

金像電 (2368 TT) Gold Circuit

短期動能依舊強勁，2025年AI架構轉換影響可控

買進 (維持評等)

目標價 (12個月) : NT\$225.0

收盤價 (2024/06/18) : NT\$191.0

隱含漲幅 : 17.8%

營收組成 (1Q24)

Server 71%、Networking 12%、NB 10%、Others 7%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
T目標價 (NT\$)	225.0	275.0
2024年營收 (NT\$/十億)	39.6	40.4
2024年EPS	11.6	13.7

交易資料表

市值	NT\$93,930百萬元
外資持股比率	15.8%
董監持股比率	26.2%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$40.02
負債比	52.5%
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	32,785	30,044	39,630	42,272
營業利益	6,037	5,136	8,150	9,168
稅後純益	4,568	3,529	5,661	6,346
EPS (元)	8.86	7.25	11.63	13.04
EPS YoY (%)	61.9	-17.3	60.4	12.1
本益比 (倍)	21.8	26.3	16.4	14.7
股價淨值比 (倍)	6.6	5.6	4.8	3.9
ROE (%)	35.5	22.7	29.1	26.8
現金殖利率 (%)	1.8%	1.8%	2.4%	2.7%
現金股利 (元)	3.50	3.50	4.65	5.22

張晏榮

Will.chang@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

- 受惠 AI Server 逐步放量，加上台灣廠區產能擴充 20%，預期 2Q/3Q24 營收皆將季增個位數百分比，毛利率介於 27-30%。
- 2025 年新世代 AI Server 硬板設計轉變利空市場已反應許久，在當前 AI ASIC 需求持續緊俏下，初步研判影響可控。
- 受惠 AI Server 產業趨勢逐年成長，維持「買進」投資評等，目標價係根據 17 倍本益比，2025 年 EPS 推得。

1H24 營運仍處高檔，AI Server 效益逐步顯現

本中心預期 2Q24 營收季增 5.1%至 95.3 億，主要動能來自於 1) Regular Server 需求復甦、2) AI Server 板材隨 CoWoS 產能舒緩而逐步放量。2Q24 各產品線季增幅預估：Networking 0~5% / Server 5~10% / NB 10~20%。雖面臨電價調漲（影響毛利率約 0.5 個百分點），然受惠稼動率持續拉升及匯率正向幫助下，預估 2Q24 毛利率 29.0%，季增 2.1 個百分點，營業利益 19.5 億，季增 13.1%，EPS 2.78 元。

2H24 產能進一步提升，營運規模持續墊高

本中心預期 3Q24 公司將再次擴充台灣廠區產能 ~ 20%（總產值提升約 6%），此次對標產品主要為 AI Server 及 Networking 相關板材，並將強化 HDI 厚板製程能力。受惠產能開出，本中心預期 3Q24 營收將季增 9.2%，毛利率 29.5%，EPS 3.12 元。展望 4Q24，除受惠 Regular Server 及 AI Server 雙動能需求延續外，本中心預期在新客戶貢獻開始發酵下，Switch 板材營運規模也將進一步擴張，搭配 800G Switch 需求陸續放量，預估 4Q24 整體營收將持續季增。

2025 年新世代主流 AI Server 板材設計將出現更動

基於 AI 龍頭美系客戶於 2025 年新世代 AI Server 將採全新機櫃架構，致使櫃中板材設計出現較大變化，此次硬板設計將捨棄既有 CPU 主板、UBB、Switch Board 配置，未來產值將轉而集中於 OAM (Compute Tray) 及新款 Switch Board (Switch Tray)，此二高附加價值板材將主要採用 HDI 設計，本中心研判此一架構轉變將影響公司 CPU 主板及 Switch Board 相關營收，然受惠當前 AI ASIC 客戶需求仍急切，預期 2025 年設計轉變影響將可控。目前公司於此一龍頭客戶 2025 年新款 AI Server 相關板材仍處認證階段，後續如成功通過將帶動新一波成長動能。

