

2024 AI 硬體產業展望

雲端 AI 擴及邊緣 AI，振興供應鏈

焦點內容

1. 隨著 Cowos 產能提升，AI 伺服器出貨將於 2024 年放量，及 CSP 及企業更加積極擴張其資料中心 AI 基礎建設。
2. 隨著 Intel Meteor Lake 晶片推出，2H24 AI PC 機種將發行，Windows 12 也將支援 AI PC 功能。
3. 主要受惠者包含散熱、電源供應器、機殼、滑軌、PCB/CCL 以及交換器，隨著 AI PC 及 AI 伺服器運算及傳輸效能升級，上述產業將受惠 ASP 提升。

凱基投顧

向子慧
886 2 2181 8726
angelah@kgi.com

林祐照
886 2 2181 8725
jacklin.lin@kgi.com

姜兆剛
886.2.2181.8742
jackson.chiang@kgi.com

余昀澄
886 2 2181 8013
alex.a.yu@kgi.com

李承泰
886.2.2181.8729
terry.lee@kgi.com

黃煜倫
886.2.2181.8037
antony.huang@kgi.com

孫瑞隆
886.2.2181.8745
sean.sun@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

重要訊息

在 GPU 供給成長及 CSP 業者積極擴張下，預期雲端 AI 於 2023 年末至 2024 年快速成長，而品牌商 2H24 起將推出更多 Edge AI 機種，2024-25 年將振興整體 AI 生態系。

評論及分析

AI 伺服器為 2024 年伺服器需求成長主要推手。 AI 伺服器於 2023 年開始出貨，但因受 CoWoS 產能限制，出貨量受限。隨著缺料緩解，我們預期 AI 伺服器需求 2024 年將放量，並預期訓練 GPU 出貨量將自 2023 年 153 萬顆成長至 2024 年 457 萬顆、2025 年 596 萬顆。我們假設一台訓練伺服器需要 8 顆 GPU，整體訓練伺服器出貨量將自 2023 年 19.1 萬台提高為 2024 年 57.2 萬台、2025 年 99.3 萬台，基於訓練伺服器約占總 AI 伺服器 30%，預估今年整體 AI 伺服器（訓練與推論）出貨量 57.8 萬台、2024 年 191 萬台、2025 年 331 萬台，分別佔總伺服器出貨量 5%、14%、22%。CoWoS 產能將自 4Q23 放量，因供應鏈交貨期長達 2-3 季，故我們預期整體 AI 伺服器需求將在 2Q24 後快速成長。AI 伺服器均價較高，因此多數供應商表示 AI 伺服器將是未來兩年營收與獲利的主要動能，包括 ODM、散熱、電源供應、機殼、滑軌及 PCB 廠商。此外，伺服器供應鏈亦表示通用型伺服器出貨量在 2023 年庫存去化後，2024 年將溫和復甦。除了伺服器的成長外，我們預期網通廠亦將受惠於高階 400GbE 交換器採用率的上升，在人工智慧/機器學習(ML) 需求上升趨勢的推動下，從 2023 年的 18% 升至 2024 年的 21%，而 800GbE 交換器滲透率將於 2024 年達到 5%。我們預期 2024 年伺服器為這些公司的營收及獲利的主要成長動能。因此預期相關公司 2024 年營收與獲利成長，主要受惠者包括 GPU 模組與基板供應商鴻海 (2317 TT, NT\$102, 增加持股)、緯創 (3231 TT, NT\$93.3, 增加持股)、ODM 廠商廣達 (2382 TT, NT\$201, 增加持股)、緯穎 (6669 TT, NT\$1780, 增加持股)、英業達 (2356 TT, NT\$41.6, 增加持股)、技嘉 (2376 TT, NT\$243.5, 增加持股) 與零組件廠商雙鴻 (3324 TT, NT\$363, 增加持股)、奇鋐 (3017 TT, NT\$201, 未評等)、勤誠 (8210 TT, NT\$246.5, 增加持股)、川湖 (2059 TT, NT\$880, 增加持股)、光寶科 (2301 TT, NT\$109, 增加持股)、智邦 (2345 TT, NT\$538, 增加持股)、台光電 (2383 TT, NT\$372, 增加持股)。

AI 擴展至邊緣將增強 2H24-25PC 需求復甦。 Intel (美) 最近公布 AI PC 加速計畫，目標為透過獨立硬體廠商(IHVs)與軟體廠商(ISVs)連接至 Intel 資源，未來兩年使 1 億台以上 PC 具備 AI 功能。Intel 將於 2024 年 12 月推出與神經網路處理器(NPU) 相容的行動 Meteor Lake CPU，而桌機與筆電的下一代 CPU，包括 Arrow Lake、Lunar Lake、Panther Lake，將提供進階的功能。搭載 AI 的 PC 將有助使用者創造、編輯、優化、壓縮影音，改善品質與效率，並有助使用者保護其資料與隱私，防止各類威脅與攻擊。AI PC 的發展聚焦於「邊緣 AI」- 改善 PC 內建的推理能力，而非如目前基於雲端資料中心的 AI 架構，需更多感應器以增加直覺操作，預期 2H24-25 年有更多 AI PC 機型推出刺激 PC 需求成長。在 2020-21 年的循環高峰後，庫存修正將於 4Q23-1Q24 結束，換機需求將隨經濟復甦而重現，加上具備 AI 功能的 Windows 12 於 2024 年推出將帶動升級需求，而 Windows 10 技術支援將於 2025 年 10 月停止，我們預期 2024 年 PC 出貨量將復甦為年增 5.5% (筆電與桌機均年增 5-6%)，其中商務市場將率先見到換機與升級至 AI PC。此應帶動筆電供應鏈 2H24-25 營收反彈，包括 ODM、散熱、電源供應廠商。

投資建議

因營收與 EPS 強勁成長，預期雲端與邊緣 AI 成長的受惠者為廣達、緯穎、緯創、雙鴻、光寶科、勤誠、台光電、智邦 (2345 TT, NT\$538, 增加持股)。

投資風險

筆電 PC 需求疲弱、IT 支出受限、AI 伺服器與 PC 獲利率稀釋。

圖 1：電子硬體裝置- 筆電、桌機、智慧型手機與伺服器 – 皆預期 2024 年出貨量成長

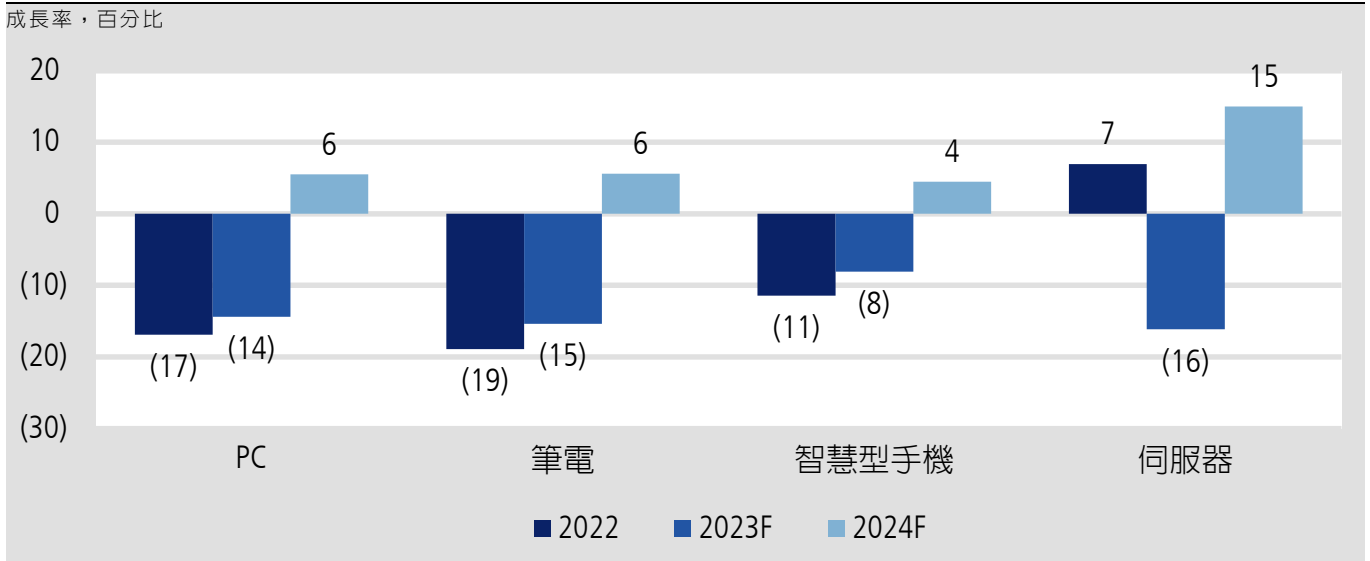


圖 2：2023-25 年 AI 伺服器出貨量將持續攀升

出貨量(千顆/台)	2022	2023F	2024F	2025F
A100/H100 GPU	875	1,125	3,550	4,615
其他 (AMD MI300 / Google TPU)	105	400	1,022	1,341
訓練 GPU 合計	980	1,525	4,572	5,956
伺服器出貨量(千台)	2022	2023F	2024F	2025F
A100/H100 GPU伺服器	109	141	444	769
其他伺服器(AMD MI300/Google TPU)	13	50	128	223
AI訓練用伺服器	123	191	572	993
AI伺服器(訓練&推論)	371	578	1,905	3,309
整體伺服器出貨量(通用型&AI)	13,815	11,532	13,262	15,251
年增率(%)	2022	2023F	2024F	2025F
AI訓練用伺服器	-	56	200	74
AI伺服器(訓練&推論)	-	56	230	74
整體伺服器(通用型&AI)	7	(17)	15	15
訓練用伺服器佔總伺服器比重(%)	0.9	1.7	4.3	6.5
AI伺服器出貨量佔總伺服器比重(%)	2.7	5.0	14.4	21.7
假設:				
A100/H100 GPU 佔整體訓練 GPU 比重(%)	89	74	78	77
單一伺服器搭載之GPU數量(顆)	8	8	8	6
訓練伺服器佔整體 AI 伺服器比重(%)	33	33	30	30

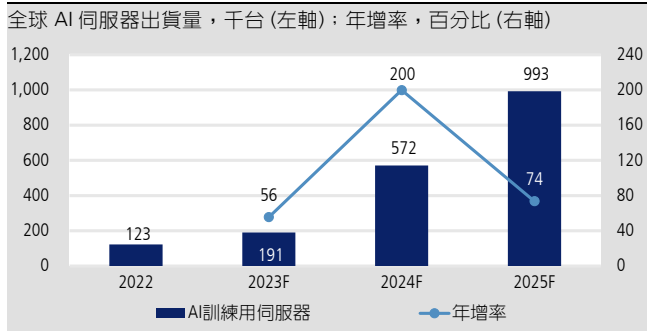
資料來源：Gartner：凱基預估

圖 3：AI 伺服器佔整體伺服器出貨量比重將由 2023 年之 5% 上揚至 2025 年之 22%

出貨量(千台)	2022	2023F	2024F	2025F
AI 伺服器	371	578	1,905	3,309
通用型伺服器	13,444	10,954	11,357	11,942
整體伺服器	13,815	11,532	13,262	15,251
年增率(%)	2022	2023F	2024F	2025F
AI 伺服器		56	230	74
通用型伺服器		(19)	4	5
整體伺服器	7	(17)	15	15
出貨量比重(%)	2022	2023F	2024F	2025F
AI 伺服器	3	5	14	22
通用型伺服器	97	95	86	78
整體伺服器	100	100	100	100

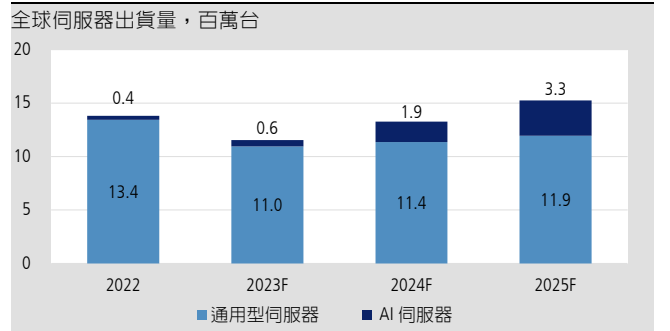
資料來源：Gartner：凱基預估

圖 4：預估 2023 年訓練型 AI 伺服器出貨量成長至 19.1 萬台，2024 年擴張至 57.2 萬台



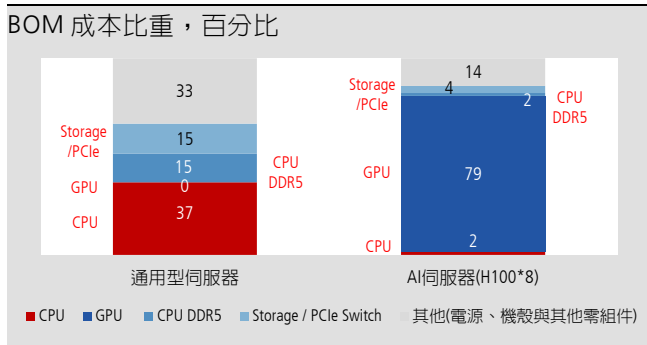
資料來源：Gartner；凱基預估

圖 5：AI 伺服器(含訓練型與推論型)將推升整體伺服器需求上揚



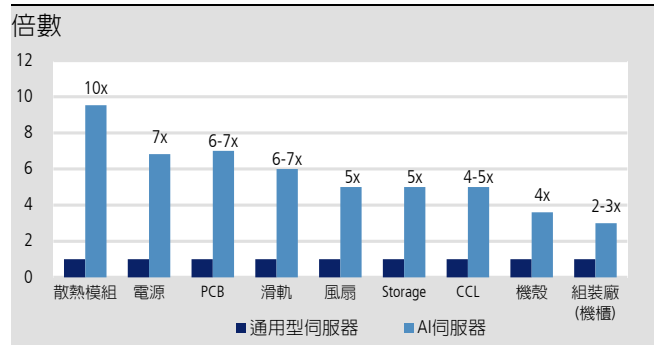
資料來源：Gartner；凱基預估

圖 6：GPU 佔 AI 伺服器成本比重之大宗



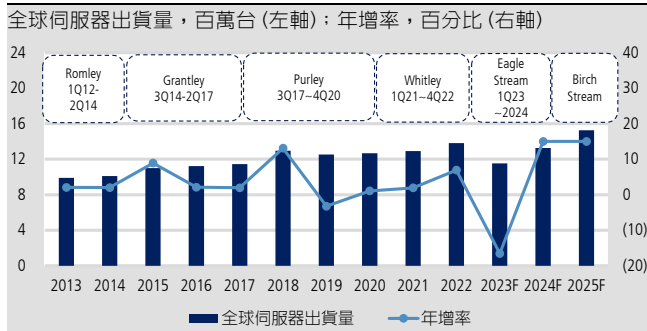
資料來源：凱基預估

圖 7：AI 伺服器散熱模組及電源供應器之單價較一般伺服器高出 7-10 倍



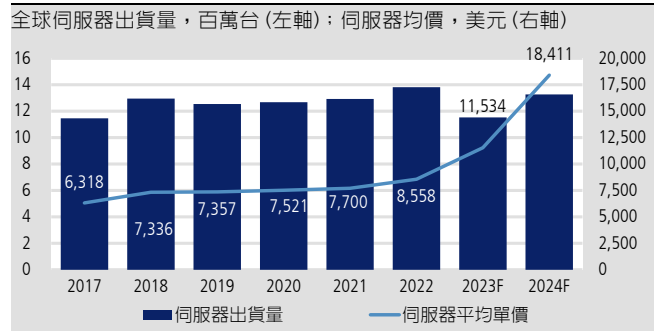
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 8：2023 年伺服器需求預期將年減，2024-25 年回升



資料來源：Gartner；凱基預估

圖 9：運算效能提升與 AI 伺服器將帶動伺服器均價上揚



資料來源：Gartner；凱基預估

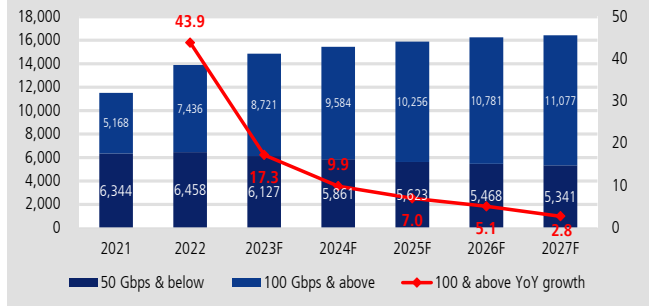
圖 10：2023 年 Intel 與 AMD 推出新伺服器平台，但放量時程延遲

平台	Intel Purley	Intel Purley	Intel Cedar Island	Intel Whitley	Intel Eagle Stream	Intel Eagle Stream	Intel Birch Stream	AMD Zen 2	AMD Zen 3	AMD Zen 4	AMD Zen 4c	AMD Zen 4	AMD Zen 5
上市時間	3Q17	3Q19	2H20	2Q21	1Q23	4Q23	2Q24F	2Q19	1Q21	4Q22	1H23F	2Q23F	2Q24F
CPU	Skylake-EP Cannon Lake-EP	Cascade Lake	Cooper Lake	Ice Lake	Sapphire Rapids (Intel 7)	Emerald Rapids (Intel 7)	Granite Rapids (Intel 3, P-core)	Rome	Milan	Genoa	Bergamo	Siena	Turin
製程	14nm / 14nm+	14nm++	14nm	10nm	10nm	10nm++	3nm	7nm	7nm+	5nm	5nm	5nm	3nm / 4nm
CPU 插槽	LGA 3647	LGA 3647	LGA 4189	LGA 4189	LGA 4677	LGA 4677	LGA 7529	FC LGA 4094	FC LGA 4094	FC LGA 6096	FC LGA 6096	FC LGA 4844	FC LGA 6096
CPU 核心	28	28	48	26	60	64	120	64	64	96	128	64	256
DRAM	6 通道 DDR4	6 通道 DDR4	8 通道 DDR4	8 通道 DDR4	8 通道 DDR5	DDR5	DDR5	8 通道 DDR4	8 通道 DDR4	12 通道 DDR5	DDR5	DDR5	TBA
PCIe	PCIe 3.0	PCIe 3.0	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 4.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	TBA
CPU 熱設計功耗	45-165W	165-250W	高達 300W	高達 270W	高達 350W	350-400W	400W+	120-225W	225-280W	320-400W	320-400W	70-225W	480-600W

資料來源：公司資料；凱基投顧

圖 11: 400Gbps 企業資料中心交換器供應商營收

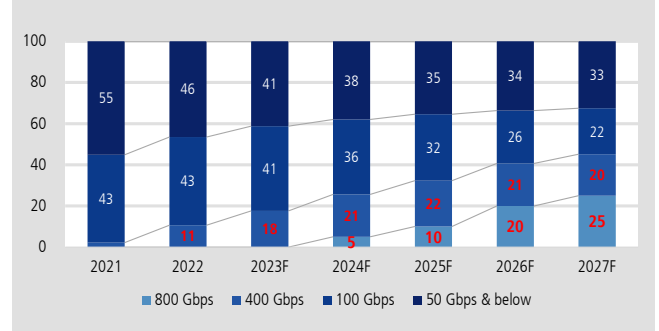
企業資料中心交換器業者營收 (依產能區分), 百萬美金 (左軸); 年增率, 百分比 (右軸)



Source : Gartner , 凱基預估

圖 12: 400/800Gbps 資料中心交換器滲透率提升

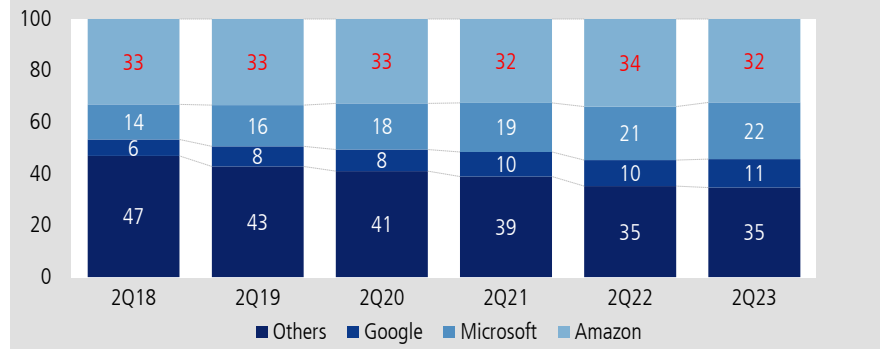
企業資料中心交換器滲透率(依產能區分), 百分比



Source : Gartner , 凱基預估

圖 13: AWS 仍為 CSP 市場中市佔率最高

2Q23 市佔率, 百分比



Source : Synergy Research Group , 凱基投顧

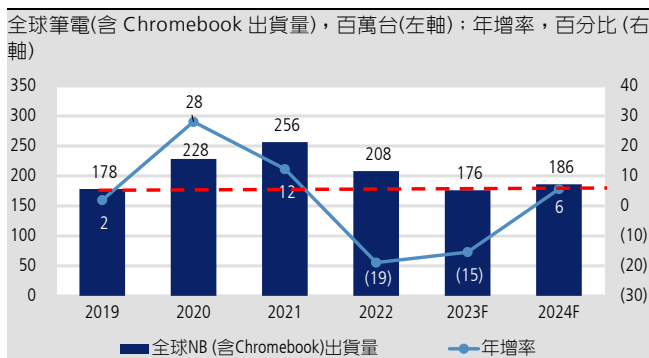
圖 14：2023 年主要 CSP 業者資本支出增速放緩後，市場預期 2024 年將增速

Capex, US\$mn	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Meta	13,915	15,102	15,115	18,567	31,431	28,021	33,159	35,956
Amazon	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	53,278	59,290	63,843
Microsoft	12,779	13,546	17,592	23,216	24,768	37,009	44,469	44,019
Google	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	31,541	36,267	38,684
Baidu	1,327	931	738	1,689	1,586	1,650	1,708	1,794
Alibaba	7,399	6,517	6,379	8,311	5,014	6,270	7,029	7,192
Tencent	3,356	3,927	5,719	4,808	4,611	4,298	5,012	5,319
Hyperscale subtotal	77,342	80,432	107,963	142,284	162,540	162,066	186,934	196,807
Apple	12,609	9,247	8,702	10,388	11,692	10,560	11,890	11,975
IBM	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,710	1,803	2,055
Oracle	1,468	1,591	1,833	3,118	6,678	8,046	8,854	8,333
Paypal	823	704	866	908	706	730	980	1,087
eBay	651	508	463	444	420	455	494	506
Salesforce	595	643	710	717	798	822	907	1,011
Netflix	174	253	498	525	408	393	465	486
Uber	558	588	616	298	252	244	427	398
Enterprise subtotal	20,272	15,820	16,306	18,460	22,300	22,961	25,820	25,850
Total	98,098	96,793	124,269	160,743	184,840	185,027	212,753	222,657

YoY growth, percent	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Meta	106.7	8.5	0.1	22.8	69.3	(10.8)	18.3	8.4
Amazon	12.3	25.6	138.1	52.1	4.2	(16.3)	11.3	7.7
Microsoft	29.3	6.0	29.9	32.0	6.7	49.4	20.2	(1.0)
Google	90.7	(6.3)	(5.4)	10.6	27.8	0.2	15.0	6.7
Baidu	87.5	(29.9)	(20.7)	129.1	(6.1)	4.0	3.5	5.0
Alibaba	64.1	(11.9)	(2.1)	30.3	(39.7)	25.0	12.1	2.3
Tencent	86.4	17.0	45.6	(15.9)	(4.1)	(6.8)	16.6	6.1
Hyperscale subtotal	58.6	4.0	34.2	31.8	14.2	(0.3)	15.3	5.3
Apple	(0.5)	(26.7)	(5.9)	19.4	12.6	(9.7)	12.6	0.7
IBM	5.1	(32.7)	14.5	(21.2)	(34.7)	27.0	5.4	14.0
Oracle	(27.9)	8.4	15.2	70.1	114.2	20.5	10.0	(5.9)
Paypal	23.4	(14.5)	23.0	4.8	(22.2)	3.4	34.3	10.9
eBay	(2.3)	(22.0)	(8.9)	(4.1)	(5.3)	8.2	8.5	2.4
Salesforce	11.4	8.1	10.4	1.0	11.3	3.0	10.4	11.4
Netflix	0.4	45.5	96.8	5.4	(22.3)	(3.6)	18.2	4.7
Uber	(32.0)	5.4	4.8	(51.6)	(15.4)	(3.2)	74.8	(6.8)
Enterprise subtotal	(2.5)	(22.0)	3.1	13.2	20.8	3.0	12.5	0.1
Total	40.7	(1.3)	28.4	29.4	15.0	0.1	15.0	4.7

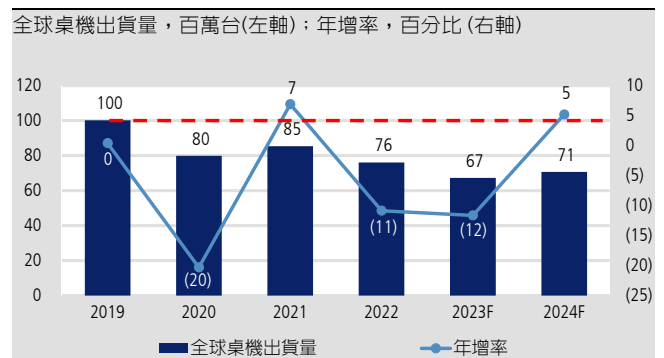
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 15：預估 2024 年全球筆電出貨量年增 6%，優於疫情前水準 (2019 年)



資料來源：Gartner；凱基預估

圖 16：全球桌機出貨量亦將於 2024 年復甦



資料來源：Gartner；凱基預估

圖 17: 英特爾 AI PC 加速計畫



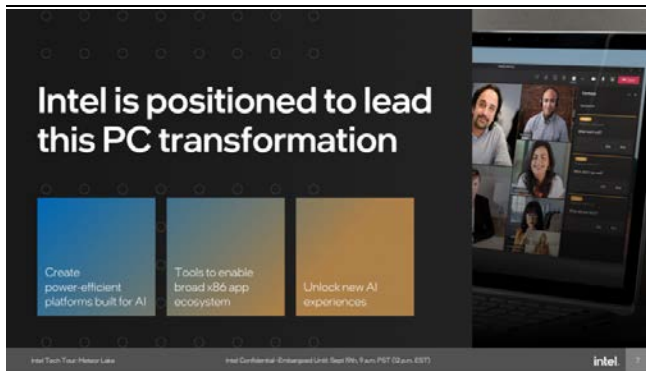
資料來源: Intel

圖 18: 英特爾 AI PC 加速計畫



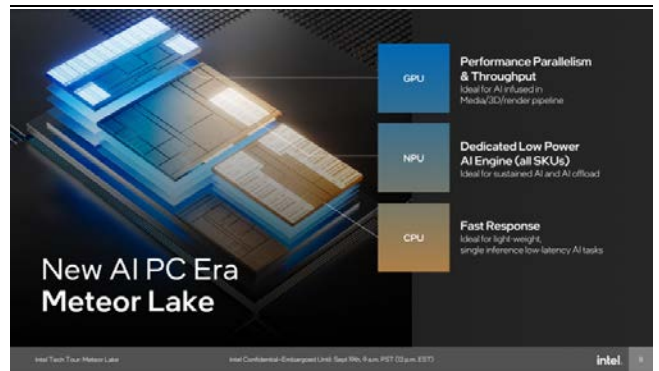
資料來源: Intel

圖 19: 英特爾 AI PC 加速計畫



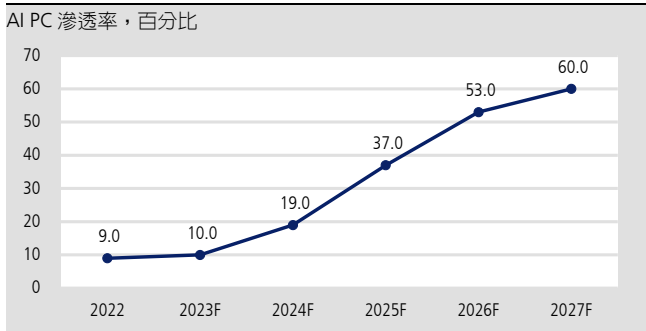
資料來源: Intel

圖 20: 英特爾 AI PC 加速計畫



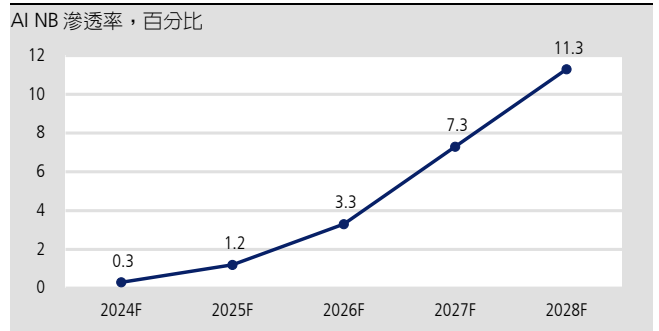
資料來源: Intel

圖 21: Canlys 預估 2027 年 AI PC 滲透率將達 60%



資料來源: Canlys

圖 22: Omdia 預估 2027 年 AI NB 滲透率 7.3%，2028 將超過 10%



資料來源: Omdia

圖 23: Intel / AMD 桌機 CPU 產品藍圖

	Rocket Lake	Alder Lake	Raptor Lake	Raptor Lake refresh	Meteor Lake	Arrow Lake	Panther Lake	Ryzen 4000 (Renoir)	Ryzen 5000 (Vermeer)	Ryzen 7000 (Raphael)	Ryzen 8000 (Granite Ridge)
發表日期	1Q21	4Q21	4Q22	3Q23	2024F	2024F	2025F	1Q20	4Q20	3Q22	2024F
製程	14nm++++	Intel 7 (10nm)	Intel 7 (10nm)	Intel 7 (10nm)	Intel 4 (7nm)	Intel 20A	Intel 18A	TSMC N7	TSMC N7+	TSMC N5	TSMC N3
微架構(P-core)	Cypress Cove	Golden Cove	Raptor Cove	Raptor Cove	Redwood Cove	Lion Cove	Cougar Cove	Zen 2	Zen 3	Zen 4	Zen 5
CPU插槽(桌機)	LGA 1200	LGA 1700	LGA 1700	LGA 1700	LGA 1851	LGA 1851	LGA 1851?	AM4 (LGA 1331)	AM4 (LGA 1331)	AM5 (LGA 1718)	AM5 (LGA 1718)
DRAM	DDR4	DDR4 / DDR5	DDR4 / DDR5	DDR4 / DDR5	DDR5 LPDDR5X	DDR5	TBD	DDR4	DDR4	DDR5	DDR5
PCIe	Gen 4	Gen 5	Gen 5	Gen 5	Gen 5	Gen 5	TBD	Gen 4	Gen 3	Gen 5	Gen 5

