

泰碩 (3338 TT) Taisol

水冷伺服器需求崛起，GB200 水冷板認證中

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月)：NT\$112.0

收盤價 (2024/07/23)：NT\$83.4
隱含漲幅：34.3%

營收組成 (1Q24)

筆電 37%、伺服器 21%、DT/AIO 12%、車用 14%、通訊 7%、其他 9%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	112.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	4.6	--
2024年EPS	3.6	--

交易資料表

市值	NT\$7,330百萬元
外資持股比率	5.5%
董監持股比率	13.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$23.54
負債比	48.1%
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	4,568	3,812	4,563	6,289
營業利益	276	267	337	675
稅後純益	267	243	312	544
EPS (元)	3.05	2.78	3.57	6.22
EPS YoY (%)	42.9	-8.8	28.2	74.4
本益比 (倍)	27.4	30.0	23.4	13.4
股價淨值比 (倍)	4.0	3.9	3.5	3.1
ROE (%)	15.0	13.0	15.2	22.8
現金殖利率 (%)	2.4%	2.4%	3.0%	5.2%
現金股利 (元)	2.00	2.00	2.50	4.35

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，中系業者水冷散熱採用度提升，預估泰碩 2024/25 年營收為 45.6/62.9 億元，年增 20%/38%。
- GB200 水冷板新增兩家業者認證，泰碩可望成為供應商之一，預估 2024/25 年水冷營收為 4.8/12.7 億元，佔營收 11%/20%。
- 水冷散熱採用度提升，公司可望打入 GB200 水冷板供應鏈，給予泰碩買進評等，以 18 倍本益比及 2025 年預估 EPS 評價，目標價 112 元。

中國伺服器訂單回溫，預估 2024 營收年增 20%

泰碩 2Q24 營收 10.1 億元，季增 18%、年增 19%，受惠於伺服器客戶拉貨動能復甦，加上油電混合車及純電車客戶出貨量攀升，帶動車用及伺服器散熱模組營收提升，預估 2Q24 EPS 0.7 元，季減 10%、年減 5%。展望 2H24，美系及中系業者伺服器需求逐漸好轉，加上部分客戶水冷散熱需求提升，預計水冷板 ColdPlate 出貨量將逐季增加。本中心預估泰碩 2024 年營收為 45.6 億元，年增 20%，毛利率 20.2%，年減 0.5 個百分點，營業利益 3.4 億元，年增 26%，稅後淨利 3.1 億元，年增 28%，EPS 3.57 元。

GB200 水冷板認證中，中系伺服器水冷採用度提升

根據供應鏈調查，Nvidia GB200 伺服器水冷板(ColdPlate)最大挑戰為漏水問題，原有二家台系供應商加入供應鏈，最終僅剩奇鋐的品質過關。Nvidia 為避免 ColdPlate 供應短缺，雙鴻及泰碩接棒送樣進行認證。泰碩水冷板出貨已逾兩年，且生產銅及鋁製程的產品，有望成為 Nvidia 第三或四家供應商。此外，中國伺服器業者近期對水冷散熱需求大增，將有助於泰碩 ColdPlate 出貨量增加。本中心預估，泰碩 2024/2025 年水冷營收貢獻將達 4.8/12.7 億元，佔總營收的 11%/20%。

伺服器業務回溫，水冷營收貢獻明顯增長

泰碩持續推展水冷業務，ColdPlate 除了供應給伺服器外，還打入車用及投影等領域，此外公司亦積極研發 CDU 產品，預計下半年開始送樣驗證。在產能方面，因應客戶需求及產能分散政策，泰國廠於下半年設廠。本中心看好水冷趨勢，且公司有機會打入 GB200 供應鏈，將成為營運最大動能，因此給買進評等，目標價 112 元，以 18 倍本益比及 2025 年預估每股盈餘推得。

中國新規定，新資料中心 PUE 需控制於 1.4 以下

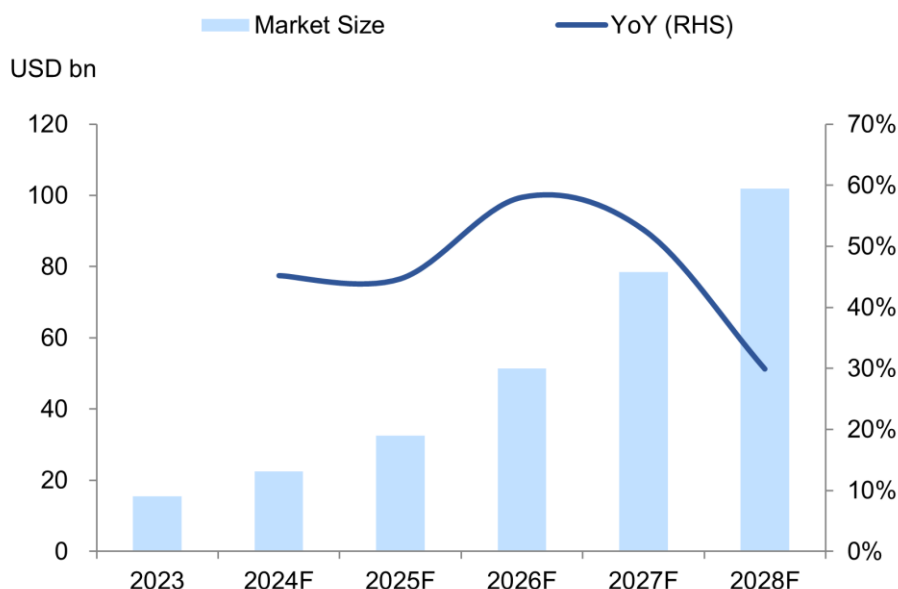
中國政府近年來對於資料中心能效管理的節能減碳要求日益增加，優化電源使用效率(Power Usage Effectiveness, PUE)的能源配置成為顯學，PUE 是衡量資料中心能源使用效率的重要指標，數值越接近 1，代表資料中心的能源使用越有效率。