營運分析

1H24 營運仍處高檔，AI Server 效益逐步顯現

1Q24 營收 90.7 億，季增 6.2%，毛利率 26.9%，季減 0.9 個百分點，低於本中心/市場預期 2.0/1.3 個百分點，主因 1) 加班費提升、2) 中國廠區稼動率下滑。1Q24 AI Server 營收佔比已達 ~20%。1Q24 營業利益 17.3 億，季增 1.7%，低於本中心/市場預期 3.2%/6.5%，稅後淨利 12.2 億，季增 9.0%，EPS 2.50 元。

本中心預期 2Q24 營收季增 5.1%至 95.3 億，主要動能來自於 1) Regular Server 需求復甦、2) AI Server 板材隨 CoWoS 產能舒緩而逐步放量。2Q24 各產品線季增幅預估：Networking 0~5% / Server 5~10% / NB 10~20%。雖面臨電價調漲（影響毛利率約 0.5 個百分點），然受惠稼動率持續拉升及匯率正向幫助下，預估 2Q24 毛利率 29.0%，季增 2.1 個百分點，營業利益 19.5 億，季增 13.1%，稅後淨利 13.5 億，季增 11.0%，EPS 2.78 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	6,332	8,538	9,066	6.2%	43.2%	8,790	8,891	3.1%	2.0%
營業毛利	1,289	2,371	2,436	2.7%	88.9%	2,540	2,507	-4.1%	-2.8%
營業利益	741	1,697	1,727	1.7%	132.9%	1,784	1,847	-3.2%	-6.5%
稅前利益	651	1,645	1,843	12.0%	182.9%	1,810	1,858	1.8%	-0.8%
稅後淨利	430	1,117	1,217	9.0%	182.9%	1,303	1,274	-6.6%	-4.4%
調整後 EPS (元)	0.88	2.29	2.50	9.2%	184.1%	2.68	2.62	-6.7%	-4.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	20.4%	27.8%	26.9%	-0.9	6.5	28.9%	28.2%	-2.0	-1.3
營業利益率	11.7%	19.9%	19.0%	-0.8	7.3	20.3%	20.8%	-1.3	-1.7
稅後純益率	6.8%	13.1%	13.4%	0.3	6.6	14.8%	14.3%	-1.4	-0.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	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	6,929	9,066	9,528	5.1%	37.5%	9,617	9,464	-0.9%	0.7%
營業毛利	1,647	2,436	2,763	13.4%	67.8%	3,010	2,650	-8.2%	4.3%
營業利益	1,041	1,727	1,953	13.1%	87.6%	2,193	1,941	-10.9%	0.6%
稅前利益	1,211	1,843	1,987	7.8%	64.0%	2,221	1,977	-10.5%	0.5%
稅後淨利	817	1,217	1,351	11.0%	65.3%	1,599	1,342	-15.5%	0.7%
調整後 EPS (元)	1.68	2.50	2.78	11.0%	65.3%	3.29	2.76	-15.5%	0.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	23.8%	26.9%	29.0%	2.1	5.2	31.3%	28.0%	-2.3	1.0
營業利益率	15.0%	19.0%	20.5%	1.5	5.5	22.8%	20.5%	-2.3	0.0
稅後純益率	11.8%	13.4%	14.2%	0.8	2.4	16.6%	14.2%	-2.4	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 3：金像電各季產品組合及營收變化

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Others	8%	7%	7%	6%	6%	4%	5%	6%	7%
NB	17%	15%	13%	9%	14%	16%	13%	14%	10%
Networking	16%	17%	25%	20%	24%	18%	15%	12%	12%
Server	59%	61%	55%	65%	56%	62%	67%	68%	71%
QoQ									
Others	-22%	2%	2%	-16%	-25%	-27%	49%	24%	24%
NB	-17%	3%	-12%	-32%	16%	25%	-3%	12%	-24%
Networking	-2%	24%	50%	-21%	-10%	-18%	-1%	-17%	6%
Server	7%	21%	-8%	16%	-36%	21%	29%	5%	11%

