

# 伺服器零組件 | 佳必琪 (6197 TT, 未評等)

## NVIDIA GB200、AI 發展相關商機將為佳必琪提供 2025 年成長動能

### 交易資料表

市值	NT\$18,680 百萬元
三個月平均日成交值	NT\$505 百萬元
外資持股比率	9.4%
董監事持股比率	33.9%
股價淨值比 (2023)	5.60倍

### 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2021	2022	2023	1H24
營業收入	3,867	4,339	4,962	3,228
EPS (元)	3.06	3.60	5.20	4.59
本益比 (倍)	50.0	42.5	29.4	33.3
ROE (%)	12.5	14.2	19.9	15.3
現金殖利率 (%)	1.8	1.9	2.5	-

#### 黃勵誠

eziohuang@yuanta.com

#### 林采潔

stacylin68@yuanta.com

### 元大觀點

- 佳必琪當前發展重心以數據網路、智能連結業務為主要營收來源。受惠於 AI 業務需求佳，2Q24 數據網路業務比重達 56%。
- 佳必琪於今年成功打入 NVIDIA GB200 AI 伺服器供應鏈，成為 GB200 之合格供應商，後續將為 NVIDIA 生產 GB200 伺服器所需之連接器。
- 2023 年完成兩件併購案，其中衡星併購案為後續 NVIDIA AI 相關商機打下基礎；SACO 併購案完成後有利加深與美國地區客戶之合作關係。

### 當前發展重心以數據網路、智能連結業務為主要營收來源

佳必琪目前營收以數據網路業務、智能連結業務(含物聯網業務)為兩大主要業務，其中數據網路業務包含伺服器、資料中心等領域所需之連接器產品，包含一般伺服器業務、AI 伺服器業務、交換器等項目。智能連結業務部份則多面向附加價值較高、較為高端之產品，如 Sony 之遊戲機 Play Station 5 所需之連接器。此外車用電子相關業務則為目前智能連結業務之重點發展項目之一。數據網路、智能連結業務 2023 年之營收比重約為 45%/47%，但受惠於 AI 伺服器相關業務成長佳，帶動整體數據網路業務成長幅度高於智能連結業務，2Q24 數據網路、智能連結營收比重則為 56%/39%。

### 數據網路業務以伺服器相關業務為主；成功打入 GB200 供應鏈

數據網路業務部分，佳必琪生產伺服器、資料中心、交換器等領域所需各種規格之連接器產品，主要產品包含收發器、傳輸線束等，服務客戶包含美系 CSP 等，且美系伺服器大廠、NVIDIA 亦為佳必琪客戶。此外佳必琪於今年成功打入 NVIDIA GB200 AI 伺服器供應鏈，成為 GB200 之合格供應商，後續將為 NVIDIA 生產 GB200 伺服器所需之連接器，例如所需之訊號、電源連接器等相關產品。受惠於 AI 發展需求持續增溫，AI 伺服器相關業務(例如提供 H100 等 AI 伺服器所需之電源連接器等)成長佳，2H23 佔數據網路業務比重約 20%，至 2Q24 佔數據網路業務營收比重已達 35%，顯示 AI 產品營收貢獻逐漸升高，帶動 2Q24 數據網路業務佔整體營收比重達約 56%。

### 2023 年兩件併購案有利加強與輝達、美國地區客戶之合作

營運規模擴張部分，佳必琪於 2023 年併購衡星、SACO 兩間公司。衡星主要業務為生產顯示卡及主板之間的連接器，且為 NVIDIA 合格供應商，為後續 NVIDIA AI 相關商機打下基礎。SACO 併購案部分，因其營運據點位於美國，且主要業務為向客戶提供產品 NPI 階段所需之服務，併購完成後有利佳必琪加深與美國地區客戶之合作關係。

