

電源供應器產業

推動 AI 巨獸 — 800V HVDC 發展趨勢

焦點內容

1. Nvidia (美) 宣布 2027 年推出 Kyber 機櫃架構時將導入配置專屬電源櫃的 800V HVDC 電源系統。
2. 電源業者積極深化在資料中心白區的布局，同時強化灰區業務發展，以擴大長期目標市場規模。
3. 隨美系 CSP 可能導入 12kW PSU 且 BBU、超級電容搭載率提升，我們推估 AC-DC 電源內涵價值將由 3.5-4.0 萬美元提升至 6-7 萬美元。

重要訊息

我們預期電源供應業者受惠電源架構將在未來幾年出現升級，大幅帶動內涵價值提升，成為 AI 伺服器迭代下的主要受惠者。

評論及分析

800V HVDC 電源櫃將獲導入。Nvidia (美) DGX GB200 與 GB300 NVL72 機櫃 TDP 分別為 120kW、136kW；預期 Rubin GPU 平台上將大幅上升至 250kW，Rubin Ultra 平台進一步提升至 600kW，屆時將採用全新 Kyber 架構。因此，安裝於 IT 機櫃內的 AC-DC Power shelf 將逐漸被電源櫃 (Power rack) 取代，主因包含：(1) 釋放更多 IT 機櫃空間；(2) 有效整合 BBU 以及超級電容，提升電源穩定性；以及 (3) 避免 IT 機櫃內銅材過重。此外，若採用 800V HVDC 電源櫃更可提升系統能源效率 4-5ppts 至 92% 以上。台達電 (2308 TT, NT\$428, 增加持股)、光寶科 (2301 TT, NT\$111.5, 增加持股)、Vertiv (美) 皆於 Computex 展出自身 HVDC 電源櫃設計，每櫃可支援 0.8-1.0MW 的 IT 機櫃耗電量。考量供應鏈成熟度以及實際電力需求上升趨勢，電源櫃有望於 2026 年起獲採用，而 Nvidia 則已宣布 2027 年開始導入 800V HVDC 架構。

拓展至資料中心基礎設施市場。台達電除在全球電源供應市場具有領導地位外，在 DC-DC 電源模組、功率電感與散熱風扇亦長期占有高市占率。公司正積極深化其在白區 (White space) 的布局，同時強化灰區 (Grey space) 業務發展，即支援資料中心運作的關鍵基礎設施。台達電於 Computex 中展示其完整的「從電網到晶片」解決方案，包含：(1) 微電網設備如燃料電池 (SOFC)、固態變壓器 (SST)、與儲能系統 (ESS)；(2) 貨櫃型 AI 資料中心；(3) 電源櫃、Busbar、e-fuse、DC-DC 電源模組、功率電感等電源產品；以及 (4) 涵蓋 CDU、歧管與水冷板之熱管理解決方案。因在液對氣 Sidecar 享有高市佔率，台達電伺服器散熱業務已有突破，預期 2025 年營收貢獻 (含系統及零組件) 將自 2024 年的 1-2% 提升至 6-7%。光寶科也正進軍液冷業務，其液對氣 Sidecar 以及 in-row CDU 均已通過 Nvidia 的 RVL 認證。

AC-DC 電源規格升級將帶動 2025 年強勁成長。台達電及光寶科皆展望今年伺服器電源營收成長將超越去年，主因對比去年 Hopper 世代伺服器採用 3.0-3.3kW、5.5kW PSU 將成為 GB200 及 ASIC 伺服器主流。凱基針對 ODM 產業調研顯示，DGX GB300 NVL72 將搭載 6 層 33kW Power shelf (6x 5.5kW PSU)，與 GB200 相同，但 CSP 可能在 MGX 設計版改採 4 層 72kW (6x 12kW PSU) 的 Power shelf。電源業者認為在 GB300 內涵價值提升主要受惠 BBU 採用率提升及 PSU 可能整合超級電容。預期 VR200 使用之 Power shelf 規格將持續升級，目前正在討論配置 55kW (三相) 與 66-72kW (單相)，並可能安裝於電源櫃內。我們預估 AC-DC 電源在 GB200 及 GB300 內涵價值分別為 3.5-4.0、6-7 萬美元，VR200 則可能突破 15 萬美元。我們推估台達電在 Blackwell 世代的 AI 伺服器 PSU 市場中市佔率高達 70%，光寶科則自認其為較積極採用 ASIC 伺服器之美系 CSP 主要供應商。我們亦觀察到 Flex (美) 藉由其垂直整合，成為另一崛起的新興供應商。

投資建議

凱基維持台達電及光寶科「增加持股」評等，並分別上修目標價至 520、134 元；另看好電源線與 Busbar 供應商貿聯-KY (3665 TT, NT\$848, 增加持股)。

