



研究報告

嘉澤(3533.TT)

逢低買進(維持)

TP：1,500

AMD 快速搶奪市佔，嘉澤伺服器營收將放緩

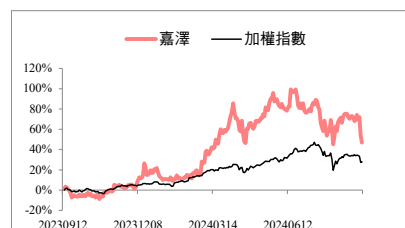
核心觀點

受惠於伺服器新平台滲透率提升，帶動 ASP 增加，惟 AMD 快速搶奪市占率，且嘉澤供貨比重降低，將導致營收成長放緩，故維持「逢低買進」評等。

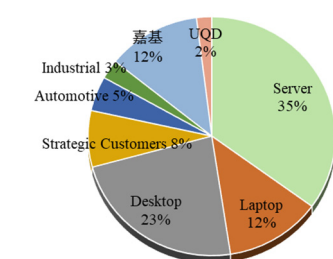
交易資料

收盤價	1,290.00
市值(億元)	1,451.30
流通在外股數(百萬股)	111.50
本益比	14.60
股價淨值比	4.30
240 日股價(低/均/高)	788/1227.7/1765
60 日均成交額(百萬元)	1,437.50

相對報酬率



2025年產品比重預估



CSR 天下永續公民獎

企業類別	2023 排名	2022 排名	平均 總分	企業治理	企業承諾	社會參與	環境永續
------	---------	---------	-------	------	------	------	------

資料來源：天下雜誌

2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	21%至 35%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	41%至 60%

資料來源：證基會

研究員：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

重要訊息

嘉澤召開法說會，說明24Q2營運及未來展望。

玉山觀點

伺服器新平台滲透率持續提升。嘉澤24Q2營收73.7億元，QoQ+16.2%、YoY+28.9%，主因CSP加大對於傳統伺服器新平台拉貨，Eagle Stream、Bergamo滲透率提升至30%，毛利率則受惠營收規模增加及產品組合轉佳提升至52.3%，稅後EPS 20.07元。

AMD快速搶奪市佔，將導致嘉澤伺服器營收放緩。展望24H2，隨著新平台Brich Stream、Genoa、Bergamo於24H2出貨，將帶動針腳數由Eagle Stream的4,677 pins提升至7,529 pins(Brich Stream)、6,096 pins(Genoa、Bergamo)，ASP將提升15%以上，且嘉澤於Intel、AMD市占率為35/30%，預估24Q4新平台滲透率可達40%，且DDR5、PCIe Gen5等高階產品滲透率亦將隨著提高，預期2024年營收為293億元，受惠於銅價近期疲弱抑制成本攀升及營收規模提升，毛利率將提升至52.17%，稅後EPS 78.71元。展望2025年，隨著AMD高效與節能技術優勢顯現，預期至25Q4 AMD將搶奪65%市占率，而嘉澤於AMD的供貨比重正逐步下滑，推測Bergamo僅為25%，伺服器業務成長將放緩，不過，我們看好NB換機潮帶動DDR5、M.2、USB4升級，又有快接頭放量，預估2025年營收為334億元(YoY+14%)，稅後EPS 88.38元。

切入水冷傳捷報，營運增添動能。嘉澤擁有CNC銑床模具，快接頭可做到全自製，且管理層表示，目前已獲得AVL資格，終端客戶包含美系CSP與企業客戶，而根據供應鏈訪查，部分台廠ODM導入嘉澤產品，以解決供貨緊缺問題，推測2025年市占率為12%左右，以快接頭ASP 50美元推算(包含公頭與母頭)，2025年將可貢獻營收2%。

