

高力 (8996 TT) Kaori

散熱客戶數將再增加，燃料電池回溫可期

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$450.0

收盤價 (2024/08/30) : NT\$371.5

隱含漲幅 : 21.1%

營收組成 (2Q24)

板式熱交換器 40%、Hotbox 35%、液冷散熱 25%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	450.0	533.0
2024年營收 (NT\$/十億)	4.0	4.4
2024年EPS	6.8	7.4

交易資料表

市值	NT\$33,810百萬元
外資持股比率	19.9%
董監持股比率	4.3%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$32.40
負債比	40.8%
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	2,844	4,326	4,048	6,508
營業利益	346	711	751	1,752
稅後純益	301	577	640	1,352
EPS (元)	3.37	6.46	6.84	14.45
EPS YoY (%)	102.0	91.7	6.0	111.2
本益比 (倍)	110.3	57.6	54.3	25.7
股價淨值比 (倍)	16.1	12.3	11.5	8.6
ROE (%)	15.3	24.2	22.1	34.8
現金殖利率 (%)	0.4%	1.1%	1.1%	1.9%
現金股利 (元)	1.50	3.98	4.10	7.22

陳玫芬 合格證券投資分析人員 & CFP

Lisa.mf.chen@yuanta.com

柯妤璇

Varine.Ko@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 2Q24 營業利益季增 104%但年減 16%，高於預期 45%主因散熱占營收比重 25%較前季的 8%為高。
- ◆ 2024/2025 年稀釋 EPS 估計為 6.84 元/14.45 元，年增 6%/111%，獲利下修 3%及 11%主因板式熱交換器回溫時點延後。
- ◆ 散熱事業維持正向展望，Bloom Energy 亦開始回溫；惟板式熱交換器營運展望低於原預期，本中心下調目標價至 450 元。

2Q24 營業利益優於元大預期 45%，因散熱占比達 25%

2Q24 營收為 10.0 億元，季增 25.3%，年減 23.5%；毛利率 33.4%高於本中心估計 5.5 百分點，主因散熱占比由前季的 8%提升至 25%，亦高於本中心預期的 12%；營業利益 2.0 億元，季增 104%但年減 16%，優於元大預期 45%；業外占獲利 10%，該季 EPS 為 1.77 元，高於本中心預期 64%。板式熱交換器營收占比 40%，年減 33%且季減 12%，低於原估計 23%，本中心認為 2H24 持續低迷；Bloom Energy 占比 35%，年減 51%但季增 24%。

板式熱交換器回溫延後，2024 年及 2025 年獲利下修

由於板式熱交換器因歐洲熱泵需求回溫緩慢而下修，估計回溫時間由 3Q24 延至 3Q25。本中心將 3Q24 的估計營收及獲利下修 12%及 11%，EPS 為 1.71 (均以 CB 稀釋後股本計)；營收季增 7%但獲利季減 3% (2Q 具業外收益)。2024 年營收及獲利估計值下修 8%及 3%，營收為 40.5 億元且 EPS 6.84 元，獲利年增 6%。2025 年估計營收及獲利估計值下修 11%及 11%，營收為 65 億元且 EPS 為 14.45 元，分別年增 61%及 111%。

散熱客戶數量將增加，展望維持正向

液冷散熱產品於 4Q23 開始較明顯出貨國際客戶，主要為 CDM (冷卻分歧管；Cooling Distribution Manifold)；4Q23/1Q24/2Q24 營收占比為 3%/8%/25%。國際客戶以外的其他 AI 伺服器 ODM 客戶已於 1H24 開始洽談，估計 2025 年亦有較顯著貢獻；本中心估計液冷散熱占 2023/2024F/2025F 年營收比重為 3%/21%/35%。此外，Bloom Energy 燃料電池已於 2Q24 回到成長軌道，AI 趨勢使用電量增加亦使企業更重視燃料電池。由於板式熱交換器營運展望低於原預期，本中心將目標本益比由 33 倍下修至 31 倍，以 CB 稀釋後 2025 年 EPS 14.45 元，給予目標價 450 元。

營運分析

2Q24 營業利益優於預期 45%，因散熱占比 25%高於前季的 8%

2Q24 營收為 10.0 億元，季增 25.3%、年減 23.5%；毛利率 33.4%高於本中心估計 5.5 百分點，主因散熱占比由前季的 8%提升至 25%，亦高於本中心預期的 12%；營業利益 2.0 億元，季增 104%但年減 16%，優於預期 45%；業外以匯兌為主占比約 10%，該季 EPS 為 1.77 元，高於本中心預期 64%。2Q24 板式熱交換器營收占比 40%，年減 33%且季減 12%，低於原估計 23%；Bloom Energy 占比 35%，年減 51%但季增 24%；液冷散熱占比 25%，季增 291%。板式熱交換器的主要終端客戶為歐洲業者，該地區 2023 年前三季出現搶裝潮，4Q23~2Q24 因歐洲景氣影響新建築物建置進而降低熱泵需求，本中心認為 2H24 持續低迷；主因德國於 2023 年通過“建築能源法案”規定多數新安裝暖氣系統必須使用 65%再生能源，使市場對高能源效率的熱泵設備需求激增；但此法案受到部份人士質疑減碳成效而有爭議，反而使當地熱泵需求大幅下降，本中心預期待爭議告一段落至 3Q25 才有機會需求回溫。美系客戶 Bloom Energy 之燃料電池的 Hot Box 及零組件因新舊產品轉換及庫存因素，高力 3Q23/4Q23/1Q24 Bloom Energy 客戶的出貨金額分別季減 38%/季減 36%/季增 2%，2Q24 已開始回溫而季增 24%，高於原預期的季增 14% (2023 年底股本 8.938 億，惟 2024 年之後 EPS 均以 CB 稀釋後的 9.355 億元股本計)。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	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	1,308	798	1,000	25.3%	-23.5%	955	997	4.7%	0.3%	
營業毛利	387	213	334	56.9%	-13.7%	267	276	25.4%	21.1%	
營業利益	238	98	200	104.4%	-15.9%	138	159	45.1%	26.2%	
稅前利益	265	151	221	46.4%	-16.5%	127	171	74.6%	29.3%	
稅後淨利	208	129	166	28.7%	-20.2%	101	130	63.8%	28.0%	
調整後 EPS (元)	2.33	1.38	1.77	28.7%	-23.7%	1.08	1.41	63.8%	25.8%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	29.6%	26.7%	33.4%	6.7	3.8	27.9%	27.7%	5.5	5.7	
營業利益率	18.2%	12.3%	20.0%	7.7	1.8	14.4%	15.9%	5.6	4.1	
稅後純益率	15.9%	16.1%	16.6%	0.4	0.7	10.6%	13.0%	6.0	3.6	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

