

印刷電路板產業

伺服器持續回溫帶動銅箔基板族群營收優於預期

加碼・維持

焦點內容

1. 在一般型伺服器持續回溫，AI 伺服器出貨延續、800G 交換機放量下，銅箔基板族群 3Q24 營收優預期。
2. GB200 Switch tray PCB 設計變更，添增 1Q25 放量難度。
3. 800G 交換機銅箔基板台廠市占率高達 80%受惠最深。

重要訊息

9 月營收中銅箔基板族群相關公司表現較為亮眼，創一年來新高且部分續創歷史新高，台廠在高速傳輸銅箔基板市場占有率高達 67%，我們認為在更高階 800G 交換機於 3Q24 放量下，台廠 CCL 基板廠商市佔率超過 80%可大幅受惠。

評論及分析

銅箔基板族群 9 月營收創高，3Q24 營收優預期。在一般型伺服器持續回溫，AI 伺服器出貨延續、800G 交換機放量下，台光電、台燿 9 月營收，分別月增 3.5%、2.6%，皆創創歷史新高，使其 3Q24 營收達成我們或市場共識之 105%、106%，達 174.6 億、66.2 億，年增 47%、58%優於預期；而聯茂因車用需求不如預期達成率 98%達 79.6 億，略低預期達財測下緣。

GB200 Switch tray PCB 設計變更，添增 1Q25 放量難度。為解決電源飛線與液冷管線間問題，GB200 NVL72 Switch tray PCB 將原本 6 階(6-12-6) 24 層 M7 材料混壓 HDI 板，設計變更成 22 層 M8 的多層板。此舉將對基板供應商台光電帶來正面助益，而 PCB 供應商則由欣興(3037 TT, NT\$144.5, 增加持股)變更為滬士電(陸)；而 Computing tray 目前設計為 5 階(5-12-5) 22 層混壓 HDI 板，亦考量設計變更中。

800G 交換機銅箔基板台廠市占率高達 80%。根據 Prismark 預估 AI/HPC 伺服器 PCB 2023-28 出貨金額複合成長率為 32.5%，其中 18+層板 PCB 成長率為 13.6%(佔比於 2028 年提升 3 百分點達 18%)，台廠於 2023 年在無鹵基材出貨金額市佔率為 65%，高速傳輸基材市場 67%，我們認為 3Q24 開始放量 800G 交換機中 (M8; 38-48L)，銅箔基板台廠市占率高達 80%(台光電 60-70%、台燿 15-20%)將為最大受惠者。

投資建議

我們認為在 AI 伺服器及 800G 交換機成長趨勢下，推升 PCB 高速材料需求，我們看好銅箔基板族群高市占率將大幅受惠，台光電(2383 TT, NT\$420.0, 增加持股)、台燿(6274 TT, NT\$165, 未評等)、聯茂(6213 TT, NT\$72.8, 增加持股)將受惠此趨勢。

投資風險

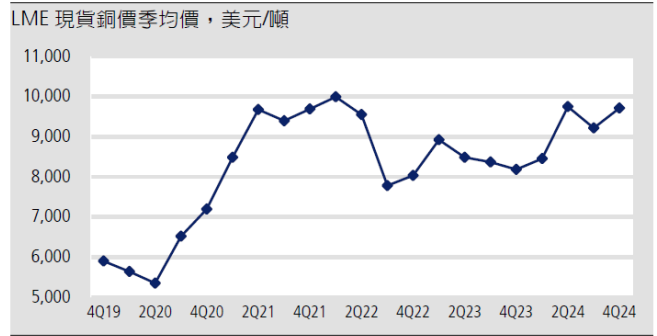
市場需求不如預期；平均售價與獲利率下滑幅度加劇。

圖 1: 2020-24 銅價趨勢



註：資料截止至 10 月 14 日
資料來源：Bloomberg；凱基

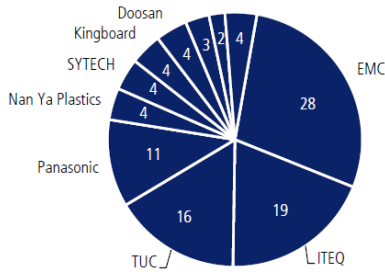
圖 2: 3Q24 銅價季均價季減 5.5%



註：資料截止至 10 月 14 日
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3: 2023 高速傳輸基板市占率，台廠 67% 領先

