



研究報告

嘉澤(3533.TT)

逢低買進(維持)

TP：1,735

GB300 UQD 和 SO-CAMM 將於 2025 年開始貢獻營收

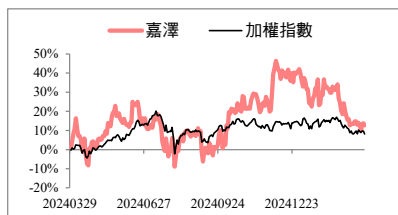
核心觀點

看好嘉澤受惠伺服器業務成長、UQD 和 SO-CAMM 開始營收貢獻以及 PC/NB 換機潮，預估 2025 年稅後 EPS 為 91.19 元，評價合理，維持「逢低買進」投資評等。

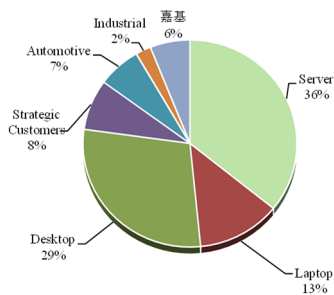
交易資料

收盤價	1,550.00
市值(億元)	1,743.80
流通在外股數(百萬股)	112.53
本益比	17.00
股價淨值比	4.29
240 日股價(低/均/高)	1225/1621/2015
60 日均成交額(百萬元)	1,826.53

相對報酬率



2025年產品應用比重預估



CSR 天下永續公民獎

企業類別	2024 排名	2023 排名	平均 總分	公司 治理	企業 承諾	社會 參與	環境 永續
------	---------	---------	-------	-------	-------	-------	-------

資料來源：天下雜誌

2023 年公司治理評鑑

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

資料來源：證基會

研究員：黃信智
simonxzhuang-71976@csunsec.com.tw

重要訊息

嘉澤近期召開法說會，更新公司營運近況。

玉山觀點

伺服器產品拉貨動能強勁及UQD開始出貨，24Q4獲利亮眼。24Q4營收83億元，YoY+26.3%，主要因為通用伺服器平台產品拉貨強勁，且Nvidia GB200水冷快接頭(UQD)於24Q4開始小量出貨，帶動伺服器營收占比提升至35%，業外則有匯兌利益挹注營收6億元，毛利率受惠營收規模放大及產品組合轉佳提升至53.2%，稅後EPS為25.87元。

農曆新年假期及進入傳統淡季，25Q1營收下滑。2月營收22.1億元，MoM-17.5%，係因農曆新年假期導致工作天數減少以及進入傳統淡季，預估25Q1營收季減5%至78.9億元，毛利率52.8%，稅後EPS為20.43元。

伺服器業務成長以及NB換機潮為主要獲利動能。展望2025，嘉澤營收成長動能主要有：(1)Intel Eagle Stream和AMD Bergamo/Turin平台滲透率有望從2024年的30%提升至60~70%，另外，Intel新平台Birch Stream針腳數較前一代Eagle Stream的4,677pins提升至7,529pins，預估2025年滲透率達10~15%；(2)近期Nvidia推出GB300伺服器，UQD用量由GB200每層Compute Tray的6顆提升至14顆，以快接頭ASP 50美元推算(包含公頭與母頭)，預估2025年貢獻整體營收2%，另外，GB300記憶體插槽將由SO-DIMM提升至SO-CAMM以實現更高速度、低延遲優勢，預估2025年將開始貢獻營收，有利ASP提升；(3)看好Win10停更和AI PC/NB換機潮，帶動DDR5、M.2、PCIe Gen5和USB4 Type-C滲透率提升。綜合以上，預估2025年營收年增16%至349.6億元，毛利率53.1%，稅後EPS為91.19元。

