2026/10/14

電子零組件　　維持評等

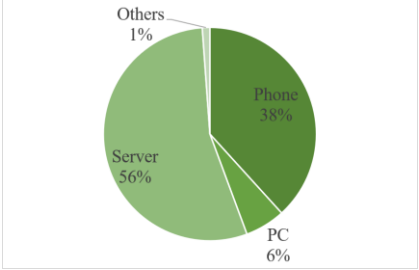
富世達(6805 TT)　買進(Buy)

潛在漲幅	46.2%
前日收盤價	2,210.00 元
目標價	3,230.00 元
前次目標價	2,260.00 元
前次評等	買進

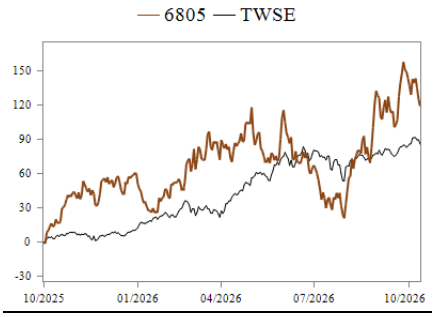
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	686
市值(億元)	1,516
目前每股淨值(元)	121.86
外資持股比(%)	19.32
董監持股比(%)	20.14

營業比重(2Q26)



個股與大盤走勢(%)



鄭子凡
Jasmin.cheng@ctbcsis.com

VRU 預計部分採用 ZQD，帶動單機價值量再提升

- **3Q26 營收略低預期，惟產品組合優化推升毛利率**
- **VRU 接頭升級 ZQD，單機價值量提升 69%**
- **QD 產能逐步開出，預期明年深振與越南廠續擴產**

3Q26 營收略低預期，惟產品組合優化推升毛利率：富世達 9 月營收達 16.13 億元，月增 5.5%、年增 32.17%；惟 3Q26 營收低於我們先前預估約 8%，主要因手機客戶拉貨動能不如預期。原先預期手機相關訂單將逐月增溫，惟受新機發表前後拉貨節奏調整影響所致。不過 GB300 與 VR200 QD 於 3Q26 持續出貨，伺服器業務動能強勁，有助於改善產品組合及提升獲利能力。我們預期伺服器相關營收占比將由 2Q26 的 56%提升至 80～85%，因此上調 3Q26 毛利率預估至 37.05%，EPS 亦調升至 16.97 元。

VRU 接頭升級 ZQD，單機價值量提升 69%：NVIDIA 下一代平台 Rubin Ultra(VRU)平台因應更高的冷卻液流量需求，部分原採用 MQD/UQD 的接頭將升級為 ZQD，以提升接頭流量能力，並降低高流量運作下的壓降與洩漏風險。依目前設計，Compute Tray 上方 4 組接頭將改採 ZQD，且所有浮動式接頭均將改採 ZQD，Rack 端的 CDM QD 亦將全面升級為 ZQD。儘管 QD 總使用量維持不變，但 ZQD 的單價較 MQD/UQD 翻倍。受惠於 QD 規格升級與單價提升，我們預估 VRU 世代 QD 產值將較 VR200 世代增加約 69%，有望進一步挹注富世達的營收與獲利成長。

QD 產能逐步開出，預期明年深振與越南廠續擴產：QD 目前既有月產能約 300 萬顆，稼動率已達滿載；隨新產能於 10 月開出，月產能將提升至 450 萬顆，目前新產能稼動率約 60%～70%。考量既有產能已滿載，公司規劃明年持續擴產，深圳及越南廠均納入擴產規劃，惟實際新增產能仍待確認，預計資本支出約 3～5 億元，以支應後續訂單成長需求。

我們本次主要上修 2027 年獲利 9.8%，並維持買進建議，目標價 3,230 元(2027 年 EPS X 26PER)。

風險因子：伺服器平台轉換不順、AI 需求不振。

(百萬元)	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
營業收入淨額	5,014	5,644	8,188	12,414	17,769	31,386
營業毛利淨額	1,166	1,318	1,827	3,270	6,289	11,949
營業利益	775	881	1,197	2,524	5,328	10,626
稅後純益	564	628	1,227	2,125	4,318	8,524
公告基本 EPS(元)	9.33	10.18	17.90	31.00	--	--
調整後 EPS(元)	--	9.15	17.89	30.98	62.94	124.25
營業收入 YoY(%)	-0.13%	12.57%	45.07%	51.62%	43.14%	76.63%
稅後純益 YoY(%)	5.84%	11.32%	95.45%	73.16%	103.17%	97.40%
本益比	--	36.75	44.59	52.06	35.11	17.79
本淨比	--	5.59	9.87	15.39	19.61	9.33
股息(元)	4.00	5.50	8.00	12.50	25.55	50.45
殖利率(%)	1.66%	0.74%	0.76%	0.69%	1.16%	2.28%
ROE(%)	25.32%	17.99%	24.20%	33.37%	57.86%	71.06%

伺服器業務優於預期，4Q26 營運續強: 3Q26 營收 45.02 億元，季增 20.4%、年增 26.2%，較我們原先預估低約 8%，主要受到手機客戶拉貨動能不如預期影響。惟 GB300 與 VR200 QD 持續出貨，帶動伺服器業務維持強勁成長，預期伺服器相關營收占比將由 2Q26 的 56%提升至 80～85%，有助於優化產品組合並提升獲利能力。因此我們上調 3Q26 毛利率預估至 37.05%，EPS 亦調升至 16.97 元。

展望 4Q26，隨 VR200 出貨量進一步增加、多項 ASIC 平台 QD 逐步放量，我們預期營收將季增 18.7%至 53.44 億元；受惠伺服器產品占比提升及生產效率改善，毛利率可望再季增約 0.3 個百分點至 37.35%，EPS 預估為 20.22 元，營收與獲利均有望續創成長。

