

印刷電路板產業

AI 伺服器族群 8 月營收優於預期

加碼・維持

焦點內容

1. 800Gb 交換機與 AI 推升伺服器族群 8 月營收創高。
2. 2H24 iPhone 新機備貨量年增 10-20%，AI 帶動未來手機 PCB 產值 2023-28 年複合成長率上調至 6.2%
3. PrismaMark 下修 2024 年車用 PCB 產值年增 1.7% 達 93 億美元，5 年車用產值複合成長率下修 0.5 百分點至 4.7%。

重要訊息

8 月營收中伺服器相關公司表現較為亮眼，手機相關受惠 iPhone 新機拉貨符合預期。我們認為符合近期 PrismaMark 發布 2024 年全球 PCB 產值將年增 5.5% 達 733 億美元，其中上調伺服器、手機 PCB 可望年增率達 19.3%、6.2%；保守看待 PC、消費、車用僅分別年增率達 3.9%、2.1%、1.7%。

評論及分析

800Gb 交換機與 AI 推升伺服器族群 8 月營收創高。 PrismaMark 預估伺服器 PCB 產值 2023-28 年複合成長率 11.6%，其中 AI (HPC) 伺服器 PCB 產值複合成長率高達 32.5%。在 AI 伺服器中 OAM(18L、5-N-5)、UBB(24+ML)、Switch board PCB(20+ML) 帶動需求下，加上 3Q24 800Gb 交換機量產下，預估 2024 年 Server PCB 產值年增 19.3% 達 98 億美元。我們觀察金像電、台耀 8 月營收創歷史新高，金像電、台光電、台耀、健鼎累計 7-8 月營收達成我們或市場 3Q24 營收預估之 68%、69%、70%、69%，優於預期。

AI 帶動手機 PCB 產值 2023-28 年複合成長率上調至 6.2%。 臻鼎提及 2H24 iPhone 新機備貨量年增 10-20%，看好 AI 功能對 iPhone 銷售將帶來正面助益；PrismaMark 預估 2024 年手機 PCB 產值年增 6.9% 達 139 億美元。我們推估 iPhone 營收佔比臻鼎、華通，60-65%、47-50%，其累計 7-8 月營收達成我們 3Q24 營收預估之 67%、63%，其中華通因 SMT 策略性減少外略低於預期。

車用 PCB 需求保守看待。 2024 年全球汽車出貨量從年增 3% 開始往下修至 1%，我們預估 2024-25 汽車出貨量 9136 萬、9398 萬輛，分別年增 1.4%、2.9%。PrismaMark 下修 2024 年車用 PCB 產值年增 1.7% 達 93 億美元，5 年車用產值複合成長率下修 0.5 百分點至 4.7%。我們觀察敬鵬、定穎、耀華累計 7-8 月營收達成市場 3Q24 營收預估之 62%、69%、64%，除定穎外其餘皆低預期。

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，我們看好台光電(2383 TT, NT\$458.0, 增加持股)、金像電(2368 TT, NT\$196.5, 增加持股)、台耀(6274 TT, NT\$172, 未評等)、健鼎(3044 TT, NT\$191.5, 增加持股) 將受惠此趨勢；以及華通(2313 TT, NT\$70.0, 增加持股)、受惠 iPhone 新機與衛星動能趨勢。

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。

2024 全球 PCB 產值年增 5.5% · 2023-28 年 PCB 產值年複合成長率 5.4%

Prismark 預估 PCB 含載板產值 2Q-3Q24F 分別季增 5.7%、8.6%(圖 2) · 而相較 2023 年減 14.9% · 2024 年全年增 5.5%達 733 億美元。在 AI Server 帶動下 · 2023-28 PCB 產值年複合成長率將達 5.4%(圖 1) · 以 PCB 技術依成長幅度排序 · 載板、HDI 2023-28 年複合成長率為 8.8%、7.1%排名在前 (圖 3)。

