禾伸堂(3026)

- 電源架構升級推升產值倍增 高市佔地位不變

::投資評等::

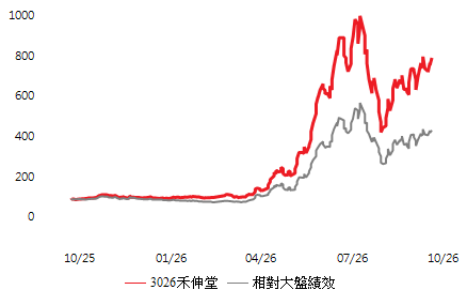
投資評等	強力買進
目標價	1,000.00
收盤價	797.00
隱含漲幅(%)	25.47
評價區間	25X - 30X(PER)
訪談類型	私訪

::基本資料::

市值(億元)	1,322.2
月均量(張)	10,265
每股淨值(元)	62.28
PER	37.19
PBR	12.80
外資持股(%)	12.42
投信持股(%)	16.08
資使用率(%)	29.31
券使用率(%)	1.10

報告日期	評等	目標價
20260525	強力買進	600.00
20260505	買進	270.00

::近一年個股與大盤報酬率比較::



::研究員聯絡方式::

研究員	許願
電子信箱	10863@entrust.com.tw

投資建議

禾伸堂投資評等為強力買進，目標價為1,000元(基於2027年EPS預估的30倍)。預估2026/27年EPS為15.00/33.88元，主要理由如下：

(1)展望2027年:AI伺服器與GPU平台瓦數大幅提升，電源架構已全面由傳統IT Rack移出並獨立為Power Rack。下一世代PSU為維持電源轉換效率轉向採用三相AC/DC設計，使得每一相線路所需LLC諧振線路與NP0諧振電容用量倍增為過往3倍。此外HV BBU為了在 400V/800V 高壓環境下進行升降壓充電與放電，且必須滿足降噪與隔離需求，普遍採用 LLC 轉換器架構，進一步擴大了內部NP0電容的需求。在耐壓與耐溫方面，諧振電容與輸出電容已由33nF/1000V朝向 47nF/1250V及耐溫150℃的X8R規格演進，帶動產品單價與總產值呈倍數翻倍。

(2)透過電源廠/日商供應鏈訪查，我們預估禾伸堂2027年在NP0與X7R/X8R將持續擁有超過50%市佔率，並預估其2027年公司 AI營收佔比將提升至60-70%。公司為了因應指標客戶的強勁需求，公司已規劃2027年產能再擴充約40-50%。大規模擴產設備預計於 2Q27陸續進駐並進行調校，主要產能與產值貢獻我們預估將在3Q27全面放量。

內容摘要

日廠退守大尺寸產能且技術壁壘高築 禾伸堂穩居NP0主供地位

雖電源大廠積極要求日系同業擴充NP0 MLCC產能，但日廠因策略考量選擇專注於HBM載板上的0402小尺寸MLCC，僅承諾提供固定配額而不進行增產。另一方面，AI 伺服器電源在高瓦數運作下會產生極高溫升，競業難以在短時間內克服材料配方問題；禾伸堂透過日本北海道研發中心與日方合作開發稀土配方，歷經四年耕耘才奠定其粉末技術。在驗證週期長達數年且日廠不願增產的情況下，我們看好禾伸堂在NP0 與 X7R/X8R 市場將有望在2027年維持超過五成的市佔率。

預估2027年AI營收佔比有望超過六成 產能放量將推升獲利新高

公司未來的產能成長指標將聚焦於總產值的提升，我們預估26/27年公司產值將增加約35/40-50%。在產能供不應求且B/B Ratio長期維持在2-3的強勁需求下，公司同步放掉部分低毛利通用規格，全力轉向高單價與高毛利的AI高壓產品，透過優化產品組合實現利潤最大化。

多元平台導入 訂單能見度已達2027年底 產能供不應求

受惠於Google、AWS、Meta 等CSP業者在TPU與ASIC平台的建置需求大增，除了GPU平台的Power Rack需求外，HVDC平台、BBU以及未來電動車高壓充電樁等大瓦數電源應用陸續導入，我們看好公司的高壓MLCC產品線具備長期且明確的成長趨勢，後續具備上調空間。

:: 年度EPS預估::