為了推動資料中心的綠色發展，中國政府發佈一系列政策和規範，對資料中心 PUE 進行規範。根據國家發展和改革委員會及工信部發佈的相關公文，新建資料中心的 PUE 值應控制在 1.4 以下，且在特定地區如北京、上海等一線城市，新建資料中心的 PUE 值要求更為嚴格，需要控制在 1.3 以下，現有資料中心則被要求逐步改造升級，以達到更高的能效標準。

新政策反映中國政府對於節能減碳和永續發展的高度重視，資料中心作為現代重要基礎設施，其能源消耗巨大，降低資料中心的 PUE 值，不僅能夠減少能源浪費、降低運營成本，還能夠顯著減少二氧化碳排放，對環境保護具有積極意義。

為了達到中國政府規定的 PUE 目標，資料中心運營商需採取多種措施，包括優化冷卻系統、提高設備能效、引入再生能源等。同時，政府也鼓勵企業進行技術創新，持續開發高效資料中心解決方案，打造綠色資料中心為標竿。

圖 1：中國水冷伺服器規模預估



資料來源：IDC、元大投顧整理

水冷伺服器專案數及詢問度提升，泰碩水冷板出貨量將逐年增加

隨著中國政府對資料中心 PUE 限制日益嚴格，中國資料中心對水冷伺服器的需求大幅提升，將由過往氣冷散熱伺服器陸續轉型為水冷散熱產品。根據供應鏈調查，中國業者水冷伺服器開的專案滲透率自去年 10% 增加到今年 30-40%。

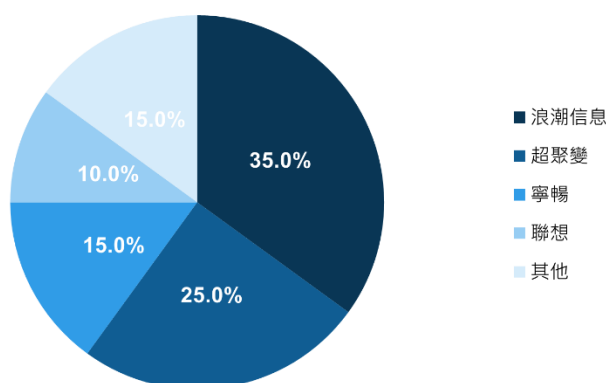
中國伺服器市場中，浪潮及聯想具市場主導地位，兩家業者對於水冷伺服器的需求持續增加，根據 IDC 統計，中國水冷伺服器市場的份額分布為：浪潮 35%、超聚變 25%、寧暢 15%、聯想 10%。

泰碩水冷產品以 ColdPlate 為主，用於伺服器、車用 ECU、投影機等產品。公司 ColdPlate 主要由東莞廠生產，產能約為 2 萬片/月，公司持續改善焊接設備來提升生產良率，未來將進一步將產能擴增至 5 萬片/月，並持續研發分歧管(CDM)產品。

根據本中心調查，泰碩水冷伺服器產品主要出貨給浪潮及聯想，少部分出貨給英業達。此外，隨著汽車開始朝電動車或油電混合車發展，隨車電搭載 ECU 數量持續增加，對於散熱要求也持續提升，採用水冷散熱的車用 CDU 也會持續增加。

公司在 2023 年 ColdPlate 出貨量約有 4-5 萬片，預計 2024/2025 年 ColdPlate 出貨量達 13/20 萬片，將佔營收 11%/20%，由於水冷產品的毛利率優於平均，將帶動產品組合優化。

圖 2：中國水冷伺服器市場份額



資料來源：IDC、元大投顧整理

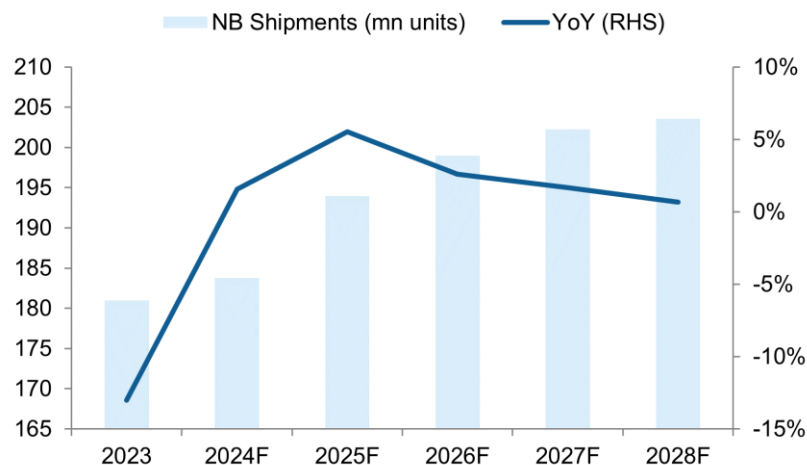
AI PC 下半年陸續登場，散熱模組單價可望小幅提升

根據 IDC 數據，2023 年 NB 出貨量為 1.8 億台、年減 13%。展望後市，市場需求逐步回溫，加上 2024 年底各品牌將陸續推出 AI PC，可望帶動換機潮，預估 2024/2025 年出貨量將達到 1.84/1.94 億台，年增 1.5%/5.5%。

AI PC 搭載 Microsoft Copilot 專案機型開始增加，部分機種提升 CPU、NPU、DRAM 的規格需求，再加上 AI PC 掌握使用者的使用習慣、語言、手勢等，帶動鏡頭、感測器相關應用升級。此外，由於搭載 AI 應用，功耗也會同步增加，散熱效能也將提升。AI PC 可望帶動企業端的換機潮，且 Windows 10 預計明年停止更新，新一波的採購潮有機會落於 2H24，對 ODM 廠而言，受惠於新機種專案項目增多，設計收入也會一併增加。考慮到品牌廠陸續推出搭載 Ultra 7、Snapdragon X Elite 等 AI PC，高階商用機型下半年將陸續推出，預計 AI PC 明年滲透率(包括消費型/高階商用)有望達 30-40%。

本中心認為，今年 PC/NB 需求仍不明確，不過下半年各品牌廠 AI PC 新品發表將帶動換機潮。然在價格方面，儘管下半年 AI PC 產能將逐步拉升，因散熱模組產品規格升級幅度並不大，ASP 僅略微提升，因此本中心預估泰碩 2024 年筆電相關營收為 17.5 億元，年增 4.5%。