預估 3Q24 營收及獲利下修，主因板式熱交換器展望較先前保守

本中心下修 3Q24 營收 12%至 10.7 億元，季增 7%但年減 7%；毛利率 32.4%，較先前上修 2.1ppt；營業利益下修 12%至 2.1 億元，季增 7%但年減 10%；稅後淨利 1.6 億元，季減 3.5%且年減 22% (3Q23 有匯兌收益)，EPS 為 1.71 元(以 CB 完全稀釋後股本 9.36 億元計算)。營收下修主要為板式熱交換器下修 24%；估計 3Q24 板式熱交換器/Bloom Energy 客戶/散熱出貨金額較前季季增 5%/季增 14%/季增 0%，占比分別為 40%/37%/23%。散熱產品之 CDM (冷卻分歧管；Cooling Distribution Manifold)已於 4Q23 開始較明顯出貨給國際客戶。

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,148	1,000	1,070	7.0%	-6.8%	1,210	1,183	-11.6%	-9.6%
營業毛利	352	334	346	3.5%	-1.6%	367	372	-5.6%	-7.0%
營業利益	236	200	213	6.5%	-9.7%	241	229	-11.5%	-7.0%
稅前利益	263	221	207	-6.5%	-21.4%	233	223	-11.2%	-7.4%
稅後淨利	206	166	160	-3.5%	-22.4%	181	185	-11.2%	-13.2%
調整後 EPS (元)	2.30	1.77	1.71	-3.4%	-25.6%	1.93	2.01	-11.2%	-14.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	30.6%	33.4%	32.4%	-1.0	1.8	30.3%	31.5%	2.1	0.9
營業利益率	20.5%	20.0%	19.9%	-0.1	-0.6	19.9%	19.4%	0.0	0.5
稅後純益率	17.9%	16.6%	15.0%	-1.6	-3.0	14.9%	15.6%	0.1	-0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

散熱產品目前提供 CDM 予國際客戶為主，整組含快接頭、閥門、感測器及軟管

目前液冷散熱產品出貨以 CDM (冷卻分歧管；Cooling Distribution Manifold)為主，整組含快接頭 (QD；Quick Disconnect Coupling)、閥門、感測器及軟管，測試完成才會出貨。國際客戶之解決方案關鍵零組件包含 CDU、Cold Plate、CDM，其中 CDU (冷卻分配單元；Cooling Distribution Unit) 與 CDM 是主要冷卻液流動脈絡。機櫃 CDU 功能為將冷卻劑循環至冷板，冷卻 CPU 和 GPU 的熱量；CDM 連接每個液冷伺服器主機，每台伺服器供應冷卻劑並將較熱的冷卻劑收集回 CDU。公司擅長於焊接技術，已有美規認證且具國際客戶，亦具真空爐產能，有利於 CDM 產品接單。

高力具有真空爐產能，以硬鐸方式提供 CDM 焊接解決方案，品質穩定度高；快接頭(QD；Quick Disconnect Coupling)由客戶指定；先前國際客戶僅指定一家歐系 QD 廠商且 QD 在市場需求吃緊，此 QD 廠在擴充產能時程部份遞延，故估計高力在散熱事業於 3Q24 和 2Q24 持平，惟客戶已導入另家美系 QD 廠，故估計 4Q24 可緩解此壓力。早期歐系及美系大型 QD 廠以工業應用為主，小型 QD 生產較少，近期 AI 伺服器需求提升，故廠商及市場產能將增加以因應。

圖 3：CDM (Cooling Distribution Manifold)安裝於 CDU 之後，提供冷卻液循環至伺服器



資料來源：市場資料、元大投顧整理

圖 4：客戶指定提供快接頭(QD；Quick Disconnect Coupling)，高力以真空爐硬銲後提供予客戶



資料來源：市場資料、元大投顧整理

圖 5：美系及歐系快接頭(QD)廠商提供種類相當多，早期以工業用的應用為主



資料來源：市場資料、元大投顧整理

圖 6：台系廠商亦開始研發伺服器用之快接頭(QD)產品



資料來源：市場資料、元大投顧整理

高力於 2023 年 12 月發行 CB，轉換後股本增加 4.8%至 9.355 億元

高力已發行可轉換公司債--高力四，其發行日為 2023/12/06，總金額為 10 億元，轉換價格 240 元，轉換期間為 113/03/07 ~117/12/06，若全數轉換相當於 4166.7 張股票，增加約 4.8%的在外流通股數。本報告的 EPS 數值在 2024 年之後均採稀釋後股本 9.355 億元計算。

