



2022/12/20

2023 年 PC Server 產業展望

行到水窮處 坐看雲起時

永豐觀點

研究處認為下游組裝廠及品牌廠的庫存天數維持在高檔，從 2H22 開始進行庫存調整，目前僅主機板及顯示卡舊系列產品庫存調整落底，且 4Q22 新產品挹注，需求未持續下滑。筆電因需求持續疲弱未有起色，預期庫存調整將持續至 2Q23。伺服器則是進入正常季度性拉貨的調整，預期調整期間 4Q22~1Q23，待 2Q23 Intel 及 AMD CPU 新平台較大量產貢獻，開始重啟拉貨動能。目前還是以伺服器產業的需求能見度較佳，且零組件具備規格升級、價值提升的條件。主機板及顯示卡調整落底，但未見需求量顯著復甦，短期以電競需求支撐及新品價格提高貢獻，仍須觀察消費力道延續性。筆電受惠兩年疫情帶來的需求基期較高，需求疲弱狀態未見恢復，須待 2H23 的旺季重新拉貨動能。

投資評價與建議

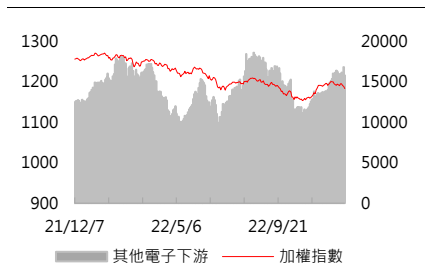
由於預期 2023 年伺服器出貨量較近兩年年增高個位數的成長幅度縮小至年增 2%，研究處認為 2023 年應關注伺服器新平台帶動的零組件規格升級，兩大 CPU 製造商新平台滲透率將逐季拉升。(1) 嘉澤(3533 TT):伺服器產線為 2023 年主要成長動能，預期伺服器營收年增 35%~40%。另外，原先預期桌機產品 2023 年營收因 PC 需求不振衰退，但即使出貨量量衰退，新平台產品單價仍能支撐營收成長，因此上調桌機產品營收成長至雙位數，獲利預估上修。預期 2023 年將受惠伺服器逐季成長，上調本益比及目標價至 1,030 元。(2) 健策(3653 TT):預期 2023 年 Sapphire Rapids 伺服器 CPU 均熱片量產出貨，開始擴大貢獻營收及獲利。另外，隨著電動車及車用電子趨勢，預期 IGBT 散熱模組產品也將放量貢獻 2023 年全年營收表現。毛利率也有望受惠均熱片、IGBT 新產品使得產品組合轉佳，有望持續成長。維持買進目標價 450 元。

相關個股

股號	股名	EPS		投資建議
		2022F	2023F	
3533	嘉澤	59.40	68.76	B
3653	健策	19.74	22.39	B

資料來源：永豐投顧研究處整理

伺服器類股指數與加權相對走勢



資料來源：TEJ；永豐投顧研究處整理

表一：評價表

股號	股名	EPS			評價面		評等
		2021	2022(F)	2023(F)	PE	近三年 歷史區間	
3533	嘉澤	33.32	59.40	68.76	15	10-20	B · 915-1,030
3653	健策	9.88	19.74	22.39	20	15-35	B · 450

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理 · Dec. 2022

黃璽銘 hsiming.huang@sinopac.com

目錄	頁次
行到水窮處 坐看雲起時	3
PC 旺季不旺持續庫存調整 伺服器能見度較佳	4
趨勢一：季度庫存調整 1Q23 落底 預估 2023 年出貨量年增 2%	5
趨勢二：關注新平台零組件規格升級 包含 Socket、均熱片、散熱模組	6
趨勢三：伺服器長期趨勢擴張向上	8
趨勢四：保守看待 2023 年 PC、板卡需求	9
推薦個股	10

行到水窮處 坐看雲起時

重點摘要

研究處認為下游組裝廠及品牌廠的庫存天數維持在高檔，從 2H22 開始進行庫存調整，目前僅主機板及顯示卡舊系列產品庫存調整落底，且 4Q22 新產品挹注，需求未持續下滑。筆電因需求持續疲弱未有起色，預期庫存調整將持續至 2Q23。伺服器則是進入正常季度性拉貨的調整，預期調整期間 4Q22~1Q23，待 2Q23 Intel 及 AMD CPU 新平台較大量產貢獻，開始重啟拉貨動能。目前還是以伺服器產業的需求能見度較佳，且零組件具備規格升級、價值提升的條件。主機板及顯示卡調整落底，但未見需求量顯著復甦，短期以電競需求支撐及新品價格提高貢獻，仍須觀察消費力道延續性。筆電受惠兩年疫情帶來的需求基期較高，需求疲弱狀態未見恢復，須待 2H23 的旺季重新拉貨動能。

