



嘉澤

(3533.TW/3533 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 September 5 (NT\$)	1,290
12 個月目標價 (NT\$)	1,930
前次目標價 (NT\$)	1,920
調升 (%)	0.5
上漲空間 (%)	49.6

焦點內容

- 2H24 營收將更加強勁係因 AI 伺服器需求帶動下新伺服器插槽平台滲透率提升。
- 產品組合轉佳、銅價與新台幣穩定帶動下，我們預期 2H24 毛利率將持續走揚。伺服器與桌機之新 CPU 平台、DDR5 與 PCIe Gen 5 將為 2025 年利潤率帶來上檔空間。
- 2025 年伺服器營收佔比將上升至 45%。加上快接頭營收貢獻 2025 年營收與 EPS 成長性正向。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	145.2 / 4,507
流通在外股數 (百萬股)：	112.5
外資持有股數 (百萬股)：	50.01
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.736
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	801 - 1,750

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-19.1	15.7	47.1
相對表現 (%)	-17.7	6.4	20.9

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	20.00A	20.55F	22.00F

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

蔡孟辰

886 2 2181 8728

kevinmc.tsai@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

AI 推升新 CPU 平台滲透率與利潤率

重要訊息

我們與嘉澤進行線上會議，管理層正向看待 3Q24 營收、新平台滲透率與 2H24 利潤率展望。

評論及分析

伺服器新平台滲透率提升，惟競爭態勢不變。2Q24 嘉澤伺服器營收年增 95-100%、季增 25-30%，其中主板產量年增 16%、季增 10%。我們認為 Eagle Stream 與 Genoa/ Bergamo 等新伺服器平台滲透率上揚(自 2023 年的 15-20%成長至 2Q24 的約 30%)帶動 ASP 擴張為主要動能。公司展望 4Q24 新平台滲透率將達 40-50%，加上伺服器板量成長(3Q24 季增 10%、4Q24 季持平)，我們估計 3Q24 營收將季增 7%，優於我們前估，並於 4Q24 達高峰。AI 伺服器趨勢亦有利未來幾季之新平台滲透率。儘管 Intel (美)次世代新平台 Birch Stream (插槽針腳數 7,529 個)與 AMD (美) SP7 (插槽針腳數逾 7,000 個)上市時程未定，但新平台將帶動 2025 年營收成長。而市場傳聞 Intel 的伺服器 CPU 插槽市場將有新競爭對手加入，然而，鑒於 Birch Stream 插槽未來幾季即將上市，且 Oak Stream 已進入最終設計階段，公司尚未看見新競爭對手切入。我們仍正向看待嘉澤 2024-25 年營收成長。

利潤率展望正向。考量 2H24-2025 伺服器新平台滲透率持續提升，我們預估伺服器 2024-25 年營收將分別年增 70%、55%，整體營收比重將分別達約 37% 與 45%，對比 1H24 與 2023 年分別為 35%與 27%，而 PCIe Gen 5 與 DDR 5 營收走揚亦將帶動伺服器營收成長。此外，桌機 CPU V1 (插槽針腳數 1,851 個)已於 3Q24 開始出貨，將使 2H24 桌機營收(1H24 營收比重 26%)優於 1H24，並於 2025 年持續年增。我們認為伺服器與桌機新平台將使產品組合優化，加上銅價修正與台幣匯率穩定，毛利率將持續上揚。考量營收規模擴張下，我們上修 2H24 營利率預估，並將 2024-25 年 EPS 預估分別上調至 81.13 元(年增 60%)與 103.86 元(年增 28%)。

快接頭 (UQD)發展正向，將於 2025 年貢獻營收。嘉澤正在開發 AI 伺服器液冷分歧管的快接頭 (UQD)。管理層表示公司已有數個專案進入終端客戶的合格供應商名單 (AVL)，預期快接頭新品將於 2025 年貢獻營收。預期一旦公司獲得訂單後，將為目前營收與獲利預估潛在上修空間。

投資建議

我們將嘉澤目標價由 1,920 元調升至 1,930 元，基於 21 倍 2024-25 年完全稀釋後平均 EPS 91.91 元。鑒於公司 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

