

晟銘電 (3013 TT) UNEEC

水冷機櫃夢想無限

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月) : NT\$150.0

收盤價 (2024/07/15) : NT\$110.5

隱含漲幅 : 35.7%

營收組成 (1H24)

Server 60%、AI Server 33%、DT 3%、Gaming 2%、Tooling 2%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	150.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	10.1	--
2024年EPS	4.3	--

交易資料表

市值	NT\$22,420百萬元
外資持股比率	6.7%
董監持股比率	18.0%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$21.07
負債比	45.6%
ESG評級 (Sustainalytics)	-- (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	6,520	6,462	10,121	15,271
營業利益	128	228	933	1,713
稅後純益	220	253	853	1,479
EPS (元)	1.17	1.29	4.34	7.53
EPS YoY (%)	--	10.3	236.2	73.3
本益比 (倍)	94.4	85.5	25.4	14.7
股價淨值比 (倍)	7.2	6.6	5.2	4.0
ROE (%)	8.4	8.1	20.6	27.5
現金殖利率 (%)	0.3%	0.4%	1.2%	2.1%
現金股利 (元)	0.30	0.39	1.30	2.26

蘇子錚

Alex.Su@yuant.com

林采潔

stacylin68@yuant.com

元大觀點

- 一般型伺服器需求轉佳，GPU 供給舒緩，伺服器機殼需求逐季提升，預估晟銘電 2024/25 年營收為 101.2/152.7 億元，年增 57%/51%。
- 晟銘電從機殼代工廠，轉型為伺服器整機組裝廠，並躍身為 GB200 水冷機櫃代工及組裝廠，帶動單價大幅度提升。
- 受惠 GB200 水冷機櫃即將出貨，營收可望大幅成長，因此給予晟銘電買進評等，以 20 倍本益比、2025 年預估 EPS 評價，目標價 150 元。

GPU 供貨舒緩，機殼出貨轉佳，預估 2024 營收年增 57%

晟銘電 2Q24 營收 26.1 億元，季增 79%、年增 93%，受惠於系統組裝廠客戶 GPU 缺料問題解決，高 U 數伺服器機殼出貨增加，一般型伺服器需求回溫，低 U 數機殼出貨亦同步成長。展望 2H24，晟銘電將從機殼代工廠，轉型為伺服器整機組裝廠，預計 4Q24 伺服器 L6-L10 業務可望增加，此外，CSP 業者 AI 伺服器需求仍強勁，將帶動營收維持高檔。本中心預估晟銘電 2024 年營收為 101.2 億元，年增 57%，毛利率 15.4%，年增 3.6 個百分點，稅後淨利 8.5 億元，年增 237%，EPS 4.34 元。

CSP GB200 水冷機櫃代工及組裝廠，4Q24 開始放量

美國業者對 GB200 伺服器需求仍高，四大 CSP 及 Dell、Oracle、Tesla、SMCI 等大廠展望概估，明年 GB200 需求量約為 6.5-7 萬櫃。台積電預計從 8 月開始量產 GB200 晶片，散熱、機殼等零組件廠商將自 8 月中旬到 9 月開始量產。根據調查，晟銘電取得一家 CSP 業者 GB200 水冷機櫃(Side Car)組裝代工，該產品除了機櫃(Rack)及 CDU 外殼由公司製造，其他零組件包括 RPU (pump+CDU)、QD、Radiator、Fan 則需要外購，出貨單價約 3 萬美元左右，將帶動營收成長。本中心預估晟銘電 2024/2025 年 Side Car 營收貢獻為 2.8/30.3 億元，佔營收 3%/20%。

水冷機櫃營收貢獻顯著，帶動明年營運強勁成長

晟銘電即將從伺服器機殼代工廠，轉型成伺服器整機/整機櫃代工廠，業務範圍可望擴大，且因應客戶需求及產能分散政策，泰國廠將於 4Q24 試產。本中心看好水冷機櫃及新客戶伺服器整機代工將帶動晟銘電營收強勁成長，若後續能夠取得其他 CSP 的代工業務，營收可望再往上成長，因此給予買進評等，目標價 150 元，以 20 倍本益比及 2025 年預估每股盈餘推得。

營運分析

主要客戶為台灣系統組裝廠，下半年新增 L6-L10 組裝服務

晟銘電主要客戶來自台灣兩大系統整合廠，佔營收約 60%；中國業者包括華為、騰訊、浪潮等，佔約 30%；其他客戶(如台灣品牌廠)佔約 10%。目前主要客戶包括廣達、緯穎、華碩、英業達等，終端客戶以美系大型雲端服務提供商(CSP)為主，其中美國 M 公司的出貨比重最高。

晟銘電是一家專門從事伺服器機殼代工服務的 EMS 廠(Level 3)，與具有伺服器機殼設計能力的同業如勤誠、營邦有所不同，因此在毛利率方面較低。後續需觀察伺服器市場需求狀況，若產能利用率提升，毛利率有望提高至 20%。

為提升服務範圍，公司已開始對部分客戶提供 L6-L10 伺服器代工服務。管理層表示，預計 3Q24 開始供應伺服器整機組裝服務給台系伺服器品牌廠，並於 4Q24 開始大規模出貨。伺服器機殼單價僅在 150 至 1,000 美元之間，但若進入整機組裝業務，單價可提升至上千美元，有助於公司未來的營收成長。

圖 1：晟銘電產品介紹



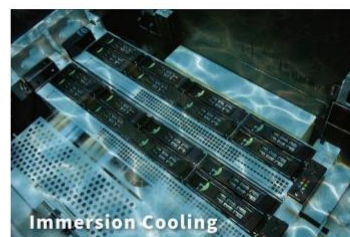
PC & Server Chassis (OEM/ODM)

- Data Center Racks
- AI/Compute/Storage/Switch Server Chassis
- Rackmount/Tower Server Chassis
- PC Chassis
- Outdoor Enclosure



Barebone Clone Chassis

- Server
 - Clone Server Chassis
 - DC-MHS Chassis
 - Edge Server Chassis
- Gaming PC
 - Gaming PC Chassis
 - Immersion Cooling Gaming PC Chassis