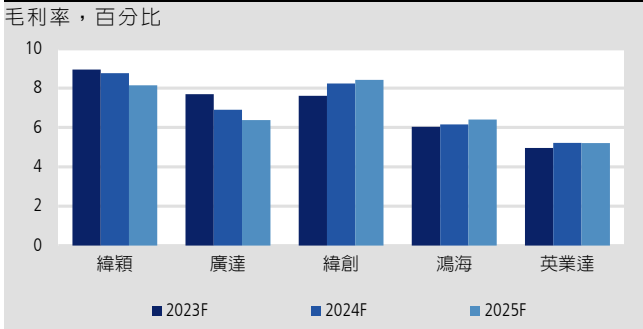
資料來源: 公司資料; 凱基投顧

圖 24：Intel / AMD 筆電 CPU 產品藍圖

	Rocket Lake	Alder Lake	Raptor Lake	Meteor Lake	Arrow Lake	Lunar Lake	Panther Lake	Ryzen 4000 (Renoir)	Ryzen 5000 (Cezanne)	Ryzen 6000 (Rembrandt)	Ryzen 7000 (Phoenix)	Ryzen 8000 (Strix Point)
發表日期	1Q21	1H22	1H23	4Q23	2024F	2025F	2025F	1Q20	4Q20	1Q22	1Q23	2024F
製程	14nm+++++	Intel 7 (10nm)	Intel 7 (10nm)	Intel 4 (7nm)	Intel 20A	Intel 18A	Intel 18A	TSMC N7	TSMC N7+	TSMC N6	TSMC N4	TSMC N4
微架構(P-core)	Cypress Cove	Golden Cove	Raptor Cove	Redwood Cove	Lion Cove	Lion Cove	TBD	Zen 2	Zen 3	Zen 3+	Zen 4	Zen 5
DRAM	DDR4	DDR4 / DDR5	DDR4 / DDR5	DDR5	TBD	TBD	TBD	DDR4	DDR4	DDR5	DDR5	DDR5
PCIe	Gen 4	Gen 5	Gen 5	Gen 5	Gen 5	TBD	TBD	Gen 4	Gen 3	Gen 4	Gen 5	Gen 5

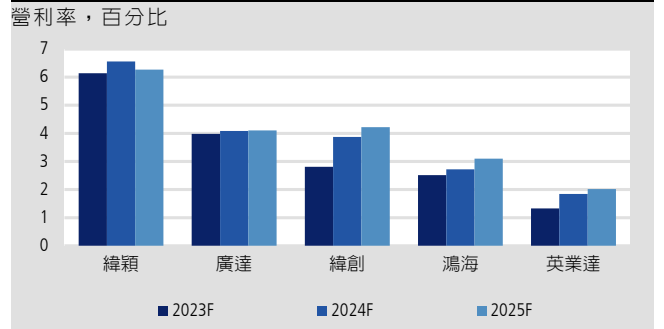
資料來源：公司資料；凱基投顧

圖 25：AI 伺服器營收比重增加可能對於部分組裝廠毛利率有稀釋效果



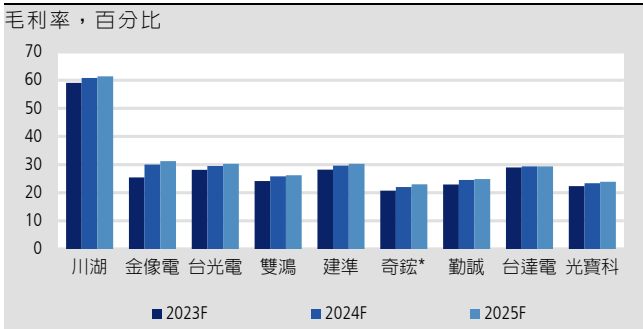
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 26：組裝廠營業利益率仍維持穩健成長



資料來源：公司資料；凱基預估

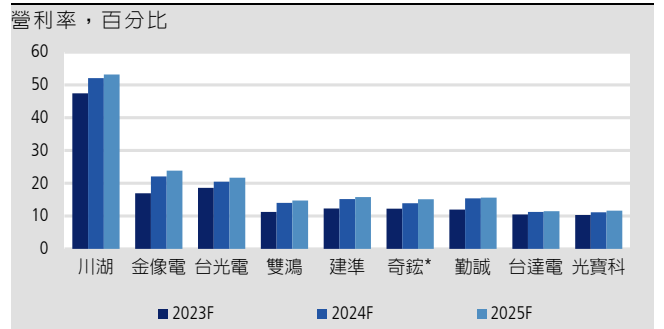
圖 27：AI 伺服器出貨比重上揚，有利零組件廠商毛利率擴張



*市場共識預估

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 28：零組件廠商營利率持續擴張



*市場共識預估

資料來源：公司資料；凱基預估

增加持股 · 維持

收盤價 November 29 (NT\$)	201.0
12 個月目標價 (NT\$)	310.0
前次目標價 (NT\$)	310.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	54.2

焦點內容

- AI 伺服器需求大幅成長將帶動 2024-25 年伺服器營收上揚。
- 2024 年筆電需求復甦帶動營收成長。
- 車用業務為另一亮點，2024 年營收將達 1000 億元以上。

交易資料表

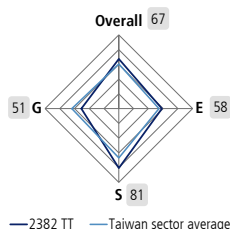
市值：(NT\$bn/US\$m)	776/24,634
流通在外股數 (百萬股)：	3,863
外資持有股數 (百萬股)：	906
3M 平均成交量 (百萬股)：	39.50
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	70.20 - 272.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-17.8	76.3	181.1
相對表現 (%)	-22.3	71.9	163

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.75A	1.03A	2.40A	2.33A
2023	1.68A	2.63A	3.32A	2.50F
2024	2.04F	2.64F	3.94F	4.81F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

凱基投顧

向子慧
886 2 2181 8726
angelah@kgi.com

余昀澄
886 2 2181 8013
alex.a.yu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

廣達

(2382.TW/2382 TT)



2024-25 年 AI 伺服器營收攀升為成長動能

重要訊息

我們預期 2024 年 AI 伺服器需求年增，且 GPU 供給改善，而 Edge AI 將推升 2H24-2025 筆電需求。廣達伺服器與筆電營收將受惠此趨勢，有利於 2024-25 年獲利成長。

評論及分析

廣達為主要 AI 伺服器受惠者。廣達為美系 CSP 伺服器機櫃主要供應商。我們預期 2023-25 年全球訓練型 AI 伺服器出貨量將分別成長至 19.1 萬台(年增 56%)、57.2 萬台(年增 191%)與 99.3 萬台(年增 74%)。廣達看見 AI 伺服器機櫃將為營收帶來顯著貢獻，因 ASP 較高(為通用型伺服器機櫃的 2-3 倍)。儘管 2H23 公司仍受制於 GPU 供給，廣達仍於近期新增 AI 伺服器專案與客戶，顯示強勁市場競爭力與 AI 伺服器成長將持續至 2025-26 年。公司展望 GPU 供給將於 2H24 改善，並預期 2024 年伺服器營收將顯著年增雙位數。我們預期 2024 年整體伺服器營收將年增 85%至 7,200 億元(佔總營收 45%)，2023 年約年增 10-15%(佔總營收 34%)，2025 年伺服器營收將達 1 兆元。儘管受到 GPU Buy and Sell 採購模式影響，AI 伺服器毛利率將低於通用型伺服器(受到 GPU 成本較高影響)，我們預期營收上揚將推升 AI 伺服器機櫃營利率至公司平均水準，帶動廣達 2024-25 年獲利成長。

筆電與車用業務為另一成長動能。筆電佔廣達 2023 年營收 40-45%，管理層預期 2024 年筆電需求將受惠於景氣轉佳而復甦。此外，AI PC 上市將推動 2H24-2025 筆電需求。公司展望 2024 年電動車/汽車營收持續穩健成長，汽車營收將達 1,000 億元以上(佔整體營收 9%)。公司供應 Tesla (美)ADAS 車用電腦系統與電子控制單元(ECU)，受惠於獲得新客戶及專案，2024-25 年來自多個品牌的營收也將擴張。車用業務毛利率達雙位數遠優於公司平均的 6-8%。伺服器與汽車營收穩健成長，以及筆電營收改善，我們預估廣達 2024 年整體營收將年增 42%，營利率也將受惠於車用業務營收擴張而提升，推升 2024 年 EPS 至 13.43 元(年增 33%)。在伺服器與汽車業務持續成長下，預估廣達 2025 年 EPS 將達 17.52 元(年增 30%)。

投資建議

為反映雲端伺服器/AI 伺服器與電動車營收成長亮眼，我們維持「增加持股」評等，目標價為 310 元(20 倍 2024-25 年 EPS 預估平均)。

投資風險

NB 需求疲弱、市場競爭導致雲端業務毛利率偏低、生產中斷。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	1,129,453	1,280,429	1,107,140	1,571,031	2,075,656
營業毛利 (NT\$百萬)	72,111	70,915	85,193	108,414	132,266
營業利益 (NT\$百萬)	37,277	31,189	44,114	64,141	85,139
稅後淨利 (NT\$百萬)	33,653	28,957	39,045	51,781	67,515
每股盈餘 (NT\$)	8.73	7.51	10.13	13.43	17.52
每股現金股利 (NT\$)	6.60	6.00	8.09	10.72	13.98
每股盈餘成長率 (%)	32.9	(14.0)	34.8	32.6	30.4
本益比 (x)	23.0	26.8	19.8	15.0	11.5
股價淨值比 (x)	4.8	4.6	4.4	4.1	3.9
EV/EBITDA (x)	17.9	20.3	11.6	9.2	7.7
淨負債比率 (%)	16.1	28.0	Net cash	Net cash	7.4
殖利率 (%)	3.3	3.0	4.0	5.3	7.0
股東權益報酬率 (%)	22.0	17.5	22.6	28.4	34.8

資料來源：公司資料、凱基

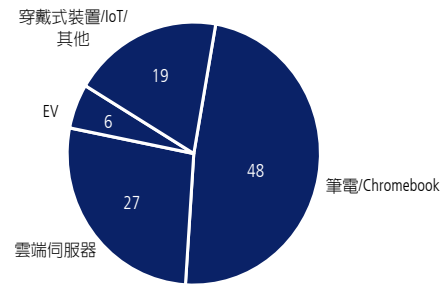
圖 1: 公司概況

廣達成立於 1988 年，為全球最大 NB ODM 廠，2022 年出貨量 5,770 萬台，全球市佔 31%。主要客戶為全球前六大品牌 NB 廠如 Apple (美)、HP (美)、華碩與宏碁等。全球員工人數 3 萬名以上。未來數年雲端將為成長動能來源，目前公司拓展之業務領域，包括伺服器、all-in-one (AIO)、穿戴裝置和居家 AI 產品。2022 年營收約 52%來自非 NB 業務。

資料來源：凱基

圖 2: 2022 年營收組合

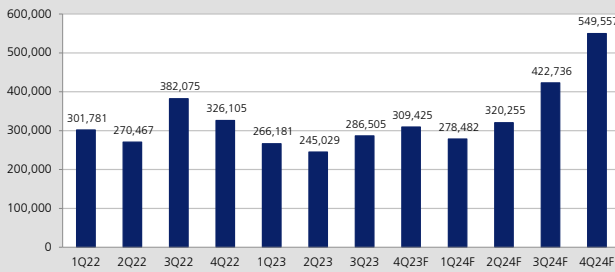
2022 營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3: 季營業收入

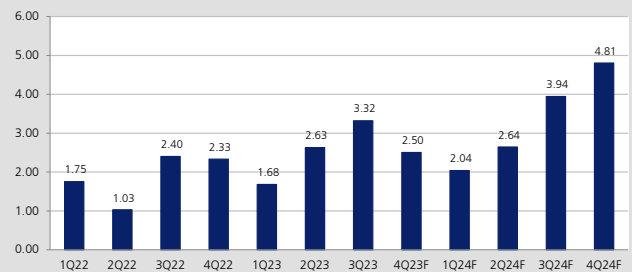
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4: 每股盈利

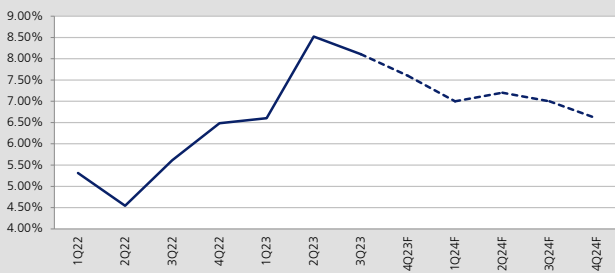
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5: 毛利率

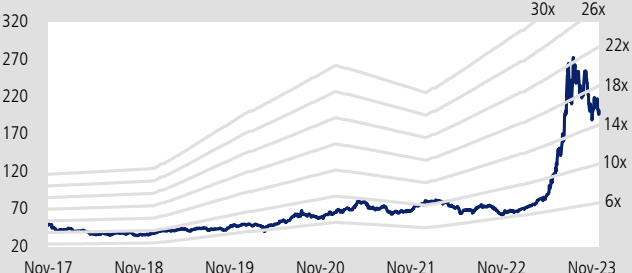
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 未來一年本益比區間

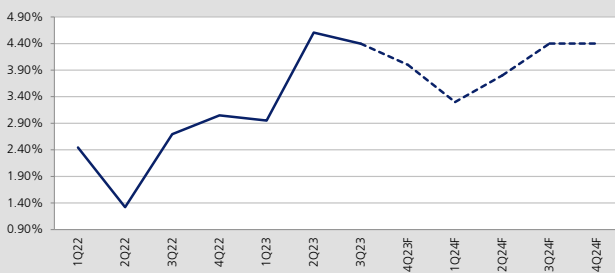
每股盈利，元



資料來源：TEJ; 凱基

圖 7: 營業利潤率

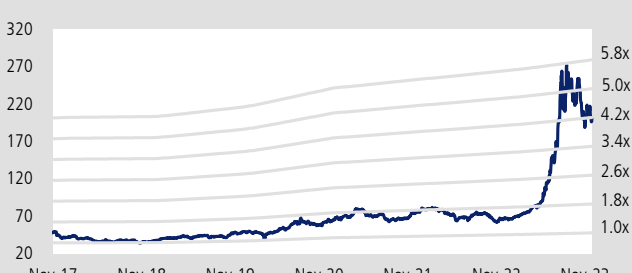
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

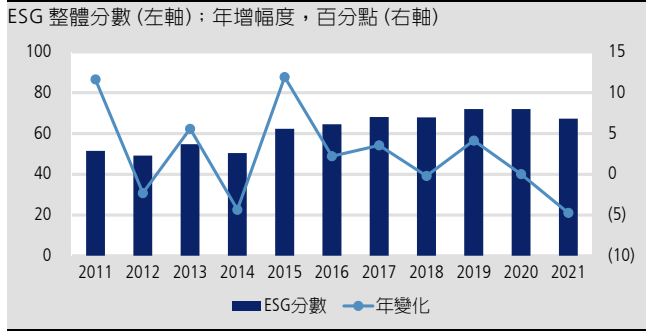
圖 8: 未來一年預估股價淨值比區間

股價，元 (左軸)；股價淨值比，倍 (右軸)



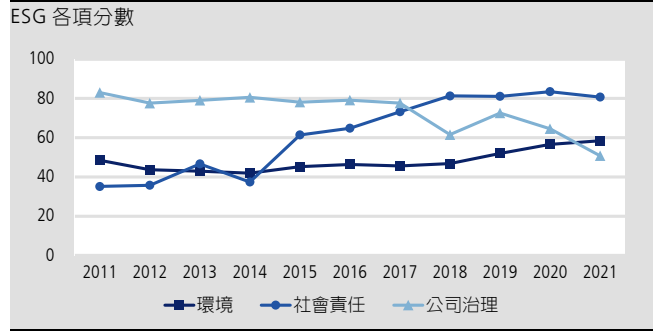
資料來源：TEJ; 凱基

圖 9：ESG 整體分數



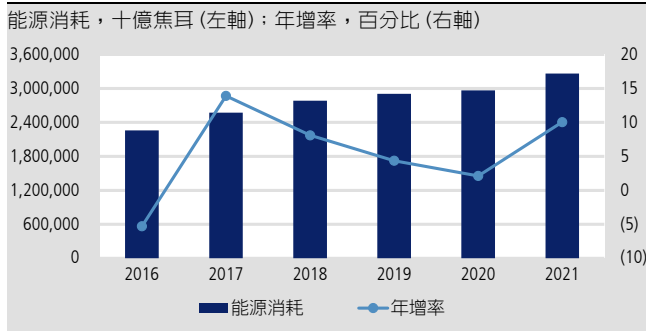
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 10：ESG 各項分數



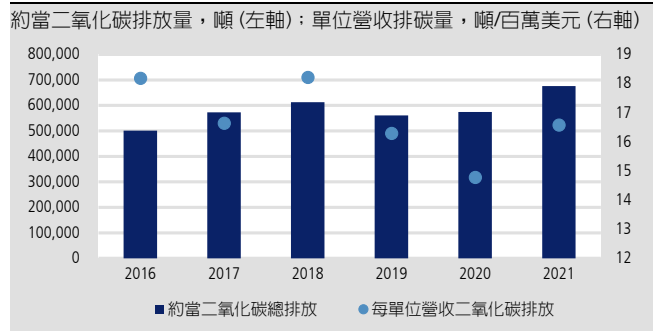
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 11：能源消耗



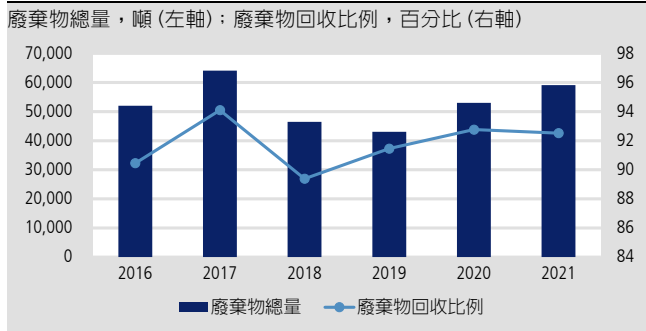
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 12：碳排量



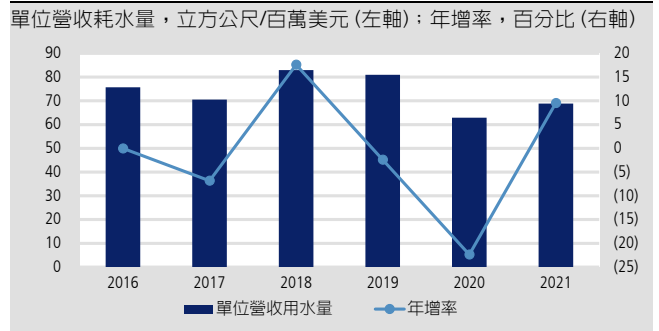
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 13：廢棄物總量



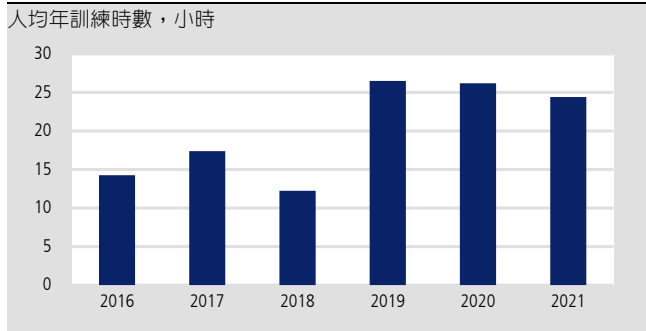
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 14：耗水量



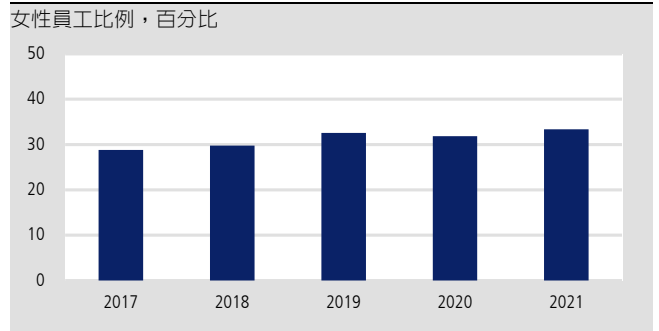
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15：員工訓練



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16：性別多樣性



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數 * 100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數 * 100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv；凱基

損益表

	季度				年度				年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	266,181	245,029	286,505	309,425	278,482	320,255	422,736	549,557	1,107,140	1,571,031	2,075,656
營業成本	(248,615)	(224,147)	(263,276)	(285,909)	(258,989)	(297,196)	(393,145)	(513,287)	(1,021,947)	(1,462,617)	(1,943,390)
營業毛利	17,566	20,882	23,228	23,516	19,494	23,058	29,592	36,271	85,193	108,414	132,266
營業費用	(9,713)	(9,595)	(10,631)	(11,139)	(10,304)	(10,889)	(10,991)	(12,090)	(41,078)	(44,274)	(47,127)
營業利益	7,858	11,287	12,597	12,377	9,190	12,170	18,600	24,181	44,114	64,141	85,139
折舊	(2,375)	(2,430)	(2,456)	(7,925)	(4,135)	(4,135)	(4,135)	(4,135)	(15,185)	(16,538)	(17,891)
攤提	(405)	(388)	(429)	(566)	(447)	(447)	(447)	(447)	(1,788)	(1,788)	(1,788)
EBITDA	10,639	14,105	15,482	20,867	13,771	16,751	23,182	28,762	61,087	82,466	104,818
利息收入	2,230	3,042	2,453	3,075	2,628	2,628	2,628	2,628	10,800	10,512	9,564
投資利益淨額	-	11	-	79	25	25	25	25	90	100	100
其他營業外收入	1,295	2,173	2,663	269	750	750	750	750	6,400	3,000	3,000
總營業外收入	3,525	5,226	5,117	3,423	3,403	3,403	3,403	3,403	17,290	13,612	12,664
利息費用	(2,430)	(2,082)	(2,010)	(2,447)	(2,101)	(2,101)	(2,101)	(2,101)	(8,970)	(8,405)	(7,871)
投資損失	(13)	(11)	(11)	(15)	(13)	(13)	(13)	(13)	(50)	(50)	(50)
其他營業外費用	(0)	0	(0)	(300)	(125)	(125)	(125)	(125)	(300)	(500)	(450)
總營業外費用	(2,443)	(2,094)	(2,022)	(2,762)	(2,239)	(2,239)	(2,239)	(2,239)	(9,320)	(8,955)	(8,371)
稅前純益	8,940	14,419	15,693	13,038	10,354	13,334	19,765	25,345	52,085	68,798	89,432
所得稅費用 [利益]	(2,328)	(4,146)	(2,640)	(3,126)	(2,278)	(2,934)	(4,348)	(6,608)	(12,240)	(16,168)	(21,016)
少數股東損益	(139)	(149)	(253)	(260)	(213)	(213)	(213)	(213)	(800)	(850)	(900)
非常項目稅後純益	6,474	10,125	12,800	9,652	7,864	10,188	15,204	18,525	39,045	51,781	67,515
非常項目	0	0	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅前淨利	6,474	10,125	12,800	9,652	7,864	10,188	15,204	18,525	39,045	51,781	67,515
每股盈餘 (NT\$)	1.68	2.63	3.32	2.50	2.04	2.64	3.94	4.81	10.13	13.43	17.52
獲利率 (%)											
營業毛利率	6.6	8.5	8.1	7.6	7.0	7.2	7.0	6.6	7.7	6.9	6.4
營業利益率	3.0	4.6	4.4	4.0	3.3	3.8	4.4	4.4	4.0	4.1	4.1
EBITDA Margin	4.0	5.8	5.4	6.7	4.9	5.2	5.5	5.2	5.5	5.2	5.0
稅前純益率	3.4	5.9	5.5	4.2	3.7	4.2	4.7	4.6	4.7	4.4	4.3
稅後純益率	2.4	4.1	4.5	3.1	2.8	3.2	3.6	3.4	3.5	3.3	3.3
季成長率 (%)											
營業收入	(18.4)	(7.9)	16.9	8.0	(10.0)	15.0	32.0	30.0			
營業毛利	(16.9)	18.8	11.2	1.2	(17.1)	18.3	28.3	22.6			
營業收益增長	(20.9)	43.6	11.6	(1.8)	(25.7)	32.4	52.8	30.0			
EBITDA	(16.5)	32.6	9.8	34.8	(34.0)	21.6	38.4	24.1			
稅前純益	(27.1)	61.3	8.8	(16.9)	(20.6)	28.8	48.2	28.2			
稅後純益	(28.0)	56.4	26.4	(24.6)	(18.5)	29.6	49.2	21.8			
年成長率 (%)											
營業收入	(11.8)	(9.4)	(25.0)	(5.1)	4.6	30.7	47.5	77.6	(13.5)	41.9	32.1
營業毛利	9.6	70.0	8.4	11.1	11.0	10.4	27.4	54.2	20.1	27.3	22.0
營業收益	6.5	215.6	22.4	24.5	16.9	7.8	47.7	95.4	41.4	45.4	32.7
EBITDA	10.9	135.2	19.4	63.8	29.4	18.8	49.7	37.8	47.9	35.0	27.1
稅前純益	(3.7)	147.9	16.9	6.4	15.8	(7.5)	25.9	94.4	27.7	32.1	30.0
稅後純益	(4.1)	155.5	38.3	7.4	21.5	0.6	18.8	91.9	34.8	32.6	30.4

