

嘉澤 (3533.TW/3533 TT)

搭上新 CPU 平台與升級之趨勢

增加持股 · 維持

收盤價 June 13 (NT\$)	1,600
12 個月目標價 (NT\$)	1,860
前次目標價 (NT\$)	1,660
調升 (%)	12.0
上漲空間 (%)	16.3

焦點內容

- 我們預期 2Q24 伺服器之營收貢獻將更強勁，動能來自新 CPU 平台。
- 伺服器、筆電與桌機之新 CPU 插槽、DDR5 與 PCIe Gen 5 滲透率提升下，營收與毛利率擴張將挹注 2024-25 年 EPS 上揚。
- 除 CPU 平台升級外，伺服器液冷分歧管 UQD 與應用於 AI 筆電的 CAMM 產品將為 2025 年營收增添成長動能。

交易資料表

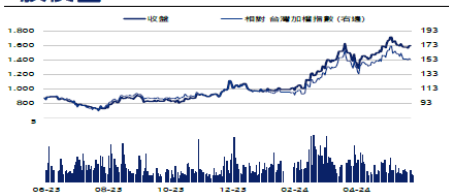
市值：(NT\$bn/US\$mn)	179.0 / 5,514
流通在外股數 (百萬股)：	111.9
外資持有股數 (百萬股)：	53.46
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.066
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	704 - 1,720

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	28	62.6	83.3
相對表現 (%)	16	34.9	53.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	13.03A	14.21A	17.91A	13.55A
2023	10.96A	11.56A	16.77A	11.41A
2024	18.57A	19.16F	19.77F	21.25F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

嘉澤參加凱基投資論壇，表示未來幾季展望正向，預期伺服器與桌機的 CPU 新平台、DDR5 及 PCIe Gen5 滲透率將持續提升。

評論及分析

2Q24 營收展望優於預期。我們認為嘉澤 2Q24 營收將優於我們前估，因伺服器營收較預期強勁。2Q24 伺服器板量出貨平均季增 10% 至每月 110 萬片，加上 CPU 新平台滲透率增至約 30%，對比 1Q24 的 20-25%，新 CPU 插槽 ASP 較高，將帶動 2Q24 營收成長。我們預估伺服器營收貢獻將從 1Q24 的 33-34% 擴張至 2Q24 的 35-40%。2Q24 AMD(美)的伺服器 CPU 新平台 Bergamo 出貨成長尤其明顯，推升產品均價與毛利率。鑒於筆電使用之新 DDR5 SO-DIMMs 與桌機使用的 DDR5 與 PCIe Gen5 滲透率上揚，我們上修 2Q24 毛利率預估至 52% 以反映產品組合較佳；並上修 2Q24 EPS 至 19.16 元，年增 66%、季增 3%。

2H24 新平台與產品滲透率持續於 2H24 攀升。管理層表示 4Q24 伺服器新平台 Eagle Stream 與 Genoa/Bergamo 之滲透率將達約 50%，2024 年平均達逾 30%，對比 2023 年的低於 20%，DDR5 與 PCIe Gen 5 之市佔率亦持續擴張。4Q24 約 30% 新筆電將採用 DDR5 SO-DIMMs，2024 年平均則為 20-25%，較 2023 年的 15-20% 提升。2024 年桌機之 DDR5 與 PCIe Gen5 滲透率亦將上揚至逾 30%，對比 2023 年為低於 20%。我們認為前述升級將推升嘉澤 2024 年產品均價與毛利率。而儘管近期原物料價格走揚(尤其銅與金)，但對毛利率負面影響有限，因銅與金之成本僅佔整體成本 20% 以下。展望 2025 年，Intel(美)之 Birch Stream 與 AMD 之 Turin 新平台將上市，Birch 之針腳數(LGA7529)將高於 Eagle Stream 達 60%，將推升伺服器營收，使比重從 2023 年約 27% 上揚至 2024 年的 37%，2025 年將進一步走揚至 45%。我們據此上修 2024 年 EPS 至 78.76 元與 2025 年 EPS 至 100.01 元以反映產品組合較佳推動產品均價，營收與毛利率攀升。

新 AI 相關產品將為 2025-26 年營收增添動能。AI 相關產品方面，公規的液冷分歧管快接頭(UQD)專案已研發，正進行 Intel 認證，3Q24 末將交由散熱模組廠與終端客戶進行認證與最終測試。我們預估 UQD 營收貢獻將帶動 2025 年營收與 EPS 成長。而 AI NB 記憶體插槽將升級為 CAMM 2，取代 SO-DIMMs，以加速伺服器數據傳輸與降低功耗，為 2025 年另一營收動能。我們目前預估的 2025 年 EPS 尚不含 UQD 與 CAMM 的潛在貢獻。