雙面水冷板推動接頭設計變革，富世達單機價值量可望再提升:目前 AMD 與 AWS 已採用雙面水冷板設計，根據供應鏈調查，Google TPU V9 及 NVIDIA VRU 亦有望跟進。隨著垂直供電(VPD)設計導入，伺服器內部可供水路配置的空間受到壓縮，帶動雙面水冷板及微型快速接頭(MQD/Mini QD)的應用需求。另一方面，為滿足更高冷卻液流量需求，部分接頭亦有望由 UQD 升級至單價較高的 ZQD。上述設計變化若逐步落地，將分別透過接頭用量增加、微型接頭導入及高單價產品升級，創造單機 QD 價值量的額外成長空間，進一步挹注富世達 2027 年營收與獲利表現。

圖表一、NVIDIA 各世代 QD BOM 表拆解

	GB300	ASP(US)	VR200	ASP(US)	VRU	ASP(US)
per compute tray	18		18		18	
QD						
UQD/MQD	8	20	20	20	12	20
ZQD	-	-	-	-	8	40
Floating mount						
UQD/MQD	2	50	2	50	-	-
ZQD	-	-	-	-	2	100
Thermal value		4,680		9,000		13,680

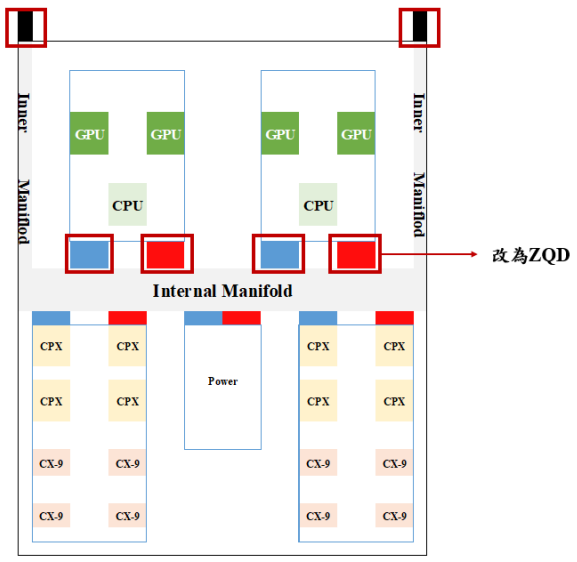
	GB300	ASP(US)	VR200	ASP(US)	VRU	ASP(US)
per switch tray	9		9		9	
QD						
UQD/MQD	18	20	4	20	8	20
ZQD	-	-	-	-	-	-
Floating mount						
UQD/MQD	2	50	2	50	-	-
ZQD	-	-	-	-	2	100
Thermal value		4,140		1,620		3,240

	GB300	ASP(US)	VR200	ASP(US)	VRU	ASP(US)
per rack	2		2		2	
Rack CDM						
UQD/MQD	88	20	88	20	-	-
ZQD	-	-	-	-	88	40
Thermal value		3,520		3,520		7,040

	GB300	VR200	VRU
per server			
Total QD value	12,340	14,140	23,960
% Change		*15%*	*69%*

資料來源:中信投顧整理

圖表二、VRU 將部分 MQD/UQD 改為 ZQD



資料來源:中信投顧整理

圖表三、季度財報與預估差異

損益表	3Q26(F)					4Q26(F)				
(單位：百萬元)	調整後	調整前	差異	市場共識	差異	調整後	調整前	差異	市場共識	差異
營業收入	4,502	4,940	-8.9%	4,595	-2.0%	5,344	5,766	-7.3%	5,583	-4.3%
營業毛利	1,668	1,712	-2.6%	1,658	0.6%	1,996	2,021	-1.2%	2,033	-1.8%
營業利益	1,436	1,457	-1.4%	1,412	1.7%	1,729	1,710	1.1%	1,701	1.6%
稅前純益	1,474	1,495	-1.4%	1,437	2.5%	1,756	1,737	1.1%	1,729	1.6%
稅後淨利	1,164	1,181	-1.4%	1,148	1.5%	1,387	1,372	1.1%	1,382	0.4%
EPS(元)	16.97	17.22	-1.4%	16.93	0.2%	20.22	20.00	1.1%	20.33	-0.5%
財務比率(%/百分點)										
毛利率	37.0%	34.7%	2.4 ppts	36.1%	1.0 ppts	37.4%	35.1%	2.3 ppts	36.4%	0.9 ppts
營益率	31.9%	29.5%	2.4 ppts	30.7%	1.2 ppts	32.4%	29.7%	2.7 ppts	30.5%	1.9 ppts
稅後淨利率	25.9%	23.9%	2.0 ppts	25.0%	0.9 ppts	26.0%	23.8%	2.2 ppts	24.7%	1.2 ppts

資料來源:Bloomberg，中信投顧整理

圖表四、年度財報與預估差異

損益表	2026(F)					2027(F)				
(單位：百萬元)	調整後	調整前	差異	市場共識	差異	調整後	調整前	差異	市場共識	差異
營業收入	17,769	18,630	-4.6%	18,569	-4.3%	31,386	30,004	4.6%	29,160	7.6%
營業毛利	6,289	6,358	-1.1%	6,362	-1.2%	11,949	11,008	8.5%	10,969	8.9%
營業利益	5,328	5,331	0.0%	5,296	0.6%	10,626	9,765	8.8%	9,663	10.0%
稅前純益	5,470	5,473	0.0%	5,437	0.6%	10,789	9,890	9.1%	9,751	10.7%
稅後淨利	4,318	4,320	0.0%	4,384	-1.5%	8,524	7,813	9.1%	7,725	10.3%
EPS(元)	62.94	62.98	-0.1%	64.20	-2.0%	124.25	113.89	9.1%	112.66	10.3%
財務比率(%/百分點)										
毛利率	35.4%	34.1%	1.3 ppts	34.3%	1.1 ppts	38.1%	36.7%	1.4 ppts	37.6%	0.5 ppts
營益率	30.0%	28.6%	1.4 ppts	28.5%	1.5 ppts	33.9%	32.5%	1.3 ppts	33.1%	0.7 ppts
稅後淨利率	24.3%	23.2%	1.1 ppts	23.6%	0.7 ppts	27.2%	26.0%	1.1 ppts	26.5%	0.7 ppts