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	717,570	816,134	883,279	1,064,438	1,259,757
流動資產	649,417	733,270	805,515	991,130	1,194,252
現金及短期投資	177,375	214,499	430,272	461,944	494,418
存貨	196,596	225,856	153,992	219,792	292,840
應收帳款及票據	265,119	283,992	212,328	300,470	398,071
其他流動資產	10,326	8,923	8,923	8,923	8,923
非流動資產	68,152	82,864	77,764	73,308	65,506
長期投資	3,933	4,353	4,438	4,520	4,609
固定資產	52,223	63,225	58,040	53,502	45,611
什項資產	11,996	15,286	15,286	15,286	15,286
負債總額	549,442	639,610	698,147	868,099	1,049,016
流動負債	520,721	628,591	641,824	824,877	999,427
應付帳款及票據	229,941	213,514	181,991	259,754	346,083
短期借款	166,588	249,525	286,221	381,322	456,955
什項負債	124,193	165,552	173,612	183,801	196,389
長期負債	28,721	11,019	56,323	43,222	49,589
長期借款	22,675	4,525	49,829	36,728	43,095
其他負債及準備	3,688	3,732	3,732	3,732	3,732
股東權益總額	168,127	176,523	185,132	196,339	210,742
普通股股本	38,626	38,626	38,626	38,626	38,626
保留盈餘	68,181	71,674	79,483	89,839	103,342
少數股東權益	6,988	7,365	8,165	9,015	9,915
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	3.5%	13.4%	(13.5%)	41.9%	32.1%
營業收益增長	14.9%	(16.3%)	41.4%	45.4%	32.7%
EBITDA	12.4%	(9.5%)	47.9%	35.0%	27.1%
稅後純益	32.9%	(14.0%)	34.8%	32.6%	30.4%
每股盈餘成長率	32.9%	(14.0%)	34.8%	32.6%	30.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	6.4%	5.5%	7.7%	6.9%	6.4%
營業利益率	3.3%	2.4%	4.0%	4.1%	4.1%
EBITDA Margin	4.0%	3.2%	5.5%	5.2%	5.0%
稅後純益率	3.0%	2.3%	3.5%	3.3%	3.3%
平均資產報酬率	4.9%	3.8%	4.6%	5.3%	5.8%
股東權益報酬率	22.0%	17.5%	22.6%	28.4%	34.8%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	112.6%	143.9%	181.5%	212.9%	237.3%
淨負債比率	16.1%	28.0%	Net cash	Net cash	7.4%
利息保障倍數 (x)	39.9	10.3	6.8	9.2	12.4
利息及短期債保障倍數 (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Cash Flow Int. Coverage (x)	(21.3)	2.6	18.7	(0.7)	0.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.1)	0.0	0.6	(0.0)	0.0
流動比率 (x)	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2
速動比率 (x)	0.9	0.8	1.0	0.9	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	27,005	49,412	(84,361)	(34,033)	15,493
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	8.73	7.51	10.13	13.43	17.52
每股現金盈餘 (NT\$)	(6.17)	2.96	43.58	(1.59)	0.73
每股淨值 (NT\$)	41.72	43.79	45.82	48.50	51.99
調整後每股淨值 (NT\$)	41.81	43.89	45.91	48.60	52.10
每股營收 (NT\$)	293.02	332.19	287.23	407.58	538.50
EBITDA/Share (NT\$)	11.83	10.71	15.85	21.39	27.19
每股現金股利 (NT\$)	6.60	6.00	8.09	10.72	13.98
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.64	1.67	1.30	1.61	1.79
應收帳款周轉天數	85.7	81.0	70.0	70.0	70.0
存貨周轉天數	67.9	68.2	55.0	50.0	55.0
應付帳款周轉天數	79.4	64.4	65.0	65.0	65.0
現金轉換周轉天數	74.2	84.7	60.0	60.0	60.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	1,129,453	1,280,429	1,107,140	1,571,031	2,075,656
營業成本	(1,057,342)	(1,209,514)	(1,021,947)	(1,462,617)	(1,943,390)
營業毛利	72,111	70,915	85,193	108,414	132,266
營業費用	(34,833)	(39,725)	(41,078)	(44,274)	(47,127)
營業利益	37,277	31,189	44,114	64,141	85,139
總營業外收入	7,902	13,977	17,290	13,612	12,664
利息收入	2,389	5,018	10,800	10,512	9,564
投資利益淨額	200	496	90	100	100
其他營業外收入	5,313	8,462	6,400	3,000	3,000
總營業外費用	(1,743)	(4,385)	(9,320)	(8,955)	(8,371)
利息費用	(1,116)	(4,370)	(8,970)	(8,405)	(7,871)
投資損失	(61)	(15)	(50)	(50)	(50)
其他營業外費用	(566)	0	(300)	(500)	(450)
稅前純益	43,436	40,781	52,085	68,798	89,432
所得稅費用[利益]	(9,077)	(11,058)	(12,240)	(16,168)	(21,016)
少數股東損益	(707)	(765)	(800)	(850)	(900)
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	33,653	28,957	39,045	51,781	67,515
EBITDA	45,602	41,292	61,087	82,466	104,818
每股盈餘 (NT\$)	8.73	7.51	10.13	13.43	17.52

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	(23,793)	11,415	167,982	(6,122)	2,825
本期純益	33,653	28,957	39,045	51,781	67,515
折舊及攤提	8,325	10,103	16,973	18,326	19,679
本期運用資金變動	(75,616)	(63,213)	112,004	(76,179)	(84,319)
其他營業資產及負債變動	9,845	35,567	(40)	(50)	(50)
投資活動之現金流量	13,536	(14,143)	(11,833)	(13,820)	(11,827)
投資用短期投資出售[新購]	19,287	1,560	-	-	-
本期長期投資變動	(72)	(19)	(45)	(32)	(39)
資本支出淨額	(11,538)	(16,892)	(10,000)	(12,000)	(10,000)
其他資產變動	5,859	1,208	(1,788)	(1,788)	(1,788)
自由現金流	(50,609)	(48,850)	150,937	(22,573)	(11,297)
融資活動之現金流量	(33,213)	31,295	59,624	51,614	41,476
短期借款變動	1,276	34,188	80,000	80,000	80,000
長期借款變動	(13,809)	24,293	2,000	2,000	2,000
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(20,254)	(26,009)	(23,176)	(31,236)	(41,424)
其他融資現金流	(427)	(1,177)	800	850	900
匯率影響數	(1,644)	13,813	-	-	-
本期產生現金流量	(45,114)	42,380	215,773	31,672	32,474

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷售費用/營業收入	3.1%	3.1%	3.7%	2.8%	2.3%
= 營業利益率	3.3%	2.4%	4.0%	4.1%	4.1%
1 / (營業運用資金/營業收入					
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	6.6	6.2	13.8	11.1	10.1
營業利益率	3.3%	2.4%	4.0%	4.1%	4.1%
x 資本周轉率	6.6	6.2	13.8	11.1	10.1
x (1 - 有效現金稅率)	79.1%	72.9%	76.5%	76.5%	76.5%
= 稅後 ROIC	17.1%	11.1%	42.0%	34.6%	31.7%

資料來源：公司資料，凱基

緯創

(3231.TW/3231 TT)



增加持股 · 維持

收盤價 November 29 (NT\$)	93.30
12 個月目標價 (NT\$)	137.0
前次目標價 (NT\$)	137.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	46.8

焦點內容

1. 我們預期緯創伺服器營收比重由 2023 年之 35%，擴張至 2024 年 47%，將推升獲利能力。
2. 緯創 PC 營收佔比約 40%，PC 市場復甦將有利於緯創。
3. 處分掉虧損的 iPhone 業務將有利於利潤率。

交易資料表

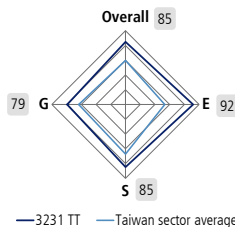
市值：(NT\$bn/US\$mn)	270.6 / 8,584
流通在外股數 (百萬股)：	2,900
外資持有股數 (百萬股)：	850
3M 平均成交量 (百萬股)：	71.97
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	27.30 - 158.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-14.8	37.2	237.4
相對表現 (%)	-19.3	32.8	219.3

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	(0.31)A	1.53A	1.33A	1.46A
2023	0.06A	1.16A	1.67A	1.27F
2024	1.00F	1.12F	1.84F	2.07F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

凱基投顧

向子慧
886 2 2181 8013726
angelah@kgi.com

余昀澄
886.2.2181.8013
alex.a.yu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

2024 年伺服器營收大幅增加推升 EPS 成長

重要訊息

隨著 PC 市場復甦以及 AI 伺服器業務快速擴張，我們正向看待緯創緯創 2024 年獲利表現。我們預期緯創 2024 年 EPS 6.03 元(年增 44%)。

評論及分析

緯創 2024 年獲利展望正向。我們認為緯創展望正向主因為：(1) 2024 年伺服器營收佔比將達 47%(2023 年 35%)，2025 年佔比達 55%，動能為 AI GPU 基板 (H100/B100/MI300)與 GPU 模組營收擴張，由 2023 年約 230 億元成長至 2024 年約 600 億元。(2) 緯穎 ASIC AI 伺服器營收強勁增長。(3) 筆電與桌機業務自 2023 年之谷底回升。(4) 出售虧損之 iPhone 業務有利於利潤率。因產品組合轉佳，我們預估 2024 年 EPS 年增 45%至 6.03 元，2025 年 7.68 元(2023 年預估為 4.15 元)。

2024 年伺服器強勁成長，緯創受惠於 AI GPU 擴張及緯穎 AI 伺服器營收成長。緯創為 Nvidia GPU 基板的主要供應商，2024 年有望受惠 Nvidia 的 GPU 模組。我們預估並預期 2024 年訓練用伺服器出貨量為 57.2 萬台，2025 年達 99.3 萬台。因此，我們預期 2024 年緯創 AI GPU 基板營收將達 600 億元(年增 161%)，2025 年達 830 億元(年增 38%)，2024 年營收貢獻將達 6.3%，2025 年達 8.2%。我們對緯創伺服器業務子公司緯穎 (6669 TT, NT\$1780, OP) 也持正面看法，緯穎 ASIC AI 專案和一般伺服器需求復甦，推升緯穎 2024 年營收達 3145 億元(年增 41%)。加上 GPU 基板和伺服器機櫃營收成長，緯創整體伺服器營收佔比 2024 年將達 47%(2023 年為 35%)。產品組合較佳應推升其毛利率及營利率，推升 2024 年盈餘成長。

PC 營收觸底及處分虧損業務有利於 2024 年的利潤。緯創 PC 營收佔比約 40%，因此將受惠於 2024 年 PC 市場復甦。我們預期緯創筆電及桌機將在 2024 年呈現年增。此外，將虧損的印度 iPhone 業務出售給塔塔集團也應提升緯創獲利能力。我們預期 2024 年緯創 2024 年 EPS 將年增 45%至 6.03 元(2023 年為 4.15 元)，2025 年 EPS 將達 7.68 元。

投資建議

反映利潤率持續提升且評價較具吸引力，我們維持「增加持股」評等，目標價維持 137 元 (20 倍 2024-25 年平均 EPS 預估)。

投資風險

需求疲弱、AI 伺服器利潤率競爭。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	862,083	984,619	865,495	944,194	1,071,875
營業毛利 (NT\$百萬)	51,135	69,729	65,889	77,758	90,235
營業利益 (NT\$百萬)	16,375	27,472	24,297	36,568	45,269
稅後淨利 (NT\$百萬)	10,468	11,162	11,699	16,973	21,622
每股盈餘 (NT\$)	3.76	4.01	4.15	6.03	7.68
每股現金股利 (NT\$)	2.20	2.60	2.94	4.27	5.44
每股盈餘成長率 (%)	21.3	6.6	3.6	45.1	27.4
本益比 (x)	24.8	23.3	22.5	15.5	12.2
股價淨值比 (x)	3.5	2.8	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA (x)	14.1	9.0	9.1	6.5	5.5
淨負債比率 (%)	113.1	62.2	27.5	13.0	2.6
殖利率 (%)	2.4	2.8	3.2	4.6	5.8
股東權益報酬率 (%)	14.0	12.8	11.5	15.1	17.3

資料來源：公司資料；凱基預估

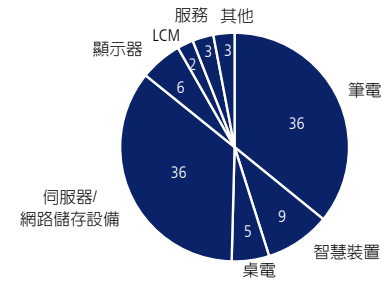
圖 1：公司概況

從宏碁(2353 TT, NT\$35.35, 未評等)分割出來的緯創專營電子硬體之設計/製造/服務(DMS)業者，產品研發聚焦資通訊(ICT)領域，筆電、桌電、伺服器、儲存裝置、工業自動化(IA)、網通與通訊產品都包含在內。緯創在台筆電代工排名第三大，僅次於廣達(2382 TT, NT\$201, 增加持股)與仁寶(2324 TT, NT\$30.75, 未評等)，2022 年筆電出貨量為 2,120 萬台，全球市佔率為 10%。緯創在台灣筆電代工廠同業中的業務分化程度最高。

資料來源：凱基

圖 2：緯創業務分化甚廣

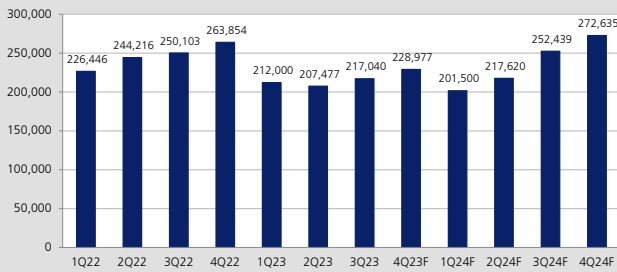
1-3Q23 營收組成，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3：季營業收入

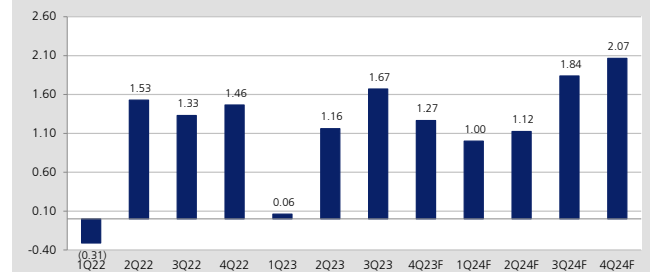
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4：每股盈利

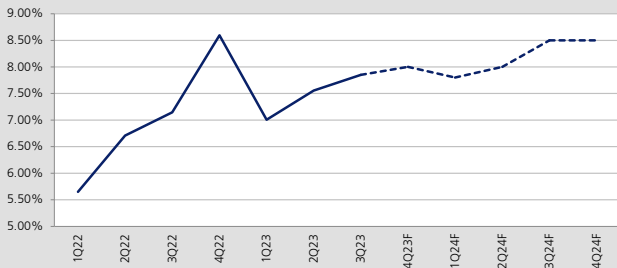
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

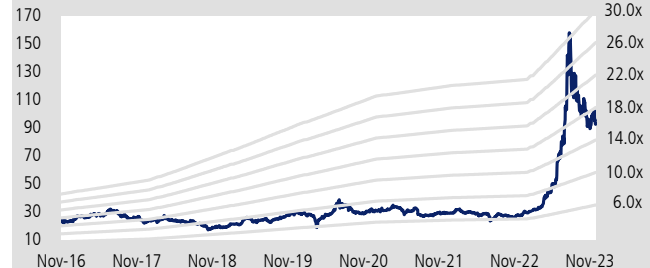
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6：未來一年預估本益比區間

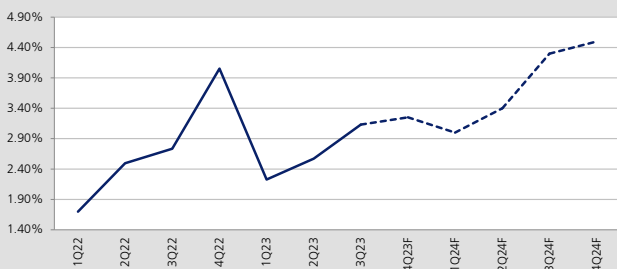
股價，元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 7：營業利潤率

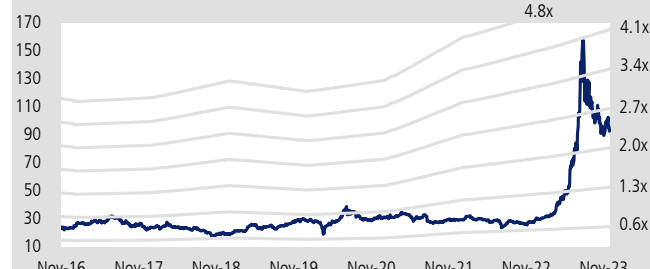
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元 (左軸)；股價淨值比，倍 (右軸)



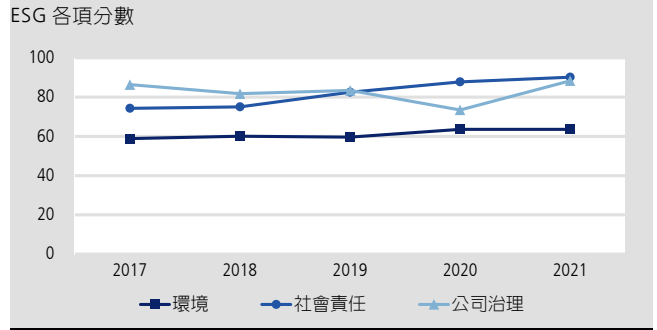
資料來源：TEJ；凱基預估

圖 9：ESG 整體分數



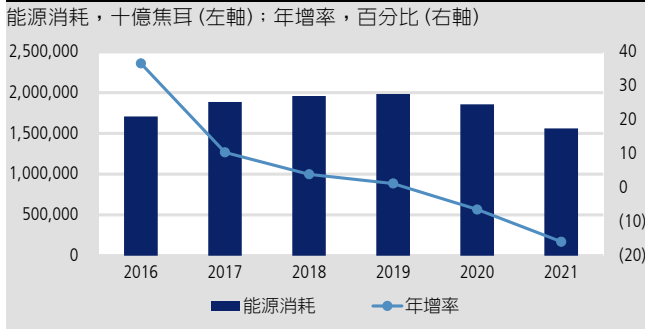
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 10：ESG 各項分數



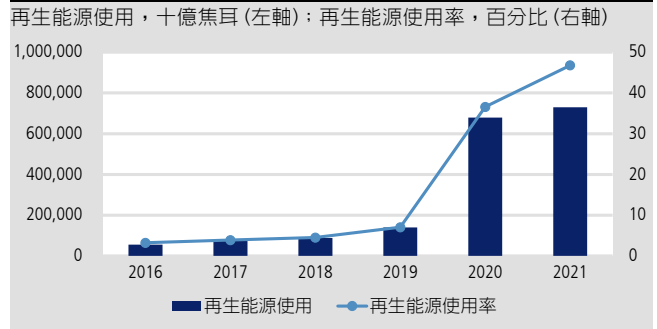
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 11：能源消耗



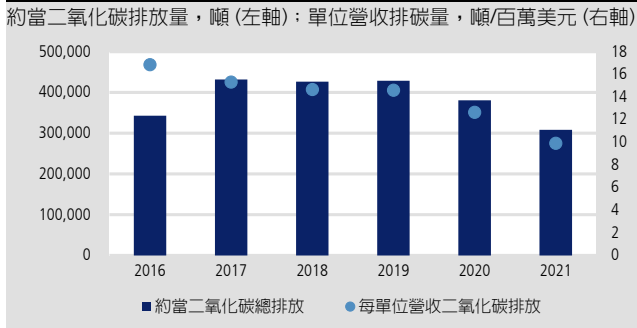
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 12：再生能源使用



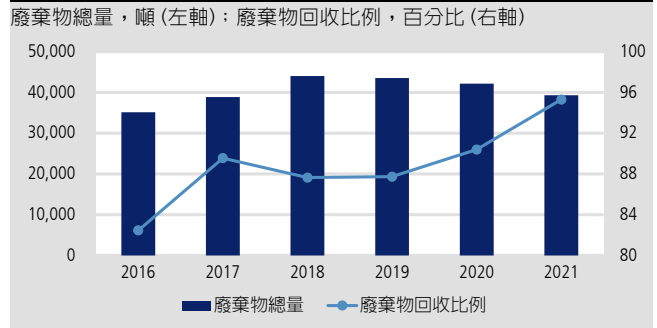
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 13：碳排量



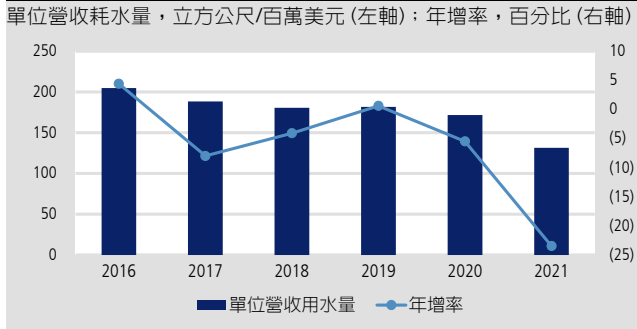
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 14：廢棄物總量



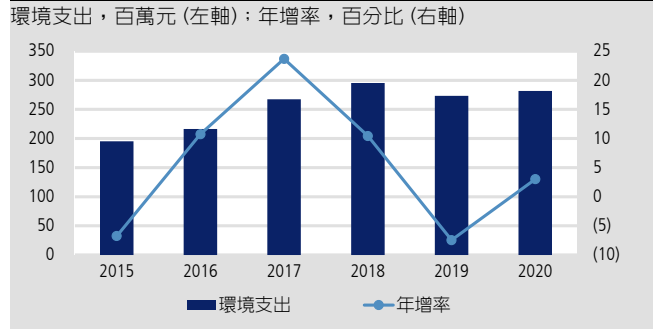
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 15：耗水量



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 16：環境支出



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數 * 100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數 * 100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv；凱基

損益表

	季度				年度				年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	212,000	207,477	217,040	228,977	201,500	217,620	252,439	272,635	865,495	944,194	1,071,875
營業成本	(197,149)	(191,800)	(199,998)	(210,659)	(185,783)	(200,211)	(230,982)	(249,461)	(799,605)	(866,436)	(981,640)
營業毛利	14,852	15,677	17,042	18,318	15,717	17,410	21,457	23,174	65,889	77,758	90,235
營業費用	(10,128)	(10,342)	(10,246)	(10,876)	(9,672)	(10,011)	(10,602)	(10,905)	(41,592)	(41,190)	(44,966)
營業利益	4,723	5,335	6,796	7,442	6,045	7,399	10,855	12,269	24,297	36,568	45,269
折舊	(2,888)	(2,971)	(3,041)	(2,683)	(3,437)	(3,437)	(3,437)	(3,437)	(11,583)	(13,747)	(15,680)
攤提	(134)	(109)	(109)	(161)	(128)	(128)	(128)	(128)	(513)	(513)	(513)
EBITDA	7,745	8,416	9,946	10,286	9,610	10,964	14,420	15,834	36,393	50,827	61,463
利息收入	628	637	666	688	672	672	672	672	2,618	2,687	2,551
投資利益淨額	74	230	159	87	125	125	125	125	550	500	400
其他營業外收入	85	2,179	2,961	575	1,125	1,125	1,125	1,125	5,800	4,500	3,500
總營業外收入	786	3,046	3,786	1,349	1,922	1,922	1,922	1,922	8,968	7,687	6,451
利息費用	(2,293)	(2,205)	(2,188)	(2,149)	(1,867)	(1,867)	(1,867)	(1,867)	(8,834)	(7,468)	(6,115)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(590)	-	-	(210)	(500)	(500)	(500)	(500)	(800)	(2,000)	(2,000)
總營業外費用	(2,883)	(2,205)	(2,188)	(2,358)	(2,367)	(2,367)	(2,367)	(2,367)	(9,634)	(9,468)	(8,115)
稅前純益	2,627	6,177	8,394	6,433	5,600	6,954	10,410	11,823	23,631	34,787	43,604
所得稅費用[利益]	(607)	(1,441)	(2,201)	(1,187)	(1,344)	(1,669)	(2,498)	(2,490)	(5,435)	(8,001)	(10,029)
少數股東損益	(1,846)	(1,478)	(1,491)	(1,682)	(1,442)	(2,119)	(2,733)	(3,518)	(6,497)	(9,812)	(11,953)
非常項目稅後純益	174	3,258	4,702	3,564	2,814	3,166	5,178	5,815	11,699	16,973	21,622
非常項目	(0)	0	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	174	3,258	4,702	3,564	2,814	3,166	5,178	5,815	11,699	16,973	21,622
每股盈餘 (NT\$)	0.06	1.16	1.67	1.27	1.00	1.12	1.84	2.07	4.15	6.03	7.68
獲利率 (%)											
營業毛利率	7.0	7.6	7.9	8.0	7.8	8.0	8.5	8.5	7.6	8.2	8.4
營業利益率	2.2	2.6	3.1	3.3	3.0	3.4	4.3	4.5	2.8	3.9	4.2
EBITDA Margin	3.7	4.1	4.6	4.5	4.8	5.0	5.7	5.8	4.2	5.4	5.7
稅前純益率	1.2	3.0	3.9	2.8	2.8	3.2	4.1	4.3	2.7	3.7	4.1
稅後純益率	0.1	1.6	2.2	1.6	1.4	1.5	2.1	2.1	1.4	1.8	2.0
季成長率 (%)											
營業收入	(19.7)	(2.1)	4.6	5.5	(12.0)	8.0	16.0	8.0			
營業毛利	(34.5)	5.6	8.7	7.5	(14.2)	10.8	23.2	8.0			
營業收益增長	(55.8)	13.0	27.4	9.5	(18.8)	22.4	46.7	13.0			
EBITDA	(43.9)	8.7	18.2	3.4	(6.6)	14.1	31.5	9.8			
稅前純益	(68.0)	135.2	35.9	(23.4)	(12.9)	24.2	49.7	13.6			
稅後純益	(95.7)	1775.2	44.3	(24.2)	(21.0)	12.5	63.5	12.3			
年成長率 (%)											
營業收入	(6.4)	(15.0)	(13.2)	(13.2)	(5.0)	4.9	16.3	19.1	(12.1)	9.1	13.5
營業毛利	16.1	(4.3)	(4.7)	(19.2)	5.8	11.0	25.9	26.5	(5.5)	18.0	16.0
營業收益	22.8	(12.5)	(0.6)	(30.4)	28.0	38.7	59.7	64.9	(11.6)	50.5	23.8
EBITDA	20.1	(5.5)	1.5	(25.5)	24.1	30.3	45.0	53.9	(6.6)	39.7	20.9
稅前純益	462.2	(23.8)	5.8	(21.6)	113.2	12.6	24.0	83.8	(4.4)	47.2	25.3
稅後純益		(23.3)	27.2	(12.6)	1519.6	(2.8)	10.1	63.1	4.8	45.1	27.4

資料來源：公司資料；凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	497,298	432,908	450,520	466,221	494,179
流動資產	421,787	342,986	359,537	377,491	410,935
現金及短期投資	83,644	75,023	91,216	87,456	82,590
存貨	161,378	156,889	127,061	137,304	155,987
應收帳款及票據	161,166	100,230	130,417	141,887	161,515
其他流動資產	15,599	10,843	10,843	10,843	10,843
非流動資產	75,511	89,922	90,983	88,730	83,244
長期投資	14,306	15,256	15,399	15,894	16,088
固定資產	42,210	51,515	52,432	49,685	44,005
什項資產	18,996	23,151	23,151	23,151	23,151
負債總額	404,813	314,255	315,445	309,320	311,326
流動負債	365,583	286,725	286,583	278,263	278,358
應付帳款及票據	168,305	108,802	129,251	139,671	158,676
短期借款	142,118	119,807	98,076	75,486	53,183
什項負債	55,161	58,116	59,256	63,106	66,500
長期負債	39,230	27,530	28,863	31,057	32,967
長期借款	32,674	20,389	21,620	23,709	25,513
其他負債及準備	4,565	4,079	4,181	4,285	4,392
股東權益總額	92,485	118,653	135,074	156,901	182,853
普通股股本	29,033	29,016	29,016	29,016	29,016
保留盈餘	-	-	3,159	7,742	13,580
少數股東權益	14,568	22,270	28,767	38,580	50,533
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	2.0%	14.2%	(12.1%)	9.1%	13.5%
營業收益增長	13.2%	67.8%	(11.6%)	50.5%	23.8%
EBITDA	4.4%	52.1%	(6.6%)	39.7%	20.9%
稅後純益	20.6%	6.6%	4.8%	45.1%	27.4%
每股盈餘成長率	21.3%	6.6%	3.6%	45.1%	27.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	5.9%	7.1%	7.6%	8.2%	8.4%
營業利益率	1.9%	2.8%	2.8%	3.9%	4.2%
EBITDA Margin	3.0%	4.0%	4.2%	5.4%	5.7%
稅後純益率	1.2%	1.1%	1.4%	1.8%	2.0%
平均資產報酬率	2.3%	2.4%	2.6%	3.7%	4.5%
股東權益報酬率	14.0%	12.8%	11.5%	15.1%	17.3%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	189.0%	118.2%	88.6%	63.2%	43.0%
淨負債比率	113.1%	62.2%	27.5%	13.0%	2.6%
利息保障倍數 (x)	11.2	5.1	3.7	5.7	8.1
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	(11.5)	8.9	4.9	2.6	3.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.1)	0.4	0.4	0.2	0.3
流動比率 (x)	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
速動比率 (x)	0.7	0.6	0.8	0.9	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	104,637	73,858	37,165	20,425	4,792
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.76	4.01	4.15	6.03	7.68
每股現金盈餘 (NT\$)	(7.74)	19.20	15.39	6.90	6.43
每股淨值 (NT\$)	26.84	33.22	36.64	40.78	45.60
調整後每股淨值 (NT\$)	27.99	34.62	37.75	42.02	46.99
每股營收 (NT\$)	309.65	353.71	307.37	335.32	380.66
EBITDA/Share (NT\$)	9.20	13.99	12.92	18.05	21.83
每股現金股利 (NT\$)	2.20	2.60	2.94	4.27	5.44
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.86	2.12	1.96	2.06	2.23
應收帳款周轉天數	68.2	37.2	55.0	55.0	55.0
存貨周轉天數	72.6	62.6	58.0	58.0	58.0
應付帳款周轉天數	75.8	43.4	59.0	59.0	59.0
現金轉換周轉天數	65.1	56.3	54.0	54.0	54.0