單位：億元、元

年度	營收	毛利率(%)	營益率(%)	業外收支率(%)	股本	稅前純益	稅前EPS	稅後EPS
2023	132.4	17.3	5.4	0.9	16.6	8.3	5.02	5.13
2024	127.9	16.3	4.9	3.8	16.6	11.0	6.65	5.87
2025	134.3	18.8	8.0	0.8	16.6	11.9	7.18	6.58
2026(F)	167.7	26.7	16.3	1.9	16.6	30.4	18.34	15.00
2027(F)	261.8	36.2	26.9	1.1	16.6	73.4	44.23	33.88

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

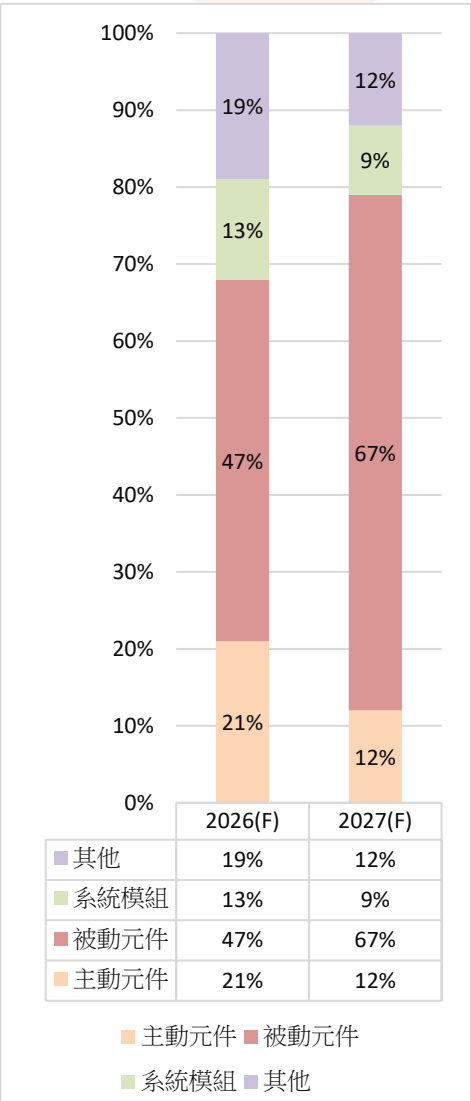
:: 訪談內容::

公司介紹

1. 禾伸堂自1981年創立以來，已從初期的被動元件代理商轉型為台灣指標性的MLCC製造大廠，更是業界少數兼具半導體通路能力與高階研發技術的企業。
2. 公司目前資本額為新台幣16.59億元，總部位於台灣台北，生產工廠分布於桃園龍潭、宜蘭利澤以及日本北海道。
3. 營業據點與區域營收分配來看，禾伸堂據點最多且營收占比最高的地區為中國區，在2025年的營收占比約為63%；台灣區營收占比約為16%；其他區域則呈現增加趨勢，因應客戶生產基地向東協各國移動的調整。

產品組合/未來展望

產品組合



1. 關於產品線與AI應用占比，被動元件是禾伸堂占比最高且獲利最好的產品線，在2Q26佔公司整體營收45%。雖被動元件占比看似較第一季的47%減少了兩個百分點，主因是2Q26代理線產品銷售同步成長而產生稀釋效應，就絕對金額而言，2Q26被動元件營收仍高於1Q26。公司被動元件在AI應用的營收占比從1Q26的27%提升至2Q26的32%，我們預估在3Q26/4Q26/2027年公司AI應用占比將達到30-40/40-50/60-70持續逐季提升。
2. 展望4Q26，MLCC在GPU平台的電源、BBU機櫃銷售依然強勁，再加上TPU與ASIC平台銷售快速成長，將帶動AI應用營收明顯提升，我們預估MLCC的營收與毛利將逐季增長。
3. 目前工廠產能稼動率處於滿載狀態。設備擴產計畫皆照原本進度進行，3Q26已有一批設備進駐，經過調整後4Q26可貢獻部分產能。較大規模的擴產落實將落在約1Q27-2Q27，設備陸續到位後，主要產能貢獻會在2Q27-3Q27展現。以年度產能規劃來看，2026年MLCC產能預計較2025年增加約30-40%，而2027年MLCC產能則預計較2026年再成長40-50%。
4. 毛利率:自製MLCC在第二季的平均毛利率落在40%-45%之間；而代理線產品(包含主動元件、系統模組與其他代理產品)的平均毛利率則落在5%-10%之間。公司產品線分類大致分為自製MLCC與代理線兩大類別。