1. 季度庫存調整 1Q23 落底 預估 2023 年出貨量年增 2%

觀察從 2018 年開始，季度性的出貨主要受到雲端伺服器的拉貨動能影響，兩次庫存調整的循環(3Q18~1Q19，3Q20~1Q21)大約持續 2~3 個季度，季度間的降幅共約 20%，而後重啟拉貨動能 3 個季度。研究處預期 4Q22 伺服器進入正常的季度庫存調整至 1Q23 落底，2Q23 將隨著 Intel 及 AMD CPU 新平台放量滲透推升拉貨，將具備逐季成長的動能。預期 2023 年美系雲端需求仍有高個位數~雙位數成長性，中系雲端及企業客戶需求持平~微幅衰退，且 2022 年伺服器因有遞延需求基期較高(出貨量年增 7%)，預估 2023 年整體伺服器出貨量年增 2%，成長幅度縮小。

2. 關注新平台零組件規格升級 包含 Socket、均熱片、散熱模組

由於預期 2023 年伺服器出貨量較近兩年年增高個位數的成長幅度縮小，研究處認為 2023 年應關注伺服器新平台帶動的零組件規格升級。預期 1Q23 Intel 將正式發表，並於 2Q23 進入量產，參考過往 Purley 及 Whitley 發表首年度的滲透率，預期至 2023 年底滲透率達 30%。AMD 已於 2022 年 11 月發表 EPYC 4 Genoa 新平台，目前已經開始量產出貨給美系雲端客戶，同樣預期 2023 年底滲透率同樣達 30%。Sapphire Rapids 及 Genoa 新平台帶動的零組件規格升級，主要包含 CPU Socket、記憶體、PCIe 插槽、均熱片、散熱模組。

3. 伺服器長期趨勢擴張向上機會

(1)根據研調機構預估，全球公有雲服務的終端用戶支出 2022 年~2026 年 5 年年複合成長率 19.8%。(2)ARM 架構逐漸擴張，不斷推出新的晶片平台。根據研調機構預估 ARM 伺服器 CPU 市佔率 2024 年就有望達到 10%。(3)因應美科技戰越演越烈，以及中國近年政府政策的不確定性提高，皆促使美系雲端及企業伺服器客戶加速將台灣伺服器組裝廠產能移往中國以外的產地佈局。

4. 保守看待 2023 年 PC、板卡需求

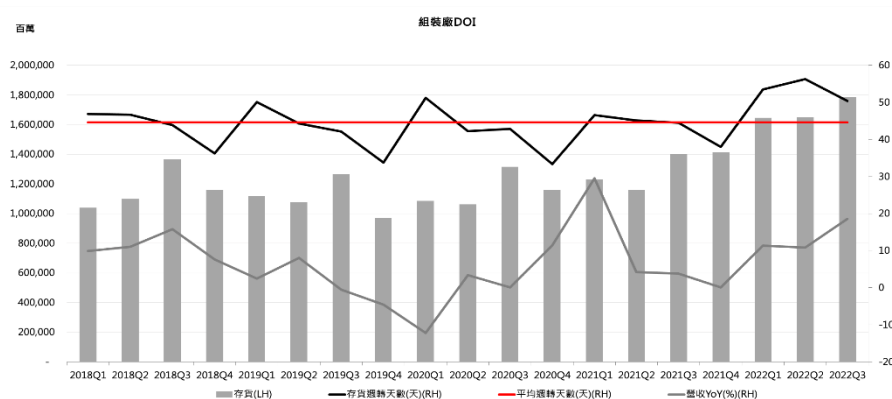
相較於伺服器產業，研究處對於 2023 年 PC 看法相對保守，預估 2023 年筆電出貨量將年減 11%，桌機出貨量年減 5%。經過疫情紅利帶來的 PC 需求已消退，目前也未見復甦徵兆，因此保守預估 2023 年整體出貨量回到疫情前水準。主機板及顯示卡隨著以太幣挖礦機制轉變需求退潮，後續僅剩電競因新產品帶來的更迭消費性需求。因此研究處同樣保守看待 2023 年主機板及顯示卡出貨量將持平於 2022 年。

PC 旺季不旺持續庫存調整 伺服器能見度較佳

3Q22 台灣組裝廠存貨週轉天數(DOI)50.4 天依舊高於近 19 季的平均 44.6 天；品牌廠存貨週轉天數(DOI)123.4 天高於近 19 季的平均 92.8 天。台灣下游組裝廠及品牌廠從去年底缺料問題加大備料，短短幾季內轉變為需求轉弱導致庫存過高，需要進行庫存調整，年初桌機、主機板需求下滑，接著顯示卡、筆電產品的需求下滑，2H22 PC 產業旺季不旺；伺服器則因 1H22 仍有晶片長短料的問題，遞延至 2H22 陸續出貨，以美系雲端伺服器需求為主，中系雲端及企業伺服器因總經環境壓力則逐漸放緩拉貨力道。