資料來源：公司資料；凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	862,083	984,619	865,495	944,194	1,071,875
(810,948)	(914,890)	(799,605)	(866,436)	(981,640)	
營業成本	51,135	69,729	65,889	77,758	90,235
營業毛利	51,135	69,729	65,889	77,758	90,235
營業費用	(34,760)	(42,257)	(41,592)	(41,190)	(44,966)
營業利益	16,375	27,472	24,297	36,568	45,269
總營業外收入	9,627	8,152	8,968	7,687	6,451
利息收入	1,307	1,990	2,618	2,687	2,551
投資利益淨額	172	816	550	500	400
其他營業外收入	8,148	5,346	5,800	4,500	3,500
總營業外費用	(6,767)	(10,913)	(9,634)	(9,468)	(8,115)
利息費用	(1,880)	(5,988)	(8,834)	(7,468)	(6,115)
投資損失	(77)	-	-	-	-
其他營業外費用	(4,810)	(4,925)	(800)	(2,000)	(2,000)
稅前純益	19,234	24,711	23,631	34,787	43,604
所得稅費用 [利益]	(4,506)	(5,693)	(5,435)	(8,001)	(10,029)
少數股東損益	(4,260)	(7,855)	(6,497)	(9,812)	(11,953)
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	10,468	11,162	11,699	16,973	21,622
EBITDA	25,600	38,947	36,393	50,827	61,463
每股盈餘 (NT\$)	3.76	4.01	4.15	6.03	7.68

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	(21,536)	53,440	43,336	19,440	18,110
本期純益	10,468	11,162	11,699	16,973	21,622
折舊及攤提	9,225	11,475	12,096	14,260	16,193
本期運用資金變動	(47,880)	15,137	20,091	(11,293)	(19,306)
其他營業資產及負債變動	6,651	15,666	(550)	(500)	(400)
投資活動之現金流量	(16,597)	(16,739)	(12,607)	(11,508)	(10,307)
投資用短期投資出售 [新購]	(1,783)	352	-	-	-
本期長期投資變動	1,208	(395)	406	6	206
資本支出淨額	(14,556)	(13,609)	(12,500)	(11,000)	(10,000)
其他資產變動	(1,466)	(3,087)	(513)	(513)	(513)
自由現金流	(41,032)	33,685	37,883	19,610	21,231
融資活動之現金流量	44,593	(48,366)	(14,536)	(11,692)	(12,669)
短期借款變動	41,537	(37,371)	(23,000)	(23,000)	(23,000)
長期借款變動	9,149	(10,176)	2,500	2,500	2,500
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(6,258)	(6,257)	(7,401)	(8,540)	(12,391)
其他融資現金流	165	5,325	13,365	17,348	20,221
匯率影響數	(2,509)	7,849	-	-	-
本期產生現金流量	3,950	(3,817)	16,193	(3,760)	(4,867)

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	4.0%	4.3%	4.8%	4.4%	4.2%
= 營業利益率	1.9%	2.8%	2.8%	3.9%	4.2%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	5.4	6.3	6.3	6.7	7.1
營業利益率	1.9%	2.8%	2.8%	3.9%	4.2%
x 資本周轉率	5.4	6.3	6.3	6.7	7.1
x (1 - 有效現金稅率)	76.6%	77.0%	77.0%	77.0%	77.0%
= 稅後 ROIC	7.8%	13.4%	13.6%	19.9%	22.9%

資料來源：公司資料；凱基預估

增加持股 · 維持

收盤價 November 29 (NT\$)	1,780
12 個月目標價 (NT\$)	2,200
前次目標價 (NT\$)	2,200
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	23.6

焦點內容

- 受惠於 AI 伺服器放量及 ASIC AI 伺服器快速發展。
- 通用型伺服器需求復甦將推升 2024 年營收。
- 公司提高自製率，隱含客戶訂單穩健。

交易資料表

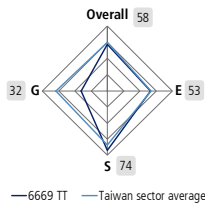
市值：(NT\$bn/US\$mn)	169.9 / 6,012
流通在外股數 (百萬股)：	174.8
外資持有股數 (百萬股)：	45.93
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.23
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	723 - 2,115

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	8.5	47.7	105.1
相對表現 (%)	4	43.3	87

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	13.42A	20.38A	24.68A	22.59A
2023	18.86A	14.96A	14.96A	16.87F
2024	14.50F	21.31F	27.49F	35.86F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv；凱基

凱基投顧

向子慧
886.2.2181.8726
angelah@kgi.com

余昀澄
886.2.2181.8013
alex.a.yu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

緯穎

(6669.TW/6669 TT)



2024 年 AI 伺服器出貨放量之受惠者

重要訊息

我們預期 2024-25F 緯穎將受惠於 AI 伺服器放量及通用型伺服器需求復甦。緯穎為 ASIC AI 伺服器組裝廠，且 2024 年將有 Nvidia(美)H100 AI 伺服器營收貢獻，因此我們正向看待 2024-25 年營收及獲利展望。

評論及分析

受惠 2024-25 年 AI 伺服器趨勢。緯穎為三大美系 CSP 業者(AWS, Meta, Microsoft)伺服器機櫃供應商，公司表示 3Q23 & 1-3Q23 AI 伺服器營收佔比皆超過 10%，目前主要來自 AWS(美)ASIC 專案。由於 AWS 多採用自研 ASIC AI 晶片，因此較不受限於 Nvidia H100 CoWoS 產能擴充時程與供貨排序。緯穎為 AWS 主要之 AI 伺服器組裝廠，我們預期 2023-24 年 AWS 營收貢獻將大幅增加(每年年增兩倍以上)，並成為緯穎的第三大客戶，預估 2023 年 AWS 營收比重 13%、2024 年 26%。此外，緯穎亦於 2022 年開始組裝搭載 Habana 晶片的 AI 伺服器，且搭載 H100 之 AI 伺服器將於 4Q23 末出貨給 Meta，我們預期 2025 年將組裝 Meta (美) 自研晶片的 AI 伺服器。因此，隨未來幾年 ASIC AI 伺服器成長趨勢，我們預期緯穎將成為 ASIC 伺服器主要組裝廠，並提供客製化設計服務給客戶。考量公司表示目前在手訂單 50%以上為 AI 伺服器，我們預估緯穎 AI 伺服器營收比重 2024 年將擴張至 30%(2023 年為 10-15%)。

迎接 2024-25AI 伺服器熱潮。除了來自 ASIC 和 GPU 之 AI 伺服器營收擴張外，公司預期 2024 年通用型伺服器需求也將恢復年增。因此，我們預估 2024 年緯穎營收年增 41%，主要來自 AWS 在 ASIC 專案的貢獻，以及 Meta 和 Microsoft 訂單成長。我們預期 2024 年來自 AWS 的營收將翻倍，將有利於緯穎分散客戶的策略。我們預期 2024 年 EPS 99.16 元(年增 51%)。此外，我們預期資料中心採用浸沒式冷卻貢獻將成為 2025 年 EPS 成長的催化劑。2025 年 EPS 預期將上升至 120.87 元(年增 22%)。產能計畫方面，緯穎持續提升自製率，顯示客戶的訂單穩健。馬來西亞廠目前主要用於組裝，已於 10 月開始量產，而在墨西哥擴充的組裝產能，將用於滿足美系客戶需求。緯穎也將擴大馬來西亞的主機板產能以滿足亞洲需求，並與台南(台灣)產能整合。我們認為這些舉動將提高生產效率並降低對中國生產的依賴。

投資建議

反映 2024 年獲利展望更加正向，我們維持「增加持股」評等，目標價 2,200 元(20 倍 2024-25 年 EPS 預估平均)。

投資風險

通用型伺服器需求疲弱；客戶資料中心擴張延遲。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	192,626	292,876	241,450	341,485	434,411
營業毛利 (NT\$百萬)	15,621	23,979	21,600	29,898	35,359
營業利益 (NT\$百萬)	11,387	17,834	14,827	22,400	27,219
稅後淨利 (NT\$百萬)	8,648	14,175	11,479	17,337	21,134
每股盈餘 (NT\$)	49.46	81.07	65.65	99.16	120.87
每股現金股利 (NT\$)	25.00	50.00	36.11	54.54	66.48
每股盈餘成長率 (%)	0.4	63.9	(19.0)	51.0	21.9
本益比 (x)	36.0	22.0	27.1	18.0	14.7
股價淨值比 (x)	11.4	8.0	6.5	5.2	4.3
EV/EBITDA (x)	26.5	15.9	18.3	12.0	9.8
淨負債比率 (%)	29.3	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.4	2.8	2.0	3.1	3.7
股東權益報酬率 (%)	33.3	42.9	26.5	32.2	31.8

資料來源：公司資料；凱基預估

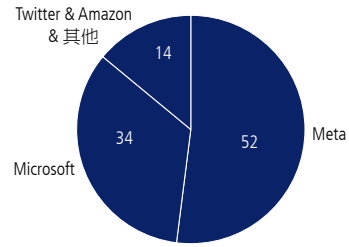
圖 1：公司概況

緯穎是緯創(3231 TT, NT\$93.3, 增加持股)持股 43.1% 子公司, 公司為一家專為超大規模雲端資料中心供應硬體與解決方案之公司, 受惠來自網路內容供應商(Content Service Provider(CSP))客戶之資料中心擴建需求趨勢, 預期隨著人工智慧、自動駕駛及擴增/虛擬實境對運算能力要求提高, 網路流量將不斷成長, 有助於公司來年營收與獲利持續成長。其客戶主要為 Meta (美)與 Microsoft (美), 並出貨以機櫃為主(包括伺服器、儲存、交換器)。

資料來源：凱基

圖 2：Microsoft 與 Meta 為緯穎主要營收貢獻來源

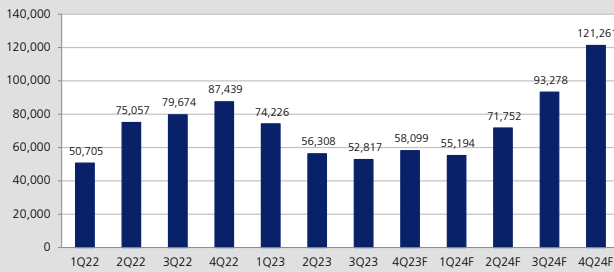
2022 年客戶營收比重, 百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3：季營業收入

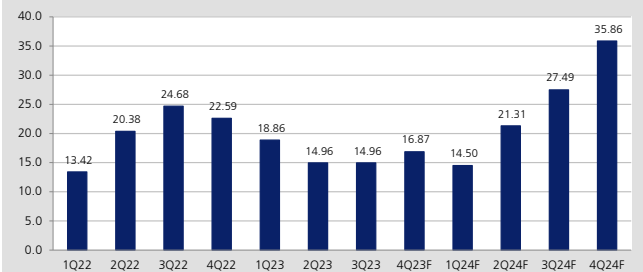
季營業收入, 百萬元



資料來源：凱基

圖 4：每股盈利

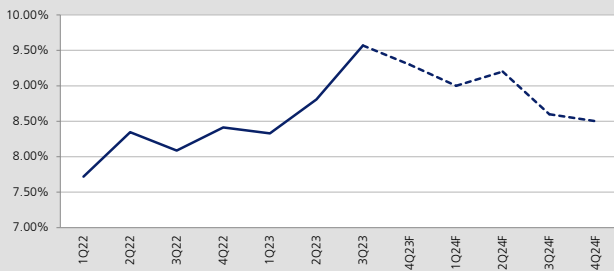
每股盈利, 元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

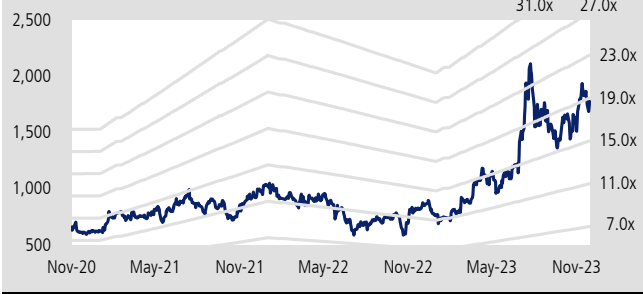
毛利率, 百分比



資料來源：凱基

圖 6：未來一年預估本益比區間

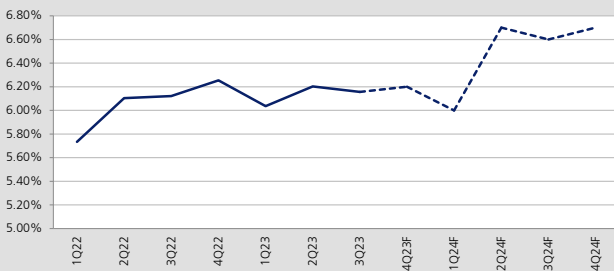
股價, 元 (左軸) ; 本益比, 倍 (右軸)



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 7：營業利潤率

營業利潤率, 百分比



資料來源：凱基

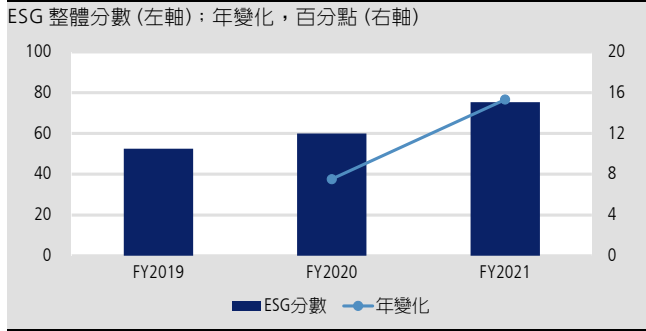
圖 8：未來一年預估股價淨值比區間

股價, 元 (左軸) ; 股價淨值比, 倍 (右軸)



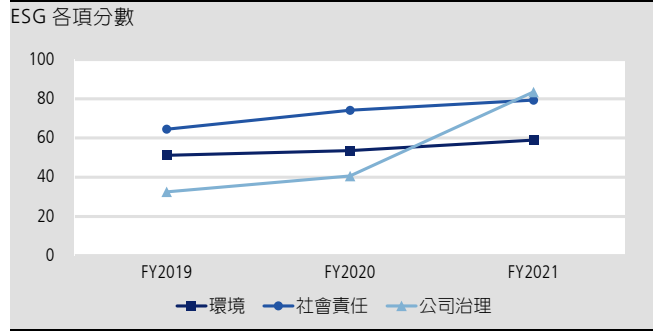
資料來源：TEJ；凱基預估

圖 9：ESG 整體分數



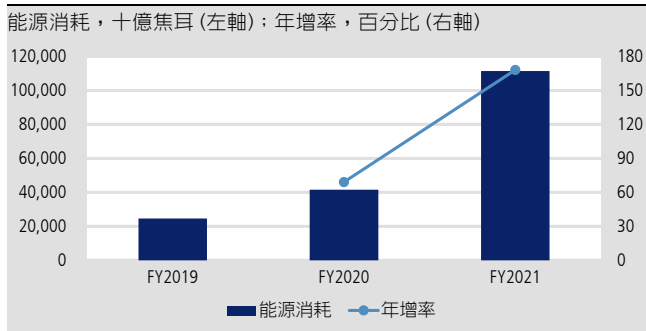
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 10：ESG 各項分數



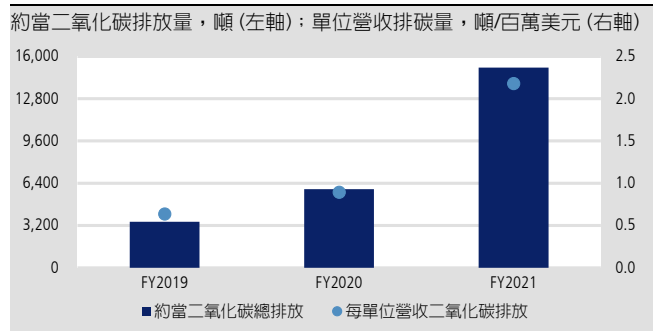
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 11：能源消耗



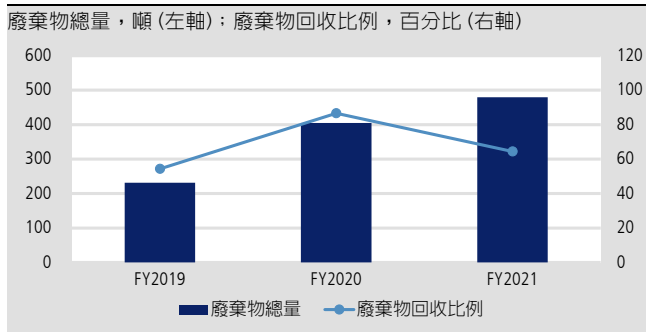
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 12：碳排量



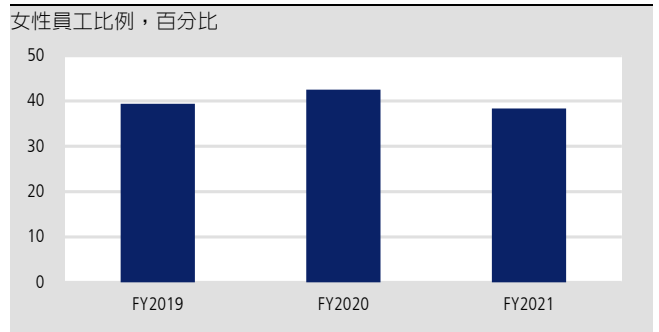
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 13：廢棄物總量



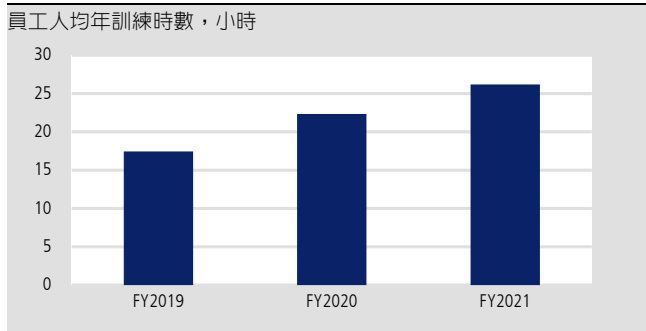
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 14：性別多樣性



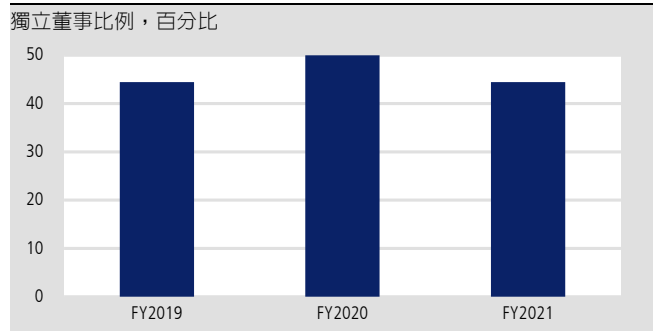
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 15：員工訓練



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 16：獨立董事



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數 * 100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數 * 100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv；凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	74,226	56,308	52,817	58,099	55,194	71,752	93,278	121,261	241,450	341,485	434,411
營業成本	(68,043)	(51,348)	(47,763)	(52,696)	(50,227)	(65,151)	(85,256)	(110,954)	(219,850)	(311,588)	(399,053)
營業毛利	6,183	4,960	5,054	5,403	4,967	6,601	8,022	10,307	21,600	29,898	35,359
營業費用	(1,702)	(1,468)	(1,803)	(1,801)	(1,656)	(1,794)	(1,866)	(2,183)	(6,773)	(7,498)	(8,139)
營業利益	4,481	3,492	3,252	3,602	3,312	4,807	6,156	8,125	14,827	22,400	27,219
折舊	(192)	(204)	(228)	(566)	(508)	(508)	(508)	(508)	(1,191)	(2,031)	(2,661)
攤提	(31)	(29)	(29)	(23)	(28)	(28)	(28)	(28)	(112)	(112)	(112)
EBITDA	4,704	3,726	3,509	4,191	3,847	5,343	6,692	8,660	16,130	24,543	29,992
利息收入	96	93	109	97	83	83	83	83	396	332	290
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	243	211	46	45	45	47	51	500	188	163
總營業外收入	96	336	320	143	128	128	130	134	896	520	453
利息費用	(236)	(256)	(293)	(236)	(248)	(248)	(248)	(248)	(1,022)	(993)	(969)
投資損失	(17)	(14)	-	(31)	(13)	(13)	(13)	(13)	(62)	(50)	(50)
其他營業外費用	(160)	0	(14)	(26)	(10)	(18)	(18)	(25)	(200)	(70)	(70)
總營業外費用	(413)	(270)	(308)	(293)	(271)	(278)	(278)	(286)	(1,284)	(1,113)	(1,089)
稅前純益	4,164	3,558	3,264	3,452	3,169	4,657	6,008	7,973	14,439	21,807	26,583
所得稅費用[利益]	(866)	(943)	(649)	(503)	(634)	(931)	(1,202)	(1,704)	(2,960)	(4,470)	(5,450)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	3,298	2,616	2,615	2,950	2,535	3,726	4,806	6,269	11,479	17,337	21,134
非常項目	(0)	(0)	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	3,298	2,616	2,615	2,950	2,535	3,726	4,806	6,269	11,479	17,337	21,134
每股盈餘 (NT\$)	18.86	14.96	14.96	16.87	14.50	21.31	27.49	35.86	65.65	99.16	120.87
獲利率 (%)											
營業毛利率	8.3	8.8	9.6	9.3	9.0	9.2	8.6	8.5	8.9	8.8	8.1
營業利益率	6.0	6.2	6.2	6.2	6.0	6.7	6.6	6.7	6.1	6.6	6.3
EBITDA Margin	6.3	6.6	6.6	7.2	7.0	7.4	7.2	7.1	6.7	7.2	6.9
稅前純益率	5.6	6.3	6.2	5.9	5.7	6.5	6.4	6.6	6.0	6.4	6.1
稅後純益率	4.4	4.6	5.0	5.1	4.6	5.2	5.2	5.2	4.8	5.1	4.9
季成長率 (%)											
營業收入	(15.1)	(24.1)	(6.2)	10.0	(5.0)	30.0	30.0	30.0			
營業毛利	(16.0)	(19.8)	1.9	6.9	(8.1)	32.9	21.5	28.5			
營業收益增長	(18.1)	(22.1)	(6.9)	10.8	(8.1)	45.2	28.1	32.0			
EBITDA	(17.4)	(20.8)	(5.8)	19.4	(8.2)	38.9	25.2	29.4			
稅前純益	(16.1)	(14.5)	(8.3)	5.8	(8.2)	47.0	29.0	32.7			
稅後純益	(16.5)	(20.7)	(0.0)	12.8	(14.1)	47.0	29.0	30.4			
年成長率 (%)											
營業收入	46.4	(25.0)	(33.7)	(33.6)	(25.6)	27.4	76.6	108.7	(17.6)	41.4	27.2
營業毛利	57.9	(20.8)	(21.6)	(26.6)	(19.7)	33.1	58.7	90.8	(9.9)	38.4	18.3
營業收益	54.1	(23.8)	(33.3)	(34.1)	(26.1)	37.7	89.3	125.5	(16.9)	51.1	21.5
EBITDA	53.9	(21.6)	(31.1)	(26.4)	(18.2)	43.4	90.7	106.6	(13.3)	52.2	22.2
稅前純益	40.1	(21.2)	(40.1)	(30.4)	(23.9)	30.9	84.1	130.9	(19.3)	51.0	21.9
稅後純益	40.6	(26.6)	(39.4)	(25.3)	(23.1)	42.4	83.8	112.5	(19.0)	51.0	21.9

資料來源：公司資料；凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	84,737	88,838	94,320	116,015	138,094
流動資產	82,025	84,051	85,648	106,354	128,040
現金及短期投資	22,673	26,232	34,617	35,112	37,319
存貨	45,383	36,012	33,128	46,823	60,131
應收帳款及票據	13,166	19,781	15,876	22,392	28,564
其他流動資產	803	2,027	2,027	2,027	2,027
非流動資產	2,712	4,787	8,672	9,661	10,054
長期投資	250	199	275	294	348
固定資產	1,038	2,157	5,966	6,935	7,275
什項資產	1,424	2,431	2,431	2,431	2,431
負債總額	57,367	50,051	46,420	56,365	64,986
流動負債	47,166	38,562	38,078	46,974	55,945
應付帳款及票據	18,279	26,465	16,263	22,986	29,519
短期借款	21,266	2,077	14,223	13,174	13,524
什項負債	7,621	10,021	7,592	10,814	12,902
長期負債	10,202	11,488	8,342	9,391	9,041
長期借款	9,436	9,440	6,293	7,342	6,992
其他負債及準備	233	1,247	1,247	1,247	1,247
股東權益總額	27,370	38,787	47,900	59,650	73,108
普通股本	1,748	1,748	1,748	1,748	1,748
保留盈餘	14,767	-	5,165	12,967	22,477
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	3.0%	52.0%	(17.6%)	41.4%	27.2%
營業收益增長	1.3%	56.6%	(16.9%)	51.1%	21.5%
EBITDA	2.6%	55.8%	(13.3%)	52.2%	22.2%
稅後純益	0.4%	63.9%	(19.0%)	51.0%	21.9%
每股盈餘成長率	0.4%	63.9%	(19.0%)	51.0%	21.9%
獲利能力分析					
營業毛利率	8.1%	8.2%	8.9%	8.8%	8.1%
營業利益率	5.9%	6.1%	6.1%	6.6%	6.3%
EBITDA Margin	6.2%	6.3%	6.7%	7.2%	6.9%
稅後純益率	4.5%	4.8%	4.8%	5.1%	4.9%
平均資產報酬率	12.4%	16.3%	12.5%	16.5%	16.6%
股東權益報酬率	33.3%	42.9%	26.5%	32.2%	31.8%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	112.2%	29.7%	42.8%	34.4%	28.1%
淨負債比率	29.3%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	31.9	21.3	15.1	23.0	28.4
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	0.9	0.5	0.6	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	(39.9)	34.8	9.2	6.1	11.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.7)	10.4	0.6	0.4	0.8
流動比率 (x)	1.7	2.2	2.2	2.3	2.3
速動比率 (x)	0.8	1.2	1.4	1.3	1.2
淨負債 (NT\$百萬)	8,029	(14,715)	(14,101)	(14,595)	(16,802)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	49.46	81.07	65.65	99.16	120.87
每股現金盈餘 (NT\$)	(81.29)	175.46	53.93	34.55	62.97
每股淨值 (NT\$)	156.54	221.84	273.97	341.17	418.14
調整後每股淨值 (NT\$)	156.54	221.84	273.97	341.17	418.14
每股營收 (NT\$)	1,101.72	1,675.10	1,380.97	1,953.12	2,484.61
EBITDA/Share (NT\$)	68.26	106.36	92.25	140.37	171.54
每股現金股利 (NT\$)	25.00	50.00	36.11	54.54	66.48
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	2.76	3.37	2.64	3.25	3.42
應收帳款周轉天數	24.9	24.7	24.0	24.0	24.0
存貨周轉天數	93.6	48.9	55.0	55.0	55.0
應付帳款周轉天數	37.7	35.9	27.0	27.0	27.0
現金轉換周轉天數	80.8	37.6	52.0	52.0	52.0

資料來源：公司資料；凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	192,626	292,876	241,450	341,485	434,411
營業成本	(177,005)	(268,897)	(219,850)	(311,588)	(399,053)
營業毛利	15,621	23,979	21,600	29,898	35,359
營業費用	(4,234)	(6,145)	(6,773)	(7,498)	(8,139)
營業利益	11,387	17,834	14,827	22,400	27,219
總營業外收入	95	1,387	896	520	453
利息收入	62	156	396	332	290
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	34	1,231	500	188	163
總營業外費用	(486)	(1,324)	(1,284)	(1,113)	(1,089)
利息費用	(356)	(882)	(1,022)	(993)	(969)
投資損失	(15)	(68)	(62)	(50)	(50)
其他營業外費用	(115)	(375)	(200)	(70)	(70)
稅前純益	10,996	17,897	14,439	21,807	26,583
所得稅費用[利益]	(2,348)	(3,723)	(2,960)	(4,470)	(5,450)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	8,648	14,175	11,479	17,337	21,134
EBITDA	11,935	18,596	16,130	24,543	29,992
每股盈餘 (NT\$)	49.46	81.07	65.65	99.16	120.87

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	(14,212)	30,678	9,430	6,041	11,010
本期純益	8,648	14,175	11,479	17,337	21,134
折舊及攤提	548	762	1,303	2,143	2,773
本期運用資金變動	(25,547)	12,998	(3,414)	(13,488)	(12,946)
其他營業資產及負債變動	2,139	2,743	62	50	50
投資活動之現金流量	(1,039)	(1,930)	(5,250)	(3,181)	(3,216)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	(277)	-	(138)	(69)	(104)
資本支出淨額	(511)	(1,466)	(5,000)	(3,000)	(3,000)
其他資產變動	(252)	(464)	(112)	(112)	(112)
自由現金流	(16,596)	26,334	4,564	3,350	8,354
融資活動之現金流量	14,855	(26,181)	4,206	(2,365)	(5,587)
短期借款變動	16,132	(22,561)	9,000	-	-
長期借款變動	4,442	-	-	-	-
現金增資	-	-	3,948	3,948	3,948
已支付普通股股息	(5,595)	(4,371)	(8,742)	(6,313)	(9,535)
其他融資現金流	(124)	751	-	-	0
匯率影響數	(99)	992	-	-	-
本期產生現金流量	(496)	3,559	8,385	494	2,207

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	2.2%	2.1%	2.8%	2.2%	1.9%
- 銷管費用/營業收入	-	-	-	-	-
= 營業利益率	5.9%	6.1%	6.1%	6.6%	6.3%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	5.5	12.1	7.1	7.6	7.7
營業利益率	5.9%	6.1%	6.1%	6.6%	6.3%
x 資本周轉率	5.5	12.1	7.1	7.6	7.7
x (1 - 有效現金稅率)	78.6%	79.2%	79.5%	79.5%	79.5%
= 稅後 ROIC	25.7%	58.5%	34.9%	39.5%	38.5%

