

晟銘電 (3013 TT) UNEEC

GB200 總量下修，但美系客戶訂單並未調整

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$190.0

收盤價 (2025/01/03)：NT\$145.0
隱含漲幅：31.0%

營收組成 (1-3Q24)

Server 53%、AI Server 40%、DT 3%、Gaming 2%、
Tooling 2%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	190.0	200.0
2025年營收 (NT\$/十億)	18.1	18.2
2025年EPS	8.7	8.9

交易資料表

市值	NT\$29,740百萬元
外資持股比率	3.7%
董監持股比率	17.5%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$28.78
負債比	48.0%
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	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	6,462	9,262	18,088	22,990
營業利益	228	784	2,074	2,682
稅後純益	253	644	1,772	2,266
EPS (元)	1.29	3.15	8.67	11.09
EPS YoY (%)	14.9	154.4	175.2	27.9
本益比 (倍)	112.2	46.0	16.7	13.1
股價淨值比 (倍)	8.7	6.9	5.0	3.9
ROE (%)	8.1	15.0	30.1	29.7
現金殖利率 (%)	0.3%	0.7%	1.8%	2.3%
現金股利 (元)	0.39	0.95	2.60	3.33

蘇子錚

Alex.Su@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

◆ 晟銘電為 Meta SideCar 主要供應商，出貨份額超過 50%。

◆ SideCar 預計 1Q25 出貨 700-800 櫃，帶動 1Q25 營收季增 14%、年增 97%。

◆ SideCar 陸續放量，且 Meta MTIA AISC 也將採用水冷方案，帶動 2025、2026 年營收成長，重申買進評等，目標價 190 元。

GB200 SideCar 即將出貨，預估 1Q25 營收季增 14%

受惠於 Meta H100/H200 系列出貨量略增，高 U 數機殼出貨量維持高檔，然一組裝業者的拉貨動能放緩，因此預估 4Q24 營收將季減 5%。展望 1Q25，H100/H200 伺服器機殼出貨仍可維持高檔，Meta GB200 水冷機櫃(SideCar)將於 2-3 月開始出貨，初步出貨量預計為 700-800 櫃(出貨份額約 70-80%)，目前組裝業者陸續要求提高產能，若後續零組件供貨順暢，出貨量可望進一步提升。本中心預估晟銘電 1Q25 營收為 28.8 億，季增 14%、年增 97%，其中水冷業務佔營收 27%，EPS 1.21 元，季增 17%、年增 225%。

Meta SideCar 供應鏈僅兩家，晟銘電為主要供應商

根據供應鏈調查，Meta GB200 SideCar 主要採用廣達自家研發設計之產品，該產品交由晟銘電及和信精密代工製造，先前雖有一家台廠在供應鏈，然因其良率問題已被剔除；零組件部分，水箱(Radiator)由和信及聯德控股生產製造，目前尚有一家供應商正在認證中，若解決生產良率問題則預計於 2Q25 開始加入供應行列。根據調查，2025 年 Meta GB200 是採用雙 SideCar 散熱設計，整體訂單展望約 8,000-10,000 櫃，1Q25/2Q25 將出貨 500/2,000 櫃，其餘集中在下半年，主要是受到安菲諾纜盒(cable cartridge)供貨不足影響，預計晟銘電供貨比重可達 60-70%。

Meta ASIC 伺服器可望亮相

Meta MTIA ASIC 伺服器今年開始小量試產，預計出貨量 1,000 櫃，並搭載水冷散熱，預計 SideCar 將由晟銘電取得，放量後將為明年增添新動能。另外，廣達已取得 Microsoft GB200 訂單，若客戶將 SideCar 交由廣達處理，晟銘電也有機會取得部分訂單。本中心持續看好 SideCar 及潛在新客戶訂單帶動晟銘電營收強勁成長，且 GB300 有可能會搭載 3 櫃 SideCar，營收貢獻可望再提升，因此維持買進評等，然考慮到出貨時程略遞延，下修 2025 年獲利 2%，目標價 190 元，以 22 倍本益比及 2025 年預估每股盈餘推得。

營運分析

主要客戶為台灣系統組裝廠，下半年新增 L6-L10 組裝服務

晟銘電主要客戶來自台灣兩大系統整合廠，佔營收約 60%；中國業者包括華為、騰訊、浪潮等，佔約 30%；其他客戶(如台灣品牌廠)佔約 10%。目前主要客戶包括廣達、緯穎、華碩、英業達等，終端客戶以美系大型雲端服務提供商(CSP)為主，其中美國 M 公司的出貨比重最高。

