



嘉澤

(3533.TW/3533 TT)

增加持股 · 維持

| | |
|--------------------|-------|
| 收盤價 June 13 (NT\$) | 1,600 |
| 12 個月目標價 (NT\$) | 1,860 |
| 前次目標價 (NT\$) | 1,660 |
| 調升 (%) | 12.0 |
| 上漲空間 (%) | 16.3 |

焦點內容

1. 我們預期 2Q24 伺服器之營收貢獻將更強勁，動能來自新 CPU 平台。
2. 伺服器、筆電與桌機之新 CPU 插槽、DDR5 與 PCIe Gen 5 滲透率提升下，營收與毛利率擴張將挹注 2024-25 年 EPS 上揚。
3. 除 CPU 平台升級外，伺服器液冷分歧管 UQD 與應用於 AI 筆電的 CAMM 產品將為 2025 年營收增添成長動能。

交易資料表

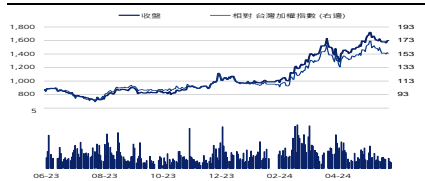
| | |
|------------------------|---------------|
| 市值：(NT\$/bn/US\$mn) | 179.0 / 5,514 |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 111.9 |
| 外資持有股數 (百萬股)： | 53.46 |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 1.066 |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 704 - 1,720 |

| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
|----------|----|------|------|
| 絕對表現 (%) | 28 | 62.6 | 83.3 |
| 相對表現 (%) | 16 | 34.9 | 53.7 |

每股盈餘

| NT\$ | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 2022 | 13.03A | 14.21A | 17.91A | 13.55A |
| 2023 | 10.96A | 11.56A | 16.77A | 11.41A |
| 2024 | 18.57A | 19.16F | 19.77F | 21.25F |

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

向子慧
886.2.2181.8726
angelah@kgi.com

余昀澄
886 2 2181 8013
alex.a.yu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

搭上新 CPU 平台與升級之趨勢

重要訊息

嘉澤參加凱基投資論壇，表示未來幾季展望正向，預期伺服器與桌機的 CPU 新平台、DDR5 及 PCIe Gen5 滲透率將持續提升。

評論及分析

2Q24 營收展望優於預期。我們認為嘉澤 2Q24 營收將優於我們前估，因伺服器營收較預期強勁。2Q24 伺服器板量出貨平均季增 10%至每月 110 萬片，加上 CPU 新平台滲透率增至約 30%，對比 1Q24 的 20-25%，新 CPU 插槽 ASP 較高，將帶動 2Q24 營收成長。我們預估伺服器營收貢獻將從 1Q24 的 33-34%擴張至 2Q24 的 35-40%。2Q24 AMD(美)的伺服器 CPU 新平台 Bergamo 出貨成長尤其明顯，推升產品均價與毛利率。鑒於筆電使用之新 DDR5 SO-DIMMs 與桌機使用的 DDR5 與 PCIe Gen5 滲透率上揚，我們上修 2Q24 毛利率預估至 52%以反映產品組合較佳；並上修 2Q24 EPS 至 19.16 元，年增 66%、季增 3%。

2H24 新平台與產品滲透率持續於 2H24 攀升。管理層表示 4Q24 伺服器新平台 Eagle Stream 與 Genoa/Bergamo 之滲透率將達約 50%，2024 年平均達逾 30%，對比 2023 年的低於 20%，DDR5 與 PCIe Gen 5 之市佔率亦持續擴張。4Q24 約 30%新筆電將採用 DDR5 SO-DIMMs，2024 年平均則為 20-25%，較 2023 年的 15-20%提升。2024 年桌機之 DDR5 與 PCIe Gen5 滲透率亦將上揚至逾 30%，對比 2023 年為低於 20%。我們認為前述升級將推升嘉澤 2024 年產品均價與毛利率。而儘管近期原物料價格走揚(尤其銅與金)，但對毛利率負面影響有限，因銅與金之成本僅佔整體成本 20%以下。展望 2025 年，Intel(美)之 Birch Stream 與 AMD 之 Turin 新平台將上市，Birch 之針腳數(LGA7529)將高於 Eagle Stream 達 60%，將推升伺服器營收，使比重從 2023 年約 27%上揚至 2024 年的 37%，2025 年將進一步走揚至 45%。我們據此上修 2024 年 EPS 至 78.76 元與 2025 年 EPS 至 100.01 元以反映產品組合較佳推動產品均價，營收與毛利率攀升。

新 AI 相關產品將為 2025-26 年營收增添動能。AI 相關產品方面，公規的液冷分歧管快接頭(UQD)專案已研發，正進行 Intel 認證，3Q24 末將交由散熱模組廠與終端客戶進行認證與最終測試。我們預估 UQD 營收貢獻將帶動 2025 年營收與 EPS 成長。而 AI NB 記憶體插槽將升級為 CAMM 2，取代 SO-DIMMs，以加速伺服器數據傳輸與降低功耗，為 2025 年另一營收動能。我們目前預估的 2025 年 EPS 尚不含 UQD 與 CAMM 的潛在貢獻。

投資建議

我們將目標價由 1,660 元調升至 1,860 元，基於 21 倍 2024-25 年完全稀釋後平均 EPS 88.57 元，2023-25F EPS CAGR 為 43%。因 2024-25 年營收成長穩健，維持「增加持股」評等。