New Product Introduction

- Immersion Cooling Solution
- Liquid Cooling Rack (RDHx)

Accessories

- Server CPU Heat Sink
- PC Power Supply Unit (PSU)

資料來源：公司資料

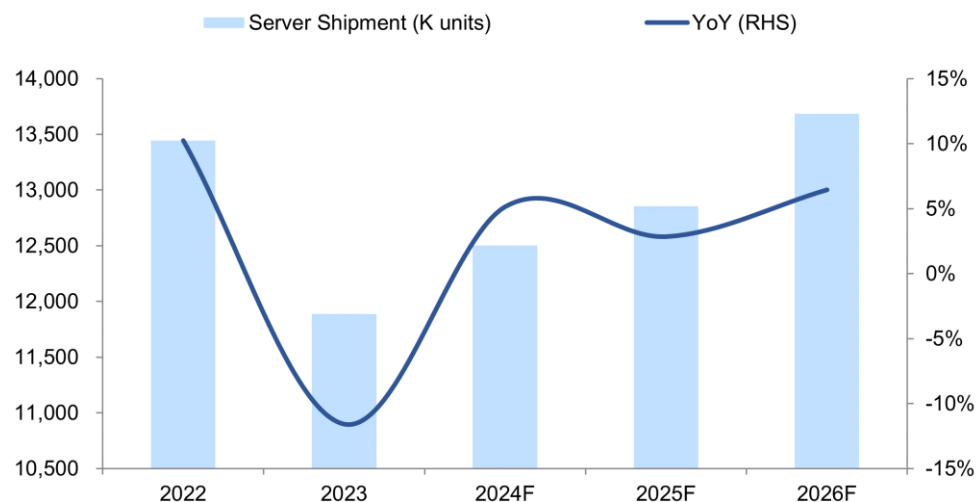
一般型伺服器需求回溫，產能利用率增加

目前一般型伺服器市場需求已顯著回溫，尤其是在中國及美國四大 CSP 的重新拉貨下，2Q24 伺服器出貨量已達 360 萬台，季增 2%、年增 2%，結束出貨量連續 6 個季度呈現年衰退的狀況。

根據 TrendForce 調查，AI 伺服器需求持續維持強勁，一般型伺服器受惠於疫情後的大型標案重啟，帶動一般型伺服器需求回溫；另外，因為 AI 伺服器購置量放大，也帶動了存儲伺服器(Storage server)的需求提升。目前，一般型伺服器回升主要是由 Dell、HPE、Lenovo、Meta、Microsoft 等業者帶動，預估動能將延續至 2H24，且來自中系業者的訂單能見度明顯強勁，預估 3Q24 伺服器出貨量將季增 6%。

本中心認為，晟銘電產能利用率已經從去年的 30-40%，提升到現在的 50-60%，伺服器需求明顯回溫，考慮到美系及中系客戶下半年都有不錯的訂單展望，預估產能利用率有機會提升至 60-70%。且根據均熱片大廠表示，Intel、AMD 的 Eagle Stream 及 Genoa 出貨量皆有所成長，其中 AMD 成長幅度最為明顯，一般型伺服器正在回到成長趨勢。

圖 2：全球伺服器出貨量預估



資料來源：IDC、元大投顧預估

AI 伺服器需求穩健，高 U 數伺服器持續出貨

根據 Nvidia AI GPU 藍圖，今年總共有 H100、H200、B100、B200 四種不同的 GPU 晶片，這四種伺服器仍採用 3DVC 氣冷散熱為主。由於 HGX 伺服器的設計未有大幅變動，因此伺服器機殼僅略微增高，來到 8-10U (H100/H200 為 5-7U)。根據不同雲端服務提供商(CSP)業者對伺服器機殼高度的要求，價格將略增 0-20%。

晟銘電的主要下游組裝廠客戶主要是台系 SI 廠，受到 GPU 缺料影響，直到 2Q24 AI 伺服器機殼才開始放量出貨，預計 3Q24 出貨量將持平或略增。目前觀察到年底的 B100/B200 伺服器，客戶要求的機殼並未大幅變化；不過由於終端客戶對 AI 伺服器的強勁需求，預計出貨動能將持續維持高檔。

圖 3：公司高 U 數伺服器機殼產品



資料來源：公司資料

GB200 水冷機櫃 4Q24 出貨

Nvidia 的 GB200 伺服器採用最新的 Blackwell 架構，專為提高 AI 運算性能而設計。這款伺服器每台需搭載 2-4 個 Blackwell GPU，透過 NV Switch 高速連接達到更高的計算能力和效率。為了應對高強度運算所產生的大量熱能，GB200 採用水冷設計(主要採用水對氣散熱)，這種散熱模式能有效地保持 GPU 在高負荷運行時的穩定性和高效能。

GB200 NVL72 架構採用 72 顆 Blackwell GPU 和 36 顆 Grace CPU，提供高達 720 petaflops 的 AI 訓練性能和 1.4 exaflops 的推理性能。這款系統需要使用 45°C 的冷卻液進行散熱，並能在 65°C 的出口溫度下釋放熱量。這種散熱方式不僅能夠維持系統穩定運行，還能支持大規模的 AI 模型，確保高效的數據處理能力。

目前的 GB200 水對氣散熱模式除了本身的 GB200 機櫃，還需要水冷散熱機櫃，其內部關鍵零組件包括機櫃 Rack、負責從冷卻液中吸收熱量，並將其散發到周圍空氣中的散熱器 Radiator、負責在機架內部分配冷卻液，確保每個部件都能獲得充分冷卻的 RPU (Pump+CDU)、風扇 Fan、水管、水冷快接頭 QD 等。

根據調查，晟銘電取得一家 CSP 業者 GB200 水冷機櫃(Side Car)的組裝代工廠，由於該產品除了機櫃(Rack)及 CDU 外殼是由公司製造，其他零組件需要外購。預估一整個水冷機櫃的出貨單價約 3 萬美元左右，將帶動公司營收成長。本中心預估晟銘電 2024/2025 年 Side Car 營收貢獻為 2.8/30.3 億元，佔營收 3%/20%。