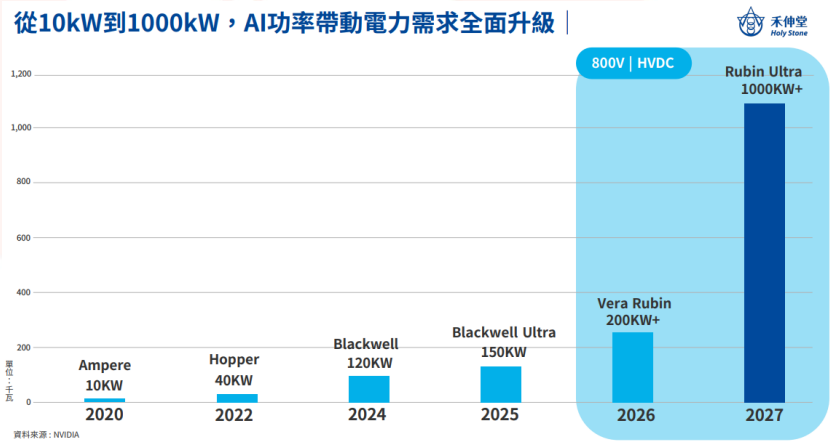
產品組合

年別	2025	2026(F)		2027(F)		
產品別	營收	營收	占比	營收	占比	YOY
主動元件	30.8	35.2	21%	31.4	12%	-10.8%
被動元件	56.4	78.8	47%	175.4	67%	+122.6%
系統模組	18.8	21.8	13%	23.5	9%	+7.8%
其他	28.2	31.8	19%	31.4	12%	-1.3%
合計	134.3	167.7		261.8		+56.2%

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

NP0 MLCC 在高功率電力架構中的結構性轉型

1. 禾伸堂目前主力產品聚焦於電源類應用，尤其是AI伺服器電源。當AI平台對電力需求瓦數持續向上增加時，關鍵的LC諧振電容與輸出電容的用量及規格也會隨之提升。
2. 在傳統IT Rack架構中，包含了Switch、PSU與AI Computer Tray等組件，禾伸堂的主力位置跟著AI伺服器電源(AC/DC轉換)走，透過LC諧振線路與諧振電容來提升電源轉換效率。而在今年往GPU平台發展的過程中，隨著電源供應器瓦數增加，電源從IT Rack移出獨立成Power Rack(Sidecar Rack)。
3. Power Rack與過去架構最大差異在於，過去多採用單相PSU(如3.3kW、4.2kW、4.3kW等)，而來到下一世代為了在高瓦數下提升效率，已轉變成三相AC/DC PSU。由於三相線路的每一相都需要一組諧振線路與諧振電容，因此諧振電容的用量直接提升為原本的三倍。
4. 此外，在Power Rack將電壓輸出為高壓DC(如400V)送到Rack之後，內部仍需要進行DC/DC轉換(如400V降至48V/50V，或800V降至48V)，此位置的PSU同樣需要使用諧振電容。同時，High-Voltage BBU為了給電池充電，必須先將高壓降壓充電後再升壓回到母線，客戶在該段同樣採用LC諧振線路，因此HV BBU內部亦存在諧振電容的需求。
5. 在產品規格演進方面，目前的產品線呈多規格並行狀態，包含3.3kW、4.2kW、4.3kW、5.5kW、8kW乃至18kW的PSU皆在持續供貨。針對5.5kW以上的電源供應器(如8kW、12kW、18kW至30kW)，諧振電容規格正朝向更高的33nF/1000V(1kV)前進，這將是2H26-2027年的重要出貨規格。若未來瓦數與電壓更高，容量將往47nF發展，耐壓亦從1000V提升至1250V，以因應800V HV DC平台對高電壓安全係數的需求。