### 鎖定利基型市場發展，產品進入大量生產、價格競爭階段後即逐漸退出

佳必琪早期以服務手機、日系電視機及遊戲機客戶為主，合作對象包含許多國際知名電子企業。然而，佳必琪選擇逐漸結束成熟消費電子相關產品之製造，因公司認為一旦市場或產品進入大量生產階段後，產品報價遭要求大幅下降之可能性相當高，所以當產品進入成熟階段後、遭需求端客戶大砍價後，即會決定逐漸結束提供產品並轉往利基型產品市場，例如公司判斷長期而言有線連結技術對於速度之要求將持續成長，相關產品後續具有相當之發展潛力，因此於十多年前逐漸轉往數據網路等高技術門檻業務發展。

### AI 題材增溫，2Q24 營運持續成長

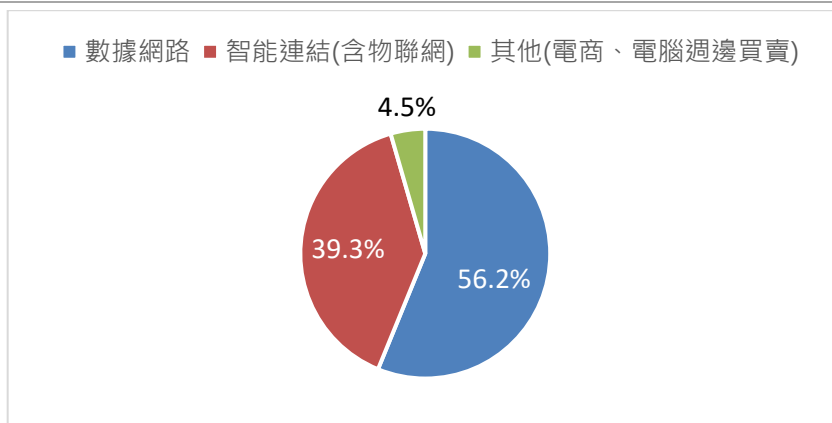
受惠 AI 發展需求持續增溫，2Q24 營收 17.51 億元，QoQ+18.6%、YoY+64.6%；毛利率 35.4%，QoQ+2.4ppts、YoY+7.6ppts，毛利率成長動能來自於產品組合持續改善與營運精實等因素；營業利益 3.43 億元，QoQ+33.3%、YoY+224.5%。稅後淨利 3.23 億，QoQ+36.1%、YoY+68.4%，EPS 2.65 元。

### 當前發展重心以利基型市場為主，數據網路、智能連結業務為主要營收來源

佳必琪目前營收以數據網路業務、智能連結業務(含物聯網業務)為兩大主要業務，兩者 2023 年之營收比重約為 45%/47%，但受惠於 AI 伺服器相關業務成長佳(如供應 L40、H100 等 AI GPU 之電源連接器，去年下半年 AI 伺服器業務佔數據網路業務比重約 20%，2Q24 已達 35%)，2Q24 佔營收比重約為 56%/39%。數據網路業務包含伺服器、資料中心等領域所需之連接器產品，其中包含一般伺服器業務、AI 伺服器業務、交換器等項目，目前佳必琪為伺服器、數據網路相關連接器產品之台灣領頭羊之一，在全球市場中則與安菲諾、TE、莫仕等國際型企業競爭。

智能連結業務部份，公司生產之連接器則多面向附加價值較高、較為高端之領域及產品，如 Sony 之遊戲機 Play Station 5 所需之連接器。此外車用電子相關業務則為目前佳必琪智能連結業務之重點發展項目之一。由當前之兩大業務發展方向可知，與早期以服務手機、日系電視機及遊戲機客戶為主不同，目前佳必琪著重於高價值之利基型市場。

圖 1：佳必琪 2Q24 營收比重



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 2：佳必琪產品比重及年增率

營收(百萬元)	2022	2023	1H24
數據網路	1,850	2,212	1,750
智能連結(含物聯網)	2,145	2,353	1,320
其他	344	397	157
營收占比(%)	2022	2023	1H24
數據網路	43%	45%	54%
智能連結(含物聯網)	49%	47%	41%
其他	8%	8%	5%
年增率(%)	2022	2023	1H24
數據網路	22%	20%	105%
智能連結(含物聯網)	16%	10%	20%
其他	-32%	15%	-21%