投資風險

通用型伺服器需求及新 CPU 平台滲透率的不確定性、原物料漲價。

主要財務數據及估值

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入 (NT\$百萬) | 21,392 | 27,099 | 24,483 | 30,442 | 37,992 |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 8,557 | 11,938 | 11,481 | 15,621 | 19,790 |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 4,359 | 7,269 | 6,946 | 10,481 | 14,239 |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 3,472 | 6,254 | 5,593 | 8,779 | 11,148 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 33.32 | 58.70 | 50.65 | 78.76 | 100.01 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 16.00 | 26.00 | 26.00 | 39.43 | 50.07 |
| 每股盈餘成長率 (%) | 26.2 | 76.2 | (13.7) | 55.5 | 27.0 |
| 本益比 (x) | 48.0 | 27.3 | 31.6 | 20.3 | 16.0 |
| 股價淨值比 (x) | 10.1 | 7.5 | 6.4 | 5.5 | 4.7 |
| EV/EBITDA (x) | 29.4 | 18.6 | 18.5 | 13.2 | 9.8 |
| 淨負債比率 (%) | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 殖利率 (%) | 1.0 | 1.6 | 1.6 | 2.5 | 3.1 |
| 股東權益報酬率 (%) | 22.9 | 31.5 | 22.1 | 29.3 | 31.9 |

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2Q24-3Q24 財測修正 vs. 市場共識

| 百萬元 | 2Q24F | | | | | | | 3Q24F | | | | | | |
|----------|-------|-------|----------|-----------|----------|-------|----------|-------|-------|----------|-----------|-----------|-------|----------|
| | 修正後 | 修正前 | 差異(%) | QoQ (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) | 修正後 | 修正前 | 調幅(%) | QoQ (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) |
| 營收 | 7,617 | 6,968 | 9.3 | 20.0 | 33.1 | 6,247 | 21.9 | 7,998 | 7,665 | 4.4 | 5.0 | 23.7 | 7,048 | 13.5 |
| 毛利 | 3,961 | 3,484 | 13.7 | 21.6 | 53.0 | 3,062 | 29.4 | 4,079 | 3,832 | 6.4 | 3.0 | 32.8 | 3,598 | 13.4 |
| 營業利益 | 2,666 | 2,195 | 21.5 | 31.4 | 77.7 | 1,893 | 40.8 | 2,767 | 2,545 | 8.8 | 3.8 | 43.9 | 2,329 | 18.8 |
| 稅前淨利 | 2,902 | 2,352 | 23.4 | 8.5 | 50.7 | 2,185 | 32.8 | 2,883 | 2,652 | 8.7 | (0.6) | 20.3 | 2,480 | 16.3 |
| 稅後淨利 | 2,136 | 1,723 | 23.9 | 3.2 | 66.3 | 1,640 | 30.2 | 2,204 | 2,023 | 8.9 | 3.2 | 18.0 | 1,863 | 18.3 |
| 每股盈餘(元) | 19.16 | 15.61 | 22.8 | 3.2 | 65.7 | 14.53 | 30.2 | 19.77 | 18.32 | 7.9 | 3.2 | 17.9 | 16.53 | 18.3 |
| 毛利率(%) | 52.0 | 50.0 | 2.0 ppts | 0.7 ppts | 6.7 ppts | 49.0 | 3.0 ppts | 51.0 | 50.0 | 1.0 ppts | (1.0)ppts | 3.5 ppts | 51.0 | 0.0 ppts |
| 營業利益率(%) | 35.0 | 31.5 | 3.5 ppts | 3.0 ppts | 8.8 ppts | 30.3 | 4.7 ppts | 34.6 | 33.2 | 1.4 ppts | (0.4)ppts | 4.8 ppts | 33.0 | 1.6 ppts |
| 淨利率(%) | 28.0 | 24.7 | 3.3 ppts | (4.6)ppts | 5.6 ppts | 26.3 | 1.7 ppts | 27.6 | 26.4 | 1.2 ppts | (0.5)ppts | (1.3)ppts | 26.4 | 1.2 ppts |

