



## 嘉澤

(3533.TW/3533 TT)

## 增加持股 · 維持

收盤價 August 1 (NT\$)	1,485
12 個月目標價 (NT\$)	1,920
前次目標價 (NT\$)	1,860
調升 (%)	3.2
上漲空間 (%)	29.3

## 焦點內容

- 我們預期 2Q24 獲利率成長將帶動 EPS 高於我們與市場之預期。
- 新 CPU 插槽、DDR5 與 PCIe Gen 5 在伺服器、筆電與桌機的滲透率上升有助 2024-25 年營收、毛利率雙雙成長，每股盈餘亦將隨之上揚。
- 伺服器營收佔比將自 2023 年的 27% 逐步上升至 2024-25 年的 37%、45%，進而推升獲利率與每股盈餘。

## 交易資料表

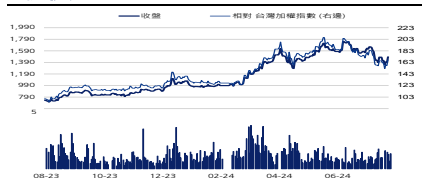
市值：(NT\$bn/US\$mn)	166.9 / 5,123
流通在外股數 (百萬股)：	112.4
外資持有股數 (百萬股)：	53.84
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.766
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	704 -1,750

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	3.1	50.6	103.4
相對表現 (%)	-7.9	24.6	71.9

## 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	19.88F	20.25F	22.27F

## 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  
陳韻如  
886.2.2181.8037  
yvonne.chen@kgi.com  
重要免責聲明，詳見最終頁

## 伺服器業務帶動 2024-25 年獲利率與 EPS 成長

## 重要訊息

嘉澤預計於 8 月 9 日公佈 2Q24 財報。受惠產品組合改善，我們看好獲利率維持上揚。儘管公司預期 3Q24 營收季增放緩，但新伺服器平台滲透率持續提升可望為後續營收、獲利成長挹注動能。

## 評論及分析

**獲利率趨勢正向。**嘉澤公告 2Q24 營收季增 17%、年增 30%，略低於凱基預估。然而，我們預期 2Q24 毛利率將超前市場以及凱基前估，主因產品組合改善、新台幣貶值有利且原料成本穩定。2Q24 伺服器營收佔比由前一季的 33-34% 上升至 36-37%，因新平台滲透率提高至 20-30% 推升產品均價，推估伺服器營收季增 25-30%、年增 95-100%。AMD (美) 的 Bergamo 新平台 2Q24 營收成長尤其強勁，有利毛利率。因此，我們將 2Q24 毛利率預估上修至 53.3%、營利率上修至 36.1%，反映營業費用率隨營收規模擴張而下滑。再加上匯兌利益挹注逾 1 億元業外收入，我們亦將 2Q24 EPS 預估調整為 19.88 元，高於市場預期。

**2H24 正向展望不變。**管理層預期 3Q24 營收季增 5% 左右，其中伺服器、桌機與筆電營收都將季增。並預期今年上、下半年的營收分佈為 45%、55%。伺服器 CPU 插槽 7 月出貨量超越 4-5 月的水準，Eagle Stream 與 Genoa/ Bergamo 等新平台的銷售持續上升，可望挹注 3Q24 伺服器營收並擴大其佔比。以銅價漲勢不多下，預期較佳的產品組合將有利於 2H24 毛利率與營利率。我們調升 2024 年 EPS 預估至 80.98 元 (年增 60%)，以反映獲利率預期上修。我們預期伺服器 CPU 新平台滲透率將於 4Q24 前升至 45-50%，2024 年平均滲透率可望超過 30%，2025 年將超過 50%，較 1H24 之 20-25% 明顯提升，而 DDR5 與 PCIe Gen 5 今年在筆電的滲透率上看 20-30%，桌機滲透率 30-35%，2025 年持續提升。上述新平台滲透率提高，加上嘉澤 PCIe Gen 5 及 DDR5 市佔率擴張，我們預估公司 2025 年營收將成長 27%。另外，Intel (美) 的 Birch Stream 與 AMD Turin 伺服器 CPU 新平台將提高 CPU 插槽均價，因此預估 2025 年伺服器營收佔比將由 2023-24 年的 27%、37% 進一步擴大至 45%，有利於整體營收與獲利率成長。凱基將 2025 年 EPS 預估調整為 103.51 元，年增 28%。AI 伺服器液冷分歧管的快接頭 (UQD) 與 AI 筆電的壓縮附加記憶體模組 (CMM) 將提供 2025 年潛在獲利上檔。