資料來源:Bloomberg，中信投顧整理

2026/10/14

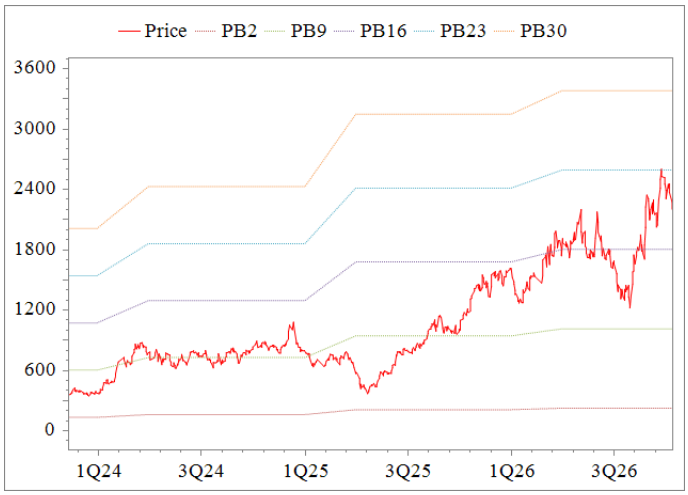
(百萬元)	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
營業收入	4,184	3,740	4,502	5,344	6,391	7,893	8,361	8,742
營業成本	2,832	2,467	2,834	3,348	3,994	4,894	5,164	5,385
營業毛利	1,352	1,273	1,668	1,996	2,396	2,999	3,197	3,357
營業費用	232	230	232	267	281	331	351	358
營業利益	1,120	1,043	1,436	1,729	2,115	2,667	2,846	2,998
營業外收支淨額	45	32	38	27	34	53	42	34
稅前純益	1,165	1,075	1,474	1,756	2,149	2,720	2,888	3,032
所得稅	248	226	310	369	451	571	606	637
稅後純益	917	849	1,164	1,387	1,698	2,149	2,281	2,395
調整後 EPS(元)	13.37	12.38	16.97	20.22	24.75	31.33	33.26	34.92
毛利率(%)	32.31%	34.05%	37.05%	37.35%	37.50%	37.99%	38.24%	38.40%
營業利益率(%)	26.78%	27.90%	31.90%	32.35%	33.10%	33.79%	34.04%	34.30%
稅後純益率(%)	21.92%	22.71%	25.86%	25.96%	26.57%	27.23%	27.29%	27.40%
營業收入								
QoQ(%)	5.22%	-10.61%	20.38%	18.70%	19.59%	23.50%	5.93%	4.56%
YoY(%)	85.81%	42.73%	26.25%	34.40%	52.75%	111.05%	85.71%	63.58%
營業利益								
QoQ(%)	28.87%	-6.86%	37.62%	20.39%	22.35%	26.10%	6.69%	5.36%
YoY(%)	206.33%	110.05%	81.15%	98.87%	88.81%	155.63%	98.18%	73.43%
稅後純益								
QoQ(%)	22.06%	-7.43%	37.13%	19.12%	22.41%	26.57%	6.16%	5.00%
YoY(%)	157.30%	157.05%	69.51%	84.57%	85.10%	153.08%	95.92%	72.70%

PER Band



資料來源：中信、CMoney

PBR Band



資料來源：CMoney

2026/10/14

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025	2Q26
資產總計	5,704	8,930	12,758	14,678	15,984
流動資產	5,272	8,464	11,664	13,494	14,618
現金及約當現金	3,841	5,898	6,336	7,446	9,547
應收帳款與票據	447	1,462	2,163	2,298	2,800
存貨	882	999	2,902	2,596	2,144
採權益法之投資	- -	- -	- -	- -	- -
不動產、廠房設備	312	359	758	817	842
負債總計	3,318	4,335	7,212	7,485	7,631
流動負債	2,701	3,830	6,533	6,833	6,940
應付帳款及票據	1,442	2,711	4,989	4,822	3,544
非流動負債	617	505	679	652	690
權益總計	2,386	4,595	5,546	7,193	8,354
普通股股本	605	686	686	686	686
保留盈餘	1,111	1,497	2,348	3,924	4,971
母公司業主權益	2,386	4,595	5,546	7,193	8,354
負債及權益總計	5,704	8,930	12,758	14,678	15,984

損益表

(百萬元)	2023	2024	2025	2026F	2027F
營業收入淨額	5,644	8,188	12,414	17,769	31,386
營業成本	4,326	6,361	9,144	11,481	19,437
營業毛利淨額	1,318	1,827	3,270	6,289	11,949
營業費用	437	630	746	960	1,322
營業利益	881	1,197	2,524	5,328	10,626
EBITDA	1,043	1,638	2,801	5,748	11,006
業外收入及支出	30	297	20	142	163
稅前純益	911	1,495	2,545	5,470	10,789
所得稅	283	267	419	1,153	2,266
稅後純益	628	1,227	2,125	4,318	8,524
公告基本 EPS(元)	10.18	17.90	31.00	- -	- -
調整後 EPS(元)	9.15	17.89	30.98	62.94	124.25