資料來源：公司資料

2H24 產能進一步提升，營運規模持續墊高

因高階板材市場需求緊俏，公司預計於 3Q24 再次擴充台灣廠區產能 ~ 20% (台灣廠單月產值將由 11 億提升至 13 億，整體公司月產值則由 31.5 億增加至 33.5 億，提升 6%)，此次對標產品主要為 AI Server 及 Networking 相關板材，並將強化 HDI 厚板製程能力，預期將可進一步提升 AI Server 營運規模。整體而言，本中心預期 3Q24 營收將季增 9.2%，毛利率 29.5%，季增 0.5 個百分點，營業利益 21.9 億，季增 12.3%，稅後淨利 15.2 億，季增 12.3%，EPS 3.12 元。展望 4Q24，除受惠 Regular Server 及 AI Server 雙動能需求延續外，本中心預期在新客戶貢獻開始發酵下，Switch 板材營運規模也將進一步擴張，搭配 800G Switch 需求陸續放量，預估 4Q24 整體營收將自高基期再次季增。

2025 年新世代主流 AI Server 板材設計將出現更動

基於一 AI 龍頭美系客戶於 2025 年新世代 AI Server 將採全新機櫃架構，致使櫃中板材設計出現較大變化，此次硬板設計將捨棄既有 CPU 主板、UBB、Switch Board 配置，未來產值將轉而集中於 OAM (Compute Tray) 及新款 Switch Board (Switch Tray)，此二高附加價值板材將主要採用 HDI 設計，本中心研判此一架構轉變將影響公司 CPU 主板及 Switch Board 相關營收，然受惠當前 AI ASIC 客戶需求仍急切，預期 2025 年設計轉變影響將可控。目前公司於此一龍頭客戶 2025 年新款 AI Server 相關板材仍處認證階段，後續如成功通過將帶動新一波成長動能。

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。

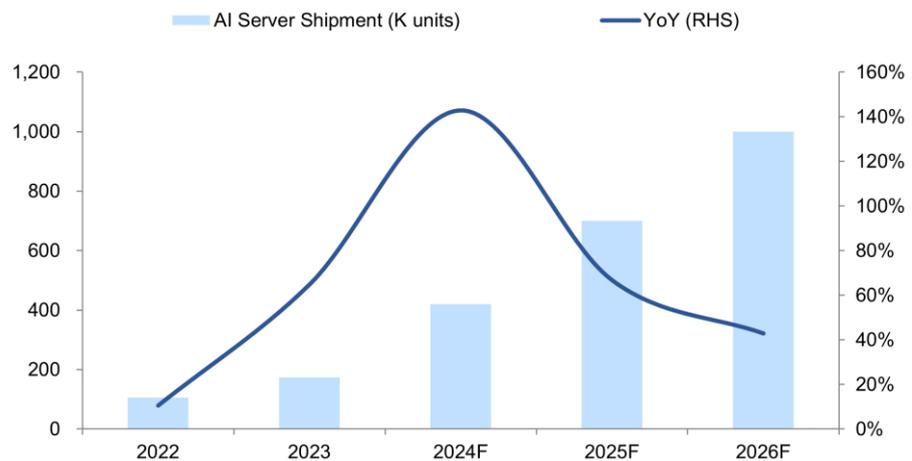
GB200 效能大升級，預估今年出貨量為 0.1/5.5 萬櫃

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(先前的 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 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

