

## 金像電 (2368 TT) Gold Circuit

AI ASIC、800G 仍為 2025 年成長動能

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$260.0

收盤價 (2025/03/13) : NT\$217.0  
隱含漲幅 : 19.8%

## 營收組成 (2024)

Server 68%、Networking 15%、NB 10%、Others 7%

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	260	230
2025年營收 (NT\$/十億)	48.0	42.3
2025年EPS	14.5	14.1

\*因應股本變動，調整前次目標價及 EPS 數值

## 交易資料表

市值	NT\$106,720百萬元
外資持股比率	15.6%
董監持股比率	26.2%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$50.78
負債比	52.2%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (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	30,044	38,952	48,042	54,198
營業利益	5,136	8,067	10,782	12,998
稅後純益	3,529	5,616	7,304	8,469
EPS (元)	7.25	11.54	14.47	16.77
EPS YoY (%)	-84.9	59.1	25.4	16.0
本益比 (倍)	29.9	18.8	15.0	12.9
股價淨值比 (倍)	6.3	5.0	4.3	3.6
ROE (%)	22.7	26.4	28.5	27.7
現金殖利率 (%)	1.6%	2.8%	3.3%	3.9%
現金股利 (元)	3.50	6.00	7.23	8.39

## 黃勵誠

eziohuang@yuanta.com

## 李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

## 元大觀點

- ◆ 800G 良率因素致 4Q24 毛利率低於預期 4.9 個百分點；預期 AI ASIC 等需求助 1Q25 營收季增 14%。
- ◆ AI ASIC、400G 及 800G 產品為 2025 年主要成長動能；預期 2025 年美系 CSP 客戶 AI ASIC UBB 營收比重約 10-15%。
- ◆ 維持金像電買進評等，目標價 260 元。與金像電合作之歐美大型 CSP、國際知名網通企業之 ASIC、800G 發展為今年成長動能來源。

## 800G 良率因素致 4Q24 毛利率低於預期 4.9 個百分點

十一長假、台灣颱風假致 4Q24 營收季減 6%至 98.6 億；毛利率季減 6.3 個百分點至 25.9%，因 800G 仍在學習曲線初期，良率較低影響整體毛利水準，EPS 2.63 元則低於預期 13%。因 AI ASIC 需求正向等因素，預期 1Q25 營收 112.5 億，季增 14%；毛利率 29%，季增 3 個百分點，800G 良率改善、AI 比重上升有助毛利率成長；稅後淨利季增 22%至 15.7 億，EPS 3.11 元。

## AI ASIC、400G 及 800G 產品為 2025 年主要成長動能

除原有之美系 GPU 企業、歐美大型 CSP AI ASIC，金像電自 4Q24 打入美系大型 CSP 客戶 AI ASIC UBB 供應鏈並已成為主要供應商之一，推測目前市佔率約 35-40%，且此 UBB 採用 M8 CCL、層數達 20 多層，預期 2025 年此 UBB 營收比重約為 10-15%。除大型 CSP 外，預期金像電有望在 2H25 開始供應 Tier 2 CSP AI 用途 PCB。隨 AI 持續增溫，金像電將受惠於 CSP 客戶 AI ASIC 主板商機之助益，以及一般伺服器業務溫和成長，預期 2025 年整體伺服器營收占比約 69%，年增 25%。網通部分，公司持續與國際知名企業合作 800G 產品，預期 800G 佔 2025 年營收比重落在 3-7%。隨 800G 需求上升、400G 滲透率持平至小幅成長，預期 2025 年網通業務占比 16%，年增 33%。預期 2025 年營收 480.4 億元，年增 23%，毛利率 31.3%，年增 2 個百分點；稅後淨利 73.1 億元年增 30%，EPS 14.47 元(考量可轉債潛在股權稀釋影響近 4%)。

## 維持金像電買進評等，目標價上修至 260 元

維持金像電「買進」投資評等，目標價上修至 260 元，以本益比 18 倍以及預估 2025 年稀釋後 EPS 評估而得，因 AI ASIC、800G 等高階需求優於原先預期，正向看待 AI 發展、800G 滲透率逐漸提升之助益，預期與公司合作之國際大、中型 CSP 及國際網通知名企業，其 AI ASIC、800G 等需求將助公司 2025 年營收、獲利表現有正向之成長。

