

## 信驊 (5274 TT) Aspeed

短期逆風不影響長期展望

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$4050.0

收盤價 (2025/03/20) : NT\$3410.0  
隱含漲幅 : 18.8%

## 營收組成 (4Q24)

BMC ~90%/Non BMC ~10%

## 本次報告更新重點

| 項目                | 本次   | 前次   |
|-------------------|------|------|
| 評等                | 買進   | 買進   |
| 目標價 (NT\$)        | 4050 | 4500 |
| 2025年營收 (NT\$/十億) | 8.3  | 8.4  |
| 2025年EPS          | 86.3 | 89.3 |

## 交易資料表

|                        |                |
|------------------------|----------------|
| 市值                     | NT\$128,900百萬元 |
| 外資持股比率                 | 48.9%          |
| 董監持股比率                 | 20.4%          |
| 調整後每股淨值 (2025F)        | NT\$183.52     |
| 負債比                    | 27.0%          |
| ESG評級 (Sustainalytics) | 中 (曝險程度共5級)    |

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

| 年初至12月      | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F  |
|-------------|-------|-------|-------|--------|
| 營業收入        | 3,130 | 6,460 | 8,258 | 10,980 |
| 營業利益        | 1,080 | 2,918 | 3,900 | 5,205  |
| 稅後純益        | 1,007 | 2,571 | 3,261 | 4,347  |
| EPS (元)     | 26.66 | 68.04 | 86.30 | 115.03 |
| EPS YoY (%) | -53.2 | 155.2 | 26.8  | 33.3   |
| 本益比 (倍)     | 127.9 | 50.1  | 39.5  | 29.6   |
| 股價淨值比 (倍)   | 33.6  | 22.9  | 18.6  | 11.4   |
| ROE (%)     | 24.2  | 45.6  | 47.0  | 38.5   |
| 現金殖利率 (%)   | 0.6%  | 1.6%  | 2.0%  | 2.7%   |
| 現金股利 (元)    | 20.00 | 54.95 | 69.70 | 92.90  |

張智彥

Jorge.Chang@Yuant.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 1H25 營收有望優於市場悲觀預期。1Q25 營收將季減 11%，2Q25 營收則將季增 3.5%。

◆ ASIC 伺服器蓬勃發展有利公司營運，然企業需求仍舊疲軟，影響一般型伺服器需求展望。

◆ 長期成長趨勢仍大致無虞，重申買進評等，本益比下修至 40 倍，以 2025-26 年平均預估 EPS 100.7 元推得新目標價 4,050 元。

## ASIC 伺服器趨勢有利公司營運，然企業需求仍疲軟

AI 伺服器方面，公司目前認為 GB300/AI ASIC 伺服器每機櫃含有 71/22 顆 BMC，儘管各機櫃 BMC 含量下降，但 AI ASIC 伺服器資本支出效率相對提升。因此公司對 ASIC 趨勢抱持樂觀看法，預期後續營運將因此受惠。據本中心了解，企業需求仍維持疲軟，因此本中心下修 2025 年 BMC 出貨預估至 149.4 萬顆，但仍年增 16%。

## 1H25 營收表現有望優於市場悲觀預期

雖公司尚未修改其原先 1Q25 營收預估 17-18 億元，然管理層認為實際營收將優於財測，本中心則預期 1Q25 營收將僅季減 11%，主因客戶因關稅疑慮而提前拉貨，以及一般型伺服器需求升溫。毛利率季減 0.8 個百分點至 64.6%。展望 2Q25，受惠於中國急單需求，預期營收將季增 3.5%，毛利率則將季增 0.7 個百分點至 65.3%。本中心之 1Q25 營收與毛利率預估大致符合市場預期，然 2Q25 營收與毛利率預估分別優於市場預期 4.8%及 0.4 個百分點。

## 業外收益挹注，4Q24 獲利優於市場及本中心預期

信驊 4Q24 EPS 季增 29.3%至 24.95 元，優於本中心與市場預期 21%及 9.4%，主因匯兌收益挹注，但為 AI、伺服器拉貨需求升溫部分抵銷；毛利率季增 1.2 個百分點至 65.4%，優於本中心/優於市場預期 0.6/1.7 個百分點。受惠一般型與 AI 伺服器需求優於預期，營收因此季增 5.9%，優於本中心預期 6.1%。

## 長期成長趨勢仍大致無虞，重申買進評等

公司雖近期遭遇逆風，但 PFR、I/O 擴展卡等更多元產品組合長期將有利於潛在市場擴張。考量一般型伺服器拉貨動能相對平淡，本中心下修 2025/26 年 EPS 預估 3.4%/9%。目標價 4,050 元係基於 40 倍本益比、2025-26 年平均預估 EPS 100.7 元推得 (前次以 45 倍本益比、2025 年預估 EPS 評價)，以反映未來能見度有限及一般型伺服器復甦將更為溫和。

## 營運分析

### 業外收益挹注，4Q24 獲利優於市場及本中心預期

信驊 4Q24 EPS 季增 29.3%至 24.95 元，優於本中心與市場預期 21%及 9.4%，主因匯兌收益挹注，但為 AI、伺服器拉貨需求升溫部分抵銷；毛利率季增 1.2 個百分點至 65.4%，優於本中心/優於市場預期 0.6/1.7 個百分點。受惠一般型與 AI 伺服器需求優於預期，營收因此季增 5.9%，優於本中心預期 6.1%。

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        | 984   | 1,986 | 2,104 | 5.9%  | 113.7% | 1,983 | 2,104 | 6.1%  | 0.0%  |
| 營業毛利        | 633   | 1,277 | 1,377 | 7.8%  | 117.4% | 1,287 | 1,341 | 7.0%  | 2.7%  |
| 營業利益        | 392   | 951   | 1,000 | 5.1%  | 155.2% | 956   | 1,019 | 4.7%  | -1.8% |
| 稅前利益        | 343   | 912   | 1,154 | 26.6% | 236.8% | 974   | 1,058 | 18.5% | 9.1%  |
| 稅後淨利        | 310   | 729   | 943   | 29.3% | 204.4% | 779   | 861   | 21.0% | 9.5%  |
| 調整後 EPS (元) | 8.20  | 19.30 | 24.95 | 29.3% | 204.3% | 20.62 | 22.80 | 21.0% | 9.4%  |
| 重要比率 (%)    |       |       |       | 百分點   | 百分點    |       |       | 百分點   | 百分點   |
| 營業毛利率       | 64.3% | 64.3% | 65.4% | 1.2   | 1.1    | 64.9% | 63.7% | 0.6   | 1.7   |
| 營業利益率       | 39.8% | 47.9% | 47.6% | -0.4  | 7.7    | 48.2% | 48.4% | -0.6  | -0.9  |
| 稅後純益率       | 31.5% | 36.7% | 44.8% | 8.1   | 13.4   | 39.3% | 40.9% | 5.5   | 3.9   |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 1H25 營收表現有望優於市場悲觀預期

雖公司尚未修改其原先 1Q25 營收預估 17-18 億元，然管理層認為實際營收將優於財測，本中心則預期 1Q25 營收將僅季減 11%，主因客戶因關稅疑慮而提前拉貨，以及一般型伺服器需求升溫。毛利率則將大致季持平於約 65%。展望 2Q25，受惠於中國急單需求，預期營收將季增 3.5%，毛利率則將季增 0.7 個百分點至 65.3%。本中心之 1Q25 營收與毛利率預估大致符合市場預期，然 2Q25 營收與毛利率預估分別優於市場預期 4.8%及 0.4 個百分點。

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        | 1,013 | 2,104 | 1,872 | -11.0% | 84.7%  | 1,759 | 1,850 | 6.4% | 1.2%  |
| 營業毛利        | 641   | 1,377 | 1,209 | -12.2% | 88.7%  | 1,130 | 1,175 | 7.0% | 2.9%  |
| 營業利益        | 386   | 1,000 | 863   | -13.7% | 123.4% | 822   | 876   | 5.0% | -1.4% |
| 稅前利益        | 468   | 1,154 | 887   | -23.2% | 89.4%  | 845   | 932   | 4.9% | -4.8% |
| 稅後淨利        | 391   | 943   | 723   | -23.3% | 84.7%  | 689   | 775   | 4.9% | -6.8% |
| 調整後 EPS (元) | 10.36 | 24.95 | 19.12 | -23.3% | 84.7%  | 18.23 | 20.61 | 4.9% | -7.2% |
| 重要比率 (%)    |       |       |       | 百分點    | 百分點    |       |       | 百分點  | 百分點   |
| 營業毛利率       | 63.2% | 65.4% | 64.6% | -0.8   | 1.4    | 64.2% | 63.5% | 0.4  | 1.1   |
| 營業利益率       | 38.1% | 47.6% | 46.1% | -1.5   | 8.0    | 46.7% | 47.3% | -0.6 | -1.2  |
| 稅後純益率       | 38.6% | 44.8% | 38.6% | -6.2   | 0.0    | 39.2% | 41.9% | -0.6 | -3.3  |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

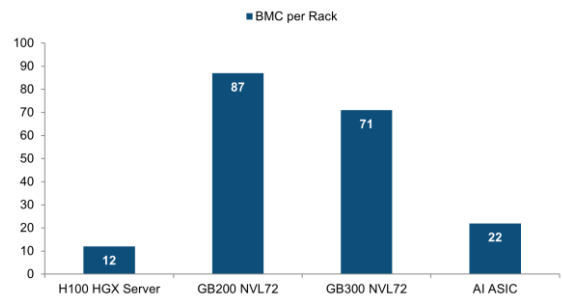
GB300 問世有利營運發展

2024 年隨著 GB200 (Oberon)架構升級，BMC 含量提升，AI 伺服器的排擠效應緩解。根據本中心計算，一個 NVL36 GB200 機櫃包含 49 顆 BMC (Computing Tray 36 顆 + Networking Tray 9 顆 + PSU 2 顆 + out of band switch 2 顆)，而 GB300 機櫃包含 71 顆 BMC，因此新世代的演進將有利信驊營收成長。

AI 伺服器商機帶來下一成長動能

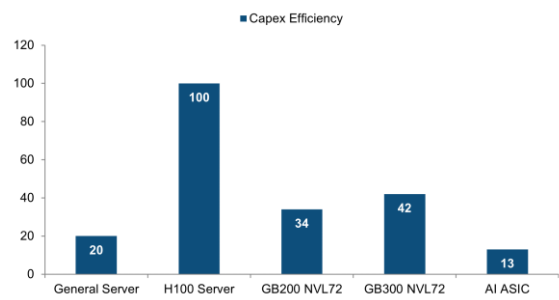
從資本支出的密集度來看，相較於 Hopper，GB 系列的推出對信驊更有利。對於一般伺服器/Hopper/GB200 NVL72/GB300 NVL72/ASIC 而言，1 顆 BMC 的資本支出效率分別為 2 萬/10 萬/3.4/4.2/1.3 萬元。信驊預期 AI 伺服器 BMC 出貨量將在 2030 年超越一般伺服器 BMC 出貨量。信驊具有技術領先地位，與雲端業者長期維持良好關係，在 AI 伺服器 BMC 市場的市佔率達 100%，一般伺服器 BMC 市佔率為 70-75%。本中心認為成長動能較高的 AI 伺服器將成為信驊營運的下一支柱，帶動公司持續成長。由於 2025 年 GB200 量產將帶動 BMC 需求成長，我們預估 2025-26 年信驊 BMC 出貨量將分別成長 16%和 9%。