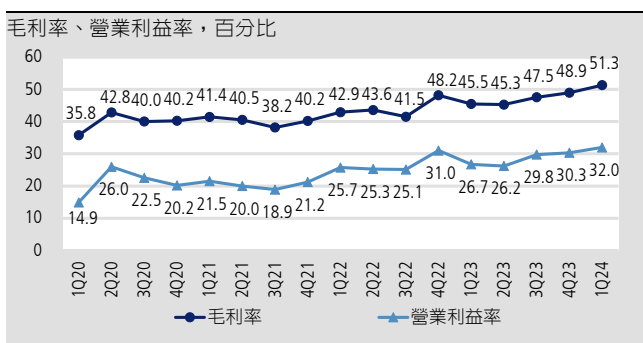
資料來源：彭博；凱基預估

圖 2：2024-25 年財測修正 vs. 市場共識

| 百萬元 | 2024F | | | | | | 2025F | | | | | |
|----------|--------|--------|----------|----------|--------|----------|--------|--------|----------|----------|--------|----------|
| | 修正後 | 修正前 | 調幅(%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) | 修正後 | 修正前 | 調幅(%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) |
| 營收 | 30,442 | 29,092 | 4.6 | 24.3 | 29,037 | 4.8 | 37,992 | 35,967 | 5.6 | 24.8 | 34,466 | 10.2 |
| 毛利 | 15,621 | 14,596 | 7.0 | 36.1 | 14,751 | 5.9 | 19,790 | 18,214 | 8.7 | 26.7 | 17,440 | 13.5 |
| 營業利益 | 10,481 | 9,534 | 9.9 | 50.9 | 9,559 | 9.6 | 14,239 | 12,737 | 11.8 | 35.8 | 11,863 | 20.0 |
| 稅前獲利 | 11,635 | 10,462 | 11.2 | 54.7 | 10,671 | 9.0 | 14,738 | 13,119 | 12.3 | 26.7 | 12,540 | 17.5 |
| 稅後淨利 | 8,779 | 7,876 | 11.5 | 57.0 | 8,208 | 7.0 | 11,148 | 9,902 | 12.6 | 27.0 | 9,622 | 15.9 |
| 每股盈餘(元) | 78.76 | 71.33 | 11.5 | 55.5 | 73.42 | 7.0 | 100.01 | 89.68 | 12.6 | 27.0 | 86.77 | 15.9 |
| 毛利率(%) | 51.3 | 50.2 | 1.1 ppts | 4.4 ppts | 50.8 | 0.5 ppts | 52.1 | 50.6 | 1.4 ppts | 0.8 ppts | 50.6 | 1.5 ppts |
| 營業利益率(%) | 34.4 | 32.8 | 1.7 ppts | 6.1 ppts | 32.9 | 1.5 ppts | 37.5 | 35.4 | 2.1 ppts | 3.0 ppts | 34.4 | 3.1 ppts |
| 淨利率(%) | 28.8 | 27.1 | 1.8 ppts | 6.0 ppts | 28.3 | 0.5 ppts | 29.3 | 27.5 | 1.8 ppts | 0.5 ppts | 27.9 | 1.4 ppts |

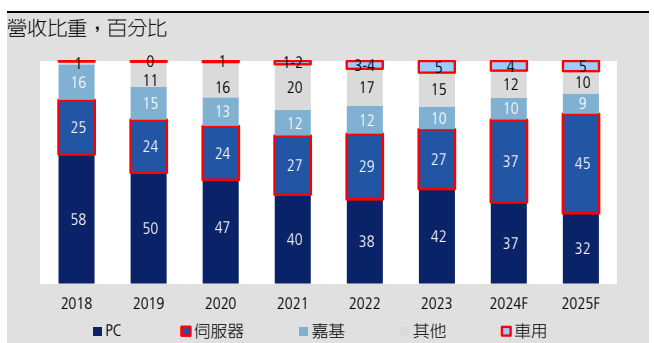
資料來源：彭博；凱基預估

圖 3：嘉澤 1Q24 毛利率與營業利率維持高檔



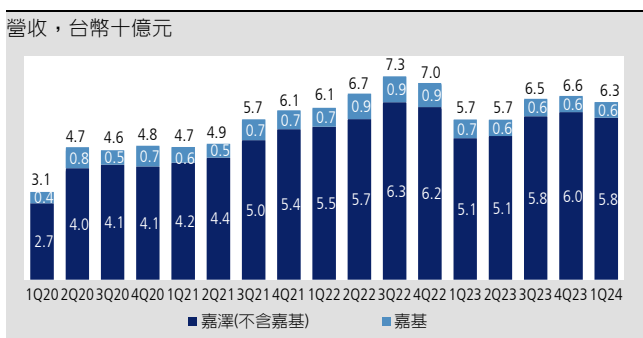
資料來源：公司資料；凱基投顧

圖 4：2024-25 年伺服器營收比重持續擴張



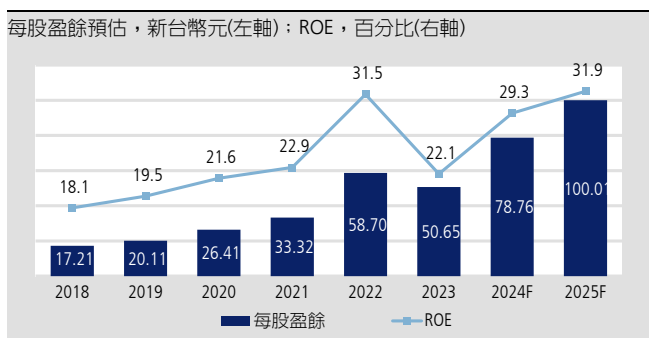
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 5：嘉澤營收近幾季穩定成長



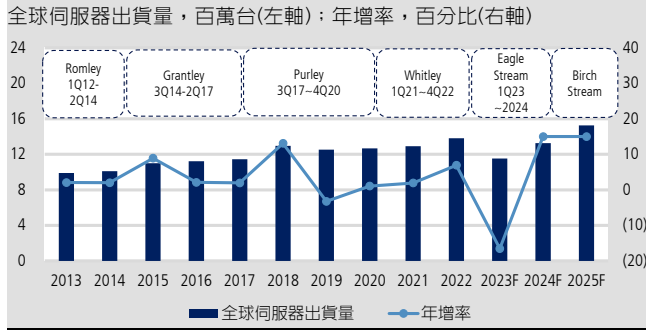
資料來源：公司資料；凱基

圖 6：嘉澤 ROE 與獲利呈現上升趨勢



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 7：2023 年伺服器需求將衰退，隨後於 2024 年恢復成長