投資風險

地緣政治風險導致大環境放緩。

自現行電源架構邁向 800V HVDC 的升級路徑

Nvidia 於 Computex 宣布將自 2027 年起導入 800V HVDC 架構，以支應 Kyber 機櫃架構之 AI 資料中心電力需求。相較於現行電源系統，800V HVDC 架構最大不同為其採用獨立電源櫃，將 Power shelf 自 IT 機櫃中移出，同時系統電壓大幅自目前的 54V 提升至 800V。該轉型主要因為 Nvidia 認為傳統 in-rack 電源系統無法負荷未來單櫃功耗達 MW 等級的 IT 機櫃。儘管 800V 是否能成為業界標準仍待觀察，如 Open Compute Project (OCP) 與 Google (美) 主推 ±400V DC 電源系統而非 800V 架構，惟市場仍認為電源架構朝向 HVDC 轉型趨勢已逐漸成形。

現行電源架構限制

現行 GB200 NVL72 機櫃採用 54V 電源架構，配置 6 層 (DGX) 或 8 層 (MGX) in-rack AC-DC Power shelf，每組功率 33kW (6x 5.5kW PSU)，高度為 1U，負責將來自 UPS 的低壓 AC (LVAC；美國主要為 415V) 轉換為 48-54V DC，再透過機櫃內 Busbar 將電力分配至各個 Compute tray。此架構相較於前一代 H100/200、A100 等所採用的 in-server PSU，顯示集中式 Power shelf 已成為 AI 伺服器主流。然而，儘管即將推出的 GB300 預期仍會延續此種配置，但當推進至 Rubin 世代時，此架構勢必將面臨瓶頸。主要挑戰如下：

機櫃空間限制：GB200 NVL72 機櫃配有 18 個 Compute tray (共 18U)、9 個 Switch tray (共 9U)、一個 TOR Switch (共 3U)，以及 6-8 層 Power shelves (共 6-8U)，顯示標準 48U 的 IT 機櫃已有超過 75% 的空間被占滿，若加裝選配 in-rack CDU (4U) 空間壓力將更為嚴峻，基本上難有空間擺放 BBU Tray (每組 2U) 及超級電容 (每組 1U)。然而，隨著 AI 運行對供電穩定要求日益提升，BBU 與超級電容配置需求快速上升。此外，Kyber 機櫃設計下預期 Compute tray 將占滿 IT 機櫃大部分空間，屆時 Power shelf 勢必得外移至獨立的電源櫃。

電源轉換效率低落：目前資料中心電力架構須經過多次電源轉換階段，難以避免能量損耗，導致整體系統電力效率最高僅能達到約 87%。Nvidia 指出當單一 IT 機櫃的 TDP 超過 200kW 時，受到 AC-DC 電源轉換的先天限制，該架構將無法持續沿用。此外，轉換階段越多也代表潛在故障點越多。目前 GB200 與 GB300 (NVL72) TDP 分別為 120kW 與 136kW，但 Rubin 將躍升至 250kW，而 Rubin Ultra 更將提升至 600kW，遠超過 200kW 的負荷極限。

銅材使用過量：一台採用 54V 架構、功耗 1MW 的 IT 機櫃，僅 Busbar 就需使用 200 公斤的銅材；若 AI 工廠擴展至 1GW 規模，對應銅材需求將高達 200 公噸，顯現既有配電架構將無法運作。

安全疑慮：當 GB200 NVL72 滿載運行時，Busbar 電流可能超過 2,000A，若 Kyber 機櫃繼續採用 54V 架構，預期電流將進一步升高至 10,000A 以上，將對維護人員構成重大風險。