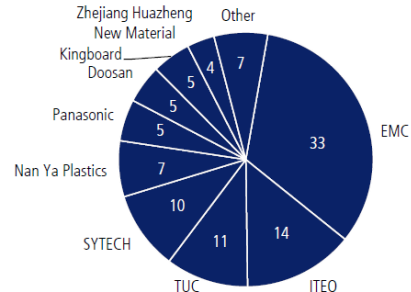
市佔率，百分比



資料來源：凱基預估

圖 4: 2023 無鹵素基板市占率，台廠 65% 領先

市佔率，百分比



資料來源：凱基預估

圖 5: 伺服器需求帶動 8-16 層板及 18+ 層板 PCB 產值提升

Value (US \$mn)	Commodity	4-6 ML	8-16 ML	18+ ML	HDI	FPC	Total
2022E	218	973	2,796	733	515	633	5,868
2023E	179	804	2,326	777	530	561	5,177
2024F	186	859	2,586	1,053	784	603	6,071
2028F	217	986	3,380	1,469	1,131	792	7,975
2023-28F CAGR	4.0%	4.2%	7.8%	13.6%	16.3%	7.1%	9.0%

資料來源：Prismark；凱基

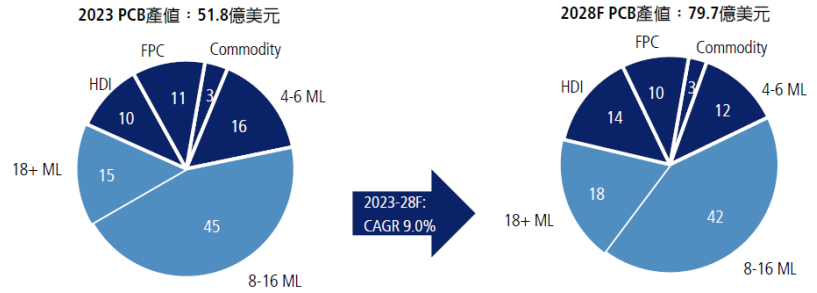
圖 6: 伺服器需求帶動 8-16 層板及 18+ 層板 PCB 面積提升

Area (M m ²)	Commodity	4-6 ML	8-16 ML	18+ ML	HDI	FPC	Total
2022E	4.2	7.3	6.3	0.5	0.8	2.4	21.8
2023E	3.8	6.7	5.6	0.5	1.0	2.5	20.2
2024F	4.1	7.4	6.3	0.7	1.5	2.7	22.8
2028F	5.4	9.6	9.1	1.1	2.5	4.1	31.7
2023-28F CAGR	7.2%	7.4%	10.0%	14.7%	19.9%	10.5%	9.4%