晟銘電是一家專門從事伺服器機殼代工服務的 EMS 廠(Level 3)，與具有伺服器機殼設計能力的同業如勤誠、營邦有所不同，因此在毛利率方面較低。後續需觀察伺服器市場需求狀況，若產能利用率提升，毛利率有望提高至 20%。

為提升服務範圍，公司已開始對部分客戶提供 L6-L10 伺服器代工服務。管理層表示，預計 3Q24 開始供應伺服器整機組裝服務給台系伺服器品牌廠，並於 4Q24 開始大規模出貨。伺服器機殼單價僅在 150 至 1,000 美元之間，但若進入整機組裝業務，單價可提升至上千美元，有助於公司未來的營收成長。

圖 1：晟銘電產品介紹



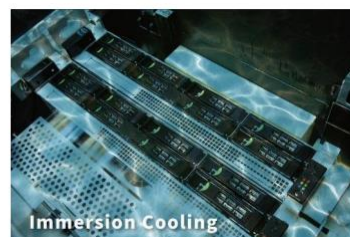
PC & Server Chassis (OEM/ODM)

- Data Center Racks
- AI/Compute/Storage/Switch Server Chassis
- Rackmount/Tower Server Chassis
- PC Chassis
- Outdoor Enclosure



Barebone Clone Chassis

- Server
 - Clone Server Chassis
 - DC-MHS Chassis
 - Edge Server Chassis
- Gaming PC
 - Gaming PC Chassis
 - Immersion Cooling Gaming PC Chassis



New Product Introduction

- Immersion Cooling Solution
- Liquid Cooling Rack (RDHx)

Accessories

- Server CPU Heat Sink
- PC Power Supply Unit (PSU)

資料來源：公司資料

GB200 開始小量出貨，預估 1Q25 營收季增 14%

晟銘電第四季受惠於 Meta H100/H200 系列出貨量略增，高 U 數機殼出貨量維持高檔；然而，緯穎的一般型伺服器拉貨動能明顯低於預期，且 SideCar 因安菲諾的關鍵零組件出貨不順影響，僅出貨約 50-60 櫃，對營收貢獻有限。本中心認為，12 月的高 U 數伺服器產品出貨量略為增加，且中系業者的拉貨動能有所回溫，預計 12 月營收將會呈月增態勢，4Q24 營收將季減 5%。

展望 1Q25，根據調查，Meta HGX 系列的 AI 伺服器訂單較前一季持平；SideCar 方面，受惠於安菲諾的 cable cartridge 開始正式出貨，預計 Meta GB200 水冷機櫃(SideCar) 2 月將開始出貨，晟銘電 1Q25 SideCar 初步出貨量預計為 700-800 櫃(出貨份額約 70-80%)，目前組裝業者有陸續要求提高產能，若後續零組件供貨順暢，出貨量可望進一步提升。本中心預估晟銘電 1Q25 營收為 28.8 億，季增 14%、年增 97%，其中水冷業務佔營收 27%，EPS 1.21 元，季增 17%、年增 225%。

圖 2：2024 年第 4 季、2025 年第 1 季獲利預估調整

(百萬元)	4Q24 估		1Q25 估		調整幅度	
	調整後	調整前	調整後	調整前	4Q24	1Q25
營業收入	2,535	2,855	2,881	3,461	-11.2%	-16.8%
營業毛利	403	458	449	557	-11.9%	-19.4%
營業利益	230	285	275	382	-19.2%	-28.1%
稅前利益	260	315	305	412	-17.4%	-26.0%
稅後淨利	211	255	247	334	-17.3%	-26.1%
調整後 EPS (元)	1.03	1.25	1.21	1.63	-17.3%	-26.1%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	15.91%	16.04%	15.58%	16.09%	-0.1	-0.5
營業利益率	9.08%	9.98%	9.54%	11.04%	-0.9	-1.5
稅後純益率	8.32%	8.93%	8.57%	9.65%	-0.6	-1.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估

GB200 SideCar 即將進入放量期

Nvidia 的 GB200 伺服器採用最新的 Blackwell 架構，專為提高 AI 運算性能而設計。這款伺服器每台需搭載 2-4 個 Blackwell GPU，透過 NV Switch 高速連接達到更高的計算能力和效率。為了應對高強度運算所產生的大量熱能，GB200 採用水冷設計(主要採用水對氣散熱)，這種散熱模式能有效地保持 GPU 在高負荷運行時的穩定性和高效能。

GB200 水對氣散熱除了本身的機櫃，還需要水冷散熱機櫃，其內部關鍵零組件包括機櫃 Rack、負責從冷卻液中吸收熱量，並將其散發到周圍空氣中的散熱器 Radiator、負責在機架內部分配冷卻液，確保每個部件都能獲得充分冷卻的 RPU (Pump+CDU)、風扇 Fan、水管、水冷快接頭 QD 等。

