應更為快速的傳輸需求，並進一步解決記憶體換代操作困難，2025 年新世代主流 AI Server 記憶體設計將由 Long DIMM 改為 LPCAMM，過往 DDR4/5 PCB 層數大多介於 8-10 層 (部分採 HDI)，本中心預期 LPCAMM 層數將一舉提升至 10-16 層，研判多數用於新世代 AI Server 採頂規 16 層與 HDI 設計，預期板材單價將較過往 Long DIMM 設計成長至少 50%以上。在 NB 方面，因 CAMM 厚度大幅減少 57%，不但擴展更大的內部空間靈活性，更提供大容量及加速訊號傳輸速度，預期未來 CAMM 於 PC 領域滲透率將穩定逐年提升，後續如 AI PC 趨勢更為強勁下，CAMM 導入進度將進一步加速。整體而言，本中心預期此次記憶體板材巨大規格升級下，全球最大受惠板廠將為健鼎，初步預期公司於 CAMM 市占率將達 4-5 成，並將貢獻 2025 年營收低個位數百分比。

營運分析

1Q24 毛利率大幅優於預期，三大主力產品線動能強勁

1Q24 營收 152.8 億，季增 2.2%，雖面臨中國廠區調薪及工作天數減少影響，然受惠產品組合轉佳（三大產品線 DRAM/Server/Auto 營收及佔比均呈現季增），1Q24 毛利率僅季減 0.3 個百分點至 22.0%，大幅優於本中心預期 1.9 個百分點，創近 14 年同期次高，淡季表現亮眼。1Q24 營業利益 21.4 億，季增 5.2%，優於本中心預期 14%，稅後淨利 18.4 億，季增 1.1%，優於本中心預期 12.5%，EPS 3.50 元。

展望 2Q24，受惠 Regular Server 持續復甦，加上 AI Server 相關 Switch Board 積極放量，Server/Networking 產品線將成 2Q24 主要成長動能，預估其營收將季增雙位數並帶動整體營收季增 6.3%至 162.5 億，上調 5.5%，毛利率季增 0.5 個百分點至 22.5%，上調 2.5 個百分點，營業利益 23.9 億，季增 11.7%，上調 26%，稅後淨利 20.5 億，季增 11.2%，上調 23%，EPS 3.89 元。

圖 1：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	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	14,229	14,951	15,285	2.2%	7.4%	15,077	15,285	1.4%	0%
營業毛利	2,177	3,324	3,358	1.0%	54.2%	3,030	3,332	10.8%	1%
營業利益	1,056	2,033	2,138	5.2%	102.4%	1,870	2,070	14.3%	3%
稅前利益	1,456	2,407	2,474	2.8%	69.9%	2,123	2,230	16.5%	11%
稅後淨利	1,133	1,820	1,840	1.1%	62.3%	1,635	1,740	12.5%	6%
調整後 EPS (元)	2.18	3.46	3.50	1.1%	60.9%	3.11	3.31	12.5%	6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	15.3%	22.2%	22.0%	-0.3	6.7	20.1%	21.8%	1.9	0.2
營業利益率	7.4%	13.6%	14.0%	0.4	6.6	12.4%	13.5%	1.6	0.4
稅後純益率	8.0%	12.2%	12.0%	-0.1	4.1	10.8%	11.4%	1.2	0.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg (因 Bloomberg 此次並未納入全數分析師預估，故僅供參考)

圖 2：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24F	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	13,443	15,285	16,247	6.3%	20.9%	15,407	15,865	5.5%	2%
營業毛利	2,292	3,358	3,655	8.8%	59.5%	3,081	3,506	18.6%	4%
營業利益	1,207	2,138	2,388	11.7%	97.9%	1,895	2,216	26.0%	8%
稅前利益	1,441	2,474	2,658	7.4%	84.5%	2,162	2,376	22.9%	12%
稅後淨利	979	1,840	2,046	11.2%	109.0%	1,664	1,771	23.0%	16%
調整後 EPS (元)	1.84	3.50	3.89	11.2%	111.2%	3.17	3.37	22.8%	16%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	17.1%	22.0%	22.5%	0.5	5.5	20.0%	22.1%	2.5	0.4
營業利益率	9.0%	14.0%	14.7%	0.7	5.7	12.3%	14.0%	2.4	0.7
稅後純益率	7.2%	12.0%	12.6%	0.6	5.4	10.8%	11.2%	1.8	1.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg (因 Bloomberg 此次並未納入全數分析師預估，故僅供參考)