資料來源:禾伸堂、NVIDIA

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

製程與驗證門檻/市占率/產品競爭市況

1. MLCC的生產涵蓋調漿、印刷、堆疊及燒結等多道精密工序，每一環節的技術優劣都會直接決定產品的等效串聯電阻(ESR)、介質損耗及長期運作的可靠性，而這些參數正是決定電容溫升表現的關鍵。在 LLC 轉換器的應用場景中，NP0 MLCC必須長期負荷高頻且劇烈波動的交流電流，一旦元件的損耗過高，不僅會導致電容過熱並引發容值衰減，更可能因內部材料熱膨脹係數不一而產生微裂紋，大幅提升漏電或短路的潛在風險。
2. 對於AI伺服器PSU客戶而言，元件在極端環境下的穩定性至關重要，相較於一般應用約10-20°C的溫升標準，AI 電源供應器要求將溫升嚴格控制在5°C以內，這項要求對供應商的粉末配方與製程精準度提出了極高的挑戰。禾伸堂憑藉深耕高壓電容領域多年的經驗，除了在材料端持續強化粉末研發實力，在核心的燒結工藝上更選擇採用能精確掌控溫濕度與氣體組成、陶瓷結合度更佳的升降爐製程，透過降低元件內部孔隙來極小化發熱量與微裂紋風險，從而建立高階供應鏈主導地位。
3. 關於NP0與X7R/X8R等產品的競爭狀況，目前電源類產品的驗證需要經過直接客戶、終端客戶以及安規認證，整體驗證週期相對較長。以2027年機種來看，目前通過認證的供應商僅約2-3家，禾伸堂仍佔據主要的供貨份額。雖然競爭對手積極推進相關規格，但在高瓦數與高溫的應用環境下，產品若未經長時間驗證容易出現失效問題。在諧振電容領域，禾伸堂目前為極大宗的供應商；在輸出電容方面，受惠於日韓等同業轉向生產0201、0402、0603等小尺寸規格，導致大尺寸規格緊缺，客戶進而轉向禾伸堂要求增加產能與供給，使禾伸堂在2027年的輸出電容市佔率有機會躍升為最高。
4. 目前公司在全球相關領域的市佔率高達50-65%，由於MLCC在電源系統中的成本佔比極低，卻直接關係到整機運行的安全與可靠性，一旦發生失效可能導致嚴重的毀損風險，因此電源大廠對於更換供應商的態度極為保守。
5. 面對日系大廠的潛在競爭，日廠目前資源多優先投入於小尺寸且需求量大的產品，難以威脅禾伸堂的領先地位。即便未來幾年市場份額可能因新進者加入而略微修正，但我們預期整體TAM擴大並不會傷害到公司的實際營收。看好公司因市場規模伴隨技術升級而快速擴張的紅利下，持續實現顯著的業績成長。

年份	NVIDIA GPU 型號	伺服器電源供應器瓦數	機櫃電壓	客製化低損耗 (NP0) 高壓、高容需求規格	單一機櫃使用數量	市場主要供應商			AI Server Power 供應商	全球主要CSP
						禾伸堂	日系A	日系B		
2020	A100	1600W~2200W	208~240 VAC	1206 NP0 10nF 630V	800~1000	●	●	●	DELTA LITEON flex 欧陆通 HONGTO	NVIDIA aws Microsoft Google Meta
2022	H100	3000W~3200W	240~415 VAC	1210 NP0 22nF 1000V	1800~2000	●	●	●		
2024	H200	3300W~3600W	415~480 VAC	1210 NP0 33nF 630V	1800~2000	●	●	●		
2025	GB200	4200W~5500W	480 VAC	1210 NP0 33nF 1000V	3000~5000	●	研發中	研發中		
2026	GB300	5500W~18KW	480 VAC	1210 NP0 33nF 1000V	3000~5000	●	研發中	研發中		
	Vera Rubin	5500W~18KW	480 VAC / 800V	1210 NP0 33nF 1000V	3000~5000	●	研發中	研發中		
2027	Rubin Ultra	>30KW	800V | HVDC	研發中	N/A	研發中	N/A	N/A		
				研發中	N/A	研發中	N/A	N/A		

圖片資料來源:禾伸堂法說會

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

::表 季EPS回顧(單位：億元)::