資料來源：公司資料；凱基預估

增加持股 · 維持

收盤價 November 29 (NT\$)	109.0
12 個月目標價 (NT\$)	134.0
前次目標價 (NT\$)	134.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	22.9

焦點內容

- PSU 在 AI 伺服器的內涵價值為通用型的 5-20 倍，預期 AI 伺服器 2024-25 年占伺服器 PSU 營收 10-15% 與 15% 以上。
- 公司利用其電源管理專長，目標成為全方位解決方案廠商以支援全球能源轉型趨勢。
- 毛利率 20%+ 將為常態，預估 2023-25

交易資料表

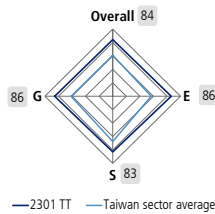
市值：(NT\$bn/US\$mn)	258.18,190
流通在外股數 (百萬股)：	2,368
外資持有股數 (百萬股)：	885
3M 平均成交量 (百萬股)：	18.10
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	62.60 - 159.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-23	26.2	66.2
相對表現 (%)	-27.5	21.8	48.1

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.92A	1.73A	1.86A	1.68A
2023	1.03A	1.84A	1.99A	1.90F
2024	1.67F	1.92F	2.15F	2.16F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

凱基投顧

李承泰
886.2.2181.8729
terry.lee@kgi.com

梁姿嫻, CFA
886.2.2181.8728
jenliang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

光寶科

(2301.TW/2301 TT)



AI 題材為產業地位提升明證

重要訊息

我們認為光寶科正由營運轉型獲益，其強勁的市場地位即為明證，尤其是伺服器 PSU 業務，將 AI 強勁成長。

評論及分析

HPC/AI 趨勢主要受惠者。我們認為因對美系 CSP 領導廠商供應比重高，且產業地位提升，光寶科 AI 伺服器 PSU 市占率將高於通用型伺服器 (25-30%)，成為雙頭壟斷市場除台達電 (2308 TT, NT\$317, 持有) 外的廠商。考量 PSU 供應商在 AI 伺服器的內涵價值為通用型伺服器 5-20 倍，假設 Nvidia (美) GPU 供給順利放量，AI 伺服器 2024-25 年可望占光寶科伺服器 PSU 營收 10-15% 與 15% 以上，加上預期通用型伺服器出貨量 2024 年復甦，且 Intel (美) 與 AMD (美) 新伺服器平台 TDP 增加帶動規格升級，我們預期 2023-25 年伺服器 PSU 營收 CAGR 29%，占比自 2023 年 18% 提高為 2024-25 年達 21%、24%。

將推出更多系統解決方案。光寶科與某 GPU 供應商合作發展液冷解決方案，將伺服器業務逐漸由 PSU 擴大至熱管理。此為公司利用其電源管理專長，目標成為全方位解決方案廠商以支援全球能源轉型與 ESG 倡議的良好案例。公司亦承諾發展更多系統解決方案，包括但不限於 DC 快充、OBC、5G 專網、儲能、微電網，並表示未來將提高研發費用率 (2023 年為 5.2%) 以支應。

毛利率 20% 以上為新常態；2023-25 年 EPS CAGR 16%。由於公司專注於長期目標市場 (車用電子、高階光耦、5G)，且持續優化各業務產品組合，毛利率與營益率可望維持於 20%+ 與 10%+。凱基預期目標市場成長及 IT 需求復甦將使 2024 年營收年增 13% 至 1,717 億元；預估 2024-25 年 EPS 分別為 7.90 元、9.04 元，係根據毛利率預估 23.3% 與 23.9% 計算而得。

投資建議

我們看好光寶科因伺服器 PSU 市場的強勁地位與其他催化劑所提升之價值主張，其日益增強的系統解決方案供應能力不僅有望帶動長期利潤率走高，亦將刺激投資評價上升。我們維持「增加持股」評等，12 個月目標價 134 元，相當於 2024 年 EPS 預估的 17 倍。

投資風險

美系 CSP 業者放緩雲端資本支出；消費性需求持續孱弱。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	164,828	173,456	151,729	171,665	191,435
營業毛利 (NT\$百萬)	30,498	33,262	33,907	40,073	45,712
營業利益 (NT\$百萬)	13,042	15,073	15,658	19,157	22,306
稅後淨利 (NT\$百萬)	13,887	14,151	15,452	18,088	20,696
每股盈餘 (NT\$)	6.01	6.19	6.75	7.90	9.04
每股現金股利 (NT\$)	4.50	4.50	5.00	6.00	6.50
每股盈餘成長率 (%)	39.4	3.1	9.0	17.1	14.4
本益比 (x)	18.1	17.6	16.1	13.8	12.1
股價淨值比 (x)	3.5	3.2	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA (x)	11.0	9.0	8.7	7.4	6.4
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.1	4.1	4.6	5.5	6.0
股東權益報酬率 (%)	19.0	18.4	18.2	19.9	21.3

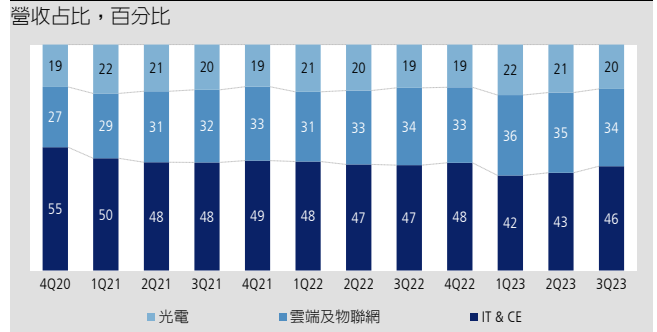
資料來源：公司資料、凱基

圖 1：公司概況

光寶科成立於 1975 年，為全球電子零組件領導廠商，其多項產品在市場享有高市占率，如光電半導體及電源供應器。通訊及消費性電子 (IT & CE) 為公司最大事業部，占比 2022 年營收 47%，雲端及物聯網、光電兩事業部則分占 33%、20%。

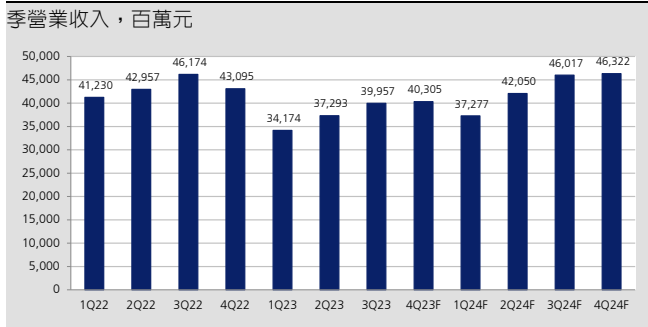
資料來源：凱基

圖 2：非 IT 營收占比已大於 50%



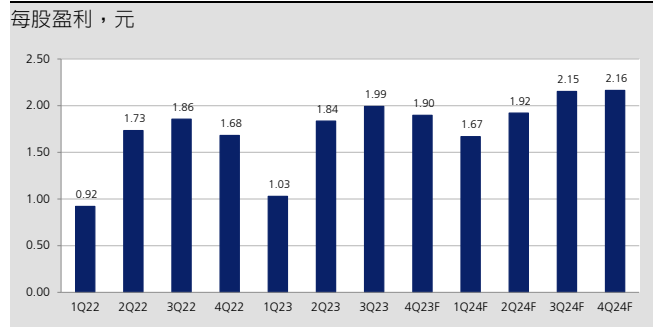
資料來源：凱基

圖 3：季營業收入



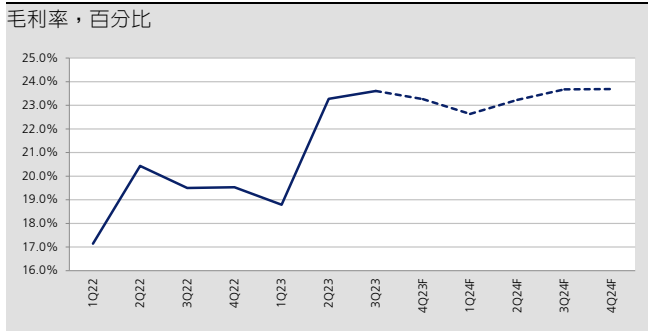
資料來源：凱基

圖 4：每股盈利



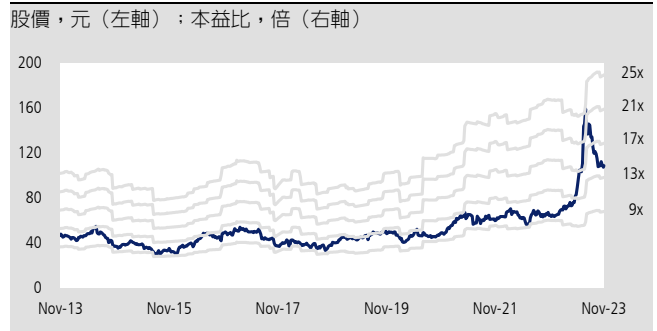
資料來源：凱基

圖 5：毛利率



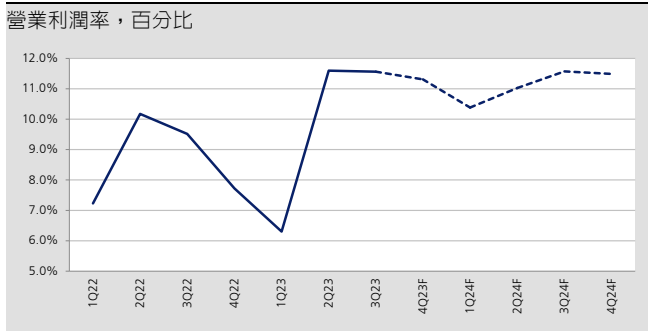
資料來源：凱基

圖 6：未來一年預估本益比區間



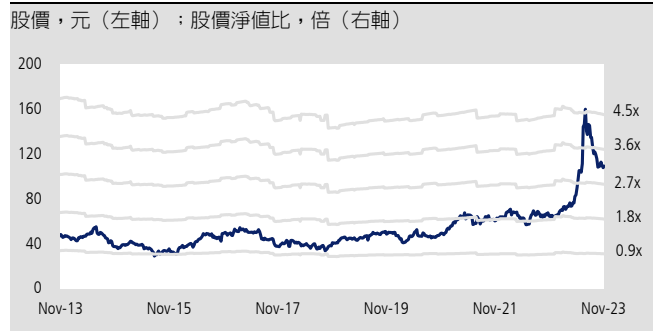
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：營業利潤率



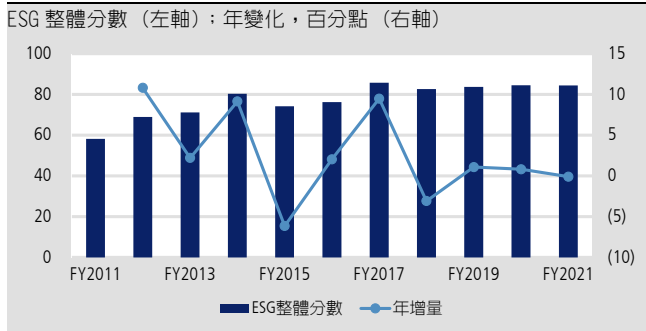
資料來源：凱基

圖 8：未來一年預估股價淨值比區間



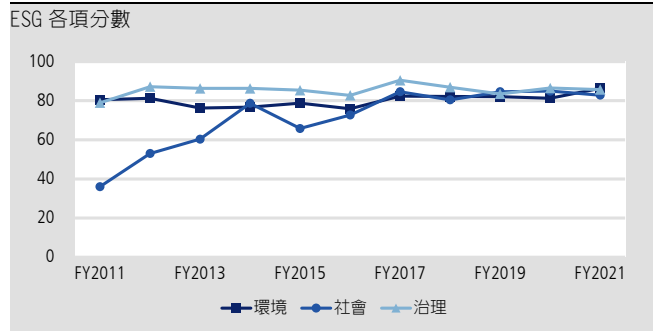
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 9：ESG 整體分數



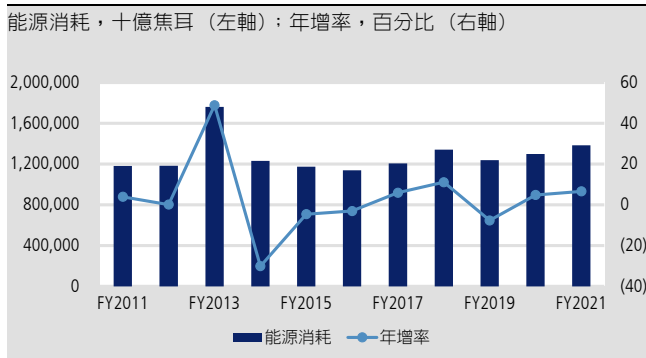
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 10：ESG 各項分數



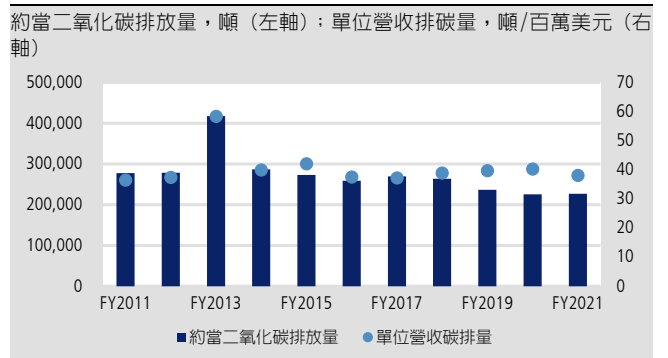
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 11：能源消耗



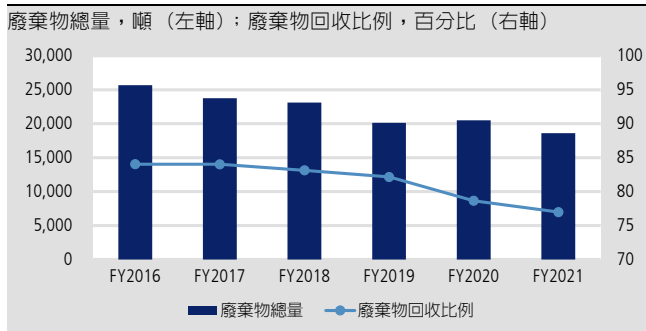
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 12：碳排量



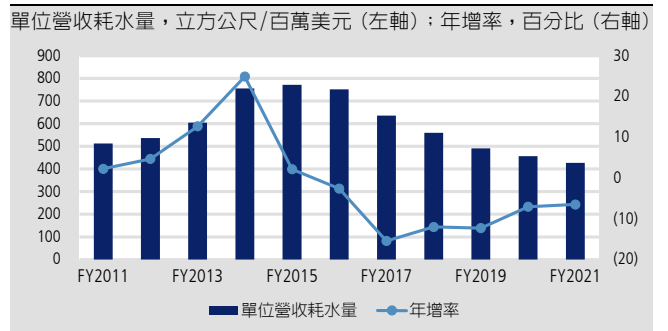
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 13：廢棄物總量



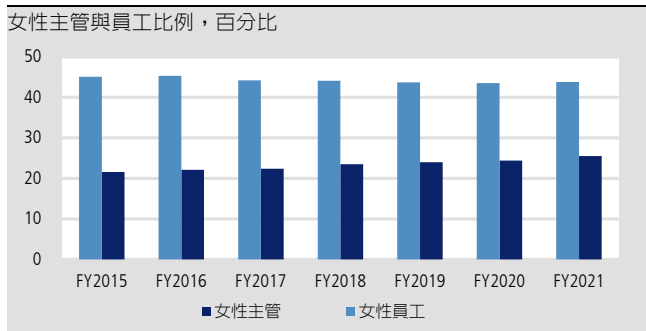
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 14：耗水量



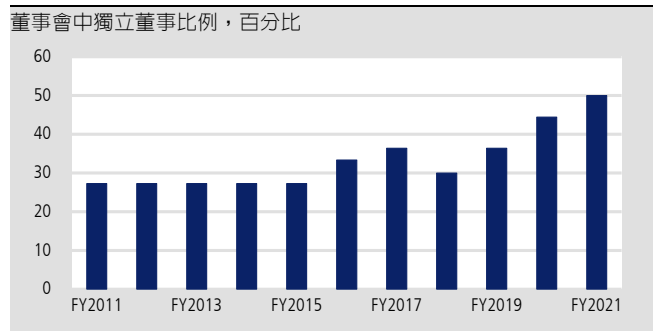
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15：性別多樣性



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16：獨立董事



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	<p>直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下 	
購買之再生能源	<p>Primary 再生能源購買總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源 	
再生能源使用率	<p>再生能源占總能源消耗量之比例</p>	
CO2 約當排放量	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3) 	
CO2 約當排放量營收比	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3) 	
廢棄物總量	<p>廢棄物總量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內 	
廢棄物回收率	<p>公司呈報的廢棄物回收率</p> <ul style="list-style-type: none"> - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物 	
總取水量	<p>總取水量(立方公尺)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮 	
環保支出	<p>環保支出總金額</p> <ul style="list-style-type: none"> - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出 	
員工流動率	<p>員工流動率</p> <ul style="list-style-type: none"> - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數 	
女性經理	<p>女性經理百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100 	
女性員工	<p>女性員工百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100 	
教育訓練總時數	<p>所有員工教育訓練總時數</p> <ul style="list-style-type: none"> - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作 	
每位員工教育訓練時數	<p>平均每年每位員工總教育訓練時數</p>	

資料來源：Refinitiv：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	34,174	37,293	39,957	40,305	37,277	42,050	46,017	46,322	151,729	171,665	191,435
營業成本	(27,752)	(28,615)	(30,526)	(30,929)	(28,839)	(32,282)	(35,123)	(35,348)	(117,822)	(131,592)	(145,723)
營業毛利	6,422	8,678	9,432	9,375	8,438	9,768	10,894	10,973	33,907	40,073	45,712
營業費用	(4,268)	(4,353)	(4,812)	(4,816)	(4,566)	(5,130)	(5,568)	(5,651)	(18,249)	(20,916)	(23,405)
營業利益	2,154	4,325	4,620	4,559	3,871	4,638	5,326	5,322	15,658	19,157	22,306
折舊	(1,059)	(1,056)	(1,035)	(1,045)	(1,055)	(1,065)	(1,075)	(1,085)	(4,195)	(4,279)	(4,439)
攤提	(40)	(43)	(43)	(43)	(43)	(43)	(43)	(43)	(170)	(172)	(172)
EBITDA	3,253	5,424	5,698	5,647	4,969	5,746	6,444	6,450	20,022	23,608	26,917
利息收入	603	708	716	773	797	759	742	775	2,800	3,073	3,211
投資利益淨額	-	2	-	3	5	5	5	5	22	20	20
其他營業外收入	238	256	169	250	250	250	250	250	913	1,000	1,000
總營業外收入	841	966	885	1,026	1,052	1,014	997	1,030	3,734	4,093	4,231
利息費用	(327)	(386)	(402)	(413)	(413)	(413)	(413)	(413)	(1,528)	(1,652)	(1,652)
投資損失	(3)	1	-	-	-	-	-	-	(2)	-	-
其他營業外費用	309	390	642	300	300	300	300	300	1,625	1,200	1,200
總營業外費用	(20)	4	239	(113)	(113)	(113)	(113)	(113)	94	(452)	(452)
稅前純益	2,975	5,295	5,744	5,472	4,811	5,539	6,210	6,238	19,486	22,798	26,085
所得稅費用[利益]	(610)	(1,085)	(1,178)	(1,122)	(986)	(1,135)	(1,273)	(1,279)	(3,995)	(4,674)	(5,347)
少數股東損益	(12)	(9)	(9)	(9)	(8)	(9)	(10)	(10)	(39)	(36)	(41)
非常項目稅後純益	2,353	4,200	4,558	4,341	3,817	4,395	4,927	4,950	15,452	18,088	20,696
非常項目	0	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	(0)	(0)
稅後淨利	2,353	4,200	4,558	4,341	3,817	4,395	4,927	4,950	15,452	18,088	20,696
每股盈餘 (NT\$)	1.03	1.84	1.99	1.90	1.67	1.92	2.15	2.16	6.75	7.90	9.04
獲利率 (%)											
營業毛利率	18.8	23.3	23.6	23.3	22.6	23.2	23.7	23.7	22.3	23.3	23.9
營業利益率	6.3	11.6	11.6	11.3	10.4	11.0	11.6	11.5	10.3	11.2	11.7
EBITDA Margin	9.5	14.5	14.3	14.0	13.3	13.7	14.0	13.9	13.2	13.8	14.1
稅前純益率	8.7	14.2	14.4	13.6	12.9	13.2	13.5	13.5	12.8	13.3	13.6
稅後純益率	6.9	11.3	11.4	10.8	10.2	10.5	10.7	10.7	10.2	10.5	10.8
季成長率 (%)											
營業收入	(20.7)	9.1	7.1	0.9	(7.5)	12.8	9.4	0.7			
營業毛利	(23.7)	35.1	8.7	(0.6)	(10.0)	15.8	11.5	0.7			
營業收益增長	(35.3)	100.8	6.8	(1.3)	(15.1)	19.8	14.8	(0.1)			
EBITDA	(27.0)	66.7	5.0	(0.9)	(12.0)	15.6	12.1	0.1			
稅前純益	(38.6)	78.0	8.5	(4.7)	(12.1)	15.1	12.1	0.5			
稅後純益	(38.8)	78.5	8.5	(4.7)	(12.1)	15.1	12.1	0.5			
年成長率 (%)											
營業收入	(17.1)	(13.2)	(13.5)	(6.5)	9.1	12.8	15.2	14.9	(12.5)	13.1	11.5
營業毛利	(9.1)	(1.1)	4.8	11.4	31.4	12.6	15.5	17.0	1.9	18.2	14.1
營業收益	(27.8)	(1.0)	5.1	37.0	79.8	7.2	15.3	16.7	3.9	22.3	16.4
EBITDA	(20.4)	(1.4)	2.8	26.8	52.7	5.9	13.1	14.2	2.2	17.9	14.0
稅前純益	12.0	6.0	7.4	12.9	61.7	4.6	8.1	14.0	9.2	17.0	14.4
稅後純益	11.8	6.1	7.5	12.8	62.2	4.6	8.1	14.0	9.2	17.1	14.4

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	183,543	199,782	202,426	209,736	220,850
流動資產	147,111	164,953	168,764	174,905	185,011
現金及短期投資	69,055	93,865	101,144	101,370	105,389
存貨	32,299	27,747	26,431	28,918	31,771
應收帳款及票據	41,716	38,737	36,409	39,837	43,070
其他流動資產	4,040	4,603	4,780	4,780	4,780
非流動資產	36,433	34,829	33,662	34,831	35,840
長期投資	7,488	7,039	5,476	5,496	5,516
固定資產	18,890	19,079	19,467	20,788	21,949
什項資產	10,055	8,711	8,719	8,546	8,374
負債總額	110,670	117,795	113,566	115,299	119,405
流動負債	107,915	111,781	107,547	109,280	113,387
應付帳款及票據	46,698	44,899	40,833	42,566	46,672
短期借款	28,385	32,629	31,999	31,999	31,999
什項負債	32,832	34,253	34,716	34,716	34,716
長期負債	2,755	6,014	6,019	6,019	6,019
長期借款	-	3,000	3,000	3,000	3,000
其他負債及準備	2,011	2,322	2,202	2,202	2,202
股東權益總額	72,874	81,987	88,860	94,437	101,445
普通股股本	23,509	23,631	23,682	23,682	23,682
保留盈餘	15,200	21,736	24,463	27,840	32,274
少數股東權益	532	631	680	716	758
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	4.9%	5.2%	(12.5%)	13.1%	11.5%
營業收益增長	27.8%	15.6%	3.9%	22.3%	16.4%
EBITDA	20.6%	14.0%	2.2%	17.9%	14.0%
稅後純益	38.6%	1.9%	9.2%	17.1%	14.4%
每股盈餘成長率	39.4%	3.1%	9.0%	17.1%	14.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	18.5%	19.2%	22.3%	23.3%	23.9%
營業利益率	7.9%	8.7%	10.3%	11.2%	11.7%
EBITDA Margin	10.4%	11.3%	13.2%	13.8%	14.1%
稅後純益率	8.4%	8.2%	10.2%	10.5%	10.8%
平均資產報酬率	7.7%	7.4%	7.7%	8.8%	9.6%
股東權益報酬率	19.0%	18.4%	18.2%	19.9%	21.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	39.0%	43.5%	39.4%	37.1%	34.5%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	80.3	25.0	13.8	14.8	16.8
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	54.7	33.7	13.9	11.1	14.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.4	0.8	0.6	0.5	0.7
流動比率 (x)	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6
速動比率 (x)	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4
淨負債 (NT\$百萬)	(39,891)	(55,437)	(61,855)	(62,081)	(66,100)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	6.01	6.19	6.75	7.90	9.04
每股現金盈餘 (NT\$)	5.26	10.96	9.29	8.03	10.20
每股淨值 (NT\$)	30.77	34.43	38.54	40.96	44.00
調整後每股淨值 (NT\$)	31.31	35.60	38.54	40.96	44.00
每股營收 (NT\$)	71.33	75.91	66.31	75.02	83.66
EBITDA/Share (NT\$)	7.43	8.57	8.75	10.32	11.76
每股現金股利 (NT\$)	4.50	4.50	5.00	6.00	6.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.92	0.91	0.75	0.83	0.89
應收帳款周轉天數	92.4	81.5	87.6	84.9	82.1
存貨周轉天數	87.8	72.2	81.9	80.4	79.6
應付帳款周轉天數	126.9	116.9	126.5	118.4	116.9
現金轉換周轉天數	53.3	36.9	43.0	47.0	44.8

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	164,828	173,456	151,729	171,665	191,435
營業成本	(134,330)	(140,194)	(117,822)	(131,592)	(145,723)
營業毛利	30,498	33,262	33,907	40,073	45,712
營業費用	(17,455)	(18,190)	(18,249)	(20,916)	(23,405)
營業利益	13,042	15,073	15,658	19,157	22,306
總營業外收入	1,640	2,928	3,734	4,093	4,231
利息收入	729	1,222	2,800	3,073	3,211
投資利益淨額	80	7	22	20	20
其他營業外收入	831	1,699	913	1,000	1,000
總營業外費用	2,950	(155)	94	(452)	(452)
利息費用	(222)	(743)	(1,528)	(1,652)	(1,652)
投資損失	-	(6)	(2)	-	-
其他營業外費用	3,172	594	1,625	1,200	1,200
稅前純益	17,632	17,846	19,486	22,798	26,085
所得稅費用 [利益]	(3,703)	(3,658)	(3,995)	(4,674)	(5,347)
少數股東損益	(43)	(36)	(39)	(36)	(41)
非常項目	-	(0)	(0)	(0)	(0)
稅後淨利	13,887	14,151	15,452	18,088	20,696
EBITDA	17,180	19,587	20,022	23,608	26,917
每股盈餘 (NT\$)	6.01	6.19	6.75	7.90	9.04

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	12,160	25,036	21,265	18,373	23,349
本期純益	13,887	14,151	15,452	18,088	20,696
折舊及攤提	4,138	4,514	4,365	4,451	4,611
本期運用資金變動	(9,753)	5,112	(58)	(5,365)	(3,124)
其他營業資產及負債變動	3,889	1,259	1,507	1,199	1,166
投資活動之現金流量	(3,103)	(4,518)	(4,862)	(5,600)	(5,600)
投資用短期投資出售 [新購]	(259)	(119)	-	-	-
本期長期投資變動	1,020	-	(939)	-	-
資本支出淨額	(3,738)	(4,249)	(3,956)	(5,600)	(5,600)
其他資產變動	(126)	(150)	33	-	-
自由現金流	766	17,206	12,628	8,544	13,448
融資活動之現金流量	(11,779)	(2,227)	(12,866)	(12,547)	(13,730)
短期借款變動	3,553	4,039	(661)	-	-
長期借款變動	-	3,000	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(12,561)	(9,144)	(11,519)	(12,547)	(13,730)
其他融資現金流	(342)	(442)	(687)	(0)	(0)
匯率影響數	(510)	4,499	2,252	-	-
本期產生現金流量	(3,232)	22,790	5,789	226	4,019

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	10.6%	10.5%	12.0%	12.2%	12.2%
= 營業利益率	7.9%	8.7%	10.3%	11.2%	11.7%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	9.2	15.0	11.9	9.4	9.0
營業利益率	7.9%	8.7%	10.3%	11.2%	11.7%
x 資本周轉率	9.2	15.0	11.9	9.4	9.0
x (1 - 有效現金稅率)	79.0%	79.5%	79.5%	79.5%	79.5%
= 稅後 ROIC	57.8%	103.5%	97.7%	83.5%	82.9%

資料來源：公司資料，凱基

智邦

(2345.TW/2345 TT)



增加持股 · 維持

收盤價 November 29 (NT\$)	538
12 個月目標價 (NT\$)	630
前次目標價 (NT\$)	630
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	17.1