圖 3：NB 出貨量預估



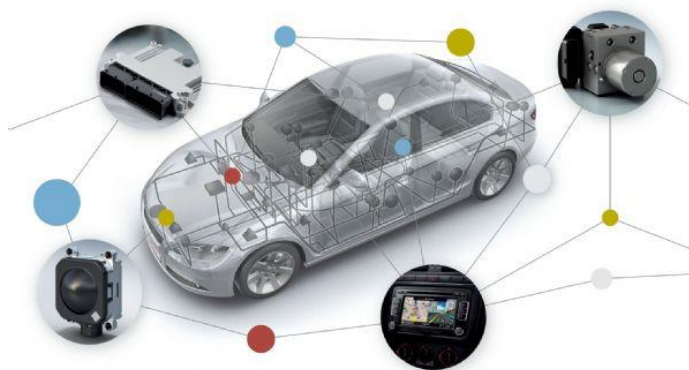
資料來源：IDC、元大投顧整理

車用 ADAS 系統導入水冷散熱，明年可望迎來大成長

近年來，汽車電子零組件數量大幅提升，包括先進駕駛輔助系統(ADAS)、娛樂系統、電動引擎、高效電子控制單元等，高階的功能提供更高的性能和安全性，同時也使車內電子散熱成為關鍵挑戰。隨電子零組件數量增加，車輛搭載 ECU 主板產生的熱能也將同步上升，需要更有效的散熱系統來確保電子元件的穩定運作。

管理層表示，水冷系統能夠更有效地吸收和分散車內熱量，確保電子元件在穩定的工作溫度範圍內運轉。今年已經有客戶開案，主要設計用於 ADAS 主板之上，預估明年車用水冷散熱產品將逐步導入。本中心認為，未來車用零組件數量持續提升，為逐步達成全自動化駕駛，需要搭載更高規格的 ADAS 系統及傳輸設備，未來汽車主板搭載水冷散熱比重將持續提升。預估泰碩 2024/2025 年車用業務營收為 7.0/10.3 億元、年增 53%/47%。

圖 4：電動車零組件解析



資料來源：Digitimes

伺服器需求增溫，靜待水冷板出貨放量

泰碩 2Q24 營收 10.1 億元，季增 18%、年增 19%，受惠於中系業者對於伺服器需求逐漸回溫，加上車用水冷板需求仍維持高檔，帶動營收成長；預估 2Q24 毛利率為 20.3%，季增 0.2 個百分點、年持平，由於一般型伺服器毛利率約略等於公司平均毛利率，整體毛利率並未大幅提升；營業利益 0.7 億元，季增 51%、年增 51%；稅後淨利 0.6 億元，季減 10%、年減 5%，EPS 0.7 元。

展望 2H24，美系及中系業者伺服器需求逐漸好轉，一般型需求訂單能見度提升，加上部分客戶水冷散熱需求開案度增加，如中科曙光 C7000、A100、H20 等開始導入水冷方案，預計水冷板出貨量將逐季增加。此外，泰碩目前也將水冷板送樣至鴻海進行 GB200 驗證，若通過認證將成為 4Q24 的另一個成長動能。

預估 3Q24/4Q24 營收為 12.3/14.7 億元，季增 21%/20%、年增 18%/35%；毛利率 20.3%/20.2%；營業利益 1/1.2 億元，季增 46%/17%、年增 28%/21%；稅後淨利 0.9/1 億元，季增 39%/15%、年持平/年增 47%，EPS 0.97/1.12 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	855	859	1,013	17.9%	18.6%	1,003	1.0%
營業毛利	174	173	206	19.2%	18.6%	211	-2.3%
營業利益	46	46	70	50.6%	50.6%	78	-10.3%
稅前利益	90	88	81	-8.8%	-10.1%	92	-12.4%
稅後淨利	65	68	61	-9.5%	-5.2%	73	-16.1%
調整後 EPS (元)	0.74	0.77	0.70	-9.5%	-5.2%	0.83	-16.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	20.3%	20.1%	20.3%	0.2	0.0	21.0%	-0.7
營業利益率	5.4%	5.4%	6.9%	1.5	1.5	7.8%	-0.9
稅後純益率	7.6%	7.9%	6.0%	-1.8	-1.5	7.3%	-1.2

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	2Q24F	3Q24F	季增率	年增率	市場預估	預估差異
營業收入	1,042	1,013	1,225	20.9%	17.6%	1,228	-0.2%
營業毛利	222	206	249	20.7%	12.2%	269	-7.6%
營業利益	80	70	102	45.7%	27.7%	131	-22.4%
稅前利益	110	81	112	39.2%	1.7%	141	-20.4%
稅後淨利	86	61	85	39.2%	-0.5%	113	-24.6%
調整後 EPS (元)	0.98	0.70	0.97	39.2%	-0.5%	1.29	-24.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	21.3%	20.3%	20.3%	0.0	-1.0	21.9%	-1.6
營業利益率	7.7%	6.9%	8.3%	1.4	0.6	10.7%	-2.4
稅後純益率	8.2%	6.0%	7.0%	0.9	-1.3	9.2%	-2.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

GB200 水冷商機爭奪戰，泰碩可望切入供應鏈

目前 GB200 ColdPlate AVL 名單以 Cooler Master 及奇鋌為主，中國的 Readore 主要出貨給中國境內。Nvidia GB200 伺服器水冷板最大挑戰為漏水問題，原有二家台系供應商加入供應鏈，最終僅剩奇鋌的品質過關，Nvidia 為避免 ColdPlate 供應短缺，雙鴻及泰碩接棒送樣進行認證。根據調查，雙鴻的已經通過認證，不過尚未加入 AVL 名單中，泰碩目前則正在與鴻海進行認證中。

伺服器的 TDP 逐年走高，除了 Nvidia 的 GPU 外，中國的部分的伺服器也開始搭載水冷散熱。奇鋌目前為 ColdPlate 最大供應商，以美系及中系業者為主，月產能達 44 萬片；雙鴻為目前 Supermicro 主要 ColdPlate 供應商，月產能達 30 萬片；泰碩目前主要出貨給中國伺服器業者及車廠的 ECU 板，月產能約 3 萬片。