根據供應鏈調查，Meta GB200 SideCar 主要採用廣達自家研發設計之產品，該產品交由晟銘電及和信精密代工製造，先前雖有一家台廠在供應鏈，但因其良率問題已被剔除；零組件部分，水箱 (Radiator)由和信及聯德控股生產製造，目前尚有一家供應商正在認證中，若解決生產良率問題則預計於 2Q25 開始加入供應行列。根據調查，2025 年 Meta GB200 是採用雙 SideCar 散熱設計，整體訂單展望約 8,000-10,000 櫃，1Q25/2Q25 分別會出 500/2,000 櫃，其餘集中在下半年，主要是受到安菲諾纜盒(cable cartridge)供貨不足影響，預計晟銘電供貨比重可達 60-70%。

圖 3：GB200 供應鏈

Brands	SI Suppliers	2025 Shipment (K units)	ColdPlate	CDU	CDM	Pump
Microsoft	Honhai	10.0	AVC	Ingrasys Delta	Delta AVC Auras	Panasonic AVC
Oracle	Honhai	3.0	AVC			
Google	Quanta	8.0	AVC	Delta nVent	CoolIT AVC	
Amazon	Quanta	5.0	AVC CoolerMaster (CM)	BOYD Vertiv	AVC Delta	
Meta	Quanta	8.0	AVC Delta	UNEEC WTP	Delta AVC CM	
DELL	Wistron	4.0	AVC	Vertiv	Vertiv	
Supermicro	-	2.0	Auras Nidec CoolIT	Nidec CoolIT	Kaori Nidec CoolIT	
Total	-	40.0	-	-	-	-

資料來源：元大投顧整理

2025 年美系 CSP 資本支出在高基期下，年增幅將放緩至 22%

在 ChatGPT 等 AI 應用陸續推出於市場，各大業者紛紛開始研發自有超級大模型，帶動 2024 年 AI 伺服器需求大幅成長，預估 2024 年美國四大 CSP 業者資本支出將年增 50%至 2,217 億美元。四大 CSP 業者積極採購 AI 伺服器，2024 年採購量大約達到 10 萬台 H100/H200 伺服器，為了能夠在資料中心放置更多的伺服器，CSP 業者增加許多供電系統、升級基礎設備，並且持續加蓋新資料中心以放置更多 AI 伺服器，強化自家大模型，未來即可推出相關的 AI 服務或軟體。

展望 2025 年，根據四大 CSP 業者的法說會指引，明年的資本支出將較今年成長，雖然各業者明年 GB200 採購需求暢旺，總金額可望超過 40 億美元，將帶動資本支出成長，不過在高基期下年增幅將會放緩，預估四大 CSP 明年資本支出為 2,700 億美元，年增 22%。

圖 4：CSP 資本支出預估

CAPEX(US\$mn)	CY 2020	CY 2021	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025
Google	22,281	24,640	31,485	32,251	51,484	58,083
Microsoft	17,592	23,216	24,768	35,202	55,360	65,963
Amazon	40,141	61,053	63,645	52,729	76,819	91,861
Meta	15,115	18,628	31,431	27,266	38,047	54,124
Total	95,129	127,537	151,329	147,448	221,710	270,031
YoY Growth (%)	CY 2020	CY 2021	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025
Google	-5.4%	10.6%	27.8%	2.4%	59.6%	12.8%
Microsoft	29.9%	32.0%	6.7%	42.1%	57.3%	19.2%
Amazon	138.1%	52.1%	4.2%	-17.2%	45.7%	19.6%
Meta	0.1%	23.2%	68.7%	-13.3%	39.5%	42.3%
Total	37.8%	34.1%	18.7%	-2.6%	50.4%	21.8%

資料來源：元大投顧整理

安菲諾零組件供不應求，GB200 2 月開始小量出貨

B200 晶片在過去幾個月面臨良率挑戰，主因封裝過程中零部件熱膨脹係數不匹配，導致晶片翹曲並引發功能性故障。此外，為提升散熱效率，Blackwell 系列將 Hopper 系列的不鏽鋼環狀 Stiffener 改為石墨烯均熱片，但這在封裝時可能導致散熱膏貼合不良，為解決此問題，均熱片表面設計改為沙漏形，有效降低封裝貼合的不良率，顯著提升良率，上述問題目前皆已解決。