## 投資建議

嘉澤目標價由 1,860 元調升至 1,920 元，基於 21 倍 2024-25 年完全稀釋後平均 EPS 91.41 元。鑑於公司 2024-25 年獲利率及 EPS 將穩健成長，我們維持「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	30,113	38,265
營業毛利 (NT\$百萬)	8,557	11,938	11,481	15,874	20,227
營業利益 (NT\$百萬)	4,359	7,269	6,946	10,776	14,715
稅後淨利 (NT\$百萬)	3,472	6,254	5,593	9,027	11,538
每股盈餘 (NT\$)	33.32	58.70	50.65	80.98	103.51
每股現金股利 (NT\$)	16.00	26.00	26.00	40.54	51.82
每股盈餘成長率 (%)	26.2	76.2	(13.7)	59.9	27.8
本益比 (x)	44.6	25.3	29.3	18.3	14.3
股價淨值比 (x)	9.3	7.0	6.0	5.1	4.3
EV/EBITDA (x)	27.2	17.2	17.1	11.8	8.7
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.1	1.8	1.8	2.7	3.5
股東權益報酬率 (%)	22.9	31.5	22.1	30.1	32.8

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2Q-3Q24 財測修正 vs. 市場共識

百萬元	2Q24F							3Q24F						
	修正後	修正前	調幅(%)	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	7,427	7,617	(2.5)	17.0	29.8	7,174	3.5	7,798	7,998	(2.5)	5.0	20.7	7,851	(0.7)
毛利	3,959	3,961	(0.1)	21.5	52.9	3,679	7.6	4,133	4,079	1.3	4.4	34.5	3,993	3.5
營業利益	2,681	2,666	0.6	32.1	78.7	2,397	11.9	2,854	2,767	3.1	6.5	48.4	2,662	7.2
稅前淨利	3,009	2,902	3.7	12.5	56.3	2,576	16.8	2,952	2,883	2.4	(1.9)	23.2	2,824	4.6
稅後淨利	2,216	2,136	3.8	7.0	72.5	1,935	14.6	2,258	2,204	2.4	1.9	20.9	2,194	2.9
每股盈餘(元)	19.88	19.16	3.8	7.0	71.9	17.36	14.6	20.25	19.77	2.4	1.9	20.7	19.68	2.9
毛利率(%)	53.3	52.0	1.3 ppts	2.0 ppts	8.0 ppts	51.3	2.0 ppts	53.0	51.0	2.0 ppts	(0.3)ppts	5.5 ppts	50.9	2.1 ppts
營業利益率(%)	36.1	35.0	1.1 ppts	4.1 ppts	9.9 ppts	33.4	2.7 ppts	36.6	34.6	2.0 ppts	0.5 ppts	6.8 ppts	33.9	2.7 ppts
淨利率(%)	29.8	28.0	1.8 ppts	(2.8)ppts	7.4 ppts	27.0	2.9 ppts	28.9	27.6	1.4 ppts	(0.9)ppts	0.1 ppts	27.9	1.0 ppts