未來水冷伺服器採用度將持續提升，泰碩預計今年下半年將在泰國設廠，屆時 ColdPlate 產能可望擴充至 10 萬片，且公司也會開始送 CDU 產品給客戶認證，雖然泰碩目前的產能及競爭能力不及同業，然仍將受惠於水冷趨勢商機。

圖 7：泰碩目前 ColdPlate 主要提供給中系業者

公司	ColdPlate 產能	產地	客戶群	預估 2024/25 年水冷營收比重
奇鋌	44 萬/月	中國、越南	中系、美系	5%/22%
雙鴻	30 萬/月	中國、泰國	美系	18%/32%
泰碩	3 萬/月	中國	中系、美系	11%/20%
台達電	4.6 萬/月	中國	美系	<1%/3%

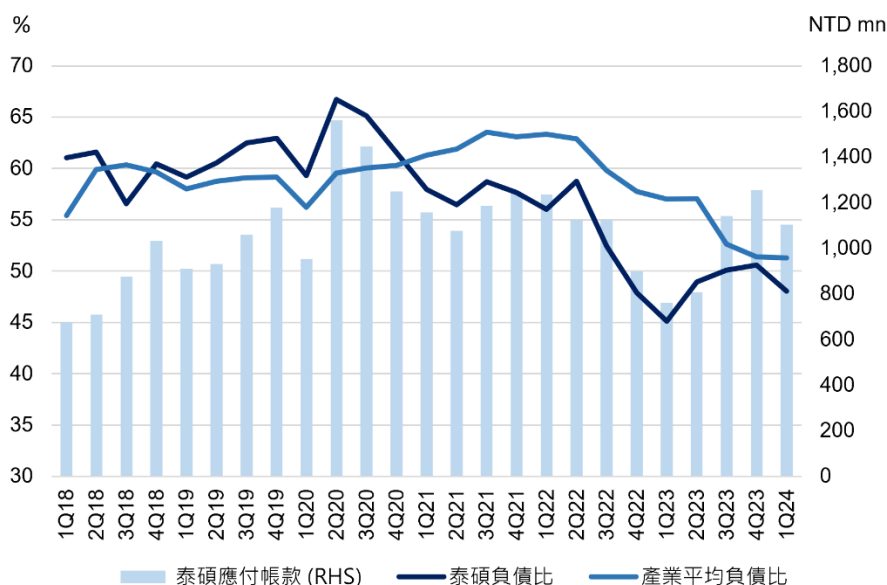
資料來源：元大投顧整理

財務分析

負債比隨應付帳款下降，近三年低於同業平均負債比

泰碩負債比自 2Q20 高點 66.7% 下降至 1Q24 48%，低於產業平均負債比 51%，主因應付帳款持續下降。觀察公司利息保障倍數，長期維持正數，近四季因利息支出減少利息保障倍數大幅攀升至 1Q24 的 176 倍，資金充裕足以支應利息費用，短期無財務風險。

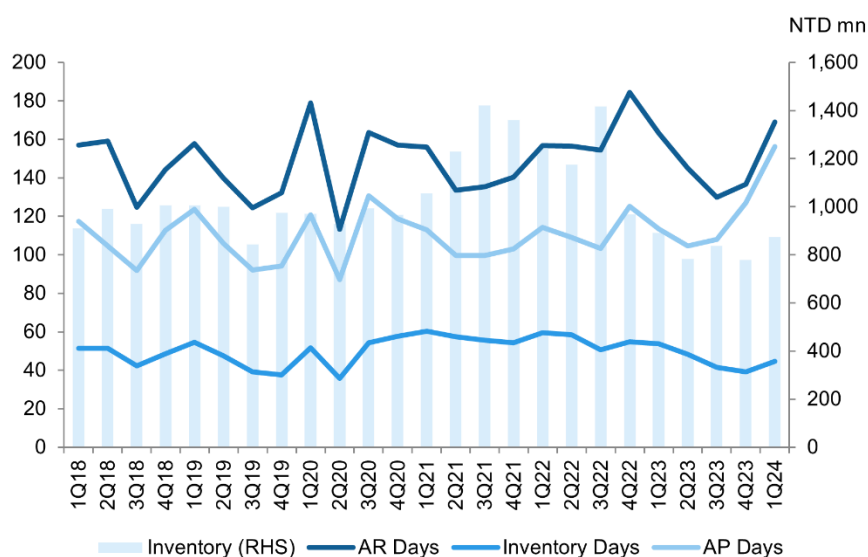
圖 8：泰碩負債比隨應付帳款下降



資料來源：公司資料、元大投顧；註：產業平均包含奇鋐、雙鴻、力致、建準。

營運面則可見泰碩自 2H22 開始去化庫存後，庫存週轉天數自高點 60 天下滑，目前庫存約維持於 7-8 億左右的水平。1Q24 應收帳款天數為 169 天，應付帳款天數為 156 天。

圖 9：營運週轉天數

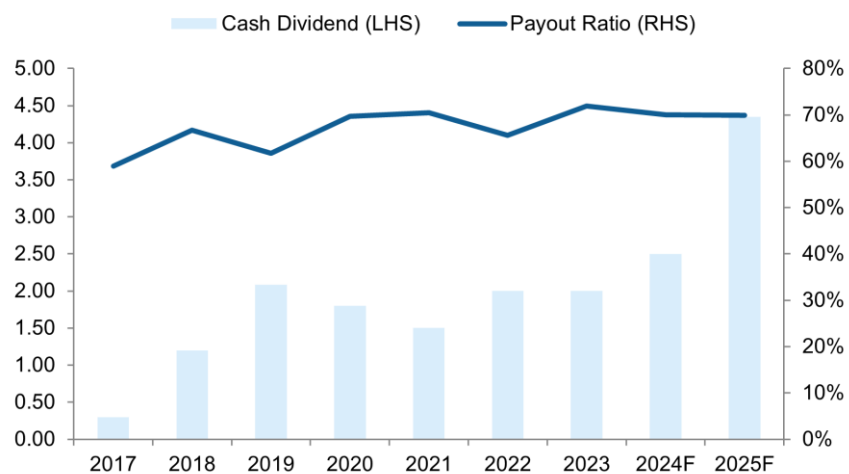


資料來源：公司資料、元大投顧

營運強勁成長，持續回饋股東

泰碩 EPS 自 2017 年的 1.8 元以 CAGR 9%成長到 2023 年的 2.78 元，近兩年股利支付率約 70% 水準，同時股東權益報酬率近年維持於雙位數水平。隨營運強勁成長並維持相同配發率，本中心預估 2024/2025 年現金股利 2.5/4.4 元，殖利率約 3%/5%。