圖 7：高力發行第四次可轉換公司債

名稱	高力四
發行日	2023/12/06
發行總額	10 億元
轉換價格	240
轉換期間	113/03/07 ~ 117/12/06
全數轉換稀釋股本比例	約 4.8%

資料來源：元大投顧

產業概況 - 板式熱交換器主要成長動能為熱泵

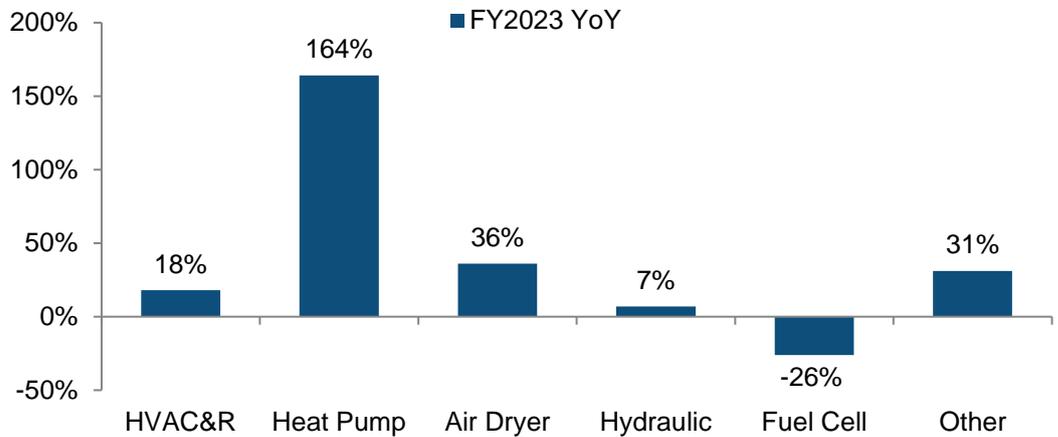
高力之硬鐸式板式熱交換器全球市占率 6.7%，為全球前五大廠

高力為台灣唯一生產硬鐸式板式熱交換器的掛牌製造商，在台市占率超過八成，其他熱交換器均為小型廠商。高力在全球擁有約 6.7% 的市占率，為全球前五大供應商；由於其鐸接製程需使用大量電力，高力生產據點以台灣為主，較歐系競爭者具成本優勢。板式熱交換器競爭者：Alfa Laval (瑞典)、SWEP (瑞典)、Danfoss (丹麥) 與 Kelvion (德國)。

板式熱交換器以熱泵(Heat pump)應用最具前景，主因其高效加熱符合節能趨勢

熱泵(Heat pump)是一種利用逆製冷循環將熱量從外汲取後供給熱水或加熱系統的高效加熱技術。熱泵熱水器原理與冷氣機相同，只是將冷氣機製造冷氣過程中往外面排出的熱氣能量，排入一個水槽中，製成熱水，故只使用了傳統鍋爐大約四分之一的能量來產生熱水。

圖 8：板式熱交換器各應用別年成長率



資料來源：公司資料、元大投顧整理

歐洲能源規劃使熱泵需求提升，惟景氣使其未來二年下修 7%但仍年增 20%以上

歐盟地區九成以上的天然氣來自進口，其中最大的天然氣供應國俄羅斯約佔了 45%，俄烏戰爭爆發後，歐盟在 2022 年 5 月 18 日提出 Repower EU 計畫，透過節約能源、能源供應多樣化、再生能源加速推動及擴大投資等四項措施，取代化石燃料的使用，進而擺脫對俄羅斯的能源依賴，使歐盟從俄羅斯進口天然氣的數量於 2023 年年底前減少 2/3，並於 2027 年完全停止自俄羅斯進口能源。其中包含提高熱泵設置量目標，於未來五年內累計達到增加 1,000 萬台數量。

圖 9：熱泵加熱效率較其他方式更節能

加熱設備 (熱水器)	熱值 (數量)	熱值 (單位)	平均熱效率	產出熱值 (仟卡)	費率 (元)	效益值 (仟卡/元)	熱泵效益 COP	能源產出物
電熱水器	860	仟卡/度	0.9	774	3.5	221	4.0	熱水
液化瓦斯鍋爐	12,000	仟卡/公斤	0.75	9,000	43	209	4.2	熱水 + 廢氣
天然瓦斯鍋爐	8,900	仟卡/度	0.75	6,675	21.5	310	3.0	熱水 + 廢氣
柴油鍋爐	8,816	仟卡/公升	0.75	6,612	31	213	4.1	熱水 + 廢氣
熱泵	860	仟卡/度	3.60	3,096	3.5	885		熱水 + 冷氣

資料來源：公司資料、元大投顧整理

產業概況 - 燃料電池的主要應用在電力供應

Hotbox 及相關零組件主要應用在燃料電池，Bloom Energy 為重要客戶

Bloom Energy 生產的固態氧化物燃料電池(SOFC)，將燃料電池堆疊在一起形成電池模組。高力生產的 Hotbox 是用於容納電池堆並承受電池堆中的化學反應產生的能量、高溫。