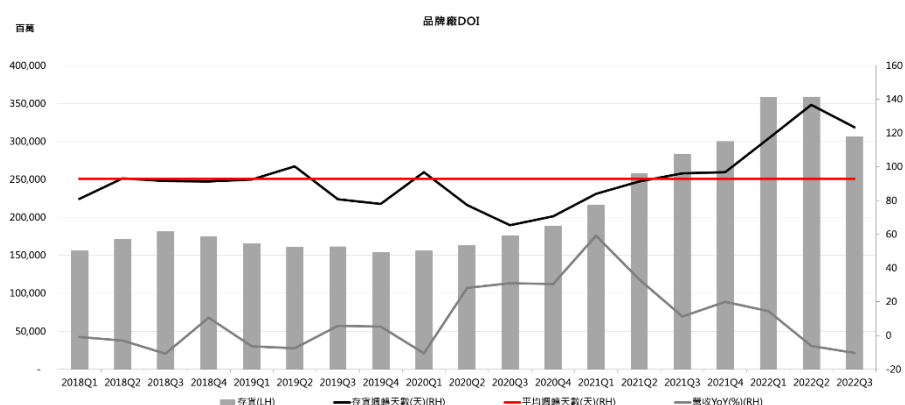
研究處認為下游組裝廠及品牌廠的庫存天數維持在高檔，從 2H22 開始進行庫存調整，目前僅主機板及顯示卡舊系列產品庫存調整落底，且 4Q22 新產品挹注，需求未持續下滑。筆電因需求持續疲弱未有起色，預期庫存調整將持續至 2Q23。伺服器則是進入正常季度性拉貨的調整，預期調整期間 4Q22~1Q23，待 2Q23 Intel 及 AMD CPU 新平台較大量產貢獻，開始重啟拉貨動能。目前還是以伺服器產業的需求能見度較佳，且零組件具備規格升級、價值提升的條件。主機板及顯示卡調整落底，但末見需求顯著復甦，短期以電競需求支撐及新品價格提高貢獻，仍須觀察消費力道延續性。筆電受惠兩年疫情帶來的需求基期較高，需求疲弱狀態未見恢復，須待 2H23 的旺季重新拉貨動能。

圖一：組裝廠整體庫存變化



資料來源：永豐投顧研究處整理，Dec. 2022

圖二：品牌廠整體庫存變化



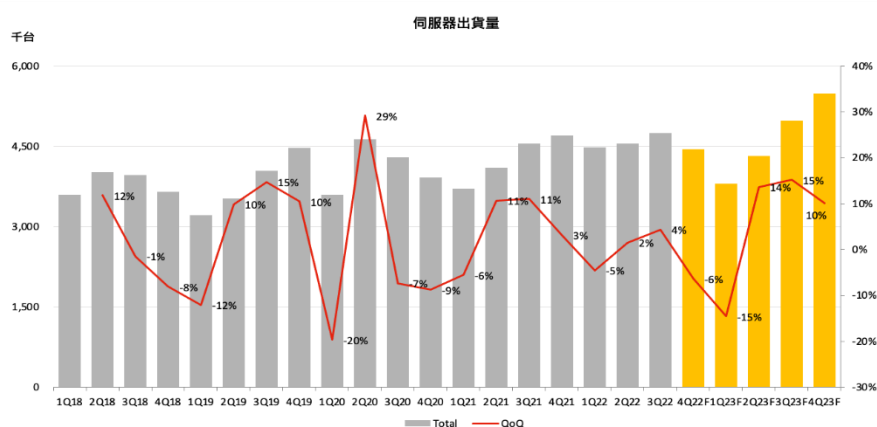
資料來源：永豐投顧研究處整理，Dec. 2022

趨勢一：季度庫存調整 1Q23 落底 預估 2023 年出貨量年增 2%

觀察從 2018 年開始，季度性的出貨主要受到雲端伺服器的拉貨動能影響，兩次庫存調整的循環(3Q18~1Q19，3Q20~1Q21)大約持續 2~3 個季度，季度間的降幅共約 20%，而後重啟拉貨動能 3 個季度。研究處預期 4Q22 伺服器進入正常的季度庫存調整至 1Q23 落底，2Q23 將隨著 Intel 及 AMD CPU 新平台放量滲透推升拉貨，將具備逐季成長的動能。

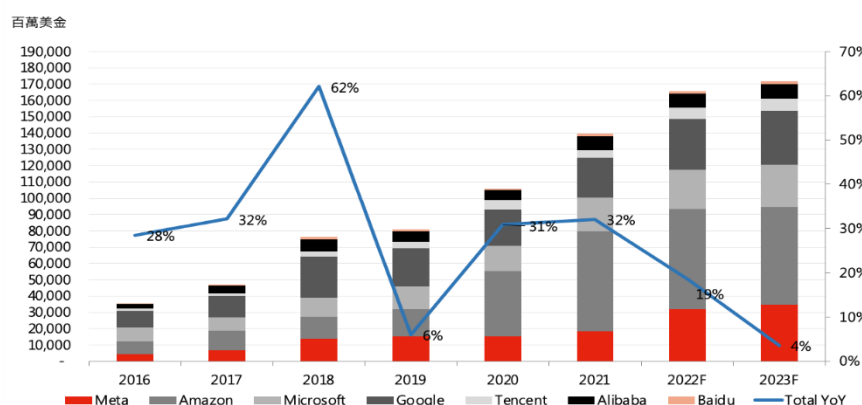
2023 年的伺服器需求，主要來自雲端大型資料中心推動，即使預期總經環境不佳，雲端企業將會縮減資本支出的力道，但還是著重在伺服器、資料中心等雲端相關的建置。因長線而言處理資料量的需求提升，以及中小企業減少內部企業支出轉向尋求雲端服務的趨勢持續發酵。目前市場預估 (Bloomberg) 七家美系及中系雲端服務商 2023 年資本支出年增 4%，將為 2023 年的伺服器需求帶來支撐力道。預期 2023 年美系雲端需求仍有高個位數~雙位數成長性，中系雲端及企業客戶需求持平~微幅衰退，且 2022 年伺服器因有遞延需求基期較高 (出貨量年增 7%)，預估 2023 年整體伺服器出貨量年增 2%，成長幅度縮小。