圖 1: 預期 2023-28F PCB 產值年複合成長率為 5.4%


資料來源: Prismark; 凱基

圖 2: 預估 PCB 產值 2Q-3Q24F 分別季增 5.7%、8.6%


資料來源: Prismark; 凱基

圖 3: 2023-28 載板年複合成長率為 8.8% 位居首位, HDI 7.1% 次之

PCB年產值(百萬美元)	2022	2023E	2024F	2028F	2024 YoY (%)	2023-28F CAGR (%)
Substrate	17,415	12,498	13,168	19,065	5.4	8.8
HDI	11,763	10,536	11,628	14,826	10.4	7.1
Flexible	13,842	12,191	12,779	15,117	4.8	4.4
Multilayer	29,846	26,534	27,607	32,483	4.0	4.1
Commodity	8,875	7,757	7,844	8,923	1.1	2.8
Total	81,741	69,516	73,026	90,414	5.0	5.4

資料來源: Prismark; 凱基

2023-28 年複合成長率伺服器及手機上調 · 車用、消費、基礎建設下修

PCB 終端應用別依成長幅度排序 · Prismark 預估伺服器/儲存 PCB 在年複合成長率為 11.6% 位居首位(圖 4) · 其中 18 層板以上佔比於 2028 年提升 3 百分點達 18%(圖 5) · 手機 PCB 因 AI 功能導入 · 5 年複合成長率由 5.2% 上調至 6.2% · 而受制於由 2024 年初車市出貨量由年增 3% 之預期下修至 1%(圖 6-7) · 車用 PCB 年複合成長率由 5.2% 下修至 4.7% · wired /wireless linfrastructure PCB 則由 5.9%/4.1 下修至 4.9%/2.8% · 消費型 PCB 由 4.8% 下修至 3.5%。

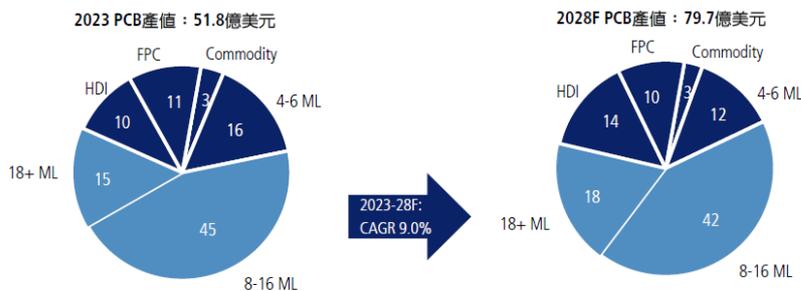
圖 4: 伺服器/儲存 PCB 在 2023-28 年複合成長率為 11.6% 位居首位

US\$m	2023	2024F	YoY (%)	2028F	2023-28F CAGR (%)	Market share (%)	2023	2024F	2028F
Server/Data storage	8,201	9,781	19.3	14,221	11.6	Server/Data storage	12	13	16
Mobile phones	13,085	13,993	6.9	17,685	6.2	Mobile phones	19	19	20
Military/Aerospace	3,514	3,792	7.9	4,524	5.2	Military/Aerospace	5	5	5
Industrial	2,871	2,886	0.5	3,659	5.0	Industrial	4	4	4
Wired infrastructure	5,955	6,113	2.7	7,576	4.9	Wired infrastructure	9	8	8
Automotive	9,153	9,308	1.7	11,518	4.7	Automotive	13	13	13
Medical	1,440	1,512	5.0	1,771	4.2	Medical	2	2	2
Consumer	9,129	9,320	2.1	10,816	3.5	Consumer	13	13	12
PC	9,391	9,760	3.9	11,020	3.3	PC	14	13	12
Wireless Infrastructure	3,118	3,085	(1.1)	3,574	2.8	Wireless Infrastructure	4	4	4
Other computer	3,661	3,797	3.7	4,049	2.0	Other computer	5	5	4
Total	69,518	73,346	5.5	90,413	5.4	Total	100	100	100