圖 10：Bloom Energy 燃料電池用於電力供應



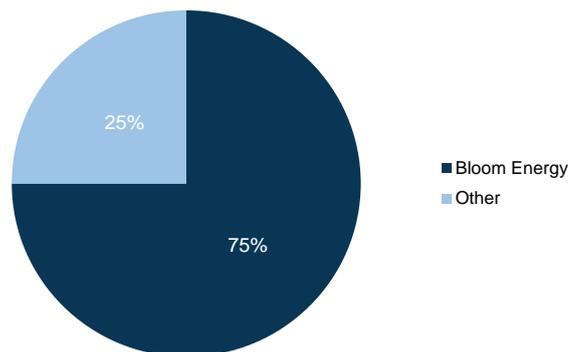
資料來源：市場資料、元大投顧整理

Bloom Energy 之燃料電池主要用於企業在地發電服務

燃料電池並非充電電池，而為一種能源轉換發電裝置，透過加燃料維持電力；其直接將燃料不經燃燒而以電化學反應方式，讓化學能直接轉為電能，因此能源轉換效率相當高。其燃料來源廣，包括煤、石油、天然氣等碳氫燃料，經過重組反應後，能取出大量氫氣；亦可直接使用醇類，如甲醇作為燃料電池進料。目前 Bloom Energy 料電池原料來源仍以天然氣為主約 90%，其他原料來源較少，沼氣只能特定區域(如德州)，氫氣尚未大量發展。

Bloom Energy 燃料電池為企業(如資料中心、倉儲業務、零售商)提供在地發電服務，運作方式是運用固態氧化物技術(SOFC)將各種燃料(天然氣、沼氣、氫氣等)轉化為電力，並將電力與客戶主要用電需求設備連結，以避免自中心發電設備傳輸自公司所在地過程的能源耗損。

圖 11：Bloom Energy 於燃料電池市場市占率約 75%



資料來源：市場資料、元大投顧整理

註：Others 包含 Ceres (U.K.)、Convion (Finland)、AVL (Austria)、AISIN (Japan)、SOLIDpower Italia (Italy)。

燃料電池市場需求提升，主因 2023 年美國政府對於燃料電池的使用給予稅賦減免

燃料電池(Fuel Cell)產業受惠於 2023 年初美國財政部為擴大綠色能源專案；為減少溫室氣體排放業者進行減稅優惠，該計畫將可減稅 30%，受惠範圍涵蓋現代化電網、燃料電池車等相關業者，且購買減少工業設施排放的設備也享有減免。

產業概況 - 液冷式散熱

液冷式散熱未來市場需求將提升，適用於 AI 伺服器及 Data Center 散熱

散熱模組分為「氣冷散熱」和「液冷散熱」兩種，其中氣冷散熱就是用空氣做為媒介，透過熱介面材料、均熱片(VC)或熱導管等中間材料，由散熱片或風扇與空氣對流進行散熱；「液冷散熱」分為直接水冷及浸沒式散熱，後者主要就是透過與液體熱對流散熱，進而使晶片降溫，但是隨著晶片發熱量的增加與體積的縮小，晶片熱設計功耗(TDP)提高。

過去英特爾(Intel)、超微(AMD)都刻意將晶片散熱需求壓在 250~300 瓦水準，然而 NVIDIA 的 H100 最大散熱設計功率(TDP)達 700 瓦，B100 亦達 1000 瓦，CSP 與企業伺服器品牌近年正視水冷散熱的需求。NVIDIA 於 2024 年度 GTC 大會，發布最新一代 Blackwell 架構 GPU 所建構的 GB200 晶片，採用台積電 N4P 製程，GB200 晶片推理模型性能較 H100 提升 30 倍，水冷散熱成為不能忽略之重點。

高力看準市場趨勢而投入冷卻分配單元(Cooling Distribution Unit, CDU)與冷卻分歧管(Cooling Distribution Manifold, CDM)研發多年。冷卻分配單元(CDU)可將冷卻劑循環至冷板，冷卻 CPU 和 GPU 的熱量。CDU 冷卻能力高達 100kW，可實現極高的機架密度。分歧管(CDM)連接每個液冷伺服器主機，每台伺服器供應冷卻劑並將較熱的冷卻劑收集回 CDU。

圖 12：冷卻液分配單元(CDU)，左方為 Supermicro 產品，右方為 Motivair 產品



資料來源：公開資訊、元大投顧整理

圖 13：冷卻液分歧管(CDM)，CDM 向每台伺服器供應冷卻劑並將較熱的冷卻劑收集回 CDU



資料來源：公開資訊、元大投顧整理

獲利調整與股票評價

下修 2024 年及 2025 年獲利預估，主因板式熱交換器景氣回溫延後

本中心將估計 2024 年營收下修 8%至 40.5 億元，年減 6%；下修獲利 3%至 EPS 6.84 元(以 CB 稀釋後股本計算)，年增 6%，下修主因板式熱交換器受到歐洲熱泵需求回溫緩慢而下修 20%至 17 億元，營收占比 43%。2025 年估計全年營收下修 11%至 65.1 億元，年增 61%；EPS 下修 11%至 14.45 元(以 CB 稀釋後股本計算)，年增 111%，獲利下修主因板式熱交換器出貨金額下修 28%至 20 億元，占營收比重 31%。