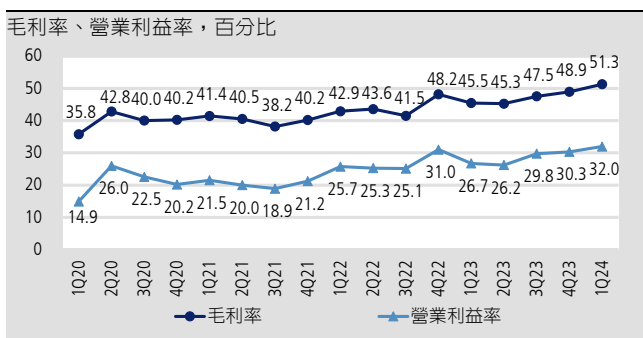
資料來源：彭博；凱基預估

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	30,113	30,442	(1.1)	23.0	29,445	2.3	38,265	37,992	0.7	27.1	35,233	8.6
毛利	15,874	15,621	1.6	38.3	15,009	5.8	20,227	19,790	2.2	27.4	18,017	12.3
營業利益	10,776	10,481	2.8	55.1	9,820	9.7	14,715	14,239	3.3	36.6	12,377	18.9
稅前獲利	11,957	11,635	2.8	59.0	10,922	9.5	15,245	14,738	3.4	27.5	13,020	17.1
稅後淨利	9,027	8,779	2.8	61.4	8,383	7.7	11,538	11,148	3.5	27.8	9,981	15.6
每股盈餘(元)	80.98	78.76	2.8	59.9	75.20	7.7	103.51	100.01	3.5	27.8	89.63	15.6
毛利率(%)	52.7	51.3	1.4 ppts	5.8 ppts	51.0	1.7 ppts	52.9	52.1	0.8 ppts	0.1 ppts	51.1	1.7 ppts
營業利益率(%)	35.8	34.4	1.4 ppts	7.4 ppts	33.3	2.4 ppts	38.5	37.5	1.0 ppts	2.7 ppts	35.1	3.3 ppts
淨利率(%)	30.0	28.8	1.1 ppts	7.1 ppts	28.5	1.5 ppts	30.2	29.3	0.8 ppts	0.2 ppts	28.3	1.8 ppts