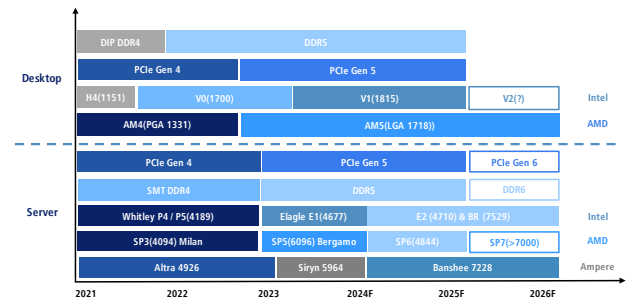
資料來源：Gartner；凱基預估

圖 9：Intel 預期 Eagle Stream 滲透率將在 2024 上半年提升，並在下半年發布 Birch Stream

| 平台 | Intel Whitley | Intel Eagle Stream | Intel Eagle Stream | Intel Birch Stream | Intel Birch Stream | Intel Birch Stream | Intel Oak Stream |
|----------|---------------|---------------------------|--------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|
| 上市時間 | 2021 | 1Q23 | 4Q23 | 2H24F | 2H24F | 1H25F | 2H25F |
| CPU | Ice Lake | Sapphire Rapids (Intel 7) | Emerald Rapids (Intel 7) | Sierra Forest (Intel 3, E-core) | Granite Rapids (Intel 3, P-core) | Clearwater Forest (Intel 18A, E-core) | Diamond Rapids (Intel 20A, P-core) |
| 製程 | 10nm | 10nm | 10nm++ | 3nm (equivalent to TSMC's 5nm node) | 3nm (equivalent to TSMC's 5nm node) | 1.8nm (equivalent to TSMC's 2nm node) | 2nm (equivalent to TSMC's 3nm node) |
| CPU 插槽 | LGA 4189 | LGA 4677 | LGA 4677 | LGA 7529 | LGA 7529 | LGA 7529 | TBA |
| CPU 核心 | 26 | 60 | 64 | 288 | 136 | 288 | TBA |
| DRAM | 8通道 DDR4 | 8通道 DDR5 | DDR5 | DDR5 | DDR5 | TBA | TBA |
| PCIe | PCIe 4.0 | PCIe 5.0 | PCIe 5.0 | PCIe 5.0 | PCIe 5.0 | TBA | TBA |
| CPU熱設計功耗 | 高達270W | 高達350W | 350-400W | up to 500W | up to 500W | TBA | TBA |

資料來源：公司資料；凱基投顧

圖 8：Eagle Stream 伺服器平台的插槽、記憶體與 PCIe 均升級



註：顏色未填滿之方格代表規格或上市時間尚未確定

資料來源：公司資料；凱基

圖 10：AMD 預期 Genoa/ Bergamo CPU 滲透率將在 2024 上半年提升，並在下半年推出 Turin CPU

| 平台 | AMD Zen 3 | AMD Zen 4 | AMD Zen 4c | AMD Zen 4 | AMD Zen 5 | AMD Zen 6 |
|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|
| 上市時間 | 1Q21 | 4Q22 | 1H23 | 3Q23 | 2H24F | 2H25F |
| CPU | Milan | Genoa | Bergamo | Siena | Turin | Venice |
| 製程 | 7nm+ | 5nm | 5nm | 5nm | 3nm | 3nm |
| CPU 插槽 | FC LGA 4094 | FC LGA 6096 | FC LGA 6096 | FC LGA 4844 | FC LGA 6096 | TBA |
| CPU 核心 | 64 | 96 | 128 | 64 | 256 | TBA |
| DRAM | 8通道DDR4 | 12通道DDR5 | DDR5 | DDR5 | TBA | TBA |
| PCIe | PCIe 4.0 | PCIe 5.0 | PCIe 5.0 | PCIe 5.0 | TBA | TBA |
| CPU熱設計功耗 | 225-280W | 320-400W | 320-400W | 70-225W | 480-600W | TBA |

資料來源：公司資料；凱基投顧

圖 11：公規快接頭 (UQD) 市場規模預估

公規快接頭 (UQD) 市場規模預估

| | GB200 NVL36 | GB200 NVL72 |
|-----------------------------|--------------|--------------|
| 每個tray的QD (個) | 4 (無中繼站) | 4 (無中繼站) |
| | 10 (具中繼站) | 10 (具中繼站) |
| 每台rack的Computing tray單數 | 9 | 18 |
| 每台rack的Switch tray單數 | 9 | 9 |
| 每台rack的QD數 | | |
| 無中繼站設計 | 72 | 108 |
| 中繼站設計 (joint design) | 180 | 270 |
| 分歧管 | | |
| 每台伺服器帶QD的分歧管數 | 2 | 2 |
| 42U 分歧管 | 42 | 42 |
| 分歧管上的QD | 84 | 84 |
| 每台rack的QD數量 | | |
| 無中繼站設計 | 156 | 192 |
| 中繼站設計 (joint design) | 264 | 354 |
| QD單價 (US\$) | 40 | 40 |
| 單個機架的UQD價值 (US\$) | 6,240-10,560 | 7,680-14,160 |
| 單個機架的UQD價值 (NT\$,000) | 193-327 | 238-439 |
| 2025年4萬台機架的UQD市場規模 (NT\$百萬) | 7,720-13,080 | 9,520-17,560 |

資料來源：公司資料；凱基投顧

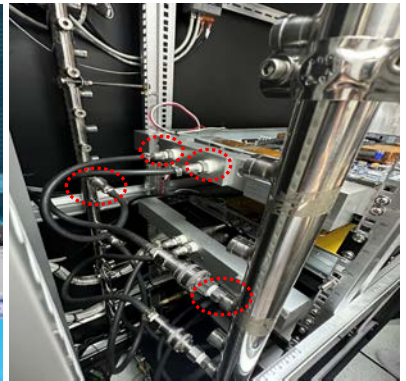
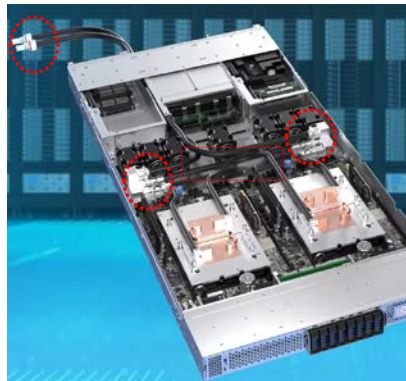