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

現金流量表

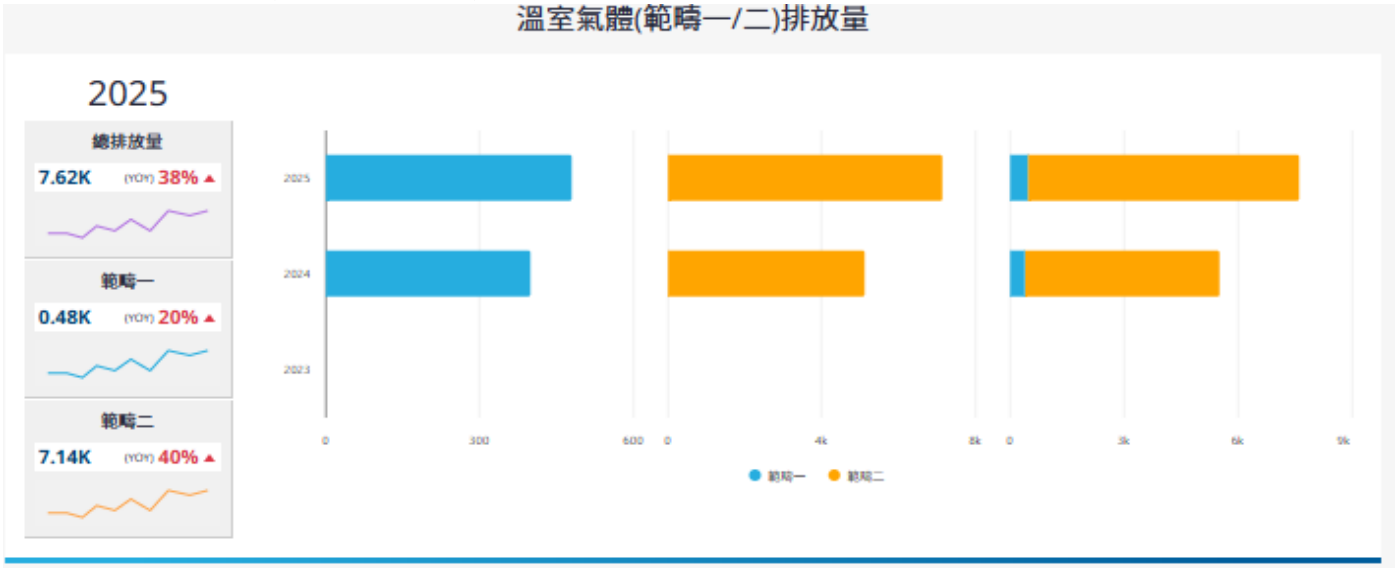
(百萬元)	2022	2023	2024	2025	2Q26
營業活動現金	2,318	1,218	1,409	1,971	1,584
稅前純益	835	911	1,495	2,545	1,075
折舊及攤銷	115	132	196	298	92
營運資金變動	1,342	157	-255	154	-56
其他營運現金	26	18	-27	-1,025	472
投資活動現金	-119	-182	-664	-362	-162
資本支出淨額	-103	-185	-538	-315	-22
長期投資變動	0	0	-72	0	0
其他投資現金	-16	2	-53	-47	-140
籌資活動現金	-214	1,071	-422	-603	-9
長借/公司債變動	-41	-567	0	0	0
現金增資	0	1,835	0	0	0
發放現金股利	-272	-242	-377	-548	0
其他籌資現金	99	44	-45	-55	-9
淨現金流量	1,986	2,058	438	1,109	1,516
期初現金	1,854	3,841	5,898	6,336	8,031
期末現金	3,841	5,898	6,336	7,446	9,547