通用型伺服器需求的不確定性、新 CPU 平台滲透率及原物料漲價。

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	30,213	38,647
營業毛利 (NT\$百萬)	8,557	11,938	11,481	15,854	20,317
營業利益 (NT\$百萬)	4,359	7,269	6,946	10,735	14,813
稅後淨利 (NT\$百萬)	3,472	6,254	5,593	9,065	11,613
每股盈餘 (NT\$)	33.32	58.70	50.65	81.13	103.86
每股現金股利 (NT\$)	16.00	26.00	26.00	40.71	52.16
每股盈餘成長率 (%)	26.2	76.2	(13.7)	60.2	28.0
本益比 (x)	38.7	22.0	25.5	15.9	12.4
股價淨值比 (x)	8.1	6.0	5.2	4.4	3.8
EV/EBITDA (x)	23.6	14.9	14.7	10.2	7.4
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.2	2.0	2.0	3.2	4.0
股東權益報酬率 (%)	22.9	31.5	22.1	30.2	33.0

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：3Q-4Q24 財測修正 vs. 市場共識

百萬元	3Q24F							4Q24F						
	實際數	凱基預估	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	7,890	7,798	1.2	7.0	22.1	7,929	(0.5)	8,601	8,539	0.7	9.0	30.9	8,034	7.1
毛利	4,182	4,133	1.2	8.4	36.1	4,082	2.5	4,558	4,526	0.7	9.0	41.8	4,149	9.9
營業利益	2,888	2,854	1.2	12.5	50.1	2,738	5.5	3,251	3,211	1.3	12.6	63.2	2,787	16.6
稅前淨利	3,004	2,952	1.7	1.4	25.3	2,920	2.9	3,365	3,322	1.3	12.0	102.5	2,980	12.9
稅後淨利	2,298	2,258	1.8	2.7	23.1	2,237	2.7	2,459	2,483	(0.9)	7.0	95.3	2,278	8.0
每股盈餘(元)	20.55	20.25	1.5	2.7	22.5	20.01	2.7	22.00	22.27	(1.2)	7.0	92.8	20.37	8.0
毛利率(%)	53.0	53.0	0.0 ppts	0.7 ppts	5.5 ppts	51.6	1.4 ppts	53.0	53.0	0.0 ppts	0.0 ppts	4.1 ppts	51.5	1.5 ppts
營業利益率(%)	36.6	36.6	0.0 ppts	1.8 ppts	6.8 ppts	33.6	3.0 ppts	37.8	37.6	0.2 ppts	1.2 ppts	7.5 ppts	34.5	3.3 ppts
淨利率(%)	29.1	28.9	0.2 ppts	(1.2)ppts	0.2 ppts	27.4	1.7 ppts	28.6	29.1	(0.5)ppts	(0.5)ppts	9.4 ppts	28.2	0.4 ppts