投資建議

我們將目標價由 1,660 元調升至 1,860 元，基於 21 倍 2024-25 年完全稀釋後平均 EPS 88.57 元，2023-25F EPS CAGR 為 43%。因 2024-25 年營收成長穩健，維持「增加持股」評等。

投資風險

通用型伺服器需求及新 CPU 平台滲透率的不確定性、原物料漲價。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	21,392	27,099	24,483	30,442	37,992
營業毛利 (NT\$百萬)	8,557	11,938	11,481	15,621	19,790
營業利益 (NT\$百萬)	4,359	7,269	6,946	10,481	14,239
稅後淨利 (NT\$百萬)	3,472	6,254	5,593	8,779	11,148
每股盈餘 (NT\$)	33.32	58.70	50.65	78.76	100.01
每股現金股利 (NT\$)	16.00	26.00	26.00	39.43	50.07
每股盈餘成長率 (%)	26.2	76.2	(13.7)	55.5	27.0
本益比 (x)	48.0	27.3	31.6	20.3	16.0
股價淨值比 (x)	10.1	7.5	6.4	5.5	4.7
EV/EBITDA (x)	29.4	18.6	18.5	13.2	9.8
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.0	1.6	1.6	2.5	3.1
股東權益報酬率 (%)	22.9	31.5	22.1	29.3	31.9

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2Q24-3Q24 財測修正 vs. 市場共識

百萬元	2Q24F							3Q24F						
	修正後	修正前	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	7,617	6,968	9.3	20.0	33.1	6,247	21.9	7,998	7,665	4.4	5.0	23.7	7,048	13.5
毛利	3,961	3,484	13.7	21.6	53.0	3,062	29.4	4,079	3,832	6.4	3.0	32.8	3,598	13.4
營業利益	2,666	2,195	21.5	31.4	77.7	1,893	40.8	2,767	2,545	8.8	3.8	43.9	2,329	18.8
稅前淨利	2,902	2,352	23.4	8.5	50.7	2,185	32.8	2,883	2,652	8.7	(0.6)	20.3	2,480	16.3
稅後淨利	2,136	1,723	23.9	3.2	66.3	1,640	30.2	2,204	2,023	8.9	3.2	18.0	1,863	18.3
每股盈餘(元)	19.16	15.61	22.8	3.2	65.7	14.53	30.2	19.77	18.32	7.9	3.2	17.9	16.53	18.3
毛利率(%)	52.0	50.0	2.0 ppts	0.7 ppts	6.7 ppts	49.0	3.0 ppts	51.0	50.0	1.0 ppts	(1.0)ppts	3.5 ppts	51.0	0.0 ppts
營業利益率(%)	35.0	31.5	3.5 ppts	3.0 ppts	8.8 ppts	30.3	4.7 ppts	34.6	33.2	1.4 ppts	(0.4)ppts	4.8 ppts	33.0	1.6 ppts
淨利率(%)	28.0	24.7	3.3 ppts	(4.6)ppts	5.6 ppts	26.3	1.7 ppts	27.6	26.4	1.2 ppts	(0.5)ppts	(1.3)ppts	26.4	1.2 ppts

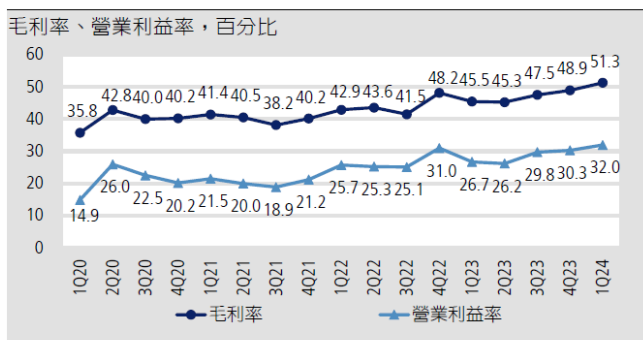
資料來源：彭博；凱基預估

圖 2：2024-25 年財測修正 vs. 市場共識

百萬元	2024F						2025F					
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	30,442	29,092	4.6	24.3	29,037	4.8	37,992	35,967	5.6	24.8	34,466	10.2
毛利	15,621	14,596	7.0	36.1	14,751	5.9	19,790	18,214	8.7	26.7	17,440	13.5
營業利益	10,481	9,534	9.9	50.9	9,559	9.6	14,239	12,737	11.8	35.8	11,863	20.0
稅前獲利	11,635	10,462	11.2	54.7	10,671	9.0	14,738	13,119	12.3	26.7	12,540	17.5
稅後淨利	8,779	7,876	11.5	57.0	8,208	7.0	11,148	9,902	12.6	27.0	9,622	15.9
每股盈餘(元)	78.76	71.33	11.5	55.5	73.42	7.0	100.01	89.68	12.6	27.0	86.77	15.9
毛利率(%)	51.3	50.2	1.1 ppts	4.4 ppts	50.8	0.5 ppts	52.1	50.6	1.4 ppts	0.8 ppts	50.6	1.5 ppts
營業利益率(%)	34.4	32.8	1.7 ppts	6.1 ppts	32.9	1.5 ppts	37.5	35.4	2.1 ppts	3.0 ppts	34.4	3.1 ppts
淨利率(%)	28.8	27.1	1.8 ppts	6.0 ppts	28.3	0.5 ppts	29.3	27.5	1.8 ppts	0.5 ppts	27.9	1.4 ppts