800V HVDC 架構演進

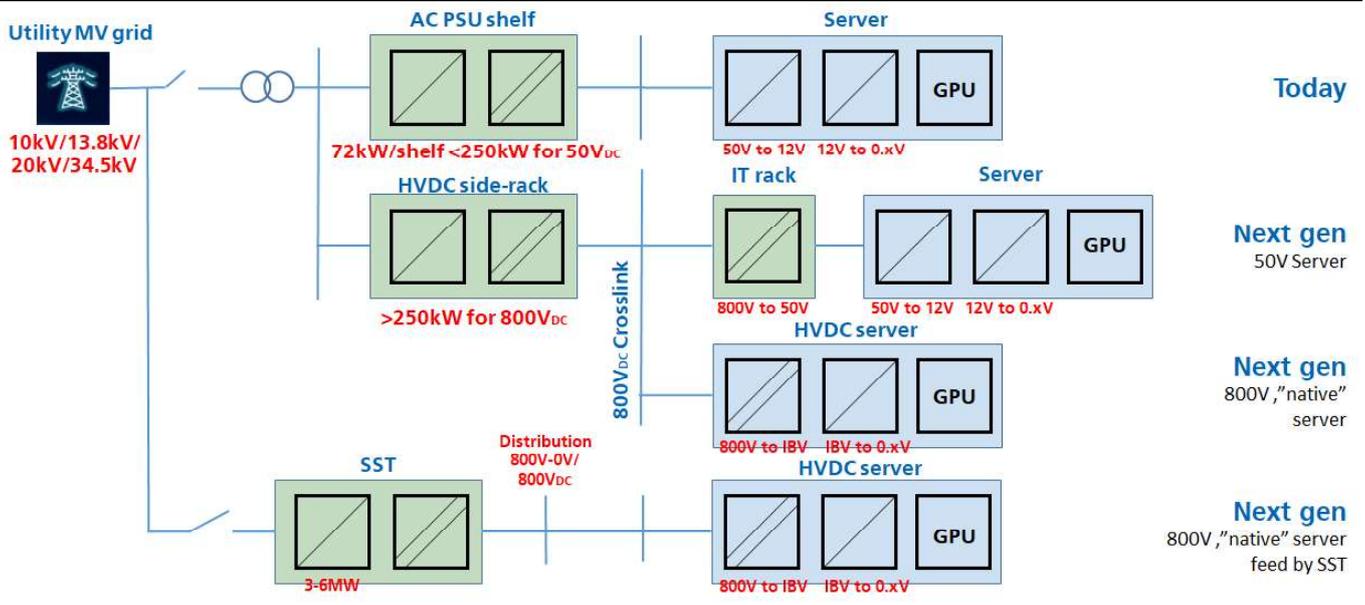
800V HVDC 架構演進將分成多個不同階段推進。

過渡階段方案將以電源櫃為基礎設計，內有 Power Shelf 將 LVAC 轉換為 800V DC，並透過連接線將電力傳送至 IT 機櫃，內部配置的 DC-DC Power shelf 在將電壓降至 AI 伺服器所需的 50V。自此之後，剩餘的流程則與現行架構相同，即 Compute tray 內部的 IBC (Intermediate bus converter) 與 VRM (Voltage regulator module) 分別完成由 50V 降壓至 12V，與 12V 降至 CPU/GPU 所需 <1V 的兩步降壓程序。

後期階段方案仍由 Power shelf 進行 AC-DC 轉換至 800V DC，但將直接供電給支援 800V 的原生伺服器 (Native server)，此時所有後續轉換一包含自 800V 降壓至中間匯流電壓 (IBV)，再降至 <1V—皆將由 Compute tray 內部的 IBC 與 VRM 完成。

長期而言，電源櫃可能會被移除，轉而由資料中心基礎設施如 SST 直接進行 AC-DC 轉換，透過 SST 將來自電網 10kV 以上的交流電直接轉換為 800V DC，再分配至 800V 原生伺服器機櫃。

圖 1：台達電 HVDC 架構推進藍圖



資料來源：台達電、凱基

在今年的 Computex 展會中，台達電、光寶科與 Vertiv 皆各自展示 HVDC 電源櫃解決方案，可支援單一 IT 機櫃 0.8-1.0 MW 的功耗。該電源機櫃整合包含 Power shelf、BBU shelf、超級電容模組 (PCS) 及電力分配單 (PDU)。透過採用 800V HVDC 架構，台達電預期資料中心系統電源效率可提升 4-5ppts 達 92% 以上，Nvidia 則進一步指出此架構具備多項關鍵優勢，包括最佳的擴充性、銅材使用量減少 45%、維護成本降低 70%，以及冷卻成本下降等。

圖 2：各廠 HVDC 機櫃規格

	Delta	Lite-On	Vertiv
電源功耗	800kW	1MW	800kW
電壓	800V	±400V	800V
PSU功耗	30kW*6*5	25kW*4*10	30kW*3*10
PSU高度	20U	10U	Unknown
BBU功耗	25kW	25kW*4*10	Unknown
BBU高度	40U	20U	Unknown
PCS功耗	25kW*6*5	18kW per PCS	Unknown
PCS高度	40U	20U	Unknown

資料來源：公司資料、凱基

儘管如此，800V HVDC 架構要廣泛普及仍需時間發酵。供應鏈的成熟度仍是一大瓶頸，尤其在半導體端。雖然電動車相關應用興起為推動 400/800V 生態系發展的重要催化劑，但仍需要更多的技術突破，包括但不限於碳化矽 (SiC) 與氮化鎵 (GaN) 等複合材料。我們預期 HVDC 電源櫃將於 2026 年進入規格設計階段，2027 年開始出貨。此外，目前 SST 在資料中心領域的商業化仍處非常早期階段，意即 Power shelf 在未來幾年內仍將為資料中心電力系統中的重要節點。