焦點內容

- 我們看好 AI/ML 對於頻寬升級需求，2024 年 400GbE 交換器持續增量，800GbE 產品漸趨成熟。
- 美系客戶強勁需求驅動網路應用產品線大幅成長。
- 凱基看好智邦受惠 AI 動能更加明朗且電信與企業需求將逐漸回溫。

交易資料表

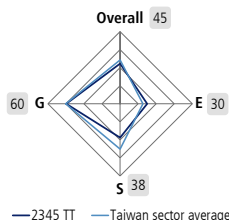
市值：(NT\$bn/US\$mn)	301.4 / 9,657
流通在外股數 (百萬股)：	560
外資持有股數 (百萬股)：	363.0
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.14
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	232.5 - 562

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	13.6	50.5	100.7
相對表現 (%)	9.1	46.1	82.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.31A	3.72A	4.41A	4.20A
2023	3.65A	4.02A	4.28A	4.62F
2024	4.39F	5.02F	5.50F	6.04F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

凱基投顧

姜兆剛
886.2.2181.8742
jackson.chiang@kgi.com

孫瑞隆
886.2.2181.8745
sean.sun@kgi.com
重要免責聲明，詳見最終頁

AI 需求驅動營收獲利提升

重要訊息

我們看好智邦 2024 年受惠 AI 驅動 400GbE 交換器與 SmartNIC 需求，助益營收獲利向上。

評論及分析

2024 年 400GbE 交換器將持續增量，800GbE 交換器漸趨成熟。根據凱基與 Gartner 預估，400GbE 交換器滲透率將自 2023 年之 18% 提升至 2024 年為 21%。我們則認為 800GbE 交換器將受到光收發模組之需求大幅提升而加速成熟，預期提前自 2024 年開始放量，滲透率約為 5%。我們亦看好 AI/ML (machine learning) 對於頻寬升級需求，將帶動智邦 400GbE 交換器於 2024 年出貨持續增加，而 800GbE 產品自 2H23 的小量出貨逐漸拉升。

網路應用產品線將大幅成長。我們看好智邦之網路應用產品線亦將受惠於 AI/ML 需求於 2024 年顯著成長，其中美系大型資料中心客戶於 2023 年開始加大投入生成式 AI 中心，除了對 400GbE 產品需求顯著提升外，其 SmartNIC 也開始產品迭代，我們認為具 AI 加速功能之 SmartNIC 產品將自 2024 年放量出貨。我們亦看好智邦將於 1Q24 開始出貨更多 AI 基礎建設相關產品，驅動單價顯著提升。凱基預期 2024 年智邦網路應用產品線佔比約為 30%。

2H24 電信與企業需求將回升。近期包括 Cisco (美) 與 Juniper (美) 等網路設備供應商皆表示電信與企業需求短期仍疲弱，並認為在經過數季的庫存調整後將回復需求。我們認為智邦之電信客戶與企業客戶需求將於 2H24 逐漸回溫，促使營收規模進一步放大。我們預估智邦 2024 年營收為 949 億元，年增 12.1%，每股盈餘 20.95 元，年增 26.4%。

投資建議

我們看好智邦受惠 AI 動能更加明朗且電信與企業需求將逐漸回溫，維持「增加持股」評等與目標價 630 元。

投資風險

同業競爭加劇；白牌及高速交換器滲透率不如預期；零組件短缺。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	54,463	59,599	77,205	84,722	94,945
營業毛利 (NT\$百萬)	11,554	11,345	16,518	19,191	22,353
營業利益 (NT\$百萬)	6,403	5,441	9,633	11,442	14,390
稅後淨利 (NT\$百萬)	5,048	4,705	8,166	9,246	11,691
每股盈餘 (NT\$)	9.07	8.44	14.64	16.57	20.95
每股現金股利 (NT\$)	6.50	6.00	7.50	8.00	10.00
每股盈餘成長率 (%)	1.8	(7.0)	73.4	13.2	26.4
本益比 (x)	59.3	63.7	36.8	32.5	25.7
股價淨值比 (x)	20.8	19.4	14.8	12.0	9.6
EV/EBITDA (x)	41.3	46.9	27.9	21.8	17.3
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.2	1.1	1.4	1.5	1.9
股東權益報酬率 (%)	37.0	31.3	45.4	40.5	41.4

資料來源：公司資料，凱基預估

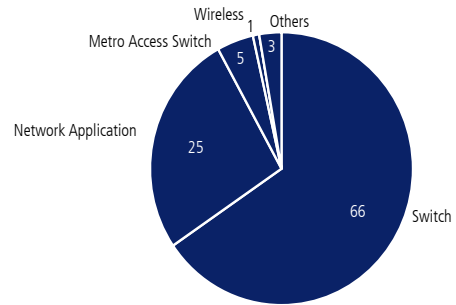
圖 1：公司概況

智邦成立於 1988 年 2 月，主要生產電信級與企業級網通產品等，為高階網通、資訊、電信業者提供多元化網通設備及解決方案，生產基包含新竹總部以及大陸深圳廠。3Q23 產品組合為網路交換器(Switch) 66%、網路應用設備(Network Application) 25%、網路接取設備(Metro Access Switch) 5%、無線網路設備(Wireless) 1%、寬頻網路設備(Broadband Access) 與其他 3%。

資料來源：公司資料，凱基

圖 2：3Q23 產品比重

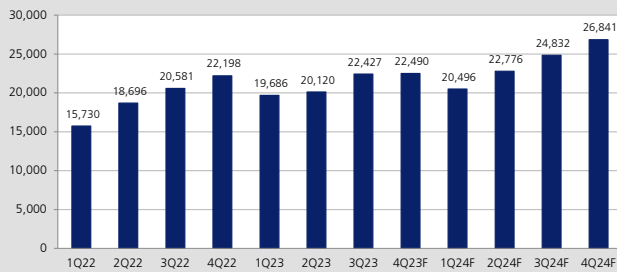
3Q23 產品比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 3：季營業收入

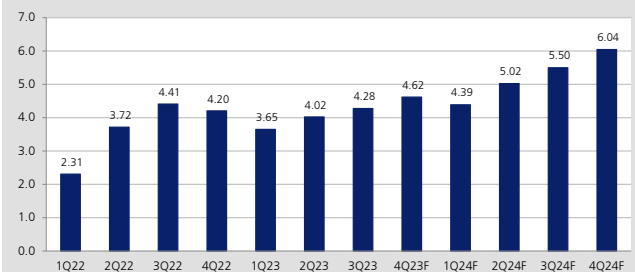
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4：每股盈利

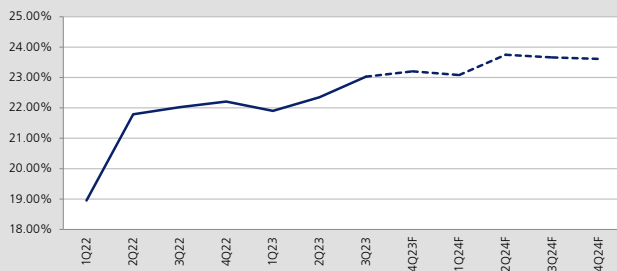
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

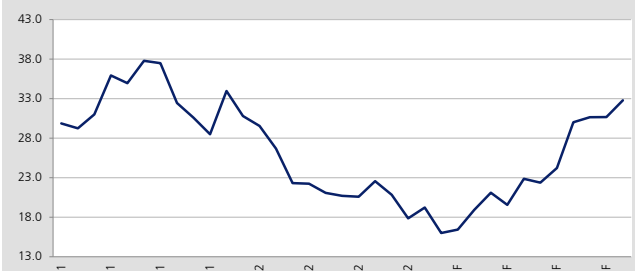
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6：本益比

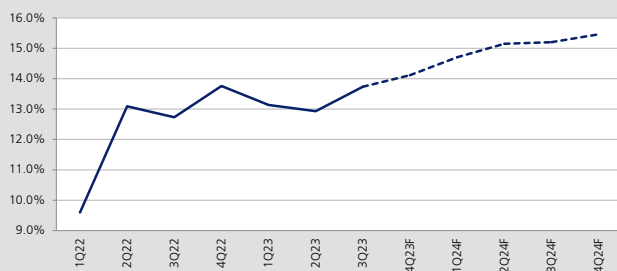
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 7：營業利潤率

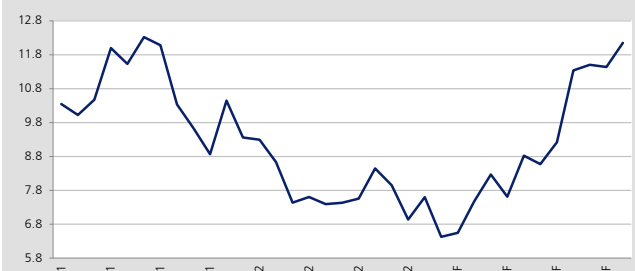
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

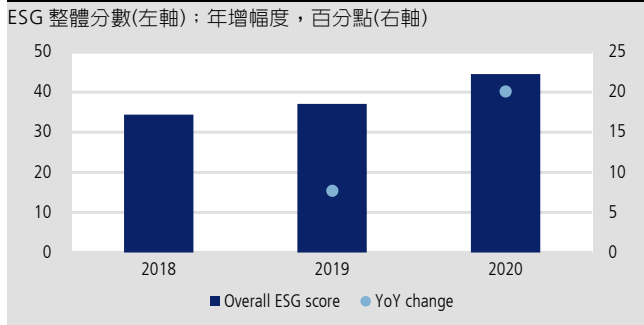
圖 8：股價淨值比

股價淨值比，倍



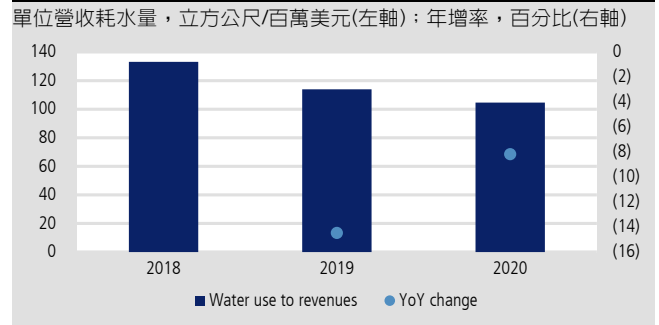
資料來源：凱基

圖 9：ESG 整體分數



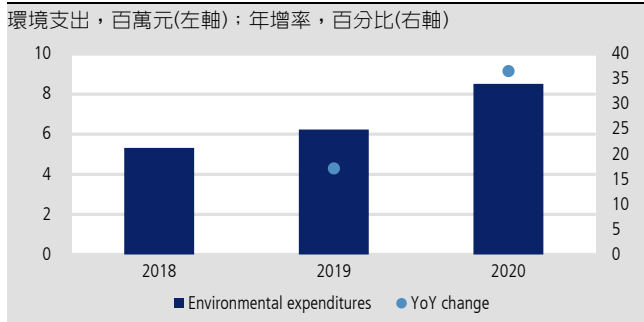
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 10：耗水量



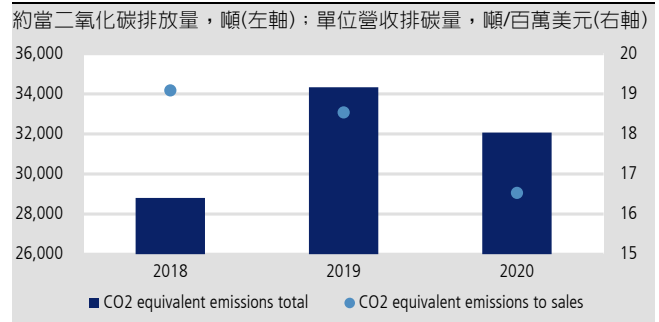
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 11：環境支出



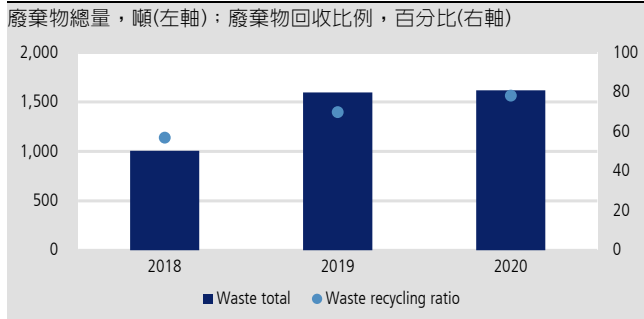
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：碳排量



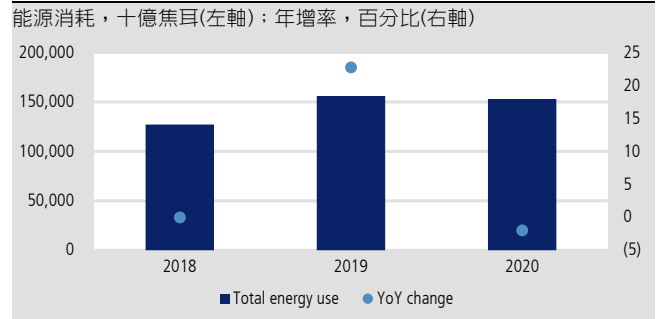
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：廢棄物總量



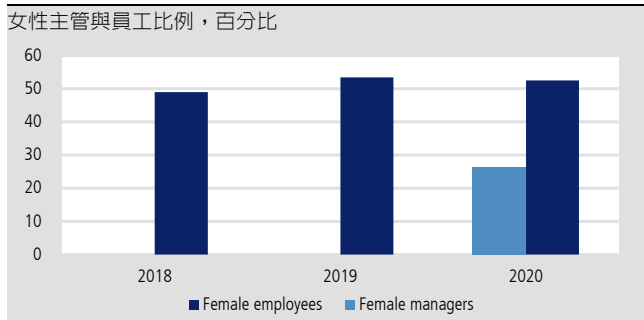
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：能源消耗



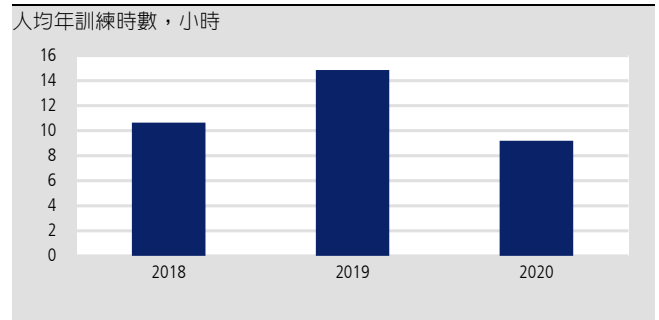
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：性別多樣性



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：員工訓練



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17 : Refinitiv ESG 中 Communications & Networking 同業之 ESG 分數比較

Rank	Company Name	Country	ESG Combined Score	Rank	Company Name	Country	ESG Combined Score
1	Telefonaktiebolaget LM Ericsson	SE	85.05	49	Basler AG	DE	43.06
2	Dormakaba Holding AG	CH	82.97	50	Netas Telekomunikasyon AS	TR	42.66
3	Juniper Networks Inc	US	77.89	51	Avaya Holdings Corp	US	40.97
4	Oki Electric Industry Co Ltd	JP	76.32	52	Yealink Network Technology Co Ltd	CN	40.93
5	Zhejiang Dahua Technology Co Ltd	CN	74.34	53	Viavi Solutions Inc	US	40.35
6	Allegion PLC	IE	73.26	54	Aviat Networks Inc	US	39.94
7	ADVA Optical Networking SE	DE	71.38	55	Shenzhen Sunway Communication Co Ltd	CN	38.36
8	HMS Networks AB	SE	69.43	56	Extreme Networks Inc	US	37.99
9	Vtech Holdings Ltd	HK	68.19	57	Sonim Technologies Inc	US	36.34
10	Ascom Holding AG	CH	67.77	58	Digi International Inc	US	35.48
11	Spirent Communications plc	GB	65.66	59	Ituran Location and Control Ltd	IL	35.39
12	Kapsch Trafficcom AG	AT	64.79	60	Sensys Gatso Group AB	SE	35.13
13	Ciena Corp	US	64.47	61	InterDigital Inc	US	32.98
14	Huber+Suhner AG	CH	63.92	62	Comtech Telecommunications Corp	US	32.67
15	NETGEAR Inc	US	63.91	63	Teleste Oyj	FI	32.00
16	Arista Networks Inc	US	63.38	64	TESSCO Technologies Inc	US	28.74
17	Hangzhou Hikvision Digital Technology Co Ltd	CN	63.28	65	Ceragon Networks Ltd	IL	28.50
18	Sierra Wireless Inc	CA	62.59	66	Aferian PLC	GB	28.44
19	China Railway Signal & Communication Corp Ltd	CN	61.32	67	Net Insight AB	SE	27.80
20	Foxconn Industrial Internet Co Ltd	CN	60.24	68	Genasys Inc	US	27.60
21	Infinera Corp	US	58.99	69	Ovzon AB (publ)	SE	27.06
22	CommScope Holding Company Inc	US	58.63	70	Clavister Holding AB	SE	24.97
23	Ribbon Communications Inc	US	58.48	71	Kaile Science and Technology Co Ltd Hubei	CN	24.58
24	Plantronics Inc	US	57.94	72	Beijing BDStar Navigation Co Ltd	CN	24.47
25	Motorola Solutions Inc	US	57.86	73	Quarterhill Inc	CA	24.44
26	Fiberhome Telecommunication Technologies Co Ltd	CN	57.72	74	ADT Inc	US	23.65
27	Viasat Inc	US	55.42	75	Zhongji Innolight Co Ltd	CN	22.61
28	Cisco Systems Inc	US	55.29	76	Vivint Smart Home Inc	US	22.08
29	Maxar Technologies Inc	US	54.61	77	Inseego Corp	US	21.44
30	Lumentum Holdings Inc	US	54.56	78	Calix Inc	US	21.10
31	Bittium Oyj	FI	54.53	79	8x8 Inc	US	20.90
32	ADTRAN Inc	US	53.08	80	EchoStar Corp	US	19.86
33	Taiwan Secom Co Ltd	TW	52.78	81	Evertz Technologies Ltd	CA	19.24
34	Garmin Ltd	CH	50.64	82	Silicom Ltd	IL	17.94
35	Nokia Oyj	FI	50.20	83	Wrap Technologies Inc	US	15.90
36	Harmonic Inc	US	50.19	84	Ubiquiti Inc	US	15.02
37	Batm Advanced Communications Ltd	IL	49.91	85	EMCORE Corp	US	14.89
38	Iteris Inc	US	48.89	86	Airgain Inc	US	14.75
39	TomTom NV	NL	48.27	87	KMW Co Ltd	KR	14.44
40	PCTEL Inc	US	47.11	88	Audinate Group Ltd	AU	14.22
41	Hytera Communications Corp Ltd	CN	47.02	89	Casa Systems Inc	US	14.02
42	ZTE Corp	CN	46.92	90	London Security PLC	GB	13.48
43	KVH Industries Inc	US	45.76	91	S1 Corp	KR	12.71
44	Cambium Networks Corp	US	45.50	92	Fujian Star-net Communication Co Ltd	CN	11.32
45	Belden Inc	US	45.35	93	NAPCO Security Technologies Inc	US	9.46
46	Clearfield Inc	US	44.87	94	TianJin 712 Communication & Broadcasting Co Ltd	CN	7.71
47	Accton Technology Corp	TW	44.52	95	Irisity AB (publ)	SE	6.99
48	Frequentis AG	AT	44.11				

資料來源：Refinitiv

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產) - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工人數 - 離開之員工人數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展) - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，公司資料

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	19,686	20,120	22,427	22,490	20,496	22,776	24,832	26,841	77,205	84,722	94,945
營業成本	(15,374)	(15,623)	(17,263)	(17,272)	(15,765)	(17,367)	(18,957)	(20,503)	(60,687)	(65,531)	(72,592)
營業毛利	4,311	4,497	5,164	5,218	4,731	5,409	5,875	6,338	16,518	19,191	22,353
營業費用	(1,725)	(1,896)	(2,083)	(2,044)	(1,717)	(1,958)	(2,100)	(2,188)	(6,886)	(7,748)	(7,963)
營業利益	2,586	2,601	3,081	3,174	3,014	3,451	3,775	4,150	9,633	11,442	14,390
折舊	(210)	(213)	(218)	(1,053)	(469)	(469)	(469)	(469)	(805)	(1,694)	(1,875)
攤提	(18)	(19)	(19)	(32)	(22)	(22)	(22)	(22)	(62)	(87)	(87)
EBITDA	2,814	2,832	3,318	4,258	3,505	3,941	4,266	4,640	10,499	13,224	16,352
利息收入	140	153	144	9	9	9	9	9	179	447	36
投資利益淨額	0	0	7	-	-	-	-	-	13	7	-
其他營業外收入	13	30	29	40	40	40	40	40	87	111	160
總營業外收入	153	183	180	49	49	49	49	49	279	566	196
利息費用	(22)	(14)	(15)	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)	(68)	(71)	(80)
投資損失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
其他營業外費用	(178)	302	142	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	434	225	(160)
總營業外費用	(200)	288	126	(60)	(60)	(60)	(60)	(60)	365	153	(241)
稅前純益	2,539	3,072	3,387	3,163	3,003	3,440	3,764	4,138	10,276	12,161	14,345
所得稅費用[利益]	(502)	(827)	(1,001)	(585)	(556)	(636)	(696)	(766)	(2,110)	(2,915)	(2,654)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	2,037	2,245	2,386	2,578	2,447	2,803	3,068	3,373	8,166	9,246	11,691
非常項目	(0)	0	0	0	0	0	0	0	-	0	0
稅後淨利	2,037	2,245	2,386	2,578	2,447	2,803	3,068	3,373	8,166	9,246	11,691
每股盈餘 (NT\$)	3.65	4.02	4.28	4.62	4.39	5.02	5.50	6.04	14.64	16.57	20.95
獲利率 (%)											
營業毛利率	21.9	22.4	23.0	23.2	23.1	23.7	23.7	23.6	21.4	22.7	23.5
營業利益率	13.1	12.9	13.7	14.1	14.7	15.2	15.2	15.5	12.5	13.5	15.2
EBITDA Margin	14.3	14.1	14.8	18.9	17.1	17.3	17.2	17.3	13.6	15.6	17.2
稅前純益率	12.9	15.3	15.1	14.1	14.7	15.1	15.2	15.4	13.3	14.4	15.1
稅後純益率	10.3	11.2	10.6	11.5	11.9	12.3	12.4	12.6	10.6	10.9	12.3
季成長率 (%)											
營業收入	(11.3)	2.2	11.5	0.3	(8.9)	11.1	9.0	8.1			
營業毛利	(12.6)	4.3	14.8	1.0	(9.3)	14.3	8.6	7.9			
營業收益增長	(15.3)	0.6	18.4	3.0	(5.0)	14.5	9.4	9.9			
EBITDA	(14.1)	0.7	17.2	28.3	(17.7)	12.5	8.2	8.8			
稅前純益	(8.6)	21.0	10.3	(6.6)	(5.1)	14.5	9.4	9.9			
稅後純益	(13.1)	10.2	6.3	8.0	(5.1)	14.5	9.4	9.9			
年成長率 (%)											
營業收入	25.2	7.6	9.0	1.3	4.1	13.2	10.7	19.3	29.5	9.7	12.1
營業毛利	44.6	10.4	13.9	5.8	9.7	20.3	13.8	21.5	45.6	16.2	16.5
營業收益	71.3	6.3	17.6	3.9	16.5	32.7	22.5	30.7	77.0	18.8	25.8
EBITDA	63.5	6.4	16.9	29.9	24.5	39.1	28.6	9.0	69.1	25.9	23.7
稅前純益	59.6	16.7	3.5	13.8	18.3	12.0	11.1	30.8	79.3	18.3	18.0
稅後純益	58.3	8.3	(3.1)	10.0	20.1	24.9	28.6	30.8	73.6	13.2	26.4

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	31,123	35,021	46,061	53,264	63,646
流動資產	28,440	31,782	41,883	50,049	61,451
現金及短期投資	10,699	7,592	15,015	20,882	29,142
存貨	8,179	13,246	12,788	13,809	15,255
應收帳款及票據	8,848	10,316	13,139	14,419	16,114
其他流動資產	714	628	940	940	940
非流動資產	2,683	3,239	4,178	3,215	2,195
長期投資	150	207	142	156	178
固定資產	1,502	1,487	1,804	827	(214)
什項資產	1,031	1,545	2,232	2,232	2,232
負債總額	16,640	19,468	25,633	28,054	32,324
流動負債	14,831	17,643	21,568	22,769	25,702
應付帳款及票據	8,639	11,567	12,478	13,474	14,885
短期借款	-	175	926	868	1,275
什項負債	6,192	5,901	8,164	8,427	9,543
長期負債	1,808	1,825	4,065	5,284	6,621
長期借款	1,163	1,003	2,605	3,825	5,162
其他負債及準備	78	68	293	293	293
股東權益總額	14,483	15,553	20,428	25,210	31,322
普通股股本	5,595	5,599	5,601	5,601	5,601
保留盈餘	6,204	6,835	11,169	15,951	22,063
少數股東權益	3	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	(1.7%)	9.4%	29.5%	9.7%	12.1%
營業收益增長	6.0%	(15.0%)	77.0%	18.8%	25.8%
EBITDA	7.6%	(12.3%)	69.1%	25.9%	23.7%
稅後純益	2.0%	(6.8%)	73.6%	13.2%	26.4%
每股盈餘成長率	1.8%	(7.0%)	73.4%	13.2%	26.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	21.2%	19.0%	21.4%	22.7%	23.5%
營業利益率	11.8%	9.1%	12.5%	13.5%	15.2%
EBITDA Margin	13.0%	10.4%	13.6%	15.6%	17.2%
稅後純益率	9.3%	7.9%	10.6%	10.9%	12.3%
平均資產報酬率	16.6%	14.2%	20.1%	18.6%	20.0%
股東權益報酬率	37.0%	31.3%	45.4%	40.5%	41.4%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	8.0%	7.6%	17.3%	18.6%	20.6%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	164.1	136.2	152.0	171.2	180.3
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	91.2	32.3	142.9	136.1	149.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	91.2	6.3	9.8	10.3	8.8
流動比率 (x)	1.9	1.8	1.9	2.2	2.4
速動比率 (x)	1.4	1.1	1.3	1.6	1.8
淨負債 (NT\$百萬)	(3,731)	(5,079)	(5,164)	(9,869)	(16,385)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	9.07	8.44	14.64	16.57	20.95
每股現金盈餘 (NT\$)	6.24	2.45	17.43	17.43	21.37
每股淨值 (NT\$)	25.88	27.78	36.47	45.01	55.92
調整後每股淨值 (NT\$)	26.03	27.90	36.62	45.18	56.14
每股營收 (NT\$)	97.89	106.90	138.40	151.85	170.17
EBITDA/Share (NT\$)	12.72	11.13	18.82	23.70	29.31
每股現金股利 (NT\$)	6.50	6.00	7.50	8.00	10.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.80	1.80	1.90	1.71	1.62
應收帳款周轉天數	59.5	63.2	62.1	62.1	62.1
存貨周轉天數	69.8	100.2	76.9	76.9	76.9
應付帳款周轉天數	73.7	87.5	75.0	75.0	75.0
現金轉換周轉天數	55.5	75.9	64.0	64.0	64.0

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	54,463	59,599	77,205	84,722	94,945
營業成本	(42,909)	(48,254)	(60,687)	(65,531)	(72,592)
營業毛利	11,554	11,345	16,518	19,191	22,353
營業費用	(5,151)	(5,904)	(6,886)	(7,748)	(7,963)
營業利益	6,403	5,441	9,633	11,443	14,390
總營業外收入	246	198	279	566	196
利息收入	90	32	179	447	36
投資利益淨額	10	9	13	7	-
其他營業外收入	146	157	87	111	160
總營業外費用	(436)	92	365	153	(241)
利息費用	(38)	(42)	(68)	(71)	(80)
投資損失	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)
其他營業外費用	(396)	136	434	225	(160)
稅前純益	6,213	5,731	10,276	12,161	14,345
所得稅費用 [利益]	(1,164)	(1,026)	(2,110)	(2,915)	(2,654)
少數股東損益	(0)	0	-	-	-
非常項目	-	(0)	0	0	0
稅後淨利	5,048	4,705	8,166	9,246	11,691
EBITDA	7,078	6,207	10,499	13,224	16,352
每股盈餘 (NT\$)	9.07	8.44	14.64	16.57	20.95

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	3,472	1,368	9,723	9,723	11,923
本期純益	5,048	4,705	8,166	9,246	11,691
折舊及攤提	675	767	867	1,781	1,962
本期運用資金變動	(2,614)	(3,574)	(1,670)	(1,304)	(1,731)
其他營業資產及負債變動	363	(529)	2,361	1	1
投資活動之現金流量	(1,498)	3,900	(6,104)	(818)	(944)
投資用短期投資出售 [新購]	(958)	4,618	(5,159)	-	-
本期長期投資變動	-	-	(30)	(15)	(23)
資本支出淨額	(581)	(480)	(952)	(716)	(834)
其他資產變動	41	(238)	36	(87)	(87)
自由現金流	2,644	1,135	5,838	8,373	11,038
融資活動之現金流量	(3,370)	(3,943)	(1,282)	(3,039)	(2,720)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	245	-	2,325	1,162	1,744
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(3,449)	(3,622)	(3,346)	(4,201)	(4,464)
其他融資現金流	(166)	(320)	(261)	-	0
匯率影響數	68	38	101		
本期產生現金流量	(1,327)	1,363	2,438	5,866	8,260