## 營運分析

### 800G 良率因素致 4Q24 毛利率低於預期 4.9 個百分點

因中國十一長假、台灣颱風假等因素，金像電 4Q24 營收季減 6%至 98.6 億，但略優於本中心預期 2%，因 AI ASIC、800G 產品逐漸出貨之助益略優於本中心預期；毛利率季減 6.3 個百分點至 25.9%，推測因 800G 等高層數 PCB 產品仍在學習曲線初期，致產品良率及毛利率較低進而影響整體毛利率水準，亦使營業利益低於本中心預期 22%，EPS 2.63 元則低於本中心預期 13%。受惠美系 CSP 客戶 AI ASIC 需求正向等因素，本中心上調 1Q25 預期營收 18%至 112.5 億，季增 14%；毛利率 29%，季增 3 個百分點，預期 800G 產品良率改善、AI 業務比重上升有助毛利率季成長，營利率季增 3.6 個百分點至 20.2%；稅後淨利季增 22%至 15.7 億，EPS 3.11 元。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	8,538	10,457	9,856	-5.8%	15.4%	9,664	9,808	2.0%	0.5%
營業毛利	2,371	3,376	2,557	-24.3%	7.8%	2,983	2,907	-14.3%	-12.0%
營業利益	1,697	2,504	1,636	-34.7%	-3.6%	2,107	1,960	-22.4%	-16.5%
稅前利益	1,645	2,353	1,997	-15.1%	21.4%	2,177	2,095	-8.3%	-4.7%
稅後淨利	1,117	1,595	1,282	-19.6%	14.8%	1,470	1,391	-12.7%	-7.8%
調整後 EPS (元)	2.29	3.28	2.63	-19.6%	14.8%	3.02	2.86	-12.7%	-7.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	27.8%	32.3%	25.9%	-6.3	-1.8	30.9%	29.6%	-4.9	-3.7
營業利益率	19.9%	23.9%	16.6%	-7.4	-3.3	21.8%	20.0%	-5.2	-3.4
稅後純益率	13.1%	15.3%	13.0%	-2.2	-0.1	15.2%	14.2%	-2.2	-1.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24F	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	9,066	9,856	11,254	14.2%	24.1%	9,525	10,509	18.2%	7.1%
營業毛利	2,436	2,557	3,259	27.5%	33.8%	2,902	3,287	12.3%	-0.9%
營業利益	1,727	1,636	2,278	39.3%	31.9%	2,077	2,352	9.6%	-3.1%
稅前利益	1,843	1,997	2,307	15.5%	25.2%	2,144	2,403	7.6%	-4.0%
稅後淨利	1,217	1,282	1,569	22.3%	28.8%	1,512	1,611	3.8%	-2.6%
調整後 EPS (元)	2.50	2.63	3.11	17.9%	24.2%	2.99	3.19	3.8%	-2.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	26.9%	25.9%	29.0%	3.0	2.1	30.5%	31.3%	-1.5	-2.3
營業利益率	19.0%	16.6%	20.2%	3.6	1.2	21.8%	22.4%	-1.6	-2.1
稅後純益率	13.4%	13.0%	13.9%	0.9	0.5	15.9%	15.3%	-1.9	-1.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## AI ASIC、400G 及 800G 產品為金像電 2025 年主要成長動能

展望 2025 年，本中心仍預期金像電伺服器、網通業務高階應用如 AI ASIC、400G 及 800G 等為 2025 年主要成長動能。伺服器業務部分，本中心推測 AI PCB 產品佔公司 4Q24 整體營收比重約 22-28%，除原有已在生產之美系 GPU 企業、歐美大型 CSP ASIC 專案之 OAM 及 UBB 外，經供應鏈調查，金像電自 4Q24 打入美系大型 CSP 客戶 AI ASIC UBB 供應鏈，雖一開始份額較低，但由於供應鏈同業生產良率等因素，金像電已成為主要供應商之一，推測目前市佔率約 35-40%，且此 UBB 採用 M8 等級 CC 材料(M8 CCL ASP 較 M7 成長 30-50%以上)、層數亦達 20 多層，預期 2025 年此 UBB 之營收貢獻比重約為 10-15%。除近期美系大型 CSP 客戶 AI ASIC 外，本中心預期金像電有望在 2H25 開始供應 Tier 2 CSP 客戶 AI 用途 PCB 產品；此外已有 AI 主板合作之美系 GPU 企業新一代 AI 伺服器公司亦有接洽。整體而言，本中心認為 2025 年隨 AI 相關需求持續成長，金像電將持續受惠於數間 CSP 客戶 AI ASIC 主板商機，以及一般伺服器業務溫和成長(Intel Eagle Stream、AMD Genoa 滲透率持續上升，新平台如 Intel Birch Stream、AMD Turin 逐漸出貨，且新平台 Mother Board 報價有望較前代成長約 15-20%以上)，預期金像電 2025 年伺服器業務營收占比約 69%，年增 25%。