圖 3：每機櫃的 BMC 使用量



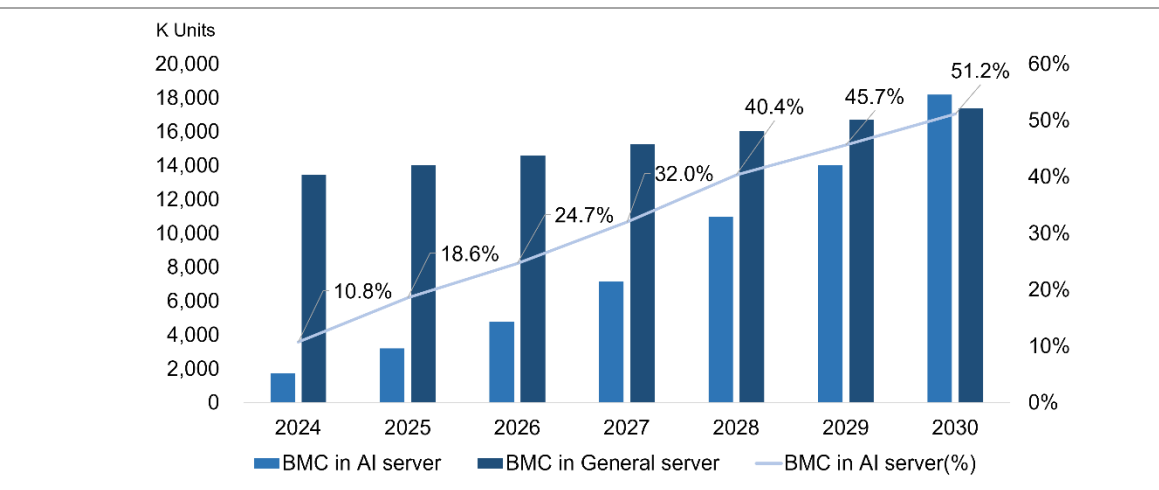
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：資本支出效率 (Capex Efficiency)



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：BMC 市場預估



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：2024-26 年財務預估與市場估值比較

| (百萬元)       | 2024  |       | 2025 估 |       | 2026 估 |        | 與市場估值差異 |      |       |
|-------------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|---------|------|-------|
|             | 實際值   | 市場預估  | 元大預估   | 市場預估  | 元大預估   | 市場預估   | 2024    | 2025 | 2026  |
| 營業收入        | 6,460 | 6,387 | 8,258  | 8,090 | 10,980 | 10,795 | 1.1%    | 2.1% | 1.7%  |
| 營業毛利        | 4,154 | 4,088 | 5,408  | 5,232 | 7,154  | 6,995  | 1.6%    | 3.4% | 2.3%  |
| 營業利益        | 2,918 | 2,888 | 3,900  | 3,866 | 5,205  | 5,358  | 1.1%    | 0.9% | -2.9% |
| 稅前利益        | 3,167 | 3,010 | 4,002  | 3,987 | 5,334  | 5,507  | 5.2%    | 0.4% | -3.1% |
| 稅後淨利        | 2,571 | 2,440 | 3,261  | 3,253 | 4,347  | 4,496  | 5.4%    | 0.3% | -3.3% |
| 調整後 EPS (元) | 68.04 | 64.57 | 86.30  | 86.08 | 115.03 | 118.97 | 5.4%    | 0.3% | -3.3% |
| 重要比率 (%)    |       |       |        |       |        |        | 百分點     | 百分點  | 百分點   |
| 營業毛利率       | 64.3% | 64.0% | 65.5%  | 64.7% | 65.2%  | 64.8%  | 0.3     | 0.8  | 0.4   |
| 營業利益率       | 45.2% | 45.2% | 47.2%  | 47.8% | 47.4%  | 49.6%  | 0.0     | -0.6 | -2.2  |
| 稅後純益率       | 39.8% | 38.2% | 39.5%  | 40.2% | 39.6%  | 41.6%  | 1.6     | -0.7 | -2.1  |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

圖 7：2024-26 年獲利預估調整

| (百萬元)       | 2024  |       | 2025 估 |       | 2026 估 |        | 調整前後差異 |       |       |
|-------------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
|             | 實際值   | 預估值   | 調整後    | 調整前   | 調整後    | 調整前    | 2024   | 2025  | 2026  |
| 營業收入        | 6,460 | 6,339 | 8,258  | 8,360 | 10,980 | 11,525 | 1.9%   | -1.2% | -4.7% |
| 營業毛利        | 4,154 | 4,064 | 5,408  | 5,418 | 7,154  | 7,447  | 2.2%   | -0.2% | -3.9% |
| 營業利益        | 2,918 | 2,874 | 3,900  | 4,043 | 5,205  | 5,729  | 1.6%   | -3.5% | -9.1% |
| 稅前利益        | 3,167 | 2,987 | 4,002  | 4,142 | 5,334  | 5,859  | 6.0%   | -3.4% | -9.0% |
| 稅後淨利        | 2,571 | 2,408 | 3,261  | 3,376 | 4,347  | 4,775  | 6.8%   | -3.4% | -9.0% |
| 調整後 EPS (元) | 68.04 | 63.71 | 86.30  | 89.32 | 115.03 | 126.34 | 6.8%   | -3.4% | -9.0% |
| 重要比率 (%)    |       |       |        |       |        |        | 百分點    | 百分點   | 百分點   |
| 營業毛利率       | 64.3% | 64.1% | 65.5%  | 64.8% | 65.2%  | 64.6%  | 0.2    | 0.7   | 0.5   |
| 營業利益率       | 45.2% | 45.3% | 47.2%  | 48.4% | 47.4%  | 49.7%  | -0.2   | -1.1  | -2.3  |
| 稅後純益率       | 39.8% | 38.0% | 39.5%  | 40.4% | 39.6%  | 41.4%  | 1.8    | -0.9  | -1.8  |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

## 2025 年 AST2600 滲透率可望超越 75%

BMC 相關業務為信驊主要營收貢獻來源，2022 年相關產品營收占比超過 90%，因此信驊營收表現與整體伺服器營收高度相關。1H23 雲端服務供應商(CSP)資本支出縮減，中系客戶出貨遞延，拖累信驊整體營運。2H23 受惠 Intel Eagle Stream 和 AMD Genoa 新平台伺服器出貨放量將帶動 BMC 需求，規格升級 AST 2600 改善產品單價及毛利率。競爭者新唐科技(已供應產品給 Dell)獲得 Microsoft 認證，2024 年該公司將打入 AMD 平台，成為第二供應商。然而由於韌體相容問題，以及競爭者產品需除錯，預期信驊近期同業競爭壓力有限。

信驊將維持新伺服器平台 BMC 市場領導地位，展望 2025 年，本中心預期隨著新平台滲透率達到 15-20%，將帶動 AST2600 滲透率超越 75%，因此我們預期 BMC 單價及出貨成長將帶動營收及獲利能力增長，本中心估 2025-26 年 BMC 營收成長率將分別達 22.5%/31.1%。

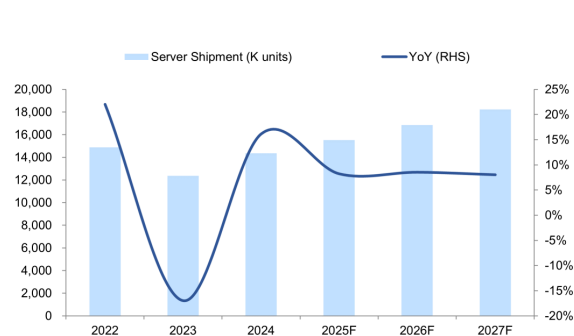
2024 年 NVIDIA 新產品智慧型網路介面卡 Smart NIC BlueField-3 進入量產，由於每張智慧型網路介面卡將搭載一顆 BMC (即信驊 BMC 解決方案)，新產品推出可望提升 BMC 產品 TAM。BlueField-3 滲透率提高將推升 BMC 產品 TAM，成為信驊下一成長引擎，惟上述成長動能尚未計入我們的預估模型。

圖 8：美國 CSP 資本支出預估

| APEX (US\$ mn) | CY 2019 | CY 2020 | CY 2021 | CY 2022 | CY 2023 | CY 2024 | CY 2025F | CY 2026F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| Google         | 23,548  | 22,281  | 24,640  | 31,485  | 32,251  | 52,535  | 75,000   | 83,542   |
| Microsoft      | 13,546  | 17,592  | 23,216  | 24,768  | 35,202  | 55,552  | 67,619   | 74,389   |
| Amazon         | 16,861  | 40,141  | 61,053  | 63,645  | 52,729  | 82,999  | 100,000  | 110,882  |
| Meta           | 15,102  | 15,115  | 18,628  | 31,431  | 27,266  | 37,256  | 62,500   | 68,141   |
| otal           | 69,057  | 95,129  | 127,537 | 151,329 | 147,448 | 228,342 | 305,119  | 336,954  |
| oY Grwoth (%)  |         |         |         |         |         |         |          |          |
| Google         | -6.3%   | -5.4%   | 10.6%   | 27.8%   | 2.4%    | 62.9%   | 42.8%    | 11.4%    |
| Microsoft      | -4.8%   | 29.9%   | 32.0%   | 6.7%    | 42.1%   | 57.8%   | 21.7%    | 10.0%    |
| Amazon         | 25.6%   | 138.1%  | 52.1%   | 4.2%    | -17.2%  | 57.4%   | 20.5%    | 10.9%    |
| Meta           | 8.0%    | 0.1%    | 23.2%   | 68.7%   | -13.3%  | 36.6%   | 67.8%    | 9.0%     |
| otal           | 3.4%    | 37.8%   | 34.1%   | 18.7%   | -2.6%   | 54.9%   | 33.6%    | 10.4%    |

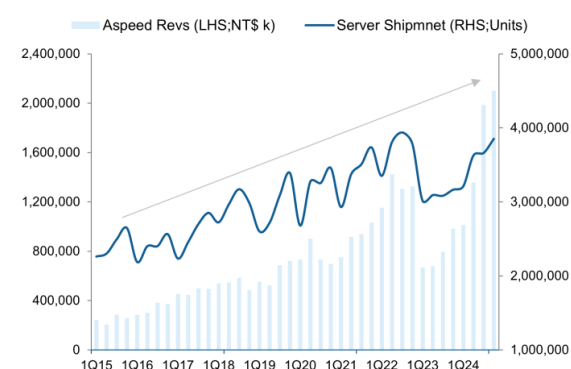
資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