維持金像電「買進」投資評等，目標價 225 元

金像電長期發展以資料中心為導向，Networking 及 Server 近年合計約占營收 8 成，受惠伺服器產業蓬勃發展，公司營運自 2020 年起顯著跳升，毛利率自 2014-2019 年 10-15% 區間跳升至 20% 以上。2023 年因美系 CSP 業者受總體經濟下行影響，資本支出較為縮緊，造成伺服器產業出現庫存調整現象，加上 AI Server 短期排擠效應衝擊，公司營運較為艱辛，然本中心預期在庫存調整結束後，搭配 CSP 業者陸續上修 CAPEX 下，預期營運將自 2024 年起重回成長軌道。本中心預估 2024/25 年營收將年增 31.9%/年增 6.7% 至 396/423 億，下修 2.0%/7.9%，毛利率年增 2.1%/年增 1.0 個百分點至 28.8%/29.8%，下修 2.2/2.6 個百分點，營收及毛利率下修主因 1) 通用型 Server 1Q24 仍受排擠效應、2) 2025 年新世代主流 AI Server 板材規格轉變、3) 網通客戶庫存調整時程延長，稅後淨利 56.6/63.5 億，年增 60.4%/年增 12.1%，EPS 11.63/13.04 元。

股票評價方面，根據 Bloomberg 資料，過往三年本益比區間介於 6-21 倍 (以 Blended Forward 12 Months 作為基準)，2Q23 前多介於 6-12 倍，本益比於短期出現大幅拉升，顯示 AI 題材深受市場認同。因應 2025 年主流 AI Server 硬板設計轉變，故此次調整本益比評價至 17 倍 (前次 20 倍)，採用 EPS 區間為 2025 年，給予目標價 225 元，維持「買進」投資評等。

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	39,630	40,447	42,272	45,913	-2.0%	-7.9%
營業毛利	11,426	12,548	12,592	14,858	-8.9%	-15.3%
營業利益	8,150	9,134	9,168	11,047	-10.8%	-17.0%
稅前利益	8,378	9,251	9,333	11,172	-9.4%	-16.5%
稅後淨利	5,661	6,660	6,346	8,044	-15.0%	-21.1%
調整後 EPS (元)	11.63	13.69	13.04	16.53	-15.0%	-21.1%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	28.8%	31.0%	29.8%	32.4%	-2.2	-2.6
營業利益率	20.6%	22.6%	21.7%	24.1%	-2.0	-2.4
稅後純益率	14.3%	16.5%	15.0%	17.5%	-2.2	-2.5

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

圖 7：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
金像電	2368 TT	買進	191.0	2,935	7.25	11.63	13.04	26.3	16.4	14.7	(17.3)	60.4	12.1
國內同業													
華通	2313 TT	買進	73.5	2,625	3.5	5.2	7.1	21.0	14.2	10.3	(47.9)	47.8	37.7
欣興	3037 TT	買進	190.0	8,349	7.9	6.7	13.8	24.1	28.4	13.8	(60.8)	(15.2)	106.1
健鼎	3044 TT	買進	215.5	3,011	11.5	16.3	18.0	18.7	13.2	12.0	(2.3)	41.6	10.4
景碩	3189 TT	買進	92.9	1,451	0.1	4.8	8.0	929.0	19.3	11.6	(99.4)	4720.0	66.8
臻鼎-KY	4958 TT	買進	130.0	3,083	6.6	10.1	14.4	19.9	12.8	9.0	(56.4)	54.7	42.5
台郡	6269 TT	持有-落後同業	86.9	881	6.5	6.3	9.1	13.5	13.7	9.5	(40.4)	(2.0)	44.2
南電	8046 TT	持有-超越同業	196.5	4,641	9.0	2.9	9.0	21.8	68.5	21.9	(70.0)	(68.1)	213.2
國內同業平均					6.4	7.5	11.4	149.7	24.3	12.6	(53.9)	682.7	74.4