資料來源：中信、CMoney

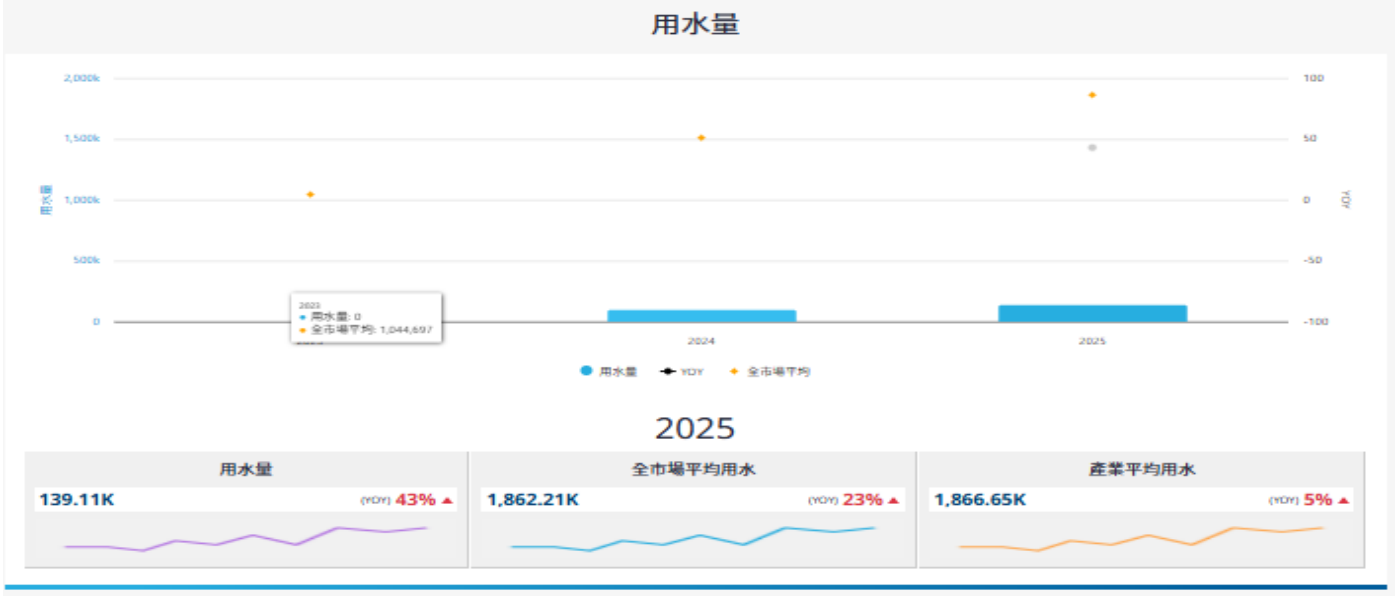
比率分析

(百萬元)	2023	2024	2025	2026F	2027F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	12.57%	45.07%	51.62%	43.14%	76.63%
營業毛利淨額	13.04%	38.63%	79.01%	92.30%	90.00%
營業利益	13.66%	35.96%	110.83%	111.07%	99.43%
稅後純益	11.32%	95.45%	73.16%	103.17%	97.40%
獲利能力分析(%)					
毛利率	23.35%	22.31%	26.34%	35.39%	38.07%
EBITDA(%)	18.48%	20.01%	22.56%	32.35%	35.07%
營益率	15.60%	14.62%	20.34%	29.99%	33.86%
稅後純益率	11.13%	14.99%	17.12%	24.30%	27.16%
ROE(%)	17.99%	24.20%	33.37%	57.86%	71.06%

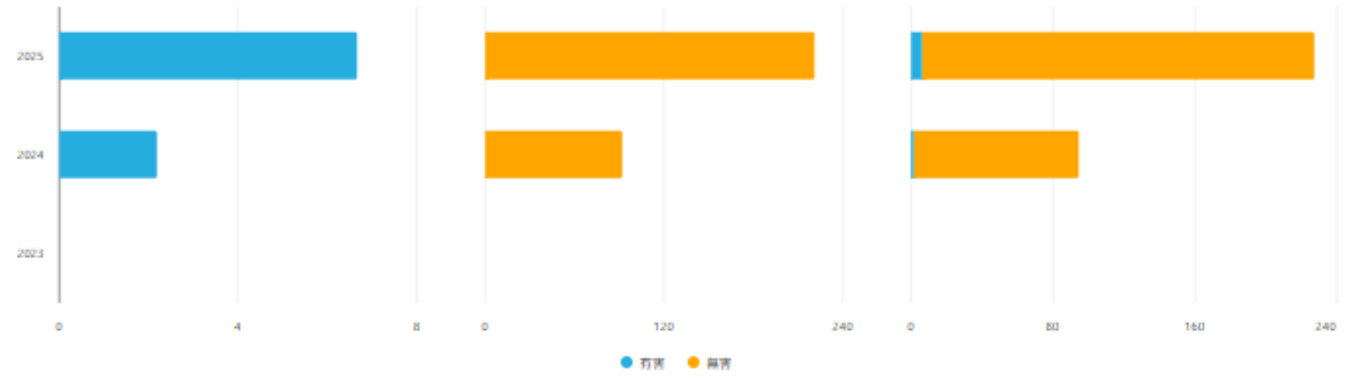
ESG 資訊-環境保護(Environmental)







廢棄物量



2025

有害	無害	總量
0.01K (YOY) 204% ▲	0.22K (YOY) 139% ▲	0.23K (YOY) 139% ▲

密集度

2025

溫室氣體排放密集度	用水密集度	廢棄物密集度
0.614	11.206	0.018

溫室氣體排放密集度(公噸CO_2e/百萬元營業額)

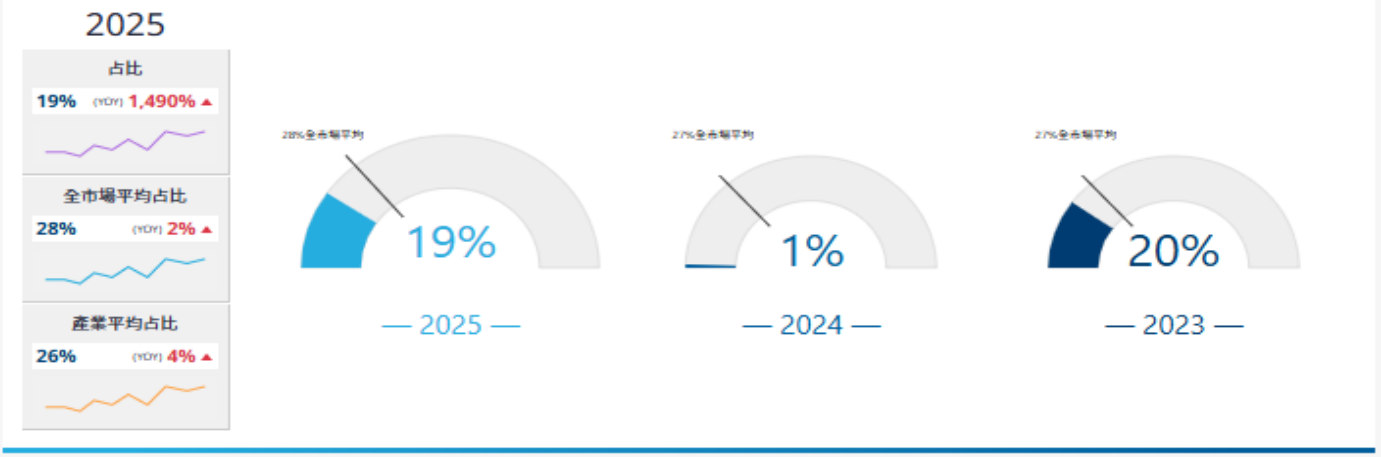


2025

溫室氣體排放密集度(公噸CO_2e/百萬元營業額)	全市場平均溫室氣體排放密集度(公噸CO_2e/百萬元營業額)	產業平均溫室氣體排放密集度(公噸CO_2e/百萬元營業額)
0K (YOY) -9% ▼	0.04K (YOY) 11% ▲	0.07K (YOY) 1,480% ▲

ESG 資訊-社會責任(Social)