圖 3：健鼎各季產品組合及營收 QoQ 變化

Product Mix														
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	
DRAM/SSD	18%	20%	19%	20%	20%	24%	22%	20%	19%	19%	18%	21%	22%	
Hard Disk Drive	4%	4%	4%	4%	3%	3%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	
NB	9%	8%	8%	9%	6%	6%	6%	6%	5%	7%	6%	6%	6%	
Display	13%	15%	14%	11%	11%	10%	7%	8%	8%	9%	9%	8%	7%	
Handset/Portable	16%	13%	14%	15%	14%	11%	9%	11%	8%	9%	10%	9%	7%	
Server/Networking	17%	17%	17%	17%	18%	22%	23%	22%	21%	19%	22%	23%	25%	
Automotive	19%	18%	17%	18%	18%	20%	22%	24%	30%	27%	25%	26%	27%	
Others	5%	5%	7%	7%	11%	6%	9%	7%	6%	7%	9%	5%	5%	
QoQ														
DRAM/SSD	15%	12%	3%	5%	4%	15%	-6%	-20%	-11%	-1%	11%	7%	9%	
Hard Disk Drive	-19%	15%	5%	-14%	-10%	-17%	-23%	-23%	40%	-36%	10%	4%	14%	
NB	-15%	-13%	12%	14%	-29%	-11%	15%	-23%	-6%	22%	-2%	-1%	-1%	
Display	7%	14%	1%	-21%	7%	-16%	-21%	-7%	2%	6%	11%	20%	11%	
Handset/Portable	-4%	-14%	14%	10%	-8%	-22%	-15%	3%	-29%	7%	26%	14%	26%	
Server/Networking	8%	-2%	7%	4%	10%	14%	10%	-18%	-7%	-16%	43%	-3%	9%	
Automotive	6%	-5%	0%	11%	3%	5%	16%	-5%	18%	-13%	13%	-4%	5%	
Others	-33%	-6%	53%	11%	59%	-46%	51%	-33%	-14%	6%	51%	49%	-2%	

資料來源：公司資料、元大投顧

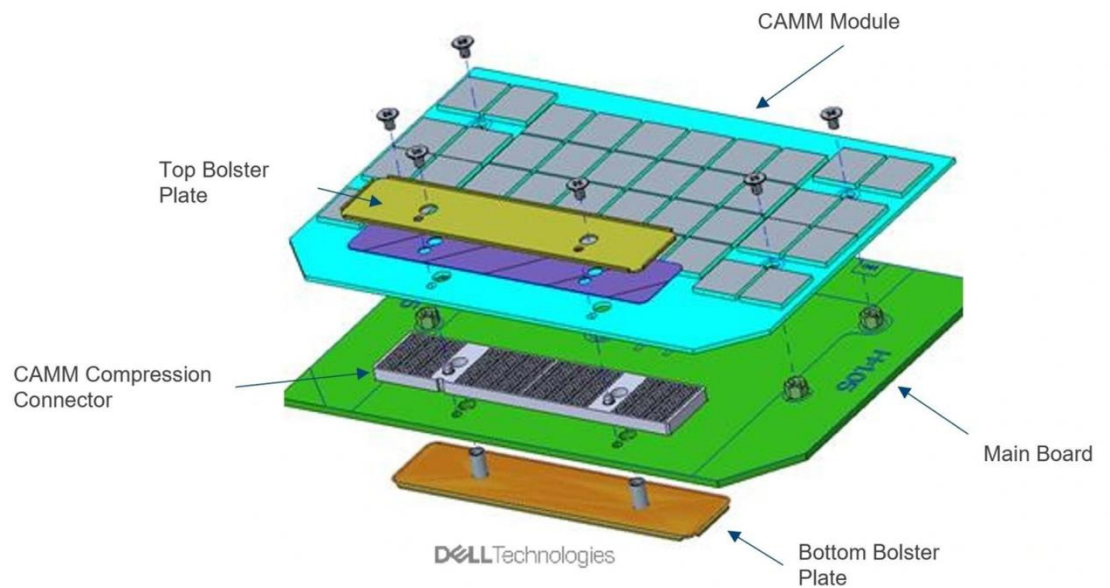
CAMM：2025 年 AI Server Memory PCB 巨大規格升級

2025 年全球 AI Server 晶片龍頭廠商將推出新款 AI GPU 及新世代伺服器機櫃架構，根據本中心供應鏈訪查，因應更為快速的傳輸需求，並進一步解決記憶體換代操作困難（過往升級 DRAM 規格時需重新更換主機板以因應連接器變化），預期新世代 AI Server 機櫃中 Compute Tray 記憶體部分將由過往 Long DIMM 升級至全新 LPCAMM（Low Power Compression-Attached Memory Modules）模組設計（LPCAMM Max Speed 高達 8,533 MT/s）。除連接器受惠外，此一轉換也將帶動記憶體模組板材出現重大規格升級，過往 DDR4/5 PCB 層數大多介於 8-10 層（部分採 HDI），然本中心預期 2025 年 LPCAMM 層數將一舉提升至 10-16 層，研判多數用於新世代 AI Server 採頂規 16 層與 HDI 設計，預期板材單價將較過往 Long DIMM 設計成長至少 50% 以上。

此外，在 NB 方面，因 CAMM 記憶體顆粒採單面佈板，故相較於 SODIMM 厚度較薄（大幅縮減約 57%），可提供裝置內部空間更大配置靈活性。同時，在容量方面 CAMM 單條最高可達 128 GB，加上其訊號傳輸路途縮短（如圖 7），與 CPU 訊號相互傳輸將更為快速。本中心預期未來 CAMM 滲透率也將於 NB 領域逐年穩定提升，後續如 AI PC 趨勢更為強勁下，CAMM 導入進度將進一步加速，預期同樣將成為健鼎記憶體產品線另一大長線成長動能。