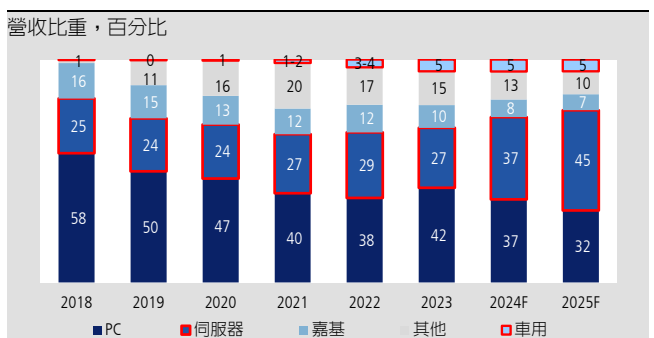
資料來源：彭博；凱基預估

圖 3：嘉澤 1Q24 毛利率與營業利率維持高檔



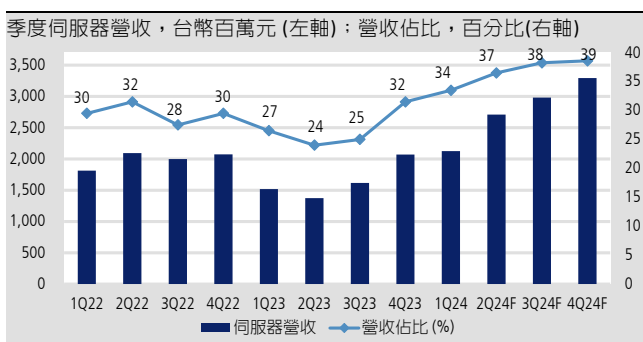
資料來源：公司資料；凱基投顧

圖 4：2024-25 年伺服器營收比重持續擴張



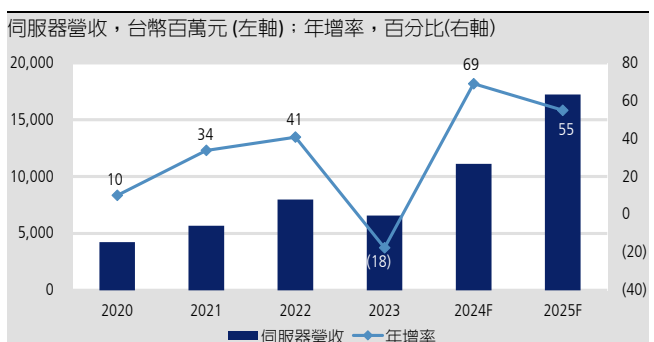
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 5：2Q24 伺服器營收比重延續升勢，達 36-37%



資料來源：公司資料；凱基

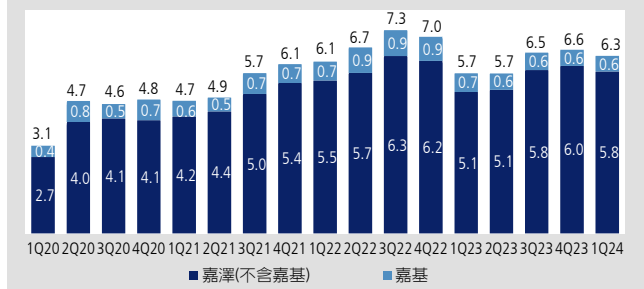
圖 6：伺服器營收於 1H24 年增 67%



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 7：嘉澤營收近幾季穩定成長

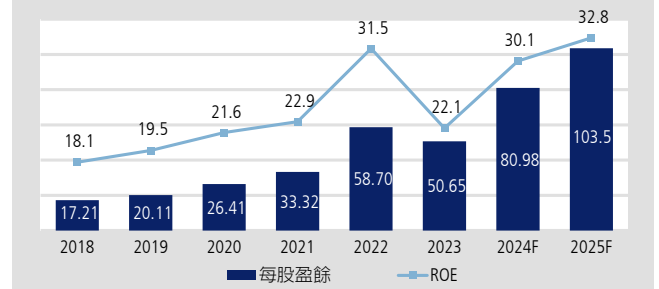
營收，台幣十億元



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：嘉澤 ROE 與獲利呈現上升趨勢

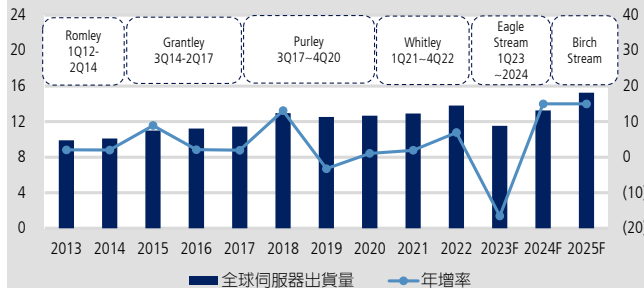
每股盈餘預估，新台幣元(左軸)；ROE，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基預估

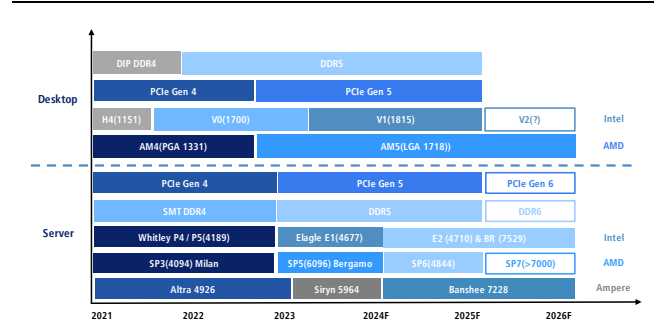
圖 9：2023 年伺服器需求將衰退，隨後於 2024 年恢復成長

全球伺服器出貨量，百萬台(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Gartner；凱基預估

圖 10：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 11：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	2Q21	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 12：AMD 預期 Genoa/ Bergamo CPU 滲透率將在 2024 上半年提升，並在 2024 年下半年推出 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