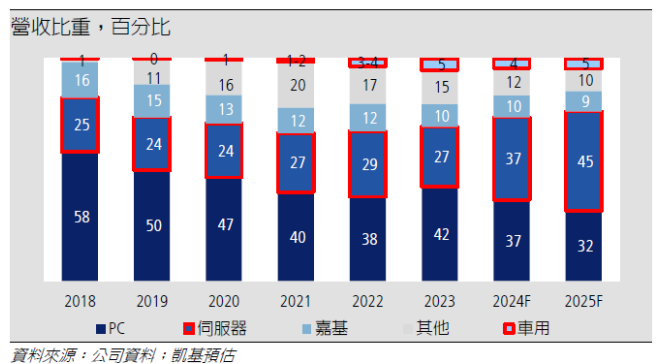
資料來源：彭博；凱基預估

圖 3：嘉澤 1Q24 毛利率與營業利率維持高檔



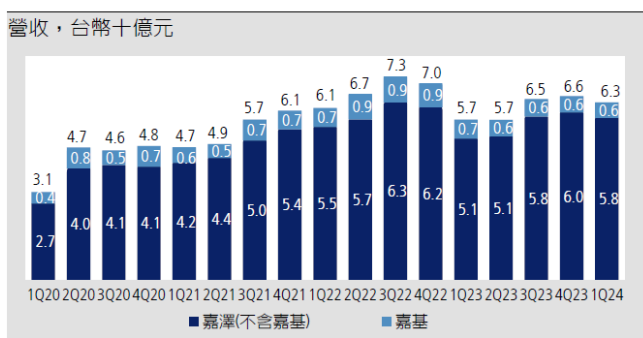
資料來源：公司資料；凱基投顧

圖 4：2024-25 年伺服器營收比重持續擴張



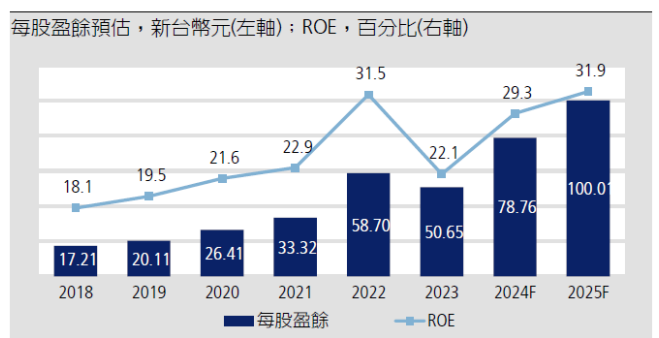
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 5：嘉澤營收近幾季穩定成長



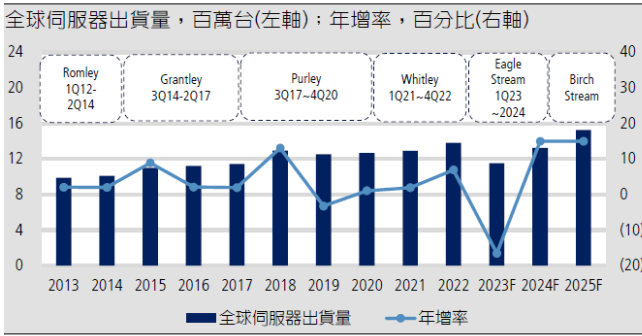
資料來源：公司資料；凱基

圖 6：嘉澤 ROE 與獲利呈現上升趨勢



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 7：2023 年伺服器需求將衰退，隨後於 2024 年恢復成長