管理職女性主管占比



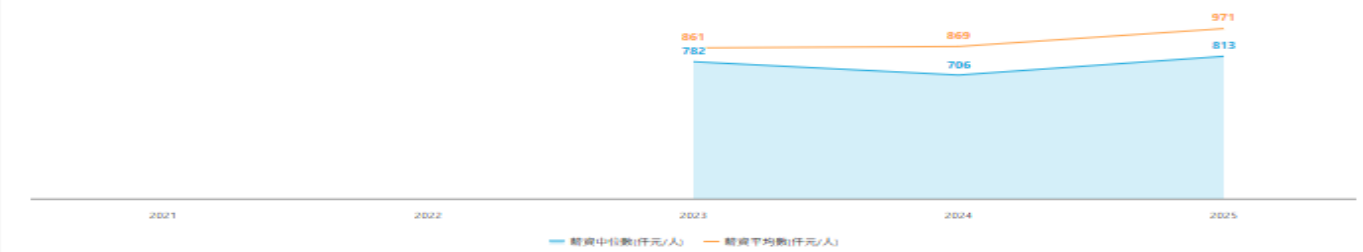
職業災害人數



員工薪資年度趨勢



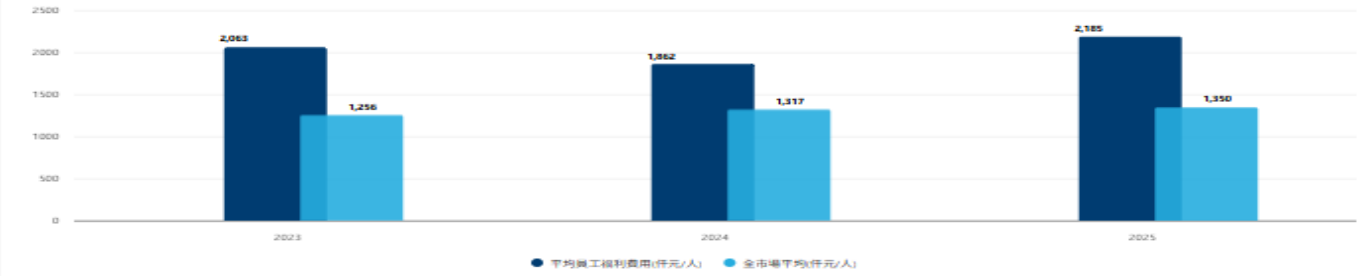
非擔任主管職務之全時員工薪資



2025

平均數	中位數	差異%
971 (YOY) 12% ▲	813 (YOY) 15% ▲	0% (YOY) -17% ▼

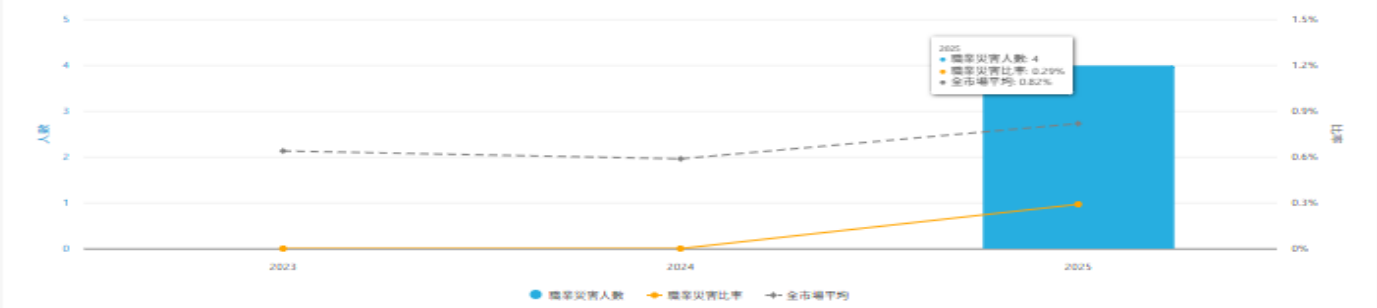
平均員工福利費用



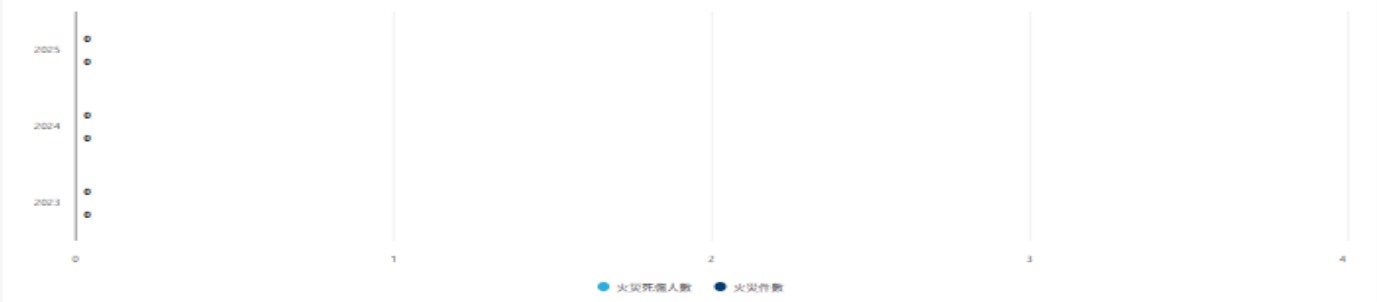
2025

平均福利	全市場平均福利	產業平均福利
2,185 (YOY) 17% ▲	1,350 (YOY) 3% ▲	1,238 (YOY) 7% ▲

職業災害人數與比率



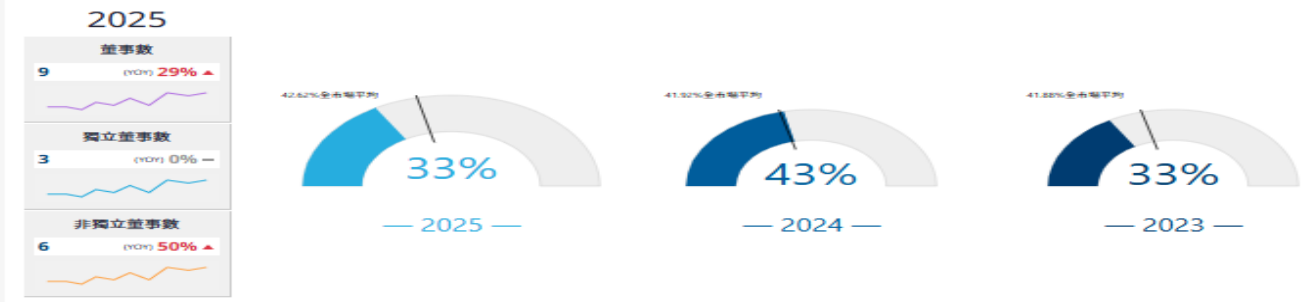
火災件數與死傷人數



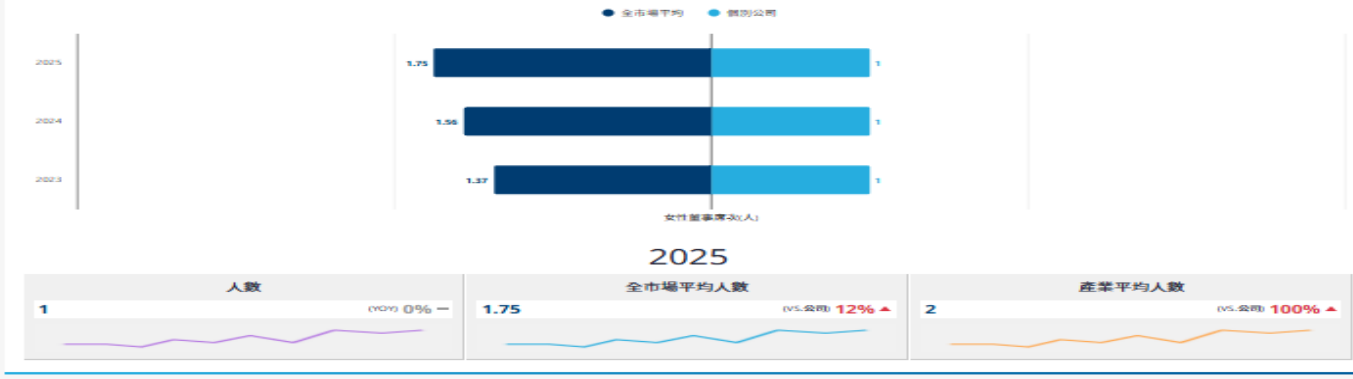
2026/10/14

ESG 資訊-公司治理(Governance)