圖三：全球伺服器出貨量季度趨勢



資料來源：永豐投顧研究處，Dec. 2022

圖四：美國及中國雲端服務商資本支出

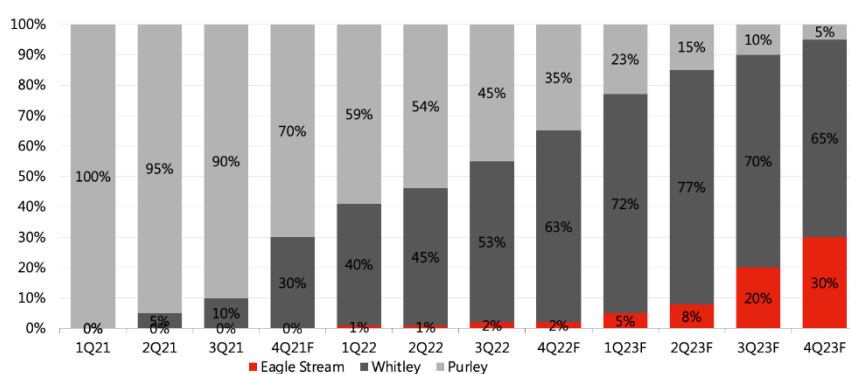


資料來源：永豐投顧研究處，Dec. 2022

趨勢二：關注新平台零組件規格升級 包含 Socket、均熱片、散熱模組

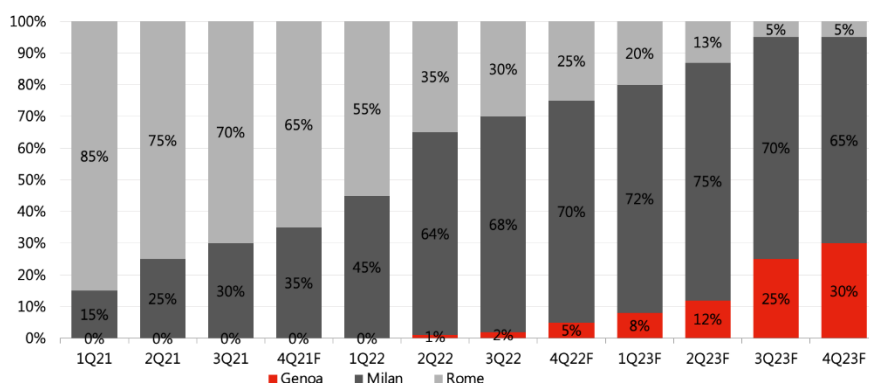
由於預期 2023 年伺服器出貨量較近兩年增高個位數的成長幅度縮小，研究處認為 2023 年應關注伺服器新平台帶動的零組件規格升級，兩大 CPU 製造商新平台滲透率將逐季拉升。Intel Eagle Stream Sapphire Rapids 新平台因製程良率問題，發表時間已經遞延一年，根據近期零組件供應鏈確認，已有少部分量產訂單開始出貨，預期 1Q23 Intel 將正式發表，並於 2Q23 進入量產，參考過往 Purley 及 Whitley 發表首年度的滲透率，預期至 2023 年底滲透率達 30%。AMD 已於 2022 年 11 月發表 EPYC 4 Genoa 新平台，目前已經開始量產出貨給美系雲端客戶，同樣預期 2023 年底滲透率同樣達 30%。

圖五：Intel CPU 平台滲透率推估



資料來源：供應鏈，永豐投顧研究處推估，Dec. 2022

圖六：AMD CPU 平台滲透率預估



資料來源：供應鏈，永豐投顧研究處推估，Dec. 2022

Sapphire Rapids 及 Genoa 新平台帶動的零組件規格升級，主要包含 CPU Socket、記憶體、PCIe 插槽、均熱片、散熱模組。

(1)CPU Socket 的針腳數隨著 CPU 面積變大，Socket 與 CPU 接合的針腳數跟著大幅提高，讓一定面積內的針腳密度提升，製造難度也會同步增加。從 Intel Whitley 4,189 Pins 提高至 Sapphire Rapids 4677 Pins；AMD 則是睽違已久的大改款，從 Milan 4094 Pins 提高至 Genoa 6096 Pins。腳位數量增加、密度增加有助於 Socket 產品單價及毛利率提升。