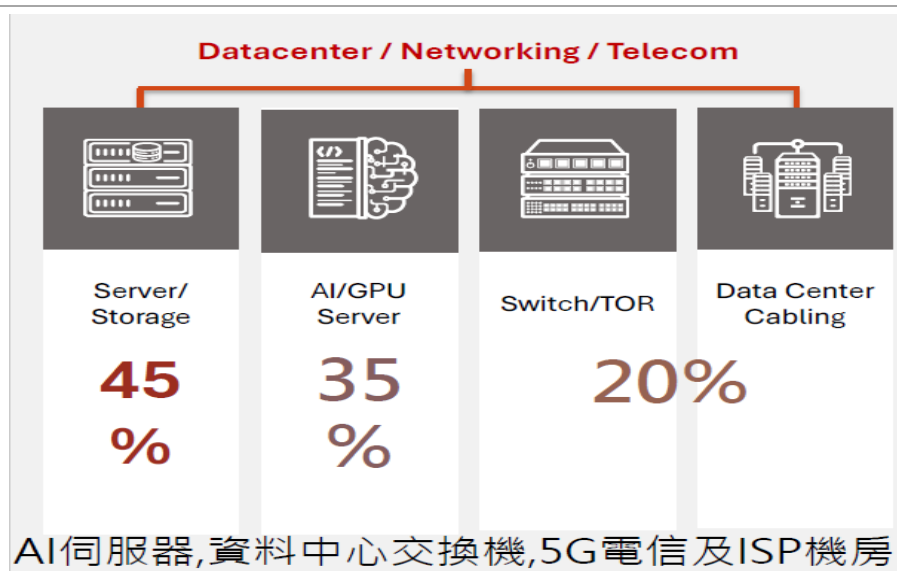
資料來源：公司資料、元大投顧整理

### 數據網路業務以伺服器相關業務為主，且成功打入 NVIDIA GB200 伺服器供應鏈

數據網路業務部分，佳必琪生產伺服器、資料中心、交換器等領域所需各種規格之連接器產品，主要產品包含收發器、傳輸線束等，服務客戶包含美系 CSP 等，且美系伺服器大廠、NVIDIA 亦為佳必琪客戶。數據網路業務包含一般伺服器、AI 伺服器、交換器(TOR)、資料中心(Data Center Cabling)等業務。其中一般伺服器、AI 伺服器項目為數據網路業務中比重最高之項目，佔 2Q24 數據網路業務比重約 45%/35%，而交換器(TOR)、資料中心(Data Center Cabling)等兩項業務佔數據網路業務比重總和則約為 20%。一般伺服器、AI 伺服器所需之產品規格別中，包含 MCIO、Multi-Trak 等符合 PCIE Gen5 規格之產品，並應用於主板、背板、記憶體以及 GPU 等硬體，以達成一般伺服器、AI 伺服器內部訊號傳輸之連接器及連接線，佳必琪皆有能力生產。此外，配合北美客戶下一代需求，已進行開發符合 PCIE Gen6 規格及 ORV3 大電流產品，且因應水冷散熱需求快速提升，佳必琪亦積極投入相關組件開發，將於 4Q24 送樣給客戶進行驗證。傳輸規格部分，當前速度最快、規格最新之 800G，佳必琪亦已有部分相關產品通過客戶端之認證，惟公司表示由於採用成本較高等因素，預期 800G 規格在 2024、2025 年滲透率仍較低。連接線纜部分，AOC、DAC 等規格之傳輸線纜公司皆有製造。