投資建議

看好嘉澤受惠伺服器業務成長、UQD和SO-CAMM開始營收貢獻以及PC/NB換機潮，預估2025年稅後EPS為91.19元，目前本益比約17倍，評價合理，維持「逢低買進」投資評等，目標價為1,735元(19倍PER*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	30,089	7,885	8,238	8,949	9,889	34,962
YoY	22.9%	24.2%	11.7%	10.9%	19.1%	16.2%
毛利率	52.4%	52.8%	52.9%	53.3%	53.4%	53.1%
營益率	34.0%	33.5%	34.4%	35.5%	34.7%	34.6%
稅後淨利	9,277	2,299	2,469	2,700	2,793	10,262
EPS(元)	82.77	20.43	21.94	24.00	24.82	91.19

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
營收	7,885	8,238	7,039	8,142	12.02	1.18
毛利	4,159	4,358	3,555	4,250	17.00	2.54
營業利益	2,645	2,838	2,265	2,947	16.77	(3.70)
稅前淨利	2,854	3,066	2,357	3,036	21.08	0.99
稅後淨利	2,299	2,469	1,854	2,399	23.99	2.94
每股盈餘(元)	20.43	21.94	16.63	21.52	22.83	1.97
財務比率(%)						
毛利率	52.75	52.90	50.50	52.20	4.45	1.34
營益率	33.54	34.45	32.18	36.20	4.24	(4.83)
淨利率	36.19	37.22	33.48	37.29	8.09	(0.19)

資料來源：玉山投顧(2025/03)

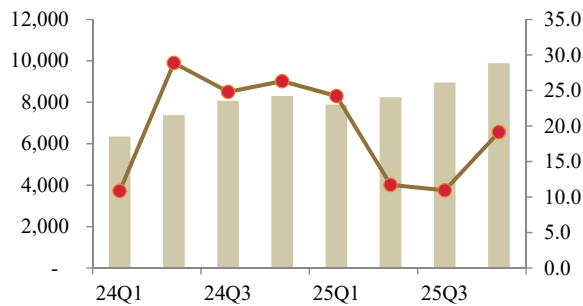
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	6,348	7,374	8,067	8,300	30,089	7,885	8,238	8,949	9,889	34,962
營業毛利	3,257	3,857	4,245	4,411	15,769	4,159	4,358	4,766	5,281	18,564
營業費用	1,227	1,290	1,454	1,553	5,525	1,515	1,520	1,591	1,849	6,476
營業利益	2,030	2,566	2,790	2,859	10,245	2,645	2,838	3,174	3,431	12,088
淨業外收支	644	397	(169)	752	1,624	209	228	179	37	652
稅前淨利	2,674	2,964	2,621	3,611	11,869	2,854	3,066	3,353	3,468	12,741
稅後淨利	2,070	2,237	2,062	2,908	9,277	2,299	2,469	2,700	2,793	10,262
EPS(元)	18.57	20.00	18.33	25.87	82.77	20.43	21.94	24.00	24.82	91.19
財務比率										
毛利率	51.31	52.30	52.62	53.15	52.41	52.75	52.90	53.25	53.40	53.10
營業利益率	31.97	34.80	34.59	34.44	34.05	33.54	34.45	35.47	34.70	34.58
稅前淨利率	42.12	40.19	32.49	43.50	39.45	36.19	37.22	37.46	35.07	36.44
YoY(%)										
營業收入	10.85	28.87	24.80	26.31	22.90	24.22	11.72	10.94	19.14	16.20
營業毛利	25.08	48.95	38.14	37.20	37.35	27.71	13.00	12.27	19.71	17.72
營業利益	32.62	71.04	45.03	43.55	47.49	30.32	10.59	13.76	20.03	18.00
稅前淨利	74.04	53.90	9.35	117.28	57.82	6.73	3.45	27.93	(3.95)	7.34
稅後淨利	69.5	70.40	7.08	129.39	61.98	11.03	10.40	30.98	(3.95)	10.62
QoQ(%)										
營業收入	(3.40)	16.17	9.39	2.89		(5.00)	4.48	8.63	10.50	
營業毛利	1.29	18.42	10.06	3.93		(5.71)	4.78	9.35	10.81	
營業利益	1.91	26.44	8.72	2.46		(7.48)	7.30	11.84	8.11	
稅前淨利	60.92	10.83	(11.57)	37.77		(20.95)	7.43	9.35	3.44	
稅後淨利	63.31	8.03	(7.83)	41.06		(20.95)	7.43	9.35	3.44	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