圖 9：2025 年全球伺服器出貨量將年增 8%



資料來源：元大投顧預估

圖 10：信驊營收與伺服器出貨量高度相關



資料來源：元大投顧預估

雖短期遭遇逆風，信驊產品 TAM 向上趨勢穩固

雖然 2023 年有庫存修正及 AI 伺服器侵蝕傳統伺服器資本支出，我們仍維持正向看待信驊。本中心認為其長期 TAM 商機穩固無虞，係基於 1) 半導體產業在 2024 年重回正常循環，一般伺服器出貨將溫和回升。資本支出遭 AI 伺服器侵蝕的衝擊將自 2024 年起減緩，因美國 CSP 業者可能採取分別的資本支出策略；2) Intel 和 AMD 的新平台更新將帶動 BMC 出貨；以及 3) NVIDIA 伺服器生態系滲透率提升時，AI 伺服器趨勢帶來的效益將更明顯。

除了 BMC 和 BIC (bridge IC)業務，信驊將自 2025 年起開始為 Intel 新伺服器平台 Oak Stream 及 AMD 新平台 Morpheus 供應 PFR RoT (root of trust security IC)和 I/O 擴展卡。如同 BMC，RoT 晶片也將從採用 55 奈米製程的 AST 1060 升級至採用 40 奈米製程的 AST 1070。雖然 AST 1060 和 AST 1070 的 RoT 單價相同，但在放量之後，我們認為成本結構將改善，有助信驊推升 RoT 毛利率。

展望 2026 年 TAM，即使以相對保守的方式估算，我們推算信驊產品 TAM 在 2026 年仍將達 2023 年 TAM 的 3.6 倍。需注意的是，我們並未將 AI 伺服器額外帶來的 TAM 成長估算在內。若每台伺服器的 BMC 用量由 2-3 顆成長至 4-5 顆，我們的 TAM 預估將有大幅上升空間。

圖 11：新伺服器平台升級時，信驊 TAM 將同步提升

| Server Platform                 | 2021 - 2022                                   | 2023                    | 2024                              | 2025F                                    |
|---------------------------------|-----------------------------------------------|-------------------------|-----------------------------------|------------------------------------------|
| Intel                           | Whitley                                       | Eagle Stream (2H23)     | Birch Stream (2H24)               | Oak Stream (4Q25-2026F)                  |
| AMD                             | Milan (Zen 3)                                 | Genoa (Zen 4)           | Bergamo (Zen 4c)<br>Turin (Zen 5) | Venice (Zen 6)                           |
| ASPEED product line (ASP; US\$) |                                               |                         |                                   |                                          |
| BMC                             | AST 2500 (Main; \$10-10.5)<br>AST 2600 (\$12) | AST 2600 (\$13)         | AST 2600 (\$14)                   | AST 2600 (Main; \$14)<br>AST 2700 (\$25) |
| BIC                             | AST 1030/1035 (\$6-6.5)                       | AST 1030/1035 (\$6-6.5) | AST 1030/1035 (\$6-6.5)           | AST 1030/1035 (\$6-6.5)                  |
| RoT                             | -                                             | -                       | AST1060 (\$9-9.5)                 | AST1060 (\$9-9.5)<br>AST1070 (\$9-9.5)   |
| I/O Expander                    |                                               |                         |                                   | AST 1700 (\$7)                           |

資料來源：Intel、AMD、元大投顧預估

圖 12：受惠製程升級及產品組合擴展，2026 年信驊 TAM 將為 2023 年的 3.2 倍

| Oak Stream TAM Analysis                  |                                       | 2026F      |                                                      |
|------------------------------------------|---------------------------------------|------------|------------------------------------------------------|
| Regular BMC                              | ASP (US\$)                            | 25         | AST 2700 pricing at \$25                             |
|                                          | Server Motherboard shipment (mn unit) | 21.6       |                                                      |
|                                          | Server BMC adoption rate in server    | 100%       |                                                      |
|                                          | Server shipment (mn unit)             | 15.4       |                                                      |
|                                          | Storage & Switch shipment (mn unit)   | 7.7        | Storage & Switch shipment ~50% of server shipment    |
|                                          | BMC adoption rate in storage/switch   | 30%        | Assume adoption rates increase to 30% from 15% now   |
| <b>TAM (US\$ mn)</b>                     |                                       | <b>597</b> |                                                      |
| Mini BMC                                 | ASP (US\$)                            | 6.5        | \$6.5 from Yuanta model                              |
|                                          | Server Motherboard shipment (mn unit) | 21.6       |                                                      |
|                                          | Mini BMC adoption rate in server      | 15%        | Assume Meta, Google and other vendors adopt mini-BMC |
|                                          | Number of mini BMC per server         | 4          |                                                      |
| <b>TAM (US\$ mn)</b>                     |                                       | <b>84</b>  |                                                      |
| Securtrity chip (RoT)                    | ASP (US\$)                            | 9.0        | \$9-9.5 from company guidance                        |
|                                          | Server Motherboard shipment (mn unit) | 21.6       |                                                      |
|                                          | Securtrity chip adoption rate         | 55%        | Assumes 45% vendors use inhouse solutions            |
| <b>TAM (US\$ mn)</b>                     |                                       | <b>107</b> |                                                      |
| I/O Expander                             | ASP (US\$)                            | 7          | \$7 from company guidance                            |
|                                          | Server Motherboard shipment (mn unit) | 21.6       |                                                      |
|                                          | I/O Expander adoption rate            | 50%        | Assumes 50% server based on new platforms            |
| <b>TAM (US\$ mn)</b>                     |                                       | <b>75</b>  |                                                      |
| <b>Total 2026F TAM (US\$mn)</b>          |                                       | <b>863</b> |                                                      |
| <b>Current 2023F TAM (US\$mn)</b>        |                                       | <b>267</b> |                                                      |
| <b>Times for 2026F TAM vs. 2023F TAM</b> |                                       | <b>3.2</b> |                                                      |

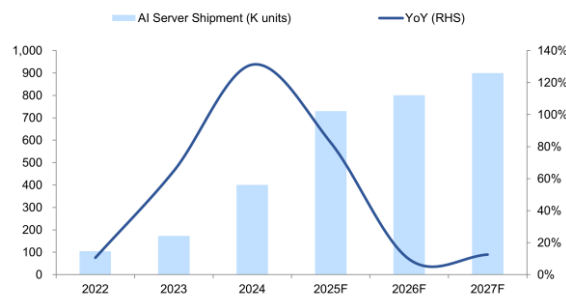
  

| Eagle Stream TAM Analysis        |                                       | 2023       |                                                                                         |
|----------------------------------|---------------------------------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| Regular BMC                      | ASP (US\$)                            | 13         | AST 2600 pricing at \$11-13                                                             |
|                                  | Server Motherboard shipment (mn unit) | 17.2       |                                                                                         |
|                                  | Server BMC adoption rate in server    | 100%       |                                                                                         |
|                                  | Server shipment (mn unit)             | 12.0       |                                                                                         |
|                                  | Storage & Switch shipment (mn unit)   | 6.0        | Storage & Switch shipment ~50% of server shipment                                       |
|                                  | BMC adoption rate in storage/switch   | 15%        | ~15% adoption rate now                                                                  |
| <b>TAM (US\$ mn)</b>             |                                       | <b>236</b> |                                                                                         |
| Mini BMC                         | ASP (US\$)                            | 6.5        | \$6.5 from Yuanta model                                                                 |
|                                  | Server Motherboard shipment (mn unit) | 17.2       |                                                                                         |
|                                  | Mini BMC adoption rate in server      | 7%         | Currently only Meta adopted mini BMC (ASPEED guides ~1.2mn mini BMC shipment this year) |
|                                  | Number of mini BMC per server         | 4          |                                                                                         |
| <b>TAM (US\$ mn)</b>             |                                       | <b>31</b>  |                                                                                         |
| <b>Total 2023F TAM (US\$ mn)</b> |                                       | <b>267</b> |                                                                                         |

資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

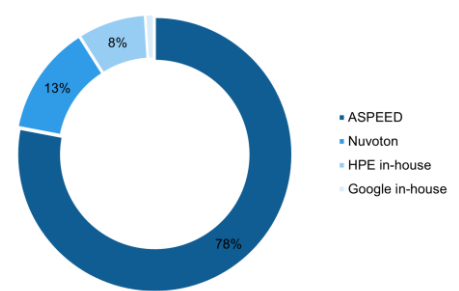


圖 13：2021-27 年 AI 伺服器出貨量將以 CAGR 45%成長



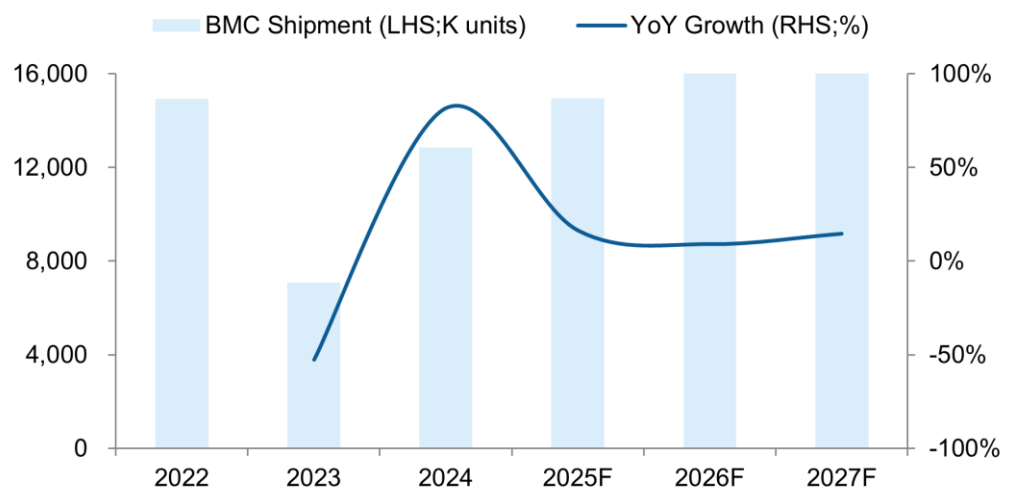
資料來源：元大投顧預估

圖 14：BMC 廠商市佔概況



資料來源：元大投顧預估

圖 15：2025 年 BMC 出貨量將年成長 16%



資料來源：公司資料、元大投顧預估

## PFR 硬體信任根解決方案市占率提升且毛利率佳，具有強勁成長潛力

信驊 2023 年推出 PFR (Platform Firmware Resiliency) 產品 AST 1060，此晶片主要用於伺服器硬體資安防護，可支援硬體信任根解決方案(Hardware Root-of-Trust, HRoT)，讓客戶的英特爾和 AMD 架構伺服器可以符合 NIST SP 800-193 平台韌體保護與恢復規範。NIST SP 800-193 及平台韌體保護與恢復規範是由美國國家標準暨技術研究院(NIST)定義出的一套安全技術機制準則，有助於設計出更安全的平台以抵禦當今與日俱增的惡意軟體程式及其攻擊。

