

## 高力

(8996 TT, NT\$399, 增加持股)

## 焦點內容

1. 8 月營收月增主因燃電大客戶 Bloom Energy (BE) 需求回復、液冷 Manifold 出貨隨 QD 供給改善而持續爬坡；預期 9 月兩項業務營收皆有望持續提升，產品組合轉佳亦有機會帶動 3Q24 毛利率走揚。
2. 1H24 液冷營收占比約為 16%，預計 2H24 有望達 25% 以上。4Q24 將開始向美系客戶出貨 in-row CDU、向 ODM 出貨 L2A sidecar，Manifold 也已打入 ODM 客戶並將持續接觸國外提供散熱解決方案之業者。
3. 樂觀看待 2025 年展望，預期熱泵市場逐步回溫，其餘板式產品穩健成長，燃電將因 BE 掌握資料中心供電系統訂單而受惠，液冷業務則樂觀看待美系大客戶及新 ODM 出貨放量帶動高速成長。

## 結論

凱基目前給予高力「增加持股」評等，12 個月目標價 460 元。我們看好高力受惠於 AI 伺服器擴大採用液冷解決方案之趨勢，其在美系客戶供應鏈之穩固地位與打入新 ODM 將帶來該業務強勁成長。

## 營運概況

- 8 月營收 4.59 億元，月增 24%、年增 14%，反映燃電大客戶 Bloom Energy (BE) 需求回復、液冷 Manifold 出貨隨 QD 供給改善而持續爬坡。
- 因液冷業務毛利率高，預期 3Q24 可望因產品組合改善而較 2Q24 持續提升。
- 1H24 液冷營收占比約為 16%，預計 2H24 有望達 25% 以上。
- 樂觀看待 2025 年展望，預期熱泵市場逐步回溫，其餘板式產品穩健成長，燃電將因 BE 掌握資料中心供電系統訂單而受惠，液冷業務除既有客戶持續貢獻外，將有新 ODM 出貨放量帶動高速成長。
- 為因應未來各項業務成長，台灣、中國皆有擴產計畫，並規劃於泰國新建廠。

## 板式熱交換器

- 因熱泵營收大幅下滑，預計 2024 年板式熱交換器營收將衰退。
- 熱泵客戶自 2H23 起開始調節庫存，預計到今年底都不會有顯著改善；預期 2025 年將因打入新客戶而有所復甦，但成長幅度應低於 2022-23 年。
- 冷凍空調需求穩健雙位數成長，機械油壓、新能源車、儲能等其他應用領域今年以來合計則大致持平；預計 2025 年穩健成長。

## 凱基投顧

李承泰  
886.2.2181.8729  
terry.lee@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

### 燃電

- BE 產品換代量產問題已解決，但 1H24 Hot box 拉貨動能仍較弱，導致該客戶 1H24 營收貢獻呈年減。
- 目前 Hot box、介電零組件拉貨皆持續提升，預期 2H24 乃至於 2025 年皆將因客戶掌握資料中心供電系統訂單而快速成長。
- 公司針對介電零組件產線進行自動化，有望使明年產量再提升。
- Hot box 仍面臨印度同業 MTAR 競爭，但高力在介電零組件為主要供應商。
- 除 BE 外，另有數個與台電的產氫設備專案進行中，預期 2024 年小量貢獻營收、2025 年則更顯著。

### 液冷散熱

- 1H24 營收主要以 Manifold 為主，且絕大多數來自美系伺服器客戶，2Q24 出貨接近 1,000 套、8 月單月在 500 套以上；預計 4Q24 開始對美系客戶出貨 in-row CDU。
- 8 月 QD 供應仍緊俏但有所改善，9 月 Manifold 出貨有望持續提升，預計 4Q24 隨美系客戶導入新 QD 供應商而使瓶頸逐步緩解。目前 QD 由該客戶指定，未來交易模式可能更改為由高力負責採購。
- 公司已打入 ODM 供應鏈，預計 4Q24 將開始出貨 L2A sidecar，2025 年放量；公司表示該 ODM 客戶於 sidecar 市占率高，2025 年營收貢獻不一定低於既有美系客戶。
- Manifold 為公司利基型產品，除既有美系客戶外，也有打進 ODM，並持續接觸國外提供散熱解決方案之業者。管理層預期公司將持續作為美系客戶 Manifold 的主要供應商。
- 因 CDU 客製化程度較高，預期未來市場上各供應商之市佔率將較為分散；高力目標與數家較優質客戶進行深度合作。
- 儘管美系客戶近期雜音頻傳，但產品出貨情況及新品量產時程暫不受影響。
- 擴產計畫未改變，今年底即可準備好明年液冷產能需求。

## 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)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	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。
*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，邇後若有變更時，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。