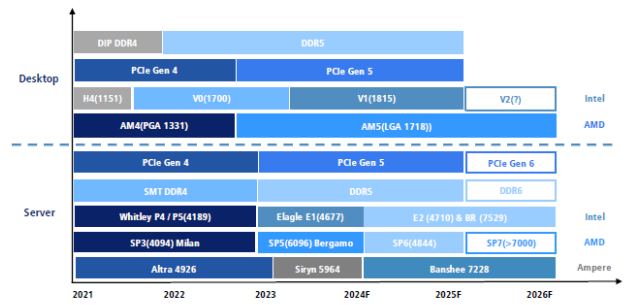
資料來源：Gartner；凱基預估

圖 9：Intel 預期 Eagle Stream 滲透率將在 2024 上半年提升，並在下半年發布 Birch Stream

平台	Intel Whitley	Intel Eagle Stream	Intel Eagle Stream	Intel Birch Stream	Intel Birch Stream	Intel Birch Stream	Intel Oak Stream
上市時間	2Q21	1Q23	4Q23	2H24F	2H24F	1H25F	2H25F
CPU	Ice Lake	Sapphire Rapids (Intel 7)	Emerald Rapids (Intel 7)	Sierra Forest (Intel 3, E-core)	Granite Rapids (Intel 3, P-core)	Clearwater Forest (Intel 18A, E-core)	Diamond Rapids (Intel 20A, P-core)
製程	10nm	10nm	10nm++	3nm (equivalent to TSMC's 5nm node)	3nm (equivalent to TSMC's 5nm node)	1.8nm (equivalent to TSMC's 2nm node)	2nm (equivalent to TSMC's 3nm node)
CPU 插槽	LGA 4189	LGA 4677	LGA 4677	LGA 7529	LGA 7529	LGA 7529	TBA
CPU 核心	26	60	64	288	136	288	TBA
DRAM	8通道 DDR4	8通道 DDR5	DDR5	DDR5	DDR5	TBA	TBA
PCIe	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	TBA	TBA
CPU 熱設計功耗	高達270W	高達350W	350-400W	up to 500W	up to 500W	TBA	TBA

資料來源：公司資料；凱基投顧

圖 8：Eagle Stream 伺服器平台的插槽、記憶體與 PCIe 均升級



註：顏色未填滿之方格代表規格或上市時間尚未確定

資料來源：公司資料；凱基

圖 10：AMD 預期 Genoa/ Bergamo CPU 滲透率將在 2024 上半年提升，並在下半年推出 Turin CPU

平台	AMD Zen 3	AMD Zen 4	AMD Zen 4c	AMD Zen 4	AMD Zen 5	AMD Zen 6
上市時間	1Q21	4Q22	1H23	3Q23	2H24F	2H25F
CPU	Milan	Genoa	Bergamo	Sienna	Turin	Venice
製程	7nm+	5nm	5nm	5nm	3nm	3nm
CPU 插槽	FC LGA 4094	FC LGA 6096	FC LGA 6096	FC LGA 4844	FC LGA 6096	TBA
CPU 核心	64	96	128	64	256	TBA
DRAM	8通道DDR4	12通道DDR5	DDR5	DDR5	TBA	TBA
PCIe	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	TBA	TBA
CPU 熱設計功耗	225-280W	320-400W	320-400W	70-225W	480-600W	TBA

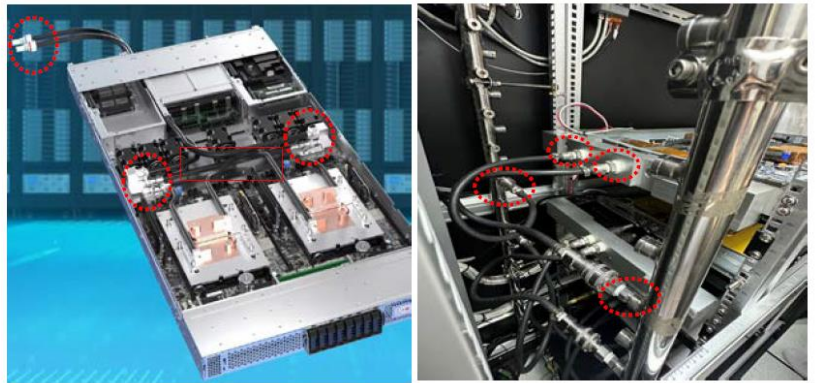
資料來源：公司資料；凱基投顧

圖 11：公規快接頭 (UQD) 市場規模預估

公規快接頭 (UQD) 市場規模預估

	GB200 NVL36	GB200 NVL72
每個tray的QD (個)	4 (無中繼站)	4 (無中繼站)
	10 (具中繼站)	10 (具中繼站)
每台rack的Computing tray單數	9	18
每台rack的Switch tray單數	9	9
每台rack的QD數		
無中繼站設計	72	108
中繼站設計 (joint design)	180	270
分歧管		
每架伺服器帶QD的分歧管數	2	2
42U 分歧管	42	42
分歧管上的QD	84	84
每架rack的QD數量		
無中繼站設計	156	192
中繼站設計 (joint design)	264	354
QD單價 (US\$)	40	40
單個機架的UQD價值 (US\$)	6,240-10,560	7,680-14,160
單個機架的UQD價值 (NT\$,000)	193-327	238-439
2025年4萬台機架的UQD市場規模 (NT\$百萬)	7,720-13,080	9,520-17,560