圖 10：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 11：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		New design from systems to DC infrastructure		
QCT	*GWP: Global Warming Potential				

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

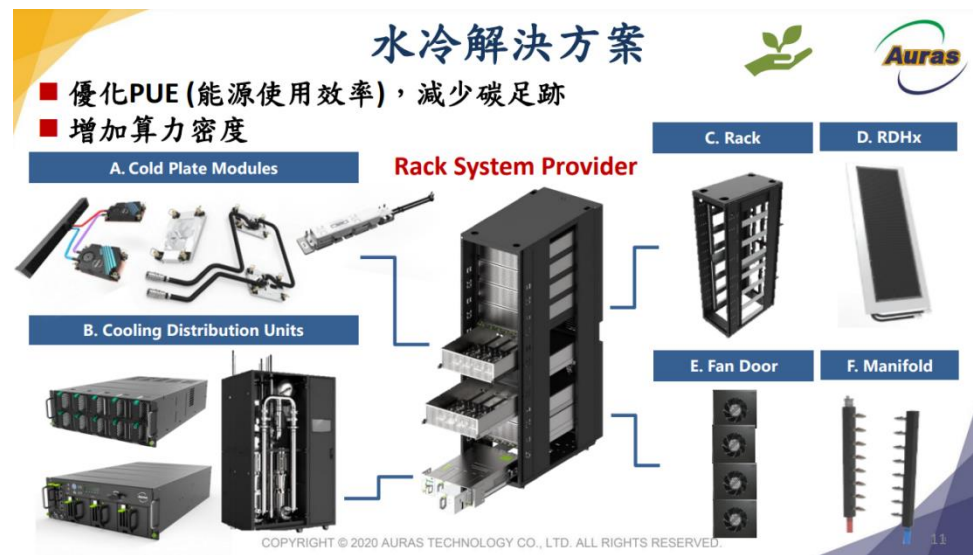
水冷預計於 GB200 大量採用

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，預計輝達於 B200/X100 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 12：水冷主要六大件



資料來源：雙鴻

獲利調整與股票評價

給予泰碩買進評等，目標價 112 元

本中心正面看待泰碩，主因 1) 一般型伺服器回溫，下半年散熱模組出貨量將增加；2) 中系業者的伺服器及車用 ECU 搭載水冷板散熱的比重提升，將帶動 ColdPlate 出貨量增加；3) GB200 水冷板認證中，泰國廠預期下半年完工，產能可望翻倍，以因應客戶需求。

本中心預估泰碩 2024/2025 年營收為 45.6/62.9 億元，年增 20%/38%；毛利率 20.2%/21.5%，年減 0.5 個百分點/年增 1.3 個百分點；營業利益 3.4/6.8 億元，年增 26%/100%；稅後淨利 3.1/5.4 億元，EPS 3.57/6.22 元，年增 28%/74%。

目前，同業(奇鋌、雙鴻、台達電)近三年平均本益比區間為 10-40 倍，泰碩以 2024/2025 年每股盈餘來看，目前本益比 23.4/13.4 倍。考量到水冷散熱未來滲透率將持續成長，且泰碩擁有兩年水冷板出貨經驗，營收將會明顯跳升，若未來打入 GB200 供應鏈出貨給 CSP 業者，成長動能會再放大。

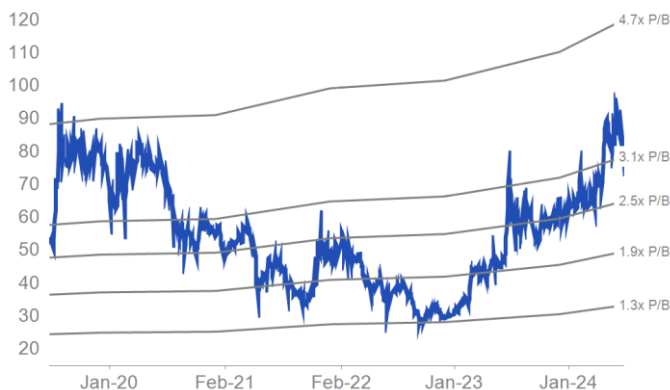
評價面而言，以 2025 年預估每股盈餘來看目前評價仍偏低，因此給予泰碩買進評等，以 2025 年預估每股盈餘及 18 倍本益比評價，給予目標價 112 元。

圖 13：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 14：12 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 15：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
泰碩	3338 TT	買進	83.4	222	2.78	3.57	6.22	30.0	23.4	13.4	(8.8)	28.2	74.4
國內同業													
雙鴻	3324 TT	買進	760.0	1,059	14.3	24.5	36.9	53.1	31.0	20.6	(2.5)	71.4	50.3
奇鋹	3017 TT	買進	669.0	4,648	13.8	22.3	35.7	48.3	30.0	18.7	17.5	61.4	59.8
力致	3483 TT	未評等	172.5	450	7.9	--	--	21.8	--	--	--	--	--
建準	2421 TT	未評等	101.5	1,021	5.2	7.0	8.1	19.7	14.6	12.5	19.0	34.8	17.0
國內同業平均					10.3	17.9	26.9	35.7	25.2	17.3	11.3	55.9	42.3