(2)均熱片搭配 CPU 需要在均勻度、平整性做加強，產品模具設計複雜度提高。CPU 封裝面積封裝面積從 Whitley 4,379 mm² 放大到 Sapphire Rapids 4,446 mm² Milan 4,441 mm² 放大到 Genoa 5,429 mm²，分別提高 2%跟 23%，均熱片產品面積放大、單價及產值提升。

(3)CPU 晶片效能增強，平台散熱設計功耗(TDP)也隨之提高。從 Whitley 最高 270W 提升到 Sapphire Rapids 350W，從 Milan 280W 提高到 Genoa 400W。對伺服器的散熱模組需求將會增加熱管數量以及 VC 解決方案的採用，有利模組平均單價提升。目前也逐漸嘗試導入直接式水冷解決方案，但預期 2023 年未有明顯量產貢獻。浸沒式液冷涉及資料中心基礎建設的整體設計，以及冷卻液的成本考量，預期導入速度將晚於直接式水冷解決方案。

表二：Intel、AMD CPU 平台 Roadmap

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Server CPU	AMD	EPYC 1 -Naples(14nm)				EPYC 2-Rome(7nm)				EPYC 3 -Milan(7nm+)/Milan-X				EPYC 4 -Genoa (5nm)/Bergamo(4nm)/Genoa-X(5nm)														
	Intel	Purley -Skylake(14nm+)				Purley -Cascade Lake(14nm+)		Cedar Island -Cooper Lake (4S/8S only)		Whitley -Ice Lake(10nm+)				Eagle Stream -Sapphire Rapid(Intel 7)/Emerald Rapids(Intel 7)														
DT PC CPU	AMD	Zen 1 -Ryzen 1(14nm)		Zen 1 -Ryzen 2000 (12nm)		Zen 2-Ryzen 3000(7nm)		Zen 3-Ryzen 5000(7nm+)		Zen 3D-Ryzen 6000 (7nm+)		Zen 4-Ryzen 7000(5nm)/Ryzen 7000 3D(5nm)																
	Intel	Kaby Lake Refresh(14nm+)	Coffee Lake(14nm+)		Coffee Lake Refresh(14nm+)		Comet Lake (14nm+)	Rocket Lake (14nm+)	Alder Lake (Intel 7)		Raptor Lake (Intel 7)	Raptor Lake Refresh(Intel 7)																
NB CPU	AMD	Zen 1-Ryzen Mobile 2000(14nm)		Zen+-Ryzen Mobile 3000 (12nm)		Zen 2-Ryzen Mobile 4000(7nm)		Zen 3 -Ryzen Mobile 5000(7nm+)		Zen 3-Ryzen Mobile 6000 (7nm+)		Zen 4-Ryzen Mobile 7000 (5nm)																
	Intel	Kaby Lake Refresh(14nm+)		Whiskey Lake(14nm+)		Ice Lake(10nm) for High end / Comet Lake (14nm+)		Tiger Lake(10nm+)		Alder Lake (Intel 7)		Raptor Lake (Intel 7)																

資料來源：永豐投顧研究處整理，Dec. 2022

表三：Intel 伺服器 CPU 規格表

FAMILY BRANDING	SKYLAKE-SP	CASCADE LAKE-SP/AP	COOPER LAKE-SP	ICE LAKE-SP	SAPPHIRE RAPIDS	EMERALD RAPIDS
Process Node	14nm+	14nm+	14nm+	10nm+	Intel 7	Intel 7
Platform Name	Intel Purley	Intel Purley	Intel Cedar Island	Intel Whitley	Intel Eagle Stream	Intel Eagle Stream
Core Architecture	SkyLake	Cascade Lake	Cascade Lake	Sunny Cove	Golden Cove	Raptor Cove
IPC Improvement (Vs Prev Gen)	10%	0%	0%	20%	19%	8%?
MCP (Multi-Chip Package) SKUs	No	Yes	No	No	Yes	Yes
Socket	LGA 3647	LGA 3647	LGA 4189	LGA 4189	LGA 4677	LGA 4677
Max Core Count	Up To 28	Up To 28	Up To 28	Up To 40	Up To 56	Up To 64?
Max Thread Count	Up To 56	Up To 56	Up To 56	Up To 80	Up To 112	Up To 128?
Max L3 Cache	38.5 MB L3	38.5 MB L3	38.5 MB L3	60 MB L3	105 MB L3	120 MB L3?
Vector Engines	AVX-512/FMA2	AVX-512/FMA2	AVX-512/FMA2	AVX-512/FMA2	AVX-512/FMA2	AVX-512/FMA2
Memory Support	DDR4-2666 6-Channel	DDR4-2933 6-Channel	Up To 6-Channel DDR4-3200	Up To 8-Channel DDR4-3200	Up To 8-Channel DDR5-4800	Up To 8-Channel DDR5-5600?
PCIe Gen Support	PCIe 3.0 (48 Lanes)	PCIe 3.0 (48 Lanes)	PCIe 3.0 (48 Lanes)	PCIe 4.0 (64 Lanes)	PCIe 5.0 (80 Lanes)	PCIe 5.0 (80 Lanes)
TDP Range (PL1)	140W-205W	165W-205W	150W-250W	105-270W	Up To 350W	Up To 375W?
3D Xpoint Optane DIMM	N/A	Apache Pass	Barlow Pass	Barlow Pass	Crow Pass	Crow Pass?
Competition	AMD EPYC Naples 14nm	AMD EPYC Rome 7nm	AMD EPYC Rome 7nm	AMD EPYC Milan 7nm+	AMD EPYC Genoa -5nm	AMD EPYC Bergamo
Launch	2017	2018	2020	2021	2022	2023?