佳必琪於今年成功打入 NVIDIA GB200 AI 伺服器供應鏈，成為 GB200 之合格供應商，後續將為 NVIDIA 生產 GB200 伺服器所需之連接器，例如所需之訊號、電源連接器等相關產品。受惠於 AI 發展需求持續增溫，AI 伺服器相關業務(例如提供 H100 等 AI 伺服器所需之電源連接器等)成長佳，2H23 佔數據網路業務比重約 20%，至 2Q24 佔數據網路業務營收比重已達 35%，顯示 AI 產品營收貢獻逐漸升高，帶動 2Q24 數據網路業務佔整體營收比重達約 56%。隨 AI 伺服器業務持續發展，本中心認為 2025 年數據網路業務中，一般伺服器、AI 伺服器業務營收佔比約為 34%/52%，整體而言預期受惠於 AI 發展浪潮帶動整體伺服器需求等因素，數據網路業務成長性有望優於智能連結業務，2024/2025 數據網路業務營收佔比預期將為 56%/64%，YoY+81%/+41%。

圖 3：佳必琪數據網路業務 2Q24 各項目比重



資料來源：公司資料

### 2023 年兩件併購案有利加強與輝達、美國地區客戶之合作

營運規模擴張部分，佳必琪於 2023 年併購衡星、SACO 兩間公司。衡星主要業務為生產顯示卡及主板之間的連接器，且為 NVIDIA 合格供應商，為後續 NVIDIA AI 相關商機打下基礎。SACO 併購案部分，因其營運據點位於美國，且主要業務為向客戶提供產品 NPI 階段所需之服務，併購完成後有利佳必琪加深與美國地區客戶之合作關係。

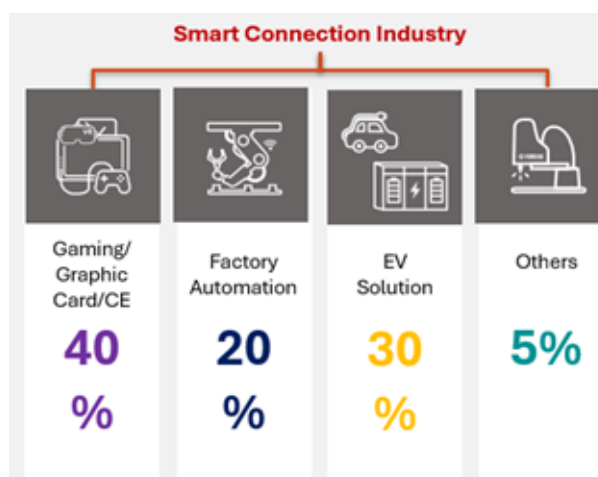
## 智能連結業務涵蓋範圍廣泛，以高階消費電子、車用領域為主要發展業務

智能連結業務(含物聯網)部分，佳必琪生產之連接器其終端用途所涵蓋之領域相當廣泛，其中高階消費電子產品、車用項目為營收比重較高之項目，佔 2Q24 智能連結營收比重約為 45%/30%。而工業自動化項目、其他(物聯網)等項目則佔智能連結比重約 20%/5%。

消費領域部分，由於公司持續鎖定利基型市場發展，目前終端產品之用途主要為 Sony PS5 遊樂器以及 Nikon 相機等產品，屬於產值較高之消費相關產品。

車用部分，佳必琪與海外知名汽車大廠如 Mazda、Tesla 皆有合作關係，為傳統燃油車、新能源車提供所需連接器，但目前車用項目中並無營收比重特別高之合作對象。

圖 4：佳必琪智能連結業務 2Q24 各項目比重



資料來源：公司資料

AI 貢獻顯現，四大 CSP 資本支出展望持續上修

CY2Q24 法說會中，4 大 CSP 業者表示 AI 需求暢旺，將持續投資基礎建設、AI 相關研發以因應市場需求。根據各業者財報，Microsoft 資本支出季增 27%，主要為 AI 相關投資，其中約 50%用於基礎建設需求，50%用於伺服器的 CPU 及 GPU 需求；Google 資本支出季增 10%，主要用於基礎設施的投資，最大應用為伺服器，其次為資料中心；Amazon 資本支出季增 18%，2H24 資本支出將高於 1H24，主要用於基礎建設（包含生成式 AI 及非生成式 AI）；Meta 資本支出季增 26%，公司將持續投入基礎建設以支持生成式 AI 及進階功能開發。CSP 業者均看好 AI 將成為未來趨勢，且帶動相關業務的營收成長，將持續提高資本支出用於 AI 研發及發展。