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 16：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
泰碩	3338 TT	買進	83.4	222	13.0	15.2	22.8	21.57	23.54	27.29	3.9	3.5	3.1
國內同業													
雙鴻	3324 TT	買進	760.0	1,059	19.6	24.6	29.8	74.1	99.7	123.9	10.3	7.6	6.1
奇鋹	3017 TT	買進	669.0	4,648	26.9	33.1	38.8	57.5	67.4	91.9	11.6	9.9	7.3
力致	3483 TT	未評等	172.5	450	--	--	--	50.8	--	--	3.4	--	--
建準	2421 TT	未評等	101.5	1,021	21.5	28.0	26.2	27.9	26.0	32.7	3.6	3.9	3.1
國內同業平均					22.6	28.6	31.6	52.6	64.4	82.8	7.2	7.1	5.5

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 17：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	859	1,013	1,225	1,465	1,269	1,502	1,702	1,816	4,563	6,289
銷貨成本	(687)	(807)	(977)	(1,169)	(1,002)	(1,181)	(1,334)	(1,420)	(3,640)	(4,937)
營業毛利	173	206	249	296	267	321	369	396	924	1,352
營業費用	(126)	(136)	(147)	(177)	(155)	(167)	(174)	(181)	(586)	(677)
營業利益	46	70	102	119	112	154	195	215	337	675
業外利益	42	11	10	10	10	10	10	10	73	41
稅前純益	88	81	112	129	122	164	205	225	410	716
所得稅費用	(21)	(19)	(27)	(31)	(29)	(39)	(49)	(54)	(98)	(172)
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	68	61	85	98	92	125	156	171	312	544
調整後每股盈餘(NT\$)	0.77	0.70	0.97	1.12	1.06	1.43	1.79	1.95	3.57	6.22
調整後加權平均股數(百萬股)	87	87	87	87	87	87	87	87	87	87
重要比率										
營業毛利率	20.1%	20.3%	20.3%	20.2%	21.0%	21.4%	21.7%	21.8%	20.2%	21.5%
營業利益率	5.4%	6.9%	8.3%	8.1%	8.8%	10.2%	11.4%	11.8%	7.4%	10.7%
稅前純益率	10.3%	8.0%	9.2%	8.8%	9.6%	10.9%	12.1%	12.4%	9.0%	11.4%
稅後純益率	7.9%	6.1%	7.0%	6.7%	7.3%	8.3%	9.2%	9.4%	6.8%	8.7%
有效所得稅率	23.4%	23.5%	24.1%	24.0%	23.8%	23.8%	23.9%	24.0%	23.9%	24.0%
季增率(%)										
營業收入	-20.8%	17.9%	20.9%	19.6%	-13.4%	18.4%	13.3%	6.7%		
營業利益	-52.8%	50.6%	45.7%	16.7%	-5.9%	37.5%	26.6%	10.3%		
稅後純益	1.8%	-9.5%	39.2%	15.3%	-6.1%	35.9%	24.8%	9.6%		
調整後每股盈餘	1.8%	-9.5%	39.2%	14.6%	-5.5%	35.0%	25.2%	9.3%		
年增率(%)										
營業收入	3.5%	18.5%	17.5%	35.1%	47.7%	48.3%	38.9%	24.0%	19.7%	37.8%
營業利益	11.5%	50.6%	27.7%	20.8%	141.0%	120.0%	91.2%	80.7%	26.4%	100.3%
稅後純益	155.9%	-5.2%	-0.5%	47.4%	35.9%	104.9%	83.5%	74.5%	28.2%	74.4%
調整後每股盈餘	155.9%	-5.2%	-0.5%	46.9%	35.9%	103.6%	83.1%	74.7%	28.2%	74.4%

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

泰碩成立於 1994 年，設立初期主要專注於導熱元件及散熱模組的設計與製造，自 1999 年起，泰碩開始積極擴展其業務範圍，轉型成為全方位電子元件及解決方案供應商，除了原有的 PC/NB 散熱模組產品，泰碩進一步將產品線拓展至電動車、網路通訊、雲端運算、工業應用及消費性產品等領域。

近期公司開始生產 3DVC 及水冷散熱(ColdPlate)產品，主要供應給中系客戶，未來將持續擴大其客戶群，致力為更多行業和市場提供創新的解決方案。

泰碩的生產基地位於桃園及中國東莞、蘇州及泗陽，為滿足客戶需求，公司不斷擴充其生產能力，並導入生產流程的垂直整合作業，確保高效、高品質的產品供應；此外，因應產能分散需求，泰碩兩年前已經在越南設立據點，預計下半年將開始設廠，後續將持續購買土地擴增海外產能。

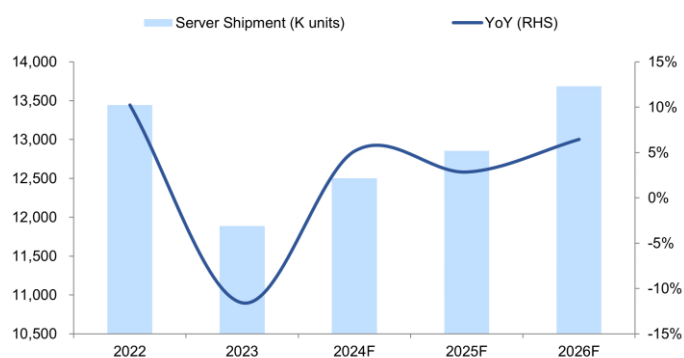
泰碩 1Q24 營收比重為筆電 37%、伺服器 21%、DT/AIO 12%、車用 14%、通訊 7%、其他 9%；主要競爭對手包含 Cooler Master、奇鋌、雙鴻、CoolIT、建準、力致等。

圖 18：泰碩前十大股東持股狀況

股份 / 主要股東名稱	持有股數 (千股)	持股比例 (%)
信音企業	11,022	12.54
彭朋煌(董事長)	1,267	1.44
匯豐託管雅凱	1,121	1.28
謝君山	888	1.01
余清松	876	1
葉裕璋	647	0.74
匯豐託麥格理	546	0.62
張學舜	500	0.57
泰碩庫藏股專戶	450	0.51
梁竣興(總經理)	10	0.01