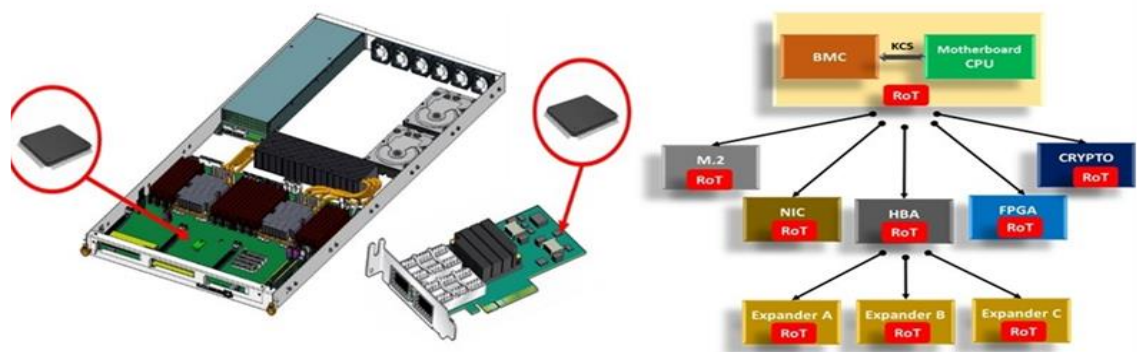
符合平台韌體保護與恢復規範的硬體信任根解決方案啟用後，其將透過檢測韌體和關鍵資料是否被破壞來保護韌體避免發生未經授權的修改，並在必要時，從良好的映像檔中恢復被破壞的韌體，進而提供韌體的恢復力。在此架構下，伺服器系統的主晶片如 CPU、GPU、BMC、NIC 都需要搭配 ROT IC，過去伺服器 ROT IC 多採用 INTEL FPGA 解決方案，但我們認為 FPGA 並非 RoT IC 的最佳解決方案，係因 1) FPGA 解決方案成本較高；2) FPGA 解決方案大多為固定功能，因此採用效率較低；及 3) FPGA 與韌體更新的相容性問題。



信驊推出之 AST 1060 方案採用兩種版本銷售，簡配版為直接將 AST 1060 植入 AST 2600 同步銷售，價格較低，另一版本為直接銷售 AST 1060，價格較簡配版昂貴，ASP 約在 9-9.5 美金，目前已有部分廠商採用信驊 PFR 方案，性價比遠優於 FPGA 方案。重要的是，信驊的 PFR 方案僅搭載主機板，每塊主機板搭配一組 PFR HRoT 晶片。我們預期未來信驊的產品可望逐步蠶食現有廠商之市場，但目前僅在出貨初期，營收貢獻有限，預期 2025 年之後才將開始放量。

在產品規劃方面，PFR HRoT 方案也需要配合新伺服器平台升級，以提高矽含量及功能。AST 1070 將採用 40 奈米製程，我們預期 ASP 將維持在 9-9.5 美元，與 AST 1060 相當。相較於 AST 1060，我們認為 AST 1070 出貨量將大幅成長，係因 Oak Stream 與 Morpheus 等新平台必須搭載 AST 1070，PFR HRoT 的毛利率表現因而較佳且成本較低。我們因此認為不但市占率提升，毛利率較高也將推升信驊的潛在市場及獲利展望，有助於公司分散業務，不再過度集中於 BMC 事業。

圖 16：HROT IC 架構示意圖



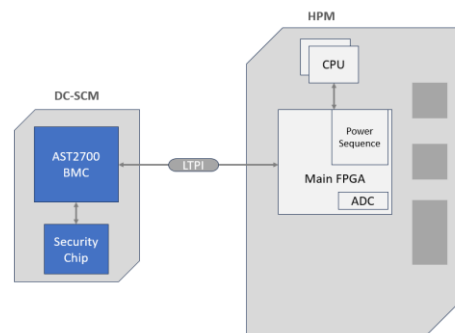
資料來源：Microsoft、元大投顧

## I/O 擴充卡新商機將於 2025 年後浮現

除 BMC 與 PFR HRoT 產品，信驊亦有 I/O 擴充卡的新商機。透過 I/O 擴充卡可在既有系統上輕鬆擴充多項功能，包括 GPIO、鍵盤、LED 控制器及 timer 等非高速相關零組件，而毋須重新設計主機板。由於 BMC 晶片的接腳數高，因此必須增加一張 I/O 擴充卡來提高主機板接腳數，以便更輕鬆管理主機板上的各項功能。一台伺服器將採用一張 I/O 擴充卡。對代工廠而言，伺服器設計架構變更具有以下優點：1) 更多設計模組化可讓伺服器營運商的維修保養更省時省成本；及 2) 可縮短上市前的準備時間。

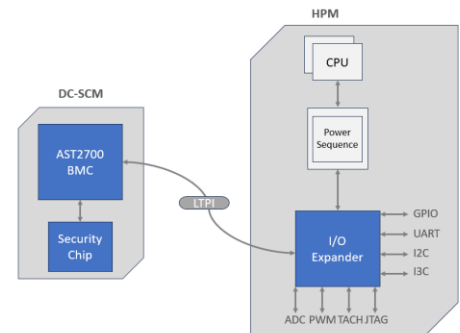
至於信驊的解決方案，相較於 Intel 的產品，信驊的產品功耗表現更佳且更快上市。此外，由於 Intel 的 I/O 擴充卡方案是以 FPGA 架構為基礎，因此成本較高。信驊的產品以 ASIC 架構為基礎，因此成本遠低於 Intel 的產品。信驊與代工廠合作開發該項產品，預計於 2025 年獲得 Oak Stream 與 Morpheus 等平台採用。預估該產品將於 2025 年開始營收貢獻，佔整體營收 1%，並在 2026 年大幅成長。

圖 17：下一世代的 BMC



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 18：下一世代的 BMC 搭配 I/O 擴展晶片



資料來源：公司資料、元大投顧

## 產業概況

### 2025/2026 年一般伺服器出貨量將成長 8%/9%

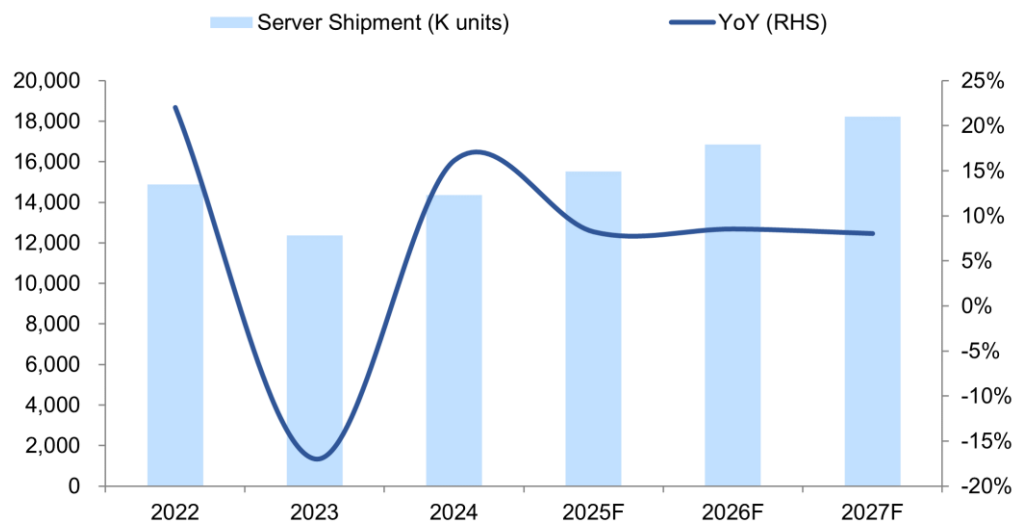
2024 年一般伺服器重拾成長動能，呈現 16% 的年成長，主因：1) 大型雲端服務業者的一般及 AI 伺服器資本支出將分隔，緩解 AI 伺服器擠壓資本支出的負面影響；2) 大型雲端服務業者的庫存修正於 2023 年底完成，於 2024 年重啟拉貨動能；3) 新平台需要克服技術問題，並改善起始階段的學習曲線。然在 2024 年高基期下，預期 2025 年/2026 年出貨量成長 8%/9%，主要動能來自 Intel/AMD 新平台推出。

圖 19：伺服器 CPU 發展規劃

| Application | Codename (Platform)  | Microarchitecture                             | Process node | 2022            |      |      |      | 2023 |      |      |      | 2024F |      |      |      | 2025F |    |    |    | 2026F |    |    |    |
|-------------|----------------------|-----------------------------------------------|--------------|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|-------|----|----|----|-------|----|----|----|
|             |                      |                                               |              | 1Q              | 2Q   | 3Q   | 4Q   | 1Q   | 2Q   | 3Q   | 4Q   | 1Q    | 2Q   | 3Q   | 4Q   | 1Q    | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q    | 2Q | 3Q | 4Q |
| Server      | Intel                | Cascade Lake (Purley)                         | Skylake      | 14nm++          |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | Cooper Lake (Cedar Island)                    | Skylake      | 14nm++          |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | Ice Lake (Whiskey)                            | Sunny Cove   | 10nm+           |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | Sapphire Rapids (Eagle Stream; MCP)           | Golden Cove  | Intel 7         |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | Emerald Rapids (Eagle Stream; MCP)            | Raptor Cove  | Intel 7         |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | Sierra Forest (E-core; Birch Stream; MCP)     | Sierra Glen  | Intel 3         |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | Granite Rapids (P-core; Birch Stream; MCP)    | Redwood Cove | Intel 3         |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | Clearwater Forest (E-core; Birch Stream; MCP) | Darkmont     | Intel 18A       |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | Diamond Rapids (P-core; Oak Stream; MCP)      | Panther Cove | TBD             |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | Intel market share (%)                        |              |                 | 88.4 | 86.1 | 82.5 | 82.4 | 82.0 | 81.4 | 76.7 | 76.9  | 76.4 | 75.9 | 75.8 |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             | AMD                  | EPYC Rome                                     | Zen 2        | TSMC N7         |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | EPYC Milan                                    | Zen 3        | TSMC N7/GF 12nm |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | EPYC Milan-X (3D V-Cache)                     | Zen 3        | TSMC N7/GF 12nm |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | EPYC Genoa                                    | Zen 4        | TSMC N5/N6      |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | EPYC Bergamo                                  | Zen 4c       | TSMC N5/N6      |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | EPYC Genoa-X (3D V-Cache)                     | Zen 4        | TSMC N5/N6      |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | EPYC Siena                                    | Zen 5        | TSMC N5/N6      |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | EPYC Turin                                    | Zen 5        | TSMC N3/N4      |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | EPYC Turin-dense                              | Zen 5c       | TSMC N3/N4      |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | EPYC Venice                                   | Zen 6        | TSMC N3/N2      |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             | AMD market share (%) |                                               |              | 11.6            | 13.9 | 17.5 | 17.6 | 18.0 | 18.6 | 23.3 | 23.1 | 23.6  | 24.1 | 24.2 |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             | NVIDIA               | Grace                                         | Grace        | TSMC N4         |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |
|             |                      | Vera                                          | Vera         | TSMC N3         |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |       |    |    |    |       |    |    |    |

