嘉澤

(3533.TW/3533 TT)

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股 ·維持

收盤價 November 3 (NT$)	1,735
12 個月目標價 (NT$)	2,310
前次目標價 (NT$)	2,710
調降 (%)	14.8
上漲空間 (%)	33.1

焦點內容

1. 3Q26 毛利率將小幅季減，低於共識預期，但預計將為谷底。
2. 2027 年伺服器需求仍將維持強勁，但零組件供應將是主要限制因素。新 CPU 平台推出將帶動插槽營收擴張，推升伺服器業務於 2026-27 年維持 50-60%的高速成長。
3. 1-3Q26 伺服器相關營收年增 63%，約占整體營收 53%。我們預期伺服器業務持續成長將有助於推動公司於 2027-28 年毛利率回升。

交易資料表

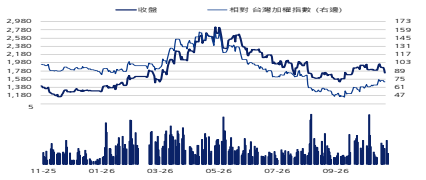
市值：(NT$bn/US$mn)	195.2 / 5,992
流通在外股數 (百萬股)：	112.5
外資持有股數 (百萬股)：	50
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.946
52 週股價 (低 \ 高) (NT$):	1,155 –2,850

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-13.5	-33.7	23.0
相對表現 (%)	-13.3	-45.0	-29.8

每股盈餘

NT$	1Q	2Q	3Q	4Q
2025	20.22A	6.69A	20.71A	22.51A
2026	21.37A	17.68A	17.37F	17.44F
2027	20.29F	25.04F	31.11F	39.06F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

向子慧
886.2.2181.8726
angelah@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

儘管近期利潤率逆風，但來年仍有數項動能

重要訊息

嘉澤將於 11/12 日公布 3Q26 財報，11/13 日法說。預期毛利率於 3Q26 落底，2027 年伺服器展望強勁且利潤率回升，2H27-202 年另有多項新動能。

評論及分析

2027-28 年三大催化劑將推動獲利成長。我們預期三大催化劑將推動 2027-28 年強勁的獲利成長展望：(1) 受代理式 AI 應用帶動 CPU 需求強勁，以及 AMD (美) Venice 與 Intel (美) Oak Stream 等新 CPU 將於 2H26 至 1H27 推出，我們預期 Venice 與 Oak Stream CPU 明年出貨量均將年增逾 30%。再加上平均針腳數將增加逾 20%至 7,000 根針以上，並搭配 PCIe Gen 6 及 DDR6 Socket 連接器營收擴張，我們預期嘉澤伺服器相關營收 2027-28 年仍將維持逾 50%的年成長率。(2) 快接頭 (QD)、SOCAMM 及 Cable 等新產品營收將於 2027 年持續成長，貢獻占比將由 2H26 的 5-6% (逾 10 億元) 提升至明年的 5-10% (逾 50 億元)，受惠於 AI 伺服器需求。(3) 多項開發與認證中的新產品可能於 2H27 至 2028 年進入量產，包括 NPO Socket、GPU Socket 及超高密度互連 (UDI)。

2H26 利潤率疲弱態勢延續，3Q26 可望落底。受 CPU 相關零組件（記憶體、PCB、載板）供應吃緊拖累 2H26 伺服器相關營收，嘉澤 3Q26 營收僅季增 4%，我們預估 4Q26 約季增 4%。AMD Venice CPU 將於 4Q26 開始放量，但出貨至 2Q27 才會顯著。我們預期 AMD 與 Intel 明年 CPU 出貨展望強勁，成長逾 30%，將帶動嘉澤營收於 2027 年重回強勁年增。預期嘉澤 2026-27 年伺服器相關營收將維持 50-60%的高年增率，對比 1Q-3Q26 年增 63% (占總營收 53%)。毛利率方面，由於銅、金等原材料成本高於預期，加上 PC 產品產能利用率偏低，預估 3Q26 毛利率將季減至 44.8%，低於先前預估及市場共識。由於 4Q26 新 CPU 相關營收貢獻有限，毛利率季增回升可能要到 1Q27 後才會顯著。我們下修 3Q26 及 2026 年 EPS 預估，分別至 17.37 元及 73.84 元。

2027 年 EPS 將強勁成長。受惠於新伺服器 CPU Socket 營收貢獻增加，以及 SOCAMM、QD 與 Cable 營收成長，我們預估 2027 年伺服器相關營收占比將由 2026 年的 54%提升至 64%，NPO Socket 及 Nvidia (美) GPU Socket 帶來上行空間。Microsoft (美) ASIC CPU Cobalt 亦採用 Socket 設計，營收貢獻將於 2H27 至 2028 年增加。因此，我們預期毛利率將於明年回升至 49%、2028 年回升至 50%，推升 2027-28 年 EPS 至 115.5 元及 168.09 元。

投資建議

我們將目標價下調至 2,310 元，相當 2027 年每股盈餘的 20 倍。預期伺服器營收強勁且 AI 新產品營收成長，維持「增加持股」評等。

投資風險

原料價格上漲、新 CPU 平台導入落後及新台幣升值。

主要財務數據及估值

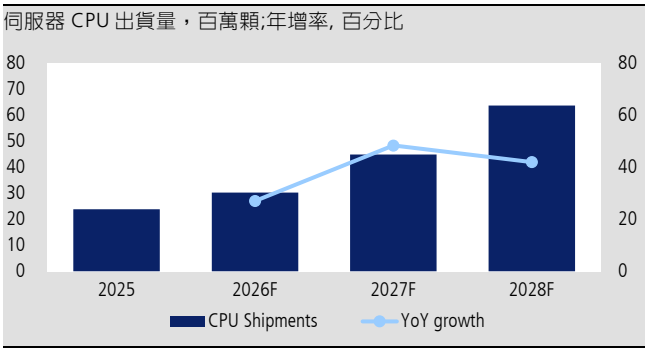
	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
營業收入 (NT$百萬)	30,089	33,783	39,141	50,756	66,926
營業毛利 (NT$百萬)	15,769	17,334	18,114	24,707	33,387
營業利益 (NT$百萬)	10,245	10,344	9,409	15,502	22,891
稅後淨利 (NT$百萬)	9,277	7,866	8,288	12,966	18,869
每股盈餘 (NT$)	82.77	70.17	73.84	115.50	168.09
每股現金股利 (NT$)	41.50	35.00	36.82	57.61	83.84
每股盈餘成長率 (%)	63.4	(15.2)	5.2	56.4	45.5
本益比 (x)	21.0	24.7	23.5	15.0	10.3
股價淨值比 (x)	5.4	5.1	4.6	4.0	3.3
EV/EBITDA (x)	14.8	14.5	13.2	8.6	5.9
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.4	2.0	2.1	3.3	4.8
股東權益報酬率 (%)	29.1	21.1	20.5	28.3	35.1