儘管先前出現的各種問題已經解決，但目前仍有幾個問題存在，受到先前 Nvidia 將 Switch Tray HDI 主板改成 PCB 材料，並將 Overpass 數量減少並重新設計排列，該設計花較多時間重新認證，目前材料廠如 CCL 供應商預計 12 開始才會陸續量產 Switch Tray 用的 CCL，因此現階段組裝廠只有取得少量的 Switch Tray，造成出貨時程大幅遞延。

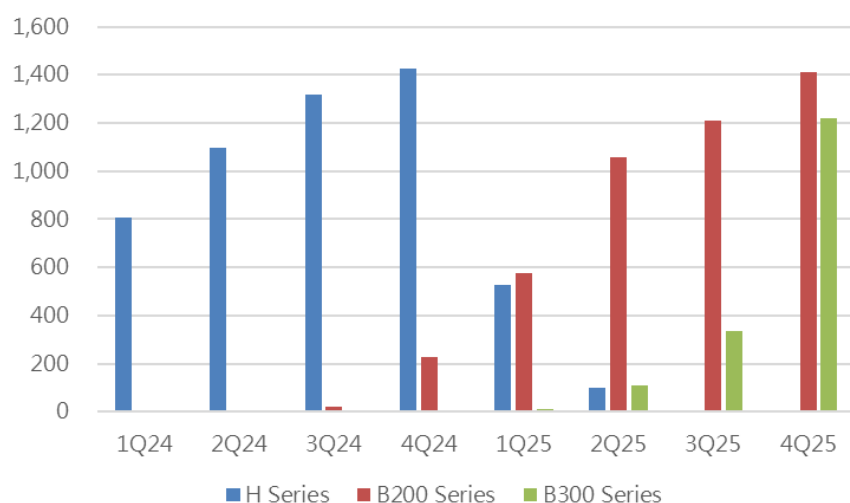
另外，安菲諾獨家供應的連接器(cable cartridge)，是 NV 設計的一種高性能數據傳輸連接器，主要用於 GPU/GPU 或 GPU/CPU 之間高速數據通信。透過 NVLink，Cartridge 能提供比 PCIe 更高的傳輸速率及更低的延遲性，並且可以讓多張 GPU 協助進行運算，共享內存和資源，大幅度提升運算效率，適應用於 AI 訓練、大數據分析、高性能計算(HPC)等。

根據調查，之前安菲諾生產的 cable cartridge 有效能問題，導致 GPU 無法使用 100%的效能進行平行運算，組裝廠僅有少量的 cartridge 造成多數 GB200 無法大量生產，且由於先前 Switch Tray 設計變更也讓出貨時程往後遞延。

目前 cable cartridge 良率已經調整完成，但生產產能不足影響到明年上半年 GB200 出貨量，預估 1Q25/2Q25 安菲諾僅能供應 4,000/7,500 櫃 GB200，下半年在 TE 加入供應鏈後，供貨量可望翻倍，預估 2025 年 GB200 出貨量約 4-4.5 萬櫃，下修 20%。

另外，GB300 雖然目前晶片、NVQD、滑軌、水冷板、BBU 等零組件規格已確定，但由於該版本主要是賣 B300 Socket 給業者自行設計並組裝，目前 ODM 尚未取得 B300 晶片，因此無法測試 GB300 伺服器機櫃，現階段僅初期與客戶合作研發 GB300 系統設計，並沒有看到客戶要求提前 GB300 相關專案，預估最快要 4Q25 才能小量生產，且需要觀察相關新零組件是否有良率問題造成遞延。

圖 5：AI 晶片出貨量預估，B200/B300 分別在上下半年量產



資料來源：元大投顧；*出貨量為千個晶片。

獲利調整與股票評價

重申晟銘電買進評等，目標價 190 元

本中心正面看待晟銘電，主因 1) GB200 SideCar 出貨時程大致底定，初期 Radiator 將會向和信採購，後續才會改採聯德控股的產品，目前良率問題已解決；2) 廣達已經取得 Microsoft 訂單並進入測試階段，目前主要是取得 IT Rack，但若後續取得 SideCar 訂單，晟銘電有機會成為供應商之一；3) 今年 Meta ASIC 將小量出貨，搭載水冷散熱規格，公司有機會取得訂單。整體而言預估晟銘電 2024/2025 年營收為 92.6/180.9 億元，年增 43%/95%，水冷業務為今年新增之業務，將帶動 2025 年營收大幅成長，預估水冷業務 2025/2026 年將佔公司營收 49%/57%。