圖 5：北美四大 CSP 資本支出預估

CAPEX(US\$mn)	CY 2019	CY 2020	CY 2021	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025
Google	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	50,897	55,564
Microsoft	13,546	17,592	23,216	24,768	35,202	53,192	59,800
Amazon	16,861	40,141	61,053	63,645	52,729	68,918	75,332
Meta	15,102	15,115	18,628	31,431	27,247	37,820	47,804
Total	69,057	95,129	127,537	151,329	147,429	210,827	238,500
YoY Growth (%)							
Google	-6.3%	-5.4%	10.6%	27.8%	2.4%	57.8%	9.2%
Microsoft	-4.8%	29.9%	32.0%	6.7%	42.1%	51.1%	12.4%
Amazon	25.6%	138.1%	52.1%	4.2%	-17.2%	30.7%	9.3%
Meta	8.0%	0.1%	23.2%	68.7%	-13.3%	38.8%	26.4%
Total	3.4%	37.8%	34.1%	18.7%	-2.6%	43.0%	13.1%

資料來源：各公司、元大投顧預估

圖 6：北美四大 CSP 對資本支出及雲端業務展望

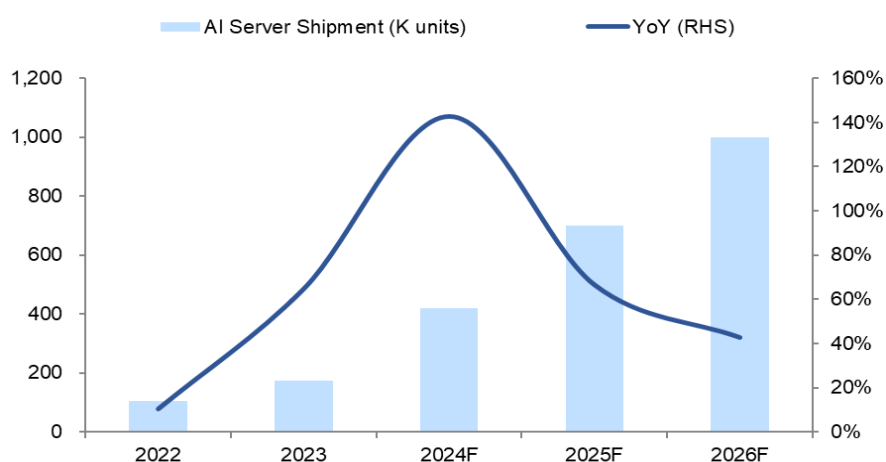
公司	Data Center & Cloud 資本支出與相關業務展望
Amazon	2Q24 AWS營收263億美元，季增5%，年增19%。公司持續看到成長動能來自成本優化、基礎建設更新及AI業務成長。Nvidia晶片效能提升，且最新一代的 Trainium 2 將於2H24推出，客戶對於AI晶片需求強勁。
	2Q24 PP&E支出176億美元，季增18%，年增54%。管理層表示2H24資本支出將高於1H24，主要用於基礎建設（包含生成式AI及非生成式AI）以支持AWS成長。
Meta	2Q24資本支出（包括融資租賃、本金還款）為 84.72億美元，季增26%，年增33%，主要用於伺服器、資料中心及網通等基礎建設。
	管理層指引2024全年資本支出370-400億美元，落於前次財測上緣（350-400億美元），公司將持續投入基礎建設以支持生成式AI及進階功能開發。 管理層表示2025年資本支出將顯著年增，用以支持AI相關的研發及發展，市場則預期2025年資本支出將年增15%至434億。
Microsoft	FY4Q24資本支出為130.9億美元，季增27%，年增55%，主要為AI相關投資，其中約50%用於基礎建設需求，50%用於伺服器的CPU及GPU需求。由於基礎建設投資屬於一次性投資，因此資本支出的增長與營收的成長出現落差。
	FY4Q24雲端收入為368億美元，年增21%，符合預期。以部門別來看，智慧雲端營收285億美元，年增19%，符合上季管理層指引，主因Azure及其他雲端服務強勁增長29%，其中Azure OpenAI服務等AI相關功能貢獻8%增長。 管理層表示受惠雲端及AI需求，FY2025資本支出將持續增長並呈季增態勢。
Google	2Q24雲端業務營收103.5億美元，季增8%，年增23%，其中GCP增長強勁，增長幅度高於雲端業務整體增長。AI貢獻度提升，前100大客戶大部分已使用生成式 AI 解決方案。
	2Q24資本支出132億美元，季增10%，年增64%，主要用於基礎設施的投資，最大的應用是伺服器，其次為資料中心。Google在2Q24宣布將於馬來西亞建立第一個資料中心，此外也在愛荷華州、維吉尼亞州和俄亥俄州進行擴展。 管理層展望後續季度資本支出會和1Q24維持相同水平至略增，imply全年資本支出將至少為480億美元，年增52%。