投資建議

受惠於伺服器新平台滲透率提升，帶動ASP增加，惟AMD快速搶奪市占率，且嘉澤供貨比重降低，將導致營收成長放緩，預估2024/2025 EPS為78.71/88.38元，維持「逢低買進」評等，目標價1,500元(17倍PER*2025EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3(F)	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	6,348	7,374	7,884	7,650	29,256	33,436
YoY	10.85%	28.87%	21.98%	16.42%	19.49%	14.29%
毛利率	51.31%	52.30%	52.45%	52.43%	52.16%	52.24%
營益率	31.97%	34.80%	35.68%	35.30%	34.55%	36.32%
稅後淨利	2,070	2,237	2,253	2,213	8,774	9,852
EPS(元)	18.57	20.07	20.22	19.85	78.71	88.38

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q2	24Q3	23Q4	24Q1	23Q4	24Q1
營收	7,374	7,884	7,374	7,884	0.00	0.00
毛利	3,857	4,136	3,857	4,136	0.00	0.00
營業利益	2,566	2,813	2,566	2,813	0.00	0.00
稅前淨利	2,964	2,904	2,964	2,904	0.00	0.00
稅後淨利	2,237	2,253	2,237	2,253	0.00	0.00
每股盈餘(元)	20.07	20.22	20.07	20.22	0.00	0.00
財務比率(%)						
毛利率	52.30	52.45	52.30	52.45	0.00	0.00
營益率	34.80	35.68	34.80	35.68	0.00	0.00
淨利率	40.19	36.83	40.19	36.83	0.00	0.00

資料來源：玉山投顧(2024/09)

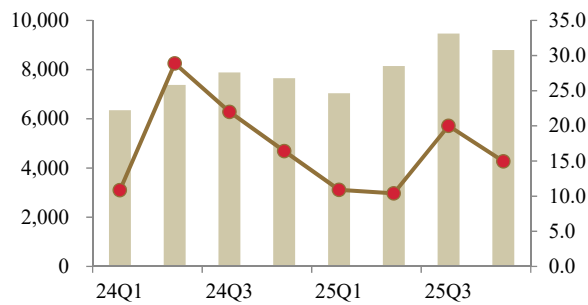
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	6,348	7,374	7,884	7,650	29,256	7,039	8,142	9,461	8,794	33,436
營業毛利	3,257	3,857	4,136	4,011	15,260	3,555	4,250	4,998	4,664	17,467
營業費用	1,227	1,290	1,323	1,310	5,150	1,291	1,303	1,398	1,330	5,321
營業利益	2,030	2,566	2,813	2,700	10,109	2,265	2,947	3,600	3,333	12,145
淨業外收支	644	397	91	84	1,217	92	89	61	137	379
稅前淨利	2,674	2,964	2,904	2,784	11,326	2,357	3,036	3,661	3,470	12,524
稅後淨利	2,070	2,237	2,253	2,213	8,774	1,854	2,399	2,841	2,758	9,852
EPS(元)	18.57	20.07	20.22	19.85	78.71	16.63	21.52	25.49	24.74	88.38
財務比率										
毛利率	51.31	52.30	52.45	52.43	52.16	50.51	52.20	52.83	53.03	52.24
營業利益率	31.97	34.80	35.68	35.30	34.55	32.18	36.20	38.05	37.90	36.32
稅前淨利率	42.12	40.19	36.83	36.40	38.71	33.48	37.29	38.70	39.46	37.46
YoY(%)										
營業收入	10.85	28.87	21.98	16.42	19.49	10.89	10.41	19.99	14.96	14.29
營業毛利	25.08	48.95	34.59	24.73	32.91	9.17	10.19	20.85	16.28	14.46
營業利益	32.62	71.04	46.22	35.60	45.54	11.60	14.84	27.98	23.44	20.14
稅前淨利	74.04	53.90	21.17	67.55	50.60	(11.87)	2.44	26.08	24.63	10.58
稅後淨利	75.2	74.12	20.67	75.69	56.87	(10.45)	7.25	26.08	24.63	12.29
QoQ(%)										
營業收入	(3.40)	16.17	6.92	(2.97)		(7.98)	15.66	16.20	(7.04)	
營業毛利	1.29	18.42	7.23	(3.02)		(11.35)	19.52	17.61	(6.69)	
營業利益	1.91	26.44	9.62	(4.00)		(16.13)	30.11	22.16	(7.41)	
稅前淨利	60.92	10.83	(2.01)	(4.12)		(15.36)	28.82	20.60	(5.23)	
稅後淨利	64.39	8.03	0.74	(1.80)		(16.22)	29.39	18.43	(2.93)	