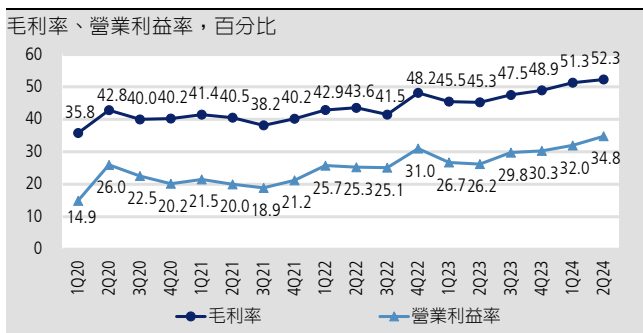
資料來源：彭博；凱基預估

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	30,213	30,113	0.3	23.4	29,675	1.8	38,647	38,265	1.0	27.9	35,389	9.2
毛利	15,854	15,874	(0.1)	38.1	15,221	4.2	20,317	20,227	0.4	28.1	18,255	11.3
營業利益	10,735	10,776	(0.4)	54.5	10,028	7.0	14,813	14,715	0.7	38.0	12,552	18.0
稅前獲利	12,006	11,957	0.4	59.6	11,338	5.9	15,342	15,245	0.6	27.8	13,208	16.2
稅後淨利	9,065	9,027	0.4	62.1	8,627	5.1	11,613	11,538	0.6	28.1	10,103	14.9
每股盈餘(元)	81.13	80.98	0.4	60.2	77.05	5.1	103.86	103.51	0.6	28.0	91.05	14.9
毛利率(%)	52.5	52.7	(0.2)ppts	5.6 ppts	51.3	1.2 ppts	52.6	52.9	(0.3)ppts	0.1 ppts	51.6	1.0 ppts
營業利益率(%)	35.5	35.8	(0.3)ppts	7.2 ppts	33.8	1.7 ppts	38.3	38.5	(0.1)ppts	2.8 ppts	35.5	2.9 ppts
淨利率(%)	30.0	30.0	0.0 ppts	7.2 ppts	29.1	0.9 ppts	30.0	30.2	(0.1)ppts	0.0 ppts	28.5	1.5 ppts

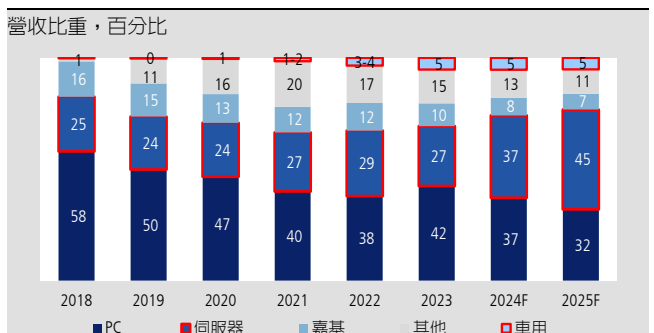
資料來源：彭博；凱基預估

圖 3：嘉澤 1Q24 毛利率與營業利率維持高檔



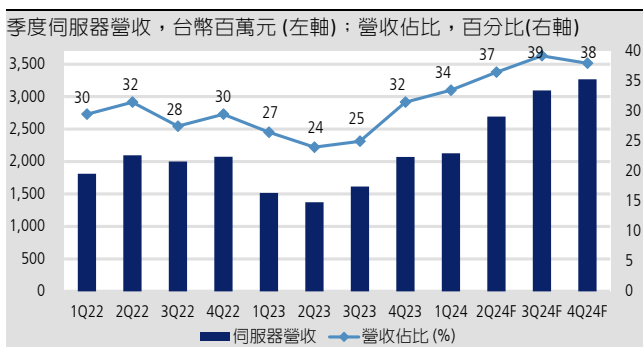
資料來源：公司資料；凱基投顧

圖 4：2024-25 年伺服器營收比重持續擴張



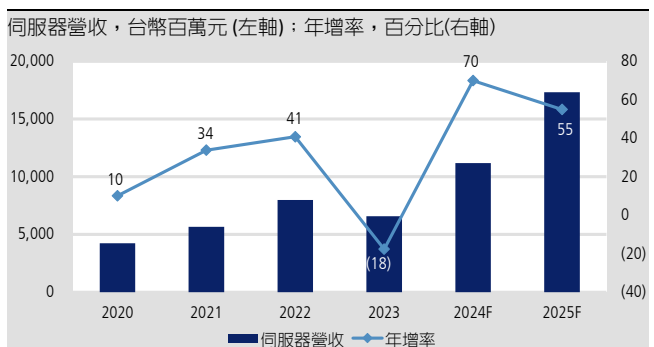
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 5：2Q24 伺服器營收比重達 36-37%