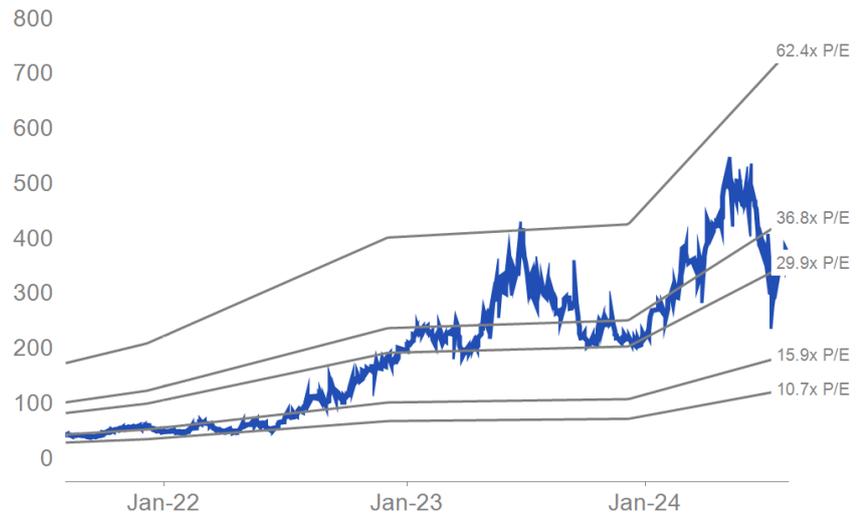
液冷散熱產品於 4Q23 開始較明顯出貨，主要為 CDM (冷卻分歧管；Cooling Distribution Manifold) 出貨給國際客戶；4Q23/1Q24/2Q24 營收占比為 3%/8%/25%。國際客戶以外的其他 AI 伺服器 ODM 客戶已於 1H24 開始洽談，估計 2025 年亦有較顯著貢獻；本中心估計液冷散熱占 2023/2024F/2025F 年營收比重由前次的 3%/17%/32%調整為 3%/21%/35%。此外，Bloom Energy 燃料電池已於 2Q24 回到成長軌道，較原估計 1Q24 提前，AI 趨勢使用電量增加亦使企業更重視燃料電池。由於板式熱交換器應用在熱泵以歐洲市場為主具不確定性，且其營運展望低於原預期，本中心將目標本益比由 33 倍下修至 31 倍，以 CB 稀釋後 2025 年 EPS 14.45 元(2023 年底股本 8.938 億，2024 年之後均以 CB 稀釋後股本 9.355 億元計)，給予目標價 450 元(過去三年本益比區間 11-62 倍，市場同業本益比區間為 18-25 倍)。

圖 14：2024 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	4,048	4,383	6,508	7,293	-7.6%	-10.8%
營業毛利	1,277	1,301	2,270	2,495	-1.8%	-9.0%
營業利益	751	798	1,752	1,958	-5.9%	-10.5%
稅前利益	817	830	1,736	1,938	-1.6%	-10.4%
稅後淨利	640	659	1,352	1,510	-2.9%	-10.5%
調整後 EPS (元)	6.84	7.37	14.45	16.89	-2.9%	-10.5%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	31.6%	29.7%	34.9%	34.2%	1.9	0.7
營業利益率	18.6%	18.2%	26.9%	26.9%	0.4	0.1
稅後純益率	15.8%	15.0%	20.8%	20.7%	0.8	0.1

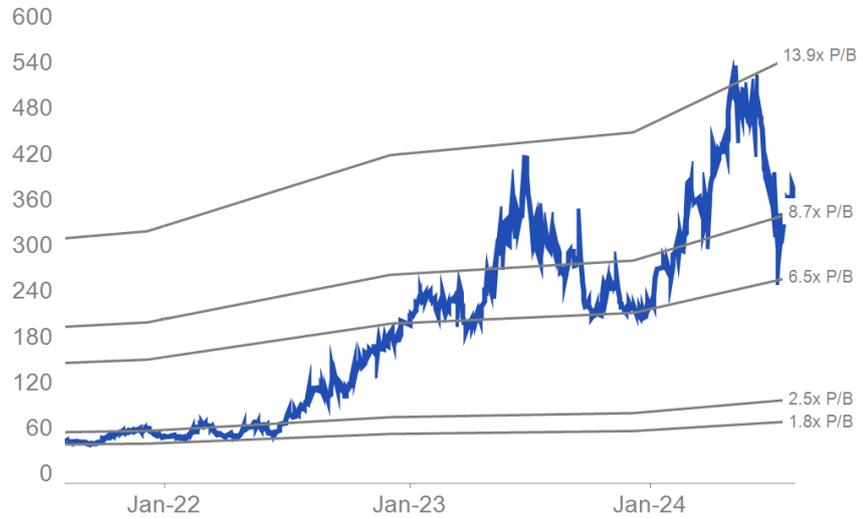
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 16：12 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 17：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
高力	8996.TT	買進	371.5	1,056	6.46	6.84	14.45	57.6	54.3	25.7	91.7	6.0	111.2
國外同業													
MTAR Technologies Ltd	MTAR.NS	未評等	1827.9	653	35.7	--	29.7	51.2	0	--	80.4	0	0
Bloom Energy Corp	BE	未評等	11.9	2,709	(0.3)	0.2	0.5	--	76.3	24.9	(79.8)	--	206.6
Fuelcell Energy Inc	FCEL.OQ	未評等	0.4	208	(0.3)	(0.3)	(0.2)	--	--	--	(27.1)	--	--
Plug Power Inc	PLUG.OQ	未評等	1.9	1,706	(1.6)	(1.2)	(0.6)	--	--	--	29.5	--	--
Alfa Laval AB	ALFA.ST	未評等	459.3	18,659	16.9	19.3	21.8	27.1	23.8	21.1	55.6	13.9	13.0
國外同業平均					10.1	4.5	10.2	39.2	33.4	23.0	11.7	7.0	73.2
國內同業													
奇鋳科技股份有限公司	3017.TW	買進	606.0	7,171	13.9	21.0	29.3	43.8	28.9	20.7	19.3	51.5	39.6
雙鴻科技股份有限公司	3324.TWO	買進	615.0	1,750	16.1	23.5	34.2	38.3	26.2	18.0	9.5	46.2	45.7
國內同業平均					15.0	22.2	31.8	41.0	27.5	19.3	14.4	48.8	42.6