資料來源：公司資料，凱基

成長動能 1：CPU 插槽業務 (4Q26-2028 年)

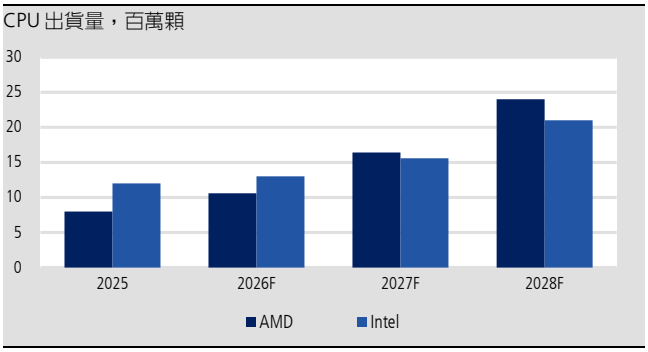
- 我們預期 Intel 與 AMD 伺服器 CPU 出貨量於 2027 年將強勁成長，年增逾 30%。AMD 同時將提高市占率，並憑藉預期年增逾 50% 的強勁成長，於 2027 年超越 Intel。
- 公司預期 Intel Birch Stream 滲透率將由 4Q26 末的 40%，提升至 2027 年的 50-70%，Oak Stream 平台滲透率達 20-30%。另一方面，AMD Venice CPU 滲透率則將由 4Q26 末的 10%，提升至 2027 年底的 30-40%。隨著平均 Socket 針腳數自今年的 6,000-6,500 針提升至 2027 年的 7,000-8,000 針，將推升嘉澤 Socket ASP 逾 20%。
- 新一代 Venice 與 Oak Stream CPU 平台規格升級，將同步帶動 PCIe Gen 6 與 DDR6 相關產品營收成長，有利於嘉澤伺服器業務擴張。
- CPU Socket 毛利率最高，且新產品較易反映成本上升。因此，我們預期 4Q26 毛利率將溫和擴張，並於 2Q27 之後更顯著成長。

圖 1：預期 CPU 出貨量將於 2027F 強勁成長



資料來源：凱基預估

圖 2：AMD CPU 出貨量將自 2027-28F 超越 Intel

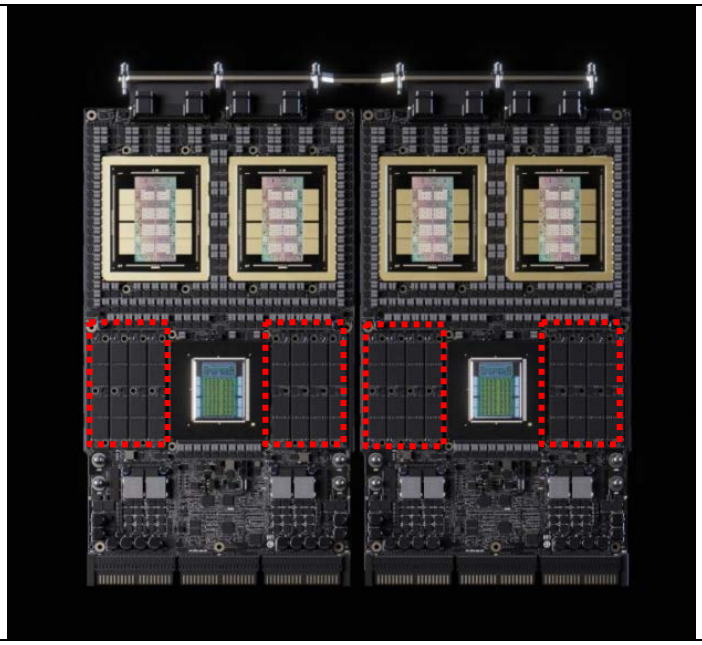


資料來源：凱基預估

成長動能 2：QD、SOCAMM 與線材業務 (2H26-2028 年)

- 受惠 AI 伺服器及相關液冷需求擴張，嘉澤 QD 營收自 2H26 起穩健成長，加上 SOCAMM 與 Cable 營收，這些新產品 3Q26 的營收貢獻擴大至 5-6%，約 5 億元。
- QD、SOCAMM 與 Cable 2H26 營收將貢獻逾 10 億元，或占總營收 5-6%。
- 我們預期這些產品 2027 年營收將成長至逾 50 億元，依據 2H27 訂單展望（營收可能高達 30-40 億元）。
- GB 與 VR AI 伺服器機櫃的每個運算托盤 (compute tray) 均需搭載 SOCAMM，每個運算托盤使用 16 顆。我們預期嘉澤供應比重逾 50%，因此將於 2027 年貢獻約 15 億元營收。
- QD 出貨對象為一家 CSP 及一家企業客戶，應用於 GB/VR 及 ASIC 伺服器機櫃。QD 營收將顯著成長，2027 年營收貢獻逾 3%。
- 雖然 QD 與 Cable 毛利率低於公司平均水準，但 SOCAMM 毛利率較高，可望支撐整體維持健康的毛利率。

圖 3： VR 運算托盤採用 SOCAMM，每個托盤配置 16 組 SOCAMM

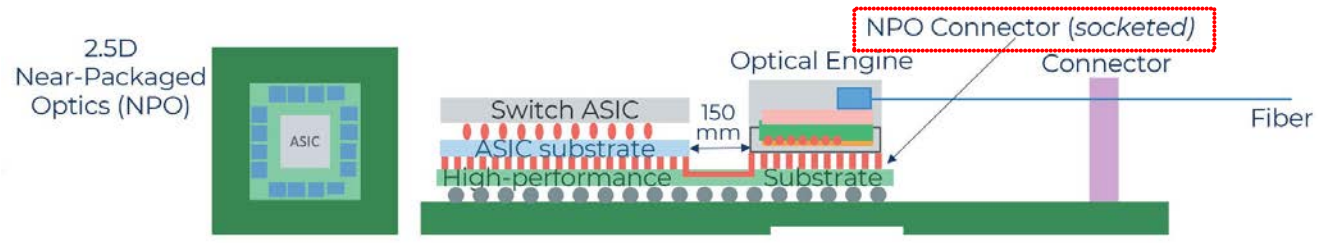


資料來源：Nvidia；凱基

成長動能 3：NPO 插槽、GPU 和 ASIC 插槽與 UDI 商機 (2H27-2029 年)