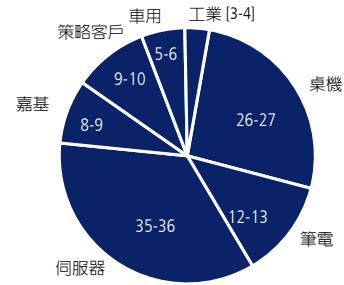
圖 13: 公司概况

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: 伺服器營收佔比持續提升，1H24 已達 35%

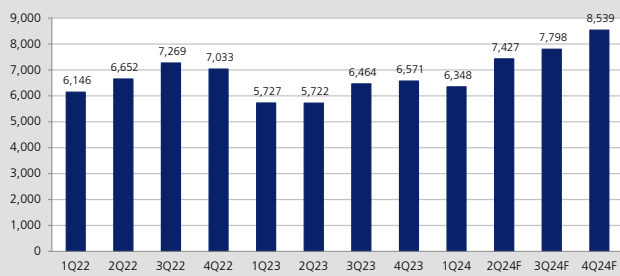
1H24 營收組合，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 15: 季營業收入

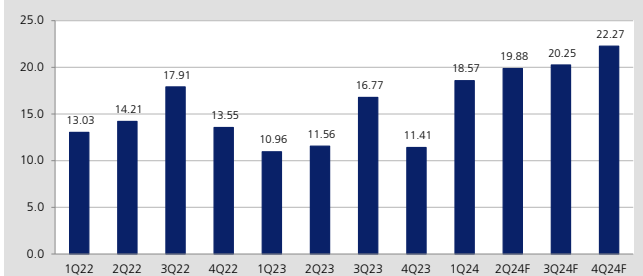
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 16: 每股盈利

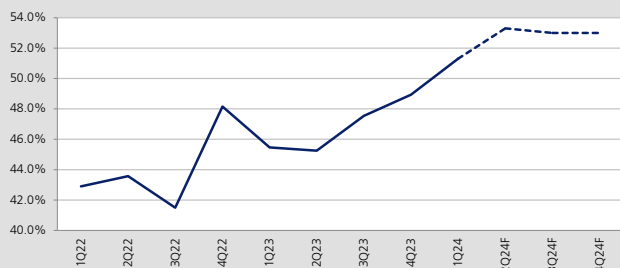
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 17: 毛利率

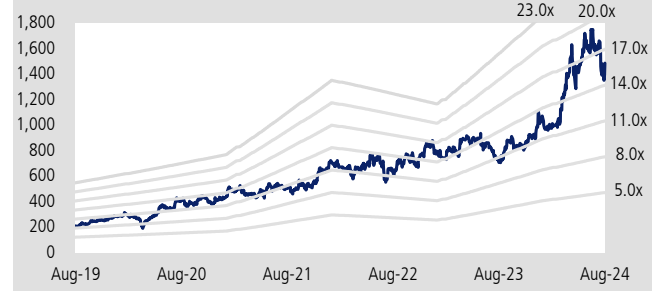
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 18: 未來一年預估本益比區間

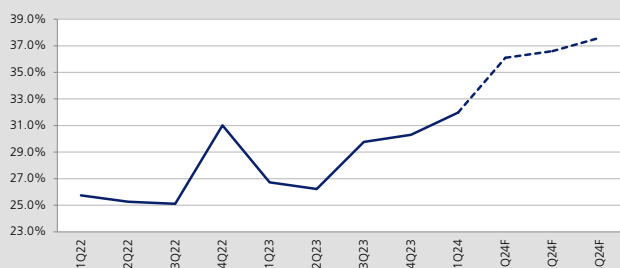
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 19: 營業利潤率