圖 4：氣冷/液冷混合伺服器機櫃



資料來源：公司資料

2H24 營收將持續成長

晟銘電 2Q24 營收 26.1 億元，季增 79%、年增 93%，受惠於系統組裝廠客戶 GPU 缺料問題解決，高 U 數伺服器機殼出貨增加，一般型伺服器需求回溫，低 U 數機殼出貨亦同步成長。因產能利用率提升，預估 2Q24 毛利率為 15%，季增 0.8 個百分點、年增 4.8 個百分點；稅後淨利 2.2 億元，季增 192%、年增 191%，EPS 1.13 元。

展望 2H24，晟銘電將從機殼代工廠，轉型為伺服器整機組裝廠，預計 9M24-4Q24 將開始幫台系伺服器品牌廠代工 L6-L10 業務，跟伺服器機殼相比，單價可望提升至少數倍，帶動營收成長；此外，CSP 業者 AI 伺服器需求仍強勁，及水冷伺服器機櫃小量生產，將成為另一個動能。預估 3Q24/4Q24 營收為 27.4/33.2 億元，季增 5.2%/21%、年增 55%/84%；毛利率 15.3%/16.2%，季增 0.3/0.9 個百分點；稅後淨利 2.4/3.2 億元，季增 7%/34%、年增 189%/356%，EPS 1.21/1.62 元。

圖 5：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	市場預估	預估差異
營業收入	1,350	1,459	2,605	78.5%	92.9%	2,336	11.5%
營業毛利	137	208	391	88.3%	184.5%	366	7.0%
營業利益	5	64	244	283.0%	4628.7%	166	47.0%
稅前利益	98	93	274	193.6%	179.7%	190	44.6%
稅後淨利	76	76	222	192.3%	190.5%	157	41.8%
調整後 EPS (元)	0.39	0.39	1.13	192.3%	189.8%	0.80	41.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	10.2%	14.2%	15.0%	0.8	4.8	15.7%	-0.6
營業利益率	0.4%	4.4%	9.4%	5.0	9.0	7.1%	2.3
稅後純益率	5.7%	5.2%	8.5%	3.3	2.9	6.7%	1.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 6：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	市場預估	預估差異
營業收入	1,771	2,605	2,740	5.2%	54.7%	2,740	2,551
營業毛利	227	391	419	7.3%	85.2%	419	386
營業利益	81	244	263	7.8%	225.1%	263	216
稅前利益	95	274	293	6.8%	208.5%	293	231
稅後淨利	82	222	237	6.8%	189.1%	237	191
調整後 EPS (元)	0.42	1.13	1.21	6.8%	188.5%	1.21	0.97
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	12.8%	15.0%	15.3%	0.3	2.5	15.3%	15.2%
營業利益率	4.6%	9.4%	9.6%	0.2	5.0	9.6%	8.4%
稅後純益率	4.6%	8.5%	8.7%	0.1	4.0	8.7%	7.5%

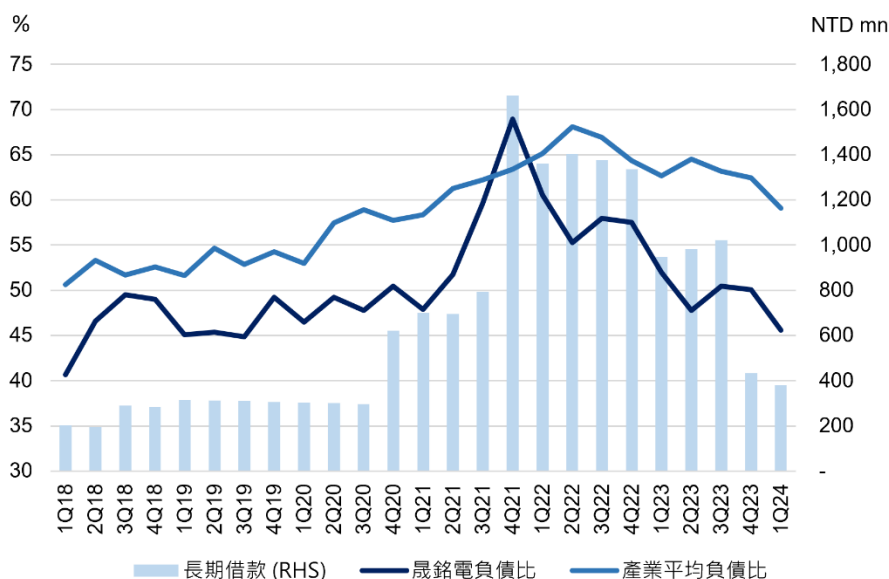
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

財務分析

負債比長期低於同業平均負債比，利息保障倍數隨獲利上升

晟銘電負債比長期低於同業平均負債比，4Q21 負債比因長期借款提升達高點，資金需求主要因應客戶需求回台設置生產基地，投入約 19 億元於北部興建廠房、導入智慧化生產線等。觀察公司利息保障倍數，則隨稅前淨利波動，自 1Q22 年公司獲利穩定轉正後，自 3.1 倍上升至 1Q24 的 30.8 倍，資金充裕足以支應利息費用，短期無財務風險。