* 中繼站設計下，一個tray需有4個公頭、4個母頭、加上2個tray外的QD，每層tray共10個QD
* 無中繼站設計下，一層tray需要4個QD以連結分歧管 (兩公、兩母)



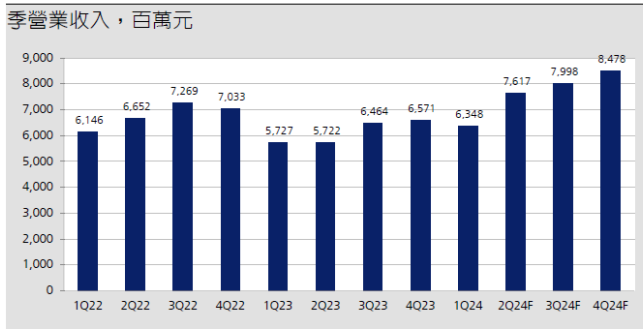
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 12: 公司概况

嘉澤為受惠於伺服器 CPU 升級與 Type-C 成長趨勢的連接器業者。2023 年桌機 CPU 插槽/DDR/USB 3.0 連接器約貢獻整體營收的 28-29%，筆電 CPU 插座/mini PCI/IO 連接器佔比則為 13-14%、伺服器 CPU 獨立壓接裝置 (插座金屬扣件、插槽蓋與背板) 佔比約 26-27%、嘉基 (公司持股 52.13%) 之 NB USB 外接埠連接線 11-12%、策略客戶 12-13%、車用 5-6%、工業 2-3%。