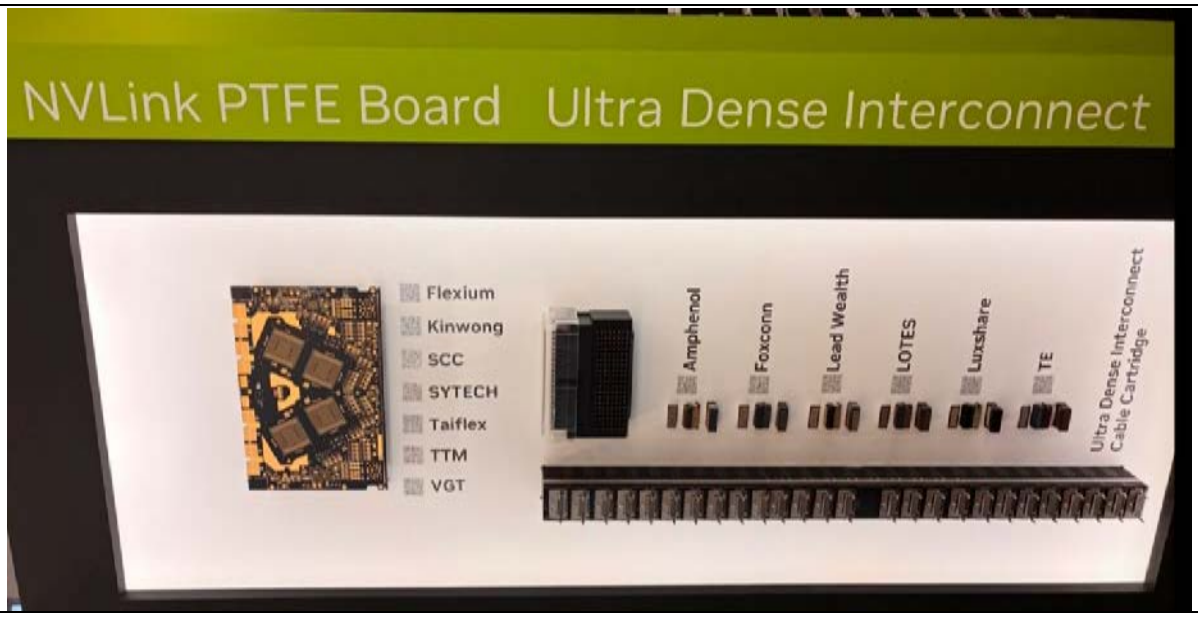
- 與 Nvidia 合作設計的 NPO socket 可能於 2H27-2028 年貢獻營收；目前產品已進入最終量產階段，但出貨與營收貢獻仍相當有限。
- Rubin 系列 GPU Socket 專案進行中，可能於 2H27-2028 年進入量產。因每顆 Rubin GPU 需配置兩個 socket，其單套 socket ASP 甚至高於伺服器 CPU socket。
- 多數 CSP 自行設計的 ASIC CPU 不採用 socket，僅 Microsoft (美) 的 Cobalt Gen3（可能搭配 Maia300 ASIC）採用 socket 設計，嘉澤為第二供應商，正處於認證中。我們預期營收貢獻將出現於 2H27-2028 年。
- 至於 10 月 OCP 大會展出的 超高密度互連 (UDI)，嘉澤列於 Nvidia 參考推薦供應商名單 (RVL)，此設計是可望取代 Amphenol (美) 主導的 Paladin 設計技術。 Voronoi 為超高密度、矩陣式的複雜 socket 結構，結合小型、超薄高速 cable 及 pogopin 壓接技術。訊號可透過連接器內部小型、獨立且低損耗的高速 cable 直接傳輸，使占用空間極小。不過，Voronoi 仍處於設計初期階段，嘉澤將是潛在受惠者。

圖 4：具 OE 插槽設計的 NPO，為嘉澤 2027 年後之潛在商機



資料來源：Yole Intelligence；凱基

圖 5: UDI 已於 2026 年 10 月的 OCP 活動中展示



資料來源：OCP；凱基

圖 6：3Q26 與 4Q26 財測修正 vs. 市場共識

	3Q26F							4Q26F						
百萬元	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	9,924	10,047	(1.2)	3.7	17.8	10,218	(2.9)	10,321	10,550	(2.2)	4.0	11.5	10,835	(4.7)
毛利	4,446	4,622	(3.8)	2.2	3.1	4,682	(5.0)	4,696	5,169	(9.2)	5.6	(1.6)	5,074	(7.5)
營業利益	2,193	2,693	(18.5)	4.3	(13.1)	2,691	(18.5)	2,405	3,165	(24.0)	9.6	(13.2)	3,006	(20.0)
稅前淨利	2,379	2,872	(17.2)	(8.4)	(17.5)	2,902	(18.0)	2,549	3,291	(22.5)	7.2	(20.8)	3,210	(20.6)
稅後淨利	1,949	2,340	(16.7)	(1.8)	(15.9)	2,266	(14.0)	1,957	2,523	(22.4)	0.4	(22.4)	2,468	(20.7)
每股盈餘 (元)	17.37	20.85	(16.7)	(1.8)	(16.1)	20.18	(14.0)	17.44	22.48	(22.4)	0.4	(22.5)	21.98	(20.7)
毛利率 (%)	44.8	46.0	(1.2)ppts	(0.7)ppts	(6.4)ppts	45.8	(1.0)ppts	45.5	49.0	(3.5)ppts	0.7 ppts	(6.0)ppts	46.8	(1.3)ppts
營業利益率 (%)	22.1	26.8	(4.7)ppts	0.1 ppts	(7.9)ppts	26.3	(4.2)ppts	23.3	30.0	(6.7)ppts	1.2 ppts	(6.6)ppts	27.7	(4.4)ppts
淨利率 (%)	19.6	23.3	(3.6)ppts	(1.1)ppts	(7.9)ppts	22.2	(2.5)ppts	19.0	23.9	(4.9)ppts	(0.7)ppts	(8.3)ppts	22.8	(3.8)ppts

資料來源：彭博；凱基預估

圖 7：2026-27 年財測修正 vs. 市場共識

	2026F						2027F					
百萬元	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	39,141	39,493	(0.9)	15.9	39,850	(1.8)	50,756	49,455	2.6	29.7	49,623	2.3
毛利	18,114	18,763	(3.5)	4.5	18,667	(3.0)	24,707	25,021	(1.3)	36.4	24,421	1.2
營業利益	9,409	10,669	(11.8)	(9.0)	10,461	(10.1)	15,502	16,651	(6.9)	64.8	15,495	0.0
稅前獲利	10,529	11,764	(10.5)	3.3	11,681	(9.9)	16,476	17,565	(6.2)	56.5	16,294	1.1
稅後淨利	8,288	9,244	(10.3)	5.4	9,156	(9.5)	12,966	13,826	(6.2)	56.4	12,726	1.9
每股盈餘 (元)	73.84	82.37	(10.3)	5.2	81.58	(9.5)	115.50	123.18	(6.2)	56.4	113.37	1.9
毛利率 (%)	46.3	47.5	(1.2)ppts	(5.0)ppts	46.8	(0.6)ppts	48.7	50.6	(1.9)ppts	2.4 ppts	49.2	(0.5)ppts
營業利益率 (%)	24.0	27.0	(3.0)ppts	(6.6)ppts	26.3	(2.2)ppts	30.5	33.7	(3.1)ppts	6.5 ppts	31.2	(0.7)ppts
淨利率 (%)	21.2	23.4	(2.2)ppts	(2.1)ppts	23.0	(1.8)ppts	25.5	28.0	(2.4)ppts	4.4 ppts	25.6	(0.1)ppts