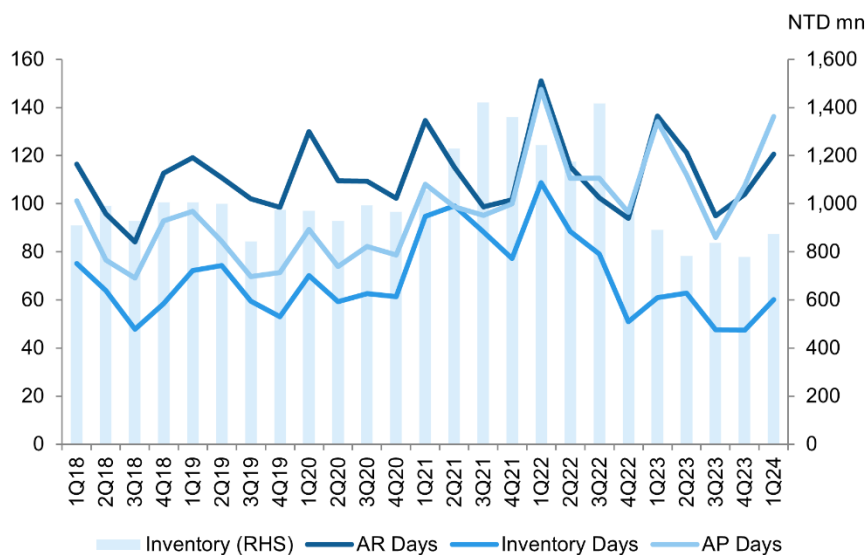
圖 7：晟銘電負債比長期低於同業平均負債比



資料來源：公司資料、元大投顧；註：產業平均包含勤誠、奇鋌、營邦、迎廣。

營運面則可見晟銘電自 2H22 開始去化庫存後，庫存週轉天數自 1Q22 的高點 109 天下滑，目前庫存約維持於 8-9 億左右的水平。1Q24 應收帳款天數為 121 天，應付帳款天數為 136 天。

圖 8：庫存週轉天數

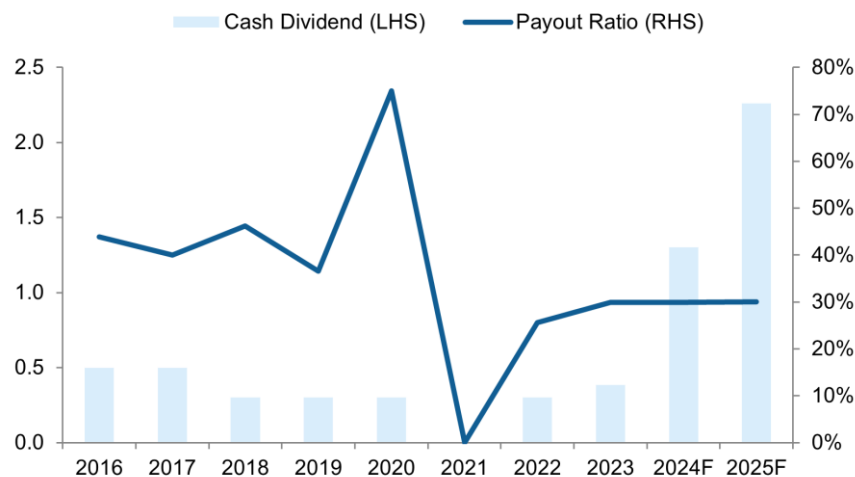


資料來源：公司資料、元大投顧

營運強勁成長，持續回饋股東

晟銘電 EPS 自 2018 年的 0.65 元以 CAGR 15%成長到 2023 年的 1.29 元，近兩年股利支付率約 30%水準，同時股東權益報酬率自 2021 年虧損後近兩年維持於 8%水平。隨營運強勁成長並維持相同配發率，本中心預估 2024/25 年現金股利 1.3/2.3 元，殖利率約 1.2%/2.1%。

圖 9：股利配發率穩定回饋股東



資料來源：公司資料、元大投顧

水冷為未來最佳散熱方案

水冷技術是以液體作為熱能傳導機制的散熱方式，將伺服器內部產生的熱能通過冷卻液傳輸到外部達到散熱目的，市面上主要有兩種伺服器專用液體冷卻技術，分別是直接液冷(DLC)或直達晶片(D2C)液冷，以及浸沒式液冷(immersion cooling)。

直接液冷是透過裝滿冷卻液的密封管線環繞在伺服器內最容易發熱的零組件附近，讓熱能通過導熱銅片傳導到冷卻液中，然後冷卻液再透過管線流出伺服器進行散熱。若將熱交換器安裝在伺服器機櫃內，這就是所謂的液對氣方案，可以直接安裝在氣冷式的資料中心中；水對水方案則是將冷卻液傳送到伺服器機房的液體冷卻管線，透過冷卻管路與散熱機制統一排熱，能夠更有效地解熱，但需要專為液冷伺服器設計的特殊機房。

相較於傳統空氣冷卻，液體冷卻在熱傳導方面更有效率，液冷主要用在高速運作、發熱量較高的機器上，例如資料中心、人工智慧(AI)等高效能運算中。使用液冷伺服器可以大幅提高 CPU、GPU 密度，在有限空間內增加更多的運算效能，並且能夠降低能耗，提升電力使用效率(PUE)值，保護伺服器產品，不讓伺服器運作超過熱設計功耗(TDP)，增強伺服器的可靠度、可用性，甚至能提升晶片運算效能。

圖 10：水冷散熱比較

Cooling Solution Comparison

Cooling Type	Liquid Cooling Cold Plate		Immersion Single Phase		Immersion Two Phase
Heat Transition	L2A	L2L	L2A	L2L	L2L
Coolant (Cost: USD/liter) (Volume: L/42U rack)	Cost: \$3.5 Volume: 30L		Cost: \$150 or Hot Oil \$3.5 Volume: 500L		Cost: \$150 Volume: 500L
Required Facility	Chiller / Outside Air	Pipes Cooling Tower	Chiller / Outside Air	Pipes Cooling Tower	Pipes Cooling Tower
Performance (1 Unit)	Up to 850W TDP		Up to 250W TDP		>800W TDP
PUE	1.3 - 1.6 (Chiller) <1.07 (Un-chiller Air)	<1.1	1.3 - 1.6 (Chiller) <1.12 (Un-chiller Air)	<1.12	<1.09
Warranty	Intel/AMD/Nvidia POR		x	x	x
Infrastructure Assessment	As air cooling		Robotic Arm / Hot Oil Burning Points Risk		Robotic Arm / Fluorocarbon Recycling Condenser / High GWP
CAPAX (Est.)	Reuse standard servers & racks		Facility water		
QCT	*GWP: Global Warming Potential		New design from systems to DC infrastructure		

QCT Liquid Cooling Solution
Lead Data Center Infra Transformation with Energy efficiency & TCO/CFP Reduction

- System Design for Power Reduction**
 Reduce 50% Fan Duty
 Save 70% System Thermal Power Delivery
- Thermal Capability Leadership**
 Increase 2-3 times system density with 60kW cooling capability
- Optimized Green Data Center**
 Operating under high ambient with un-chiller air to reach PUE 1.07, and further reduce OPEX.