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 18：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
高力	8996.TT	買進	371.5	1,056	24.2	22.1	34.8	30.24	32.40	43.44	12.3	11.5	8.6
國外同業													
MTAR Technologies Ltd	MTAR.NS	未評等	1827.9	653	19.8	--	--	199.4	--	249.6	9.2	0	7.3
Bloom Energy Corp	BE	未評等	11.9	2,709	(43.8)	4.8	15.0	2.2	2.1	2.3	5.3	5.8	5.2
Fuelcell Energy Inc	FCEL.OQ	未評等	0.4	208	(14.5)	(16.4)	(17.2)	1.7	1.4	1.2	0.2	0.3	0.4
Plug Power Inc	PLUG.OQ	未評等	1.9	1,706	(21.8)	(31.0)	(16.7)	5.1	3.6	3.4	0.4	0.5	0.6
Alfa Laval AB	ALFA.ST	未評等	459.3	18,659	18.9	20.4	20.8	93.7	100.0	113.2	4.9	4.6	4.1
國外同業平均					(8.3)	(5.6)	0.5	60.4	26.8	73.9	4.0	2.2	3.5
國內同業													
奇鋳科技股份有限公司	3017.TW	買進	606.0	7,171	28.6	30.8	35.6	53.7	72.6	89.2	11.3	8.4	6.8
雙鴻科技股份有限公司	3324.TWO	買進	615.0	1,750	23.0	27.4	32.5	72.6	92.8	113.5	8.5	6.6	5.4
國內同業平均					25.8	29.1	34.0	63.1	82.7	101.3	9.9	7.5	6.1

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 19：季度及年度簡明損益表 (合併)

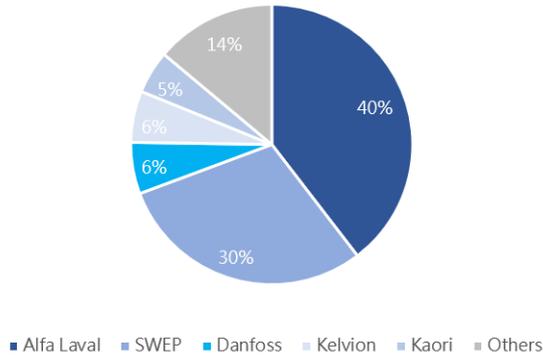
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	798	1,000	1,070	1,180	1,240	1,438	1,810	2,020	4,048	6,508
銷貨成本	(585)	(666)	(724)	(797)	(854)	(952)	(1,155)	(1,276)	(2,771)	(4,238)
營業毛利	213	334	346	383	386	486	655	744	1,277	2,270
營業費用	(115)	(135)	(133)	(143)	(105)	(135)	(134)	(145)	(526)	(519)
營業利益	98	200	213	240	281	352	521	599	751	1,752
業外利益	53	21	(6)	(2)	(5)	(5)	(5)	(3)	66	(16)
稅前純益	151	221	207	238	276	347	516	596	817	1,736
所得稅費用	(23)	(55)	(47)	(54)	(56)	(78)	(116)	(134)	(178)	(384)
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	129	166	160	185	221	269	400	462	640	1,352
調整後每股盈餘(NT\$)	1.38	1.77	1.71	1.97	2.36	2.88	4.27	4.94	6.84	14.45
調整後加權平均股數(百萬股)	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89
重要比率										
營業毛利率	26.7%	33.4%	32.4%	32.5%	31.1%	33.8%	36.2%	36.8%	31.6%	34.9%
營業利益率	12.3%	20.0%	19.9%	20.4%	22.6%	24.5%	28.8%	29.6%	18.6%	26.9%
稅前純益率	18.9%	22.1%	19.3%	20.2%	22.3%	24.2%	28.5%	29.5%	20.2%	26.7%
稅後純益率	16.1%	16.6%	15.0%	15.7%	17.8%	18.7%	22.1%	22.9%	15.8%	20.8%
有效所得稅率	14.9%	25.1%	22.7%	22.7%	20.3%	22.5%	22.5%	22.5%	21.8%	22.1%
季增率(%)										
營業收入	-11.3%	25.3%	7.0%	10.3%	5.1%	16.0%	25.9%	11.6%		
營業利益	33.6%	104.4%	6.5%	12.7%	17.1%	25.3%	48.0%	15.0%		
稅後純益	255.9%	28.7%	-3.5%	15.6%	19.5%	21.7%	48.7%	15.5%		
調整後每股盈餘	242.4%	28.7%	-3.4%	15.1%	19.5%	22.0%	48.5%	15.5%		
年增率(%)										
營業收入	-17.8%	-23.5%	-6.8%	31.2%	55.4%	43.8%	69.2%	71.2%	-6.4%	60.8%
營業利益	-40.6%	-15.9%	-9.7%	227.7%	187.2%	76.0%	144.6%	149.6%	5.6%	133.3%
稅後純益	1.5%	-20.2%	-22.4%	412.0%	71.9%	62.3%	150.0%	149.7%	10.8%	111.6%
調整後每股盈餘	-2.9%	-23.7%	-25.6%	390.0%	71.1%	62.2%	149.4%	150.2%	6.0%	111.2%