資料來源：玉山投顧(2024/09)

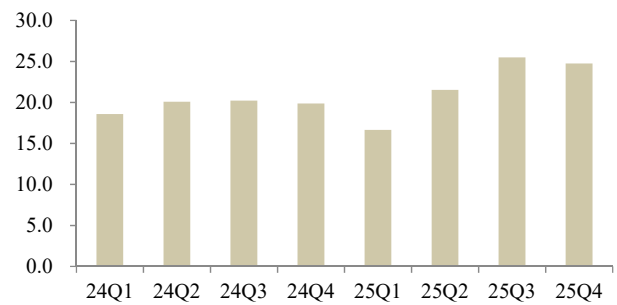
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



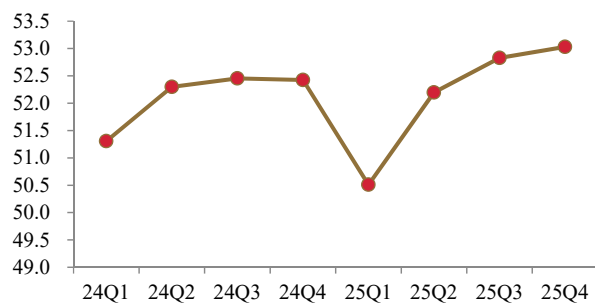
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



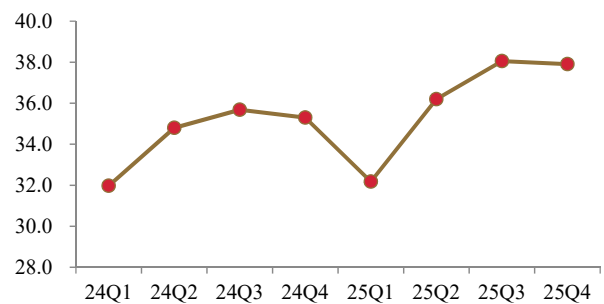
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



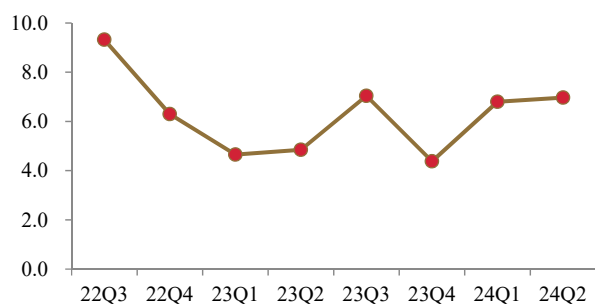
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