資料來源：各公司、元大投顧整理

## CoWoS-L 良率不足 GB200 遞延出貨，然暫不影響 CSP 採購意願

根據調查，B200 良率仍低於台積電標準，目前良率僅達 90-95%。由於 CoWoS-L 需要由頂層晶片、Interposer 和 HBM 一起封裝，現階段良率不足的情況下只能透過增加 CoWoS-L 產能來彌補。目前唯一能夠提高產能的方式是暫時性的取消 B100 發佈，並略微延後 B200 HGX 出貨時間。本中心原先預計 GB200 將於 4Q24 由鴻海和廣達開始出貨，但由於產能不足及良率待改善的問題，初期僅鴻海 GB200 公版可以出貨，其餘 CSP/SI 廠商需延至 1Q25 開始生產和出貨。雖 CoWoS-L 良率問題造成 GB200/B200 系列產品遞延至少一個季度，不過，CSP 業者採購需求並未降低，預估 2024/25 年 GB200 出貨量為 100/60,000-70,000 櫃。

圖 7：AI 伺服器出貨量預估

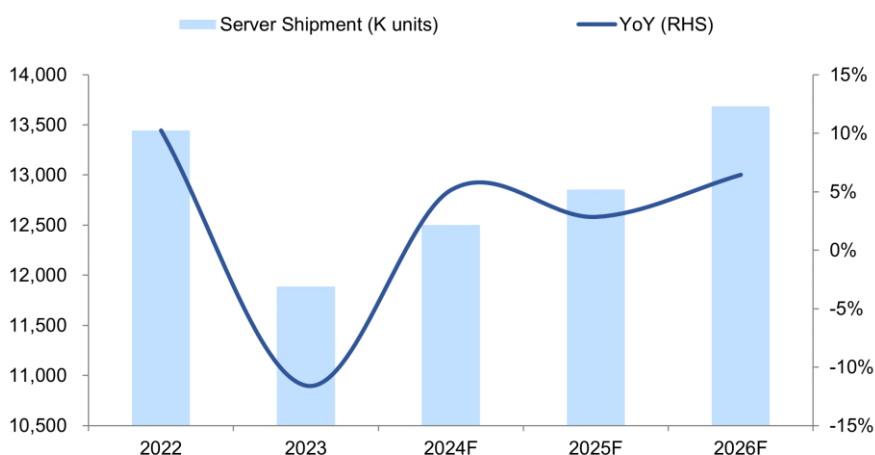


資料來源：元大投顧預估

## 一般伺服器需求逐漸回溫有利相關連接器市場成長

經供應鏈調查，1H24 一般伺服器需求有逐漸回溫之跡象，Intel Eagle Stream、AMD Genoa 等新平台伺服器拉貨需求陸續出現。本中心預期今年全球伺服器出貨量為 1,250 萬台，2025 年約 1,286 萬台。一般伺服器需求回溫有利連接器需求。