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

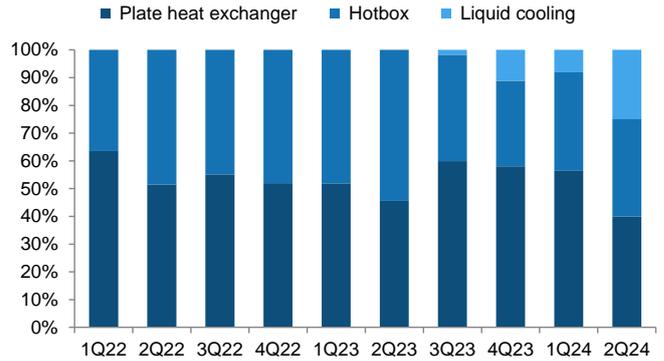
高力成立於 1970 年，主要產品為 1) 板式熱交換器、2) 燃料電池的 Hotbox 及機構件，且積極發展 3) 液冷式散熱產品；公司為台灣少數具金屬熱處理及銅鍍加工技術，且具有高壓氣體認證等多項進入障礙。板式熱交換器主要應用於冷凍及空調產品，近年需求明顯提升主因終端產品熱泵需求增加；燃料電池的 Hotbox 及機構件主要客戶為 Bloom Energy，近年需求亦高度成長；發展中的液冷式散熱產品應用於伺服器、Data Center 等。生產基地以台灣為主，位於高雄、中壢；中國大陸寧波廠於 1992 年設立，目前產能比重約 17%。

圖 20：板式熱交換器市占率



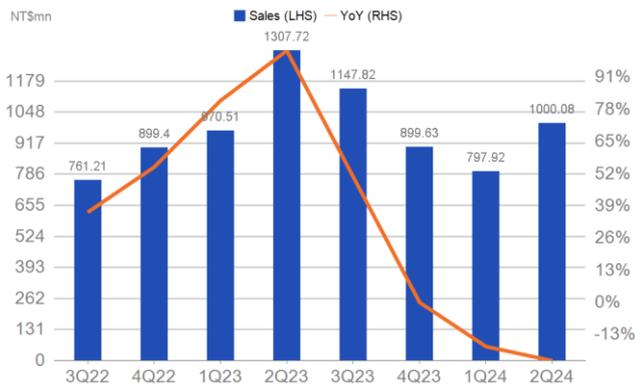
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：營收組成



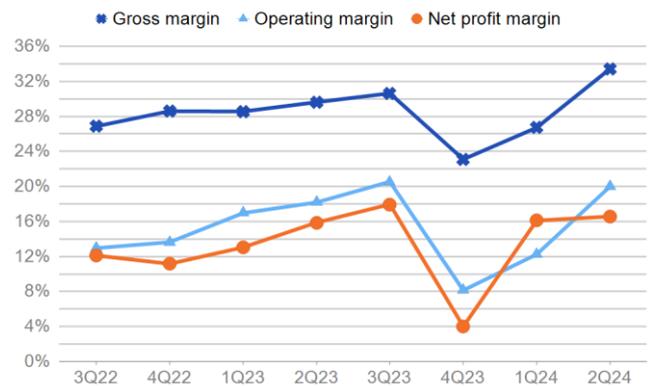
資料來源：公司資料

圖 22：營收趨勢



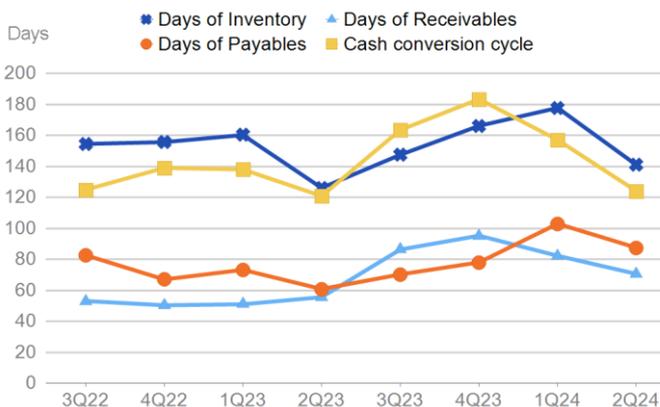
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：毛利率、營益率、淨利率



資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：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	499	259	591	299	265
存貨	576	1,180	1,235	1,216	1,791
應收帳款及票據	351	580	797	895	1,276
其他流動資產	164	236	79	112	112
流動資產	1,589	2,255	2,702	2,522	3,443
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	1,626	1,625	1,839	2,046	2,210
無形資產	0	0	3	0	0
其他非流動資產	197	276	286	228	228
非流動資產	1,823	1,901	2,127	2,275	2,438
資產總額	3,412	4,156	4,829	4,797	5,881
應付帳款及票據	191	255	206	223	320
短期借款	620	750	0	360	360
什項負債	306	471	790	392	392
流動負債	1,117	1,476	996	975	1,072
長期借款	394	595	185	886	886
其他負債及準備	16	26	945	40	40
長期負債	410	621	1,129	926	926
負債總額	1,527	2,097	2,125	1,901	1,998
股本	894	894	894	906	906
資本公積	593	593	816	1,073	1,073
保留盈餘	385	558	999	920	1,900
什項權益	12	14	(5)	(3)	4
歸屬母公司之權益	1,885	2,059	2,704	2,896	3,883
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	1,885	2,059	2,704	2,896	3,883

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	149	301	577	639	1,352
折舊及攤提	113	114	129	152	154
本期營運資金變動	201	(767)	(335)	(62)	(858)
其他營業資產 及負債變動	(167)	65	308	(208)	0
營運活動之現金流量	296	(288)	679	522	647
資本支出	(101)	(187)	(349)	(316)	(310)
本期長期投資變動	0	0	0	(4)	0
其他資產變動	(31)	(6)	3	4	0
投資活動之現金流量	(132)	(193)	(346)	(316)	(310)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(50)	341	139	217	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(152)	(134)	(134)	(718)	(372)
其他調整數	(3)	(3)	(3)	(2)	0
融資活動之現金流量	(205)	204	2	(502)	(372)
匯率影響數	(2)	2	(4)	5	0
本期產生現金流量	(42)	(275)	332	(292)	(35)
自由現金流量	196	(475)	330	206	337