網通業務部分，1Q25 800G 市場滲透率約為 15%，2025 年底有望達到 25%以上，且 800G PCB 產品報價較 400G 成長約 30-50%以上。經供應鏈調查，金像電持續與數間國際知名網通企業合作 800G 相關 PCB 產品，考量 800G PCB 需求持續增溫，本中心預期 800G 佔公司 2025 年整體營收比重落在 3-7%(推測 4Q24 800G 營收比重僅有相當低之個位數營收占比)。隨 800G 市場需求、滲透率持續上升，加上 400G 市場滲透率持平至小幅成長，金像電網通業務之產品組合將進一步優化，預期 2025 年金像電網通業務占比 16%，年增 33%。

筆電業務部分，各大筆電廠陸續推出 AI PC 相關產品，加上邊緣 AI 題材後續將逐漸增溫，愈期金像電筆電業務將穩健成長，預估 2025 年筆電業務佔比 8%，年增 7%。

整體而言，本中心認為 AI ASIC、400G 以及 800G 等相關 PCB 產品仍為公司今年成長動能來源，因此預期 2025 年營收 480.4 億元，年增 23%，毛利率 31.3%，年增 2 個百分點，較原先預期下調 1 個百分點，因考量公司 800G 產品良率仍需於 1H25 進行調整，營利率 22.4%，下調 1.5 個百分點；稅後淨利 73.1 億元，年增 30%，EPS 14.47 元(本中心將可轉債潛在股權稀釋情形納入考量，稀釋程度近 4%)。

### 2025 年美系 CSP 資本支出在高基期下，年增幅將放緩至 34%

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，2024 年美國四大 CSP 業者資本支出年增 55%至 2,283 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，2025 年的資本支出將較 2024 年成長，雖然各業者 2025 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，但在高基期下，預期 2025 年增幅將會放緩，預估四大 CSP 2025 年資本支出為 3,051 億美元，年增 34%。

圖 3：CSP 資本支出預估

CAPEX(US\$mn)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Google	31,485	32,251	52,535	75,000	83,542
Microsoft	24,768	35,202	55,552	67,619	74,389
Amazon	63,645	52,729	82,999	100,000	110,882
Meta	31,431	27,266	37,256	62,500	68,141
<b>Total</b>	<b>151,329</b>	<b>147,448</b>	<b>228,342</b>	<b>305,119</b>	<b>336,954</b>
YoY Growth (%)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Google	27.8%	2.4%	62.9%	42.8%	11.4%
Microsoft	6.7%	42.1%	57.8%	21.7%	10.0%
Amazon	4.2%	-17.2%	57.4%	20.5%	10.9%
Meta	68.7%	-13.3%	36.6%	67.8%	9.0%
<b>Total</b>	<b>18.7%</b>	<b>-2.6%</b>	<b>54.9%</b>	<b>33.6%</b>	<b>10.4%</b>

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。

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 2024 年 12 月開始才會陸續量產 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。

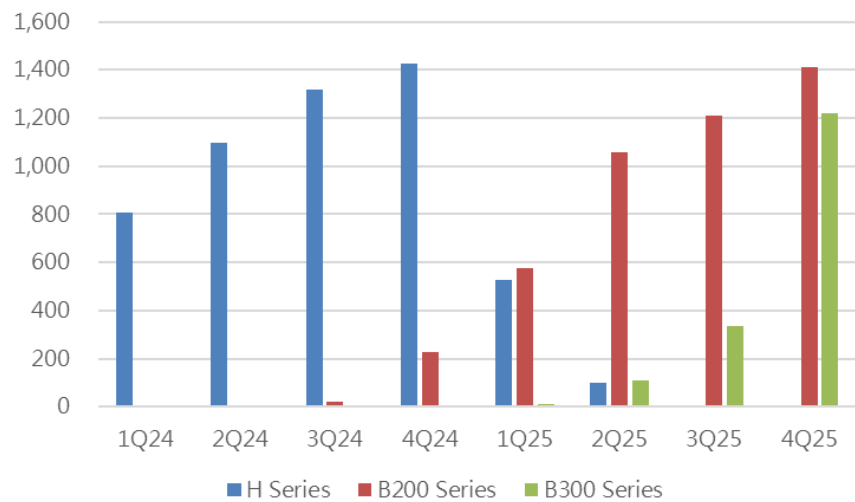
另外，安菲諾獨家供應的連接器(cable cartridge)，是 NV 設計的一種高性能數據傳輸連接器，主要用於 GPU/GPU 或 GPU/CPU 之間高速數據通信。透過 NVLink，Cartridge 能提供比 PCIe 更高的傳輸速率及更低的延遲性，並且可以讓多張 GPU 協助進行運算，共享內存和資源，大幅度提升運算效率，適合應用於 AI 訓練、大數據分析、高性能計算(HPC)等。