資料來源: Prisma; 凱基

圖 5: 18+層板佔比於 2028 年提升 3 百分點達 18%

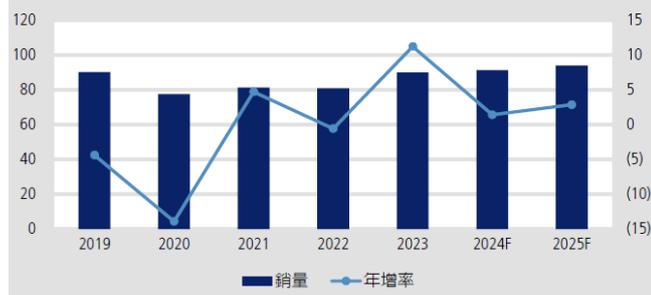
伺服器及相關電子的 PCB 技術應用別市占率, 百分比



資料來源: Prisma; 凱基

圖 6: 預估 2024 年全球汽車銷量上升 1%

汽車銷量, 百萬輛(左軸); 年增率, 百分比(右軸)



資料來源: LMC Automotive、凱基

圖 7: 預估全球 2022-25 年電動車銷量 CAGR 達 24%

電動車銷量, 百萬輛(左軸); 年增率, 百分比(右軸)



資料來源: EV-Volumes; 凱基

8 月營收 AI 伺服器公司表現較佳, 車用及消費性低預期

在四大領域中, 伺服器相關表現普遍優於預期、手機相關受惠蘋果新機拉貨符合預期, 車用、PC、消費性相關略低預期。其中金像電、台耀、定穎 8 月營收創歷史新高, 金像電、台光電、台耀、健鼎累計 7-8 月營收達成我們或市場 3Q24 營收預估之 68%、69%、70%、69%, 優於預期, 聯茂僅達成預估 64% 低預期。

臻鼎、華通、欣興、景碩 8 月營收分別達成我們 3Q24 預估 67%、63%、70%、68%，除華通略低於預期外(與 SMT 策略性減少外)，其餘皆符合預期。其中我們中長期我們仍正向看待金像電、台光電、台耀、健鼎受惠伺服器成長趨勢，短期較看好臻鼎、華通受惠 iPhone 新機受惠拉貨效應動能。|

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	
	景碩	3189 TT	1	2	12		32	17		13				23	100	
PC/NB	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	

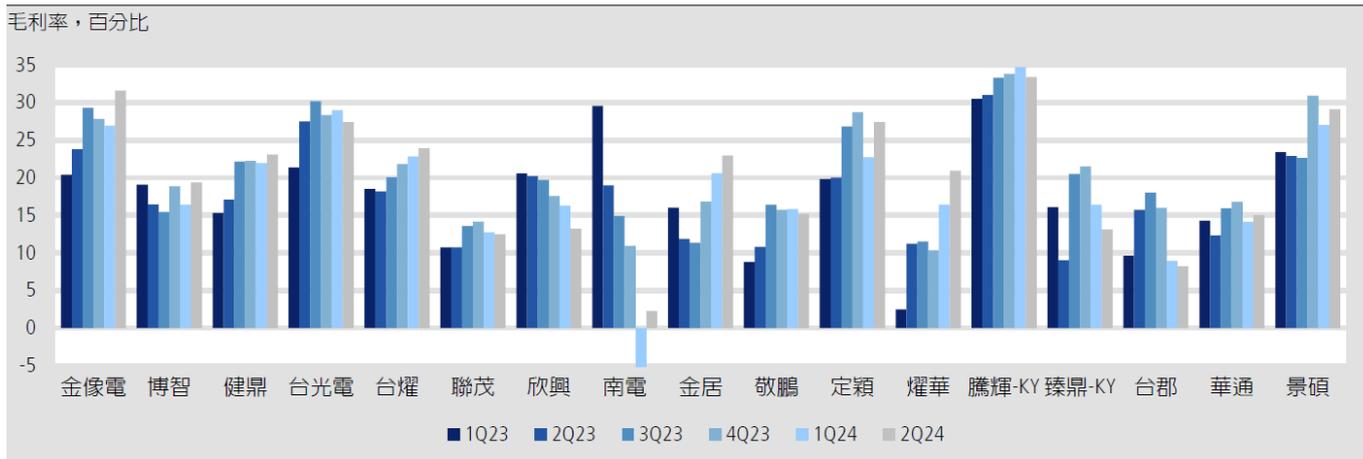
資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 9: 8 月台廠 PCB 營收及 3Q-4Q24 營收展望