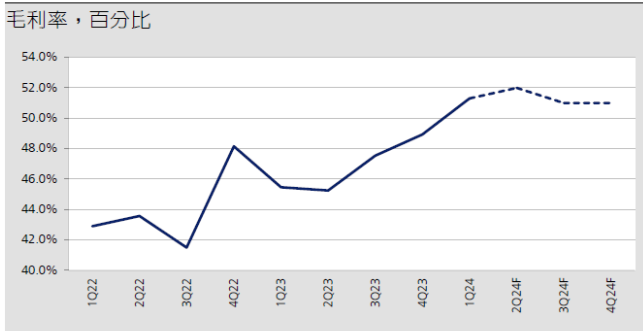
資料來源：凱基

圖 14: 季營業收入



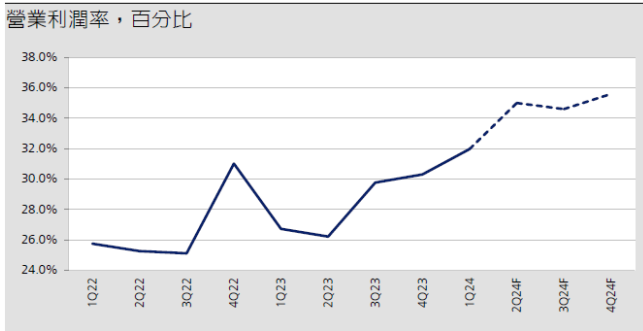
資料來源：凱基

圖 16: 毛利率



資料來源：凱基

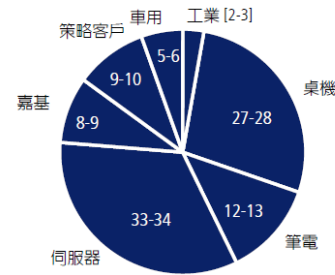
圖 18: 營業利潤率



資料來源：凱基

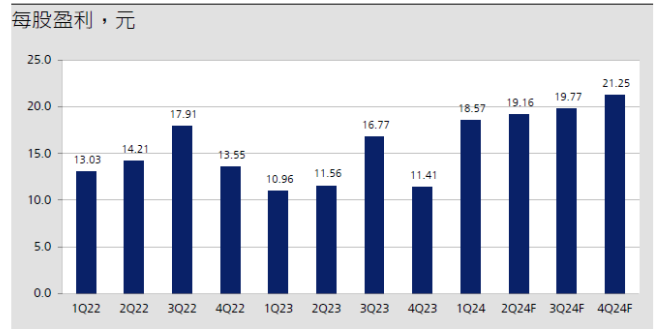
圖 13: 營收主要來自桌機、伺服器、筆電

1Q24 營收組合，百分比



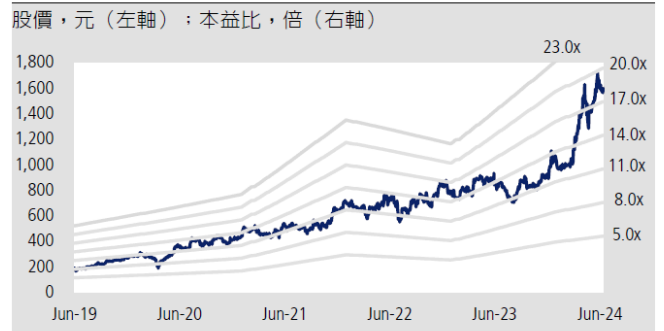
資料來源：公司資料；凱基

圖 15: 每股盈利



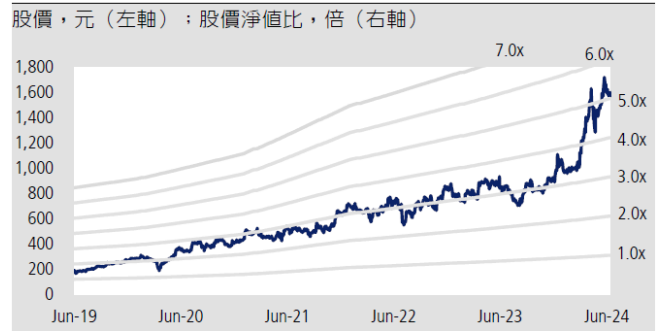
資料來源：凱基

圖 17: 未來一年預估本益比區間



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 19: 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

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	5,727	5,722	6,464	6,571	6,348	7,617	7,998	8,478	24,483	30,442	37,992
營業成本	(3,123)	(3,133)	(3,391)	(3,356)	(3,091)	(3,656)	(3,919)	(4,154)	(13,002)	(14,821)	(18,202)
營業毛利	2,604	2,589	3,073	3,215	3,257	3,961	4,079	4,324	11,481	15,621	19,790
營業費用	(1,073)	(1,089)	(1,149)	(1,224)	(1,227)	(1,295)	(1,312)	(1,306)	(4,535)	(5,140)	(5,551)
營業利益	1,530	1,500	1,924	1,991	2,030	2,666	2,767	3,018	6,946	10,481	14,239
折舊	(595)	(605)	(580)	(553)	(570)	(614)	(614)	(658)	(2,334)	(2,457)	(2,782)
攤提	(15)	(15)	(15)	(14)	(15)	(15)	(15)	(16)	(58)	(62)	(62)
EBITDA	2,140	2,120	2,518	2,559	2,614	3,296	3,397	3,693	9,338	13,000	17,082
利息收入	46	82	84	114	132	131	131	131	326	526	469
投資利益淨額	-	-	4	-	-	-	-	-	4	-	-
其他營業外收入	85	359	402	180	541	150	30	89	1,026	810	230
總營業外收入	131	441	489	294	673	281	161	220	1,356	1,336	699
利息費用	(19)	(16)	(15)	(21)	(22)	(20)	(20)	(19)	(71)	(82)	(78)
投資損失	-	-	-	(17)	(7)	(5)	(5)	(3)	(17)	(20)	(21)
其他營業外費用	(106)	-	(1)	(586)	-	(20)	(20)	(40)	(693)	(80)	(100)
總營業外費用	(125)	(16)	(16)	(624)	(29)	(45)	(45)	(62)	(781)	(182)	(200)
稅前純益	1,536	1,926	2,397	1,662	2,674	2,902	2,883	3,176	7,520	11,635	14,738
所得稅費用[利益]	(315)	(613)	(471)	(394)	(569)	(726)	(634)	(748)	(1,793)	(2,676)	(3,390)
少數股東損益	(40)	(28)	(58)	(8)	(35)	(41)	(45)	(59)	(134)	(180)	(200)
非常項目前稅後純益	1,182	1,285	1,867	1,259	2,070	2,136	2,204	2,369	5,593	8,779	11,148
非常項目	0	(0)	(0)	0	0	-	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	1,182	1,285	1,867	1,259	2,070	2,136	2,204	2,369	5,593	8,779	11,148
每股盈餘 (NT\$)	10.96	11.56	16.77	11.41	18.57	19.16	19.77	21.25	50.65	78.76	100.01
獲利率 (%)											
營業毛利率	45.5	45.3	47.5	48.9	51.3	52.0	51.0	51.0	46.9	51.3	52.1
營業利益率	26.7	26.2	29.8	30.3	32.0	35.0	34.6	35.6	28.4	34.4	37.5
EBITDA Margin	37.4	37.1	39.0	38.9	41.2	43.3	42.5	43.6	38.1	42.7	45.0
稅前純益率	26.8	33.7	37.1	25.3	42.1	38.1	36.1	37.5	30.7	38.2	38.8
稅後純益率	20.6	22.4	28.9	19.2	32.6	28.0	27.6	27.9	22.8	28.8	29.3
季成長率 (%)											
營業收入	(18.6)	(0.1)	13.0	1.7	(3.4)	20.0	5.0	6.0			
營業毛利	(23.1)	(0.6)	18.7	4.6	1.3	21.6	3.0	6.0			
營業收益增長	(29.8)	(2.0)	28.2	3.5	1.9	31.4	3.8	9.1			
EBITDA	(23.1)	(0.9)	18.8	1.6	2.2	26.1	3.1	8.7			
稅前純益	(22.2)	25.3	24.5	(30.7)	60.9	8.5	(0.6)	10.1			
稅後純益	(18.7)	8.7	45.4	(32.6)	64.4	3.2	3.2	7.5			
年成長率 (%)											
營業收入	(6.8)	(14.0)	(11.1)	(6.6)	10.8	33.1	23.7	29.0	(9.7)	24.3	24.8
營業毛利	(1.2)	(10.7)	1.9	(5.1)	25.1	53.0	32.8	34.5	(3.8)	36.1	26.7
營業收益	(3.3)	(10.7)	5.4	(8.7)	32.6	77.7	43.9	51.6	(4.4)	50.9	35.8
EBITDA	1.7	(5.3)	4.3	(8.0)	22.2	55.4	34.9	44.3	(2.1)	39.2	31.4
稅前純益	(16.1)	(3.0)	(0.1)	(15.8)	74.0	50.7	20.3	91.1	(8.2)	54.7	26.7
稅後純益	(14.6)	(14.9)	(2.2)	(13.3)	75.2	66.3	18.0	88.1	(10.6)	57.0	27.0