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 2025 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 3.5-4 萬櫃。

另外，目前 GB300 的晶片、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 4：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

### 金像電買進評等，目標價 260 元

受惠於 AI 伺服器發展浪潮、一般伺服器需求小幅回溫等因素，金像電 2024 年營收 389.5 億元，年增 30%；毛利率 29.3%，年增 3.6 個百分點，營業利益 81 億元，年增 57%，稅後淨利 56 億元，年增 59%，調整後 EPS 11.54 元。

展望 2025 年，AI ASIC 需求正向，相關產品對營運之助益逐漸浮現，首要指標為去年底開始陸續出貨之美系 CSP 客戶 UBB 產品，此外 800G 等高階網通產品需求增溫亦將助益金像電營運成長，因此本中心上調 2025 年營收 14%至 480.4 億元，年增 23%，毛利率 31.3%，年增 2 個百分點，較原先預期下調 1 個百分點，因考量公司 800G 產品良率仍需於 1H25 進行調整，營利率 22.4%，下調 1.5 個百分點；稅後淨利 73.1 億元，年增 30%，EPS 14.47 元(本中心將可轉債潛在股權稀釋情形納入考量，稀釋程度近 4%)。看好 AI、高階網通產品需求持續，預期金像電 2026 年營收 542 億，年增 13%；毛利率 32.9%，年增 0.6 個百分點；稅後淨利 84.7 億，年增 16%，EPS 16.77 元。

本中心維持金像電「買進」投資評等，目標價以本益比 18 倍以及預估 2025 年稀釋後 EPS 評估而得，正向看待全球 AI 發展趨勢、400G 以及 800G 滲透率逐漸提升對公司營運之貢獻，預期與公司合作之國際大、中型 CSP 及國際網通知名企業，其 AI ASIC、800G 等需求將助公司 2025 年營收、獲利表現有正向之成長。

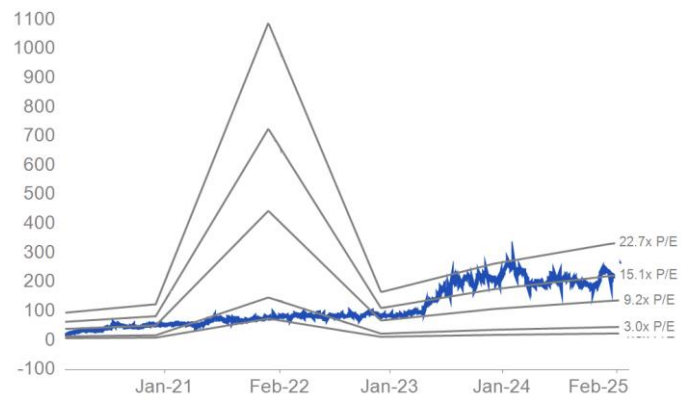
圖 5：2025 和 2026 年財務預估調整

(百萬元)	2025 估		2026 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2025	2026
營業收入	48,042	42,283	54,198	-	13.6%	-
營業毛利	15,025	13,657	17,841	-	10.0%	-
營業利益	10,782	10,110	12,998	-	6.6%	-
稅前利益	10,889	10,354	12,879	-	5.2%	-
稅後淨利	7,304	7,127	8,469	-	2.5%	-
調整後 EPS (元)	14.47	14.11	16.77	-	2.5%	-
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	31.3%	32.3%	32.9%	-	-1.0	-
營業利益率	22.4%	23.9%	24.0%	-	-1.5	-
稅後純益率	15.2%	16.9%	15.6%	-	-1.7	-