3

資料來源：iThome

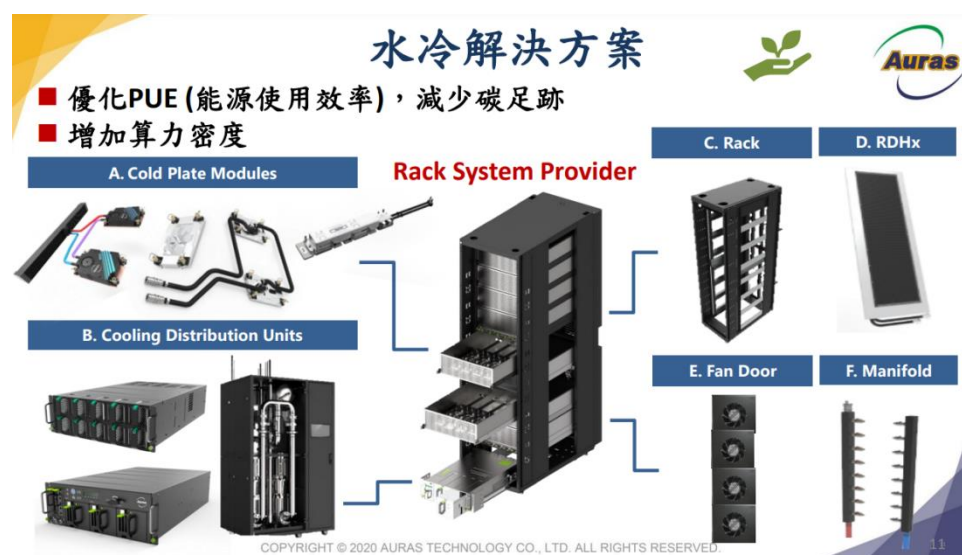
水冷預計於 GB200 大量採用

根據調查顯示，B100 熱功耗為 700 瓦，主要使用 3DVC 氣冷進行散熱；而 B200 熱功耗則高達 1,000-1,200 瓦，將拉升對水冷散熱技術的依賴度，預計本次 GB200 TDP 將高達 1,500 瓦，因此將搭載水冷散熱，初期將會以水對氣散熱為主。然 Nvidia 下世代晶片是否搭載水冷散熱仍視 CSP 業者接受度做調整，預計 R100 也將持續導入水冷散熱技術，散熱產業營收成長將在 2025 年出現跳躍性成長。

目前，水冷散熱技術在解決漏水問題上仍有待改進，一些新型的 ColdPlate 在接口位置搭載了感測器，能夠在發現漏水時即時停止 CDU 運轉；此外，ColdPlate 已預留空間防止漏液問題，避免漏液造成 GPU 及 PCB 導電問題。

水冷散熱需要搭配多個零組件，包括 CDU (冷卻液分配裝置)、CDM (分歧管)、ColdPlate (水冷板) 等。將大幅提升整體散熱零組件的產值。

圖 11：水冷主要六大件



資料來源：雙鴻

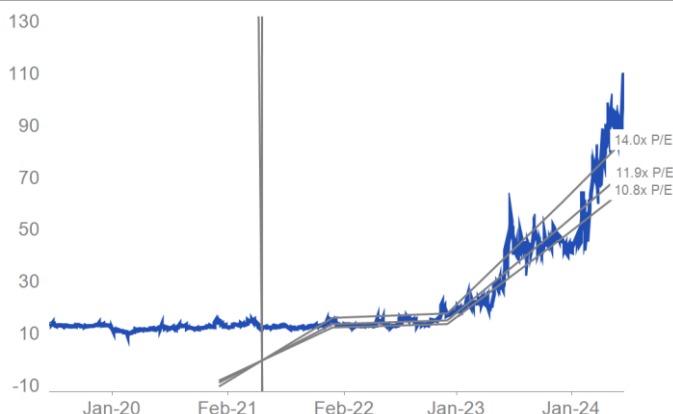
獲利調整與股票評價

給予晟銘電買進評等，目標價 150 元

本中心正面看待晟銘電，主因 1) 一般型伺服器回溫，下半年機殼出貨量將增加，且美系 CSP 業者的 H100/H200 高 U 數伺服器機殼出貨量也將增加；2) 下半年將進入伺服器 L6-L10 組裝服務，客戶以台系品牌廠為主；3) GB200 水冷機櫃(Side Car)組裝代工預計 4Q24 開始小量生產，明年開始放量。預估晟銘電 2024/2025 年營收為 101.2/152.7 億元，年增 57%/51%，其中機殼業務 2024/2025 年營收成長率為 51%/15%，Side Car 業務為今年新增之業務，2025 年營收成長率預估為 1089%；公司整體毛利率 15.4%/16.7%；EPS 4.34/7.53 元，年增 236%/73%。

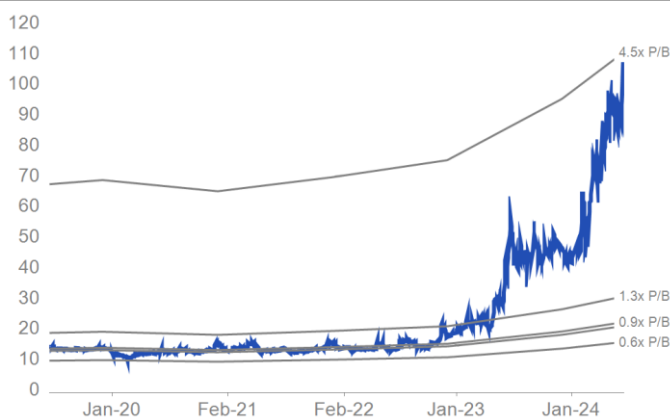
目前同業(勤誠、迎廣、奇鋌、營邦)近三年平均本益比區間為 24-30 倍，晟銘電以 2024/25 年每股盈餘來看，目前本益比 25/15 倍。考量到水冷散熱未來滲透率將持續成長，且晟銘電踏入水冷機櫃組裝後，營收將會明顯跳升，且公司長期與台系系統組裝廠配合，後續有機會再取得 CSP 業者的專案，未來成長性高，且以 2025 年預估每股盈餘來看目前評價仍偏低，因此給予晟銘電買進評等，以 2025 年預估每股盈餘的 20 倍本益比，給予目標價 150 元。