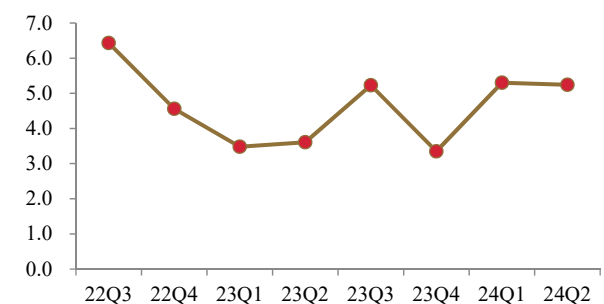
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季末年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2024/09)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	27,099	24,483	29,256	33,436
營業成本	15,161	13,002	13,997	15,969
營業毛利	11,938	11,481	15,260	17,467
營業費用	4,669	4,535	5,150	5,321
營業利益	7,269	6,946	10,109	12,145
營業外收支淨額	920	575	1,217	379
稅前淨利	8,189	7,520	11,326	12,524
稅後淨利	6,256	5,593	8,774	9,852
普通股股本	1,069	1,113	1,115	1,115
EPS(元)	58.53	50.24	78.71	88.38
年成長率				
營收	26.7%	-9.7%	19.5%	14.3%
營業利益	66.7%	-4.4%	45.5%	20.1%
稅前淨利	80.4%	-8.2%	50.6%	10.6%
母公司稅後淨利	80.2%	-10.6%	56.9%	12.3%
獲利能力比率				
毛利率	44.1%	46.9%	52.2%	52.2%
營業利益率	26.8%	28.4%	34.6%	36.3%
稅前淨利率	30.2%	30.7%	38.7%	37.5%
稅後淨利率	23.1%	22.8%	30.0%	29.5%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	22,090	26,075	31,026	35,363
現金及約當現金	7,090	13,132	15,693	17,934
存貨	3,561	2,657	3,175	3,629
應收帳款及票據	10,711	9,611	11,485	13,125
其他流動資產	729	674	674	674
長期投資	0	82	82	82
固定資產	8,872	9,130	9,463	10,086
其他長期資產	2,419	2,666	2,666	2,666
資產總額	33,381	37,952	43,237	48,197
流動負債	8,098	6,854	9,829	11,233
應付帳款及票據	2,360	1,828	2,184	2,496
短期借款	1,907	1,580	1,888	2,158
什項負債	3,831	3,446	4,942	5,648
非流動負債	770	1,717	4,146	2,283
負債總額	8,868	8,571	13,974	13,515
普通股股本	1,069	1,113	1,115	1,115
資本公積	6,307	8,896	8,896	8,896
保留盈餘	15,765	18,553	23,378	28,797
股東權益總額	22,812	27,773	29,263	34,681

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	8,189	7,520	11,326	12,524
折舊及攤提費用	2,269	2,392	1,400	1,426
本期營運資金變動	-1,734	1,046	-2,035	-1,782
其他項目	-990	-1,825	-2,181	-2,493
營運活動之現金流量	7,733	9,133	8,510	9,675
資本支出	-3,678	-2,659	-1,733	-2,049
本期長期投資變動	0	-94	0	0
其他項目	-8	-17	-4,437	158
投資活動之現金流量	-3,686	-2,770	-6,169	-1,892
短期借款及票券變動	714	-317	308	270
舉措/償還長期借款	121	-166	2,429	-1,863
發行/償還公司債	346	1,080	0	0
現金增資	0	2,306	0	0
發行現金股利	-1,696	-2,804	-2,517	-3,948
其他項目	15	0	0	0
融資活動之現金流量	-495	-296	220	-5,541
匯率影響數	235	-25	0	0
本期現金流量	3,787	6,042	2,560	2,242
期末現金及約當現金	7,090	13,132	15,693	17,934

重要財務比率	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	26.6%	22.6%	32.3%	28.0%
槓桿比率	38.9%	30.9%	47.8%	39.0%
流動比率	272.8%	380.4%	315.7%	314.8%
速動比率	228.8%	341.6%	283.4%	282.5%
存貨週轉率(次)	3.96	4.18	4.80	4.69
存貨週轉天數	90.85	86.09	75.01	76.70
應收帳款週轉率(次)	3.15	3.08	3.40	3.26
應收帳款週轉天數	138.92	135.18	129.79	132.48
總資產週轉率(次)	0.81	0.65	0.68	0.69
淨值週轉率(次)	1.19	0.88	1.00	0.96
股東權益報酬率	31.5%	22.1%	30.8%	30.8%
總資產報酬率	21.4%	16.1%	21.6%	21.6%
OCF/流動負債	95.5%	133.2%	86.6%	86.1%
每股比率				
每股淨值(元)	211.41	249.31	262.51	311.12
每股營收(元)	253.56	219.92	262.45	299.95
每股盈餘(元)	58.53	50.24	78.71	88.38
每股現金股利(元)	26.34	22.61	35.42	39.77
現金股利配發率	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站(www.esunconsulting.com.tw)取閱。

研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

【天下永續100強】

邀請過去3年內（2020-2022年）有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數，並於4組中各選出首次入榜且名次最佳者1席為當年度「新秀獎」。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法