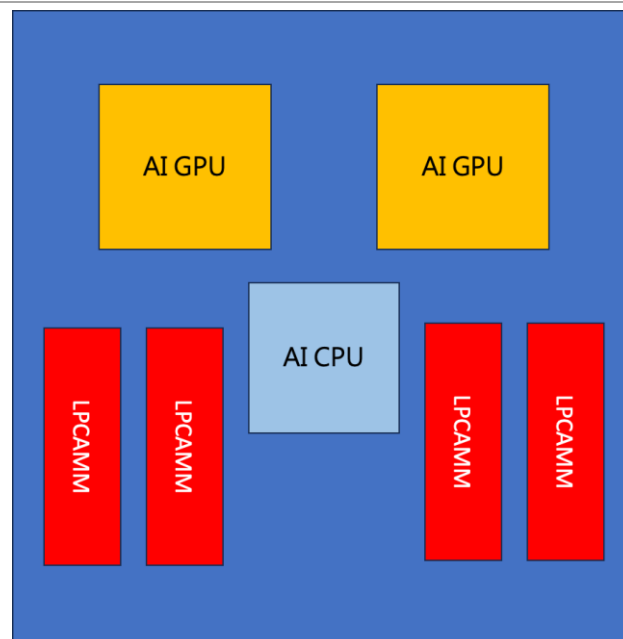
在 Memory PCB 供應鏈方面，過往健鼎即為全球最大記憶體 PCB 供應商，其次為韓廠同業 Simmtech，因記憶體 PCB 為標準品設計，故研判後續不需再經由 AI Server 晶片端客戶進一步認證，本中心預期在此次記憶體板材巨大規格升級下，全球最大受惠板廠將為健鼎，初步預期 CAMM 市占率將達 4-5 成，並將貢獻 2025 年營收低個位數百分比。整體而言，2025 年新款 AI Server 板材設計雖取消 Switch Board，然此一利空市場已逐步消化，且後續 CAMM 巨大規格升級將再次引領公司隨 AI Server 產業逐年成長，搭配 1) 2025 年 AI Server 排擠效應減輕下，預期 Regular Server 出貨量將進一步回升，新伺服器平台滲透率提高同樣將帶動板材規格升級，2) 隨汽車市況逐步回溫，預期車用板於 2025 年將重返長線電動車規格升級趨勢，故本中心預期 2025 年營收將年增 7.4% 至 712.3 億，毛利率年增 0.4 個百分點至 23.4%，營業利益 110.8 億，年增 10.5%，稅後淨利 94.8 億，年增 10.4%，EPS 18.03 元。

圖 4：CAMM 設計架構



資料來源：Dell

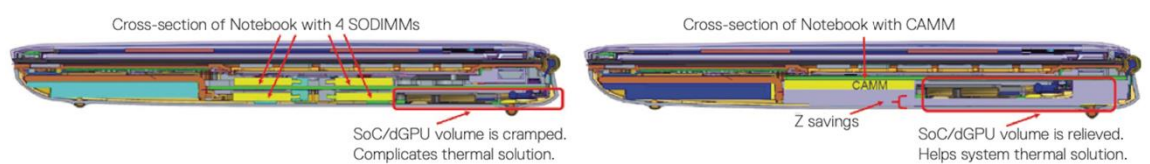
圖 5：美系客戶新世代 AI Server Compute Tray 單一模組示意圖（1 Compute Tray 含 2 套模組）



資料來源：各公司・元大投顧統整

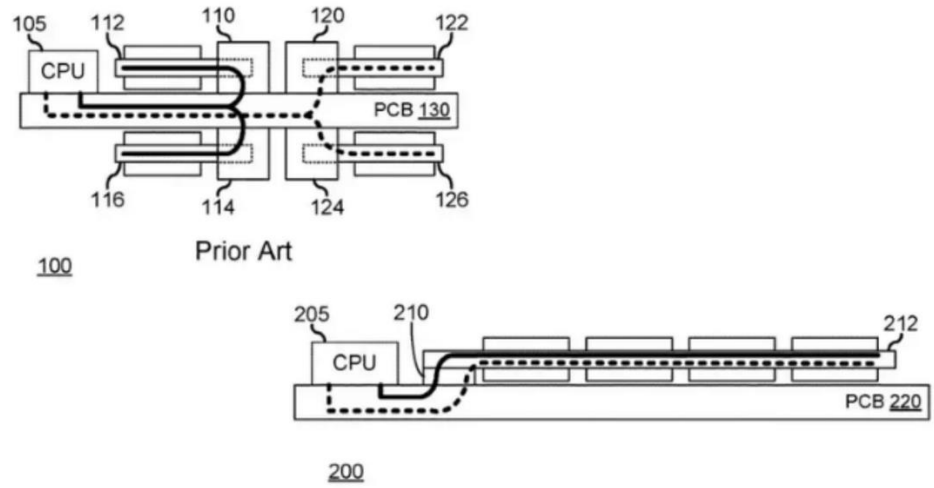
圖 6：CAMM 有助 NB 進一步釋放內部空間配置壓力

When compared to a 4-SODIMM system, the smaller space occupied by CAMM allows other components to relocate within the architecture to permit further form factor reductions.