圖 12：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 13：12 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 14：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
晟銘電	3013 TT	買進	110.5	679	1.29	4.34	7.53	85.5	25.4	14.7	10.3	236.2	73.3
國內同業													
勤誠	8210 TT	買進	299.5	1,201	9.0	15.9	18.8	33.2	18.8	15.9	8.6	76.4	18.0
奇鋌	3017 TT	買進	700.0	4,648	13.8	22.3	35.7	50.6	31.3	19.6	17.5	61.4	59.8
營邦	3693 TT	未評等	376.5	508	24.1	--	--	15.6	--	--	--	--	--
迎廣	6117 TT	未評等	119.5	274	1.0	--	--	116.9	--	--	65.6	--	--
國內同業平均					12.0	19.1	27.3	54.1	25.1	17.8	30.5	68.9	38.9

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 15：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
晟銘電	3013 TT	買進	110.5	679	8.1	20.6	27.5	16.63	21.07	27.36	6.6	5.2	4.0
國內同業													
勤誠	8210 TT	買進	299.5	1,201	19.6	28.0	27.7	46.0	57.0	67.9	6.5	5.3	4.4
奇鋌	3017 TT	買進	700.0	4,648	26.9	33.1	38.8	57.5	67.4	91.9	12.2	10.4	7.6
營邦	3693 TT	未評等	376.5	508	--	--	--	73.2	--	--	5.1	--	--
迎廣	6117 TT	未評等	119.5	274	--	--	--	13.7	--	--	8.7	--	--
國內同業平均					23.3	30.5	33.3	47.6	62.2	79.9	8.1	7.8	6.0

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 16：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	1,459	2,605	2,740	3,316	2,871	3,662	4,086	4,653	10,121	15,271
銷貨成本	(1,252)	(2,214)	(2,321)	(2,780)	(2,418)	(3,055)	(3,390)	(3,853)	(8,567)	(12,716)
營業毛利	208	391	419	536	453	607	696	800	1,554	2,555
營業費用	(144)	(147)	(157)	(173)	(153)	(208)	(227)	(254)	(621)	(843)
營業利益	64	244	263	363	299	399	468	546	933	1,713
業外利益	30	30	30	30	30	30	30	23	120	113
稅前純益	93	274	293	393	329	429	498	569	1,053	1,826
所得稅費用	(17)	(52)	(56)	(75)	(63)	(82)	(95)	(108)	(200)	(347)
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	76	222	237	318	267	348	404	461	853	1,479
調整後每股盈餘(NT\$)	0.39	1.13	1.21	1.62	1.36	1.77	2.05	2.35	4.34	7.53
調整後加權平均股數(百萬股)	196	196	196	196	196	196	196	196	196	196
重要比率										
營業毛利率	14.2%	15.0%	15.3%	16.2%	15.8%	16.6%	17.0%	17.2%	15.4%	16.7%
營業利益率	4.4%	9.4%	9.6%	10.9%	10.4%	10.9%	11.5%	11.7%	9.2%	11.2%
稅前純益率	6.4%	10.5%	10.7%	11.8%	11.5%	11.7%	12.2%	12.2%	10.4%	12.0%
稅後純益率	5.2%	8.5%	8.7%	9.6%	9.3%	9.5%	9.9%	9.9%	8.4%	9.7%
有效所得稅率	18.7%	19.0%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%
季增率(%)										
營業收入	-19.2%	78.5%	5.2%	21.0%	-13.4%	27.6%	11.6%	13.9%		
營業利益	-31.2%	283.0%	7.8%	38.0%	-17.6%	33.4%	17.3%	16.7%		
稅後純益	8.9%	192.3%	6.8%	34.2%	-16.0%	30.3%	16.1%	14.1%		
調整後每股盈餘	8.9%	192.3%	6.8%	34.1%	-16.2%	30.4%	16.1%	14.2%		
年增率(%)										
營業收入	-4.8%	92.9%	54.7%	83.5%	96.8%	40.6%	49.1%	40.3%	56.6%	50.9%
營業利益	29.8%	4628.7%	225.3%	292.2%	369.4%	63.5%	77.9%	50.4%	309.9%	83.6%
稅後純益	203.7%	190.5%	189.1%	356.0%	251.6%	56.8%	70.5%	45.0%	237.0%	73.4%
調整後每股盈餘	203.7%	189.8%	188.5%	355.0%	251.6%	56.6%	70.2%	44.8%	236.2%	73.3%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

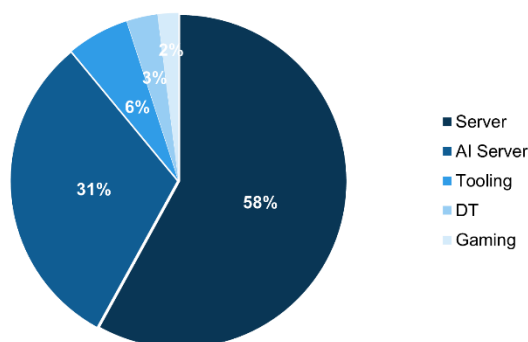
公司簡介

晟銘電成立於 1976 年，公司分別在 1997 年及 2000 年設立東莞廠和寧波廠；2018 年，晟銘電在廠區導入工業 4.0 技術，重視數據收集，成功從傳統鐵工廠轉型為智能化工廠；2021 年，公司在台灣中壢設立工廠，專注於研發打樣及客製化訂單，而東莞廠則啟用了自動化倉儲系統。

公司共有三座廠房，東莞廠面積 17.3 萬平方米、寧波廠面積 5.75 萬平方米、中壢廠面積 1.1 萬平方米。公司的泰國廠有 6.9 萬平方米的生產基地，預計將在 1Q25 開始泰國廠的量產，其中 Rack 產能將從 1,200 櫃/月，提升至 2,400 櫃/月。