圖 8：伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

## AI 題材增溫，1H24 營運強勁成長

受惠於 AI 發展需求持續增溫，1H24 營收 32.28 億元，YoY+50.2%；毛利率 34.3%，YoY+8.5ppts，毛利率成長動能來自於產品組合持續改善與營運精實等因素；營業利益 6.0 億元，YoY+190.5%，稅後淨利 5.61 億，YoY+102.6%，EPS 4.59 元。

圖 9：佳必琪損益表

(NT\$百萬元)	2021A	2022A	2023A	1H24A
營業收入	3,867	4,339	4,962	3,228
營業成本	-2,814	-3,239	-3,526	-2,119
營業毛利	1,053	1,100	1,437	1,108
營業費用	-694	-722	-795	-509
營業利益	359	378	641	600
稅前淨利	466	545	810	726
歸屬母公司淨利	373	440	635	561
每股盈餘(NT\$)	3.06	3.60	5.20	4.59

資料來源：公司資料

圖 10：佳必琪資產負債表

(NT\$百萬元)	2021A	2022A	2023A	1H24A
現金及約當現金	986	1,337	921	1,060
其他流動資產	2,507	2,350	2,838	3,333
流動資產	3,493	3,687	3,759	4,394
非流動資產	968	917	1,595	2,186
資產總額	4,461	4,604	5,354	6,579
流動負債	1,232	1,377	1,591	2,599
非流動負債	128	67	279	175
負債總額	1,360	1,445	1,870	2,774
股本	1,221	1,221	1,221	1,221
資本公積	492	395	273	199
保留盈餘	1,497	1,703	2,092	2,253
歸屬母公司之權益	3,018	3,061	3,352	3,656
股東權益總額	3,101	3,159	3,484	3,656

資料來源：公司資料

圖 11：佳必琪現金流量表

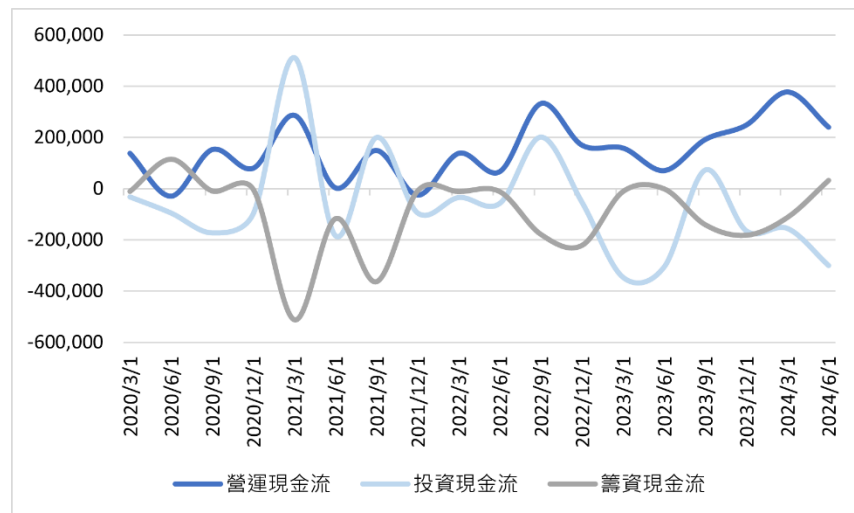
(NT\$百萬元)	2021A	2022A	2023A	1H24A
稅前淨利	385	445	660	597
折舊及攤提	123	137	131	74
本期營運資金變動	-54	110	-57	-78
其他營業資產	-38	16	-62	26
營運活動之現金流量	416	709	672	619
資本支出	-114	-68	-108	-478
其他資產變動	558	124	-636	22
投資活動之現金流量	444	56	-744	-456
現金增資	0	0	0	0
其他調整數	-999	-422	-333	-79
融資活動之現金流量	-999	-422	-333	-79
本期產生現金流量	-210	351	-416	139
自由現金流量	302	641	564	141