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

圖 8：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
金像電	2368 TT	買進	191.0	2,935	22.7	29.1	26.8	34.22	40.02	48.64	5.6	4.8	3.9
國內同業													
華通	2313 TT	買進	73.5	2,625	10.7	14.4	17.5	32.9	35.9	40.8	2.2	2.1	1.8
欣興	3037 TT	買進	190.0	8,349	13.2	10.6	18.5	59.6	63.3	74.4	3.2	3.0	2.6
健鼎	3044 TT	買進	215.5	3,011	13.5	17.8	18.1	85.6	91.7	99.4	2.2	2.1	1.9
景碩	3189 TT	買進	92.9	1,451	0.2	6.5	10.1	70.1	73.9	80.0	3.1	2.9	2.7
臻鼎-KY	4958 TT	買進	130.0	3,083	6.5	9.2	12.1	101.3	109.7	119.1	0.9	0.9	0.8
台郡	6269 TT	持有-落後同業	86.9	881	7.9	7.9	10.8	78.7	80.2	84.2	1.7	1.6	1.5
南電	8046 TT	持有-超越同業	196.5	4,641	11.5	4.3	12.0	74.1	67.1	74.7	1.2	1.3	1.2
國內同業平均					9.1	10.1	14.2	71.8	74.5	81.8	2.1	2.0	1.8

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

圖 9：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	9,066	9,528	10,400	10,636	9,938	10,146	11,161	11,026	39,630	42,272
銷貨成本	(6,630)	(6,765)	(7,332)	(7,477)	(7,176)	(7,052)	(7,735)	(7,718)	(28,205)	(29,680)
營業毛利	2,436	2,763	3,068	3,159	2,763	3,095	3,426	3,308	11,426	12,592
營業費用	(699)	(810)	(874)	(883)	(805)	(822)	(904)	(893)	(3,265)	(3,424)
營業利益	1,727	1,953	2,194	2,276	1,958	2,273	2,522	2,415	8,150	9,168
業外利益	116	34	38	40	40	42	42	41	228	165
稅前純益	1,843	1,987	2,232	2,316	1,998	2,315	2,564	2,456	8,378	9,333
所得稅費用	(626)	(636)	(714)	(741)	(639)	(741)	(821)	(786)	(2,717)	(2,987)
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	1,217	1,351	1,517	1,575	1,359	1,574	1,744	1,670	5,661	6,346
調整後每股盈餘(NT\$)	2.50	2.78	3.12	3.24	2.79	3.23	3.58	3.43	11.63	13.04
調整後加權平均股數(百萬股)	487	487	487	487	487	487	487	487	487	487
重要比率										
營業毛利率	26.9%	29.0%	29.5%	29.7%	27.8%	30.5%	30.7%	30.0%	28.8%	29.8%
營業利益率	19.0%	20.5%	21.1%	21.4%	19.7%	22.4%	22.6%	21.9%	20.6%	21.7%
稅前純益率	20.3%	20.9%	21.5%	21.8%	20.1%	22.8%	23.0%	22.3%	21.1%	22.1%
稅後純益率	13.4%	14.2%	14.6%	14.8%	13.7%	15.5%	15.6%	15.2%	14.3%	15.0%
有效所得稅率	33.9%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.4%	32.0%
季增率(%)										
營業收入	6.2%	5.1%	9.2%	2.3%	-6.6%	2.1%	10.0%	-1.2%		
營業利益	1.7%	13.1%	12.3%	3.7%	-14.0%	16.1%	11.0%	-4.2%		
稅後純益	9.0%	11.0%	12.3%	3.8%	-13.7%	15.8%	10.8%	-4.2%		
調整後每股盈餘	9.0%	11.0%	12.3%	3.8%	-13.7%	15.9%	10.8%	-4.2%		
年增率(%)										
營業收入	43.2%	37.5%	26.1%	24.6%	9.6%	6.5%	7.3%	3.7%	31.9%	6.7%
營業利益	132.9%	87.6%	32.5%	34.1%	13.4%	16.4%	14.9%	6.1%	58.7%	12.5%
稅後純益	182.9%	65.3%	30.3%	41.0%	11.6%	16.5%	15.0%	6.0%	60.4%	12.1%
調整後每股盈餘	182.9%	65.3%	30.4%	41.0%	11.6%	16.5%	14.9%	6.1%	60.4%	12.1%