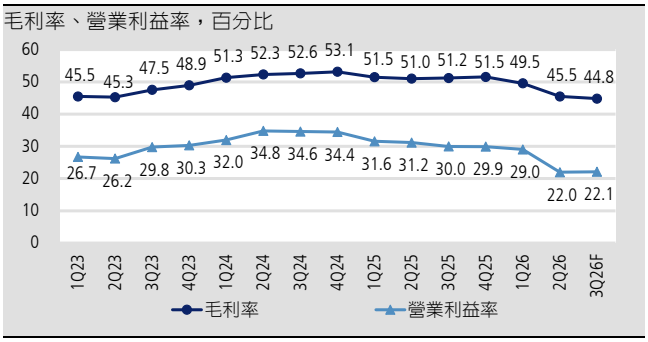
資料來源：彭博；凱基預估

圖 8：伺服器營收逐漸攀升至 50%以上佔比

NT$mn	2025	2026F	2027F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F
Server	13,370	21,125	32,681	2,873	3,059	3,394	4,044	4,759	5,297	5,268	5,801
Desktop	8,685	5,819	5,877	2,198	2,338	2,075	2,074	1,608	1,384	1,497	1,331
NB	3,671	3,029	2,726	870	909	929	964	839	785	709	697
Lintes	1,680	1,865	2,052	435	491	307	447	510	415	467	473
Strategic customer	2,963	3,082	3,020	711	738	828	687	637	735	854	855
Automotive	2,541	3,253	3,610	478	579	681	803	645	730	912	965
Industrial	872	969	789	201	222	207	241	329	223	218	198
Total	33,783	39,141	50,756	7,765	8,336	8,422	9,260	9,328	9,569	9,924	10,321
Sales weighting (%)	**2025**	**2026F**	**2027F**	**1Q25**	**2Q25**	**3Q25**	**4Q25**	**1Q26**	**2Q26**	**3Q26**	**4Q26F**
Server	39.6	54.0	64.4	37.0	36.7	40.3	43.7	51.0	55.4	53.1	53.1
Desktop	25.7	14.9	11.6	28.3	28.1	24.6	22.4	17.2	14.5	15.1	15.1
NB	10.9	7.7	5.4	11.2	10.9	11.0	10.4	9.0	8.2	7.1	7.1
Lintes	5.0	4.8	4.0	5.5	6.0	3.6	4.7	5.4	4.3	4.6	4.6
Strategic customer	8.8	7.9	6.0	9.2	8.9	9.8	7.4	6.8	7.7	8.6	8.6
Automotive	7.5	8.3	7.1	6.2	6.9	8.1	8.7	6.9	7.6	9.2	9.2
Industrial	2.6	2.5	1.6	2.7	2.5	2.4	2.7	3.6	2.4	2.3	2.3
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
YoY (%)	**2025**	**2026F**	**2027F**	**1Q25**	**2Q25**	**3Q25**	**4Q25**	**1Q26**	**2Q26**	**3Q26**	**4Q26F**
Server	30.3	58.0	54.7	35.1	13.7	33.6	39.2	65.6	73.1	55.2	43.5
Desktop	5.1	(33.0)	1.0	25.9	25.3	(9.7)	(11.9)	(26.8)	(40.8)	(27.9)	(35.8)
NB	(0.4)	(17.5)	(10.0)	9.6	0.2	(2.6)	(6.6)	(3.6)	(13.6)	(23.7)	(27.7)
Lintes	(25.1)	11.0	10.0	(21.8)	(12.0)	(47.0)	(18.5)	17.4	(15.6)	51.9	5.9
Strategic customer	0.9	4.0	(2.0)	17.8	5.3	(10.8)	(2.6)	(10.3)	(0.4)	3.2	24.5
Automotive	36.6	28.0	11.0	36.0	41.6	29.1	40.2	34.9	26.2	33.9	20.2
Industrial	4.7	11.1	(18.5)	17.4	(8.3)	(12.7)	33.1	63.5	0.6	5.1	(17.8)
Total	12.3	15.9	29.7	22.3	13.0	4.4	11.6	20.1	14.8	17.8	11.5
QoQ (%)	**2025**	**2026F**	**2027F**	**1Q25**	**2Q25**	**3Q25**	**4Q25**	**1Q26**	**2Q26**	**3Q26**	**4Q26F**
Server				(1.1)	6.5	10.9	19.1	17.7	11.3	(0.6)	10.1
Desktop				(6.7)	6.4	(11.3)	(0.0)	(22.5)	(14.0)	8.2	(11.1)
NB				(15.7)	4.5	2.2	3.8	(13.0)	(6.4)	(9.7)	(1.6)
Lintes				(20.7)	13.1	(37.4)	45.3	14.2	(18.7)	12.6	1.3
Strategic customer				0.7	3.8	12.2	(17.0)	(7.3)	15.4	16.3	0.1
Automotive				(16.5)	20.9	17.8	17.8	(19.6)	13.1	24.9	5.8
Industrial				11.1	10.3	(6.8)	16.5	36.6	(32.2)	(2.6)	(9.0)
Total				(6.4)	7.4	1.0	10.0	0.7	2.6		