為發展 800V 生態系，Nvidia 持續與關鍵產業合作夥伴合作，包含：(1) 半導體供應商 Infineon (德)、Monolithic Power Systems (MPS, 美)、Navitas (美)、Rohm (日)、STMicroelectronics (瑞士) 與 Texas Instruments (美國)；(2) 電源業者台達電、Flex、領裕 (中)、光寶科與 Megmeet (中)；(3) 資料中心電力系統整合商 Eaton (美)、Schneider Electric (法) 與 Vertiv。

圖 3：Nvidia 在 800V 生態系合作夥伴

半導體供應商



電力供應商



LEAD WEALTH



MEGMEET

資料中心電源系統整合商



VERTIV™



資料來源：凱基

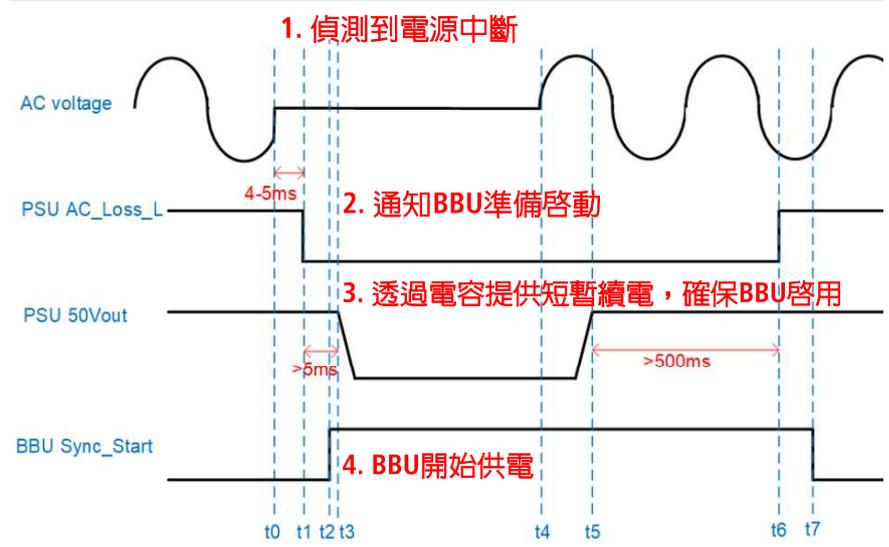
BBU 與超級電容採用提升，以確保供電穩定

大規模 AI 資料中心的出現不僅導致用電需求飆升，也對全球各國電網造成龐大壓力，尤其許多國家電網設施十分老舊，部分甚至已運營百年之久。由於 GPU 叢集工作負載極為波動，毫秒之內可能激增或驟降數十甚至數百 MW，對於試圖維持電力供需平衡的電網營運商極具挑戰。為確保電力穩定，BBU 與超級電容在 AI 資料中心的採用率持續提升，雖然在 GB200/300 尚屬選配，但我們認為長期而言，滲透率將進一步成長。

BBU 是一種鋰電池電源解決方案，在外部電源失效或不穩時提供備援電力以短暫維持伺服器運作（多介於 1-4 分鐘），使伺服器得以順利關機，或擲到緊急發電機接手供電，以保障關鍵資料安全並避免伺服器運算中斷。BBU 本質上是 Rack-level 的 UPS，但因其可直接輸出 DC 備援電力，避免傳統 UPS 中 AC-DC-AC 雙重轉換所造成的能量損失，能源效率高達 96% 以上。此外，由於鋰電池 BBU 的能量密度遠高於鉛酸電池 UPS，能節省大量機房空間。除上述優勢，資料中心業者考慮導入 BBU 亦是希望降低集中式 UPS 所帶來單點失效的風險。然而，資料中心要全面取代 UPS 需對基礎設施進行大幅翻修，因此，BBU 更有可能出現在新建置的資料中心內。

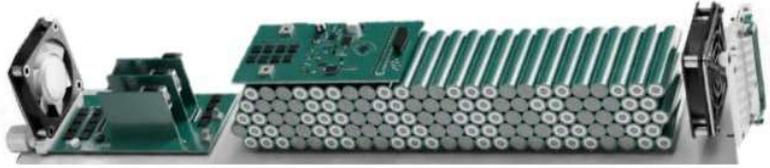
在 AI 伺服器機櫃中，BBU shelf 通常佔機櫃 2U 的空間，客戶可選擇 1:1、2:1、3:1 或 4:1 的配置比例（PSU 輸出功率與 BBU 備援容量的比例），其中以 1:1 為主流。Amazon (美) 為較早採用 BBU 設計的美系主要 CSP 業者，並在其 Trainium2 機櫃中導入該技術，而其他 CSP 業者亦有各自的 BBU 部署藍圖。Panasonic (日) 垂直整合上游電池芯與 BBU 模組，為全球 BBU 領導廠商。國內廠商 AES-KY (6781 TT, NT\$1,100, 增加持股) 為 Amazon 的主要 BBU 供應商，且與光寶科保持深度合作；其他電池模組廠如順達 (3211 TT, NT\$224.5, 未評等) 與新盛力 (4931 TT, NT\$105.5, 未評等) 亦積極布局該高潛力市場。