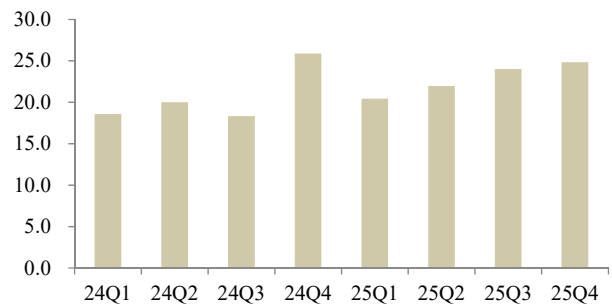
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



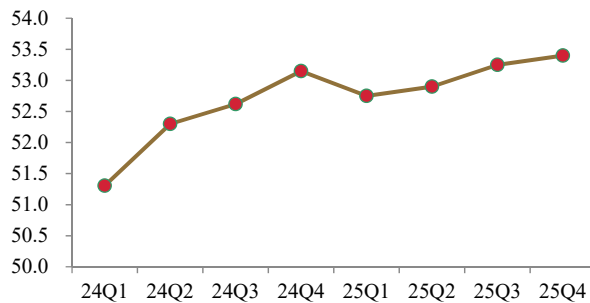
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



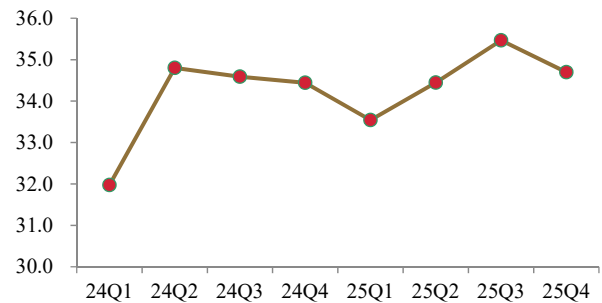
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



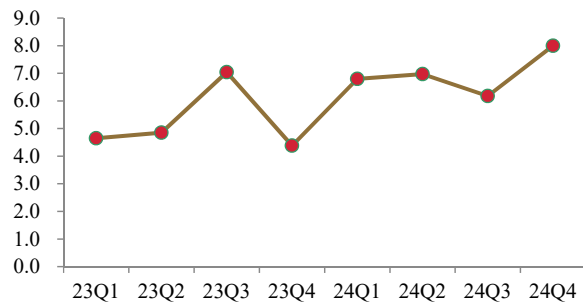
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



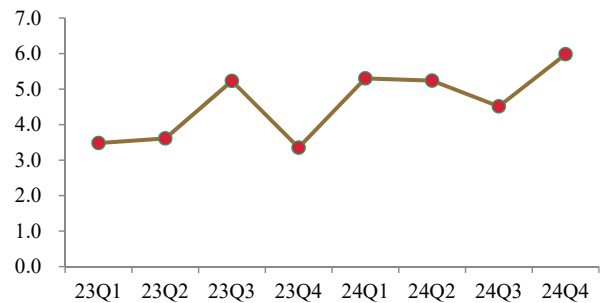
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2025/03)

年損益表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)	
營業收入	27,099	24,483	30,089	34,962	
營業成本	15,161	13,002	14,320	16,398	
營業毛利	11,938	11,481	15,769	18,564	
營業費用	4,669	4,535	5,525	6,476	
營業利益	7,269	6,946	10,245	12,088	
營業外收支淨額	920	575	1,624	652	
稅前淨利	8,189	7,520	11,869	12,741	
稅後淨利	6,256	5,593	9,277	10,262	
普通股股本	1,069	1,113	1,125	1,125	
EPS(元)	58.53	50.24	82.77	91.19	
年成長率					
營收	26.7%	-9.7%	22.9%	16.2%	
營業利益	66.7%	-4.4%	47.5%	18.0%	
稅前淨利	80.4%	-8.2%	57.8%	7.3%	
母公司稅後淨利	80.2%	-10.6%	65.9%	10.6%	
獲利能力比率					
毛利率	44.1%	46.9%	52.4%	53.1%	
營業利益率	26.8%	28.4%	34.0%	34.6%	
稅前淨利率	30.2%	30.7%	39.4%	36.4%	
稅後淨利率	23.1%	22.8%	30.8%	29.4%	