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

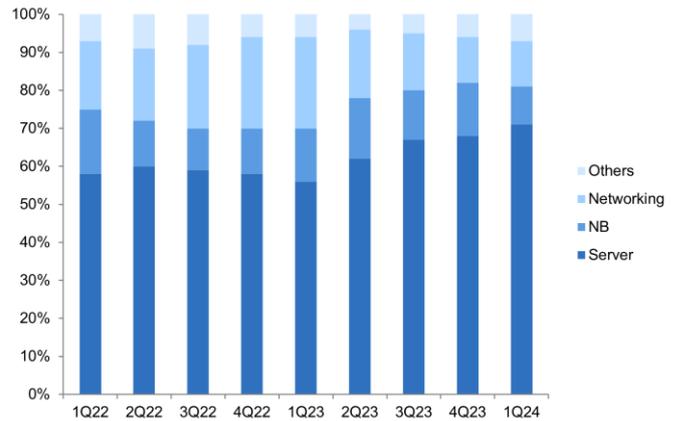
金像電子股份有限公司(2368)成立於 1981 年 9 月 5 日。公司為全球最大伺服器 PCB 板製造商，早期公司產品線以 NB 板、光電板、網通板為主，近年逐步提高高毛利的伺服器板及網通板佔比。1Q24 營收依應用可分為：伺服器 71%、網通 12%、NB 10%、其他 7%。伺服器營收中，資料中心客戶佔 60%~70%、品牌客戶佔 30%~40%。目前金像電產能主要在中國以及台灣，主要客戶以歐美資料中心為主。