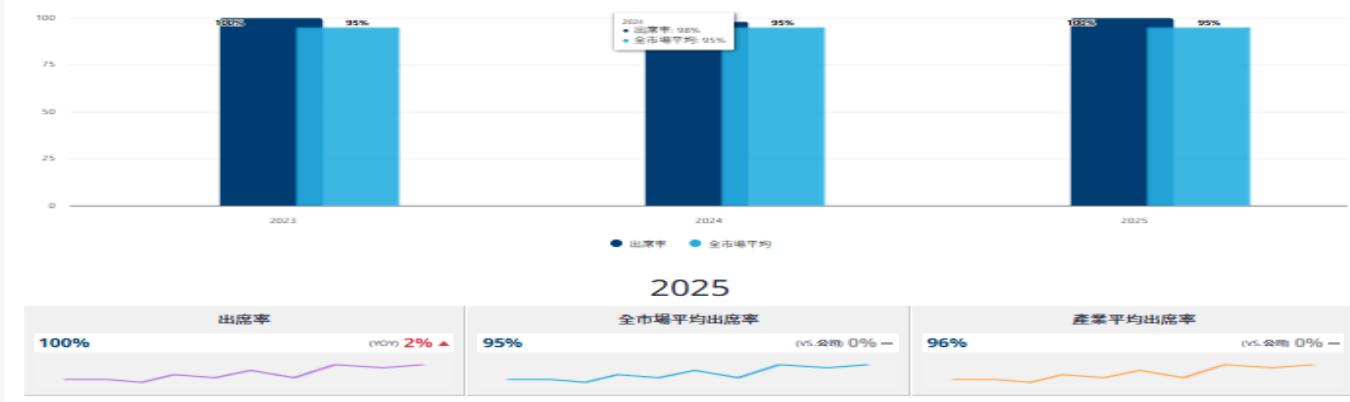
獨立董事vs.董事席次占比



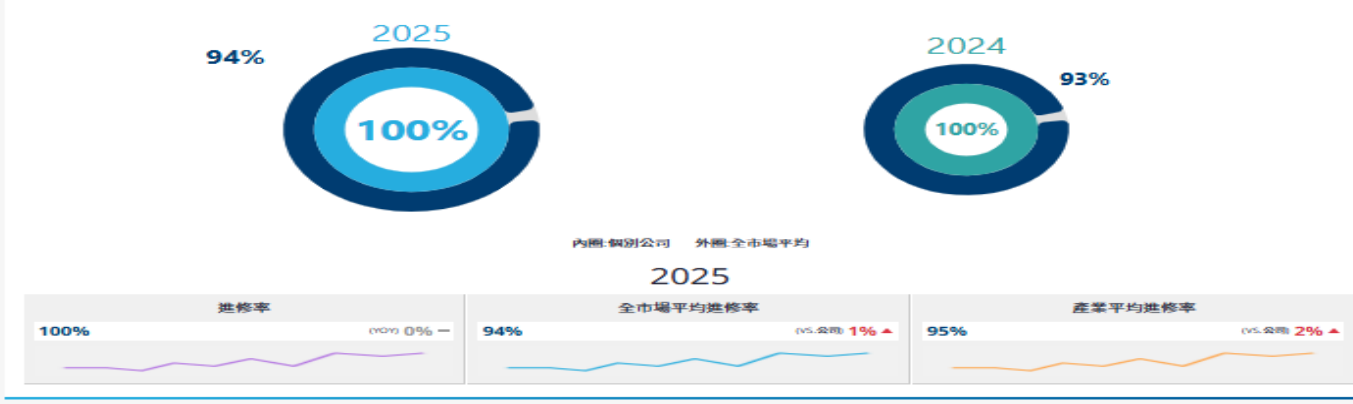
女性董事席次



董事之董事會出席率

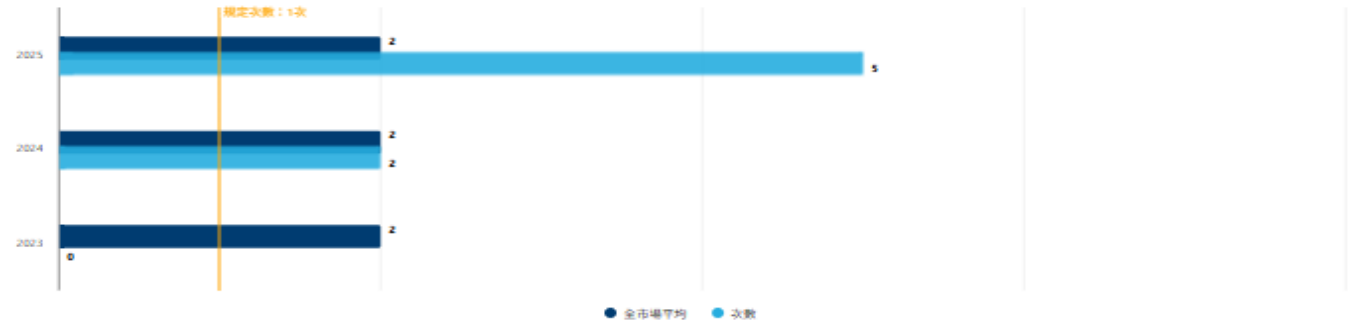


董事進修符合進修要點比率



2026/10/14

法說會次數



2025

次數	全市場平均次數	產業平均次數
5 (YOY) 150% ▲	2 (vs.公司) 0% —	4 (vs.公司) 33% ▲

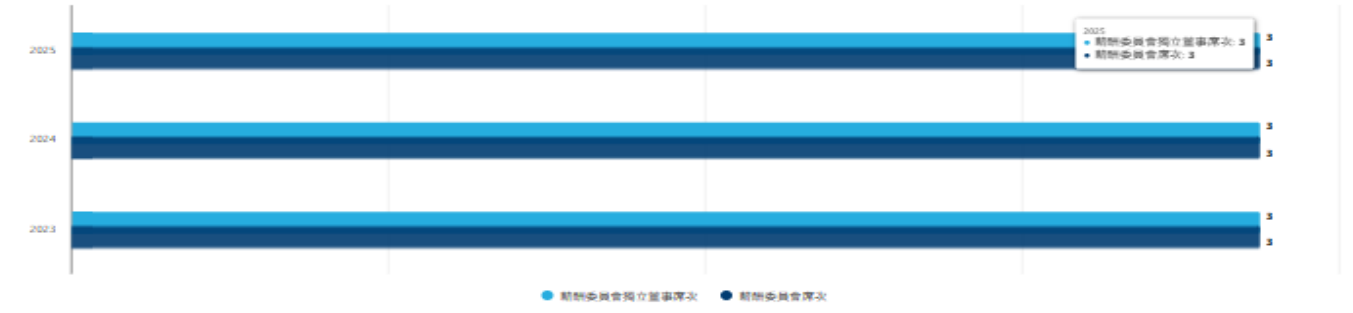
薪酬委員會出席率



2025

進修率	全市場平均進修率	產業平均進修率
100% (YOY) 0% —	97% (vs.公司) 1% —	97% (vs.公司) 2% ▼

薪酬委員會席次



資料來源:證交所

2026/10/14

投資評等說明

個股評等	Rating	定義
買進	Buy (B)	相較於市場指數之回報潛力極具吸引力
增加持股	Overweight (OW)	相較於市場指數之回報潛力略有吸引力
中立	Neutral (N)	相較於市場指數之回報潛力相似
降低持股	Underweight (UW)	相較於市場指數之回報潛力稍低
賣出	Sell (S)	相較於市場指數之回報潛力較低
未評等	Not Rated (NR)	

免責聲明

【中國信託證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理】

本報告係本公司於特定日期就現有資訊所提出，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，本公司將不做預告或更新；而且本報告並非依特定投資目的或特定對象之財務狀況所完成，因此，本報告之目的並非針對客戶於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關商品提供詢價或推介服務，亦非進行交易之要約。本公司出具之短、中、長期策略性報告所做出之投資分析與建議，亦可能會隨市場波動隨時調整，而與個股研究報告之意見未必一致。投資人應自行考量本身之需求、投資風險及承受度，並就投資結果自行負責，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負擔任何法律責任。非經本公司同意，任何人不得將本報告加以引用或轉載。

中國信託金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業（以下稱“中信金集團”）從事廣泛金融業務，包括但不限於包括但不限於銀行、信託、證券經紀、證券承銷、保險、證券投資信託、全權委託投資、自有資金投資等。中信金集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。中信金集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。中信金集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。中信金集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。中信金集團之自營、資產管理及其他投資業務所做之投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。

中國信託證券投資顧問股份有限公司
台北市南港區經貿二路 188 號 5 樓及 18 樓 / (02) 5569-1988
營業執照字號：114 金管投顧新字第 014 號