資料來源：Intel、AMD、NVIDIA、Mercury Research、元大投顧預估

圖 20：預估 2025 年全球一般伺服器出貨量年增 8%



資料來源：IDC、元大投顧預估

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。

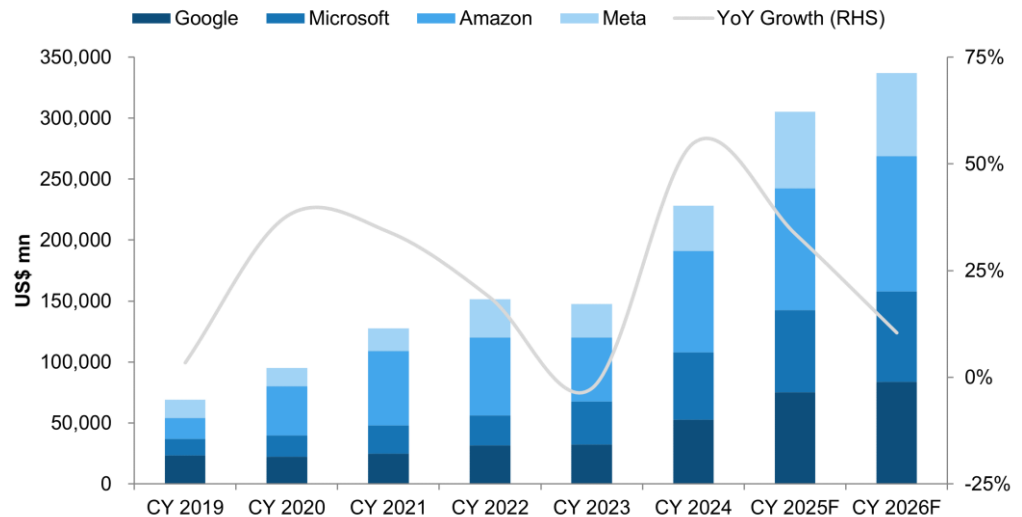
展望 2025 年，根據四大 CSP 業者的法說會指引，2025 年的資本支出將較 2024 年成長，雖然各業者 2025 年 GB200 採購需求暢旺，總金額可望超過 40 億美元，將帶動資本支出成長，但在高基期下，預期 2025 年增幅將會放緩，預估四大 CSP 2025 年資本支出為 3,051 億美元，年增 34%。

圖 21：美國大型雲端服務業者的資料中心建置計畫

| Company   | Datacenter construction plans                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Amazon    | <p>4Q24 PP&amp;E spending increased 23% QoQ and 91% YoY to US\$27.8 bn. Supporting AWS AI server via continued investment in datacenter construction and GPU procurement.</p> <p>2025F full-year capex to remain at 4Q24-levels, mostly for AWS AI services, including procurement of infrastructure, hardware, chips, and networking devices for datacenters. AI and cloud business remain core drivers, with more generative AI services to be launched going forward.</p>                                                                                                                                                                 |
| Microsoft | <p>FY2Q25 capex increased 8% QoQ and 50% YoY to US\$14.9 bn, mainly for AI-related investments, with ~50% of capex for infrastructure construction and the other 50% for server CPU and GPU.</p> <p>Mgmt expects FY3Q25/FY4Q25F capex to remain at FY2Q25-level. FY2026F capex will rise alongside demand growth but with slower YoY growth given a high base from FY2025.</p> <p>Mgmt guided for FY3Q25F smart cloud business sales growth of 19-20% QoQ and Azure sales growth of 31-32% QoQ, with AI sales contribution mainly driven by AI capacity expansion, while non-AI business will continue to be crowded out by AI business.</p> |
| Google    | <p>FY2Q25 capex increased 8% QoQ and 50% YoY to US\$14.9 bn, mainly for AI-related investments, with ~50% of capex for infrastructure construction and the other 50% for server CPU and GPU.</p> <p>Mgmt expects FY3Q25/FY4Q25F capex to remain at FY2Q25-level. FY2026F capex will rise alongside demand growth but with slower YoY growth given a high base from FY2025.</p> <p>Mgmt guided for FY3Q25F smart cloud business sales growth of 19-20% QoQ and Azure sales growth of 31-32% QoQ, with AI sales contribution mainly driven by AI capacity expansion, while non-AI business will continue to be crowded out by AI business.</p> |
| Meta      | <p>4Q24 capex, including financing &amp; rental spending and principal repayment, increased 61% QoQ and 88% YoY to US\$14.84 bn, mainly for server, datacenter, and networking infrastructure.</p> <p>2024 full-year capex grew 40% YoY to US\$39.23 bn, at the high-end of previous guidance of US\$38-40 bn.</p> <p>Mgmt guided for 2025F capex of US\$60-65 bn, with median capex implying 60% YoY growth, higher vs consensus of 45% YoY, mainly for investment in Gen AI and infrastructure construction, as well as for supporting AI-related project development.</p>                                                                 |

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 22：美系 CSP 業者資本支出將於 2025 年成長 34%



資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

### 自製 ASIC 趨勢將長期推動 BMC 成長

超大規模業者正在開發自製伺服器晶片，以達成客製化效能或需求、縮減晶片成本，並降低對 Nvidia 的依賴、強化對 AI 加速器的議價能力，因此對於一般伺服器和 AI 伺服器的需求正不斷成長。超大規模企業直接與 IP 廠商(比如 ARM 或 Andes)合作開發指令集，利用設計服務或 IP 公司來協助晶片設計和整合代工資源，接著再將晶片生產外包給晶圓代工廠和封測廠。例如，Amazon 目前已有自己的 CPU (Graviton 1-3)，用於雲端運算服務，而微軟據傳正在自行研發 ARM 架構伺服器 CPU，用於 Azure 雲端服務，以及用於 AI 伺服器的 Athena 晶片。

在 AI 大趨勢下，矽含量正持續成長，預期超大規模業者的內部晶片開發將進一步加速，並將更多研發資源分配給 CPU、GPU、ASIC 和 FPGA 等關鍵 IC，因為上述 IC 是達成設備效能和滿足自身需求之關鍵。對於超大規模業者來說，產品上市時間為超越對手的重要因素。由於 BMC 為利基市場，本中心認為這對信驊來說不失為一個好機會，預期超大規模業者將外包更多伺服器零組件開發給代工廠，我們也看到 Google 開始外包 BMC，以優化研發資源的配置。信驊身為 BMC 領導廠商，即使目前市佔率高達 70%以上，亦可望增加 BMC 出貨量和外包自超大規模業者的營收佔比。

圖 23：美國業者自研晶片計畫

| Company   | Chip name                                                 | Chip type | Applications                                            |
|-----------|-----------------------------------------------------------|-----------|---------------------------------------------------------|
| Amazon    | Graviton, Graviton 2, 3, 3E, 4                            | CPU       | ARM-based CPU for AWS cloud compute                     |
| Amazon    | Inferentia 1, 2, 3                                        | ASIC      | AI accelerator (Inference)                              |
| Amazon    | Trainium 1, 2, 3                                          | ASIC      | AI accelerator (Training)                               |
| Meta      | Big Sur, Big Basin, Big Basin v2                          | GPU       | NVDA's GPUs, AI accelerator (Training)                  |
| Meta      | MITA v1, v2, v3                                           | ASIC      | AI accelerator (Inference)                              |
| Google    | TPU 1.0, 2.0, 3.0, 4.0, v5e, v5p, v6p, v7e, v7p, Trillium | ASIC      | Data center AI (Training and Inference)                 |
| Google    | Maple                                                     | ASIC      | Google Cloud's Data Center Server                       |
| Google    | Axion                                                     | CPU       | Google Cloud's Data Center Server                       |
| Microsoft | Maia 100                                                  | ASIC      | AI accelerator                                          |
| Microsoft | Maia 200                                                  | ASIC      | AI accelerator                                          |
| Microsoft | Athena                                                    | ASIC      | AI accelerator for training and inference in datacenter |
| Microsoft | Cobalt 100                                                | CPU       | ARM-based CPU for Azure servers                         |
| Tesla     | Autopilot                                                 | ASIC      | Full-self driving                                       |
| Tesla     | Dojo 1, 2                                                 | GPU       | AI accelerator (Training)                               |
| IBM       | NorthPole                                                 | GPU       | Edge compute                                            |
| IBM       | Telum                                                     | CPU       | AI accelerator (Inference)                              |

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 24：中國業者自研晶片計畫

| Company   | Chip name              | Chip type | Applications                                 |
|-----------|------------------------|-----------|----------------------------------------------|
| Alibaba   | Yitian 710             | CPU       | ARM-based CPU for servers in AI and storage  |
| Alibaba   | Hanguang 800           | ASIC      | AI accelerator (Inference)                   |
| Alibaba   | X-Dragon I, II, III    | ASIC      | SmartNIC for cloud compute                   |
| Baidu     | Kunlun, Kunlun II, III | ASIC      | HPC, Industrial, AI and smart transportation |
| ByteDance | (Unknown)              | ASIC      | ARM-based server chip for AI                 |
| ByteDance | (Unknown)              | FPGA      | SmartNIC                                     |
| Tencent   | Zixiao                 | ASIC      | AI accelerator (Inference)                   |
| Tencent   | Canghai                | ASIC      | Video transcoding chip                       |
| Tencent   | Xuanling               | ASIC      | SmartNIC for networking                      |
| Cambricon | MLU290                 | ASIC      | AI accelerator (Training)                    |
| Cambricon | MLU370                 | ASIC      | AI accelerator (Training and Inference)      |
| Hygon     | DCU8100                | GPGPU     | AI accelerator (Training)                    |
| Biren     | BR100                  | GPGPU     | AI accelerator (Training and Inference)      |
| Hisilicon | Ascend 910             | ASIC      | AI accelerator (Training and Inference)      |
| Hisilicon | Kunpeng 920            | CPU       | Arm-based server CPU                         |

資料來源：公司資料、元大投顧預估



### 長期成長趨勢仍未改變；重申買進評等

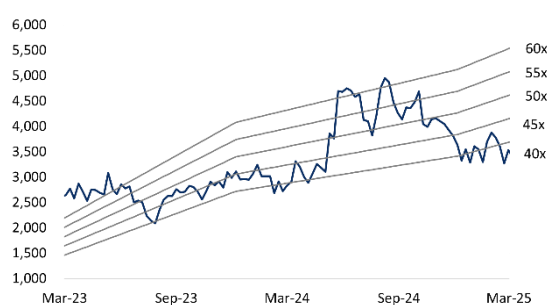
展望 2025 年，本中心看好信驊前景，係因 1) 隨著新伺服器平台 Birch Stream 及 Turin 放量，AST 2600 滲透率將成長至 75%，帶動 BMC 產品 ASP 向上；2) PFR RoT 業務自 2H24 開始貢獻營收；以及 3) AI 伺服器需求隨 GB 系列放量，推動 BMC 需求大幅成長。因此，本中心預估 2025 年營收將成長 27.8% 至 82.6 億元，優於市場預期 2.1%；毛利率則年增 1.2 百分點至 65.5%，優於市場預期 0.8 個百分點。考量營運槓桿效應，本中心預期 2025 年 EPS 將年增 26.8% 至 86.3 元，大致符合市場預期。