圖 10：LME 銅價



資料來源：CMoney、元大投顧

圖 11：營收組成



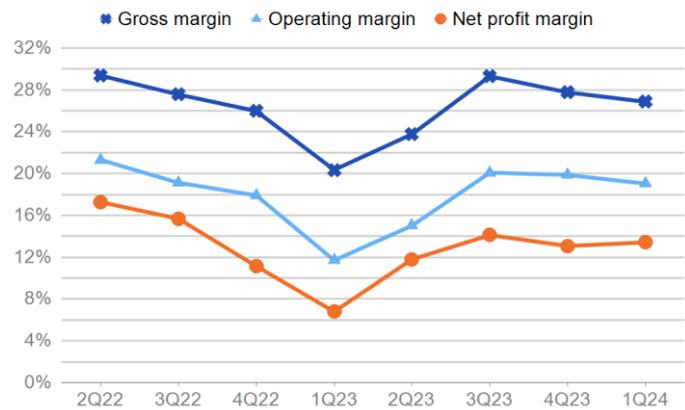
資料來源：公司資料

圖 12：營收趨勢



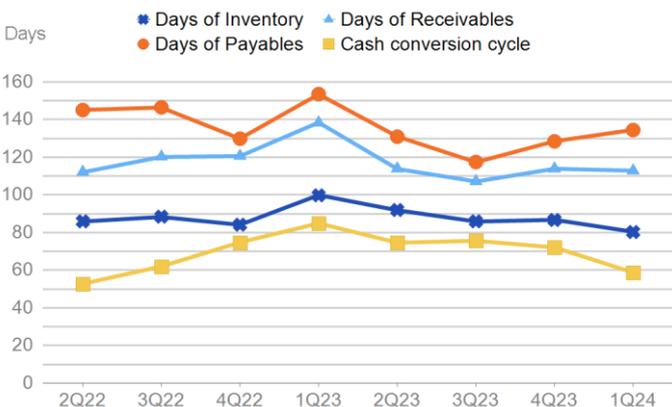
資料來源：CMoney、公司資料

圖 13：毛利率、營益率、淨利率



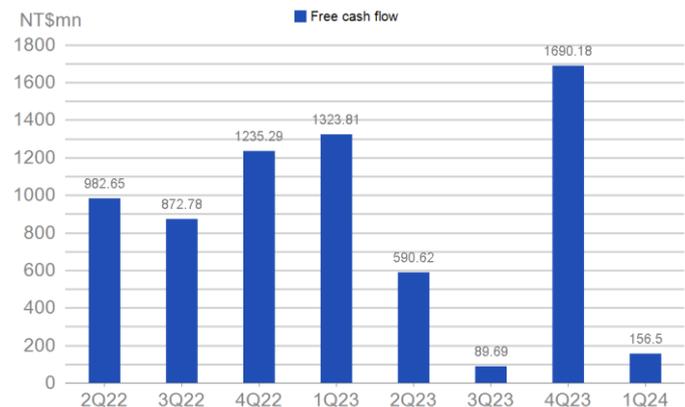
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：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**：金像電整體的 ESG 風險評級屬於低等風險，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**：金像電的整體曝險屬於低等水準，落後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**：金像電在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。公司訊息揭露能力優良，提供投資人以及市場充足的資訊，並已初步在管理 ESG 相關問題，然而還不足以管理所有 ESG 風險。目前公司未曾捲入任何與 ESG 相關的爭議中。

圖 16：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	15.9
在 ESG 議題上的曝險 (A)	34.3
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	56.6
風險評級	低 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	2

資料來源：Sustainalytics (2024/6/18)

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)
----------	-----------	------------

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	3,817	5,974	7,741	3,618	4,734
存貨	4,822	5,616	5,970	6,965	7,331
應收帳款及票據	9,123	10,736	10,733	13,419	13,886
其他流動資產	400	400	468	430	430
流動資產	18,162	22,726	24,913	24,432	26,381
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	5,679	6,294	6,945	13,079	16,771
無形資產	27	43	58	53	53
其他非流動資產	1,112	977	1,185	1,144	1,144
非流動資產	6,818	7,314	8,188	14,277	17,969
資產總額	24,980	30,041	33,101	38,709	44,350
應付帳款及票據	5,502	5,661	6,021	7,226	8,671
短期借款	1,341	2,188	217	226	226
什項負債	3,431	4,008	4,237	5,712	5,712
流動負債	10,274	11,857	10,475	13,163	14,608
長期借款	2,874	3,340	1,465	4,889	4,889
其他負債及準備	430	520	4,330	1,179	1,179
長期負債	3,304	3,860	5,795	6,069	6,069
負債總額	13,578	15,717	16,270	19,232	20,677
股本	5,465	4,918	4,918	4,918	4,918
資本公積	1,207	1,219	2,118	2,136	2,136
保留盈餘	4,571	8,002	9,777	11,995	16,053
什項權益	159	184	18	428	566
歸屬母公司之權益	11,402	14,324	16,831	19,477	23,673
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	11,402	14,324	16,831	19,477	23,673

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	2,927	4,568	3,529	5,661	6,346
折舊及攤提	776	874	967	1,067	1,267
本期營運資金變動	(2,417)	(2,446)	(73)	(2,476)	612
其他營業資產及負債變動	1,104	1,448	895	(172)	0
營運活動之現金流量	2,390	4,444	5,317	4,080	8,226
資本支出	(826)	(1,360)	(1,623)	(7,032)	(4,922)
本期長期投資變動	0	0	0	(9)	0
其他資產變動	(5)	4	(39)	(2)	0
投資活動之現金流量	(831)	(1,357)	(1,662)	(7,043)	(4,922)
股本變動	0	(546)	0	0	0
本期負債變動	(2,487)	2,239	485	0	0
現金增減資	0	(541)	0	0	0
支付現金股利	(820)	(1,190)	(1,703)	(1,721)	(2,288)
其他調整數	1,158	(778)	(118)	101	101
融資活動之現金流量	(2,149)	(816)	(1,337)	(1,620)	(2,187)
匯率影響數	23	(114)	(552)	461	0
本期產生現金流量	(568)	2,157	1,767	(4,123)	1,116
自由現金流量	1,564	3,084	3,694	(2,952)	3,304