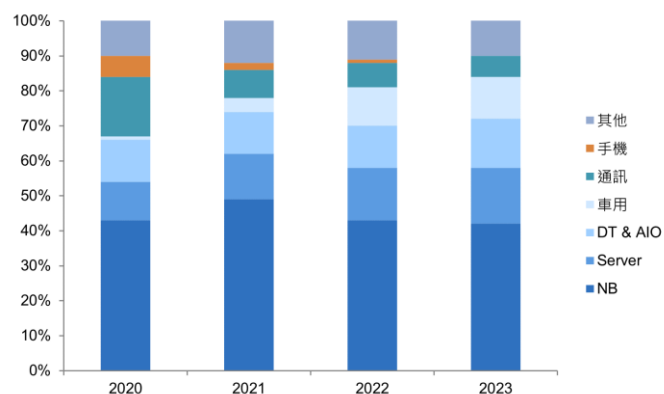
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 19：伺服器出貨量預估



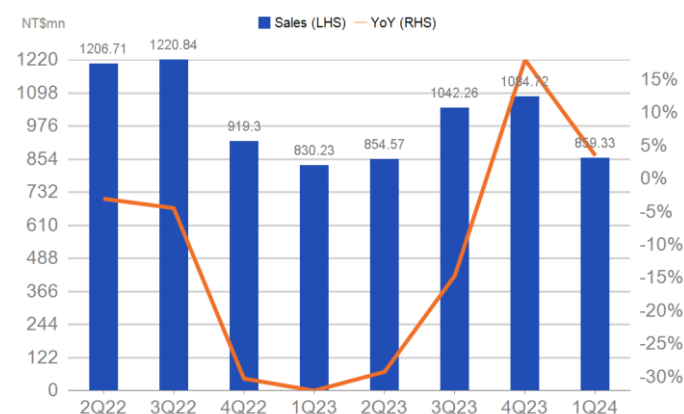
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：營收組成



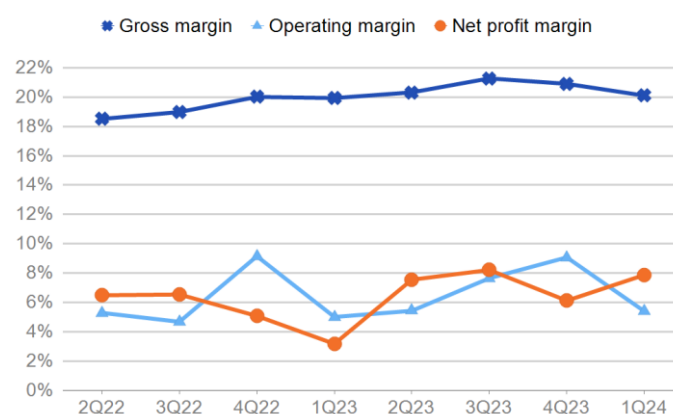
資料來源：公司資料

圖 21：營收趨勢



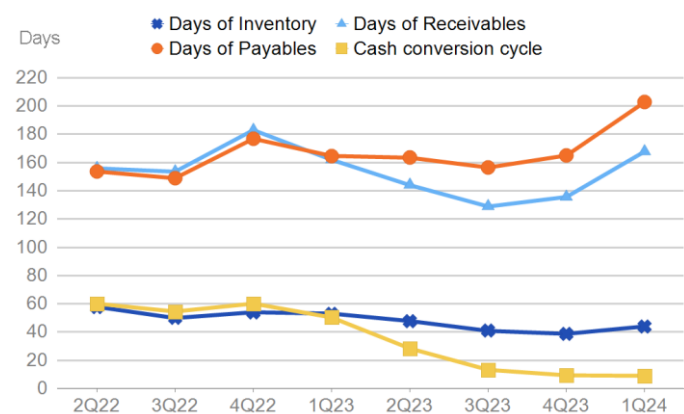
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：毛利率、營益率、淨利率



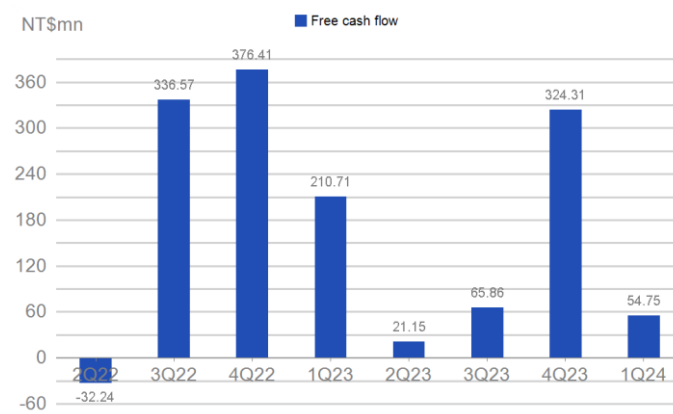
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：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	418	765	1,001	945	1,091
存貨	654	410	343	350	379
應收帳款及票據	2,093	1,623	1,650	1,638	1,773
其他流動資產	122	95	261	334	334
流動資產	3,287	2,893	3,255	3,267	3,577
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	502	468	435	530	641
無形資產	2	2	1	1	1
其他非流動資產	245	193	144	170	174
非流動資產	749	662	580	701	816
資產總額	4,036	3,555	3,836	3,969	4,393
應付帳款及票據	1,242	898	1,255	1,172	1,268
短期借款	20	0	0	0	0
什項負債	903	677	544	565	565
流動負債	2,165	1,575	1,799	1,737	1,834
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	162	128	140	173	173
長期負債	162	128	140	173	173
負債總額	2,327	1,703	1,940	1,910	2,007
股本	879	879	879	879	879
資本公積	349	349	349	349	349
保留盈餘	567	703	771	907	1,232
什項權益	(86)	(78)	(103)	(77)	(73)
歸屬母公司之權益	1,709	1,852	1,896	2,059	2,387
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	1,709	1,852	1,896	2,059	2,387