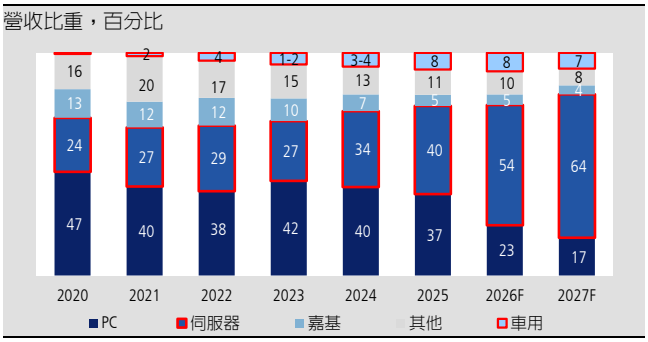
資料來源：彭博；凱基預估

圖 9：預計 3Q26 毛利率可能衰退



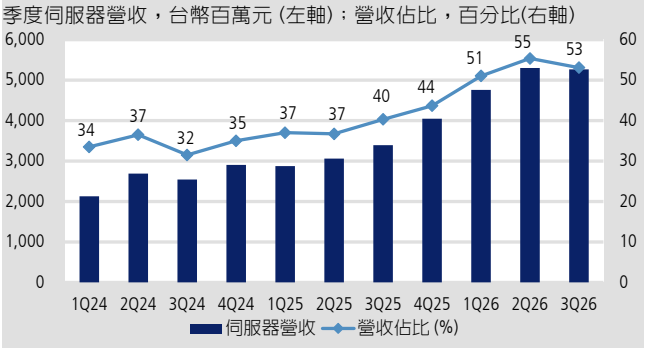
資料來源：公司資料；凱基投顧

圖 10：2025-27 年伺服器營收比重持續擴張



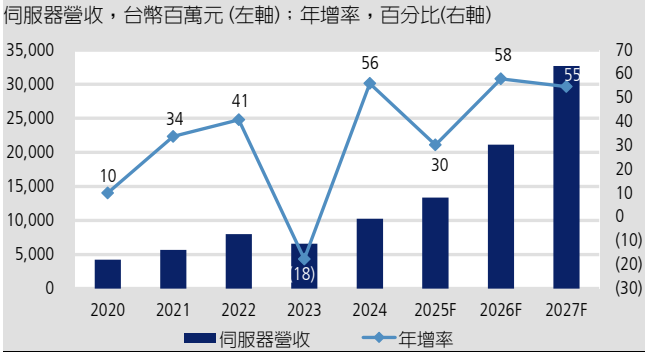
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 11：3Q26 伺服器營收比重增至 53%



資料來源：公司資料；凱基

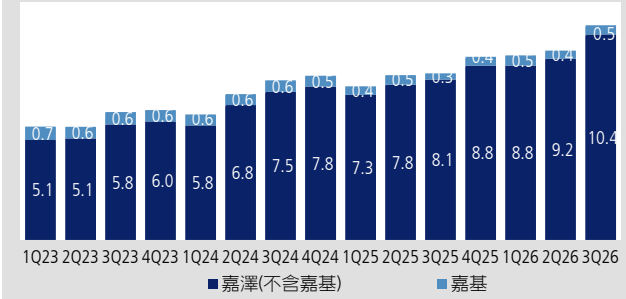
圖 12：預計 2026-27 年伺服器營收年增 50-60%



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 13：嘉澤營收近幾季穩定成長

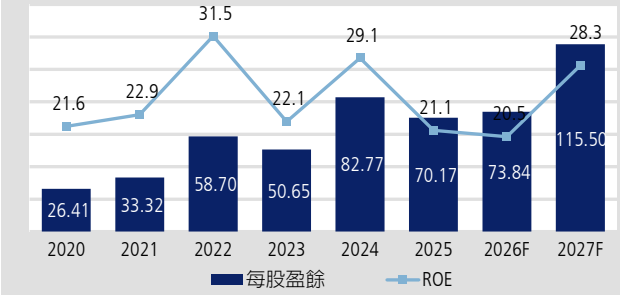
營收，台幣十億元



資料來源：公司資料；凱基

圖 14：嘉澤 ROE 與獲利呈現上升趨勢

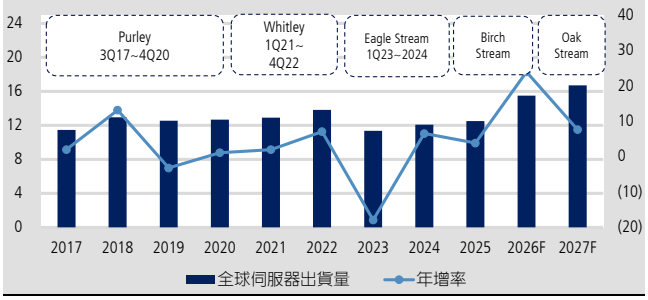
每股盈餘預估，新台幣元；ROE，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

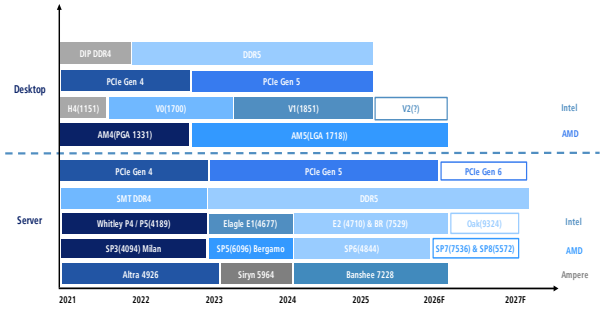
圖 15：2025-26 年伺服器需求恢復成長

全球伺服器出貨量，百萬台(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Gartner；凱基預估

圖 16：新伺服器平台推動插槽與 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 17：預期 Intel Birch Stream 滲透率將在 2H26 提升

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	2Q24	3Q24	1H26F	2026F
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	LGA 9324
CPU 核心	26	60	64	288	128	288	TBA
DRAM	8通道 DDR4	8通道 DDR5	DDR5	DDR5	DDR5	DDR5	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

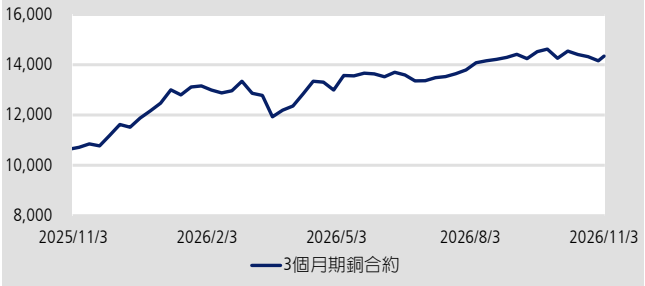
圖 18：預期 AMD 在 3Q26 推出 Venice CPU

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	3Q24	1H26F
CPU	Milan	Genoa	Bergamo	Siena	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	FC LGA 7536
CPU 核心	64	96	128	64	256	TBA
DRAM	8通道DDR4	12通道DDR5	DDR5	DDR5	DDR5	TBA
PCIe	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 6.0
CPU熱設計功耗	225-280W	320-400W	320-400W	70-225W	480-600W	600W