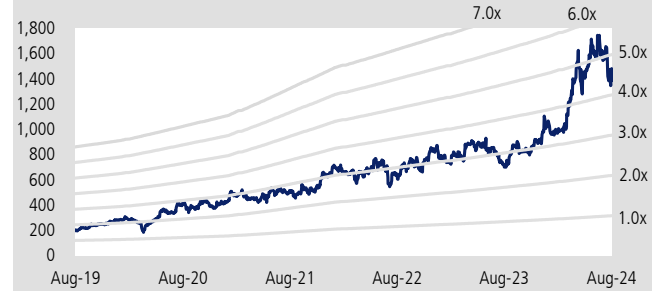
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 20: 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	7,427	7,798	8,539	24,483	30,113	38,265
營業成本	(3,123)	(3,133)	(3,391)	(3,356)	(3,091)	(3,468)	(3,665)	(4,013)	(13,002)	(14,238)	(18,039)
營業毛利	2,604	2,589	3,073	3,215	3,257	3,959	4,133	4,526	11,481	15,874	20,227
營業費用	(1,073)	(1,089)	(1,149)	(1,224)	(1,227)	(1,277)	(1,279)	(1,315)	(4,535)	(5,099)	(5,512)
營業利益	1,530	1,500	1,924	1,991	2,030	2,681	2,854	3,211	6,946	10,776	14,715
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	3,311	3,484	3,885	9,338	13,294	17,558
利息收入	46	82	84	114	132	133	133	134	326	533	479
投資利益淨額	-	-	4	-	-	-	-	-	4	-	-
其他營業外收入	85	359	402	180	541	240	20	29	1,026	830	250
總營業外收入	131	441	489	294	673	373	153	163	1,356	1,363	729
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)	(30)	(30)	(693)	(80)	(100)
總營業外費用	(125)	(16)	(16)	(624)	(29)	(45)	(55)	(52)	(781)	(182)	(200)
稅前純益	1,536	1,926	2,397	1,662	2,674	3,009	2,952	3,322	7,520	11,957	15,245
所得稅費用[利益]	(315)	(613)	(471)	(394)	(569)	(752)	(649)	(780)	(1,793)	(2,750)	(3,506)
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	2,216	2,258	2,483	5,593	9,027	11,538
非常項目	0	(0)	(0)	0	0	-	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	1,182	1,285	1,867	1,259	2,070	2,216	2,258	2,483	5,593	9,027	11,538
每股盈餘 (NT\$)	10.96	11.56	16.77	11.41	18.57	19.88	20.25	22.27	50.65	80.98	103.51
獲利率 (%)											
營業毛利率	45.5	45.3	47.5	48.9	51.3	53.3	53.0	53.0	46.9	52.7	52.9
營業利益率	26.7	26.2	29.8	30.3	32.0	36.1	36.6	37.6	28.4	35.8	38.5
EBITDA Margin	37.4	37.1	39.0	38.9	41.2	44.6	44.7	45.5	38.1	44.1	45.9
稅前純益率	26.8	33.7	37.1	25.3	42.1	40.5	37.9	38.9	30.7	39.7	39.8
稅後純益率	20.6	22.4	28.9	19.2	32.6	29.8	28.9	29.1	22.8	30.0	30.2
季成長率 (%)											
營業收入	(18.6)	(0.1)	13.0	1.7	(3.4)	17.0	5.0	9.5			
營業毛利	(23.1)	(0.6)	18.7	4.6	1.3	21.5	4.4	9.5			
營業收益增長	(29.8)	(2.0)	28.2	3.5	1.9	32.1	6.5	12.5			
EBITDA	(23.1)	(0.9)	18.8	1.6	2.2	26.6	5.2	11.5			
稅前純益	(22.2)	25.3	24.5	(30.7)	60.9	12.5	(1.9)	12.5			
稅後純益	(18.7)	8.7	45.4	(32.6)	64.4	7.0	1.9	10.0			
年成長率 (%)											
營業收入	(6.8)	(14.0)	(11.1)	(6.6)	10.8	29.8	20.7	30.0	(9.7)	23.0	27.1
營業毛利	(1.2)	(10.7)	1.9	(5.1)	25.1	52.9	34.5	40.8	(3.8)	38.3	27.4
營業收益	(3.3)	(10.7)	5.4	(8.7)	32.6	78.7	48.4	61.2	(4.4)	55.1	36.6
EBITDA	1.7	(5.3)	4.3	(8.0)	22.2	56.1	38.3	51.8	(2.1)	42.4	32.1
稅前純益	(16.1)	(3.0)	(0.1)	(15.8)	74.0	56.3	23.2	99.9	(8.2)	59.0	27.5
稅後純益	(14.6)	(14.9)	(2.2)	(13.3)	75.2	72.5	20.9	97.1	(10.6)	61.4	27.8