資料來源：Dell

圖 7：CAMM 與晶片訊號傳輸距離相較 SO-DIMM 更為縮短（上：SO-DIMM、下：CAMM）



資料來源：Dell

產業概況

AI 貢獻顯現，四大 CSP 資本支出展望持續上修

美國四大 CSP 業者近期法說會均表示，因伺服器、AI 伺服器及資料中心建設持續增加，2024-2025 年資本支出將持續提高。根據各業者 CY1Q24 財報，Microsoft 資本支出季增 13%，主因雲端基礎設施的投資，AI 貢獻也逐漸轉佳；Google 資本支出季增 9%，主要用於基礎設施的投資，最大應用為伺服器，其次為資料中心；Amazon 資本支出季增 2%，今年資本支出將明顯增加以投資生成式 AI 的基礎建設；Meta 資本支出季減 15%，宣布調升今年資本支出 8-16%。CSP 業者均看好 AI 將成為未來趨勢，且帶動相關業務的營收成長，將持續提高資本支出用於 AI 研發及發展。

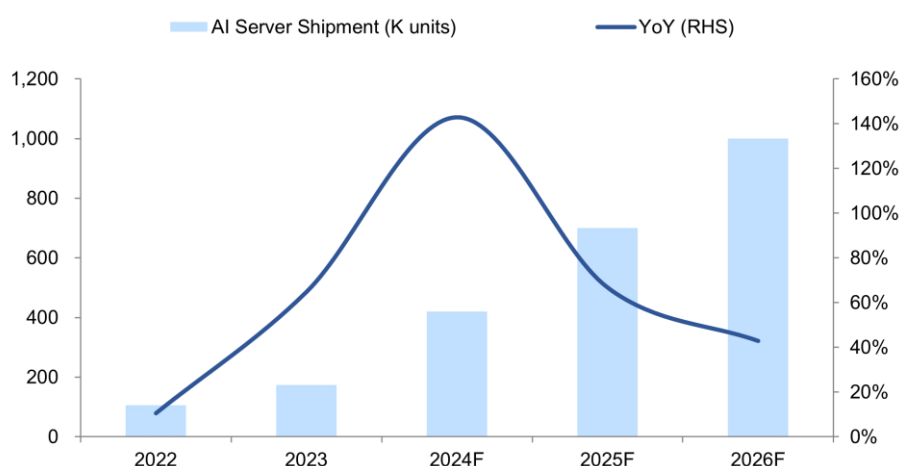
GB200 效能大升級，預估今年出貨量為 0.1/5.5 萬櫃

雖然存在 ARM CPU 對效能產生負面影響的疑慮，CSP 業者對 GB200 伺服器需求仍高，主要以 NLV36 為主(僅 MSFT 採購 NLV72)，若後續 AI 需求大增，NVL72 架構 GB200 需求也會提升。根據調查，4Q24 系統整合廠將開始量產並出貨 GB200 NVL36 伺服器，預估出貨量將達 1,000-2,000 櫃。就明年的訂單來看，鴻海將成為主要代工廠，份額約佔 45%，廣達 25%、Supermicro 22%、緯創 6%。另外，本中心預估 2024/25 年全球 AI 伺服器出貨量為 42/70 萬台(先前為 45/70 萬台)，年增 143%/67%，今年 MI300 出貨量恐受到缺料影響，因此自 6 萬台下修至 3-4 萬台。

一般型伺服器需求略回溫，預估今年出貨量年增 5%

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%。

圖 8：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

維持健鼎「買進」投資評等，目標價 305 元

健鼎過往營運表現相對平穩，稅後淨利自 2019 年來穩定持平於 60 億水準，EPS 則皆介於 11-12 塊。1H23 在通膨持續影響下，配合終端客戶庫存調整，消費性相關產品遭遇逆風，然目前營運已自 2H23 起逐步復甦，並預期於 2024 年受惠 Server、DRAM 兩大成長動能帶動下，營運有望重回正增長，本中心預估 2024/25 年營收將年增 12.7%/7.4%至 663/712 億，分別上修 1.8%/1.3%，毛利率上修 1.2/0.6 ppts 達 23.0%/23.4%，年增 3.7/0.4 個百分點，上修主因 1) 記憶體需求強勁，且 2025 年更將受惠 CAMM 規格升級、2) Regular 及 AI Server 貢獻優於預期。

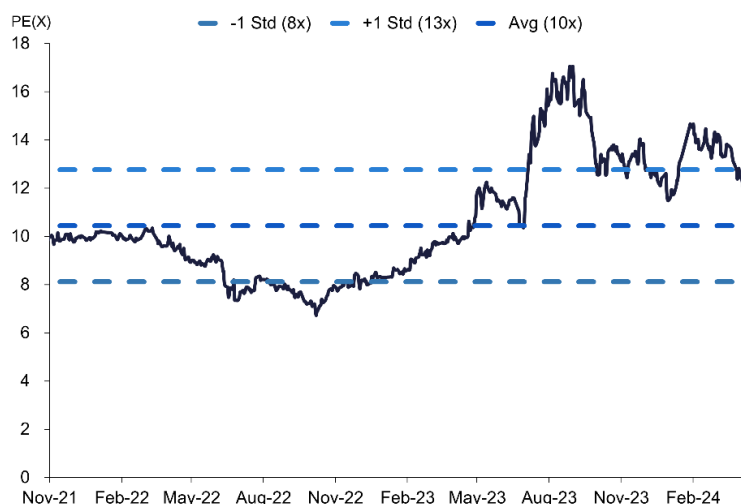
股票評價方面，根據 Bloomberg 資料，過往三年健鼎本益比交易區間介於 7-18 倍(伺服器板同業金像電為 7-21 倍)，2Q23 前多介於 7-10 倍，本益比於短期出現大幅拉升，顯示 AI 題材深受市場認同。因 2025 年新世代 Switch Board 設計轉換，本中心略為下調本益比評價至 17 倍，當前公司並未脫離 AI Server 長線趨勢，後續於 2025 年更將進一步受惠記憶體巨大規格升級。此次採用 2025 年作為評價區間，推得目標價 305 元，維持「買進」投資評等。