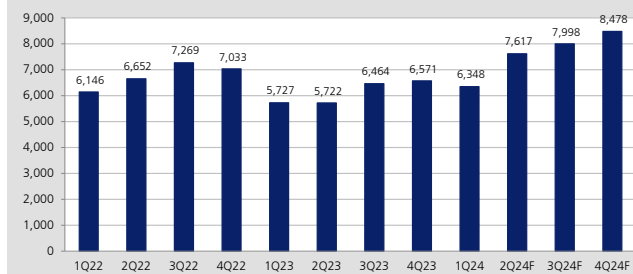
圖 12: 公司概况

嘉澤為受惠於伺服器 CPU 升級與 Type-C 成長趨勢的連接器業者。2023 年桌機 CPU 插槽/DDR/USB 3.0 連接器約貢獻整體營收的 28-29%，筆電 CPU 插座/mini PCI/IO 連接器佔比則為 13-14%、伺服器 CPU 獨立壓接裝置 (插座金屬扣件、插槽蓋與背板) 佔比約 26-27%、嘉基 (公司持股 52.13%) 之 NB USB 外接埠連接線 11-12%、策略客戶 12-13%、車用 5-6%、工業 2-3%。

資料來源：凱基

圖 14: 季營業收入

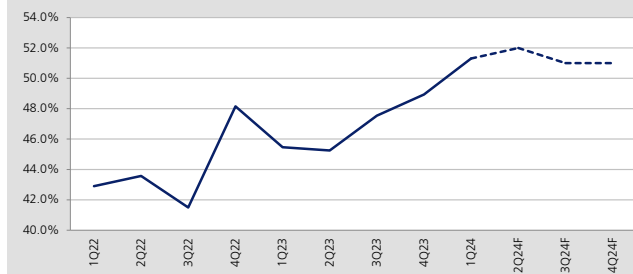
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 16: 毛利率

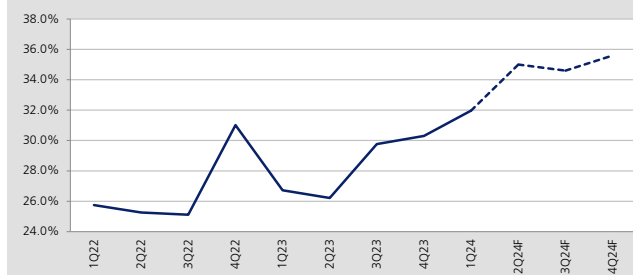
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 18: 營業利潤率

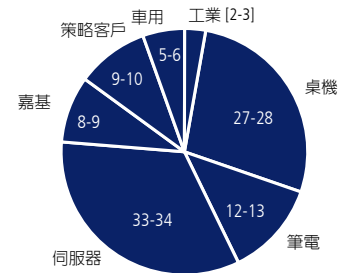
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 13: 營收主要來自桌機、伺服器、筆電

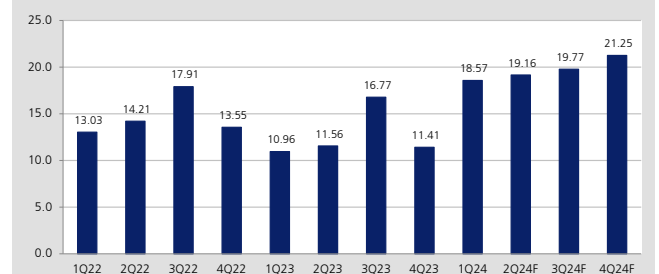
1Q24 營收組合，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 15: 每股盈利

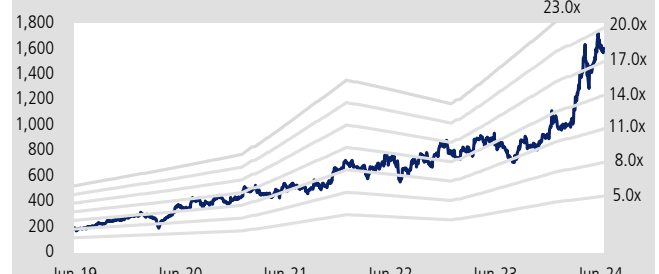
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 17: 未來一年預估本益比區間

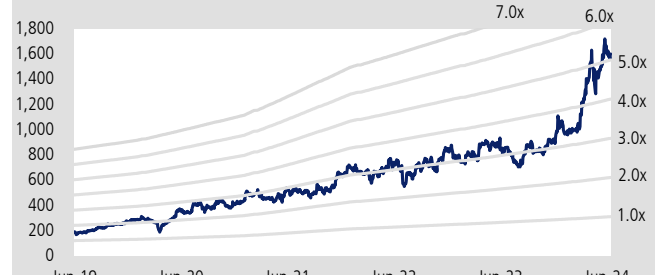
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 19: 未來一年預估股價淨值比區間