資料來源：Wccftech，永豐投顧研究處整理，Dec. 2022

表四：AMD 伺服器 CPU 規格表

FAMILY NAME	AMD EPYC NAPLES	AMD EPYC ROME	AMD EPYC MILAN	AMD EPYC MILAN-X	AMD EPYC GENOA	AMD EPYC GENOA-X	AMD EPYC BERGAMO
Family Branding	EPYC 7001	EPYC 7002	EPYC 7003	EPYC 7003X?	EPYC 7004?	EPYC 7004?	EPYC 7005?
Family Launch	2017	2019	2021	2022	2022	2023	2023
CPU Architecture	Zen 1	Zen 2	Zen 3	Zen 3	Zen 4	Zen 4	Zen 4C
Process Node	14nm GlobalFoundries	7nm TSMC	7nm TSMC	7nm TSMC	5nm TSMC	5nm TSMC	4nm TSMC
Platform Name	SP3	SP3	SP3	SP3	SP5	SP5	SP5
Socket	LGA 4094	LGA 4094	LGA 4094	LGA 4094	LGA 6096	LGA 6096	LGA 6096
Max Core Count	32	64	64	64	96	96	128
Max Thread Count	64	128	128	128	192	192	256
Max L3 Cache	64 MB	256 MB	256 MB	768 MB?	384 MB?	1152 MB?	TBD
Chiplet Design	4 CCD's (2 CCD's per CCD)	8 CCD's (2 CCD's per CCD) + 1 IOD	8 CCD's (1 CCD per CCD) + 1 IOD	8 CCD's with 3D V-Cache (1 CCD per CCD) + 1 IOD	12 CCD's (1 CCD per CCD) + 1 IOD	12 CCD's (1 CCD per CCD) + 1 IOD	12 CCD's (1 CCD per CCD) + 1 IOD
Memory Support	DDR4-3666	DDR4-3200	DDR4-3200	DDR4-3200	DDR5-5200	DDR5-5200	DDR5-5600?
Memory Channels	8 Channel	8 Channel	8 Channel	8 Channel	12 Channel	12 Channel	12 Channel
PCIe Gen Support	64 Gen 3	128 Gen 4	128 Gen 4	128 Gen 4	160 Gen 5	160 Gen 5	160 Gen 5
TDP Range	200W	280W	280W	280W	200W (cTDP 400W)	200W (cTDP 400W)	320W (cTDP 400W)

資料來源：Wccftech，永豐投顧研究處整理，Dec. 2022

趨勢三：伺服器長期趨勢擴張向上

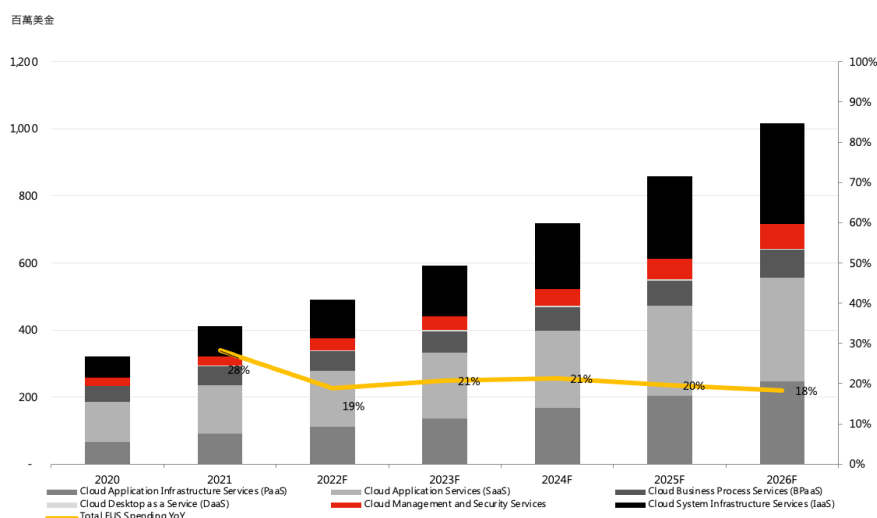
從伺服器產業長期的趨勢來看：

(1)根據研調機構預估，全球公有雲服務的終端用戶支出 2022 年~2026 年 5 年年複合成長率 19.8%。顯示未來的雲端服務的需求將有顯著的支撐，呼應前述即便全球經濟情況下行時，雲端大廠將縮減企業內的其他資本支出，優先投入成長性較高的雲端伺服器相關設備，及資料中心建置。