長期而言，本中心認為為達成更高的算力及能耗要求，客戶在一台 AI 伺服器中搭載更多顆 BMC 的可能性將會更高，這最終將促使 BMC 業務的潛在市場成長。此外，我們也預期 I/O Expander 將自 2025 年，即下個世代的伺服器平台推出時開始貢獻營收。長期而言，公司預期未來三年一般型伺服器出貨量將以 4.5% CAGR 成長，但 AI 伺服器出貨量成長 CAGR 將達 50%。AI 伺服器潛在市場持續擴大有助於抵銷一般型伺服器成長趨緩影響。至於 AST 2700 則進展如期，於 1Q25 開始生產，並自 2025 年底或 1Q26 開始出貨。本中心看好信驊的營運模式，其持續擴展產品組合及與客戶間的緊密關係將有助於增加公司營收來源並促使其業務更加多元。

信驊過去一直交易於高於 IC 設計同業的 PE 區間，係因其幾乎可說是 BMC 產業的唯一供應商，市佔率超過 70%。目前信驊股價約當 2025 年本益比 40 倍，基於信驊過去三年的本益比區間為 40-85 倍。我們認為對信驊來說目前評價仍具吸引力。

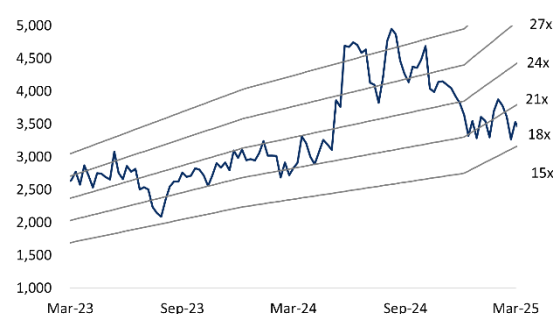
公司雖近期遭遇逆風，但 PFR、I/O 擴展卡等更多元產品組合長期將有利於潛在市場擴張。考量一般型伺服器拉貨動能相對平淡，本中心下修 2025/26 年 EPS 預估 3.4%/9%。目標價 4,050 元係基於 40 倍本益比、2025-26 年平均預估 EPS 100.7 元推得(前次以 45 倍本益比、2025 年預估 EPS 評價)，以反映未來能見度有限及一般型伺服器復甦將更為溫和。

圖 25：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 26：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 27：同業評價比較表

| 公司     | 代碼      | 評等      | 股價     | 市值<br>(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 |
| 信驊     | 5274 TT | 買進      | 3410.0 | 3,906        | 68.04   | 86.30 | 115.03 | 50.1   | 39.5 | 29.6 | 155.2         | 26.8  | 33.3 |
| 國外     |         |         |        |              |         |       |        |        |      |      |               |       |      |
| AMD    | AMD US  | 未評等     | 106.2  | 172,143      | 3.3     | 4.6   | 6.1    | 32.1   | 23.0 | 17.3 | 25.0          | 39.5  | 32.8 |
| Nvidia | NVDA US | 未評等     | 117.5  | 2,869,680    | 1.2     | 3.0   | 4.5    | 94.7   | 39.9 | 26.0 | 271.7         | 137.5 | 53.2 |
| 國外平均   |         |         |        |              | 2.3     | 3.8   | 5.3    | 63.4   | 31.4 | 21.7 | 148.4         | 88.5  | 43.0 |
| 國內     |         |         |        |              |         |       |        |        |      |      |               |       |      |
| 祥碩     | 5269 TT | 買進      | 2045.0 | 4,626        | 51.6    | 79.5  | 116.3  | 39.7   | 25.7 | 17.6 | 67.5          | 54.2  | 46.2 |
| 聯發科    | 2454 TT | 買進      | 1485.0 | 72,055       | 66.9    | 70.5  | 84.1   | 22.2   | 21.1 | 17.7 | 37.9          | 5.4   | 19.3 |
| 譜瑞     | 4966 TT | 持有-超越同業 | 676.0  | 1,661        | 32.3    | 41.9  | 48.5   | 20.9   | 16.1 | 14.0 | 27.1          | 29.8  | 15.6 |
| 矽力     | 6415 TT | 未評等     | 453.5  | 5,323        | 5.9     | 11.1  | 18.1   | 76.3   | 41.0 | 25.1 | 214.5         | 86.2  | 63.2 |
| 國內平均   |         |         |        |              | 39.2    | 50.8  | 66.7   | 39.8   | 26.0 | 18.6 | 86.8          | 43.9  | 36.1 |

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 28：同業評價比較表 (續)

| 公司     | 代碼      | 評等      | 股價     | 市值<br>(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 |
| 信驊     | 5274 TT | 買進      | 3410.0 | 3,906        | 45.6       | 47.0   | 38.5   | 149.22 | 183.52 | 298.54 | 22.9     | 18.6 | 11.4 |
| 國外     |         |         |        |              |            |        |        |        |        |        |          |      |      |
| AMD    | AMD US  | 未評等     | 106.2  | 172,143      | 8.3        | 11.7   | 14.4   | 35.7   | 37.4   | 40.4   | 3.0      | 2.8  | 2.6  |
| Nvidia | NVDA US | 未評等     | 117.5  | 2,869,680    | 84.1       | 97.3   | 85.2   | 1.8    | 3.8    | 6.9    | 64.8     | 31.3 | 17.1 |
| 國外平均   |         |         |        |              | 46.2       | 54.5   | 49.8   | 18.7   | 20.6   | 23.6   | 33.9     | 17.0 | 9.9  |
| 國內     |         |         |        |              |            |        |        |        |        |        |          |      |      |
| 祥碩     | 5269 TT | 買進      | 2045.0 | 4,626        | 1409.0     | 1632.0 | 2133.0 | 447.1  | 513.1  | 577.6  | 4.6      | 4.0  | 3.5  |
| 聯發科    | 2454 TT | 買進      | 1485.0 | 72,055       | 2750.0     | 2675.0 | 2634.0 | 247.6  | 265.0  | 320.8  | 6.0      | 5.6  | 4.6  |
| 譜瑞     | 4966 TT | 持有-超越同業 | 676.0  | 1,661        | 1235.0     | 1445.0 | 1530.0 | 275.4  | 303.1  | 330.3  | 2.5      | 2.2  | 2.1  |
| 矽力     | 6415 TT | 未評等     | 453.5  | 5,323        | 7.4        | 12.8   | 17.4   | 84.6   | 93.2   | 109.8  | 5.4      | 4.9  | 4.1  |
| 國內平均   |         |         |        |              | 1350.3     | 1441.2 | 1578.6 | 263.7  | 293.6  | 334.6  | 4.6      | 4.2  | 3.6  |

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 29：季度及年度簡明損益表 (合併)

| (NT\$百萬元)      | 1Q2024A | 2Q2024A | 3Q2024A | 4Q2024A | 1Q2025F | 2Q2025F | 3Q2025F | 4Q2025F | FY2024A | FY2025F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入           | 1,013   | 1,356   | 1,986   | 2,104   | 1,872   | 1,938   | 2,225   | 2,223   | 6,460   | 8,258   |
| 銷貨成本           | (373)   | (497)   | (710)   | (727)   | (663)   | (672)   | (751)   | (765)   | (2,306) | (2,850) |
| 營業毛利           | 641     | 859     | 1,277   | 1,377   | 1,209   | 1,266   | 1,475   | 1,458   | 4,154   | 5,408   |
| 營業費用           | (254)   | (279)   | (325)   | (377)   | (346)   | (358)   | (396)   | (407)   | (1,235) | (1,508) |
| 營業利益           | 386     | 580     | 951     | 1,000   | 863     | 907     | 1,078   | 1,051   | 2,918   | 3,900   |
| 業外利益           | 82      | 53      | (40)    | 154     | 24      | 29      | 28      | 22      | 249     | 102     |
| 稅前純益           | 468     | 634     | 912     | 1,154   | 887     | 936     | 1,106   | 1,073   | 3,167   | 4,002   |
| 所得稅費用          | (77)    | (126)   | (182)   | (211)   | (164)   | (173)   | (205)   | (198)   | (596)   | (740)   |
| 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      | 391     | 508     | 729     | 943     | 723     | 763     | 901     | 874     | 2,571   | 3,261   |
| 調整後每股盈餘(NT\$)  | 10.36   | 13.44   | 19.30   | 24.95   | 19.12   | 20.19   | 23.85   | 23.14   | 68.04   | 86.30   |
| 調整後加權平均股數(百萬股) | 38      | 38      | 38      | 38      | 38      | 38      | 38      | 38      | 38      | 38      |
| 重要比率           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 營業毛利率          | 63.2%   | 63.4%   | 64.3%   | 65.5%   | 64.6%   | 65.3%   | 66.3%   | 65.6%   | 64.3%   | 65.5%   |
| 營業利益率          | 38.1%   | 42.8%   | 47.9%   | 47.6%   | 46.1%   | 46.8%   | 48.5%   | 47.3%   | 45.2%   | 47.2%   |
| 稅前純益率          | 46.2%   | 46.7%   | 45.9%   | 54.9%   | 47.4%   | 48.3%   | 49.7%   | 48.3%   | 49.0%   | 48.5%   |
| 稅後純益率          | 38.6%   | 37.5%   | 36.7%   | 44.8%   | 38.6%   | 39.4%   | 40.5%   | 39.3%   | 39.8%   | 39.5%   |
| 有效所得稅率         | 16.4%   | 19.9%   | 20.0%   | 18.3%   | 18.5%   | 18.5%   | 18.5%   | 18.5%   | 18.8%   | 18.5%   |
| 季增率(%)         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 營業收入           | 3.0%    | 33.8%   | 46.5%   | 5.9%    | -11.0%  | 3.5%    | 14.8%   | -0.1%   |         |         |
| 營業利益           | -1.4%   | 50.1%   | 64.0%   | 5.1%    | -13.7%  | 5.1%    | 18.9%   | -2.5%   |         |         |
| 稅後純益           | 26.4%   | 29.8%   | 43.6%   | 29.3%   | -23.3%  | 5.5%    | 18.1%   | -3.0%   |         |         |
| 調整後每股盈餘        | 26.3%   | 29.7%   | 43.6%   | 29.3%   | -23.3%  | 5.6%    | 18.2%   | -3.0%   |         |         |
| 年增率(%)         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 營業收入           | 51.4%   | 99.4%   | 149.3%  | 113.8%  | 84.7%   | 42.9%   | 12.0%   | 5.7%    | 106.4%  | 27.8%   |
| 營業利益           | 84.5%   | 169.9%  | 261.5%  | 155.1%  | 123.3%  | 56.3%   | 13.3%   | 5.1%    | 170.3%  | 33.7%   |
| 稅後純益           | 110.1%  | 111.3%  | 169.7%  | 204.5%  | 84.7%   | 50.3%   | 23.5%   | -7.3%   | 155.4%  | 26.8%   |
| 調整後每股盈餘        | 109.9%  | 111.1%  | 169.5%  | 204.3%  | 84.7%   | 50.2%   | 23.6%   | -7.3%   | 155.2%  | 26.8%   |