資料來源：公司資料、元大投顧預估

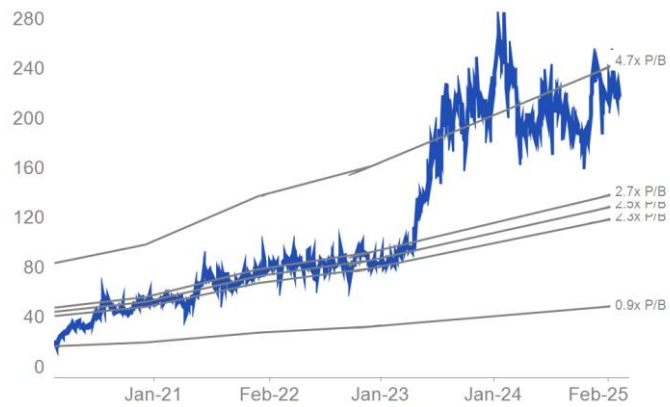


圖 6：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：12 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 8：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(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
金像電	2368 TT	買進	217.0	3,233	11.54	14.47	16.77	18.8	15.0	12.9	59.1	25.4	16.0
國內同業													
華通	2313 TT	未評等	65.0	2,353	4.7	5.5	--	13.9	11.7	--	34.1	18.1	--
欣興	3037 TT	買進	107.5	4,995	3.3	4.8	7.8	32.2	22.3	13.7	(57.6)	44.6	62.3
健鼎	3044 TT	買進	208.0	3,321	16.0	17.6	18.8	13.0	11.8	11.1	38.3	10.5	6.9
景碩	3189 TT	未評等	96.0	1,332	1.6	5.8	6.7	61.7	16.6	14.3	1380.9	272.5	15.7
臻鼎-KY	4958 TT	未評等	110.0	3,196	9.7	9.2	10.2	11.4	12.0	10.8	48.0	(5.3)	10.9
台郡	6269 TT	未評等	62.8	616	(0.9)	(1.4)	3.6	--	--	17.4	--	--	--
南電	8046 TT	未評等	127.0	2,492	0.1	3.8	6.5	1552.6	33.5	19.5	(99.1)	4534.5	71.4
國內同業平均					4.9	6.5	8.9	280.8	18.0	14.5	224.1	812.5	33.5

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 9：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)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
金像電	2368 TT	買進	217.0	3,233	26.4	28.5	27.7	43.79	50.78	60.46	5.0	4.3	3.6
國內同業													
華通	2313 TT	未評等	65.0	2,353	12.7	13.7	--	37.1	40.5	--	1.8	1.6	--
欣興	3037 TT	買進	107.5	4,995	5.5	7.5	11.2	61.3	64.6	70.1	1.8	1.7	1.5
健鼎	3044 TT	買進	208.0	3,321	17.9	18.5	18.3	95.7	95.3	102.6	2.2	2.2	2.0
景碩	3189 TT	未評等	96.0	1,332	2.3	7.4	7.9	74.0	78.5	87.9	1.3	1.2	1.1
臻鼎-KY	4958 TT	未評等	110.0	3,196	9.2	8.8	9.3	113.7	104.2	109.8	1.0	1.1	1.0
台郡	6269 TT	未評等	62.8	616	(1.5)	0.6	5.5	71.3	72.2	72.2	0.9	0.9	0.9
南電	8046 TT	未評等	127.0	2,492	0.2	8.7	8.7	72.1	75.6	77.1	1.8	1.7	1.7
國內同業平均					6.6	9.3	10.2	75.0	75.8	86.6	1.5	1.5	1.4