資料來源：Prismark；凱基

圖 7: 18+層板佔比於 2028 年提升 3 百分點達 18%

伺服器及相關電子的 PCB 技術應用別市占率，百分比



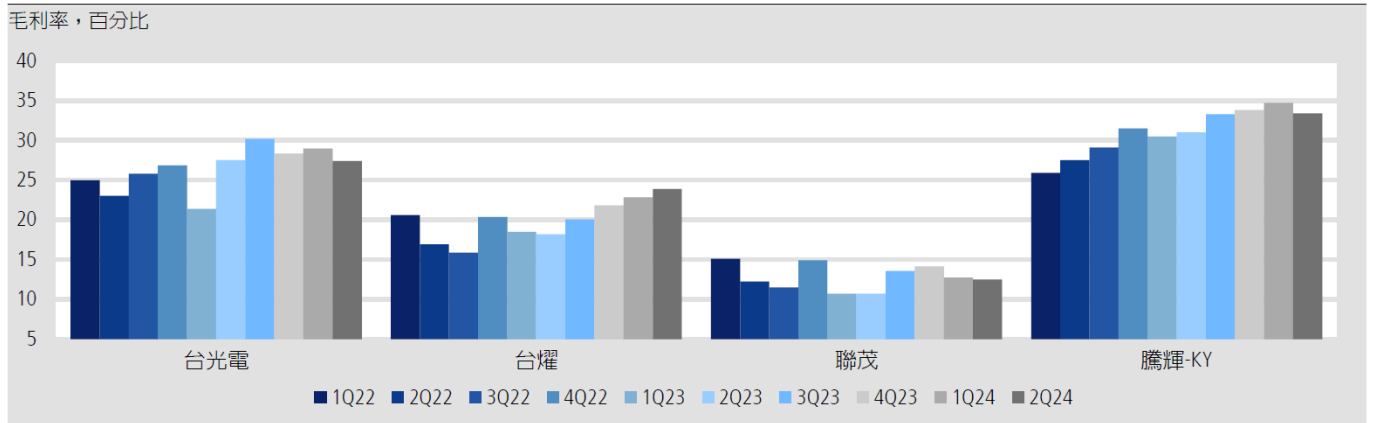
資料來源：Prismark；凱基

圖 8: 1H24 台廠 PCB 營收應用比重分布

應用產業	公司	代碼	AI 伺服器	伺服器	基建 網通	車用	手機	PC/NB	記憶體	消費性 其他	光電	工業/ 醫療/ 軍用	衛星	其他	TTL
伺服器	金像電	2368 TT	23	47	13			11						7	100
	博智	8155 TT		65	1							33		1	100
	聯茂	6213 TT		57	6	21	5			12					100
	台耀	6274 TT		70-75				6						19-24	100
	金居	8358 TT	15	30		20	8	17					5	5	100
	健鼎	3044 TT		27		26	6	6	22		7			6	100
	台光電	2383 TT	27		25	16	13	13					6		100
	欣興	3037 TT		37		5	20	27		11					100
	新復興	4909 TT			75	5								20	100
	南電	8046 TT	2	10	34	10		17		12				15	100
高技	5439 TT	10		25	25						35		5	100	
車用	敬鵬	2355 TT			9	78				4		8		1	100
	定穎	3715 TT			6	68		3	8	2	13				100
	騰輝-KY	6672 TT				58				8	9	15		11	100
	耀華	2367 TT				37	2	26		9			17	9	100
手機	臻鼎-KY	4958 TT		2		2	67	28						0	100
	台郡	6269 TT					51	38		11					100
	華通	2313 TT			3		47	16		14			20		100
PC/NB	景碩	3189 TT	1	2	12		32	17		13				23	100
	嘉聯益	6153 TT				2	22	54		22					100
	瀚宇博	5469 TT		10	23	3		40		10	7			7	100
	泰鼎-KY	4927 TT			14	24		16		47					100
	志超	8213 TT				14		30			48			8	100

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 9: 1Q22-2Q24 銅箔基板廠商毛利率趨勢



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 10: 9 月台廠 PCB 營收及 3Q24 營收達成率

產業別	公司	代碼	月營收(百萬元)			累計月營收(百萬元)		季營收(百萬元)			
			Sep-24	MoM (%)	YoY (%)	Jan~Sep-24	YoY (%)	3Q24	QoQ (%)	YoY (%)	達成率 (%)