圖 4：BBU 運作模式



資料來源：OCP、凱基

圖 5 : Infineon BBU 模組



資料來源：Infineon、凱基

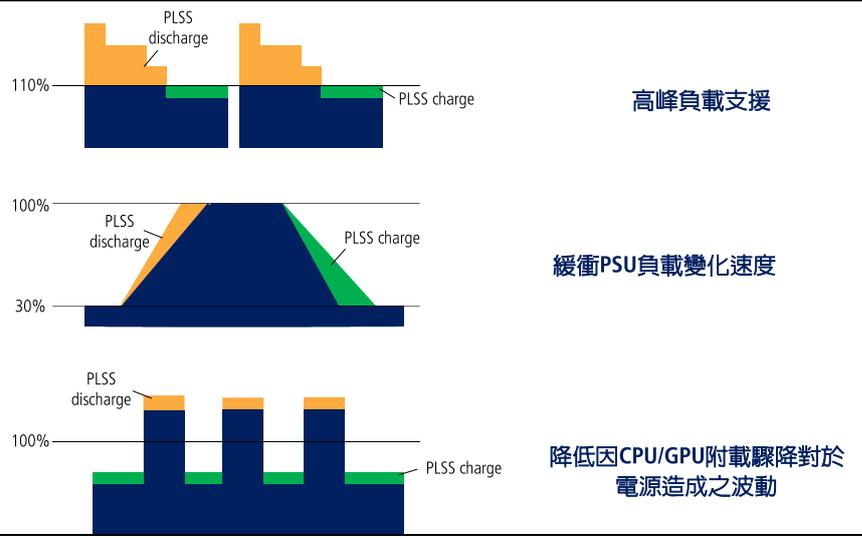
圖 6 : BBU 及 UPS 比較

	BBU 鋰電池	UPS 鉛酸電池
電池	鋰電池	鉛酸電池
靈活性	高，多以小模組方式應用於伺服器/機櫃等資訊設備內部	低
轉換效率	較佳(DC to DC)	較差(AC to DC/ DC to AC)
散熱需求	較低(鋰電池可在較高溫度下運作)	較高
標準化	需要客製化	有標準化產品
效率	較佳(4倍或4倍以上的充電速度)	較差
壽命	較長(資料中心一般預期壽命通常為10-15年)	較短(一般充電週期700次內，壽命約3-6年)
記憶效應	無	有
體積	更輕巧(能減少在不斷電系統中的佔用空間達 50-80%)	較大
重量	較輕(同等容量下，是鉛酸電池的1/3)	較重
能量密度	更高的能量密度(Wh/kg)與更高的輸出功率密度(W/kg)	較低，電池容量有限
生產過程污染	就現階段鋰電池生產過程，較不易有有毒重金屬污染	生產過程中存在污染
電力品質維持功能	無	有
回收	鋰電池的回收價值幾乎是零。 回收利用率低。	鉛酸蓄電池使用之後的回收價值在40%以上，70% 成分是鉛，具有較高的回收再利用價值。
價格	初始投資價格較高 (製作設備昂貴、人工成本佔到製作成本40%左右，價格約是鉛酸電池的三倍)	較低 (鉛酸蓄電池的人工成本一般為10-20%)

資料來源：凱基

超級電容是一種能量儲存裝置，用於平滑 CPU/GPU 脈衝負載，幫助提升電網電力品質。透過在負載瞬間暴增時提供額外電力、驟降時吸收能量，發揮削峰填谷與穩定電壓的作用。超級電容反應時間快速且幾乎不受充放電循環次數影響，適合作為避免伺服器故障並緩解電網壓力的第一道防線。但超級電容電力輸出僅能維持 5-10 秒，因此無法取代鋰電池(特別是 BBU)，而是更適合作為輔助元件，而 BBU 則負責處理較長時間的停電。

超級電容器機架(SCS)又稱為 PCS、PLSS (Peak Load Shaving Shelf) 或 CBS (Capacitor Bank Shelf)，每一組佔用 4U 的機櫃空間。Nvidia 已要求電源供應商將電容功能整合進 PSU 中，預計將率先應用於 GB300 的 PSU 產品中。然而我們認為長期而言，仍需獨立配置 Capacitor tray 才能提供更佳效能。Musashi (日) 為全球領先超級電容供應商，亦是台達電與 Flex 主要合作夥伴。