資料來源：公司資料；凱基投顧

圖 19：銅價上升將負向影響公司毛利率

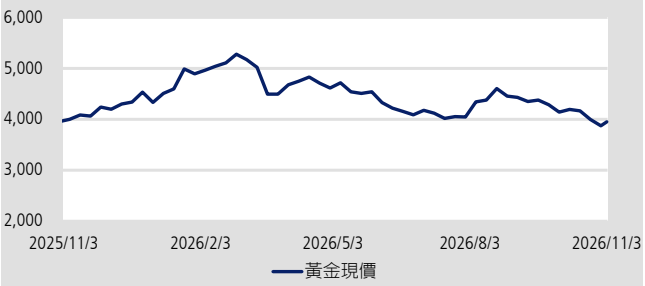
銅價，美元/噸



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 20：金價漲勢收斂，但仍在高檔

金價，美元/金衡盎司



資料來源：Bloomberg；凱基預估

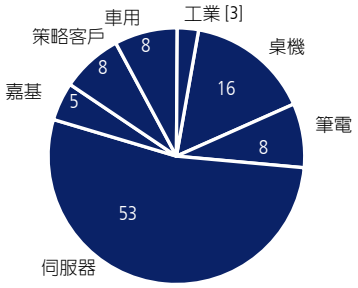
圖 21: 公司概況

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。2025 年伺服器 CPU 插槽、DDR 與 PCIe 插槽營收佔比約 39.6%、筆電 I/O 連接器佔比則為 11%、桌機 CPU 與記憶體插槽約貢獻整體營收的 26%、嘉基 (公司持股 48%)之連接線 3.7%、策略客戶 8.8%、車用 7.5%、工業 4%。

資料來源：凱基

圖 22: 1Q-3Q26 伺服器營收佔比為 53%

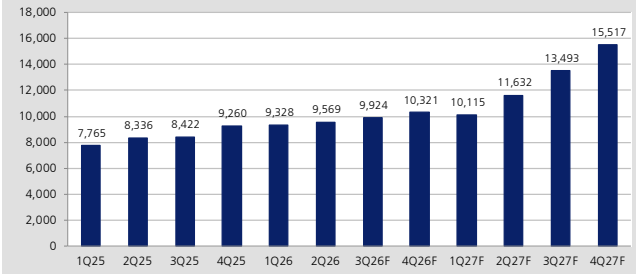
1Q-3Q26 營收組合，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 23: 季營業收入

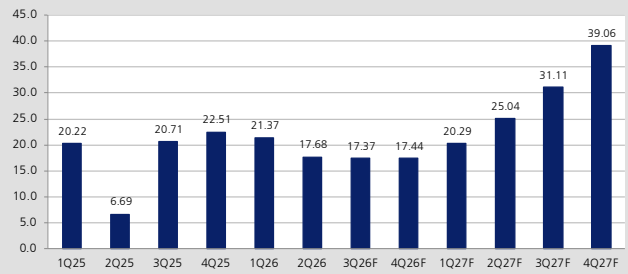
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 24: 每股盈利

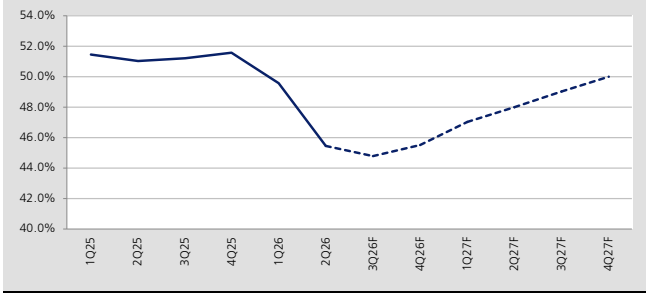
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 25: 毛利率

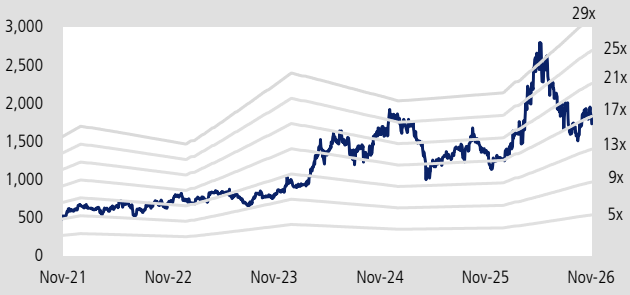
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 26: 未來一年預估本益比區間

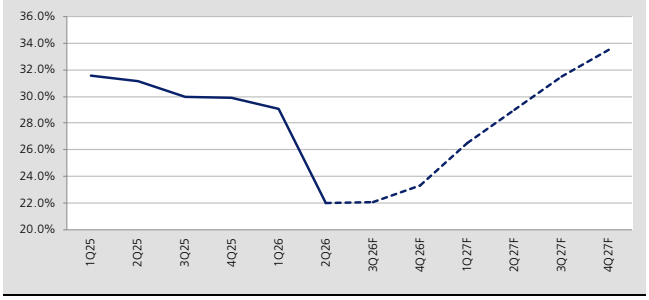
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 27: 營業利潤率

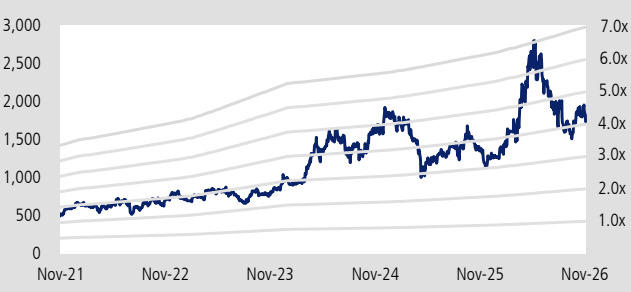
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 28: 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