項目	2026Q2	QoQ	YoY	華南預估	差異(%)	市場同業	差異(%)	原因簡述
營業收入	41.0	13.2	25.2	41.6	1.5	37.2	-9.2	
營業毛利	10.7	22.3	65.6	10.3	-4.0	8.1	-24.9	
營業利益	6.3	29.8	111.1	5.6	-10.7	4.0	-35.7	
稅前純益	7.6	33.9	158.3	6.4	-16.0	4.3	-43.3	
稅後純益	6.1	34.7	158.6	4.8	-21.6	3.5	-42.6	
稅後EPS	3.87	35.3	178.4	2.90	-25.1	2.13	-45.0	
毛利率	26.2			24.8	--	21.7	--	
營益率	15.3			13.5	--	10.8	--	
稅後淨利率	15.0			11.6	--	9.5	--	

資料來源：公開資訊觀測站、CMoney、華南投顧整理

::表 獲利預估修正(單位：億元)::

年度	2026	2027			
項目	實際	原估	新估	差異(%)	修正理由簡述
營業收入	167.7	--	261.8	--	
營業毛利	44.7	--	94.8	--	
營業利益	27.3	--	70.6	--	
稅後純益	24.9	--	56.2	--	
稅後EPS	15.00	--	33.88	--	
毛利率	26.7	--	36.2	--	
營益率	16.3	--	26.9	--	
稅後淨利率	14.8	--	21.4	--	

資料來源：CMoney、華南投顧整理

::表 股利概況::

年度	現金股利(元)	股票股利(元)	現金股利殖利率(%)	平均填息天數	平均填權天數
2018	9.00	0.00	8.33	115	--
2019	7.00	0.00	5.47	161	--
2020	8.00	0.00	5.73	--	--
2021	9.00	0.00	8.91	175	--
2022	5.00	0.50	4.69	--	--
2023	5.00	0.00	5.02	--	--
2024	5.50	0.00	6.57	46	--
2025	5.80	0.00	0.64	10	--

資料來源：CMoney、華南投顧整理

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

::各季EPS預估::

單位：億元、元

年季	營收	毛利率(%)	營益率(%)	業外收支率(%)	股本	稅前純益	稅前EPS	稅後EPS
202601	36.2	24.2	13.4	2.4	16.6	5.7	3.43	2.86
202602	41.0	26.2	15.3	3.3	16.6	7.6	4.60	3.87
202603(F)	44.5	27.2	17.2	1.0	16.6	8.1	4.89	3.94
202604(F)	46.0	28.6	18.6	1.0	16.6	9.0	5.43	4.33
202701(F)	51.4	31.1	21.3	1.3	16.6	11.64	7.01	5.49
202702(F)	58.8	33.3	23.9	1.1	16.6	14.72	8.87	6.84
202703(F)	71.8	37.8	28.8	1.1	16.6	21.40	12.90	9.83
202704(F)	79.9	40.1	31.2	0.9	16.6	25.61	15.44	11.71

::單月營收概況及預估::

單位：億元

年\月	一	二	三	四	五	六	七	八	九	十	十一	十二
2025	10.7	10.4	12.9	11.8	10.6	10.3	11.0	10.8	12.4	10.7	11.1	11.4
2026	13.1	10.2	12.9	14.3	12.9	13.8	15.0	14.4	15.1	15.2	15.6	15.2
MOM	15.3	-22.2	26.6	10.7	-9.5	6.8	8.9	-4.1	4.7	0.9	2.3	-2.1
YOY	22.3	-2.3	0.1	21.1	21.3	33.3	37.0	33.2	21.4	41.7	40.5	34.1
2025		34.0			32.8			34.2			33.2	
2026		36.2			41.0			44.5			46.0	
QOQ		9.1			13.2			8.6			3.5	
YOY		6.4			25.1			30.2			38.7	

::財務資料::