資產負債表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)	
流動資產	22,090	26,075	35,762	38,553	
現金及約當現金	7,090	13,132	18,659	18,845	
存貨	3,561	2,657	3,418	3,972	
應收帳款及票據	10,711	9,611	12,638	14,685	
其他流動資產	729	674	1,046	1,050	
長期投資	0	82	153	155	
固定資產	8,872	9,130	10,990	12,475	
其他長期資產	2,428	2,675	3,315	3,319	
資產總額	33,381	37,952	50,211	54,493	
流動負債	8,098	6,854	11,182	12,302	
應付帳款及票據	2,360	1,828	2,842	3,302	
短期借款	1,907	1,580	3,765	4,375	
什項負債	3,831	3,446	4,575	4,625	
非流動負債	770	1,717	1,069	1,579	
負債總額	8,868	8,571	12,251	13,880	
普通股股本	1,069	1,113	1,125	1,125	
資本公積	6,307	8,896	9,831	9,831	
保留盈餘	15,765	18,553	24,935	30,783	
股東權益總額	24,513	29,381	37,960	40,613	

現金流量表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)	
稅前淨利	8,189	7,520	11,869	12,741	
折舊及攤提費用	2,269	2,392	2,279	2,302	
本期營運資金變動	-1,734	1,046	-2,011	2,140	
其他項目	-990	-1,825	-2,079	-2,416	
營運活動之現金流量	7,733	9,133	10,058	14,767	
資本支出	-3,678	-2,659	-3,749	-3,787	
本期長期投資變動	0	-94	-107	0	
其他項目	-8	-17	-831	-7,242	
投資活動之現金流量	-3,686	-2,770	-4,687	-11,029	
短期借款及票券變動	714	-317	2,185	610	
舉措/償還長期借款	121	-166	0	509	
發行/償還公司債	346	1,080	342	0	
現金增資	0	2,306	0	0	
發行現金股利	-1,696	-2,804	-2,898	-4,670	
其他項目	65	15	0	0	
融資活動之現金流量	-495	-296	-322	-3,551	
匯率影響數	235	-25	478	0	
本期現金流量	3,787	6,042	5,526	187	
期末現金及約當現金	7,090	13,132	18,659	18,845	

重要財務比率		2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率					
負債比率		26.6%	22.6%	24.4%	25.5%
槓桿比率		36.2%	29.2%	32.3%	34.2%
流動比率		272.8%	380.4%	319.8%	313.4%
速動比率		228.8%	341.6%	289.2%	281.1%
存貨週轉率(次)		3.96	4.18	4.71	4.35
存貨週轉天數		90.85	86.09	76.37	82.69
應收帳款週轉率(次)		2.78	2.41	2.70	2.75
應收帳款週轉天數		129.58	149.40	133.10	130.75
總資產週轉率(次)		0.81	0.65	0.60	0.64
淨值週轉率(次)		1.11	0.83	0.79	0.86
股東權益報酬率		29.4%	20.8%	27.6%	31.5%
總資產報酬率		20.9%	15.7%	21.0%	23.4%
OCF/流動負債		95.5%	133.2%	89.9%	120.0%
每股比率					
每股淨值(元)		211.41	249.31	319.73	361.00
每股營收(元)		253.56	219.92	267.38	310.68
每股盈餘(元)		58.53	50.24	82.77	91.19
每股現金股利(元)		25.18	25.75	41.50	39.23
現金股利配發率		43.0%	51.3%	50.1%	43.0%

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

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

研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

免責聲明

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

智慧財產權聲明

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

CSR 天下永續公民獎

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

邀請過去3年內有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法