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

信驊成立於 2004 年，產品線分為雲端與企業管理方案及 Smart AV 方案，雲端管理方案產品主要為 BMC (Baseboard Management Controller SoC)；Smart AV 方案主要提供視訊解碼與延伸等功能之 IC，信驊 2024 年依產品別營收比重：雲端與企業管理方案 90%、Smart AV 方案 10%。

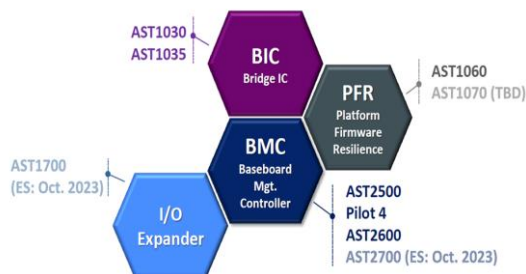
因為伺服器 24 小時服務，因此為了讓伺服器保有可靠性、可用性與可維護性，常常需要監控伺服器運作及偵測機房可能出現之問題，因此需要 BMC 來取代人力監控作業，BMC 為一小型處理器，裝設於伺服器基板上，透過 BMC 可監控系統各項資訊，也可透過 BMC 通知管理者硬體更換需求、故障、資安威脅等警示；透過 BMC，管理者在遠端監控，在不登入作業系統或伺服器關閉情況下操作系統，因此在當前伺服器系統架構持續改變下，BMC 的需求日趨增加，而在資安日益重要的情況下，也延伸出各種不同的 BMC 需求。

圖 30：伺服器供應鏈圖示



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 31：信驊雲端與企業管理方案產品介紹



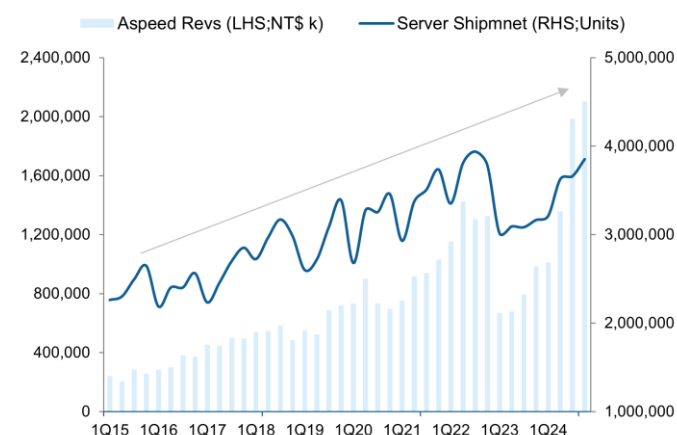
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 32：信驊產品線介紹

| Type         | Model                  | ASP (US\$) | Node |
|--------------|------------------------|------------|------|
| BMC          | AST 2500               | \$10-10.5  | 40nm |
|              | AST 2600               | \$11-13    | 28nm |
|              | AST 2700 (New Product) | \$18-20    | 12nm |
| BIC          | AST 1030/1035          | \$6-6.5    | 55nm |
| RoT          | AST 1060               | \$9-9.5    | 55nm |
|              | AST 1070 (New Product) | \$9-9.5    | 40nm |
| I/O Expander | AST 1700 (New Product) | \$7        | 40nm |
| Smart AV     | AST 12/15/16           |            |      |

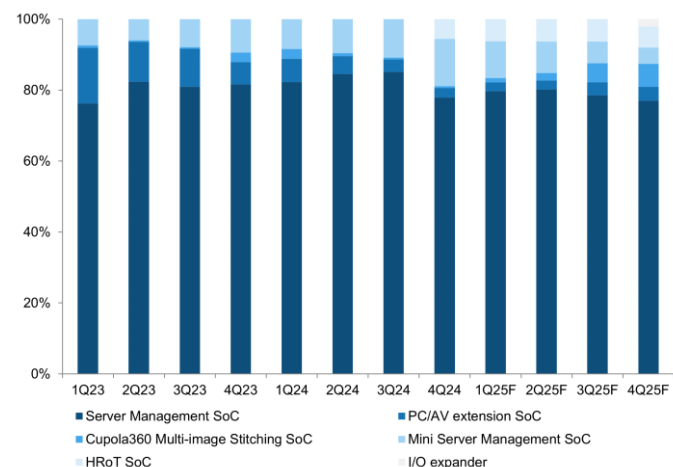
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 33：信驊營收與伺服器出貨量高度相關



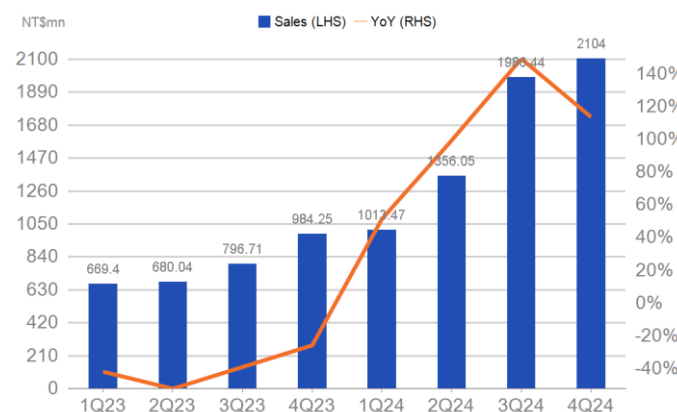
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 34：營收組成



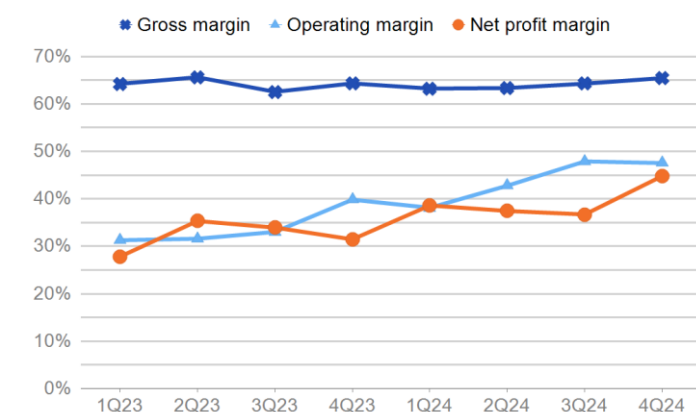
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 35：營收趨勢



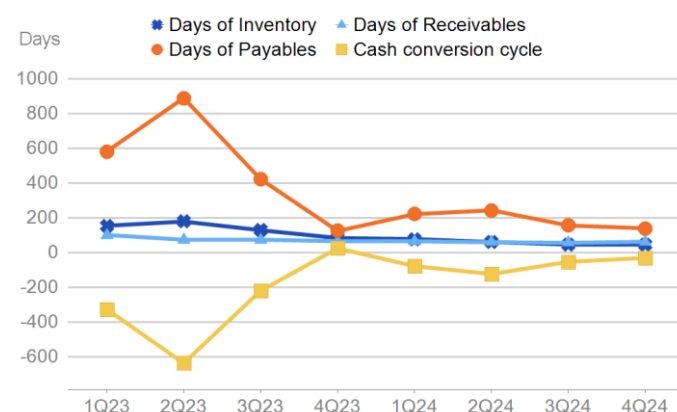
資料來源：CMoney、公司資料

圖 36：毛利率、營益率、淨利率



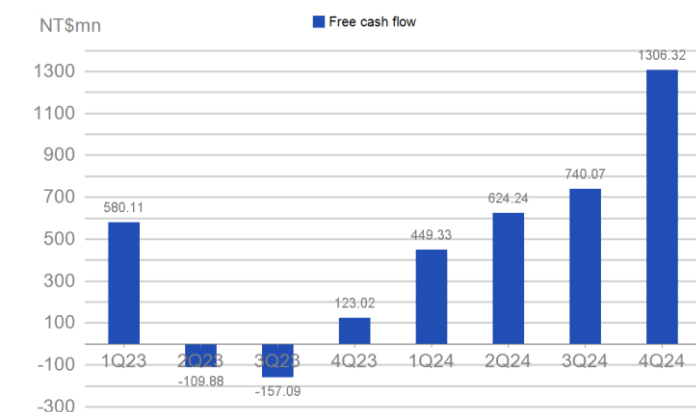
資料來源：CMoney、公司資料

圖 37：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 38：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：** 信驊整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行在領先的位置，在半導體設計與製造的公司中排名領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 信驊的整體曝險屬於較低水準，並優於半導體設計與製造行業的平均水準。公司在子產業中具有較高的 ESG 曝險議題包含人力資源、原材料使用的效率以及商業道德等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 信驊在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司於 2021 年開始發布 ESG 報告書，惟資訊揭露有限，且缺乏實際 ESG 政策。目前公司未面臨重大 ESG 相關爭議事件，並於 2018 年開始提高台灣本土採購比例，以減少原物料在運輸過程中所產生的碳排放。

圖 39：ESG 分析

| 分項                    | 評分/評級 |   |
|-----------------------|-------|---|
| ESG 總分                | 20.1  |   |
| 在 ESG 議題上的曝險 (A)      | 27.0  |   |
| 個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B) | 28.0  |   |
| 風險評級                  | 中     | ★ |
| 同業排行(1~100，1 為最佳)     | 12    |   |

資料來源：Sustainalytics (2025/3/20)

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<br>(NT\$ 百萬元) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 現金與短期投資                | 2,829 | 1,612 | 4,011 | 5,236 | 9,024  |
| 存貨                     | 400   | 306   | 357   | 398   | 564    |
| 應收帳款及票據                | 980   | 716   | 1,437 | 1,519 | 2,131  |
| 其他流動資產                 | 570   | 790   | 181   | 181   | 181    |
| 流動資產                   | 4,779 | 3,423 | 5,988 | 7,335 | 11,901 |
| 採用權益法之投資               | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 固定資產                   | 218   | 198   | 355   | 326   | 294    |
| 無形資產                   | 757   | 620   | 705   | 705   | 705    |
| 其他非流動資產                | 173   | 304   | 679   | 679   | 679    |
| 非流動資產                  | 1,148 | 1,121 | 1,739 | 1,710 | 1,678  |
| 資產總額                   | 5,927 | 4,544 | 7,726 | 9,045 | 13,579 |
| 應付帳款及票據                | 317   | 242   | 426   | 448   | 635    |
| 短期借款                   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 什項負債                   | 1,067 | 438   | 1,457 | 1,457 | 1,457  |
| 流動負債                   | 1,385 | 680   | 1,883 | 1,905 | 2,092  |
| 長期借款                   | 0     | 0     | 172   | 172   | 172    |
| 其他負債及準備                | 54    | 31    | 32    | 32    | 32     |
| 長期負債                   | 54    | 31    | 204   | 204   | 204    |
| 負債總額                   | 1,439 | 710   | 2,087 | 2,109 | 2,296  |
| 股本                     | 378   | 378   | 378   | 378   | 378    |
| 資本公積                   | 1,540 | 1,540 | 1,540 | 1,540 | 1,540  |
| 保留盈餘                   | 2,634 | 1,939 | 2,854 | 4,150 | 8,497  |
| 什項權益                   | (65)  | (23)  | 868   | 868   | 868    |
| 歸屬母公司之權益               | 4,488 | 3,834 | 5,639 | 6,935 | 11,283 |
| 非控制權益                  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 股東權益總額                 | 4,488 | 3,834 | 5,639 | 6,935 | 11,283 |