	季度								年度		
	Mar-26A	Jun-26A	Sep-26F	Dec-26F	Mar-27F	Jun-27F	Sep-27F	Dec-27F	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
損益表 (NT$百萬)											
營業收入	**9,328**	**9,569**	**9,924**	**10,321**	**10,115**	**11,632**	**13,493**	**15,517**	**39,141**	**50,756**	**66,926**
營業成本	(4,706)	(5,218)	(5,478)	(5,625)	(5,361)	(6,048)	(6,881)	(7,758)	(21,027)	(26,049)	(33,539)
營業毛利	**4,622**	**4,351**	**4,446**	**4,696**	**4,754**	**5,583**	**6,611**	**7,758**	**18,114**	**24,707**	**33,387**
營業費用	(1,913)	(2,248)	(2,253)	(2,291)	(2,073)	(2,210)	(2,361)	(2,560)	(8,705)	(9,205)	(10,496)
營業利益	**2,708**	**2,103**	**2,193**	**2,405**	**2,680**	**3,373**	**4,250**	**5,198**	**9,409**	**15,502**	**22,891**
折舊	(810)	(884)	(1,093)	(1,585)	(1,309)	(1,309)	(1,309)	(1,309)	(4,373)	(5,236)	(5,986)
攤提	(18)	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)	(70)	(70)	(70)
EBITDA	**3,536**	**3,004**	**3,304**	**4,008**	**4,007**	**4,700**	**5,577**	**6,524**	**13,852**	**20,807**	**28,946**
利息收入	60	69	69	79	77	77	77	77	277	307	390
投資利益淨額	23	8	3	(4)	8	8	8	8	30	30	30
其他營業外收入	111	101	150	598	200	200	200	200	960	800	800
總營業外收入	**193**	**178**	**222**	**673**	**284**	**284**	**284**	**284**	**1,267**	**1,137**	**1,220**
利息費用	(12)	(13)	(9)	(3)	(9)	(9)	(9)	(9)	(37)	(38)	(38)
投資損失	(9)	(10)	(3)	12	(6)	(6)	(6)	(6)	(10)	(25)	(25)
其他營業外費用	123	340	(25)	(537)	(25)	(25)	(25)	(25)	(100)	(100)	(100)
總營業外費用	**101**	**317**	**(37)**	**(529)**	**(41)**	**(41)**	**(41)**	**(41)**	**(147)**	**(163)**	**(163)**
稅前純益	**3,003**	**2,598**	**2,379**	**2,549**	**2,924**	**3,617**	**4,494**	**5,442**	**10,529**	**16,476**	**23,948**
所得稅費用[利益]	(572)	(624)	(428)	(587)	(643)	(796)	(989)	(1,032)	(2,211)	(3,460)	(5,029)
少數股東損益	(35)	11	(1)	(5)	(3)	(10)	(13)	(25)	(30)	(50)	(50)
非常項目前稅後純益	**2,397**	**1,984**	**1,949**	**1,957**	**2,278**	**2,811**	**3,493**	**4,385**	**8,288**	**12,966**	**18,869**
非常項目	0	0	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	**2,397**	**1,984**	**1,949**	**1,957**	**2,278**	**2,811**	**3,493**	**4,385**	**8,288**	**12,966**	**18,869**
每股盈餘 (NT$)	21.37	17.68	17.37	17.44	20.29	25.04	31.11	39.06	73.84	115.50	168.09
獲利率 (%)											
營業毛利率	49.5	45.5	44.8	45.5	47.0	48.0	49.0	50.0	46.3	48.7	49.9
營業利益率	29.0	22.0	22.1	23.3	26.5	29.0	31.5	33.5	24.0	30.5	34.2
EBITDA Margin	37.9	31.4	33.3	38.8	39.6	40.4	41.3	42.0	35.4	41.0	43.3
稅前純益率	32.2	27.1	24.0	24.7	28.9	31.1	33.3	35.1	26.9	32.5	35.8
稅後純益率	25.7	20.7	19.6	19.0	22.5	24.2	25.9	28.3	21.2	25.5	28.2
季成長率 (%)											
營業收入	0.7	2.6	3.7	4.0	(2.0)	15.0	16.0	15.0			
營業毛利	(3.2)	(5.9)	2.2	5.6	1.2	17.4	18.4	17.3			
營業收益增長	(2.2)	(22.4)	4.3	9.6	11.5	25.8	26.0	22.3			
EBITDA	0.9	(15.0)	10.0	21.3	(0.0)	17.3	18.7	17.0			
稅前純益	(6.7)	(13.5)	(8.4)	7.2	14.7	23.7	24.2	21.1			
稅後純益	(5.0)	(17.2)	(1.8)	0.4	16.4	23.4	24.2	25.5			
年成長率 (%)											
營業收入	20.1	14.8	17.8	11.5	8.4	21.6	36.0	50.3	15.9	29.7	31.9
營業毛利	15.6	2.3	3.1	(1.6)	2.9	28.3	48.7	65.2	4.5	36.4	35.1
營業收益	10.5	(19.1)	(13.1)	(13.2)	(1.0)	60.4	93.8	116.2	(9.0)	64.8	47.7
EBITDA	15.3	(6.2)	3.9	14.4	13.3	56.4	68.8	62.8	6.9	50.2	39.1
稅前純益	4.6	112.9	(17.5)	(20.8)	(2.6)	39.2	88.9	113.5	3.3	56.5	45.4
稅後純益	5.3	164.9	(15.9)	(22.4)	(5.0)	41.7	79.2	124.0	5.4	56.4	45.5

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT$百萬	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
資產總額	**50,211**	**50,433**	**59,824**	**69,819**	**83,910**
流動資產	**35,762**	**33,234**	**40,394**	**50,546**	**65,537**
現金及短期投資	18,850	13,529	17,222	21,163	27,475
存貨	3,418	4,375	5,592	6,928	8,896
應收帳款及票據	12,638	14,182	16,431	21,307	28,018
其他流動資產	855	1,148	1,148	1,148	1,148
非流動資產	**14,449**	**17,199**	**19,431**	**19,274**	**18,372**
長期投資	1,095	962	1,066	1,145	1,229
固定資產	10,990	13,429	15,556	15,321	14,335
什項資產	2,364	2,808	2,808	2,808	2,808
負債總額	**12,251**	**10,018**	**15,236**	**18,698**	**23,303**
流動負債	**11,182**	**9,005**	**14,320**	**17,750**	**22,366**
應付帳款及票據	2,842	3,678	4,701	5,824	7,478
短期借款	3,765	225	373	340	351
什項負債	4,575	5,102	9,246	11,585	14,536
長期負債	**1,069**	**1,013**	**915**	**948**	**937**
長期借款	289	294	196	229	218
其他負債及準備	367	360	360	360	360
股東權益總額	**37,960**	**40,415**	**44,589**	**51,122**	**60,606**
普通股本	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125
保留盈餘	21,041	24,173	28,317	34,800	44,235
少數股東權益	1,990	1,971	2,001	2,051	2,101
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
年成長率					
營業收入	22.9%	12.3%	15.9%	29.7%	31.9%
營業收益增長	47.5%	1.0%	(9.0%)	64.8%	47.7%
EBITDA	34.1%	3.4%	6.9%	50.2%	39.1%
稅後純益	65.9%	(15.2%)	5.4%	56.4%	45.5%
每股盈餘成長率	63.4%	(15.2%)	5.2%	56.4%	45.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	52.4%	51.3%	46.3%	48.7%	49.9%
營業利益率	34.0%	30.6%	24.0%	30.5%	34.2%
EBITDA Margin	41.6%	38.3%	35.4%	41.0%	43.3%
稅後純益率	30.8%	23.3%	21.2%	25.5%	28.2%
平均資產報酬率	21.0%	15.6%	15.0%	20.0%	24.5%
股東權益報酬率	29.1%	21.1%	20.5%	28.3%	35.1%
穩定\償債能力分析					
毛負債比率 (%)	10.7%	1.3%	1.3%	1.1%	0.9%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	138.4	150.1	285.0	435.1	630.3
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	116.5	124.8	276.9	347.2	470.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	2.6	29.1	25.0	34.8	46.0
流動比率 (x)	3.2	3.7	2.8	2.8	2.9
速動比率 (x)	2.9	3.2	2.4	2.5	2.5
淨負債 (NT$百萬)	(14,605)	(11,981)	(15,624)	(19,564)	(25,877)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT$)	82.77	70.17	73.84	115.50	168.09
每股現金盈餘 (NT$)	89.73	76.07	91.49	117.39	159.41
每股淨值 (NT$)	319.63	341.62	378.44	436.05	519.89
調整後每股淨值 (NT$)	320.93	342.93	379.46	437.13	521.17
每股營收 (NT$)	268.46	301.36	348.75	452.14	596.18
EBITDA/Share (NT$)	111.74	115.56	123.42	185.35	257.86
每股現金股利 (NT$)	41.50	35.00	36.82	57.61	83.84
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.68	0.67	0.71	0.78	0.87
應收帳款周轉天數	153.7	153.2	153.2	153.2	153.2
存貨周轉天數	87.4	97.1	97.1	97.1	97.1
應付帳款周轉天數	72.6	81.6	81.6	81.6	81.6
現金轉換周轉天數	168.5	168.7	168.7	168.7	168.7