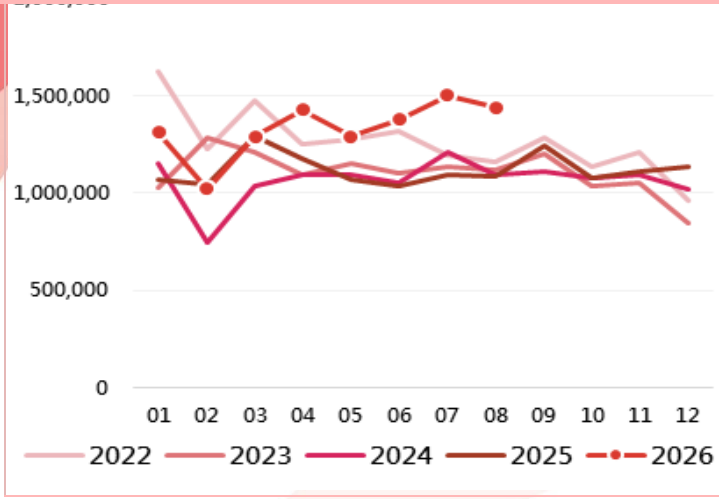
年季度	負債比率(%)	流動比率(%)	速動比率(%)	應收帳款週轉天數	存貨週轉天數	營業費用率(%)	每股營業現金流量	資產報酬率(%)	股東權益報酬率(%)
202403	35.2	291.5	218.5	80.6	84.1	11.4	0.9	2.1	3.3
202404	34.4	287.8	218.8	88.0	85.7	11.6	1.8	1.2	1.9
202501	39.1	233.5	182.2	84.7	80.7	10.1	2.8	1.6	2.6
202502	40.7	216.9	174.0	88.5	78.5	10.7	3.3	1.5	2.5
202503	35.7	242.7	196.0	90.3	68.8	10.4	-0.8	1.7	2.7
202504	35.8	237.7	192.5	102.9	69.2	11.8	1.2	1.7	2.6
202601	39.0	204.0	163.2	98.0	72.4	10.9	3.7	2.8	4.5
202602	40.6	194.0	152.1	93.1	72.9	10.9	1.4	3.6	6.0

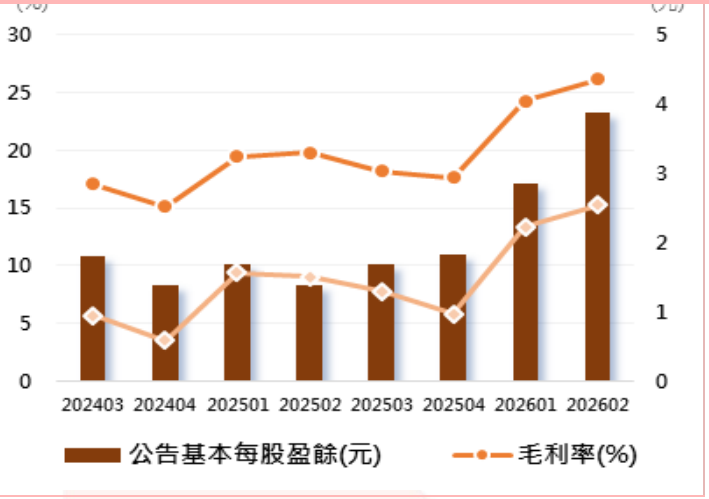
本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

近五年營收走勢(單位：千元)

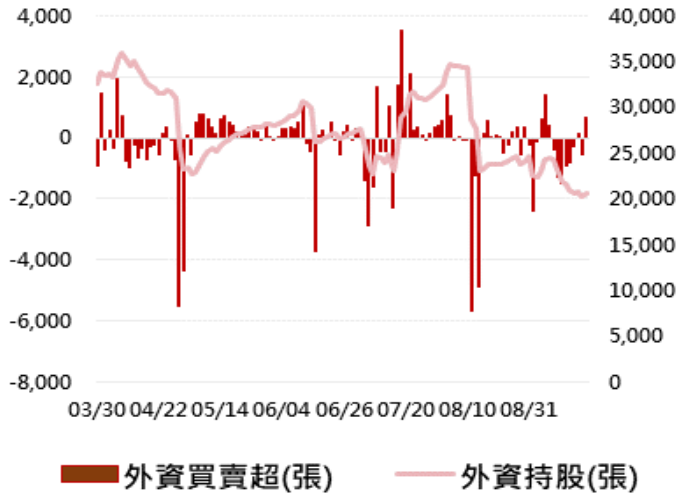
毛利率、營益率、EPS走勢(%、元)