圖 9：2024 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	66,331	65,153	71,233	70,319	1.8%	1.3%
營業毛利	15,227	14,173	16,638	16,041	7.4%	3.7%
營業利益	10,025	9,157	11,081	10,627	9.5%	4.3%
稅前利益	11,233	10,273	12,309	11,832	9.3%	4.0%
稅後淨利	8,584	7,910	9,478	9,111	8.5%	4.0%
調整後 EPS (元)	16.33	15.05	18.03	17.33	8.5%	4.1%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	23.0%	21.8%	23.4%	22.8%	1.2	0.6
營業利益率	15.1%	14.1%	15.6%	15.1%	1.1	0.5
稅後純益率	12.9%	12.1%	13.3%	13.0%	0.8	0.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 10：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：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 (%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
健鼎	3044 TT	買進	206.0	3,383	11.53	16.33	18.03	17.9	12.6	11.4	(2.3)	41.6	10.4
國內同業													
華通	2313 TT	買進	78.3	2,625	3.5	6.3	7.7	22.4	12.5	10.1	(47.9)	78.7	23.8
台光電	2383 TT	持有-超越同業	420.0	4,520	16.4	27.3	25.0	25.6	15.4	16.8	7.6	66.7	(8.7)
欣興	3037 TT	買進	182.0	8,349	7.9	6.7	13.8	23.1	27.3	13.2	(60.8)	(15.2)	106.1
景碩	3189 TT	買進	94.5	1,451	0.1	4.8	8.0	945.0	19.6	11.8	(99.4)	4720.0	66.8
臻鼎-KY	4958 TT	買進	118.5	3,083	7.1	11.5	15.4	16.6	10.3	7.7	(52.5)	61.9	33.5
台郡	6269 TT	持有-落後同業	99.2	881	6.5	6.3	9.1	15.4	15.7	10.9	(40.4)	(2.0)	44.2
南電	8046 TT	持有-落後同業	186.0	4,641	9.0	3.2	9.5	20.7	58.5	19.6	(70.1)	(64.7)	197.8
國內同業平均					7.2	9.4	12.6	152.7	22.7	12.9	(51.9)	692.2	66.2

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 12：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
健鼎	3044 TT	買進	206.0	3,383	13.5	17.8	18.1	85.61	91.68	99.42	2.4	2.3	2.1
國內同業													
華通	2313 TT	買進	78.3	2,625	10.7	16.6	18.1	32.9	37.7	42.7	2.4	2.1	1.8
台光電	2383 TT	持有-超越同業	420.0	4,520	20.5	31.0	25.4	79.9	88.2	98.3	5.3	4.8	4.3
欣興	3037 TT	買進	182.0	8,349	13.2	10.6	18.5	59.6	63.3	74.4	3.1	2.9	2.5
景碩	3189 TT	買進	94.5	1,451	0.2	6.5	10.1	70.1	73.9	80.0	1.4	1.3	1.2
臻鼎-KY	4958 TT	買進	118.5	3,083	6.8	10.1	12.5	105.5	114.2	123.8	1.1	1.0	1.0
台郡	6269 TT	持有-落後同業	99.2	881	7.9	7.9	10.8	78.7	80.2	84.2	1.3	1.2	1.2
南電	8046 TT	持有-落後同業	186.0	4,641	11.5	4.4	11.7	74.1	72.8	80.7	2.5	2.6	2.3
國內同業平均					10.1	12.4	15.3	71.6	75.8	83.5	2.4	2.3	2.0