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
<b>資產總額</b>	<b>26,419</b>	<b>33,296</b>	<b>37,952</b>	<b>44,429</b>	<b>52,194</b>
<b>流動資產</b>	<b>16,960</b>	<b>22,090</b>	<b>26,075</b>	<b>32,481</b>	<b>40,478</b>
現金及短期投資	3,459	7,169	13,193	17,178	21,157
存貨	4,091	3,561	2,657	2,902	3,687
應收帳款及票據	8,798	10,711	9,611	11,788	15,021
其他流動資產	612	650	613	613	613
<b>非流動資產</b>	<b>9,459</b>	<b>11,205</b>	<b>11,878</b>	<b>11,948</b>	<b>11,716</b>
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
<b>負債總額</b>	<b>8,365</b>	<b>8,787</b>	<b>8,571</b>	<b>10,355</b>	<b>12,150</b>
<b>流動負債</b>	<b>7,004</b>	<b>8,098</b>	<b>6,854</b>	<b>8,949</b>	<b>10,641</b>
應付帳款及票據	2,630	2,360	1,828	1,996	2,536
短期借款	1,157	1,923	1,580	1,891	1,788
什項負債	3,218	3,815	3,446	5,062	6,317
<b>長期負債</b>	<b>1,360</b>	<b>689</b>	<b>1,717</b>	<b>1,406</b>	<b>1,509</b>
長期借款	942	282	934	623	727
其他負債及準備	133	147	295	295	295
<b>股東權益總額</b>	<b>18,055</b>	<b>24,509</b>	<b>29,381</b>	<b>34,074</b>	<b>40,044</b>
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	20,183	25,952
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
<b>年成長率</b>					
營業收入	23.7%	26.7%	(9.7%)	23.0%	27.1%
營業收益增長	17.6%	66.7%	(4.4%)	55.1%	36.6%
EBITDA	22.0%	61.3%	(2.1%)	42.4%	32.1%
稅後純益	27.1%	80.1%	(10.6%)	61.4%	27.8%
每股盈餘成長率	26.2%	76.2%	(13.7%)	59.9%	27.8%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	40.0%	44.1%	46.9%	52.7%	52.9%
營業利益率	20.4%	26.8%	28.4%	35.8%	38.5%
EBITDA Margin	27.6%	35.2%	38.1%	44.1%	45.9%
稅後純益率	16.2%	23.1%	22.8%	30.0%	30.2%
平均資產報酬率	15.2%	20.9%	15.7%	21.9%	23.9%
股東權益報酬率	22.9%	31.5%	22.1%	30.1%	32.8%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
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	147.5	195.8
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	114.1	139.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	2.3	3.9	5.5	4.7	5.9
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)	(14,603)	(18,583)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	33.32	58.70	50.65	80.98	103.51
每股現金盈餘 (NT\$)	25.81	72.59	82.71	83.53	98.01
每股淨值 (NT\$)	159.11	213.40	249.47	290.01	341.83
調整後每股淨值 (NT\$)	161.82	214.07	251.53	289.63	341.38
每股營收 (NT\$)	205.29	254.36	221.74	270.13	343.26
EBITDA/Share (NT\$)	56.76	89.52	84.57	119.26	157.51
每股現金股利 (NT\$)	16.00	26.00	26.00	40.54	51.82
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.94	0.91	0.69	0.73	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
<b>營業收入</b>	<b>21,392</b>	<b>27,099</b>	<b>24,483</b>	<b>30,113</b>	<b>38,265</b>
營業成本	(12,835)	(15,161)	(13,002)	(14,238)	(18,039)
<b>營業毛利</b>	<b>8,557</b>	<b>11,938</b>	<b>11,481</b>	<b>15,874</b>	<b>20,227</b>
營業費用	(4,198)	(4,669)	(4,535)	(5,099)	(5,512)
<b>營業利益</b>	<b>4,359</b>	<b>7,269</b>	<b>6,946</b>	<b>10,776</b>	<b>14,715</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>373</b>	<b>1,337</b>	<b>1,356</b>	<b>1,363</b>	<b>729</b>
利息收入	14	47	326	533	479
投資利益淨額	6	6	4	-	-
其他營業外收入	353	1,285	1,026	830	250
<b>總營業外費用</b>	<b>(192)</b>	<b>(418)</b>	<b>(781)</b>	<b>(182)</b>	<b>(200)</b>
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)
<b>稅前純益</b>	<b>4,540</b>	<b>8,189</b>	<b>7,520</b>	<b>11,957</b>	<b>15,245</b>
所得稅費用[利益]	(1,021)	(1,782)	(1,793)	(2,750)	(3,506)
少數股東損益	(47)	(152)	(134)	(180)	(200)
非常項目	-	(0)	(0)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>3,472</b>	<b>6,254</b>	<b>5,593</b>	<b>9,027</b>	<b>11,538</b>
<b>EBITDA</b>	<b>5,915</b>	<b>9,538</b>	<b>9,338</b>	<b>13,294</b>	<b>17,558</b>
每股盈餘 (NT\$)	33.32	58.70	50.65	80.98	103.51