資料來源：公司資料

### 財務狀況穩定，長期財務發展無虞

佳必琪近年財務狀況穩定，現金流量變動不大，此外隨 AI 伺服器業務逐漸增溫，營收、營運活動現金流入有望進一步成長，長期財務發展無虞。

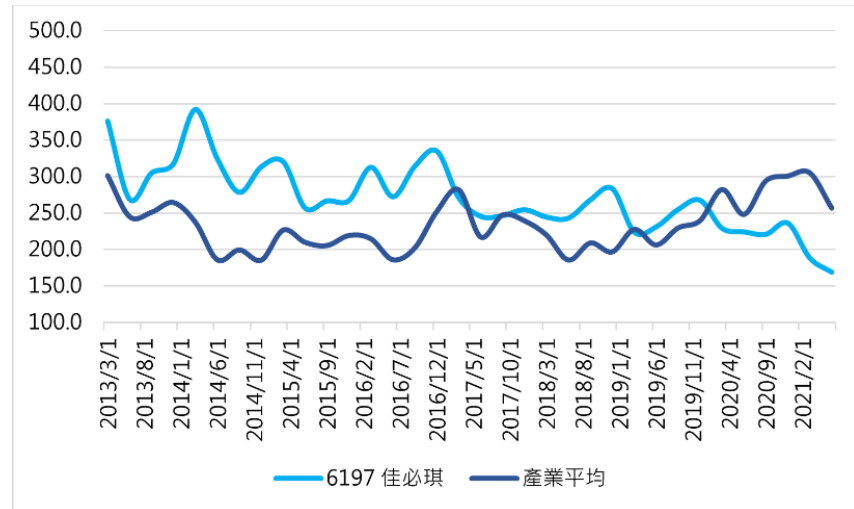
圖 12：佳必琪現金流量



資料來源：TEJ、元大投顧；註：產業平均包含嘉澤、信邦、貿聯、嘉基

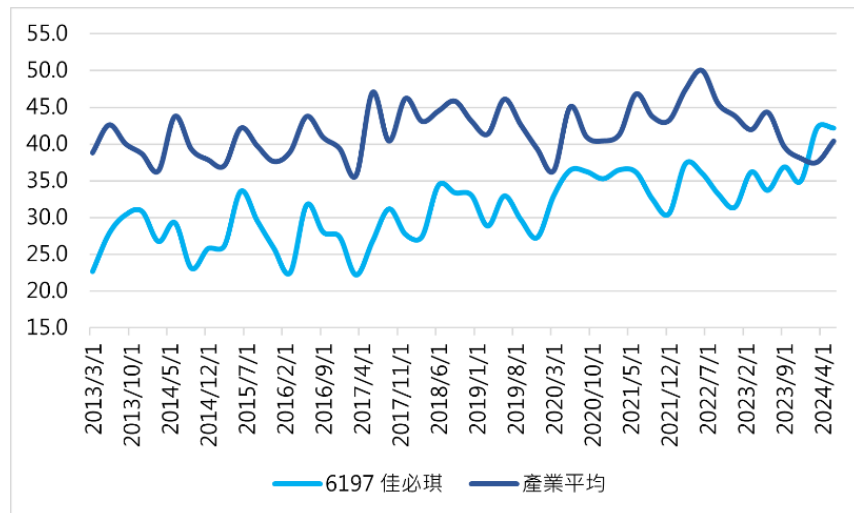
佳必琪之流動比率長年皆維持在 150%以上，同業亦維持在相同水準上；另外佳必琪之負債比率長年維持與同業相同水準，兩項數據皆顯示公司償債能力佳、財務穩健，無重大財務風險。

圖 13：佳必琪流動比率



資料來源：TEJ、元大投顧；註：產業平均包含嘉澤、信邦、貿聯、嘉基

圖 14：佳必琪負債比率



資料來源：TEJ、元大投顧；註：產業平均包含嘉澤、信邦、貿聯、嘉基

# 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。

## 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，為於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 仁愛路三段 157 號 4 樓