股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

損益表

| | 季度 | | | | | | | | 年度 | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| | Mar-23A | Jun-23A | Sep-23A | Dec-23A | Mar-24A | Jun-24F | Sep-24F | Dec-24F | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
| 損益表 (NT\$百萬) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 5,727 | 5,722 | 6,464 | 6,571 | 6,348 | 7,617 | 7,998 | 8,478 | 24,483 | 30,442 | 37,992 |
| 營業成本 | (3,123) | (3,133) | (3,391) | (3,356) | (3,091) | (3,656) | (3,919) | (4,154) | (13,002) | (14,821) | (18,202) |
| 營業毛利 | 2,604 | 2,589 | 3,073 | 3,215 | 3,257 | 3,961 | 4,079 | 4,324 | 11,481 | 15,621 | 19,790 |
| 營業費用 | (1,073) | (1,089) | (1,149) | (1,224) | (1,227) | (1,295) | (1,312) | (1,306) | (4,535) | (5,140) | (5,551) |
| 營業利益 | 1,530 | 1,500 | 1,924 | 1,991 | 2,030 | 2,666 | 2,767 | 3,018 | 6,946 | 10,481 | 14,239 |
| 折舊 | (595) | (605) | (580) | (553) | (570) | (614) | (614) | (658) | (2,334) | (2,457) | (2,782) |
| 攤提 | (15) | (15) | (15) | (14) | (15) | (15) | (15) | (16) | (58) | (62) | (62) |
| EBITDA | 2,140 | 2,120 | 2,518 | 2,559 | 2,614 | 3,296 | 3,397 | 3,693 | 9,338 | 13,000 | 17,082 |
| 利息收入 | 46 | 82 | 84 | 114 | 132 | 131 | 131 | 131 | 326 | 526 | 469 |
| 投資利益淨額 | - | - | 4 | - | - | - | - | - | 4 | - | - |
| 其他營業外收入 | 85 | 359 | 402 | 180 | 541 | 150 | 30 | 89 | 1,026 | 810 | 230 |
| 總營業外收入 | 131 | 441 | 489 | 294 | 673 | 281 | 161 | 220 | 1,356 | 1,336 | 699 |
| 利息費用 | (19) | (16) | (15) | (21) | (22) | (20) | (20) | (19) | (71) | (82) | (78) |
| 投資損失 | - | - | - | (17) | (7) | (5) | (5) | (3) | (17) | (20) | (21) |
| 其他營業外費用 | (106) | - | (1) | (586) | - | (20) | (20) | (40) | (693) | (80) | (100) |
| 總營業外費用 | (125) | (16) | (16) | (624) | (29) | (45) | (45) | (62) | (781) | (182) | (200) |
| 稅前純益 | 1,536 | 1,926 | 2,397 | 1,662 | 2,674 | 2,902 | 2,883 | 3,176 | 7,520 | 11,635 | 14,738 |
| 所得稅費用[利益] | (315) | (613) | (471) | (394) | (569) | (726) | (634) | (748) | (1,793) | (2,676) | (3,390) |
| 少數股東損益 | (40) | (28) | (58) | (8) | (35) | (41) | (45) | (59) | (134) | (180) | (200) |
| 非常項目稅後純益 | 1,182 | 1,285 | 1,867 | 1,259 | 2,070 | 2,136 | 2,204 | 2,369 | 5,593 | 8,779 | 11,148 |
| 非常項目 | 0 | (0) | (0) | 0 | 0 | - | - | (0) | - | - | - |
| 稅後淨利 | 1,182 | 1,285 | 1,867 | 1,259 | 2,070 | 2,136 | 2,204 | 2,369 | 5,593 | 8,779 | 11,148 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 10.96 | 11.56 | 16.77 | 11.41 | 18.57 | 19.16 | 19.77 | 21.25 | 50.65 | 78.76 | 100.01 |
| 獲利率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 45.5 | 45.3 | 47.5 | 48.9 | 51.3 | 52.0 | 51.0 | 51.0 | 46.9 | 51.3 | 52.1 |
| 營業利益率 | 26.7 | 26.2 | 29.8 | 30.3 | 32.0 | 35.0 | 34.6 | 35.6 | 28.4 | 34.4 | 37.5 |
| EBITDA Margin | 37.4 | 37.1 | 39.0 | 38.9 | 41.2 | 43.3 | 42.5 | 43.6 | 38.1 | 42.7 | 45.0 |
| 稅前純益率 | 26.8 | 33.7 | 37.1 | 25.3 | 42.1 | 38.1 | 36.1 | 37.5 | 30.7 | 38.2 | 38.8 |
| 稅後純益率 | 20.6 | 22.4 | 28.9 | 19.2 | 32.6 | 28.0 | 27.6 | 27.9 | 22.8 | 28.8 | 29.3 |
| 季成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (18.6) | (0.1) | 13.0 | 1.7 | (3.4) | 20.0 | 5.0 | 6.0 | | | |
| 營業毛利 | (23.1) | (0.6) | 18.7 | 4.6 | 1.3 | 21.6 | 3.0 | 6.0 | | | |
| 營業收益增長 | (29.8) | (2.0) | 28.2 | 3.5 | 1.9 | 31.4 | 3.8 | 9.1 | | | |
| EBITDA | (23.1) | (0.9) | 18.8 | 1.6 | 2.2 | 26.1 | 3.1 | 8.7 | | | |
| 稅前純益 | (22.2) | 25.3 | 24.5 | (30.7) | 60.9 | 8.5 | (0.6) | 10.1 | | | |
| 稅後純益 | (18.7) | 8.7 | 45.4 | (32.6) | 64.4 | 3.2 | 3.2 | 7.5 | | | |
| 年成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (6.8) | (14.0) | (11.1) | (6.6) | 10.8 | 33.1 | 23.7 | 29.0 | (9.7) | 24.3 | 24.8 |
| 營業毛利 | (1.2) | (10.7) | 1.9 | (5.1) | 25.1 | 53.0 | 32.8 | 34.5 | (3.8) | 36.1 | 26.7 |
| 營業收益 | (3.3) | (10.7) | 5.4 | (8.7) | 32.6 | 77.7 | 43.9 | 51.6 | (4.4) | 50.9 | 35.8 |
| EBITDA | 1.7 | (5.3) | 4.3 | (8.0) | 22.2 | 55.4 | 34.9 | 44.3 | (2.1) | 39.2 | 31.4 |
| 稅前純益 | (16.1) | (3.0) | (0.1) | (15.8) | 74.0 | 50.7 | 20.3 | 91.1 | (8.2) | 54.7 | 26.7 |
| 稅後純益 | (14.6) | (14.9) | (2.2) | (13.3) | 75.2 | 66.3 | 18.0 | 88.1 | (10.6) | 57.0 | 27.0 |