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	26,419	33,296	37,952	44,263	51,703
流動資產	16,960	22,090	26,075	32,315	39,987
現金及短期投資	3,459	7,169	13,193	16,764	20,740
存貨	4,091	3,561	2,657	3,021	3,720
應收帳款及票據	8,798	10,711	9,611	11,917	14,914
其他流動資產	612	650	613	613	613
非流動資產	9,459	11,205	11,877	11,948	11,716
長期投資	369	181	534	561	610
固定資產	6,882	8,872	9,130	9,173	8,892
什項資產	2,208	2,152	2,214	2,214	2,214
負債總額	8,365	8,787	8,571	10,313	11,978
流動負債	7,004	8,098	6,854	8,907	10,469
應付帳款及票據	2,630	2,360	1,828	2,078	2,559
短期借款	1,157	1,923	1,580	1,891	1,788
什項負債	3,218	3,815	3,446	4,938	6,122
長期負債	1,360	689	1,717	1,406	1,509
長期借款	942	282	934	623	727
其他負債及準備	133	147	295	295	295
股東權益總額	18,055	24,509	29,381	33,951	39,725
普通股股本	1,060	1,069	1,113	1,113	1,113
保留盈餘	9,034	13,160	15,670	20,059	25,633
少數股東權益	1,192	1,701	1,608	1,788	1,988
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	23.7%	26.7%	(9.7%)	24.3%	24.8%
營業收益增長	17.6%	66.7%	(4.4%)	50.9%	35.8%
EBITDA	22.0%	61.3%	(2.1%)	39.2%	31.4%
稅後純益	27.1%	80.1%	(10.6%)	57.0%	27.0%
每股盈餘成長率	26.2%	76.2%	(13.7%)	55.5%	27.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	40.0%	44.1%	46.9%	51.3%	52.1%
營業利益率	20.4%	26.8%	28.4%	34.4%	37.5%
EBITDA Margin	27.6%	35.2%	38.1%	42.7%	45.0%
稅後純益率	16.2%	23.1%	22.8%	28.8%	29.3%
平均資產報酬率	15.2%	20.9%	15.7%	21.4%	23.2%
股東權益報酬率	22.9%	31.5%	22.1%	29.3%	31.9%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	11.6%	9.0%	8.6%	7.4%	6.3%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	161.4	149.6	106.7	143.6	189.3
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	95.0	140.3	128.4	109.0	138.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	2.3	3.9	5.5	4.5	5.8
流動比率 (x)	2.4	2.7	3.8	3.6	3.8
速動比率 (x)	1.8	2.3	3.4	3.3	3.5
淨負債 (NT\$百萬)	(1,205)	(4,885)	(10,618)	(14,189)	(18,166)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	33.32	58.70	50.65	78.76	100.01
每股現金盈餘 (NT\$)	25.81	72.59	82.71	79.82	96.87
每股淨值 (NT\$)	159.11	213.40	249.47	288.90	338.96
調整後每股淨值 (NT\$)	161.82	214.07	251.53	288.52	338.52
每股營收 (NT\$)	205.29	254.36	221.74	273.08	340.81
EBITDA/Share (NT\$)	56.76	89.52	84.57	116.62	153.24
每股現金股利 (NT\$)	16.00	26.00	26.00	39.43	50.07
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.94	0.91	0.69	0.74	0.79
應收帳款周轉天數	150.1	144.3	143.3	143.3	143.3
存貨周轉天數	116.4	85.7	74.6	74.6	74.6
應付帳款周轉天數	74.8	56.8	51.3	51.3	51.3
現金轉換周轉天數	191.7	173.2	166.6	166.6	166.6