資料來源：公司資料；凱基

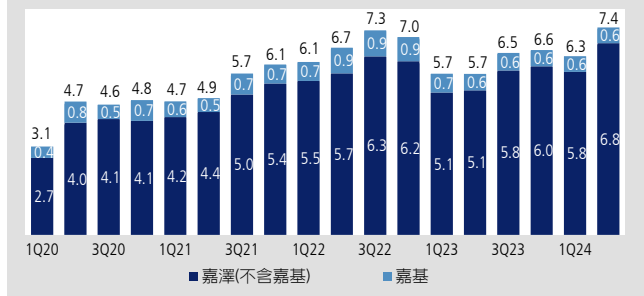
圖 6：1H24 伺服器營收年增 67%



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

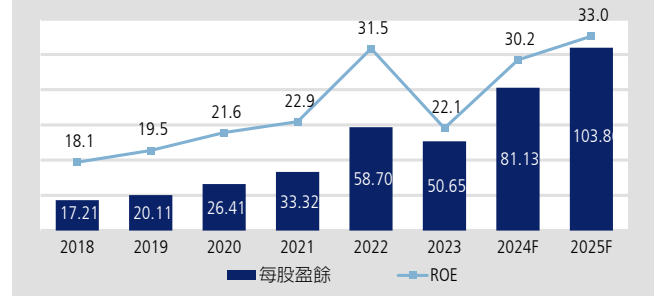
營收，台幣十億元



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

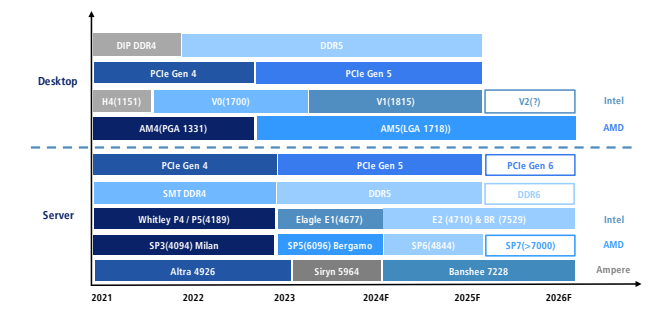
圖 9：2024 年伺服器需求恢復成長

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

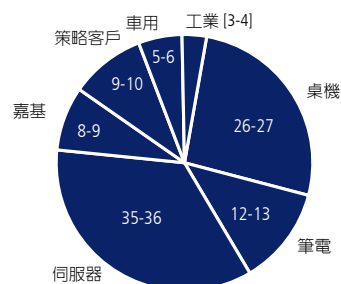
圖 13: 公司概況

嘉澤為受惠於伺服器 CPU 升級與 Type-C 成長趨勢的连接器業者。2023 年桌機 CPU 插槽/DDR/USB 3.0 连接器約貢獻整體營收的 28-29%，筆電 CPU 插座/mini PCI/IO 连接器佔比則為 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: 1H24 伺服器營收佔比達 35%

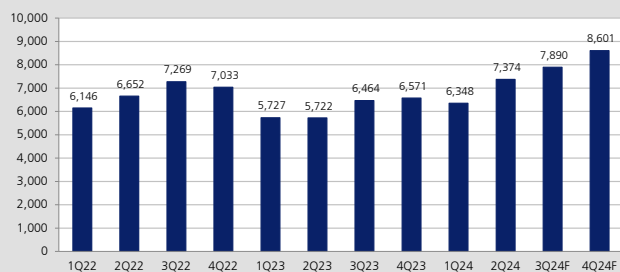
1H24 營收組合，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 15: 季營業收入

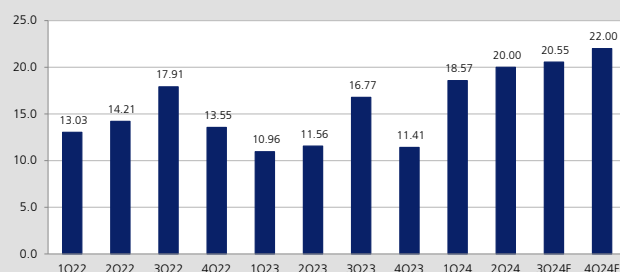
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 16: 每股盈利

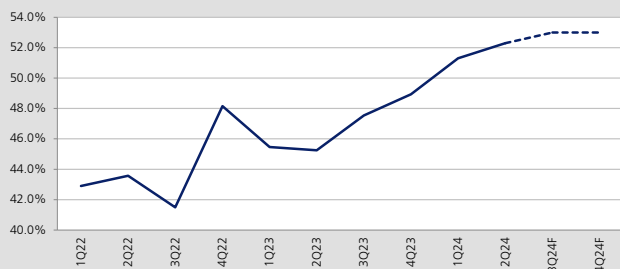
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 17: 毛利率