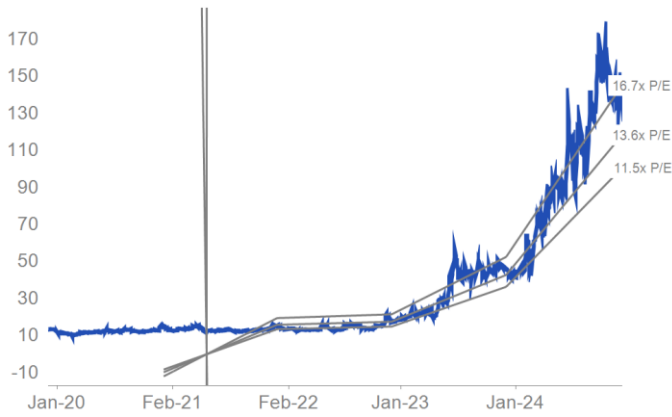
考量到水冷散熱未來滲透率將持續成長，且晟銘電踏入水冷機櫃組裝後，營收將會明顯跳升，加上潛在的 Microsoft 及未來 Meta ASIC SideCar 訂單，有機會增加水冷營收貢獻，因此維持晟銘電買進評等，但考慮到 GB200 略為遞延，下修 2025 年獲利 2%，目標價調降至 190 元，以 2025 年預估每股盈餘的 22 倍本益比評價。

圖 6：2024 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	9,262	9,583	18,088	18,175	-3.3%	-0.5%
營業毛利	1,443	1,478	2,880	2,973	-2.4%	-3.1%
營業利益	784	836	2,074	2,121	-6.2%	-2.2%
稅前利益	815	890	2,187	2,234	-8.4%	-2.1%
稅後淨利	644	712	1,772	1,809	-9.5%	-2.1%
調整後 EPS (元)	3.15	3.48	8.67	8.85	-9.5%	-2.1%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	15.6%	15.4%	15.9%	16.4%	0.2	-0.4
營業利益率	8.5%	8.7%	11.5%	11.7%	-0.3	-0.2
稅後純益率	7.0%	7.4%	9.8%	10.0%	-0.5	-0.2

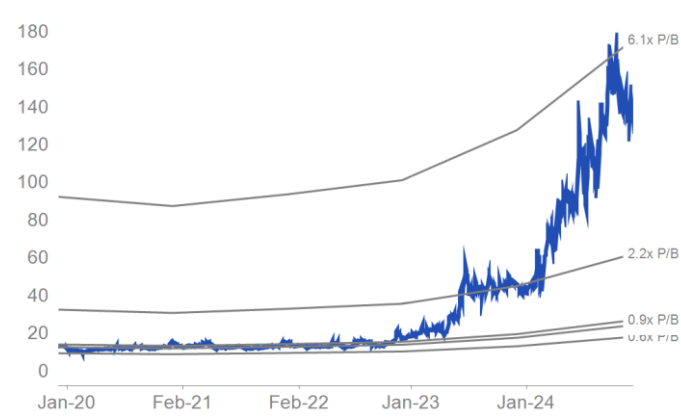
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 8：12 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 9：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
晟銘電	3013 TT	買進	145.0	901	1.29	3.15	8.67	112.2	46.0	16.7	14.9	154.4	175.2
國內同業													
勤誠	8210 TT	買進	267.0	968	9.0	15.8	18.0	29.6	16.9	14.9	8.5	74.6	13.9
奇鋐	3017 TT	買進	624.0	7,267	13.8	22.3	35.7	45.1	27.9	17.5	17.5	61.4	59.8
營邦	3693 TT	未評等	323.5	426	24.1	--	--	13.5	--	--	103.7	--	--
迎廣	6117 TT	未評等	91.6	252	1.0	--	--	89.6	--	--	65.6	--	--
國內同業平均					12.0	19.1	26.8	44.4	22.4	16.2	48.8	68.0	36.9

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 10：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
晟銘電	3013 TT	買進	145.0	901	8.1	15.0	30.1	16.63	20.98	28.78	8.7	6.9	5.0
國內同業													
勤誠	8210 TT	買進	267.0	968	21.1	26.8	26.0	45.8	58.8	68.9	5.8	4.5	3.9
奇鋐	3017 TT	買進	624.0	7,267	26.9	33.1	38.8	57.5	67.4	91.9	10.9	9.3	6.8
營邦	3693 TT	未評等	323.5	426	--	--	--	71.9	--	--	4.5	--	--
迎廣	6117 TT	未評等	91.6	252	--	--	--	13.7	--	--	6.7	--	--
國內同業平均					24.0	30.0	32.4	47.2	63.1	80.4	7.0	6.9	5.3