伺服器	金像電	2368 TT	3,333	(6.7)	16.8	28,951	34.6	10,441	10	27	100
	博智	8155 TT	347	11.0	42.7	2,625	26.0	972	3	36	
	聯茂	6213 TT	2,749	10.5	18.9	21,713	18.4	7,963	5	20	97.9
	台耀	6274 TT	2,270	2.6	51.4	16,760	44.6	6,622	16	58	106
	金居	8358 TT	582	(4.2)	2.3	5,115	15.7	1,793	(1.2)	27	
	健鼎	3044 TT	5,860	(1.3)	5.4	48,759	11.0	17,674	12	9	102
	台光電	2383 TT	5,941	3.5	37.0	45,815	61.2	17,464	13	47	105
	欣興	3037 TT	10,838	0.1	23.7	85,992	9.8	31,712	14	19	106
	新復興	4909 TT	286	(31.8)	367.3	2,239	359	1,076	75	422	
車用	南電	8046 TT	2,969	(4.2)	(15.7)	24,413	(25.9)	9,192	13	(10.1)	94
	高技	5439 TT	357	1.6	2.4	2,983	(7.3)	1,057	5	(4.2)	
	敬鵬	2355 TT	1,373	(0.8)	(10.0)	12,335	(0.6)	4,065	(2.5)	(8.1)	
	定穎	3715 TT	1,589	(1.9)	5.8	13,150	13.7	4,750	12	12	104
手機	騰輝-KY	6672 TT	335	5.2	(11.6)	3,199	(12.1)	1,005	(10.2)	(18.6)	
	耀華	2367 TT	1,531	(4.7)	22.4	14,052	24.0	4,759	(7.2)	24	
	臻鼎-KY	4958 TT	19,337	8.6	8.5	115,531	19.1	50,609	56	21	109
	台郡	6269 TT	1,976	(6.4)	(34.8)	20,770	(14.3)	6,416	(15.2)	(19.9)	
	華通	2313 TT	6,463	(7.7)	(9.0)	52,632	12.1	20,191	20	3	93
PC/NB	景碩	3189 TT	2,647	(7.4)	33.8	22,492	16.3	8,197	12	36	101
	台虹	8039 TT	873	(9.5)	2.4	7,708	29.1	2,854	(0.9)	15	
	嘉聯益	6153 TT	676	4.5	(27.6)	5,634	(25.7)	2,086	6	(28.7)	
	瀚宇博	5469 TT	3,834	(4.3)	(0.1)	31,455	(4.4)	11,808	14	0	
	泰鼎-KY	4927 TT	987	(10.3)	11.6	9,378	(1.7)	3,426	9	11	
	志超	8213 TT	1,384	(11.6)	(11.4)	13,570	(7.5)	4,647	(2.1)	(10.0)	