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 10：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	9,066	9,573	10,457	9,856	11,254	11,855	12,822	12,111	38,952	48,042
銷貨成本	(6,630)	(6,545)	(7,081)	(7,299)	(7,995)	(8,249)	(8,610)	(8,163)	(27,556)	(33,017)
營業毛利	2,436	3,028	3,376	2,557	3,259	3,606	4,212	3,948	11,396	15,025
營業費用	(699)	(820)	(875)	(921)	(981)	(1,033)	(1,087)	(1,142)	(3,315)	(4,243)
營業利益	1,727	2,200	2,504	1,636	2,278	2,573	3,125	2,806	8,067	10,782
業外利益	116	98	(152)	361	29	27	27	24	423	107
稅前純益	1,843	2,298	2,353	1,997	2,307	2,600	3,152	2,830	8,490	10,889
所得稅費用	(626)	(777)	(758)	(714)	(738)	(848)	(1,059)	(940)	(2,875)	(3,584)
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	1,217	1,521	1,595	1,282	1,569	1,753	2,093	1,891	5,616	7,304
調整後每股盈餘(NT\$)	2.50	3.12	3.28	2.63	3.11	3.47	4.14	3.74	11.54	14.47
調整後加權平均股數(百萬股)	487	487	487	487	505	505	505	505	487	505
重要比率										
營業毛利率	26.9%	31.6%	32.3%	25.9%	29.0%	30.4%	32.9%	32.6%	29.3%	31.3%
營業利益率	19.0%	23.0%	23.9%	16.6%	20.2%	21.7%	24.4%	23.2%	20.7%	22.4%
稅前純益率	20.3%	24.0%	22.5%	20.3%	20.5%	21.9%	24.6%	23.4%	21.8%	22.7%
稅後純益率	13.4%	15.9%	15.3%	13.0%	13.9%	14.8%	16.3%	15.6%	14.4%	15.2%
有效所得稅率	33.9%	33.8%	32.2%	35.8%	32.0%	32.6%	33.6%	33.2%	33.9%	32.9%
季增率(%)										
營業收入	6.2%	5.6%	9.2%	-5.8%	14.2%	5.3%	8.2%	-5.5%		
營業利益	1.7%	27.4%	13.8%	-34.7%	39.3%	12.9%	21.5%	-10.2%		
稅後純益	9.0%	24.9%	4.9%	-19.6%	22.3%	11.7%	19.4%	-9.7%		
調整後每股盈餘	9.0%	24.9%	4.9%	-19.6%	17.9%	11.7%	19.4%	-9.7%		
年增率(%)										
營業收入	43.2%	38.2%	26.8%	15.4%	24.1%	23.8%	22.6%	22.9%	29.7%	23.3%
營業利益	132.9%	111.4%	51.2%	-3.6%	31.9%	16.9%	24.8%	71.5%	57.1%	33.7%
稅後純益	182.9%	86.0%	37.0%	14.8%	28.8%	15.3%	31.2%	47.5%	59.2%	30.1%
調整後每股盈餘	182.9%	86.0%	37.0%	14.8%	24.2%	11.1%	26.4%	42.1%	59.1%	25.4%

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

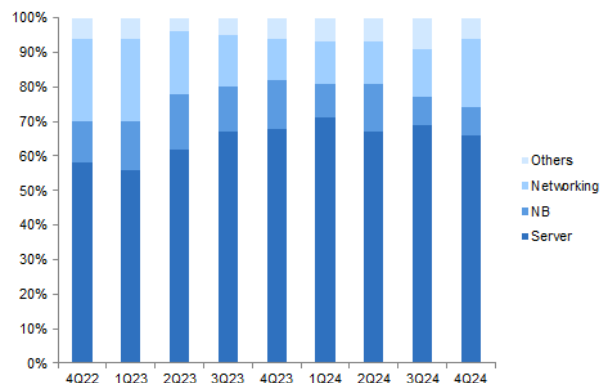
金像電子成立於 1981 年。公司為全球最大伺服器 PCB 板製造商，早期公司產品線以 NB 板、光電板、網通板為主，近年逐步提高高毛利的伺服器板及網通板佔比。4Q24 營收依應用可分為：伺服器 66%、網通 20%、NB 8%、其他 6%。目前金像電產能主要在中國以及台灣，主要客戶以美系 GPU 大廠、歐美大型 CSP 為主。

圖 11：LME 銅價



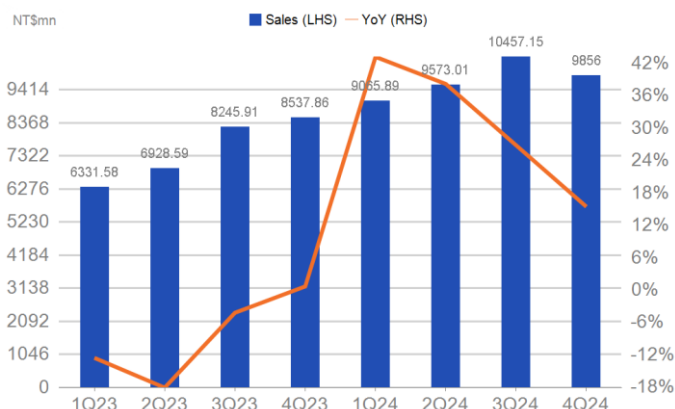
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：營收組成