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 11：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	1,459	2,605	2,663	2,535	2,881	4,539	5,567	5,101	9,262	18,088
銷貨成本	(1,252)	(2,200)	(2,236)	(2,132)	(2,432)	(3,823)	(4,675)	(4,279)	(7,819)	(15,208)
營業毛利	208	405	428	403	449	716	892	822	1,443	2,880
營業費用	(144)	(169)	(173)	(173)	(174)	(202)	(210)	(219)	(659)	(806)
營業利益	64	236	255	230	275	514	682	604	784	2,074
業外利益	30	14	(43)	30	30	30	30	23	31	113
稅前純益	93	250	211	260	305	544	712	627	815	2,187
所得稅費用	(17)	(57)	(47)	(49)	(58)	(103)	(135)	(119)	(171)	(416)
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	76	193	164	211	247	441	576	508	644	1,772
調整後每股盈餘(NT\$)	0.37	0.95	0.80	1.03	1.21	2.16	2.82	2.48	3.15	8.67
調整後加權平均股數(百萬股)	204	204	204	204	204	204	204	204	204	204
重要比率										
營業毛利率	14.2%	15.5%	16.1%	15.9%	15.6%	15.8%	16.0%	16.1%	15.6%	15.9%
營業利益率	4.4%	9.1%	9.6%	9.1%	9.5%	11.3%	12.3%	11.8%	8.5%	11.5%
稅前純益率	6.4%	9.6%	7.9%	10.3%	10.6%	12.0%	12.8%	12.3%	8.8%	12.1%
稅後純益率	5.2%	7.4%	6.2%	8.3%	8.6%	9.7%	10.4%	10.0%	7.0%	9.8%
有效所得稅率	18.7%	22.7%	22.2%	18.8%	19.0%	18.9%	19.0%	19.0%	21.0%	19.0%
季增率(%)										
營業收入	-19.2%	78.5%	2.2%	-4.8%	13.6%	57.5%	22.6%	-8.4%		
營業利益	-31.2%	270.1%	8.0%	-9.6%	19.6%	86.9%	32.7%	-11.4%		
稅後純益	8.9%	154.4%	-14.9%	28.3%	17.1%	78.5%	30.6%	-11.8%		
調整後每股盈餘	8.9%	154.4%	-14.9%	28.3%	17.1%	78.5%	30.6%	-11.8%		
年增率(%)										
營業收入	-4.8%	92.9%	50.4%	40.3%	97.4%	74.2%	109.0%	101.2%	43.3%	95.3%
營業利益	29.8%	4466.9%	214.9%	148.5%	331.7%	118.0%	167.9%	162.6%	244.4%	164.5%
稅後純益	203.7%	152.8%	100.6%	202.6%	225.3%	128.3%	250.2%	140.8%	154.4%	175.2%
調整後每股盈餘	203.7%	152.8%	100.6%	202.6%	225.3%	128.3%	250.2%	140.8%	154.4%	175.2%

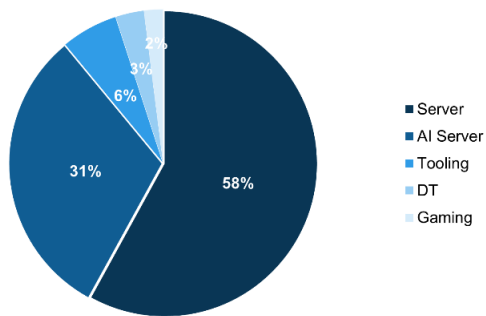
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標"A"為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

晟銘電成立於 1976 年，公司分別在 1997 年及 2000 年設立東莞廠和寧波廠；2018 年，晟銘電在廠區導入工業 4.0 技術，重視數據收集，成功從傳統鐵工廠轉型為智能化工廠；2021 年，公司在台灣中壢設立工廠，專注於研發打樣及客製化訂單，而東莞廠則啟用了自動化倉儲系統。

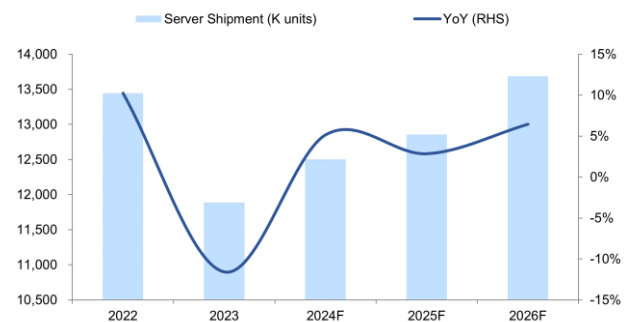
公司共有三座廠房，東莞廠面積 17.3 萬平方米、寧波廠面積 5.75 萬平方米、中壢廠面積 1.1 萬平方米。公司的泰國廠有 6.9 萬平方米的生產基地，預計將在 1Q25 開始泰國廠的量產，其中 Rack 產能將從 1,200 櫃/月，提升至 2,400 櫃/月。晟銘電 1-3Q24 營收比重分別為伺服器 53%、AI 伺服器 40%、模具銷售 2%、DT 3%、Gaming 2%；主要競爭對手包含奇鋌、勤誠、營邦、迎廣、JPP-KY、聯德控股、乙盛、振發等。