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	9.5%	9.9%	8.9%	9.1%	8.4%
= 營業利益率	11.8%	9.1%	12.5%	13.5%	15.2%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.0)
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	12.0	7.0	9.3	10.1	12.0
營業利益率	11.8%	9.1%	12.5%	13.5%	15.2%
x 資本周轉率	12.0	7.0	9.3	10.1	12.0
x (1 - 有效現金稅率)	81.3%	82.1%	79.5%	76.0%	81.5%
= 稅後 ROIC	114.4%	52.2%	92.2%	104.0%	147.7%

資料來源：公司資料，凱基預估

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

雙鴻

(3324.TW/3324 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 November 29 (NT\$)	363.0
12 個月目標價 (NT\$)	445.0
前次目標價 (NT\$)	445.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	22.6

焦點內容

- 2024 年展望維持正向，伺服器為主要動能，因 TDP 上揚將帶動帶動氣冷升級至液冷散熱，有利於產品均價及毛利率。
- 2024 年 NB 營收將隨電競及 AI NB 需求復甦。
- 反映利潤率走揚，我們預期 2024 年 EPS 21.09 元(年增 33%)。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	32.24 / 1,023
流通在外股數 (百萬股)：	88.82
外資持有股數 (百萬股)：	21.07
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.28
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	145.0 – 386.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	27.4	32.7	142
相對表現 (%)	22.9	28.3	123.9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	3.42A	4.15A	4.74A	2.37A
2023	3.22A	2.78A	5.71A	4.14F
2024	3.99F	4.30F	6.57F	6.22F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

向子慧
886 2 2181 8726
angelah@kgi.com

余昀澄
886 2 2181 8013
alex.a.yu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

伺服器走向液冷散熱的受益者

重要訊息

雙鴻對於 2024 年展望正向，並預期伺服器為 2024 年主要營收動能，而液冷設計滲透率將上揚，並預期在 4Q24 後將超越伺服器氣冷業務。

評論及分析

我們對於雙鴻 2024 年獲利展望正向看待。公司目標 2024 年伺服器營收年增 20%，營收比重達 30% (2023 年為 24%)，隱含伺服器營收年增約 40-50%，受惠於產品均價上揚，並隨著散熱產品中部份解決方案自氣冷升級至液冷，符合我們預期。在液冷水冷板開始量產後。加上 2024 年將開始出貨冷卻液監控主機 (CDU)，為 2024 年營收及毛利率主要成長動能。我們預期 2024-25 年伺服器獲利貢獻將達 40-50%。

伺服器 ASP 及毛利率較高，2024-25 年獲利貢獻將達 40-50%。我們認為雙鴻為伺服器液冷散熱趨勢受惠者。基於熱設計功耗 (TDP) 上升以及散熱設計由熱管升級為 VC、3D VC，且氣冷方案將轉為水冷板與 CDU，我們預期雙鴻將受惠於產品均價與毛利率成長。此外，2024 年將開始出貨冷卻液監控主機 (CDU) 並使營收進一步擴張，係因 CDU 單價較高(高於 1 萬美元)。伺服器與液冷營收擴張將使毛利率大幅超過 25%，為 2024 年毛利率主要成長動能。公司也表示多數 CSP 積極於 AI 伺服器上使用液冷散熱解決方案。鑒於液冷解決方案 ASP 為氣冷的 5-10 倍，公司預期 4Q24 後液冷散熱營收貢獻將超越氣冷，佔整體營收近 10%，因其擴張產品，由水冷板整合 CDU、機櫃、連接器與分歧管 (Manifold)。除了上述提及的理由外，加上我們預期 2024 年訓練用 AI 伺服器出貨量 57.2 萬台(2023 年為 19.1 萬台)，我們預估雙鴻 2024 年伺服器營收將達 47 億元(年增 50%)。伺服器產品毛利率較高(超過 25%)，將推升整體毛利率。因此我們預期 2024-25 年伺服器獲利貢獻占比將達 40-50%。雙鴻預期採用熱板(VC)的電競筆電與 AI 筆電將帶動筆電回升。我們認為 PC 換機需求將隨經濟復甦而成長，加上 2024 年預計推出支援 AI 功能的 Windows 12，將帶動升級需求，對於散熱設計有正面影響。反映 2024 年獲利展望更佳，我們預估 2024 年 EPS 21.09 元 (年增 33%)，2025 年 EPS 26.47 元 (年增 26%)。

投資建議

反映 2H23-2024 年獲利率與 EPS 穩健成長，我們維持「增加持股」評等。目標價為 445 元，基於 20 倍 2024-25 年完全稀釋後平均 EPS 預估。

投資風險

原料價格上漲；需求疲弱。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	14,258	13,857	12,965	15,692	19,069
營業毛利 (NT\$百萬)	2,663	2,722	3,130	4,046	4,995
營業利益 (NT\$百萬)	1,379	1,173	1,460	2,198	2,813
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,133	1,264	1,365	1,816	2,279
每股盈餘 (NT\$)	13.12	14.68	15.86	21.09	26.47
每股現金股利 (NT\$)	6.00	6.50	6.84	9.09	11.41
每股盈餘成長率 (%)	1.9	11.9	8.0	33.0	25.5
本益比 (x)	27.7	24.7	22.9	17.2	13.7
股價淨值比 (x)	6.8	5.8	5.1	4.4	3.7
EV/EBITDA (x)	16.8	18.8	17.0	11.7	9.1
淨負債比率 (%)	4.5	4.6	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.7	1.8	1.9	2.5	3.1
股東權益報酬率 (%)	24.3	24.5	23.0	26.6	28.6

資料來源：公司資料；凱基預估

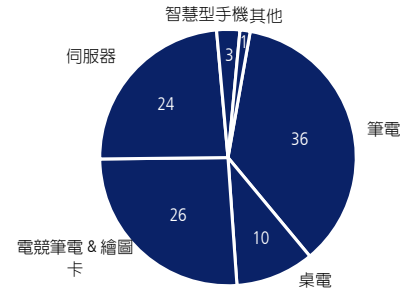
圖 1：公司概況

雙鴻成立於 1998 年，為台灣前三大散熱模組廠商，主要業務涵蓋筆電/ 桌機、顯示卡/ 電競筆電、伺服器、智慧手機。主要客戶為微星(2377 TT, NT\$181, 持有)、Dell(美)、HP(美)、華碩(2357 TT, NT\$390, 增加持股)、Samsung(韓)。2022 年營收組合為筆電 36%、桌機 6% (PC 合計 42%)、顯示卡/ 電競 PC 29%、伺服器 22%、智慧手機 4%、其他 3%。公司 2022-23 年主要營收成長動能為伺服器。

資料來源：凱基

圖 2：筆電、電競筆電&繪圖卡與伺服器為營收大宗

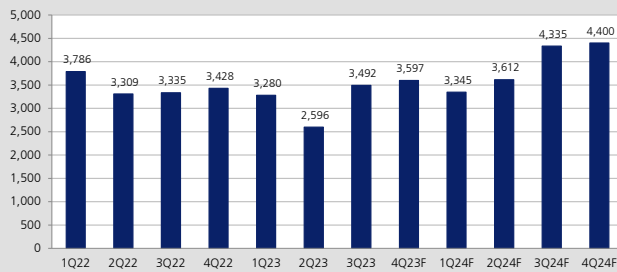
1-3Q23 營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3：季營業收入

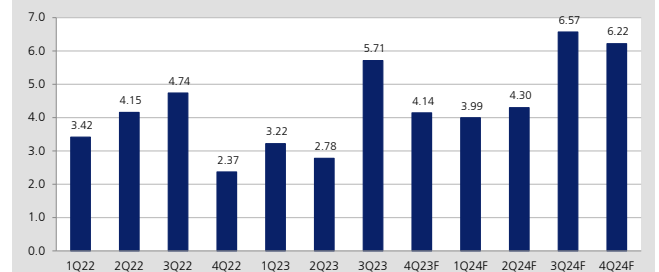
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4：每股盈利

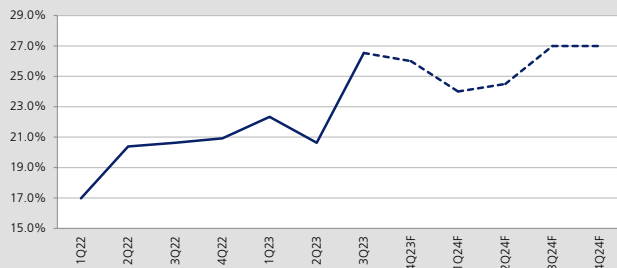
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6：未來一年預估本益比區間

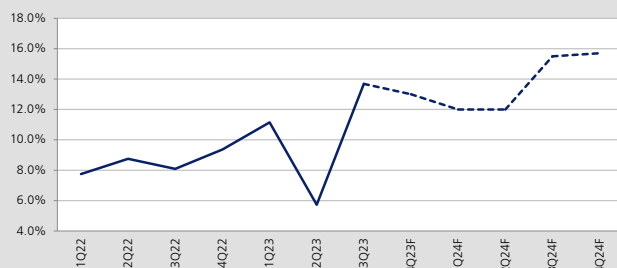
股價，元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 7：營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元 (左軸)；股價淨值比，倍 (右軸)



資料來源：TEJ；凱基預估

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	3,280	2,596	3,492	3,597	3,345	3,612	4,335	4,400	12,965	15,692	19,069
營業成本	(2,548)	(2,061)	(2,565)	(2,661)	(2,542)	(2,727)	(3,165)	(3,212)	(9,835)	(11,646)	(14,074)
營業毛利	733	535	927	935	803	885	1,170	1,188	3,130	4,046	4,995
營業費用	(367)	(387)	(449)	(468)	(401)	(452)	(499)	(497)	(1,670)	(1,849)	(2,182)
營業利益	366	149	478	468	401	433	672	691	1,460	2,198	2,813
折舊	(115)	(111)	(108)	(18)	(108)	(108)	(108)	(108)	(351)	(433)	(516)
攤提	(7)	(8)	(8)	(14)	(9)	(9)	(9)	(9)	(37)	(37)	(37)
EBITDA	487	268	594	499	519	551	790	808	1,848	2,668	3,366
利息收入	2	6	4	7	5	5	5	5	19	19	16
投資利益淨額	0	-	-	5	3	3	3	3	5	10	10
其他營業外收入	32	148	125	55	45	45	45	45	360	180	145
總營業外收入	34	154	128	67	52	52	52	52	384	209	171
利息費用	(10)	(3)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(27)	(27)	(26)
投資損失	-	(1)	(0)	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)	(5)	(5)
其他營業外費用	(37)	0	0	(43)	(20)	(20)	(20)	(20)	(80)	(80)	(80)
總營業外費用	(47)	(4)	(8)	(54)	(28)	(28)	(28)	(28)	(112)	(112)	(111)
稅前純益	353	300	599	480	426	458	696	715	1,731	2,295	2,873
所得稅費用[利益]	(76)	(58)	(101)	(111)	(77)	(82)	(125)	(175)	(346)	(459)	(575)
少數股東損益	0	(2)	(6)	(12)	(5)	(5)	(5)	(5)	(20)	(20)	(20)
非常項目前稅後純益	277	239	492	357	344	370	566	535	1,365	1,816	2,279
非常項目	(0)	(0)	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	277	239	492	357	344	370	566	535	1,365	1,816	2,279
每股盈餘 (NT\$)	3.22	2.78	5.71	4.14	3.99	4.30	6.57	6.22	15.86	21.09	26.47
獲利率 (%)											
營業毛利率	22.3	20.6	26.5	26.0	24.0	24.5	27.0	27.0	24.1	25.8	26.2
營業利益率	11.1	5.7	13.7	13.0	12.0	12.0	15.5	15.7	11.3	14.0	14.8
EBITDA Margin	14.9	10.3	17.0	13.9	15.5	15.3	18.2	18.4	14.3	17.0	17.7
稅前純益率	10.7	11.5	17.1	13.4	12.7	12.7	16.1	16.3	13.4	14.6	15.1
稅後純益率	8.5	9.2	14.1	9.9	10.3	10.3	13.1	12.2	10.5	11.6	11.9
季成長率 (%)											
營業收入	(4.3)	(20.9)	34.5	3.0	(7.0)	8.0	20.0	1.5			
營業毛利	2.2	(26.9)	73.1	0.9	(14.2)	10.3	32.2	1.5			
營業收益增長	13.9	(59.3)	221.4	(2.2)	(14.2)	8.0	55.0	2.8			
EBITDA	7.7	(45.1)	121.9	(15.9)	4.0	6.2	43.3	2.4			
稅前純益	34.8	(15.0)	99.9	(19.8)	(11.4)	7.5	52.1	2.7			
稅後純益	35.8	(13.7)	105.6	(27.5)	(3.6)	7.7	52.8	(5.4)			
年成長率 (%)											
營業收入	(13.4)	(21.5)	4.7	4.9	2.0	39.1	24.1	22.3	(6.4)	21.0	21.5
營業毛利	14.0	(20.6)	34.7	30.4	9.6	65.3	26.3	27.0	15.0	29.3	23.5
營業收益	24.7	(48.6)	77.3	45.6	9.8	191.5	40.6	47.7	24.4	50.5	28.0
EBITDA	11.9	(36.8)	49.2	10.3	6.5	106.0	33.0	61.9	8.1	44.4	26.2
稅前純益	(5.4)	(33.8)	10.7	83.7	20.7	52.8	16.3	48.9	6.3	32.5	25.2
稅後純益	(5.7)	(33.1)	20.6	74.9	24.1	54.8	15.0	50.1	8.0	33.0	25.5

資料來源：公司資料；凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	11,895	11,743	12,416	14,197	16,458
流動資產	8,978	8,420	8,652	10,090	12,081
現金及短期投資	1,494	1,492	2,255	2,493	2,917
存貨	2,292	2,072	1,830	2,161	2,619
應收帳款及票據	4,745	4,490	4,201	5,071	6,179
其他流動資產	448	365	365	365	365
非流動資產	2,917	3,323	3,764	4,107	4,377
長期投資	109	128	170	196	233
固定資產	2,442	2,715	3,114	3,431	3,665
什項資產	366	480	480	480	480
負債總額	6,986	5,933	5,825	6,575	7,547
流動負債	5,670	5,620	4,351	5,392	6,129
應付帳款及票據	4,091	2,848	2,516	2,971	3,600
短期借款	416	1,498	517	904	806
什項負債	1,162	1,273	1,318	1,518	1,723
長期負債	1,317	313	1,475	1,182	1,417
長期借款	1,299	255	1,416	1,124	1,359
其他負債及準備	9	0	0	0	0
股東權益總額	4,909	5,810	6,590	7,622	8,912
普通股本	884	884	884	884	884
保留盈餘	2,722	3,304	4,065	5,076	6,346
少數股東權益	166	244	264	284	304
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	16.7%	(2.8%)	(6.4%)	21.0%	21.5%
營業收益增長	(11.7%)	(14.9%)	24.4%	50.5%	28.0%
EBITDA	(3.9%)	(10.0%)	8.1%	44.4%	26.2%
稅後純益	1.9%	11.6%	8.0%	33.0%	25.5%
每股盈餘成長率	1.9%	11.9%	8.0%	33.0%	25.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	18.7%	19.6%	24.1%	25.8%	26.2%
營業利益率	9.7%	8.5%	11.3%	14.0%	14.8%
EBITDA Margin	13.3%	12.3%	14.3%	17.0%	17.7%
稅後純益率	7.9%	9.1%	10.5%	11.6%	11.9%
平均資產報酬率	10.3%	10.7%	11.3%	13.6%	14.9%
股東權益報酬率	24.3%	24.5%	23.0%	26.6%	28.6%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	34.9%	30.2%	29.3%	26.6%	24.3%
淨負債比率	4.5%	4.6%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	62.2	43.4	64.7	85.6	110.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.5	0.8	0.7	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	62.1	32.3	71.8	56.6	71.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	3.3	0.8	3.6	1.6	2.3
流動比率 (x)	1.6	1.5	2.0	1.9	2.0
速動比率 (x)	1.2	1.1	1.6	1.5	1.5
淨負債 (NT\$百萬)	221	269	(313)	(456)	(743)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	13.12	14.68	15.86	21.09	26.47
每股現金盈餘 (NT\$)	16.72	14.41	22.67	17.84	21.96
每股淨值 (NT\$)	53.65	62.97	71.57	83.02	97.38
調整後每股淨值 (NT\$)	54.94	64.67	73.50	85.26	100.01
每股當收 (NT\$)	165.15	160.99	150.63	182.31	221.55
EBITDA/Share (NT\$)	21.99	19.86	21.47	31.00	39.11
每股現金股利 (NT\$)	6.00	6.50	6.84	9.09	11.41
資產運用狀況					
資產週轉率 (x)	1.29	1.17	1.07	1.18	1.24
應收帳款週轉天數	121.5	118.3	118.3	118.3	118.3
存貨週轉天數	72.1	67.9	67.9	67.9	67.9
應付帳款週轉天數	128.8	93.4	93.4	93.4	93.4
現金轉換週轉天數	64.8	92.8	92.8	92.8	92.8

資料來源：公司資料；凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	14,258	13,857	12,965	15,692	19,069
營業成本	(11,595)	(11,135)	(9,835)	(11,646)	(14,074)
營業毛利	2,663	2,722	3,130	4,046	4,995
營業費用	(1,284)	(1,549)	(1,670)	(1,849)	(2,182)
營業利益	1,379	1,173	1,460	2,198	2,813
總營業外收入	139	550	384	209	171
利息收入	2	10	19	19	16
投資利益淨額	-	10	5	10	10
其他營業外收入	138	529	360	180	145
總營業外費用	(97)	(95)	(112)	(112)	(111)
利息費用	(23)	(38)	(27)	(27)	(26)
投資損失	(3)	(1)	(5)	(5)	(5)
其他營業外費用	(71)	(55)	(80)	(80)	(80)
稅前純益	1,421	1,628	1,731	2,295	2,873
所得稅費用[利益]	(268)	(341)	(346)	(459)	(575)
少數股東損益	(21)	(23)	(20)	(20)	(20)
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	1,133	1,264	1,365	1,816	2,279
EBITDA	1,899	1,709	1,848	2,668	3,366
每股盈餘 (NT\$)	13.12	14.68	15.86	21.09	26.47

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	1,444	1,241	1,951	1,535	1,890
本期純益	1,133	1,264	1,365	1,816	2,279
折舊及攤提	520	536	388	470	553
本期運用資金變動	(202)	(758)	198	(746)	(937)
其他營業資產及負債變動	(6)	199	(0)	(5)	(5)
投資活動之現金流量	(1,038)	(633)	(829)	(808)	(819)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	(84)	-	(42)	(21)	(32)
資本支出淨額	(1,030)	(615)	(750)	(750)	(750)
其他資產變動	75	(18)	(37)	(37)	(37)
自由現金流	373	61	967	696	1,080
融資活動之現金流量	(303)	(629)	(360)	(490)	(647)
短期借款變動	327	(71)	-	-	-
長期借款變動	350	10	180	95	137
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(482)	(517)	(560)	(604)	(804)
其他融資現金流	(51)	(52)	20	20	20
匯率影響數	(14)	12	-	-	-
本期產生現金流量	88	(10)	763	238	425

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	9.0%	11.2%	12.9%	11.8%	11.4%
= 營業利益率	9.7%	8.5%	11.3%	14.0%	14.8%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本週轉率	3.0	2.5	2.3	2.4	2.5
營業利益率	9.7%	8.5%	11.3%	14.0%	14.8%
x 資本週轉率	3.0	2.5	2.3	2.4	2.5
x (1 - 有效現金稅率)	81.2%	79.0%	80.0%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	23.4%	16.5%	20.3%	26.5%	29.7%

資料來源：公司資料；凱基預估

勤誠

(8210.TW/8210 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 November 29 (NT\$)	246.5
12 個月目標價 (NT\$)	265.0
前次目標價 (NT\$)	265.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	7.5

焦點內容

- AI 營收為 2024 年主要營收催化劑，營收比重從 2023 年的 30% 成長至 2024 年的 45-50%。
- 通用型伺服器需求復甦為 2024 年另一營收成長動能。
- AI 伺服器營收比重提升將帶動 2024-25 年獲利率擴張。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	29.73 / 943
流通在外股數 (百萬股)：	120.6
外資持有股數 (百萬股)：	15.43
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.23
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	72.20 - 248.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	10.8	144.1	239.1
相對表現 (%)	6.3	139.7	221

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.05A	2.31A	3.65A	1.31A
2023	0.23A	2.07A	2.08A	3.38F
2024	2.64F	3.29F	4.36F	4.44F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

余昀澄
886 2 2181 8013
alex.a.yu@kgi.com

向子慧
886 2 2181 8726
angelah@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

AI 伺服器為 2024 年主要營收及獲利率成長動能

重要訊息

我們預期 2024-25 年 AI 伺服器浪潮將持續，GPU 伺服器(如 Nvidia H100 與 AMD MI300)以及 ASIC AI 伺服器需求將大幅成長。AI 伺服器機殼單價與利潤率高於通用型伺服器，我們認為 AI 伺服器為勤誠 2024-25 年營收主要成長動能，將帶動 EPS 成長與獲利率擴張。

評論及分析

AI 伺服器為 2024 年成長動能。 AI 伺服器機殼(5U 以上)相較於通用型伺服器來說，重量較重且設計較複雜，勤誠將受惠於 ASP 的提升。勤誠為機殼供應商，將受惠 2024-25 年 AI 伺服器浪潮。2022 年 AI 營收比重為 5-10%，2023 年將擴張至約 30%，動能來自美系客戶高 U 數 AI 專案進入量產。除 H100 AI 伺服器專案外，CSP ASIC 專案亦開始增加，勤誠同時擁有 H100 與 ASIC 伺服器專案，而 ASIC 專案將於 4Q23 出貨，並於 2024 年進入量產。此外，勤誠在 2024 年在中國和美國有數個新 AI 專案，將帶動 AI 營收金額倍增，佔營收比重 45-50%。由於 AI 伺服器機殼毛利率優於通用型伺服器，AI 營收擴張將使公司 2024-25 年利潤率成長。

2024-25 年獲利成長穩健。 管理層展望 AI 伺服器為 2024 年主要成長動能，通用型伺服器於 1H24 庫存去化後，新伺服器平台上市帶動通用型伺服器需求攀升。於 2023 年營收年減 5% 後 (通用型伺服器需求疲弱)，凱基預估 2024 年整體營收將年增 46%。隨 AI 營收貢獻由 2023 年之 30% 擴張至 2024 年之 40-50%，我們預估 2024 年營利率將成長至 15.4%(2023 年為 12%)，推升 2024 年 EPS 年增 90% 至 14.73 元。公司計畫拓展美國與中國以外的客戶，將有利客戶組合分散，並支撐未來 3-5 年成長動能。公司將於 2024-25 年建置新美國新廠，以及擴建台灣五股打樣廠以滿足客戶需求。此外，浸沒式產品將為 2H24-2025 年營收催化劑。我們預估 2025 年 EPS 將年增 23% 至 18.09 元。

投資建議

考量 AI 伺服器營收佔比與獲利率上升，我們維持「增加持股」評等，目標價 265 元，基於 18 倍 2024 年 EPS 預估。

投資風險

伺服器需求低迷、新伺服器平台遞延、經濟成長不確定性。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	9,423	10,558	10,054	14,721	17,903
營業毛利 (NT\$百萬)	1,844	2,131	2,301	3,611	4,451
營業利益 (NT\$百萬)	882	1,142	1,204	2,265	2,798
稅後淨利 (NT\$百萬)	673	999	934	1,773	2,178
每股盈餘 (NT\$)	5.62	8.32	7.75	14.73	18.09
每股現金股利 (NT\$)	3.00	4.00	3.87	7.64	9.39
每股盈餘成長率 (%)	(31.2)	48.2	(6.8)	90.0	22.8
本益比 (x)	43.9	29.6	31.8	16.7	13.6
股價淨值比 (x)	7.2	6.1	5.5	4.8	4.1
EV/EBITDA (x)	25.3	20.9	18.8	11.3	9.2
淨負債比率 (%)	38.5	47.7	21.1	15.7	6.3
殖利率 (%)	1.2	1.6	1.6	3.1	3.8
股東權益報酬率 (%)	16.6	22.0	18.2	30.6	32.3

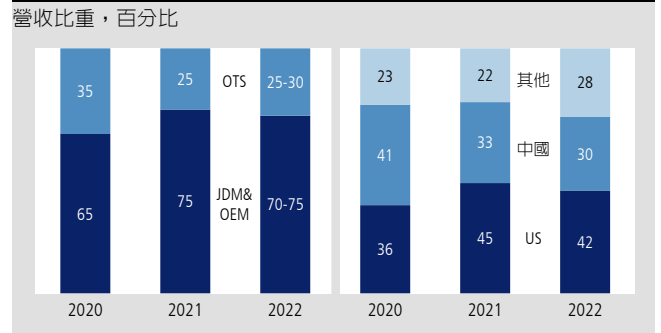
資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 公司概況

勤誠興業創立於 1983 年，為機架式、塔式伺服器及個人電腦機構方案設計製造商。2022 年營收比重為：OTS 標準品 25-30%、JDM 業務(客戶為美國一線 CSP 業者) 70-75%，客戶別營收比重則為美國客戶 42%、中國客戶 30%。勤誠近年成功擴展業務至資料中心與工業解決方案，並持續提高市佔率以及提升營收。