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	26,607	32,785	30,044	39,630	42,272
銷貨成本	(20,236)	(24,057)	(22,320)	(28,205)	(29,680)
營業毛利	6,371	8,728	7,724	11,426	12,592
營業費用	(2,246)	(2,705)	(2,625)	(3,265)	(3,424)
推銷費用	(840)	(964)	(880)	(1,110)	(1,167)
研究費用	(623)	(718)	(803)	(952)	(955)
管理費用	(832)	(984)	(986)	(1,238)	(1,302)
其他費用	50	(40)	44	35	0
營業利益	4,123	6,037	5,136	8,150	9,168
利息收入	16	63	196	44	50
利息費用	(68)	(91)	(120)	(132)	(126)
利息收入淨額	(52)	(28)	77	(89)	(76)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(161)	762	110	203	0
其他業外收入(支出)淨額	139	(381)	(105)	112	242
稅前純益	4,049	6,388	5,218	8,378	9,333
所得稅費用	(1,122)	(1,820)	(1,689)	(2,717)	(2,987)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	2,927	4,568	3,529	5,661	6,346
稅前息前折舊攤銷前淨利	4,892	7,353	6,303	9,217	10,435
調整後每股盈餘 (NT\$)	5.41	8.86	7.25	11.63	13.04

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	13.7	23.2	(8.4)	31.9	6.7
營業利益	34.1	46.4	(14.9)	58.7	12.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	36.0	50.3	(14.3)	46.2	13.2
稅後純益	41.6	56.1	(22.8)	60.4	12.1
調整後每股盈餘	41.6	61.9	(17.3)	60.4	12.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	23.9	26.6	25.7	28.8	29.8
營業利益率	15.5	18.4	17.1	20.6	21.7
稅前息前淨利率	15.0	19.2	17.0	20.6	21.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	18.4	22.4	21.0	23.3	24.7
稅前純益率	15.2	19.5	17.4	21.1	22.1
稅後純益率	11.0	13.9	11.7	14.3	15.0
資產報酬率	12.6	16.6	11.2	14.6	14.3
股東權益報酬率	28.3	35.5	22.7	29.1	26.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	119.1	109.7	96.7	98.7	87.3
淨負債權益比 (%)	3.5	(3.1)	(36.0)	7.7	1.6
利息保障倍數 (倍)	60.6	71.0	44.5	64.4	74.9
流動比率 (%)	176.8	191.7	237.8	185.6	180.6
速動比率 (%)	127.2	142.1	178.2	132.7	130.4
淨負債 (NT\$百萬元)	398	(446)	(6,059)	1,497	380
調整後每股淨值 (NT\$)	20.86	29.13	34.22	40.02	48.64
評價指標 (倍)					
本益比	35.3	21.8	26.3	16.4	14.7
股價自由現金流量比	59.5	30.2	25.2	--	28.2
股價淨值比	9.2	6.6	5.6	4.8	3.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	19.0	12.7	14.8	10.1	8.9
股價營收比	3.5	2.8	3.1	2.4	2.2

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。

金像電 (2368 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210712	80.00	98.00	98.99	買進	劉思良
2	20211110	69.30	96.00	99.00	買進	劉思良
3	20220207	79.20	98.00	101.07	買進	劉思良
4	20220406	88.10	107.00	110.35	買進	劉思良
5	20220516	85.50	110.00	113.44	買進	劉思良
6	20220701	76.10	115.00	121.83	買進	劉思良
7	20220919	77.70	132.00	127.49	買進	劉思良
8	20221111	94.00	135.00	130.39	買進	劉思良
9	20230601	122.00	160.00	160.00	買進	張晏榮
10	20230814	173.50	220.00	220.00	買進	張晏榮
11	20230927	204.00	270.00	270.00	買進	張晏榮
12	20231208	224.50	275.00	275.00	買進	張晏榮

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，為於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註釋定義）。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>.