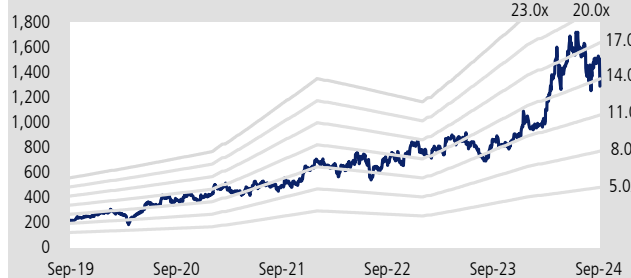
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 18: 未來一年預估本益比區間

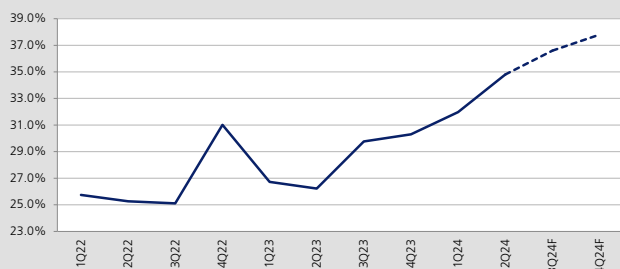
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 19: 營業利潤率

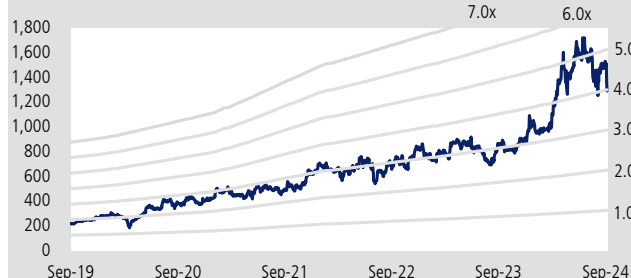
營業利潤率，百分比



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-24A	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	7,374	7,890	8,601	24,483	30,213	38,647
營業成本	(3,123)	(3,133)	(3,391)	(3,356)	(3,091)	(3,518)	(3,709)	(4,042)	(13,002)	(14,359)	(18,331)
營業毛利	2,604	2,589	3,073	3,215	3,257	3,857	4,182	4,558	11,481	15,854	20,317
營業費用	(1,073)	(1,089)	(1,149)	(1,224)	(1,227)	(1,290)	(1,294)	(1,307)	(4,535)	(5,119)	(5,503)
營業利益	1,530	1,500	1,924	1,991	2,030	2,566	2,888	3,251	6,946	10,735	14,813
折舊	(595)	(605)	(580)	(553)	(570)	(534)	(614)	(739)	(2,334)	(2,457)	(2,782)
攤提	(15)	(15)	(15)	(14)	(15)	(15)	(15)	(17)	(58)	(62)	(62)
EBITDA	2,140	2,120	2,518	2,559	2,614	3,115	3,518	4,006	9,338	13,253	17,657
利息收入	46	82	84	114	132	132	133	135	326	533	478
投資利益淨額	-	-	4	-	-	-	-	-	4	-	-
其他營業外收入	85	359	402	180	541	290	38	51	1,026	920	250
總營業外收入	131	441	489	294	673	422	171	186	1,356	1,453	728
利息費用	(19)	(16)	(15)	(21)	(22)	(18)	(20)	(21)	(71)	(82)	(78)
投資損失	-	-	-	(17)	(7)	(7)	(5)	(1)	(17)	(20)	(21)
其他營業外費用	(106)	-	(1)	(586)	-	(0)	(30)	(50)	(693)	(80)	(100)
總營業外費用	(125)	(16)	(16)	(624)	(29)	(25)	(55)	(73)	(781)	(182)	(200)
稅前純益	1,536	1,926	2,397	1,662	2,674	2,964	3,004	3,365	7,520	12,006	15,342