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 13：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	14,229	13,443	16,239	14,951	15,285	16,247	17,911	16,888	58,862	66,331
銷貨成本	(12,051)	(11,151)	(12,646)	(11,627)	(11,928)	(12,591)	(13,666)	(12,919)	(47,476)	(51,104)
營業毛利	2,177	2,292	3,593	3,324	3,358	3,655	4,245	3,969	11,387	15,227
營業費用	(1,121)	(1,086)	(1,265)	(1,291)	(1,220)	(1,267)	(1,397)	(1,317)	(4,763)	(5,201)
營業利益	1,056	1,207	2,328	2,033	2,138	2,388	2,848	2,651	6,624	10,025
業外利益	400	234	445	374	336	270	288	315	1,453	1,208
稅前純益	1,456	1,441	2,773	2,407	2,474	2,658	3,136	2,966	8,077	11,233
所得稅費用	(323)	(472)	(634)	(587)	(634)	(611)	(721)	(682)	(2,015)	(2,649)
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	1,133	979	2,129	1,820	1,840	2,046	2,414	2,284	6,062	8,584
調整後每股盈餘(NT\$)	2.18	1.84	4.05	3.46	3.50	3.89	4.59	4.34	11.53	16.33
調整後加權平均股數(百萬股)	526	526	526	526	526	526	526	526	526	526
重要比率										
營業毛利率	15.3%	17.1%	22.1%	22.2%	22.0%	22.5%	23.7%	23.5%	19.3%	23.0%
營業利益率	7.4%	9.0%	14.3%	13.6%	14.0%	14.7%	15.9%	15.7%	11.3%	15.1%
稅前純益率	10.2%	10.7%	17.1%	16.1%	16.2%	16.4%	17.5%	17.6%	13.7%	16.9%
稅後純益率	8.0%	7.2%	13.2%	12.2%	12.0%	12.6%	13.5%	13.5%	10.3%	12.9%
有效所得稅率	22.2%	32.7%	22.9%	24.4%	25.6%	23.0%	23.0%	23.0%	24.9%	23.6%
季增率(%)										
營業收入	-3.0%	-5.5%	20.8%	-7.9%	2.2%	6.3%	10.2%	-5.7%		
營業利益	-38.5%	14.3%	92.9%	-12.7%	5.2%	11.7%	19.3%	-6.9%		
稅後純益	-31.8%	-15.3%	120.7%	-14.9%	1.1%	11.2%	18.0%	-5.4%		
調整後每股盈餘	-31.2%	-15.3%	119.7%	-14.5%	1.1%	11.2%	18.0%	-5.4%		
年增率(%)										
營業收入	-18.0%	-18.9%	-5.5%	2.0%	7.4%	20.9%	10.3%	13.0%	-10.5%	12.7%
營業利益	-31.1%	-25.7%	23.0%	18.3%	102.4%	97.9%	22.3%	30.4%	-2.1%	51.3%
稅後純益	-21.5%	-34.0%	31.5%	9.5%	62.3%	109.0%	13.4%	25.5%	-2.2%	41.6%
調整後每股盈餘	-20.9%	-33.9%	30.9%	9.5%	60.9%	111.2%	13.4%	25.5%	-2.3%	41.6%

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

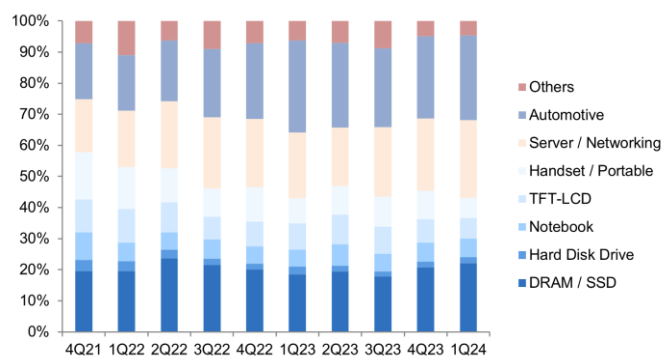
健鼎主要從事印刷電路板生產銷售，以多層板及高密度連結板為主。PCB 以應用領域區分，主要為電腦相關、伺服器/通信設備、消費性電子、汽車用電子產品、工業用/醫療用電子及軍用/航太用電子等。健鼎終端應用領域分散，主要應用包含伺服器板、汽車板、記憶卡板、面板、手機等產品，近期主要發展 HDI 板及伺服器、汽車相關應用 PCB 以提高其營運表現。