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	21,392	27,099	24,483	30,442	37,992
營業成本	(12,835)	(15,161)	(13,002)	(14,821)	(18,202)
營業毛利	8,557	11,938	11,481	15,621	19,790
營業費用	(4,198)	(4,669)	(4,535)	(5,140)	(5,551)
營業利益	4,359	7,269	6,946	10,481	14,239
總營業外收入	373	1,337	1,356	1,336	699
利息收入	14	47	326	526	469
投資利益淨額	6	6	4	-	-
其他營業外收入	353	1,285	1,026	810	230
總營業外費用	(192)	(418)	(781)	(182)	(200)
利息費用	(28)	(55)	(71)	(82)	(78)
投資損失	-	-	(17)	(20)	(21)
其他營業外費用	(164)	(363)	(693)	(80)	(100)
稅前純益	4,540	8,189	7,520	11,635	14,738
所得稅費用[利益]	(1,021)	(1,782)	(1,793)	(2,676)	(3,390)
少數股東損益	(47)	(152)	(134)	(180)	(200)
非常項目	-	(0)	(0)	-	-
稅後淨利	3,472	6,254	5,593	8,779	11,148
EBITDA	5,915	9,538	9,338	13,000	17,082
每股盈餘 (NT\$)	33.32	58.70	50.65	78.76	100.01

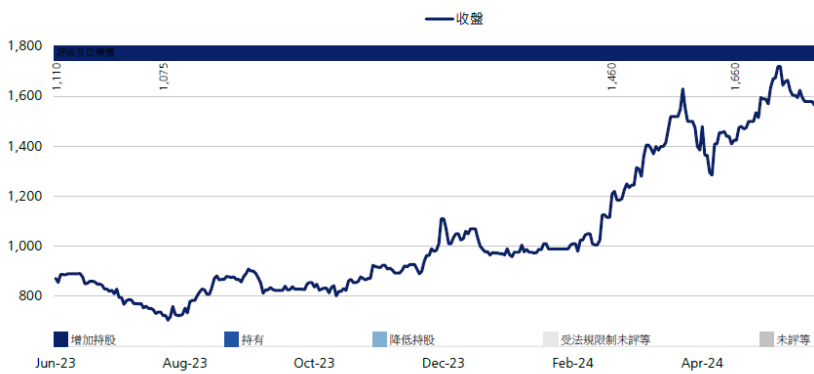
現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	2,690	7,733	9,133	8,898	10,798
本期純益	3,472	6,254	5,593	8,779	11,148
折舊及攤提	1,555	2,269	2,392	2,518	2,843
本期運用資金變動	(3,412)	(1,757)	1,192	(2,420)	(3,215)
其他營業資產及負債變動	1,074	967	(44)	20	21
投資活動之現金流量	(4,088)	(3,686)	(2,770)	(2,609)	(2,632)
投資用短期投資出售[新購]	(22)	1	10	-	-
本期長期投資變動	-	-	(94)	(47)	(71)
資本支出淨額	(3,632)	(3,678)	(2,659)	(2,500)	(2,500)
其他資產變動	(433)	(10)	(27)	(62)	(62)
自由現金流	(2,161)	2,466	6,157	5,607	8,031
融資活動之現金流量	1,834	(495)	(296)	(2,718)	(4,190)
短期借款變動	1,142	714	(317)	-	-
長期借款變動	1,173	465	914	-	-
現金增資	1,076	-	2,306	-	-
已支付普通股股息	(1,448)	(1,753)	(2,948)	(2,898)	(4,390)
其他融資現金流	(109)	79	(250)	180	200
匯率影響數	(82)	235	(25)		
本期產生現金流量	354	3,787	6,042	3,571	3,976

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	19.6%	17.2%	18.5%	16.9%	14.6%
= 營業利益率	20.4%	26.8%	28.4%	34.4%	37.5%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.4	1.5	1.4	1.7	1.9
營業利益率	20.4%	26.8%	28.4%	34.4%	37.5%
x 資本周轉率	1.4	1.5	1.4	1.7	1.9
x (1 - 有效現金稅率)	77.5%	78.2%	76.2%	77.0%	77.0%
= 稅後 ROIC	22.0%	30.9%	30.9%	44.6%	55.3%

資料來源：公司資料，凱基

嘉澤 – 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2024-05-03	增加持股	1,660	1,425
2024-03-05	增加持股	1,460	1,115
2023-12-08	增加持股	1,075	963
2023-10-31	增加持股	1,075	823
2023-08-04	增加持股	1,075	723
2023-06-27	增加持股	1,110	877
2023-05-09	增加持股	1,110	925
2023-04-11	增加持股	1,130	928
2022-12-08	增加持股	1,000	873
2022-11-07	增加持股	990	796

資料來源：TEJ，凱基

上述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的目的之資料派發。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聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。