圖 7：PLSS 運作模式


資料來源：OCP、凱基

HVDC 架構對電源供應商之影響

電源業者為 AC-DC PSU 規格升級以及 AI 電力消耗大增趨勢的主要受害者。單台伺服器的內涵價值自通用伺服器的 100-200 美元大幅上升至 HGX H100/200 伺服器的 1,500-2,000 美元。2025 年主要電源供應廠商普遍預期伺服器電源業務營收將優於 2024 年，主因 5.5kW PSU 將成為 GB200 及 ASIC 伺服器機櫃主流，而去年 Hopper GPU 伺服器多採用 3.0- 3.3kW PSU。此外，隨 AI 硬體部屬從單機升級到機櫃層級，集中式 Power shelf 採用率日益增加，顯示電源業者在伺服器供應鏈中的角色正由零組件供應商逐漸轉變為電源系統整合商。

我們預期 BBU 與超級電容採用的持續增加，以及朝向專用電源櫃的轉型趨勢，將在未來幾年持續帶動電源相關內涵價值成長；而電源業者將尋求進一步跨足如微電網與熱管理等資料中心基礎設施應用領域，以擴大其長期總目標市場規模。

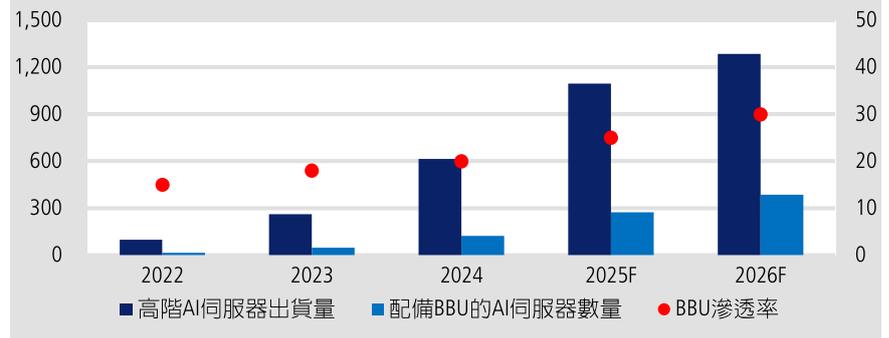
GB300 中 BBU 與超級電容採用持續提升；電源機櫃有望於 2026 年導入。

根據我們對於 ODM 的產業調研，GB300 機櫃預計採用 6 層 (DGX) 或 8 層 (MGX) 33kW AC-DC Power shelf (6x 5.5kW PSU)，與 GB200 配置相同。然而，我們觀察到部分 CSP 業者在 MGX 設計上可能轉向採用 4 層 72kW AC-DC Power shelf (6x 12kW PSU) 架構。PSU 規格升級至 12kW 將推升每瓦平均售價 (ASP)，且因具備較高技術門檻，預期業界龍頭台達電受惠程度將優於競爭對手。電源供應商普遍認為，5.5kW PSU 將於 2025-26 年成為 GPU 與 ASIC 伺服器主流，另 GB300 的電源內涵價值可望因選配之 BBU 與超級電容採用率提升而進一步增加；兩者皆有助於強化供電穩定性與系統可靠性。

考量到 IT 機櫃空間可能無法容納前述所有設備，50V 電源機櫃設計有望於 2026 年獲得更廣泛的採用；具體而言有機會於 GB300 即開始導入，但更可能出現在 VR200 架構。就 VR200 的 PSU 規格而言，Lite-On 於 Computex 展示其 55kW (三相)與 66-72kW (單相) AC-DC Power shelf 解決方案，但最終設計仍未定案。我們預估 GB200 與 GB300 的電源內涵價值分別約為 3.5-4.0 萬美元與 6-7 萬美元，而到 VR200 世代可望突破 15 萬美元。我們認為台達電在 Blackwell GPU 平台的 AI 伺服器 PSU 市場中市佔率高達 70%，光寶科則表示已為某積極上線自家 ASIC 伺服器的美系 CSP 業者之主要供應商。我們亦觀察到 Flex 藉由其垂直整合，成為另一崛起的新興供應商。

圖 8：Digitimes 預估 AI 伺服器推動 BBU 滲透率於 2026 年達到 30%

伺服器出貨量，千台 (左軸)；BBU 滲透率，百分比 (右軸)



資料來源：Digitimes、凱基

長期布局資料中心基礎設施市場

台達電除在全球電源供應市場具有領導地位外，亦長期在 DC-DC 電源模組、功率電感與散熱風扇領域占有一定程度的市占率。憑藉其在 IT 機櫃層級電源管理的核心技術優勢，該公司正積極深化其在白區 (White space) 產品的布局，同時強化於灰區 (Grey space) 業務投入，涵蓋支援資料中心運作的關鍵電源與散熱基礎設施。