圖 14：人民幣 vs 美金匯率趨勢



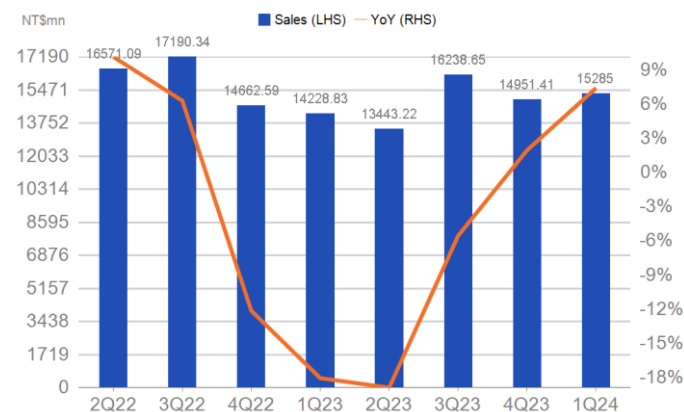
資料來源：CMoney

圖 15：營收組成



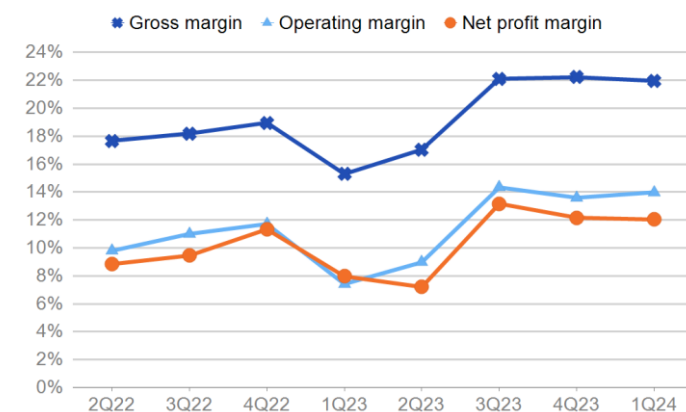
資料來源：公司資料

圖 16：營收趨勢



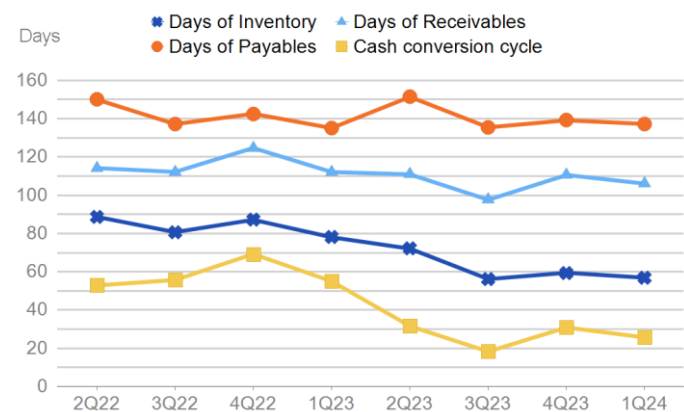
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：毛利率、營益率、淨利率



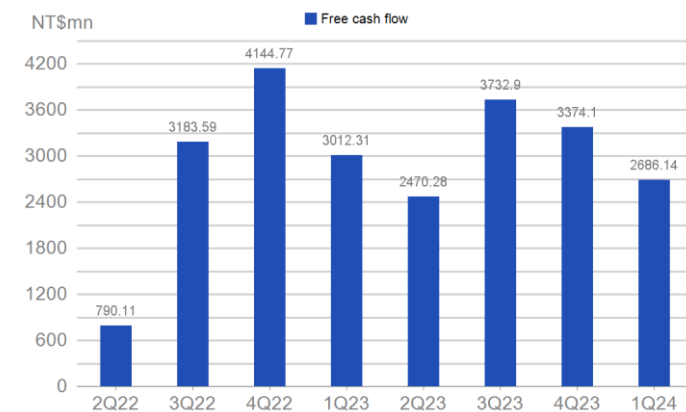
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：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：** 健鼎整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，在電子零組件行業的公司中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 健鼎的整體曝險屬於低等水準，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(不包括能源和石油產品)等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 健鼎在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司對於 ESG 的揭露力度大，表明對投資者和公眾的責任感。其舉措雖不足以管理所有 ESG 相關風險，但健鼎截至目前並未涉及任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 20：ESG 分析

分項	評分/評級	
ESG 總分	16.3	
在 ESG 議題上的曝險 (A)	34.0	
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	55.0	
風險評級	低	★
同業排行(1~100，1 為最佳)	10	

資料來源：Sustainalytics (2024/5/7)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

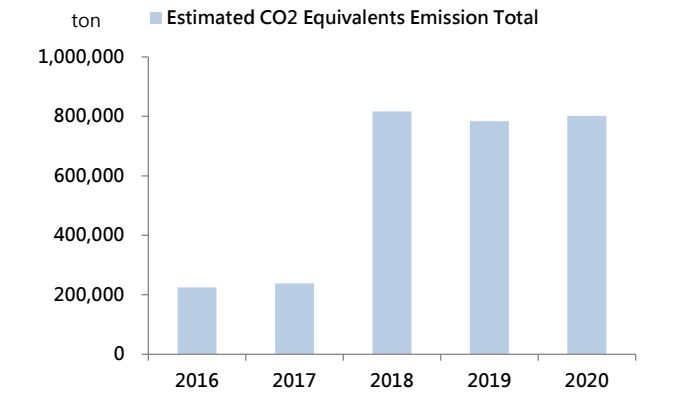
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

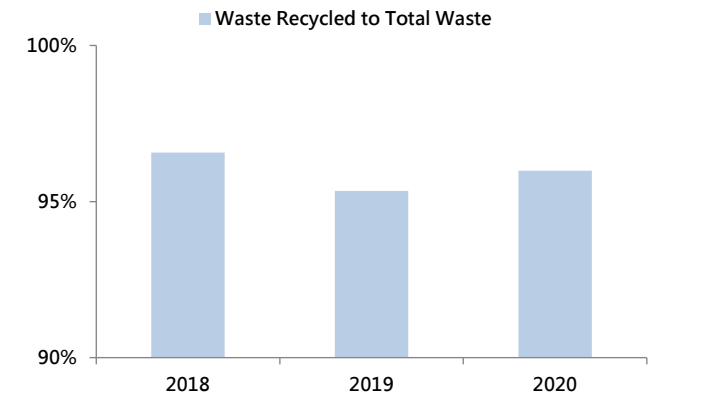
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 21：預估二氧化碳當量排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 22：廢棄物回收率