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 資產總額 | 26,419 | 33,296 | 37,952 | 44,263 | 51,703 |
| 流動資產 | 16,960 | 22,090 | 26,075 | 32,315 | 39,987 |
| 現金及短期投資 | 3,459 | 7,169 | 13,193 | 16,764 | 20,740 |
| 存貨 | 4,091 | 3,561 | 2,657 | 3,021 | 3,720 |
| 應收帳款及票據 | 8,798 | 10,711 | 9,611 | 11,917 | 14,914 |
| 其他流動資產 | 612 | 650 | 613 | 613 | 613 |
| 非流動資產 | 9,459 | 11,205 | 11,878 | 11,948 | 11,716 |
| 長期投資 | 369 | 181 | 534 | 561 | 610 |
| 固定資產 | 6,882 | 8,872 | 9,130 | 9,173 | 8,892 |
| 什項資產 | 2,208 | 2,152 | 2,214 | 2,214 | 2,214 |
| 負債總額 | 8,365 | 8,787 | 8,571 | 10,313 | 11,978 |
| 流動負債 | 7,004 | 8,098 | 6,854 | 8,907 | 10,469 |
| 應付帳款及票據 | 2,630 | 2,360 | 1,828 | 2,078 | 2,559 |
| 短期借款 | 1,157 | 1,923 | 1,580 | 1,891 | 1,788 |
| 什項負債 | 3,218 | 3,815 | 3,446 | 4,938 | 6,122 |
| 長期負債 | 1,360 | 689 | 1,717 | 1,406 | 1,509 |
| 長期借款 | 942 | 282 | 934 | 623 | 727 |
| 其他負債及準備 | 133 | 147 | 295 | 295 | 295 |
| 股東權益總額 | 18,055 | 24,509 | 29,381 | 33,951 | 39,725 |
| 普通股股本 | 1,060 | 1,069 | 1,113 | 1,113 | 1,113 |
| 保留盈餘 | 9,034 | 13,160 | 15,670 | 20,059 | 25,633 |
| 少數股東權益 | 1,192 | 1,701 | 1,608 | 1,788 | 1,988 |
| 優先股股東資金 | - | - | - | - | - |

主要財務比率

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 年成長率 | | | | | |
| 營業收入 | 23.7% | 26.7% | (9.7%) | 24.3% | 24.8% |
| 營業收益增長 | 17.6% | 66.7% | (4.4%) | 50.9% | 35.8% |
| EBITDA | 22.0% | 61.3% | (2.1%) | 39.2% | 31.4% |
| 稅後純益 | 27.1% | 80.1% | (10.6%) | 57.0% | 27.0% |
| 每股盈餘成長率 | 26.2% | 76.2% | (13.7%) | 55.5% | 27.0% |
| 獲利能力分析 | | | | | |
| 營業毛利率 | 40.0% | 44.1% | 46.9% | 51.3% | 52.1% |
| 營業利益率 | 20.4% | 26.8% | 28.4% | 34.4% | 37.5% |
| EBITDA Margin | 27.6% | 35.2% | 38.1% | 42.7% | 45.0% |
| 稅後純益率 | 16.2% | 23.1% | 22.8% | 28.8% | 29.3% |
| 平均資產報酬率 | 15.2% | 20.9% | 15.7% | 21.4% | 23.2% |
| 股東權益報酬率 | 22.9% | 31.5% | 22.1% | 29.3% | 31.9% |
| 穩定 \ 償債能力分析 | | | | | |
| 毛負債比率 (%) | 11.6% | 9.0% | 8.6% | 7.4% | 6.3% |
| 淨負債比率 | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 利息保障倍數 (x) | 161.4 | 149.6 | 106.7 | 143.6 | 189.3 |
| 利息及短期債保障倍數 (x) | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| Cash Flow Int. Coverage (x) | 95.0 | 140.3 | 128.4 | 109.0 | 138.0 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 2.3 | 3.9 | 5.5 | 4.5 | 5.8 |
| 流動比率 (x) | 2.4 | 2.7 | 3.8 | 3.6 | 3.8 |
| 速動比率 (x) | 1.8 | 2.3 | 3.4 | 3.3 | 3.5 |
| 淨負債 (NT\$百萬) | (1,205) | (4,885) | (10,618) | (14,189) | (18,166) |
| 每股資料分析 | | | | | |
| 每股盈餘 (NT\$) | 33.32 | 58.70 | 50.65 | 78.76 | 100.01 |
| 每股現金盈餘 (NT\$) | 25.81 | 72.59 | 82.71 | 79.82 | 96.87 |
| 每股淨值 (NT\$) | 159.11 | 213.40 | 249.47 | 288.90 | 338.96 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 161.82 | 214.07 | 251.53 | 288.52 | 338.52 |
| 每股營收 (NT\$) | 205.29 | 254.36 | 221.74 | 273.08 | 340.81 |
| EBITDA/Share (NT\$) | 56.76 | 89.52 | 84.57 | 116.62 | 153.24 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 16.00 | 26.00 | 26.00 | 39.43 | 50.07 |
| 資產運用狀況 | | | | | |
| 資產周轉率 (x) | 0.94 | 0.91 | 0.69 | 0.74 | 0.79 |
| 應收帳款周轉天數 | 150.1 | 144.3 | 143.3 | 143.3 | 143.3 |
| 存貨周轉天數 | 116.4 | 85.7 | 74.6 | 74.6 | 74.6 |
| 應付帳款周轉天數 | 74.8 | 56.8 | 51.3 | 51.3 | 51.3 |
| 現金轉換周轉天數 | 191.7 | 173.2 | 166.6 | 166.6 | 166.6 |