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	187	267	243	312	544
折舊及攤提	189	168	111	88	89
本期營運資金變動	(228)	406	319	(66)	(67)
其他營業資產 及負債變動	150	(30)	(3)	6	0
營運活動之現金流量	299	811	670	340	566
資本支出	(72)	(33)	(48)	(172)	(200)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(39)	(19)	(159)	(60)	0
投資活動之現金流量	(110)	(53)	(207)	(232)	(200)
股本變動	1	0	0	0	0
本期負債變動	(234)	(233)	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(158)	(132)	(175)	(176)	(219)
其他調整數	(41)	(61)	(36)	(8)	0
融資活動之現金流量	(432)	(426)	(211)	(184)	(219)
匯率影響數	(6)	14	(16)	19	0
本期產生現金流量	(249)	346	237	(56)	146
自由現金流量	228	778	622	168	366

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	4,978	4,568	3,812	4,563	6,289
銷貨成本	(4,095)	(3,695)	(3,024)	(3,640)	(4,937)
營業毛利	883	873	787	924	1,352
營業費用	(601)	(597)	(521)	(586)	(677)
推銷費用	(242)	(275)	(193)	(201)	(211)
研究費用	(204)	(178)	(137)	(176)	(241)
管理費用	(157)	(145)	(191)	(209)	(225)
其他費用	3	0	0	0	0
營業利益	283	276	267	337	675
利息收入	5	6	25	32	32
利息費用	(12)	(9)	(2)	(1)	(1)
利息收入淨額	(6)	(3)	24	31	31
投資利益(損失)淨額	0	0	0	2	1
匯兌損益	(28)	80	6	32	0
其他業外收入(支出)淨額	7	13	23	7	9
稅前純益	256	366	319	410	716
所得稅費用	(68)	(99)	(76)	(98)	(172)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	187	267	243	312	544
稅前息前折舊攤銷前淨利	457	543	431	249	586
調整後每股盈餘 (NT\$)	2.13	3.05	2.78	3.57	6.22

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	(5.3)	(8.2)	(16.6)	19.7	37.8
營業利益	(22.8)	(2.5)	(3.3)	26.4	100.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	(16.1)	18.7	(20.5)	(42.3)	135.3
稅後純益	(16.8)	42.7	(9.0)	28.2	74.4
調整後每股盈餘	--	42.9	(8.8)	28.2	74.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	17.7	19.1	20.7	20.2	21.5
營業利益率	5.7	6.0	7.0	7.4	10.7
稅前息前淨利率	4.9	7.8	8.3	7.4	10.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	9.2	11.9	11.3	5.5	9.3
稅前純益率	5.1	8.0	8.4	9.0	11.4
稅後純益率	3.8	5.9	6.4	6.8	8.7
資產報酬率	4.5	7.1	6.6	7.9	12.4
股東權益報酬率	11.0	15.0	13.0	15.2	22.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	136.1	92.0	102.3	92.8	84.1
淨負債權益比(%)	(23.3)	(41.3)	(52.8)	(45.9)	(45.7)
利息保障倍數 (倍)	23.1	42.2	197.5	688.5	1201.8
流動比率 (%)	151.8	183.7	180.9	188.1	195.1
速動比率 (%)	116.8	151.9	156.8	167.9	174.4
淨負債 (NT\$百萬元)	(398)	(765)	(1,001)	(945)	(1,091)
調整後每股淨值 (NT\$)	19.45	21.07	21.57	23.54	27.29
評價指標 (倍)					
本益比	39.1	27.4	30.0	23.4	13.4
股價自由現金流量比	31.9	9.3	11.7	43.2	19.8
股價淨值比	4.3	4.0	3.9	3.5	3.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	15.9	13.4	16.8	29.1	12.4
股價營收比	1.5	1.6	1.9	1.6	1.2

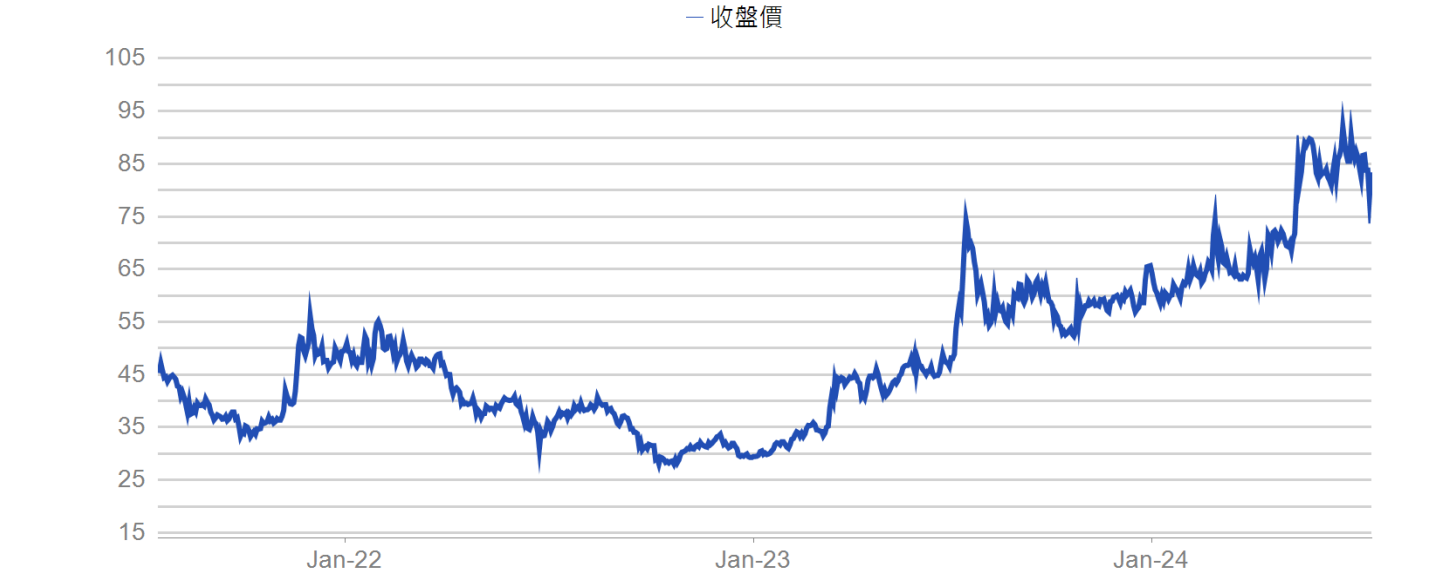
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

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。

泰碩 (3338 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>.