產業別	公司	代碼	月營收(百萬元)			累計月營收(百萬元)		營收季增率(%)	
			Aug-24	MoM(%)	YoY(%)	Jan-Aug-24	YoY(%)	3Q24	4Q24
伺服器	金像電	2368 TT	3,572	1.0	29.9	25,618	37.3	9.1	2.9
	博智	8155 TT	313	0.4	31.9	2,277	23.8		
	聯茂	6213 TT	2,487	(8.8)	9.2	18,964	18.3	7.1	3.8
	台耀	6274 TT	2,212	3.3	59.9	14,490	43.6	9.0	3.0
	金居	8358 TT	607	0.4	32.8	4,533	17.7		
	健鼎	3044 TT	5,940	1.1	7.8	42,899	11.9	9.7	(1.4)
	台光電	2383 TT	5,741	(0.7)	47.5	39,874	65.6	7.5	(2.7)
	欣興	3037 TT	10,823	7.7	17.4	75,155	8.0	7.1	7.8
	新復興	4909 TT	419	13.0	494.0	1,953	358		
	南電	8046 TT	3,098	(0.9)	(8.2)	21,444	(27.1)	19.8	9.7
高技	5439 TT	352	0.9	(0.4)	2,626	(8.5)			
車用	敬鵬	2355 TT	1,384	5.8	(6.9)	10,962	0.8	5.0	(3.0)
	定穎	3715 TT	1,620	5.2	13.1	11,561	14.9	8.0	8.0
	騰輝-KY	6672 TT	318	(9.5)	(26.0)	2,864	(12.2)		
	耀華	2367 TT	1,607	(0.9)	20.8	12,521	24.2	(2.0)	
手機	臻鼎-KY	4958 TT	17,814	32.4	29.2	96,194	21.5	43.8	21.8
	台郡	6269 TT	2,109	(9.5)	(20.2)	18,794	(11.4)	7.0	8.0
	華通	2313 TT	7,005	4.2	8.4	46,169	15.9	29.0	(2.7)
	景碩	3189 TT	2,858	6.2	34.0	19,845	14.3	11.0	9.6
	台虹	8039 TT	965	(5.1)	15.6	6,835	33.6		
PC/NB	嘉聯益	6153 TT	646	(15.4)	(33.4)	4,959	(25.5)		
	瀚宇博	5469 TT	4,007	1.0	1.2	27,621	(4.9)		
	泰鼎-KY	4927 TT	1,101	(17.7)	5.6	8,391	(3.1)		
	志超	8213 TT	1,566	(7.8)	(12.6)	12,186	(7.1)		