台達電於 Computex 展示其完整的「從電網到晶片」解決方案，包含：(1) 微電網設備，如 SOFC、SST 與 ESS；(2) 貨櫃型 AI 資料中心解決方案；(3) 電源櫃、Busbar、e-fuse、DC-DC 電源模組、功率電感等電源產品，以及 (4) 涵蓋 CDU (in-rack 及 in-row)、歧管與水冷板之熱管理解決方案。因在液對氣 Sidecar 享有高市佔率，台達電伺服器散熱業務已有所斬獲，預期 2025 年營收貢獻 (含系統及零組件) 將自 2024 年的 1-2% 提升至 6-7%。我們估計台達電在今年 Sidecar 市場市佔率可能超過 50%，其解決方案已獲多家一線美系 CSP 採用。光寶科也正進軍液冷業務，其液對氣 Sidecar 以及 in-row CDU 均已通過 Nvidia 的 RVL 認證，目標 2H25 開始出貨。

圖 9：台達電電網基礎設施產品


資料來源：台達電、凱基

推薦個股 — 台達電 & 光寶科

台達電 – 重申「增加持股」，並上調 12 個月目標價至 520 元

獲利預估修正：我們上修台達電 2025-26 年 EPS 預估 1%、3%，主因上修其 AI 相關產品的營收預估。我們預期 AI 伺服器業務營收占比將由 2024 年的 6% 提升至 2025 年的 18%，包括伺服器電源 (AC-DC 與 DC-DC) 9%、液冷 6%、BBU 2%、其他零組件 (如水冷板與功率電感) 1%。管理層展望 2H25 隨 ODM GB200 機櫃組裝生產轉順，AI 伺服器電源需求將保持強勁，同時液冷業務在 2Q25 營收季減後，3Q25 表現將優於 1Q25。非 AI 業務方面，公司已接獲智慧型手機應用的急單，但在美國關稅政策不確定性下，仍保守看待自動化業務展望。

短期而言，我們大致維持 2Q25 營收預估 1,243 億元，季增 5%、年增 20%，惟需留意新台幣持續升值恐影響獲利表現。預估 3Q25 旺季營收將季增 5%。

評價：維持對台達電「增加持股」評等，並上調 12 個月至 520 元，基於 2026 年 EPS 預估的 25 倍得出，對比歷史本益比區間 14-28 倍。

圖 10：2Q25 及 3Q25 財測修正 vs.市場共識

百萬元	2Q25F						3Q25F							
	修正後	修正前	調幅 (%)	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	124,280	124,473	(0.2)	4.5	20.1	126,597	(1.8)	130,720	128,704	1.6	5.2	16.5	129,153	1.2
毛利	40,767	40,819	(0.1)	7.9	15.5	41,235	(1.1)	43,611	42,641	2.3	7.0	11.3	42,502	2.6
營業利益	15,662	15,675	(0.1)	11.6	19.3	16,029	(2.3)	17,793	17,222	3.3	13.6	8.3	17,051	4.4
稅後淨利	10,548	10,926	(3.5)	3.1	6.0	11,484	(8.2)	12,459	12,102	2.9	18.1	1.0	12,608	(1.2)
每股盈餘 (元)	4.06	4.21	(3.5)	3.1	6.0	4.39	(7.6)	4.80	4.66	2.9	18.1	1.0	4.78	0.3
毛利率 (%)	32.8	32.8	0.0 ppts	1.0 ppts	(1.3) ppts	32.6	0.2 ppts	33.4	33.1	0.2 ppts	0.6 ppts	(1.6) ppts	32.9	0.5 ppts
營利率 (%)	12.6	12.6	0.0 ppts	0.8 ppts	(0.1) ppts	12.7	(0.1) ppts	13.6	13.4	0.2 ppts	1.0 ppts	(1.0) ppts	13.2	0.4 ppts
淨利率 (%)	8.5	8.8	(0.3) ppts	(0.1) ppts	(1.1) ppts	9.1	(0.6) ppts	9.5	9.4	0.1 ppts	1.0 ppts	(1.5) ppts	9.8	(0.2) ppts