圖 12：2023 年營收組成



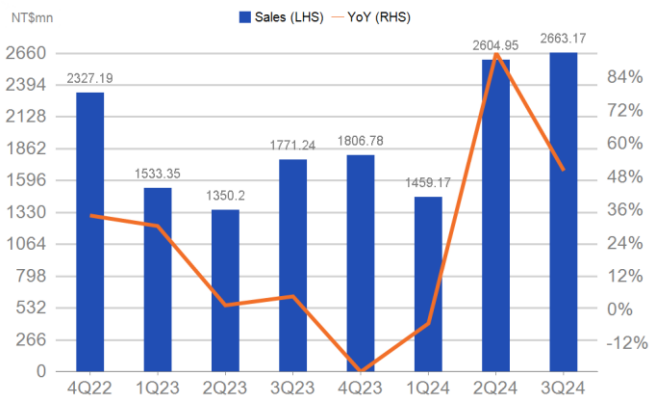
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：伺服器出貨量預估



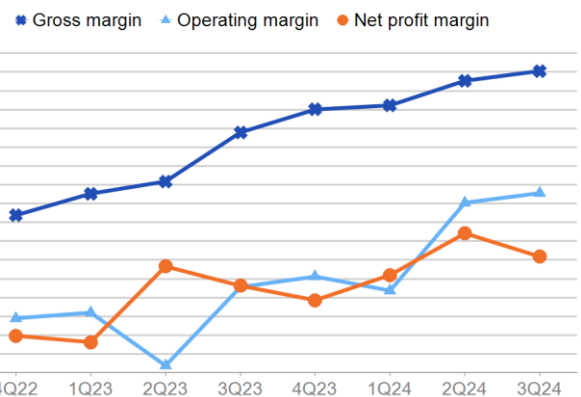
資料來源：公司資料

圖 14：營收趨勢



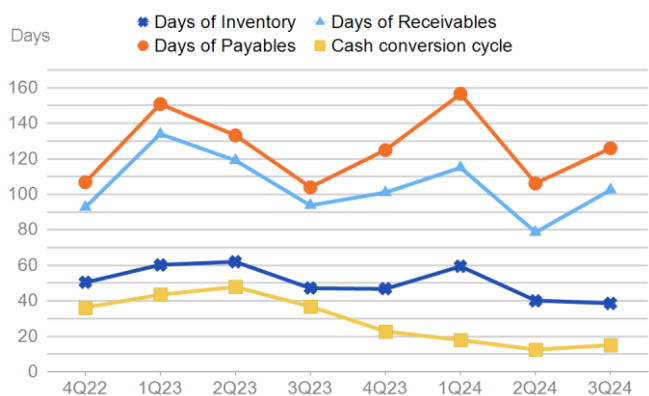
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：毛利率、營益率、淨利率



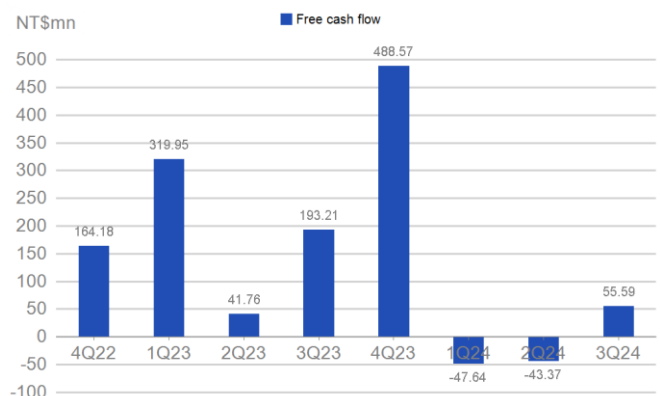
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	411	825	798	1,760	2,786
存貨	969	778	914	1,279	1,790
應收帳款及票據	2,643	2,017	3,456	3,738	4,044
其他流動資產	125	140	117	117	117
流動資產	4,149	3,760	5,284	6,895	8,738
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	2,515	2,235	2,522	2,782	2,987
無形資產	8	8	5	6	6
其他非流動資產	430	521	513	523	533
非流動資產	2,953	2,763	3,039	3,310	3,526
資產總額	7,102	6,523	8,323	10,205	12,264
應付帳款及票據	2,354	1,997	2,898	3,135	3,392
短期借款	40	20	80	82	85
什項負債	329	383	564	564	564
流動負債	2,723	2,400	3,542	3,782	4,041
長期借款	1,335	434	453	500	550
其他負債及準備	26	431	41	41	41
長期負債	1,361	865	495	541	591
負債總額	4,084	3,265	4,037	4,323	4,632
股本	1,959	1,959	2,051	2,051	2,051
資本公積	314	381	668	668	668
保留盈餘	796	990	1,556	3,134	4,867
什項權益	(50)	(72)	11	28	46
歸屬母公司之權益	3,018	3,258	4,286	5,881	7,632
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	3,018	3,258	4,286	5,881	7,632