資料來源：公司資料, 凱基

圖 2: 2022 年 OTS 標準品營收比重上揚至 25-30%；2022 年美系客戶營收比重 42%



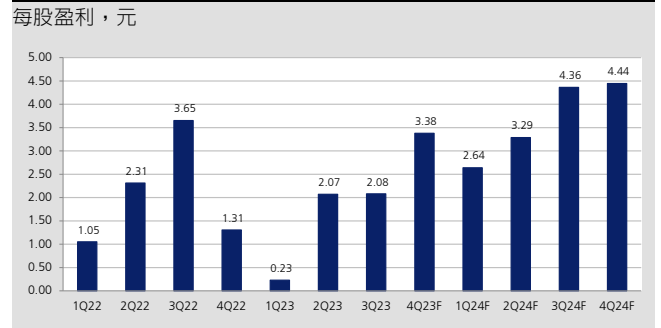
資料來源：公司資料；凱基

圖 3: 季營業收入



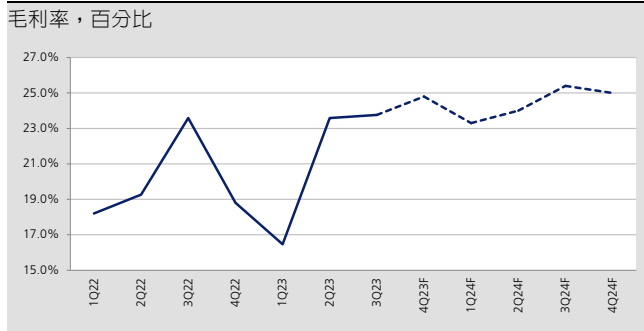
資料來源：凱基

圖 4: 每股盈利



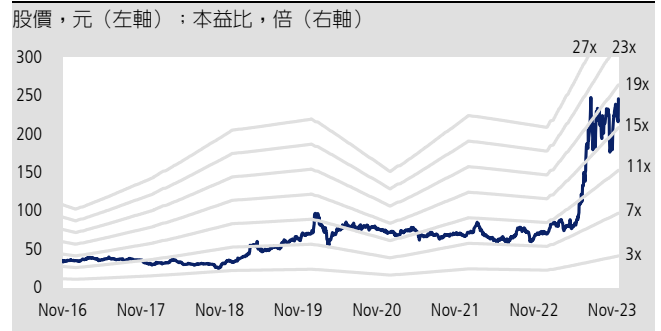
資料來源：凱基

圖 5: 毛利率



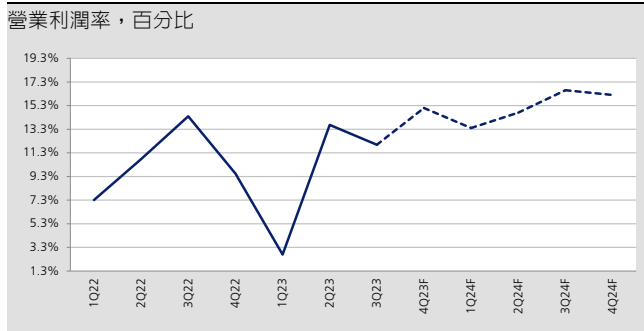
資料來源：凱基

圖 6: 未來一年預估本益比區間



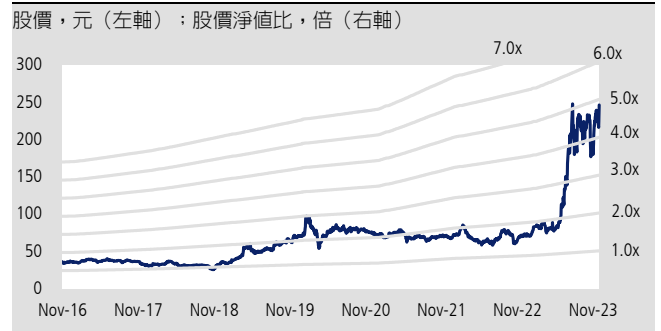
資料來源：TEJ；凱基預估

圖 7: 營業利潤率



資料來源：凱基

圖 8: 未來一年預估股價淨值比區間



資料來源：TEJ；凱基預估

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	1,647	2,514	2,357	3,536	3,006	3,426	4,043	4,245	10,054	14,721	17,903
營業成本	(1,375)	(1,921)	(1,797)	(2,659)	(2,305)	(2,604)	(3,016)	(3,184)	(7,753)	(11,110)	(13,452)
營業毛利	271	593	560	877	700	822	1,027	1,061	2,301	3,611	4,451
營業費用	(227)	(250)	(278)	(343)	(298)	(319)	(356)	(374)	(1,097)	(1,346)	(1,652)
營業利益	44	343	283	534	403	504	671	688	1,204	2,265	2,798
折舊	(64)	(66)	(66)	(221)	(112)	(112)	(112)	(112)	(418)	(448)	(488)
攤提	(2)	(2)	(1)	(9)	(4)	(4)	(4)	(4)	(15)	(15)	(15)
EBITDA	111	411	350	764	518	619	787	803	1,637	2,728	3,301
利息收入	4	10	4	5	8	8	8	8	23	31	35
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	25	44	59	32	43	43	43	43	160	170	170
總營業外收入	29	54	63	37	50	50	50	50	183	201	205
利息費用	(23)	(19)	(19)	(16)	(17)	(17)	(17)	(17)	(77)	(67)	(70)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(21)	-	-	(4)	(6)	(6)	(6)	(6)	(25)	(25)	(25)
總營業外費用	(45)	(19)	(19)	(20)	(23)	(23)	(23)	(23)	(102)	(92)	(95)
稅前純益	29	378	326	552	430	531	698	715	1,285	2,374	2,909
所得稅費用[利益]	2	(107)	(78)	(138)	(105)	(130)	(171)	(174)	(321)	(580)	(711)
少數股東損益	(3)	(22)	2	(7)	(7)	(5)	(2)	(6)	(30)	(20)	(20)
非常項目前稅後純益	28	249	250	407	318	396	525	535	934	1,773	2,178
非常項目	(0)	0	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	28	249	250	407	318	396	525	535	934	1,773	2,178
每股盈餘 (NT\$)	0.23	2.07	2.08	3.38	2.64	3.29	4.36	4.44	7.75	14.73	18.09
獲利率 (%)											
營業毛利率	16.5	23.6	23.8	24.8	23.3	24.0	25.4	25.0	22.9	24.5	24.9
營業利益率	2.7	13.7	12.0	15.1	13.4	14.7	16.6	16.2	12.0	15.4	15.6
EBITDA Margin	6.7	16.4	14.9	21.6	17.2	18.1	19.5	18.9	16.3	18.5	18.4
稅前純益率	1.7	15.1	13.8	15.6	14.3	15.5	17.3	16.8	12.8	16.1	16.2
稅後純益率	1.7	9.9	10.6	11.5	10.6	11.5	13.0	12.6	9.3	12.0	12.2
季成長率 (%)											
營業收入	(38.0)	52.7	(6.2)	50.0	(15.0)	14.0	18.0	5.0			
營業毛利	(45.7)	118.7	(5.5)	56.5	(20.1)	17.4	24.9	3.3			
營業收益增長	(82.5)	672.6	(17.7)	88.9	(24.6)	25.1	33.3	2.5			
EBITDA	(66.4)	272.0	(14.8)	118.1	(32.2)	19.5	27.0	2.1			
稅前純益	(86.0)	1223.8	(13.8)	69.1	(22.1)	23.5	31.6	2.4			
稅後純益	(82.3)	799.1	0.5	62.4	(21.9)	24.6	32.7	1.8			
年成長率 (%)											
營業收入	(21.2)	(9.6)	(22.2)	33.1	82.5	36.3	71.5	20.1	(4.8)	46.4	21.6
營業毛利	(28.7)	10.6	(21.6)	75.5	158.3	38.7	83.3	21.0	8.0	56.9	23.2
營業收益	(70.9)	14.7	(35.2)	110.7	806.3	46.7	137.5	28.8	5.5	88.1	23.5
EBITDA	(61.8)	15.8	(35.7)	132.6	368.8	50.6	124.5	5.1	7.8	66.7	21.0
稅前純益	(83.2)	1.4	(45.2)	170.4	1404.1	40.3	114.0	29.5	(4.3)	84.7	22.5
稅後純益	(78.0)	(10.0)	(43.0)	159.4	1045.7	58.8	109.7	31.6	(6.5)	89.9	22.8

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	11,253	12,325	13,052	15,044	16,952
流動資產	6,495	6,955	7,850	9,789	11,685
現金及短期投資	1,447	1,868	3,173	3,628	4,258
存貨	2,399	2,400	2,124	2,823	3,427
應收帳款及票據	2,372	2,367	2,231	3,017	3,679
其他流動資產	277	321	321	321	321
非流動資產	4,758	5,370	5,202	5,255	5,267
長期投資	52	72	72	72	72
固定資產	4,450	5,076	4,908	4,961	4,973
什項資產	256	222	222	222	222
負債總額	7,076	7,389	7,619	8,739	9,582
流動負債	5,044	4,702	4,808	5,870	6,632
應付帳款及票據	3,075	1,979	2,124	2,489	3,022
短期借款	1,084	1,553	1,529	1,771	1,790
什項負債	885	1,170	1,155	1,610	1,820
長期負債	2,033	2,687	2,811	2,869	2,950
長期借款	1,963	2,652	2,776	2,835	2,915
其他負債及準備	50	25	25	25	25
股東權益總額	4,177	4,937	5,434	6,305	7,370
普通股本	1,208	1,206	1,206	1,206	1,206
保留盈餘	2,039	2,599	3,066	3,918	4,963
少數股東權益	20	30	60	80	100
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	24.9%	12.0%	(4.8%)	46.4%	21.6%
營業收益增長	(8.4%)	29.4%	5.5%	88.1%	23.5%
EBITDA	3.0%	24.4%	7.8%	66.7%	21.0%
稅後純益	(31.1%)	48.4%	(6.5%)	89.9%	22.8%
每股盈餘成長率	(31.2%)	48.2%	(6.8%)	90.0%	22.8%
獲利能力分析					
營業毛利率	19.6%	20.2%	22.9%	24.5%	24.9%
營業利益率	9.4%	10.8%	12.0%	15.4%	15.6%
EBITDA Margin	13.0%	14.4%	16.3%	18.5%	18.4%
稅後純益率	7.1%	9.5%	9.3%	12.0%	12.2%
平均資產報酬率	7.0%	8.5%	7.4%	12.6%	13.6%
股東權益報酬率	16.6%	22.0%	18.2%	30.6%	32.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	72.9%	85.2%	79.2%	73.0%	63.8%
淨負債比率	38.5%	47.7%	21.1%	15.7%	6.3%
利息保障倍數 (x)	54.7	29.0	17.7	36.3	42.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	26.9	10.3	25.0	16.6	27.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.4	0.3	1.2	0.6	1.0
流動比率 (x)	1.3	1.5	1.6	1.7	1.8
速動比率 (x)	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2
淨負債 (NT\$百萬)	1,609	2,353	1,147	992	463
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	5.62	8.32	7.75	14.73	18.09
每股現金盈餘 (NT\$)	3.70	4.12	15.96	9.27	16.17
每股淨值 (NT\$)	34.41	40.68	44.55	51.61	60.27
調整後每股淨值 (NT\$)	34.69	40.88	44.62	51.71	60.40
每股營收 (NT\$)	78.63	87.96	83.47	122.28	148.71
EBITDA/Share (NT\$)	10.19	12.65	13.59	22.66	27.42
每股現金股利 (NT\$)	3.00	4.00	3.87	7.64	9.39
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.98	0.90	0.79	1.05	1.12
應收帳款周轉天數	91.9	81.8	81.0	75.0	75.0
存貨周轉天數	115.5	103.9	100.0	93.0	93.0
應付帳款周轉天數	148.1	85.7	100.0	82.0	82.0
現金轉換周轉天數	59.3	100.1	81.0	86.0	86.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	9,423	10,558	10,054	14,721	17,903
營業成本	(7,579)	(8,427)	(7,753)	(11,110)	(13,452)
營業毛利	1,844	2,131	2,301	3,611	4,451
營業費用	(961)	(989)	(1,097)	(1,346)	(1,652)
營業利益	882	1,142	1,204	2,265	2,798
總營業外收入	71	296	183	201	205
利息收入	21	20	23	31	35
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	50	276	160	170	170
總營業外費用	(67)	(95)	(102)	(92)	(95)
利息費用	(16)	(48)	(77)	(67)	(70)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(51)	(47)	(25)	(25)	(25)
稅前純益	886	1,343	1,285	2,374	2,909
所得稅費用[利益]	(214)	(334)	(321)	(580)	(711)
少數股東損益	1	(10)	(30)	(20)	(20)
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	673	999	934	1,773	2,178
EBITDA	1,221	1,518	1,637	2,728	3,301
每股盈餘 (NT\$)	5.62	8.32	7.75	14.73	18.09

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	443	495	1,923	1,116	1,946
本期純益	673	999	934	1,773	2,178
折舊及攤提	338	377	432	462	502
本期運用資金變動	(492)	(1,106)	557	(1,119)	(734)
其他營業資產及負債變動	(77)	226	0	0	0
投資活動之現金流量	(1,797)	(912)	(265)	(515)	(515)
投資用短期投資出售[新購]	210	(19)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(1,998)	(848)	(250)	(500)	(500)
其他資產變動	(9)	(44)	(15)	(15)	(15)
自由現金流	(1,495)	(733)	1,628	540	1,368
融資活動之現金流量	1,594	740	(353)	(147)	(802)
短期借款變動	227	432	(900)	200	200
長期借款變動	1,861	680	1,000	100	100
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(484)	(362)	(483)	(467)	(922)
其他融資現金流	(11)	(10)	30	20	20
匯率影響數	(19)	92	-	-	-
本期產生現金流量	221	416	1,306	455	629

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	10.2%	9.4%	10.9%	9.1%	9.2%
= 營業利益率	9.4%	10.8%	12.0%	15.4%	15.6%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.5	0.5	0.3	0.3
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.7	1.5	1.6	2.1	2.3
營業利益率	9.4%	10.8%	12.0%	15.4%	15.6%
x 資本周轉率	1.7	1.5	1.6	2.1	2.3
x (1 - 有效現金稅率)	75.9%	75.1%	75.0%	75.6%	75.6%
= 稅後 ROIC	11.9%	12.1%	14.2%	24.1%	27.7%

資料來源：公司資料，凱基

台光電

(2383.TW/2383 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 November 29 (NT\$)	372.0
12 個月目標價 (NT\$)	550
前次目標價 (NT\$)	550
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	47.8

焦點內容

- 預期 2024 年公司在 AI 伺服器材料市占率仍可維持 60% 以上。
- 4Q23 營收在 AI 伺服器帶動可望微增。
- 東南亞新廠 1Q25 年量產。

交易資料表

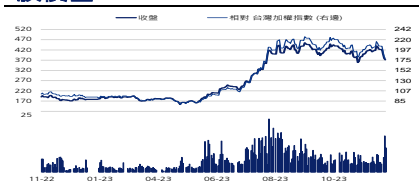
市值：(NT\$bn/US\$m)	127.3 / 4,080
流通在外股數 (百萬股)：	342.3
外資持有股數 (百萬股)：	90.92
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.85
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	153.5 - 455.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-7.8	81.9	103.8
相對表現 (%)	-12.3	77.5	85.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	3.98A	3.25A	3.93A	4.08A
2023	1.44A	3.00A	6.04A	6.36F
2024	5.07F	5.49F	6.39F	6.12F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

林祐熙
886.2.2181.8725
jacklin.lin@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

AI 伺服器基板材料大贏家

重要訊息

在 GPU 供給成長以及 CSP 業者積極擴張下，公司將受惠雲端 AI 於 2023 年末至 2024 年快速成長，而裝置品牌 2H24 起推出更多邊緣 AI 機種。

評論及分析

AI 伺服器銅箔基板獨占鰲頭。我們預期 AI 伺服器 PCB 中銅箔基板(CCL) content value 將提升 4-5 倍以上。2Q-3Q23 AI 伺服器 CCL (UBB,OAM, switch board, CPU 主板)佔總營收為 14-15%、22-23%。管理層認為目前 AI 伺服器訂單有望逐季成長態勢，但 low DK 的玻纖布為瓶頸將左右拉貨。

4Q23 營收在 AI 伺服器帶動可望微增。公司預期網通、車用營收可分別季增個位數、10%，而手持裝置轉淡季呈季減個位數。並預期產能利用率為 75-80%(以月產能 450 萬張計算)，而毛利率亦與 3Q23 相當。

東南亞新廠 1Q25 年量產。2023 年資本支出維持 42 億元，2024 資本支出則尚未決定但將以擴建馬來西亞廠為主(1Q25 開 45 萬張)。目前月產能變化 450 萬張，3Q24 昆山廠搬遷影響 75 萬張將視產能吃緊狀況調整遷移時間。

投資建議

我們預期 2024 年公司在 AI 伺服器材料市占率仍可維持 60% 以上，維持「增加持股」的評等、目標價 550 元，相當於 2024-25 年平均每股盈餘 22 倍本益比。

投資風險

客戶需求不如預期；競爭對手進度超前。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	38,500	38,673	40,450	47,574	53,576
營業毛利 (NT\$百萬)	10,069	9,710	11,389	14,043	15,905
營業利益 (NT\$百萬)	6,923	6,225	7,521	9,748	11,418
稅後淨利 (NT\$百萬)	5,493	5,073	5,620	7,682	8,989
每股盈餘 (NT\$)	16.50	15.24	16.88	23.07	27.00
每股現金股利 (NT\$)	10.00	8.50	9.50	13.00	15.50
每股盈餘成長率 (%)	45.6	(7.7)	10.8	36.7	17.0
本益比 (x)	22.5	24.4	22.0	16.1	13.8
股價淨值比 (x)	6.3	5.6	5.0	4.4	3.9
EV/EBITDA (x)	15.8	17.6	14.2	11.2	9.5
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.7	2.3	2.6	3.5	4.2
股東權益報酬率 (%)	30.1	24.3	24.1	29.3	30.0

資料來源：公司資料，凱基

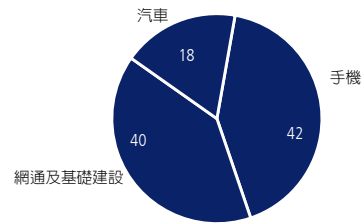
圖 1: 公司概況

台光電子成立於 1992 年，為台灣前四大銅箔基板(CCL)廠商之一，全球最大無鹵素環保基板供應商，主要生產銅箔基板、黏合片(PP)以及多層壓合板(M/L)。台光電 2022 年終端應用營收占比分別為手機 40-45%、網通 35-40%及汽車 15-20%，目前單月產能可達銅箔基板 385 萬張、黏合片 1310 萬米、壓合代工 80 萬平方英尺、散熱基板 4 萬片。

資料來源：凱基

圖 2: 2022 產品比重

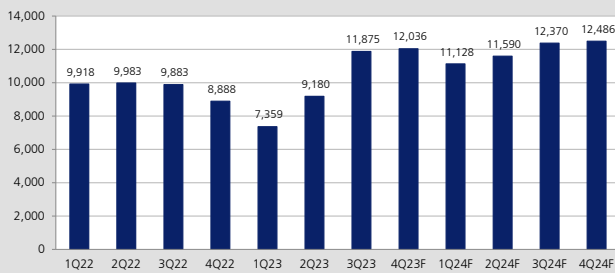
產品比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3: 季營業收入

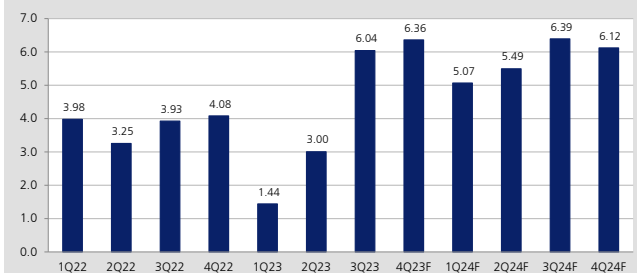
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4: 每股盈利

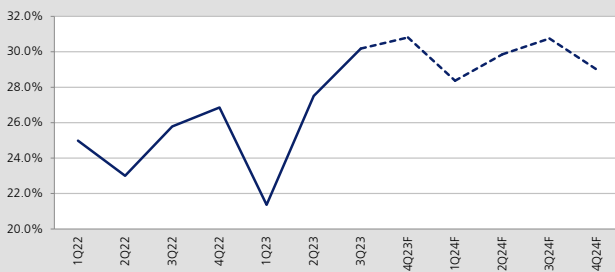
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5: 毛利率

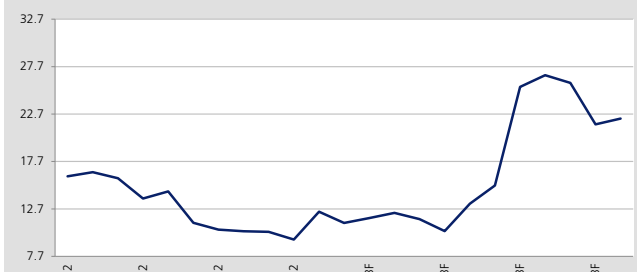
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 本益比

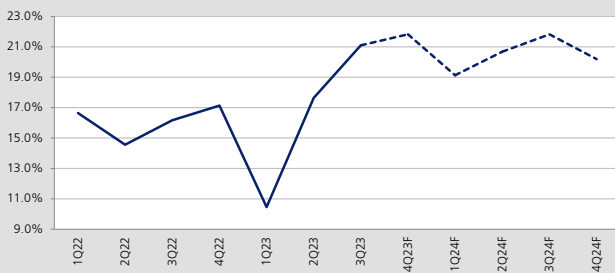
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 7: 營業利潤率

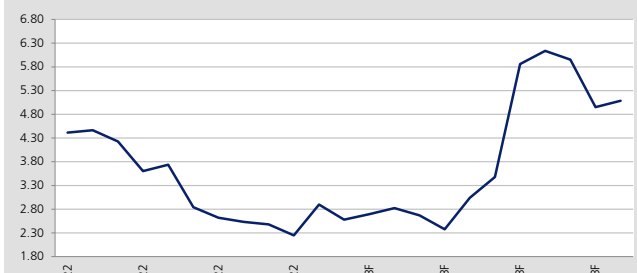
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	7,359	9,180	11,875	12,036	11,128	11,590	12,370	12,486	40,450	47,574	53,576
營業成本	(5,787)	(6,655)	(8,290)	(8,328)	(7,971)	(8,129)	(8,566)	(8,865)	(29,061)	(33,531)	(37,671)
營業毛利	1,572	2,525	3,584	3,708	3,157	3,461	3,804	3,621	11,389	14,043	15,905
營業費用	(803)	(906)	(1,078)	(1,081)	(1,028)	(1,064)	(1,104)	(1,099)	(3,868)	(4,295)	(4,487)
營業利益	769	1,619	2,506	2,627	2,129	2,397	2,700	2,522	7,521	9,748	11,418
折舊	(264)	(280)	(338)	(268)	(303)	(303)	(303)	(303)	(1,150)	(1,210)	(1,305)
攤提	(11)	(12)	(12)	(13)	(12)	(12)	(12)	(12)	(48)	(49)	(50)
EBITDA	1,044	1,911	2,857	2,908	2,444	2,712	3,015	2,837	8,719	11,007	12,773
利息收入	21	30	36	36	36	36	36	36	124	144	144
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	-	-	45	35	35	35	35	45	140	140
總營業外收入	21	30	36	81	71	71	71	71	169	284	284
利息費用	(72)	(85)	(77)	(77)	(77)	(77)	(77)	(77)	(310)	(308)	(308)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	10	24	108	-	-	-	-	-	142	-	-
總營業外費用	(62)	(61)	32	(77)	(77)	(77)	(77)	(77)	(168)	(308)	(308)
稅前純益	729	1,588	2,574	2,631	2,123	2,391	2,694	2,516	7,522	9,724	11,394
所得稅費用[利益]	(249)	(588)	(552)	(513)	(436)	(562)	(566)	(478)	(1,902)	(2,042)	(2,405)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	480	1,000	2,022	2,118	1,687	1,829	2,128	2,038	5,620	7,682	8,989
非常項目	(0)	0	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	480	1,000	2,022	2,118	1,687	1,829	2,128	2,038	5,620	7,682	8,989
每股盈餘 (NT\$)	1.44	3.00	6.04	6.36	5.07	5.49	6.39	6.12	16.88	23.07	27.00
獲利率 (%)											
營業毛利率	21.4	27.5	30.2	30.8	28.4	29.9	30.8	29.0	28.2	29.5	29.7
營業利益率	10.5	17.6	21.1	21.8	19.1	20.7	21.8	20.2	18.6	20.5	21.3
EBITDA Margin	14.2	20.8	24.1	24.2	22.0	23.4	24.4	22.7	21.6	23.1	23.8
稅前純益率	9.9	17.3	21.7	21.9	19.1	20.6	21.8	20.1	18.6	20.4	21.3
稅後純益率	6.5	10.9	17.0	17.6	15.2	15.8	17.2	16.3	13.9	16.1	16.8
季成長率 (%)											
營業收入	(17.2)	24.7	29.3	1.4	(7.5)	4.1	6.7	0.9			
營業毛利	(34.1)	60.6	41.9	3.4	(14.8)	9.6	9.9	(4.8)			
營業收益增長	(49.5)	110.5	54.8	4.8	(18.9)	12.6	12.7	(6.6)			
EBITDA	(39.6)	82.9	49.5	1.8	(16.0)	11.0	11.2	(5.9)			
稅前純益	(52.9)	117.8	62.1	2.2	(19.3)	12.6	12.7	(6.6)			
稅後純益	(64.7)	108.5	102.2	4.7	(20.3)	8.4	16.4	(4.2)			
年成長率 (%)											
營業收入	(25.8)	(8.0)	20.2	35.4	51.2	26.2	4.2	3.7	4.6	17.6	12.6
營業毛利	(36.6)	9.9	40.6	55.3	100.8	37.1	6.1	(2.3)	17.3	23.3	13.3
營業收益	(53.4)	11.4	56.8	72.5	176.8	48.0	7.7	(4.0)	20.8	29.6	17.1
EBITDA	(43.4)	16.7	59.9	68.1	134.0	41.9	5.5	(2.4)	24.6	26.2	16.0
稅前純益	(56.3)	9.7	57.9	69.8	191.2	50.5	4.7	(4.4)	19.5	29.3	17.2
稅後純益	(63.8)	(7.6)	54.7	55.8	251.6	82.8	5.2	(3.8)	10.8	36.7	17.0

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	36,565	43,382	47,891	56,099	63,941
流動資產	25,844	26,580	28,033	34,101	40,228
現金及短期投資	6,645	10,444	11,346	14,661	18,315
存貨	5,465	4,236	4,250	4,891	5,510
應收帳款及票據	13,274	11,683	12,220	14,333	16,186
其他流動資產	459	217	217	217	217
非流動資產	10,721	16,803	19,858	21,998	23,714
長期投資	-	-	-	-	-
固定資產	8,469	14,680	17,735	19,875	21,591
什項資產	2,253	2,123	2,123	2,123	2,123
負債總額	16,791	21,308	23,331	28,143	32,010
流動負債	14,485	15,760	17,404	19,665	22,196
應付帳款及票據	8,128	6,513	6,535	7,520	8,472
短期借款	2,917	5,299	6,616	6,742	7,592
什項負債	3,440	3,947	4,253	5,403	6,132
長期負債	2,306	5,548	5,928	8,478	9,814
長期借款	721	4,218	4,598	7,148	8,484
其他負債及準備	1,293	1,019	1,019	1,019	1,019
股東權益總額	19,774	22,075	24,560	27,956	31,931
普通股本	3,329	3,329	3,329	3,329	3,329
保留盈餘	12,298	13,361	15,846	19,243	23,218
少數股東權益	21	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	41.5%	0.4%	4.6%	17.6%	12.6%
營業收益增長	47.8%	(10.1%)	20.8%	29.6%	17.1%
EBITDA	44.4%	(8.4%)	24.6%	26.2%	16.0%
稅後純益	48.9%	(7.7%)	10.8%	36.7%	17.0%
每股盈餘成長率	45.6%	(7.7%)	10.8%	36.7%	17.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	26.2%	25.1%	28.2%	29.5%	29.7%
營業利益率	18.0%	16.1%	18.6%	20.5%	21.3%
EBITDA Margin	19.8%	18.1%	21.6%	23.1%	23.8%
稅後純益率	14.3%	13.1%	13.9%	16.1%	16.8%
平均資產報酬率	17.1%	12.7%	12.3%	14.8%	15.0%
股東權益報酬率	30.1%	24.3%	24.1%	29.3%	30.0%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	18.4%	43.1%	45.7%	49.7%	50.3%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	91.6	35.2	25.3	32.6	38.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	52.7	40.7	20.3	23.3	28.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.3	1.4	0.9	1.0	1.1
流動比率 (x)	1.8	1.7	1.6	1.7	1.8
速動比率 (x)	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6
淨負債 (NT\$百萬)	(3,003)	(926)	(132)	(770)	(2,238)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	16.50	15.24	16.88	23.07	27.00
每股現金盈餘 (NT\$)	12.08	22.52	18.89	21.54	26.51
每股淨值 (NT\$)	59.33	66.31	73.77	83.97	95.91
調整後每股淨值 (NT\$)	59.33	66.31	73.77	83.97	95.91
每股當收 (NT\$)	115.64	116.16	121.50	142.90	160.93
EBITDA/Share (NT\$)	22.95	21.03	26.19	33.06	38.37
每股現金股利 (NT\$)	10.00	8.50	9.50	13.00	15.50
資產運用狀況					
資產週轉率 (x)	1.20	0.97	0.89	0.91	0.89
應收帳款週轉天數	125.8	110.3	110.3	110.3	110.3
存貨週轉天數	70.2	53.4	53.4	53.4	53.4
應付帳款週轉天數	104.3	82.1	82.1	82.1	82.1
現金轉換週轉天數	91.7	81.6	81.6	81.6	81.6

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	38,500	38,673	40,450	47,574	53,576
營業成本	(28,431)	(28,962)	(29,061)	(33,531)	(37,671)
營業毛利	10,069	9,710	11,389	14,043	15,905
營業費用	(3,146)	(3,485)	(3,868)	(4,295)	(4,487)
營業利益	6,923	6,225	7,521	9,748	11,418
總營業外收入	76	62	169	284	284
利息收入	52	62	124	144	144
投資利益淨額	24	-	-	-	-
其他營業外收入	-	-	45	140	140
總營業外費用	(87)	8	(168)	(308)	(308)
利息費用	(76)	(184)	(310)	(308)	(308)
投資損失	(10)	-	-	-	-
其他營業外費用	(1)	193	142	-	-
稅前純益	6,912	6,296	7,522	9,724	11,394
所得稅費用[利益]	(1,412)	(1,220)	(1,902)	(2,042)	(2,405)
少數股東損益	(7)	(3)	-	-	-
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	5,493	5,073	5,620	7,682	8,989
EBITDA	7,642	7,000	8,719	11,007	12,773
每股盈餘 (NT\$)	16.50	15.24	16.88	23.07	27.00

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	4,022	7,498	6,289	7,172	8,824
本期純益	5,493	5,073	5,620	7,682	8,989
折舊及攤提	719	774	1,198	1,259	1,355
本期運用資金變動	(2,844)	1,353	(529)	(1,769)	(1,520)
其他營業資產及負債變動	652	298	(0)	-	(0)
投資活動之現金流量	(2,618)	(6,596)	(4,253)	(3,399)	(3,071)
投資用短期投資出售[新購]	-	(21)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(2,470)	(6,493)	(4,205)	(3,350)	(3,021)
其他資產變動	(148)	(82)	(48)	(49)	(50)
自由現金流	885	610	2,036	3,792	5,772
融資活動之現金流量	(420)	2,687	(1,134)	(459)	(2,099)
短期借款變動	1,984	2,575	-	-	-
長期借款變動	(265)	3,657	1,696	2,676	2,186
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(2,333)	(3,333)	(2,830)	(3,135)	(4,285)
其他融資現金流	194	(211)	(0)	0	-
匯率影響數	(73)	211	-	-	-
本期產生現金流量	910	3,802	902	3,315	3,654

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	8.2%	9.0%	9.6%	9.0%	8.4%
= 營業利益率	18.0%	16.1%	18.6%	20.5%	21.3%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本週轉率	2.3	1.8	1.7	1.8	1.8
營業利益率	18.0%	16.1%	18.6%	20.5%	21.3%
x 資本週轉率	2.3	1.8	1.7	1.8	1.8
x (1 - 有效現金稅率)	79.6%	80.6%	74.7%	79.0%	78.9%
= 稅後 ROIC	32.8%	24.0%	23.2%	28.6%	30.6%

資料來源：公司資料，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。

*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司(以下簡稱本公司)為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，遷後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。