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	2,231	2,844	4,326	4,048	6,508
銷貨成本	(1,638)	(2,058)	(3,102)	(2,771)	(4,238)
營業毛利	594	786	1,224	1,277	2,270
營業費用	(363)	(439)	(513)	(526)	(519)
推銷費用	(111)	(132)	(139)	(139)	(143)
研究費用	(68)	(81)	(84)	(97)	(103)
管理費用	(185)	(223)	(287)	(290)	(273)
其他費用	1	(4)	(2)	0	0
營業利益	230	346	711	751	1,752
利息收入	3	2	8	8	9
利息費用	(10)	(13)	(33)	(30)	(34)
利息收入淨額	(8)	(12)	(25)	(22)	(26)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(32)	57	27	39	0
其他業外收入(支出)淨額	5	(2)	17	49	10
稅前純益	196	390	730	817	1,736
所得稅費用	(46)	(89)	(153)	(178)	(384)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	149	301	577	640	1,352
稅前息前折舊攤銷前淨利	318	517	892	904	1,905
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.67	3.37	6.46	6.84	14.45

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	7.5	27.4	52.1	(6.4)	60.8
營業利益	35.3	50.3	105.5	5.6	133.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	14.4	62.4	72.6	1.3	110.7
稅後純益	32.5	101.8	91.5	10.8	111.6
調整後每股盈餘	31.9	102.0	91.7	6.0	111.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	26.6	27.6	28.3	31.6	34.9
營業利益率	10.3	12.2	16.5	18.6	26.9
稅前息前淨利率	8.3	13.2	16.1	18.6	26.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	14.3	18.2	20.6	22.3	29.3
稅前純益率	8.8	13.7	16.9	20.2	26.7
稅後純益率	6.7	10.6	13.3	15.8	20.8
資產報酬率	4.3	8.0	12.8	13.3	23.0
股東權益報酬率	7.8	15.3	24.2	22.1	34.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	81.0	101.9	78.6	65.7	51.5
淨負債權益比 (%)	27.3	52.7	(15.0)	32.7	25.3
利息保障倍數 (倍)	19.9	30.2	22.9	27.9	51.3
流動比率 (%)	142.2	152.7	271.3	258.7	321.1
速動比率 (%)	90.7	72.8	147.3	134.0	154.1
淨負債 (NT\$百萬元)	515	1,085	(406)	947	982
調整後每股淨值 (NT\$)	21.08	23.03	30.24	32.40	43.44
評價指標 (倍)					
本益比	222.9	110.3	57.6	54.3	25.7
股價自由現金流量比	168.9	--	100.1	160.5	98.1
股價淨值比	17.6	16.1	12.3	11.5	8.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	103.8	64.0	37.1	36.6	17.4
股價營收比	14.8	11.6	7.6	8.2	5.1

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

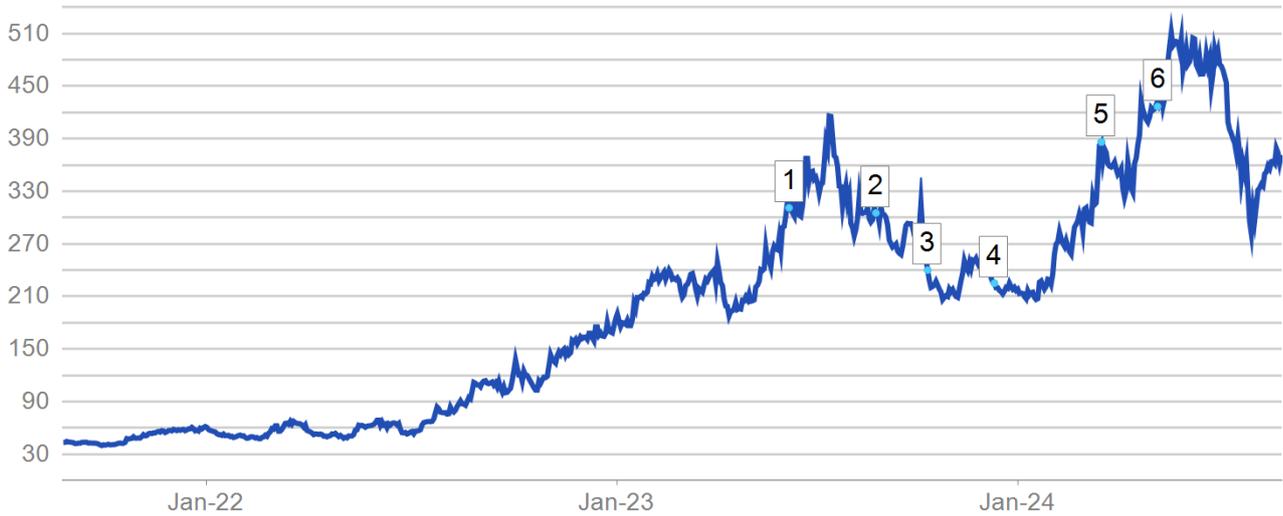
附錄：重要揭露事項

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。

高力 (8996 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	20230615	323.00	404.00	399.20	買進	陳玫芬
2	20230831	308.50	404.00	399.20	買進	陳玫芬
3	20231018	243.00	336.00	332.01	買進	陳玫芬
4	20231213	229.00	287.00	283.59	買進	陳玫芬
5	20240325	387.50	460.00	454.53	買進	陳玫芬
6	20240515	429.00	533.00	533.00	買進	陳玫芬

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>.