所得稅費用[利益]	(315)	(613)	(471)	(394)	(569)	(699)	(661)	(833)	(1,793)	(2,761)	(3,529)
少數股東損益	(40)	(28)	(58)	(8)	(35)	(28)	(45)	(72)	(134)	(180)	(200)
非常項目前稅後純益	1,182	1,285	1,867	1,259	2,070	2,237	2,298	2,459	5,593	9,065	11,613
非常項目	0	(0)	(0)	0	0	(0)	-	0	-	-	-
稅後淨利	1,182	1,285	1,867	1,259	2,070	2,237	2,298	2,459	5,593	9,065	11,613
每股盈餘 (NT\$)	10.96	11.56	16.77	11.41	18.57	20.00	20.55	22.00	50.65	81.13	103.86
獲利率 (%)											
營業毛利率	45.5	45.3	47.5	48.9	51.3	52.3	53.0	53.0	46.9	52.5	52.6
營業利益率	26.7	26.2	29.8	30.3	32.0	34.8	36.6	37.8	28.4	35.5	38.3
EBITDA Margin	37.4	37.1	39.0	38.9	41.2	42.2	44.6	46.6	38.1	43.9	45.7
稅前純益率	26.8	33.7	37.1	25.3	42.1	40.2	38.1	39.1	30.7	39.7	39.7
稅後純益率	20.6	22.4	28.9	19.2	32.6	30.3	29.1	28.6	22.8	30.0	30.0
季成長率 (%)											
營業收入	(18.6)	(0.1)	13.0	1.7	(3.4)	16.2	7.0	9.0			
營業毛利	(23.1)	(0.6)	18.7	4.6	1.3	18.4	8.4	9.0			
營業收益增長	(29.8)	(2.0)	28.2	3.5	1.9	26.4	12.5	12.6			
EBITDA	(23.1)	(0.9)	18.8	1.6	2.2	19.2	12.9	13.9			
稅前純益	(22.2)	25.3	24.5	(30.7)	60.9	10.8	1.4	12.0			
稅後純益	(18.7)	8.7	45.4	(32.6)	64.4	8.0	2.7	7.0			
年成長率 (%)											
營業收入	(6.8)	(14.0)	(11.1)	(6.6)	10.8	28.9	22.1	30.9	(9.7)	23.4	27.9
營業毛利	(1.2)	(10.7)	1.9	(5.1)	25.1	48.9	36.1	41.8	(3.8)	38.1	28.1
營業收益	(3.3)	(10.7)	5.4	(8.7)	32.6	71.0	50.1	63.2	(4.4)	54.5	38.0
EBITDA	1.7	(5.3)	4.3	(8.0)	22.2	46.9	39.7	56.6	(2.1)	41.9	33.2
稅前純益	(16.1)	(3.0)	(0.1)	(15.8)	74.0	53.9	25.3	102.5	(8.2)	59.6	27.8
稅後純益	(14.6)	(14.9)	(2.2)	(13.3)	75.2	74.1	23.1	95.3	(10.6)	62.1	28.1