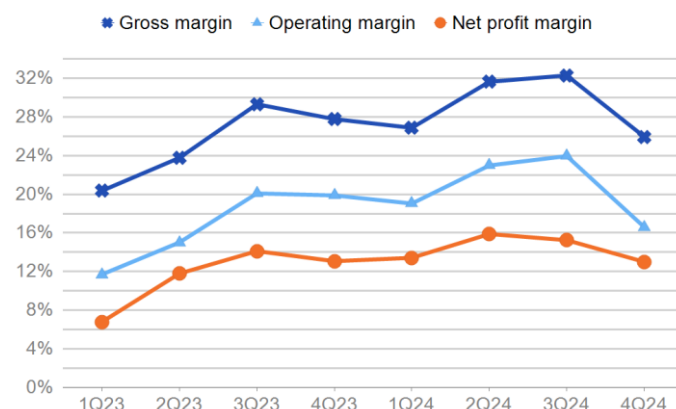
資料來源：公司資料

圖 13：營收趨勢



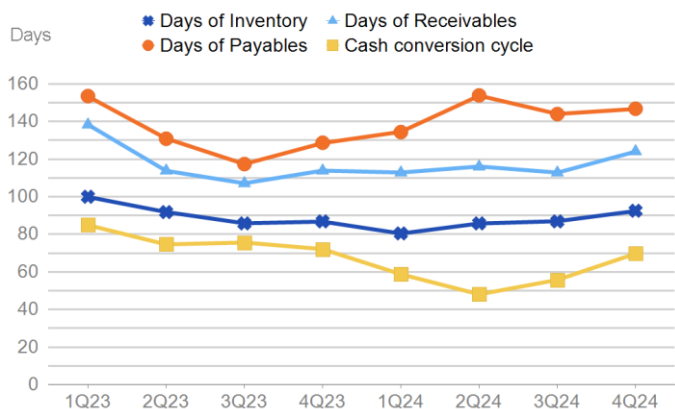
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：毛利率、營益率、淨利率



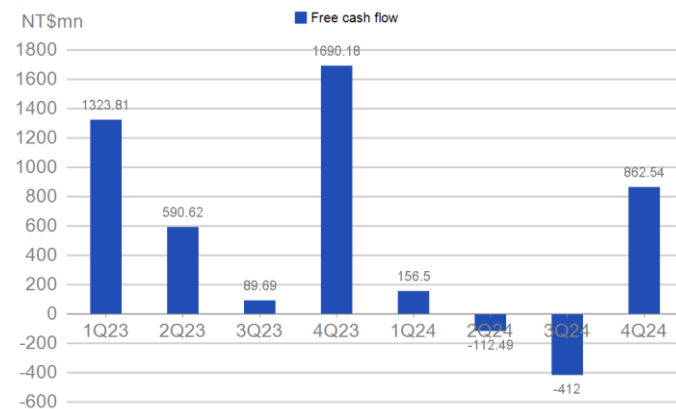
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

# ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**金像電整體的 ESG 風險評級屬於低等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，在電子零組件行業的公司中排名領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**金像電的整體曝險屬於低等水準，落後於電子零組件行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的碳排、商業道德、公司在生產中使用原材料的效率(不包括能源和石油產品)等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**金像電在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。公司訊息揭露能力優良，提供投資人以及市場充足的資訊，並已初步在管理 ESG 相關問題，然而還不足以管理所有 ESG 風險。目前公司未曾捲入任何與 ESG 相關的爭議中。

圖 17：ESG 分析

分項	評分/評級	
ESG 總分	16.0	
在 ESG 議題上的曝險 (A)	34.7	
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	56.8	
風險評級	低	★
同業排行(1~100，1 為最佳)	11	

資料來源：Sustainalytics (2025/3/13)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

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	5,974	7,741	9,185	10,246	12,205
存貨	5,616	5,970	7,900	9,105	9,660
應收帳款及票據	10,736	10,733	13,401	13,803	14,425
其他流動資產	400	468	988	988	988
流動資產	22,726	24,913	31,474	34,143	37,277
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	6,294	6,945	11,635	15,787	20,286
無形資產	43	58	46	48	49
其他非流動資產	977	1,185	1,430	1,459	1,459
非流動資產	7,314	8,188	13,110	17,293	21,793
資產總額	30,041	33,101	44,584	51,436	59,071
應付帳款及票據	5,661	6,021	8,268	8,516	8,729
短期借款	2,188	217	1,282	1,305	1,331
什項負債	4,008	4,237	7,419	7,419	7,419
流動負債	11,857	10,475	16,969	17,240	17,479
長期借款	3,340	1,465	4,531	6,781	9,291
其他負債及準備	520	4,330	1,771	1,771	1,771
長期負債	3,860	5,795	6,303	8,553	11,063
負債總額	15,717	16,270	23,272	25,793	28,542
股本	4,918	4,918	4,918	5,049	5,049
資本公積	1,219	2,118	2,136	2,136	2,136
保留盈餘	8,002	9,777	13,707	18,060	22,973
什項權益	184	18	551	528	502
歸屬母公司之權益	14,324	16,831	21,312	25,643	30,529
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	14,324	16,831	21,312	25,643	30,529