(2)ARM 架構逐漸擴張，不斷推出新的晶片平台。最新的為 2022 年 9 月推出 Neoverse V2 平台，主要目標高效能運算、AI 應用市場，例如是 2023 年 Nvidia 自研 CPU Grace 主要採用的架構。ARM 架構主要受惠雲端業者拓展自研晶片應用於公有雲及公私混合雲的趨勢，美系及中系雲端資料中心陸續自行研發晶片或採用客製化彈性的 Ampere 的 ARM CPU。根據研調機構預估 ARM 伺服器 CPU 市佔率 2024 年就有望達到 10%。

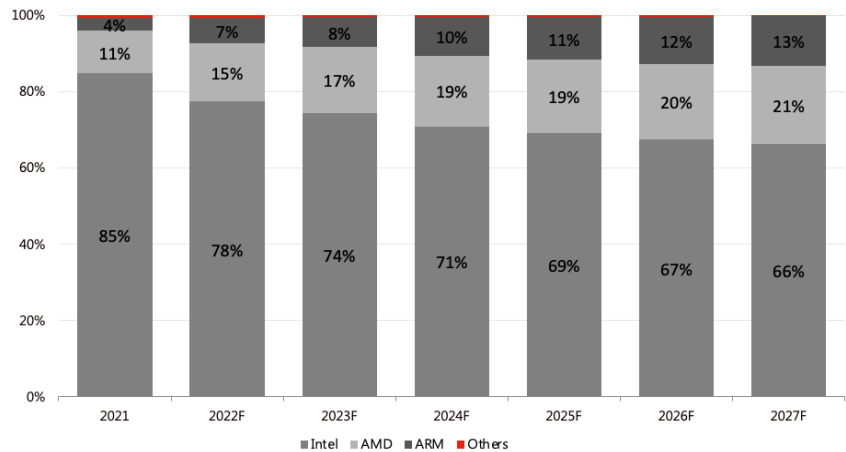
(3)因應美中科技戰越演越烈，以及中國近年政府政策的不確定性提高，皆促使美系雲端及企業伺服器客戶加速將台灣伺服器組裝廠產能移往中國以外的產地佈局。台灣伺服器組裝廠鴻海、廣達、英業達、緯創、緯穎、神達，在中國以外的產能主要分散在台灣、美國、墨西哥、馬來西亞、泰國、甚至是越南都將有伺服器產能佈局。至於中系的浪潮及聯想，目前由英業達、緯創、神達供應或自製伺服器，大部分的產能依舊位於中國，預期未來美中科技戰若延續，將會擴大自製比例。

圖七：全球公有雲服務終端用戶支出成長趨勢



資料來源：Gartner，永豐投顧研究處整理，Dec. 2022

圖八：Intel、AMD 及 ARM 架構伺服器 CPU 出貨量市佔率變化及預估



資料來源：Digitimes，永豐投顧研究處整理，Dec. 2022

趨勢四：保守看待 2023 年 PC、板卡需求

相較於伺服器產業，研究處對於 2023 年 PC 看法相對保守，預估 2023 年筆電出貨量將年減 11%，桌機出貨量年減 5%，整個量體回到 2019 年疫情前的出貨水準。台灣組裝廠筆電出貨量約佔全球 7~8 成比重，觀察 2H22 庫存調整，筆電需求旺季不旺，預期台灣組裝廠 4Q22 筆電出貨量約 3,250 萬台，已回到 2019 年疫情前單季的出貨水準。經過疫情紅利帶來的 PC 需求已消退，目前也未見復甦徵兆，因此保守預估 2023 年整體出貨量回到疫情前水準。主機板及顯示卡同樣受惠疫情同時更大幅受惠挖礦帶來的價量提升，但隨著以太幣挖礦機制轉變需求退潮，後續僅剩電競因新產品帶來的更迭消費性需求。因此研究處同樣保守看待 2023 年主機板及顯示卡出貨量將持平於 2022 年。目前台灣下游組裝廠及品牌廠的展望，組裝廠對於 2023 年具有明確成長機會的產業為伺服器，尤其以美系雲端伺服器需求帶動，PC 仍相對保守，預期庫存調整至 2Q23。品牌廠認為主機板及顯示卡庫存調整落地時間為 3Q22、4Q22 及 1Q23 將有新系列產品帶動，待整體終端需求回升。