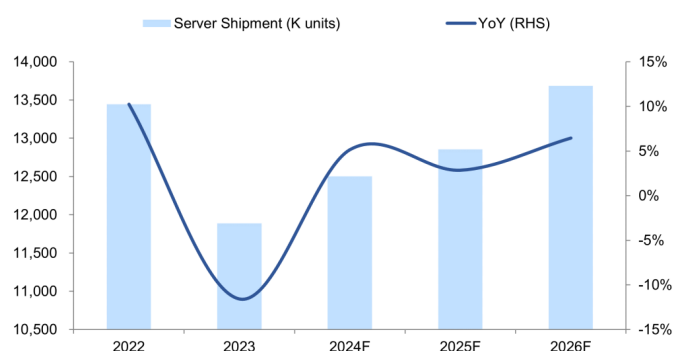
晟銘電 1H24 營收比重分別為伺服器 60%、AI 伺服器 33%、模具銷售 2%、DT 3%、Gaming 2%；主要競爭對手包含奇鋁、勤誠、營邦、迎廣、JPP-KY、聯德控股、乙盛、振發等。

圖 17：2023 年營收組成



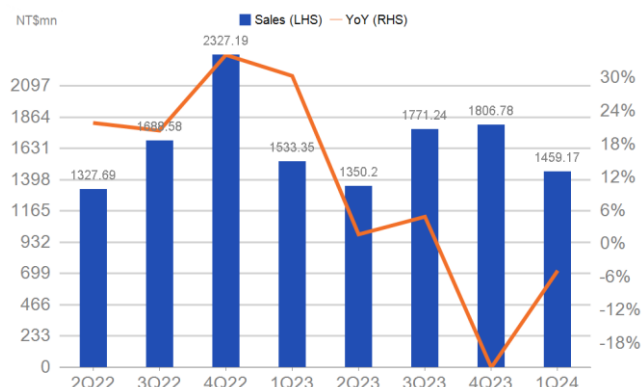
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：伺服器出貨量預估



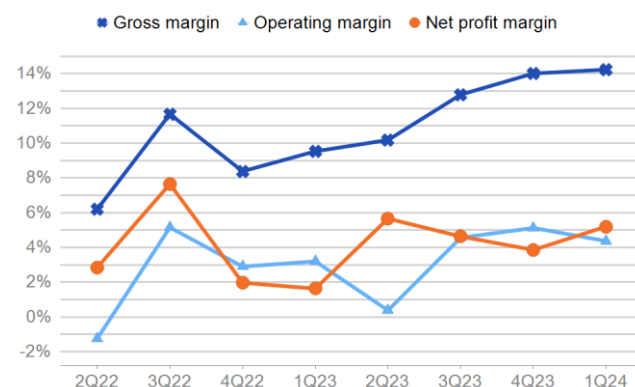
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



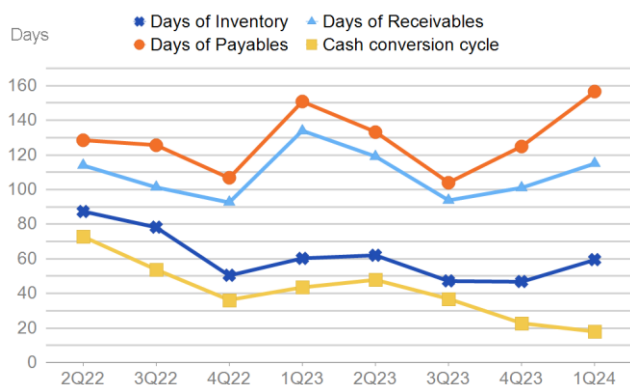
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



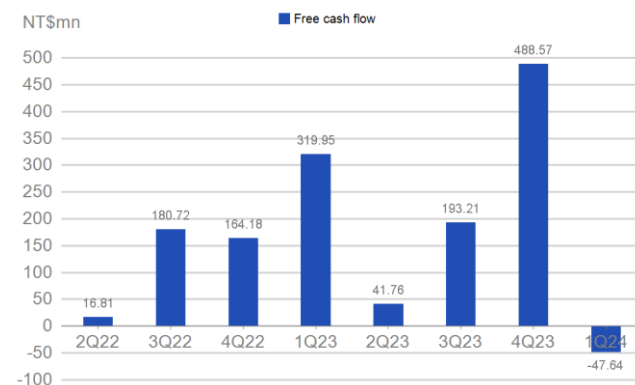
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	223	411	825	1,154	2,135
存貨	1,361	969	778	984	1,065
應收帳款及票據	2,200	2,643	2,017	2,003	2,167
其他流動資產	85	125	140	72	72
流動資產	3,868	4,149	3,760	4,212	5,438
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	2,813	2,515	2,235	2,538	2,701
無形資產	14	8	8	6	6
其他非流動資產	517	430	521	475	484
非流動資產	3,344	2,953	2,763	3,018	3,191
資產總額	7,212	7,102	6,523	7,231	8,629
應付帳款及票據	1,965	2,354	1,997	1,967	2,128
短期借款	1,031	40	20	40	41
什項負債	300	329	383	357	357
流動負債	3,296	2,723	2,400	2,364	2,526
長期借款	1,663	1,335	434	678	678
其他負債及準備	11	26	431	50	50
長期負債	1,674	1,361	865	728	728
負債總額	4,970	4,084	3,265	3,092	3,254
股本	1,559	1,959	1,959	1,979	1,979
資本公積	174	314	381	442	442
保留盈餘	575	796	990	1,764	2,985
什項權益	(67)	(50)	(72)	(46)	(31)
歸屬母公司之權益	2,242	3,018	3,258	4,139	5,375
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	2,242	3,018	3,258	4,139	5,375