資料來源: Bloomberg / 凱基

圖 11: PCB 同業評價比較

產業	公司	代碼	評等	市值 (美金百萬元)	股價 (元)	每股盈餘 (元)			PE (x)			PB (x)			ROE (%)			殖利率(%)		
						2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
銅箔	金居	8358 TT	未評等	464	58.90	2.11	N.A.	N.A.	27.9	N.A.	N.A.	2.5	N.A.	N.A.	8.8	N.A.	N.A.	3.9	N.A.	N.A.
玻纖布/砂	富喬	1815 TT	未評等	311	21.50	(1.44)	N.A.	N.A.	N.M.	N.A.	N.A.	1.5	N.A.	N.A.	(9.3)	N.A.	N.A.	0.5	N.A.	N.A.
銅箔基板	台光電	2383 TT	增加持股	4,511	420.00	16.35	28.72	33.85	25.7	14.6	12.4	5.4	4.7	4.1	22.5	34.5	35.7	2.4	4.1	4.8
	聯茂	6213 TT	增加持股	824	72.80	1.86	2.73	5.07	39.1	26.7	14.4	1.4	1.3	1.2	3.4	5.0	9.0	2.1	2.2	4.1
	台耀	6274 TT	未評等	1,399	165.00	3.05	10.52	13.52	54.1	15.7	12.2	3.9	3.3	2.9	7.0	23.1	26.0	2.2	4.1	5.0
	騰輝-KY	6672 TT	未評等	155	69.50	6.08	N.A.	N.A.	11.4	N.A.	N.A.	1.5	N.A.	N.A.	13.7	N.A.	N.A.	3.9	N.A.	N.A.
軟性銅箔基板	亞電	4939 TT	未評等	65	21.35	0.37	N.A.	N.A.	57.7	N.A.	N.A.	1.4	N.A.	N.A.	2.4	N.A.	N.A.	2.3	N.A.	N.A.
	台虹	8039 TT	未評等	405	54.60	2.02	N.A.	N.A.	27.0	N.A.	N.A.	1.4	N.A.	N.A.	5.3	N.A.	N.A.	1.9	N.A.	N.A.
鑽針	尖點	8021 TT	未評等	164	37.00	(0.25)	1.88	2.34	N.M.	19.7	15.8	1.2	1.1	N.A.	(0.8)	5.4	6.2	2.6	N.A.	N.A.
印刷電路板	華通	2313 TT	增加持股	2,307	62.10	3.50	4.92	6.13	17.8	12.6	10.1	1.9	1.7	1.6	10.7	14.3	16.4	2.4	3.2	3.9
	楠梓電	2316 TT	未評等	309	54.30	4.61	N.A.	N.A.	11.8	N.A.	N.A.	1.1	N.A.	N.A.	9.9	N.A.	N.A.	1.1	N.A.	N.A.
	敬鵬	2355 TT	未評等	483	39.00	1.92	2.98	3.09	20.3	13.1	12.6	1.0	0.9	0.9	4.8	6.8	7.3	3.0	6.4	6.4
	耀華	2367 TT	未評等	638	30.60	(0.51)	N.A.	N.A.	N.M.	N.A.	N.A.	2.1	N.A.	N.A.	(3.4)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
	金像電	2368 TT	增加持股	2,936	191.50	7.25	12.96	17.22	26.4	14.8	11.1	5.6	5.4	4.5	22.7	37.1	43.8	1.8	3.4	4.5
	健鼎	3044 TT	增加持股	3,145	192.00	11.53	15.69	18.44	16.6	12.2	10.4	2.3	1.9	1.6	14.1	17.3	17.1	3.9	5.2	6.3
	泰鼎-KY	4927 TT	未評等	306	51.10	(4.20)	N.A.	N.A.	N.M.	N.A.	N.A.	1.4	N.A.	N.A.	(10.7)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
	高技	5439 TT	未評等	257	88.80	5.07	N.A.	N.A.	17.5	N.A.	N.A.	3.3	N.A.	N.A.	19.4	N.A.	N.A.	4.2	N.A.	N.A.
	瀚宇博	5469 TT	未評等	786	51.90	5.07	N.A.	N.A.	10.2	N.A.	N.A.	0.9	N.A.	N.A.	9.2	N.A.	N.A.	2.9	N.A.	N.A.
	定穎	3715 TT	未評等	602	69.50	3.61	4.76	5.98	19.3	14.6	11.6	2.9	2.5	2.0	15.7	17.8	17.9	2.3	3.0	3.6
	博智	8155 TT	未評等	237	149.00	4.08	N.A.	N.A.	36.5	N.A.	N.A.	3.6	N.A.	N.A.	9.3	N.A.	N.A.	2.4	N.A.	N.A.
	志超	8213 TT	未評等	321	38.00	4.03	N.A.	N.A.	9.4	N.A.	N.A.	0.7	N.A.	N.A.	7.4	N.A.	N.A.	2.5	N.A.	N.A.
	軟性印刷電路板	臻鼎-KY	4958 TT	持有	3,340	112.00	6.55	8.52	10.45	17.1	13.2	10.7	1.1	1.1	1.0	6.4	8.3	9.7	2.9	3.8
嘉聯益		6153 TT	未評等	374	20.15	(6.04)	N.A.	N.A.	N.M.	N.A.	N.A.	0.9	N.A.	N.A.	(24.6)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
欣都		6269 TT	未評等	769	76.50	6.45	1.00	4.69	11.9	76.9	16.3	1.0	1.0	1.0	8.2	3.1	5.4	5.1	0.7	7.7
IC載板	欣興	3037 TT	增加持股	6,869	144.50	7.88	5.87	13.72	18.3	24.6	10.5	2.4	2.3	2.0	13.6	9.6	20.4	2.1	1.6	3.8
	景碩	3189 TT	持有	1,495	105.00	0.11	1.98	7.27	999.3	53.2	14.5	1.5	2.0	(11.2)	0.1	3.2	33.4	1.0	1.0	3.8
	南電	8046 TT	持有	2,689	133.50	9.00	3.84	11.41	14.8	34.8	11.7	1.8	2.0	2.1	11.4	5.5	17.6	4.1	1.7	5.1
高頻微波通訊載板	新復興	4909 TT	未評等	423	145.50	0.42	N.A.	N.A.	346.4	N.A.	N.A.	5.7	N.A.	N.A.	1.6	N.A.	N.A.	0.6	N.A.	N.A.
PCB設備	牧德	3563 TT	未評等	489	351.00	8.21	N.A.	N.A.	42.8	N.A.	N.A.	4.0	N.A.	N.A.	10.6	N.A.	N.A.	2.8	N.A.	N.A.
	迅得	6438 TT	未評等	500	213.00	8.89	N.A.	N.A.	24.0	N.A.	N.A.	4.0	N.A.	N.A.	16.8	N.A.	N.A.	4.2	N.A.	N.A.

資料來源: Bloomberg; 凱基

凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明

於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述之目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其關聯人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之關聯人。凱基集團成員公司、其關聯人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。