推薦個股

1. 嘉澤(TP 915-1,030, 15 X 2023EPS(F))：嘉澤 2023 年將受惠 Intel、AMD 伺服器、桌機 CPU 新平台貢獻。Intel Sapphire Rapids Socket 2022 年 12 月開始少量出貨，預計 1H23 小量滲透。全年而言，嘉澤供應比例將從 Whitley 10%~15%，提升至 Sapphire Rapids 30%，再加上 ASP 因針腳數提高而增加，預期貢獻營收大幅提升。AMD Genoa Socket 久違改款針腳數大幅提升同樣帶動 ASP 增加。兩大新平台同時採用 DDR5、PCIe5 規格升級，有利插槽產品同步升級。伺服器產線為 2023 年主要成長動能，預期伺服器營收年增 35%~40%。另外，原先預期桌機產品 2023 年營收因 PC 需求不振衰退，但即使出貨量量衰退，在 Intel Alder Lake、Raptor Lake 及 AMD Zen4 平台擴大滲透下，產品單價仍能支撐營收成長，因此上調桌機產品營收成長至雙位數。2023 年全年營收上調至 320.5 億元(+16.9% YoY)，毛利率 43.7%，營業利益 91.6 億元(+31.0% YoY)，稅後淨利 73.2 億元(+15.8% YoY)，稅後 EPS 68.76 元(以現金增資前股本計算)。因上調獲利預估，預期 2023 年將受惠伺服器逐季成長，上調本益比及目標價至 1,030 元(15 X 2023EPS(F))。

2. **健策(TP 450 · 20 X 2023EPS(F))**：健策 2H22 逐漸擴大散熱產品營收比重，其中來自 Intel 桌機產品均熱片以及車用 IGBT 散熱模組貢獻。3Q22 散熱產品營收比重已超過 5 成。預期 2023 年 Sapphire Rapids 伺服器 CPU 均熱片出貨，開始擴大貢獻營收及獲利。另外，隨著電動車及車用電子趨勢，預期 IGBT 散熱模組產品也將放量貢獻 2023 年全年營收表現。毛利率也有望受惠均熱片、IGBT 新產品使得產品組合轉佳，有望持續成長。預估健策 2023 年營收 147.4 億元(+23.3% YoY)，毛利率 37.9%，營業利益 39.7 億元(+41.1% YoY)，稅後淨利 30.1 億元(+19.2% YoY)，稅後 EPS 22.39 元。維持買進建議，目標價 450 元(20 X 2023F EPS)。

台北	永豐證券投資顧問股份有限公司 台北市忠孝西路一段 80 號 14 樓 電話：(886-2) 2361-0868	永豐金證券股份有限公司 台北市重慶南路一段 2 號 17 樓 電話：(886-2) 2311-4345
----	---	---

香港	永豐金證券(亞洲)有限公司 香港銅鑼灣新寧道 1 號 7 樓 電話：(852) 2586-8288
----	---

上海	永豐金證券(亞洲)有限公司上海代表處 中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A-2 室 電話：(86-21) 6228-8220
----	---

倫敦	永豐金證券(歐洲)有限公司 6 Lloyds Avenue, London EC3N 3AX, UK 電話：(44-20) 7614-9999
----	---

責任聲明

本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

110 年金管投顧新字第 024 號

SinoPac 投資評等

B：Buy 買進：未來 12 個月該股票表現將優於大盤

N：Neutral 中立：未來 12 個月該股票表現將與大盤一致

S：Sell 賣出：未來 12 個月該股票表現將落後大盤

Analyst Certification:

For each company mentioned in this research report, the respective analyst(s) who cover the company certifies (certify) that all of the views expressed in this research report accurately reflect his (their) personal views about any and all of the subject issuer(s) or securities. The analyst(s) also certifies (certify) that no part of her (their) compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or view(s) in this report.

SinoPac Research Stock Rating System:

Buy: We think the stock will outperform the broader market over the next 12 months.

Neutral: We think the stock will perform in line with the broader market over the next 12 months.

Sell: We think the stock will underperform the market over the next 12 months.

Global Disclaimer:**Important Notice for UK Persons**

This Document may only be issued or passed on to any person in the United Kingdom if that person is of a kind described in Article 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2001 or otherwise pursuant to exemptions to section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000. In addition, no person who is an Authorized Person may issue or pass on this document, or otherwise promote SPSE, to any person in the United Kingdom other than by the rules of the Financial Conduct Authority (FCA) applicable to such Authorized Persons. This Document is confidential and is intended solely for the use of its recipient.

Important Disclosures for U.S. Persons

This research report was prepared by SinoPac Securities Corporation (SinoPac), a company authorized to engage in securities activities in Taiwan. SinoPac is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Rosenblatt Securities Inc, 40 Wall Street 59th Floor, New York, NY 10005, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through SinoPac. Rosenblatt Securities Inc. accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Rosenblatt Securities Inc. and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Ownership and Material Conflicts of Interest

Rosenblatt Securities Inc. or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Rosenblatt Securities Inc, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Rosenblatt Securities Inc. is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication

Compensation and Investment Banking Activities

Rosenblatt Securities Inc. or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither SinoPac nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

SinoPac may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of SinoPac.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by SinoPac with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of SinoPac and SinoPac accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.

SinoPac Securities (Europe) Limited is regulated by the FCA