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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	18,864	15,219	37,994	34,668	39,308
存貨	13,158	11,185	7,725	10,373	10,698
應收帳款及票據	19,884	17,912	16,945	19,885	22,314
其他流動資產	2,588	1,911	4,070	4,127	4,127
流動資產	54,493	46,228	66,735	69,053	76,447
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	22,739	22,492	19,597	18,147	17,336
無形資產	83	57	35	28	28
其他非流動資產	7,472	7,767	6,081	7,731	7,695
非流動資產	30,294	30,316	25,713	25,906	25,059
資產總額	84,787	76,544	92,447	94,959	101,505
應付帳款及票據	9,210	6,048	17,860	20,019	22,496
短期借款	16,355	7,617	9,364	6,045	6,045
什項負債	17,278	16,679	15,816	16,191	16,191
流動負債	42,843	30,344	43,040	42,255	44,732
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	3,624	4,030	4,401	4,509	4,509
長期負債	3,624	4,030	4,401	4,509	4,509
負債總額	46,467	34,374	47,441	46,764	49,241
股本	5,256	5,256	5,256	5,256	5,256
資本公積	334	334	334	335	335
保留盈餘	36,267	38,795	40,941	45,584	49,653
什項權益	(3,544)	(2,222)	(1,532)	(2,988)	(2,988)
歸屬母公司之權益	38,313	42,163	44,998	48,187	52,257
非控制權益	7	8	8	8	8
股東權益總額	38,320	42,170	45,006	48,195	52,265

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	5,858	6,201	6,062	8,584	9,478
折舊及攤提	4,052	5,012	5,171	4,733	4,497
本期營運資金變動	(6,154)	2,533	16,238	8,385	(278)
其他營業資產 及負債變動	779	(904)	643	0	0
營運活動之現金流量	4,535	12,843	28,114	21,702	13,697
資本支出	(7,114)	(4,055)	(3,337)	(3,724)	(3,649)
本期長期投資變動	0	0	3	0	0
其他資產變動	(3,576)	219	236	0	0
投資活動之現金流量	(10,690)	(3,836)	(3,097)	(3,724)	(3,649)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	2,489	(9,308)	1,351	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(3,863)	(3,679)	(3,916)	(3,942)	(5,408)
其他調整數	(145)	(60)	(21)	0	0
融資活動之現金流量	(1,519)	(13,047)	(2,586)	(3,942)	(5,408)
匯率影響數	505	396	344	0	0
本期產生現金流量	(7,169)	(3,645)	22,775	14,036	4,640
自由現金流量	(2,580)	8,788	24,777	17,979	10,048

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	63,000	65,784	58,862	66,331	71,233
銷貨成本	(51,101)	(53,979)	(47,476)	(51,104)	(54,596)
營業毛利	11,899	11,805	11,387	15,227	16,638
營業費用	(5,286)	(5,036)	(4,763)	(5,201)	(5,556)
推銷費用	(2,207)	(2,079)	(2,039)	(2,124)	(2,269)
研究費用	(211)	(240)	(242)	(243)	(259)
管理費用	(2,850)	(2,783)	(2,489)	(2,835)	(3,028)
其他費用	(18)	66	7	0	0
營業利益	6,613	6,769	6,624	10,025	11,081
利息收入	312	301	487	742	722
利息費用	(101)	(228)	(185)	(203)	(195)
利息收入淨額	211	73	302	539	527
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(304)	728	1,638	0	0
其他業外收入(支出)淨額	977	255	(487)	669	701
稅前純益	7,498	7,825	8,077	11,233	12,309
所得稅費用	(1,639)	(1,624)	(2,015)	(2,649)	(2,831)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	5,858	6,200	6,062	8,584	9,478
稅前息前折舊攤銷前淨利	11,651	13,065	11,795	14,759	15,578
調整後每股盈餘 (NT\$)	11.15	11.80	11.53	16.33	18.03

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	13.4	4.4	(10.5)	12.7	7.4
營業利益	0.6	2.3	(2.1)	51.3	10.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	4.5	12.1	(9.7)	25.1	5.6
稅後純益	(4.4)	5.8	(2.2)	41.6	10.4
調整後每股盈餘	(4.4)	5.8	(2.3)	41.6	10.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	18.9	18.0	19.3	23.0	23.4
營業利益率	10.5	10.3	11.3	15.1	15.6
稅前息前淨利率	11.7	11.6	11.3	15.1	15.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	18.5	19.9	20.0	22.3	21.9
稅前純益率	11.9	11.9	13.7	16.9	17.3
稅後純益率	9.3	9.4	10.3	12.9	13.3
資產報酬率	7.3	7.7	6.6	9.0	9.3
股東權益報酬率	15.8	15.4	13.5	17.8	18.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	121.3	81.5	105.4	97.0	94.2
淨負債權益比(%)	(6.6)	(18.0)	(63.6)	(59.4)	(63.6)
利息保障倍數 (倍)	75.2	35.4	44.6	56.5	64.1
流動比率 (%)	127.2	152.4	155.1	163.4	170.9
速動比率 (%)	91.9	111.2	137.1	138.9	147.0
淨負債 (NT\$百萬元)	(2,509)	(7,602)	(28,630)	(28,623)	(33,263)
調整後每股淨值 (NT\$)	72.89	80.22	85.61	91.68	99.42
評價指標 (倍)					
本益比	18.5	17.5	17.9	12.6	11.4
股價自由現金流量比	--	12.3	4.4	6.0	10.8
股價淨值比	2.8	2.6	2.4	2.3	2.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	9.3	8.3	9.2	7.3	7.0
股價營收比	1.7	1.7	1.8	1.6	1.5

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。

健鼎 (3044 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>.