### 現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>2,690</b>	<b>7,733</b>	<b>9,133</b>	<b>9,312</b>	<b>10,926</b>
本期純益	3,472	6,254	5,593	9,027	11,538
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	(2,254)	(3,478)
其他營業資產及負債變動	1,074	967	(44)	20	21
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(4,088)</b>	<b>(3,686)</b>	<b>(2,770)</b>	<b>(2,609)</b>	<b>(2,632)</b>
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)
<b>自由現金流</b>	<b>(2,161)</b>	<b>2,466</b>	<b>6,157</b>	<b>6,000</b>	<b>8,135</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>1,834</b>	<b>(495)</b>	<b>(296)</b>	<b>(2,718)</b>	<b>(4,313)</b>
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)	(4,513)
其他融資現金流	(109)	79	(250)	180	200
<b>匯率影響數</b>	<b>(82)</b>	<b>235</b>	<b>(25)</b>		
<b>本期產生現金流量</b>	<b>354</b>	<b>3,787</b>	<b>6,042</b>	<b>3,984</b>	<b>3,980</b>

### 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%	14.4%
- 銷管費用/營業收入	20.4%	26.8%	28.4%	35.8%	38.5%
<b>= 營業利益率</b>					
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
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>
營業利益率	20.4%	26.8%	28.4%	35.8%	38.5%
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%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>22.0%</b>	<b>30.9%</b>	<b>30.9%</b>	<b>46.6%</b>	<b>57.4%</b>

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
2024-06-13	增加持股	1,860	1,600
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

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。