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	(115)	220	253	853	1,479
折舊及攤提	300	535	418	243	324
本期營運資金變動	(155)	367	586	(135)	(83)
其他營業資產 及負債變動	27	44	123	(3)	0
營運活動之現金流量	57	1,166	1,380	959	1,719
資本支出	(1,772)	(694)	(337)	(527)	(480)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(81)	560	(64)	0	0
投資活動之現金流量	(1,852)	(134)	(401)	(526)	(480)
股本變動	0	400	0	0	0
本期負債變動	1,775	(1,321)	(478)	(32)	0
現金增減資	0	540	0	0	0
支付現金股利	(47)	(13)	(59)	(79)	(258)
其他調整數	(69)	(456)	(21)	(1)	0
融資活動之現金流量	1,659	(850)	(558)	(113)	(258)
匯率影響數	(7)	6	(8)	9	0
本期產生現金流量	(143)	189	413	329	982
自由現金流量	(1,715)	472	1,043	432	1,239

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	5,285	6,520	6,462	10,121	15,271
銷貨成本	(5,024)	(5,959)	(5,698)	(8,567)	(12,716)
營業毛利	260	561	763	1,554	2,555
營業費用	(383)	(433)	(536)	(621)	(843)
推銷費用	(129)	(155)	(168)	(173)	(173)
研究費用	(57)	(58)	(56)	(57)	(59)
管理費用	(197)	(219)	(312)	(390)	(610)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	(122)	128	228	933	1,713
利息收入	2	3	8	20	20
利息費用	(18)	(23)	(7)	(12)	(12)
利息收入淨額	(16)	(20)	1	8	8
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(7)	121	26	32	0
其他業外收入(支出)淨額	26	43	37	80	105
稅前純益	(120)	272	292	1,053	1,826
所得稅費用	5	(52)	(39)	(200)	(347)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	(115)	220	253	853	1,479
稅前息前折舊攤銷前淨利	198	830	718	690	1,388
調整後每股盈餘 (NT\$)	(0.74)	1.17	1.29	4.34	7.53

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)	23.4	(0.9)	56.6	50.9
營業利益	--	--	77.7	309.9	83.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	(40.1)	319.5	(13.5)	(3.9)	101.2
稅後純益	--	--	14.9	237.0	73.4
調整後每股盈餘	--	--	10.3	236.2	73.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	4.9	8.6	11.8	15.4	16.7
營業利益率	(2.3)	2.0	3.5	9.2	11.2
稅前息前淨利率	(2.6)	3.8	4.4	9.2	11.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	3.7	12.7	11.1	6.8	9.1
稅前純益率	(2.3)	4.2	4.5	10.4	12.0
稅後純益率	(2.2)	3.4	3.9	8.4	9.7
資產報酬率	(1.9)	3.1	3.7	11.8	17.1
股東權益報酬率	(4.9)	8.4	8.1	20.6	27.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	221.7	135.3	100.2	74.7	60.5
淨負債權益比(%)	110.3	31.9	(11.4)	(10.5)	(26.3)
利息保障倍數 (倍)	(5.7)	13.0	42.3	86.3	148.9
流動比率 (%)	117.4	152.4	156.7	178.2	215.3
速動比率 (%)	76.1	116.8	124.2	136.6	173.2
淨負債 (NT\$百萬元)	2,472	964	(371)	(435)	(1,416)
調整後每股淨值 (NT\$)	14.38	15.41	16.63	21.07	27.36
評價指標 (倍)					
本益比	--	94.4	85.5	25.4	14.7
股價自由現金流量比	--	45.9	20.8	50.1	17.5
股價淨值比	7.7	7.2	6.6	5.2	4.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨	109.4	26.1	30.2	31.4	15.6
股價營收比	4.1	3.3	3.4	2.1	1.4

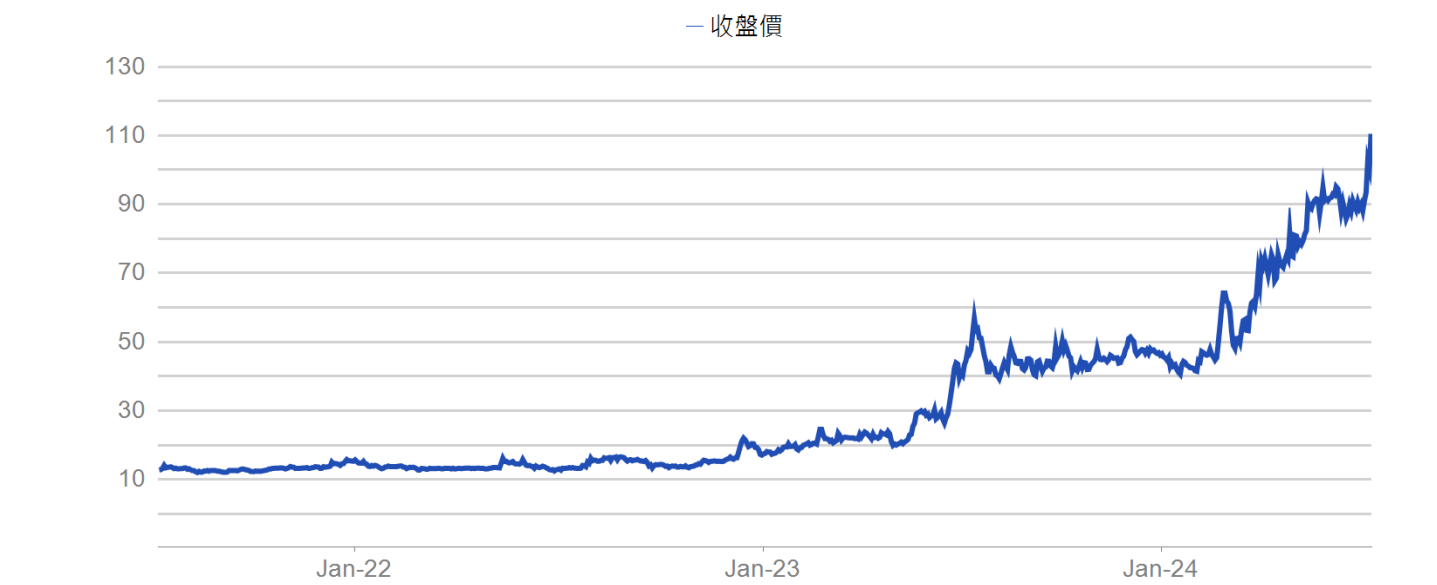
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

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。

晟銘電 (3013 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

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>.