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 10: 1Q23-2Q24 PCB 毛利率趨勢



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	469	59.80	2.11	N.A.	N.A.	28.3	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	317	22.10	(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	4,905	458.00	16.35	28.22	32.78	28.0	16.2	14.0	5.9	5.2	4.5	22.5	33.9	34.7	2.2	3.7	4.4
	聯茂	6213 TT	增加持股	803	71.20	1.86	3.30	5.30	38.2	21.6	13.4	1.3	1.3	1.2	3.4	6.1	9.3	2.1	2.8	4.5
	台耀	6274 TT	未評等	1,454	172.00	3.05	10.58	13.63	56.4	16.3	12.6	4.0	3.5	3.0	7.0	22.9	25.9	2.2	4.0	4.9
	騰輝-KY	6672 TT	未評等	150	67.50	6.08	N.A.	N.A.	11.1	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	62	20.40	0.37	N.A.	N.A.	55.1	N.A.	N.A.	1.3	N.A.	N.A.	2.4	N.A.	N.A.	2.3	N.A.	N.A.
	台虹	8039 TT	未評等	458	63.00	2.02	N.A.	N.A.	31.2	N.A.	N.A.	1.6	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	152	34.45	(0.25)	1.89	2.33	N.M.	18.2	14.8	1.1	N.A.	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	2,593	70.00	3.50	5.47	6.98	20.0	12.8	10.0	2.1	1.9	1.7	10.7	15.8	18.3	2.1	3.1	4.0
	楠梓電	2316 TT	未評等	250	44.00	4.61	N.A.	N.A.	9.5	N.A.	N.A.	0.9	N.A.	N.A.	9.9	N.A.	N.A.	1.1	N.A.	N.A.
	敬鵬	2355 TT	未評等	495	40.10	1.92	3.33	3.43	20.9	12.0	11.7	1.0	0.9	0.9	4.8	7.6	8.2	3.0	6.0	6.3
	耀華	2367 TT	未評等	680	32.70	(0.51)	2.38	3.51	N.M.	13.7	9.3	2.2	1.8	1.5	(3.4)	16.7	16.6	N.A.	N.A.	N.A.
	金像電	2368 TT	增加持股	3,004	196.50	7.25	12.96	17.22	27.1	15.2	11.4	5.7	5.5	4.6	22.7	37.1	43.8	1.8	3.3	4.4
	健鼎	3044 TT	增加持股	3,129	191.50	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	313	53.00	(4.20)	N.A.	N.A.	N.M.	N.A.	N.A.	1.5	N.A.	N.A.	(10.7)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
	高技	5439 TT	未評等	260	90.00	5.07	N.A.	N.A.	17.8	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	831	50.60	5.07	N.A.	N.A.	10.0	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	541	62.70	3.61	4.76	5.98	17.4	13.2	10.5	2.6	2.3	1.8	15.7	17.8	17.9	2.3	3.3	4.0
	博智	8155 TT	未評等	180	113.50	4.08	N.A.	N.A.	27.8	N.A.	N.A.	2.7	N.A.	N.A.	9.3	N.A.	N.A.	2.4	N.A.	N.A.
	志超	8213 TT	未評等	303	35.95	4.03	3.60	4.11	8.9	10.0	8.7	0.7	N.A.	N.A.	7.4	5.2	6.7	2.5	N.A.	N.A.
	軟性印刷電路板	臻鼎-KY	4958 TT	持有	3,464	116.50	6.55	8.52	10.45	17.8	13.7	11.1	1.2	1.1	1.1	6.4	8.3	9.7	2.8	3.6
嘉聯益		6153 TT	未評等	387	20.90	(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.
台郡		6269 TT	未評等	792	79.00	6.45	3.51	5.36	12.2	22.5	14.7	1.0	1.0	1.0	8.2	4.0	6.4	5.1	3.8	3.5
IC載板	欣興	3037 TT	增加持股	6,613	139.50	7.88	5.87	13.72	17.7	23.7	10.2	2.3	2.2	1.9	13.6	9.6	20.4	2.2	1.7	3.9
	景碩	3189 TT	持有	1,390	98.40	0.11	1.98	7.27	936.5	49.8	13.5	1.4	1.9	(10.5)	0.1	3.2	33.4	1.0	1.0	4.1
	南電	8046 TT	持有	2,450	122.00	9.00	3.84	11.41	13.6	31.8	10.7	1.6	1.8	1.9	11.4	5.5	17.6	4.5	1.9	5.6
高頻微波通訊載板	新復興	4909 TT	未評等	366	126.00	0.42	N.A.	N.A.	300.0	N.A.	N.A.	4.9	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	445	320.00	8.21	N.A.	N.A.	39.0	N.A.	N.A.	3.7	N.A.	N.A.	10.6	N.A.	N.A.	2.8	N.A.	N.A.
	迅得	6438 TT	未評等	280	119.50	8.89	N.A.	N.A.	13.4	N.A.	N.A.	2.2	N.A.	N.A.	16.8	N.A.	N.A.	4.2	N.A.	N.A.

資料來源: Bloomberg; 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。