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
資產總額	26,419	33,296	37,952	44,484	52,329
流動資產	16,960	22,090	26,075	32,536	40,613
現金及短期投資	3,459	7,169	13,193	17,168	21,083
存貨	4,091	3,561	2,657	2,927	3,746
應收帳款及票據	8,798	10,711	9,611	11,828	15,171
其他流動資產	612	650	613	613	673
非流動資產	9,459	11,205	11,878	11,948	11,716
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
負債總額	8,365	8,787	8,571	10,391	12,229
流動負債	7,004	8,098	6,854	8,985	10,719
應付帳款及票據	2,630	2,360	1,828	2,013	2,577
短期借款	1,157	1,923	1,580	1,891	1,788
什項負債	3,218	3,815	3,446	5,080	6,355
長期負債	1,360	689	1,717	1,406	1,509
長期借款	942	282	934	623	727
其他負債及準備	133	147	295	295	295
股東權益總額	18,055	24,509	29,381	34,093	40,100
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	20,202	26,008
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
年成長率					
營業收入	23.7%	26.7%	(9.7%)	23.4%	27.9%
營業收益增長	17.6%	66.7%	(4.4%)	54.5%	38.0%
EBITDA	22.0%	61.3%	(2.1%)	41.9%	33.2%
稅後純益	27.1%	80.1%	(10.6%)	62.1%	28.1%
每股盈餘成長率	26.2%	76.2%	(13.7%)	60.2%	28.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	40.0%	44.1%	46.9%	52.5%	52.6%
營業利益率	20.4%	26.8%	28.4%	35.5%	38.3%
EBITDA Margin	27.6%	35.2%	38.1%	43.9%	45.7%
稅後純益率	16.2%	23.1%	22.8%	30.0%	30.0%
平均資產報酬率	15.2%	20.9%	15.7%	22.0%	24.0%
股東權益報酬率	22.9%	31.5%	22.1%	30.2%	33.0%
穩定 \ 償債能力分析					
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	148.1	197.0
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	114.0	139.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	2.3	3.9	5.5	4.7	5.8
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	3.4
淨負債 (NT\$百萬)	(1,205)	(4,885)	(10,618)	(14,593)	(18,508)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	33.32	58.70	50.65	81.13	103.86
每股現金盈餘 (NT\$)	25.81	72.59	82.71	83.26	97.30
每股淨值 (NT\$)	159.11	213.40	249.47	290.18	342.33
調整後每股淨值 (NT\$)	161.82	214.07	251.53	289.14	340.86
每股營收 (NT\$)	205.29	254.36	221.74	270.42	345.64
EBITDA/Share (NT\$)	56.76	89.52	84.57	118.62	157.91
每股現金股利 (NT\$)	16.00	26.00	26.00	40.71	52.16
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.94	0.91	0.69	0.73	0.80
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
營業收入	21,392	27,099	24,483	30,213	38,647
營業成本	(12,835)	(15,161)	(13,002)	(14,359)	(18,331)
營業毛利	8,557	11,938	11,481	15,854	20,317
營業費用	(4,198)	(4,669)	(4,535)	(5,119)	(5,503)
營業利益	4,359	7,269	6,946	10,735	14,813
總營業外收入	373	1,337	1,356	1,453	728
利息收入	14	47	326	533	478
投資利益淨額	6	6	4	-	-
其他營業外收入	353	1,285	1,026	920	250
總營業外費用	(192)	(418)	(781)	(182)	(200)
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)
稅前純益	4,540	8,189	7,520	12,006	15,342
所得稅費用[利益]	(1,021)	(1,782)	(1,793)	(2,761)	(3,529)
少數股東損益	(47)	(152)	(134)	(180)	(200)
非常項目	-	(0)	(0)	-	-
稅後淨利	3,472	6,254	5,593	9,065	11,613
EBITDA	5,915	9,538	9,338	13,253	17,657
每股盈餘 (NT\$)	33.32	58.70	50.65	81.13	103.86

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	2,690	7,733	9,133	9,302	10,879
本期純益	3,472	6,254	5,593	9,065	11,613
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	(2,301)	(3,599)
其他營業資產及負債變動	1,074	967	(44)	20	21
投資活動之現金流量	(4,088)	(3,686)	(2,770)	(2,609)	(2,632)
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)
自由現金流	(2,161)	2,466	6,157	5,921	8,089
融資活動之現金流量	1,834	(495)	(296)	(2,718)	(4,332)
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)	(4,532)
其他融資現金流	(109)	79	(250)	180	200
匯率影響數	(82)	235	(25)		
本期產生現金流量	354	3,787	6,042	3,975	3,914

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷售費用/營業收入	19.6%	17.2%	18.5%	16.9%	14.2%
= 營業利益率	20.4%	26.8%	28.4%	35.5%	38.3%
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
= 資本周轉率	1.4	1.5	1.4	1.7	1.9
營業利益率	20.4%	26.8%	28.4%	35.5%	38.3%
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%
= 稅後 ROIC	22.0%	30.9%	30.9%	46.4%	57.4%

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
2024-08-01	增加持股	1,920	1,485
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

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）為凱基金控集團之成員。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，適後若有變更時，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。