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	220	253	644	1,772	2,266
折舊及攤提	535	418	193	227	282
本期營運資金變動	367	586	(575)	(411)	(561)
其他營業資產 及負債變動	44	123	226	0	0
營運活動之現金流量	1,166	1,380	489	1,587	1,987
資本支出	(694)	(337)	(562)	(480)	(480)
本期長期投資變動	0	0	(2)	0	0
其他資產變動	560	(64)	1	0	0
投資活動之現金流量	(134)	(401)	(564)	(480)	(480)
股本變動	400	0	0	0	0
本期負債變動	(1,321)	(478)	100	49	52
現金增減資	540	0	0	0	0
支付現金股利	(13)	(59)	(78)	(194)	(534)
其他調整數	(456)	(21)	(5)	0	0
融資活動之現金流量	(850)	(558)	17	(145)	(481)
匯率影響數	6	(8)	31	0	0
本期產生現金流量	189	413	(27)	963	1,026
自由現金流量	472	1,043	(73)	1,107	1,507

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	6,520	6,462	9,262	18,088	22,990
銷貨成本	(5,959)	(5,698)	(7,819)	(15,208)	(19,403)
營業毛利	561	763	1,443	2,880	3,587
營業費用	(433)	(536)	(659)	(806)	(905)
推銷費用	(155)	(168)	(211)	(183)	(250)
研究費用	(58)	(56)	(62)	(59)	(59)
管理費用	(219)	(312)	(386)	(563)	(596)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	128	228	784	2,074	2,682
利息收入	3	8	16	20	20
利息費用	(23)	(7)	(10)	(9)	(9)
利息收入淨額	(20)	1	6	11	11
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	121	26	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	43	37	24	101	105
稅前純益	272	292	815	2,187	2,798
所得稅費用	(52)	(39)	(171)	(416)	(532)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	220	253	644	1,772	2,266
稅前息前折舊攤銷前淨利	830	718	591	1,848	2,400
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.17	1.29	3.15	8.67	11.09

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	23.4	(0.9)	43.3	95.3	27.1
營業利益	--	77.7	244.4	164.5	29.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	319.5	(13.5)	(17.7)	212.7	29.9
稅後純益	--	14.9	154.4	175.2	27.9
調整後每股盈餘	--	14.9	154.4	175.2	27.9
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	8.6	11.8	15.6	15.9	15.6
營業利益率	2.0	3.5	8.5	11.5	11.7
稅前息前淨利率	3.8	4.4	8.5	11.5	11.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	12.7	11.1	6.4	10.2	10.4
稅前純益率	4.2	4.5	8.8	12.1	12.2
稅後純益率	3.4	3.9	7.0	9.8	9.9
資產報酬率	3.1	3.7	7.7	17.4	18.5
股東權益報酬率	8.4	8.1	15.0	30.1	29.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	135.3	100.2	94.2	73.5	60.7
淨負債權益比(%)	31.9	(11.4)	(6.2)	(20.0)	(28.2)
利息保障倍數 (倍)	13.0	42.3	82.4	256.4	327.7
流動比率 (%)	152.4	156.7	149.2	182.3	216.2
速動比率 (%)	116.8	124.2	123.4	148.5	171.9
淨負債 (NT\$百萬元)	964	(371)	(265)	(1,178)	(2,152)
調整後每股淨值 (NT\$)	15.41	16.63	20.98	28.78	37.35
評價指標 (倍)					
本益比	123.8	112.2	46.0	16.7	13.1
股價自由現金流量比	62.6	28.4	--	26.7	19.6
股價淨值比	9.4	8.7	6.9	5.0	3.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	35.6	41.2	50.1	16.0	12.3
股價營收比	4.5	4.6	3.2	1.6	1.3

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。

晟銘電 (3013 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



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

© 2025 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

© {2025} 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>.