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT$百萬	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
營業收入	**30,089**	**33,783**	**39,141**	**50,756**	**66,926**
營業成本	(14,320)	(16,450)	(21,027)	(26,049)	(33,539)
營業毛利	**15,769**	**17,334**	**18,114**	**24,707**	**33,387**
營業費用	(5,525)	(6,989)	(8,705)	(9,205)	(10,496)
營業利益	**10,245**	**10,344**	**9,409**	**15,502**	**22,891**
總營業外收入	**2,094**	**1,250**	**1,267**	**1,137**	**1,220**
利息收入	557	373	277	307	390
投資利益淨額	4	7	30	30	30
其他營業外收入	1,533	870	960	800	800
總營業外費用	**(469)**	**(1,404)**	**(147)**	**(163)**	**(163)**
利息費用	(86)	(68)	(37)	(38)	(38)
投資損失	(28)	(42)	(10)	(25)	(25)
其他營業外費用	(355)	(1,293)	(100)	(100)	(100)
稅前純益	**11,869**	**10,191**	**10,529**	**16,476**	**23,948**
所得稅費用[利益]	(2,488)	(2,244)	(2,211)	(3,460)	(5,029)
少數股東損益	(104)	(81)	(30)	(50)	(50)
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	**9,277**	**7,866**	**8,288**	**12,966**	**18,869**
EBITDA	**12,524**	**12,955**	**13,852**	**20,807**	**28,946**
每股盈餘 (NT$)	82.77	70.17	73.84	115.50	168.09

現金流量

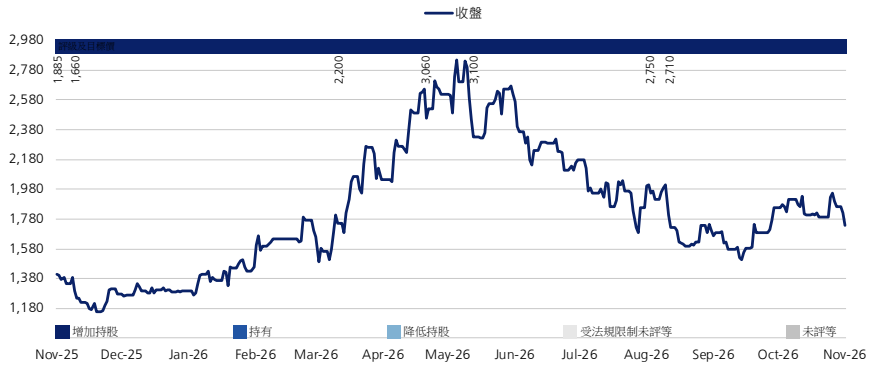
NT$百萬	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
營運活動之現金流量	**10,058**	**8,528**	**10,268**	**13,178**	**17,895**
本期純益	9,277	7,866	8,288	12,966	18,869
折舊及攤提	2,279	2,610	4,443	5,305	6,055
本期運用資金變動	(2,620)	(1,700)	(2,443)	(5,088)	(7,025)
其他營業資產及負債變動	1,121	(248)	(20)	(5)	(5)
投資活動之現金流量	**(4,687)**	**(5,857)**	**(6,655)**	**(5,143)**	**(5,149)**
投資用短期投資出售[新購]	(473)	(746)	-	-	-
本期長期投資變動	(107)	(62)	(85)	(73)	(79)
資本支出淨額	(3,749)	(4,976)	(6,500)	(5,000)	(5,000)
其他資產變動	(358)	(73)	(70)	(70)	(70)
自由現金流	**3,943**	**3,932**	**2,863**	**7,394**	**12,045**
融資活動之現金流量	**(322)**	**(8,844)**	**80**	**(4,094)**	**(6,433)**
短期借款變動	2,185	(3,551)	50		
長期借款變動	342	-	-	-	-
現金增資	-	-			
已支付普通股股息	(3,012)	(4,803)	-	(4,144)	(6,483)
其他融資現金流	163	(139)	30	50	50
匯率影響數	**478**	**15**			
本期產生現金流量	**5,526**	**(6,159)**	**3,693**	**3,941**	**6,313**

投資回報率

	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
1 – 營業成本/營業收入					
– 銷管費用/營業收入	18.4%	20.7%	22.2%	18.1%	15.7%
= 營業利益率	**34.0%**	**30.6%**	**24.0%**	**30.5%**	**34.2%**
1 / (營業運用資金/營業收入	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.4	0.4	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**	**1.3**	**1.5**	**1.8**	**2.1**
營業利益率	34.0%	30.6%	24.0%	30.5%	34.2%
x 資本周轉率	1.4	1.3	1.5	1.8	2.1
x (1 – 有效現金稅率)	79.0%	78.0%	79.0%	79.0%	79.0%
= 稅後 ROIC	**38.4%**	**32.1%**	**29.1%**	**43.7%**	**58.1%**

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
2026-08-13	增加持股	2,710	1,810
2026-08-04	增加持股	2,750	2,010
2026-05-15	增加持股	3,100	2,330
2026-04-22	增加持股	3,060	2,650
2026-03-13	增加持股	2,200	1,750
2025-11-11	增加持股	1,660	1,295
2025-08-13	增加持股	1,885	1,365
2025-07-22	增加持股	1,885	1,500
2025-06-06	增加持股	1,515	1,355
2025-05-05	增加持股	1,525	1,275

資料來源：TEJ，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 JakartaSelatan 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)	凱基證券集團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）為凱基金控集團之成員。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，邇後若有變更時，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。