資料來源：公司資料，凱基

損益表

| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 營業收入 | 21,392 | 27,099 | 24,483 | 30,442 | 37,992 |
| 營業成本 | (12,835) | (15,161) | (13,002) | (14,821) | (18,202) |
| 營業毛利 | 8,557 | 11,938 | 11,481 | 15,621 | 19,790 |
| 營業費用 | (4,198) | (4,669) | (4,535) | (5,140) | (5,551) |
| 營業利益 | 4,359 | 7,269 | 6,946 | 10,481 | 14,239 |
| 總營業外收入 | 373 | 1,337 | 1,356 | 1,336 | 699 |
| 利息收入 | 14 | 47 | 326 | 526 | 469 |
| 投資利益淨額 | 6 | 6 | 4 | - | - |
| 其他營業外收入 | 353 | 1,285 | 1,026 | 810 | 230 |
| 總營業外費用 | (192) | (418) | (781) | (182) | (200) |
| 利息費用 | (28) | (55) | (71) | (82) | (78) |
| 投資損失 | - | - | (17) | (20) | (21) |
| 其他營業外費用 | (164) | (363) | (693) | (80) | (100) |
| 稅前純益 | 4,540 | 8,189 | 7,520 | 11,635 | 14,738 |
| 所得稅費用[利益] | (1,021) | (1,782) | (1,793) | (2,676) | (3,390) |
| 少數股東損益 | (47) | (152) | (134) | (180) | (200) |
| 非常項目 | - | (0) | (0) | - | - |
| 稅後淨利 | 3,472 | 6,254 | 5,593 | 8,779 | 11,148 |
| EBITDA | 5,915 | 9,538 | 9,338 | 13,000 | 17,082 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 33.32 | 58.70 | 50.65 | 78.76 | 100.01 |

現金流量

| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 營運活動之現金流量 | 2,690 | 7,733 | 9,133 | 8,898 | 10,798 |
| 本期純益 | 3,472 | 6,254 | 5,593 | 8,779 | 11,148 |
| 折舊及攤提 | 1,555 | 2,269 | 2,392 | 2,518 | 2,843 |
| 本期運用資金變動 | (3,412) | (1,757) | 1,192 | (2,420) | (3,215) |
| 其他營業資產及負債變動 | 1,074 | 967 | (44) | 20 | 21 |
| 投資活動之現金流量 | (4,088) | (3,686) | (2,770) | (2,609) | (2,632) |
| 投資用短期投資出售[新購] | (22) | 1 | 10 | - | - |
| 本期長期投資變動 | - | - | (94) | (47) | (71) |
| 資本支出淨額 | (3,632) | (3,678) | (2,659) | (2,500) | (2,500) |
| 其他資產變動 | (433) | (10) | (27) | (62) | (62) |
| 自由現金流 | (2,161) | 2,466 | 6,157 | 5,607 | 8,031 |
| 融資活動之現金流量 | 1,834 | (495) | (296) | (2,718) | (4,190) |
| 短期借款變動 | 1,142 | 714 | (317) | - | - |
| 長期借款變動 | 1,173 | 465 | 914 | - | - |
| 現金增資 | 1,076 | - | 2,306 | - | - |
| 已支付普通股股息 | (1,448) | (1,753) | (2,948) | (2,898) | (4,390) |
| 其他融資現金流 | (109) | 79 | (250) | 180 | 200 |
| 匯率影響數 | (82) | 235 | (25) | | |
| 本期產生現金流量 | 354 | 3,787 | 6,042 | 3,571 | 3,976 |

投資回報率

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1 - 營業成本/營業收入 | 19.6% | 17.2% | 18.5% | 16.9% | 14.6% |
| - 銷管費用/營業收入 | 20.4% | 26.8% | 28.4% | 34.4% | 37.5% |
| = 營業利益率 | | | | | |
| 1 / (營業運用資金/營業收入) | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| + 淨固定資產/營業收入 | 0.3 | 0.3 | 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 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.7 | 1.9 |
| 營業利益率 | 20.4% | 26.8% | 28.4% | 34.4% | 37.5% |
| x 資本周轉率 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.7 | 1.9 |
| x (1 - 有效現金稅率) | 77.5% | 78.2% | 76.2% | 77.0% | 77.0% |
| = 稅後 ROIC | 22.0% | 30.9% | 30.9% | 44.6% | 55.3% |

資料來源：公司資料，凱基

嘉澤 - 以往評級及目標價



| 日期 | 評級 | 目標價 | 收盤價 |
|------------|------|-------|-------|
| 2024-05-03 | 增加持股 | 1,660 | 1,425 |
| 2024-03-05 | 增加持股 | 1,460 | 1,115 |
| 2023-12-08 | 增加持股 | 1,075 | 963 |
| 2023-10-31 | 增加持股 | 1,075 | 823 |
| 2023-08-04 | 增加持股 | 1,075 | 723 |
| 2023-06-27 | 增加持股 | 1,110 | 877 |
| 2023-05-09 | 增加持股 | 1,110 | 925 |
| 2023-04-11 | 增加持股 | 1,130 | 928 |
| 2022-12-08 | 增加持股 | 1,000 | 873 |
| 2022-11-07 | 增加持股 | 990 | 796 |

資料來源：TEJ，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) | 凱基證券集團未對該個股加以評等。 |
| 受法規限制 | 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。 |
| 未評等 (R) | |
| *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，過後若有變更時，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。