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

| 年初至 12 月<br>(NT\$ 百萬元) | 2022A   | 2023A   | 2024A | 2025F   | 2026F   |
|------------------------|---------|---------|-------|---------|---------|
| 本期純益                   | 2,106   | 1,007   | 2,571 | 3,261   | 4,347   |
| 折舊及攤提                  | 240     | 306     | 256   | 335     | 393     |
| 本期營運資金變動               | (380)   | 272     | (589) | (100)   | (591)   |
| 其他營業資產<br>及負債變動        | 344     | (1,066) | 906   | 0       | 0       |
| 營運活動之現金流量              | 2,310   | 519     | 3,145 | 3,496   | 4,149   |
| 資本支出                   | (120)   | (83)    | (25)  | (165)   | (220)   |
| 本期長期投資變動               | 0       | 0       | 0     | 0       | 0       |
| 其他資產變動                 | (55)    | 82      | (321) | (141)   | (141)   |
| 投資活動之現金流量              | (175)   | 0       | (345) | (306)   | (361)   |
| 股本變動                   | 35      | 0       | 0     | 0       | 0       |
| 本期負債變動                 | 0       | 0       | 0     | 0       | 0       |
| 現金增減資                  | 0       | 0       | 0     | 0       | 0       |
| 支付現金股利                 | (1,202) | (1,702) | (755) | (1,965) | (2,493) |
| 其他調整數                  | (185)   | (26)    | (25)  | 0       | 0       |
| 融資活動之現金流量              | (1,353) | (1,728) | (780) | (1,965) | (2,493) |
| 匯率影響數                  | 70      | (8)     | 30    | 0       | 0       |
| 本期產生現金流量               | 852     | (1,217) | 2,049 | 1,225   | 1,295   |
| 自由現金流量                 | 2,189   | 436     | 3,120 | 3,331   | 3,929   |

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

| 年初至 12 月<br>(NT\$ 百萬元) | 2022A   | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入                   | 5,210   | 3,130   | 6,460   | 8,258   | 10,980  |
| 銷貨成本                   | (1,819) | (1,122) | (2,306) | (2,850) | (3,826) |
| 營業毛利                   | 3,391   | 2,008   | 4,154   | 5,408   | 7,154   |
| 營業費用                   | (942)   | (928)   | (1,235) | (1,508) | (1,949) |
| 推銷費用                   | (95)    | (83)    | (120)   | (144)   | (194)   |
| 研究費用                   | (628)   | (633)   | (829)   | (1,062) | (1,364) |
| 管理費用                   | (219)   | (213)   | (286)   | (301)   | (391)   |
| 其他費用                   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 營業利益                   | 2,449   | 1,080   | 2,918   | 3,900   | 5,205   |
| 利息收入                   | 32      | 83      | 73      | 103     | 130     |
| 利息費用                   | (4)     | (10)    | (3)     | (2)     | (2)     |
| 利息收入淨額                 | 28      | 73      | 70      | 102     | 129     |
| 投資利益(損失)淨額             | 0       | 0       | 4       | 0       | 0       |
| 匯兌損益                   | 192     | 10      | 121     | 0       | 0       |
| 其他業外收入(支出)淨額           | (54)    | 33      | 54      | 0       | 0       |
| 稅前純益                   | 2,615   | 1,195   | 3,167   | 4,002   | 5,334   |
| 所得稅費用                  | (509)   | (188)   | (596)   | (740)   | (987)   |
| 少數股權淨利                 | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 歸屬母公司之稅後純益             | 2,106   | 1,007   | 2,571   | 3,261   | 4,347   |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利            | 2,859   | 1,510   | 2,662   | 3,566   | 4,812   |
| 調整後每股盈餘 (NT\$)         | 56.95   | 26.66   | 68.04   | 86.30   | 115.03  |

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   | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 年成長率 (%)       |         |         |         |         |         |
| 營業收入           | 43.2    | (39.9)  | 106.4   | 27.8    | 33.0    |
| 營業利益           | 48.2    | (55.9)  | 170.3   | 33.7    | 33.5    |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利    | 56.1    | (47.2)  | 76.2    | 34.0    | 34.9    |
| 稅後純益           | 60.4    | (52.2)  | 155.4   | 26.8    | 33.3    |
| 調整後每股盈餘        | 48.7    | (53.2)  | 155.2   | 26.8    | 33.3    |
| 獲利能力分析 (%)     |         |         |         |         |         |
| 營業毛利率          | 65.1    | 64.1    | 64.3    | 65.5    | 65.2    |
| 營業利益率          | 47.0    | 34.5    | 45.2    | 47.2    | 47.4    |
| 稅前息前淨利率        | 50.1    | 37.9    | 45.2    | 47.2    | 47.4    |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率   | 54.9    | 48.3    | 41.2    | 43.2    | 43.8    |
| 稅前純益率          | 50.2    | 38.2    | 49.0    | 48.5    | 48.6    |
| 稅後純益率          | 40.4    | 32.2    | 39.8    | 39.5    | 39.6    |
| 資產報酬率          | 40.2    | 19.2    | 33.3    | 36.1    | 32.0    |
| 股東權益報酬率        | 52.4    | 24.2    | 45.6    | 47.0    | 38.5    |
| 穩定/償債能力分析      |         |         |         |         |         |
| 負債權益比 (%)      | 32.1    | 18.5    | 37.0    | 30.4    | 20.4    |
| 淨負債權益比(%)      | (63.0)  | (42.0)  | (68.1)  | (73.0)  | (78.5)  |
| 利息保障倍數 (倍)     | 681.8   | 123.6   | 950.7   | 2490.8  | 3319.6  |
| 流動比率 (%)       | 345.1   | 503.8   | 318.0   | 385.0   | 568.8   |
| 速動比率 (%)       | 316.2   | 458.7   | 299.0   | 364.1   | 541.9   |
| 淨負債 (NT\$百萬元)  | (2,829) | (1,612) | (3,839) | (5,064) | (8,852) |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 118.41  | 101.43  | 149.22  | 183.52  | 298.54  |
| 評價指標 (倍)       |         |         |         |         |         |
| 本益比            | 59.9    | 127.9   | 50.1    | 39.5    | 29.6    |
| 股價自由現金流量比      | 59.2    | 297.1   | 41.5    | 38.9    | 33.0    |
| 股價淨值比          | 28.8    | 33.6    | 22.9    | 18.6    | 11.4    |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨   | 45.3    | 85.8    | 48.7    | 36.3    | 26.9    |
| 股價營收比          | 24.9    | 41.4    | 20.1    | 15.7    | 11.8    |

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。



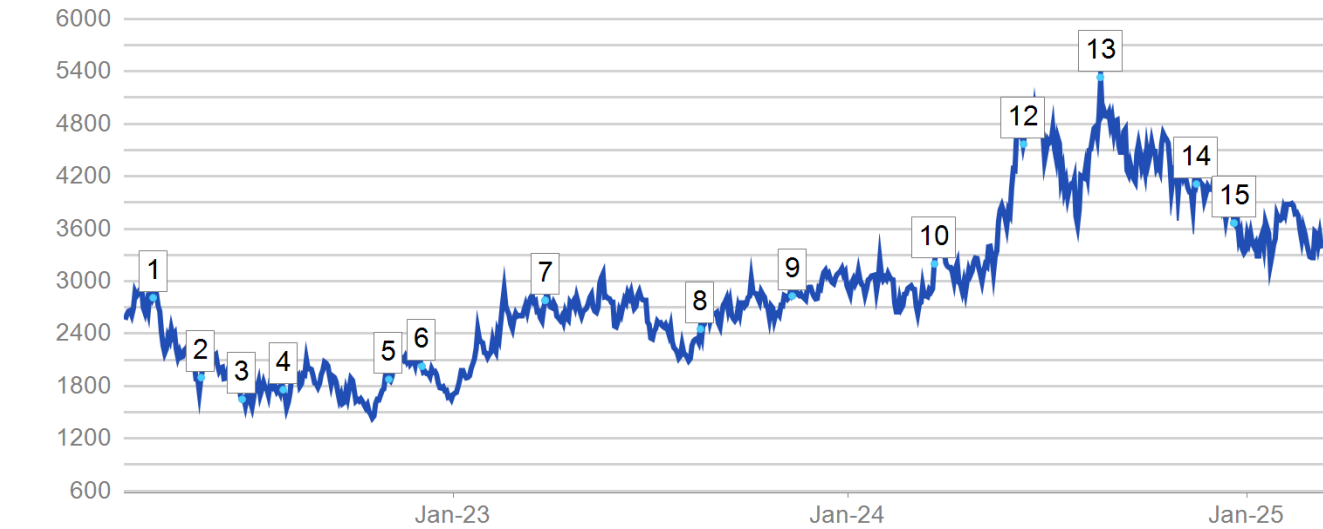
附錄：重要揭露事項

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。

信聯 (5274 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



| #  | 日期       | 收盤價 (A) | 目標價 (B) | 調整後目標價 (C) | 評等      | 分析師 |
|----|----------|---------|---------|------------|---------|-----|
| 1  | 20220415 | 3205.00 | 3850    | 3850       | 買進      | 孫伯勳 |
| 2  | 20220527 | 2160.00 | 2800    | 2800       | 買進      | 孫伯勳 |
| 3  | 20220704 | 1725.00 | 1570    | 1570       | 持有-超越同業 | 孫伯勳 |
| 4  | 20220808 | 1795.00 | 1620    | 1620       | 持有-超越同業 | 孫伯勳 |
| 5  | 20221108 | 2025.00 | 1920    | 1920       | 持有-超越同業 | 孫伯勳 |
| 6  | 20221206 | 2135.00 | 1780    | 1780       | 持有-超越同業 | 孫伯勳 |
| 7  | 20230410 | 2750.00 | 3190    | 3190       | 買進      | 張尚遠 |
| 8  | 20230824 | 2315.00 | 3000    | 3000       | 買進      | 張智彥 |
| 9  | 20231115 | 2845.00 | 3400    | 3400       | 買進      | 張智彥 |
| 10 | 20240327 | 2925.00 | 3400    | 3400       | 買進      | 張智彥 |
| 11 | 20240512 | 3010.00 | 3850    | 3850       | 買進      | 張智彥 |
| 12 | 20240617 | 4740.00 | 5500    | 5500       | 買進      | 張智彥 |
| 13 | 20240823 | 4900.00 | 5500    | 5500       | 買進      | 張智彥 |
| 14 | 20241120 | 4110.00 | 5000    | 5000       | 買進      | 張智彥 |
| 15 | 20241223 | 3825.00 | 4500    | 4500       | 買進      | 張智彥 |

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>.