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	4,568	3,529	5,616	7,304	8,469
折舊及攤提	874	967	1,089	1,308	1,461
本期營運資金變動	(2,446)	(73)	(2,647)	(1,359)	(963)
其他營業資產 及負債變動	1,448	895	1,568	0	0
營運活動之現金流量	4,444	5,317	5,625	7,254	8,967
資本支出	(1,360)	(1,623)	(5,131)	(5,460)	(5,960)
本期長期投資變動	0	0	(56)	0	0
其他資產變動	4	(39)	(17)	(31)	(1)
投資活動之現金流量	(1,357)	(1,662)	(5,205)	(5,491)	(5,961)
股本變動	(546)	0	0	0	0
本期負債變動	2,239	485	2,044	2,250	2,510
現金增減資	(541)	0	0	0	0
支付現金股利	(1,190)	(1,703)	(1,703)	(2,951)	(3,557)
其他調整數	(778)	(118)	(18)	0	0
融資活動之現金流量	(816)	(1,337)	323	(701)	(1,047)
匯率影響數	(114)	(552)	700	0	0
本期產生現金流量	2,157	1,767	1,444	1,062	1,959
自由現金流量	3,084	3,694	495	1,794	3,007

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	32,785	30,044	38,952	48,042	54,198
銷貨成本	(24,057)	(22,320)	(27,556)	(33,017)	(36,357)
營業毛利	8,728	7,724	11,396	15,025	17,841
營業費用	(2,705)	(2,625)	(3,315)	(4,243)	(4,843)
推銷費用	(964)	(880)	(1,120)	(1,436)	(1,592)
研究費用	(718)	(803)	(974)	(1,234)	(1,416)
管理費用	(984)	(986)	(1,222)	(1,563)	(1,825)
其他費用	(40)	44	1	(10)	(10)
營業利益	6,037	5,136	8,067	10,782	12,998
利息收入	63	196	246	239	215
利息費用	(91)	(120)	(132)	(142)	(119)
利息收入淨額	(28)	77	114	97	96
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	762	110	1,243	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(381)	(105)	(934)	152	(96)
稅前純益	6,388	5,218	8,490	10,889	12,879
所得稅費用	(1,820)	(1,689)	(2,875)	(3,584)	(4,410)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	4,568	3,529	5,616	7,304	8,469
稅前息前折舊攤銷前淨利	7,353	6,303	6,978	9,474	11,537
調整後每股盈餘 (NT\$)	47.96	7.25	11.54	14.47	16.77

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	23.2	(8.4)	29.7	23.3	12.8
營業利益	46.4	(14.9)	57.1	33.7	20.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	50.3	(14.3)	10.7	35.8	21.8
稅後純益	56.1	(22.8)	59.2	30.1	16.0
調整後每股盈餘	786.0	(84.9)	59.1	25.4	16.0
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	26.6	25.7	29.3	31.3	32.9
營業利益率	18.4	17.1	20.7	22.4	24.0
稅前息前淨利率	19.2	17.0	20.7	22.4	24.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	22.4	21.0	17.9	19.7	21.3
稅前純益率	19.5	17.4	21.8	22.7	23.8
稅後純益率	13.9	11.7	14.4	15.2	15.6
資產報酬率	16.6	11.2	12.6	14.2	14.3
股東權益報酬率	35.5	22.7	26.4	28.5	27.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	109.7	96.7	109.2	100.6	93.5
淨負債權益比(%)	(3.1)	(36.0)	(15.8)	(8.4)	(5.2)
利息保障倍數 (倍)	71.0	44.5	65.4	77.7	0
流動比率 (%)	191.7	237.8	185.5	198.0	213.3
速動比率 (%)	142.1	178.2	138.9	145.2	158.0
淨負債 (NT\$百萬元)	(446)	(6,059)	(3,371)	(2,160)	(1,582)
調整後每股淨值 (NT\$)	29.13	34.22	43.79	50.78	60.46
評價指標 (倍)					
本益比	4.5	29.9	18.8	15.0	12.9
股價自由現金流量比	35.5	29.7	221.4	61.1	36.4
股價淨值比	7.5	6.3	5.0	4.3	3.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	14.9	17.4	15.7	11.6	9.5
股價營收比	3.3	3.7	2.8	2.3	2.0

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。

金像電 (2368 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



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 = 依據股本變動調整後之目標價。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>.