個股投資建議與目標價三年歷史趨勢：

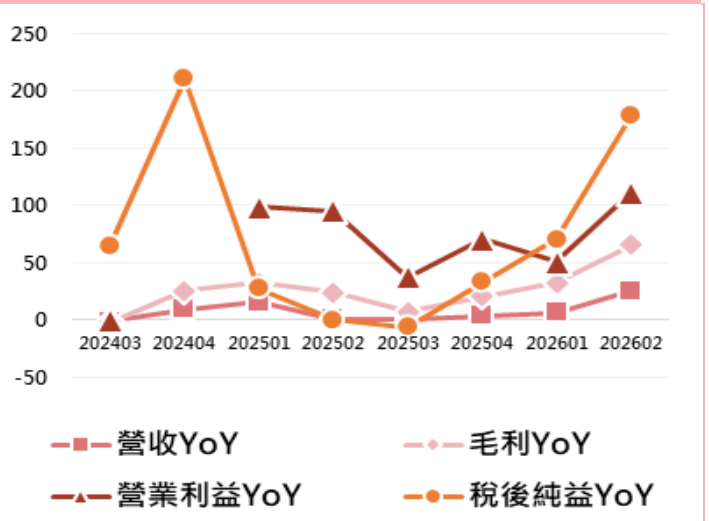




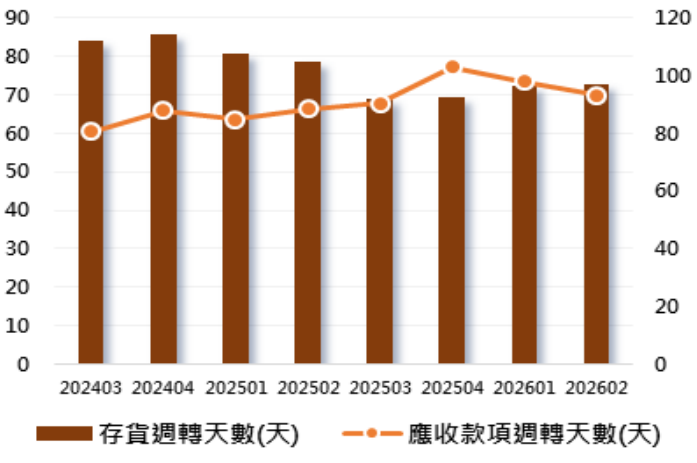
外資買賣超(張)、外資持股(張)



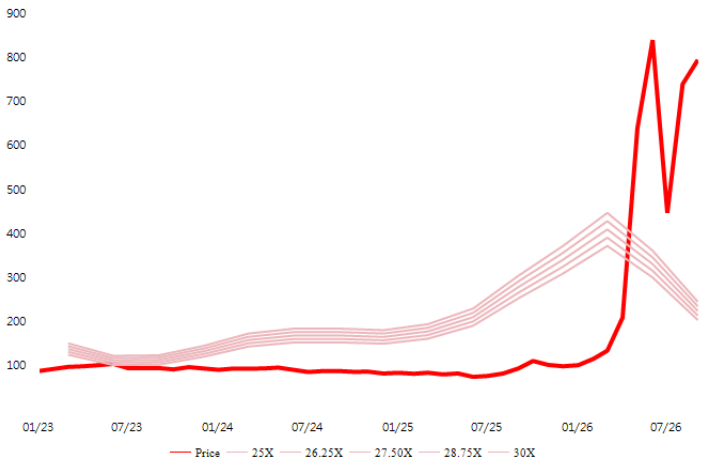
營運狀況年增率



存貨及A/R週轉天數



歷史PE區間



本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。



:: 個股投資建議與目標價::

編號	發佈日期	收盤價(元)	目標價(元)	投資評等	研究員
1	20260921	797.00	1,000.00	強力買進	許願
2	20260525	476.50	600.00	強力買進	許願
3	20260505	226.00	270.00	買進	許願

::評等定義::

投資評等	定義
強力買進	未來一季報酬預期有25%以上空間
買進	未來一季報酬預期有10~25%空間
區間持有	未來一季報酬預期有0~10%空間
中立	未來一季報酬預期空間<0%

::免責宣言::

本項研究報告僅提供本公司會員參酌，且純粹屬於研究性質，並不保證報告內容的完整性與精確性，亦完全無意影響客戶買賣股票的任何投資決定。報告中的各項意見與預測，是得自於本公司信任為可靠的來源，受到特定的判斷日期之時效性限制，若嗣後有任何變動，本公司不做預告，也不會主動更新。投資人做任何決策時，必須自行謹慎評估相關風險，並就投資的結果自行負責。本研究報告的著作權為華南投顧所有，嚴禁抄襲、引用、對外傳送或轉載。

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。