資料來源：Bloomberg、凱基

圖 11：2025 年及 2026 年財測修正 vs.市場共識

百萬元	2025F						2026F					
	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	503,599	498,866	0.9	19.6	499,846	0.8	570,318	558,281	2.2	13.2	554,184	2.9
毛利	164,521	162,245	1.4	20.5	162,090	1.5	187,414	183,848	1.9	13.9	181,152	3.5
營業利益	64,041	62,576	2.3	34.4	64,003	0.1	76,726	74,334	3.2	19.8	73,982	3.7
稅後淨利	44,820	44,234	1.3	27.2	46,215	(3.0)	53,991	52,476	2.9	20.5	53,349	1.2
每股盈餘 (元)	17.25	17.03	1.3	27.2	17.67	(2.3)	20.79	20.20	2.9	20.5	20.56	1.1
毛利率 (%)	32.7	32.5	0.1 ppts	0.2 ppts	32.4	0.2 ppts	32.9	32.9	(0.1) ppts	0.2 ppts	32.7	0.2 ppts
營利率 (%)	12.7	12.5	0.2 ppts	1.4 ppts	12.8	(0.1) ppts	13.5	13.3	0.1 ppts	0.7 ppts	13.3	0.1 ppts
淨利率 (%)	8.9	8.9	0.0 ppts	0.5 ppts	9.2	(0.3) ppts	9.5	9.4	0.1 ppts	0.6 ppts	9.6	(0.2) ppts

資料來源：Bloomberg、凱基

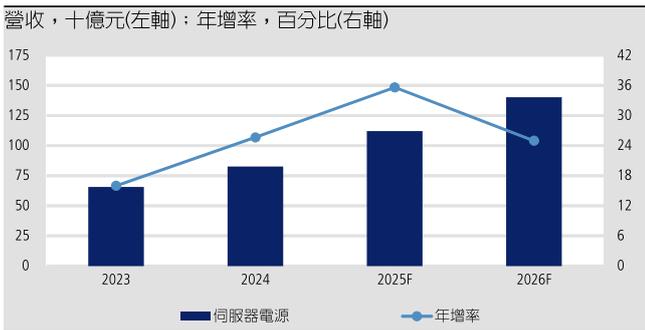
圖 12：台達電業務結構

業務類別	1Q25 營收比重 (%)	事業群	2024 營收成長 (%)	2025F 營收成長 (%)	2025F 營收比重 (%)	產品
電源及零組件	50	電源及系統 (PSBG)	6	23	34	DI 電源、筆電電源、伺服器電源、家電電源、遊戲機電源、離線式 UPS、印表機電源及其他
		零組件 (CPBG)	29	9	10	被動元件 (乾坤)、光纖收發器
		風扇與散熱 (FMBG)	6	12	9	風扇、散熱模組
交通	9	電動車解決方案 (EVSBG)	-1	-1	9	車載充電器、DC-DC 轉換器、感應馬達
自動化	12	工業自動化 (IABG)	0	4	7	工業自動化(伺服馬達、變頻器、PLC、CNC 控制器、HMI、機器手臂)
		樓宇自動化 (BABG)	-11	2	3	樓宇自動化解決方案、LED 照明、監視攝像頭
基礎設施	29	資訊通訊技術 (ICTBG)	9	58	25	電信電源、資料中心基礎設施、在線式 UPS、網通
		能源基礎設施系統 (EISBG)	-21	-29	3	太陽能逆變器、風電轉換器、電動車充電站、中壓驅動、功率調節系統、顯示器、醫療裝置電源、工業電源模組

註：工業及醫療電源合計占比營收 2% 自 1Q21 起由 EISBG 移動至 PSBG

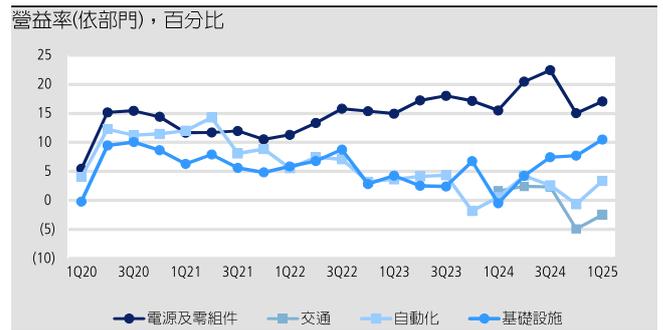
資料來源：公司資料、凱基

圖 13：AI 伺服器滲透率提升，拉抬 2024-26 伺服器電源營收 CAGR 達 30%



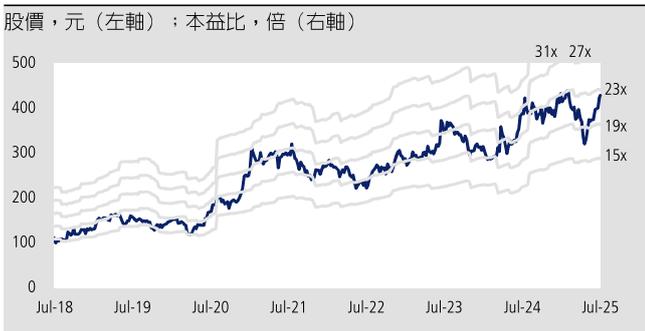
資料來源：公司資料、凱基

圖 14：AI 伺服器電源與被動元件營收強勁將優化產品組合



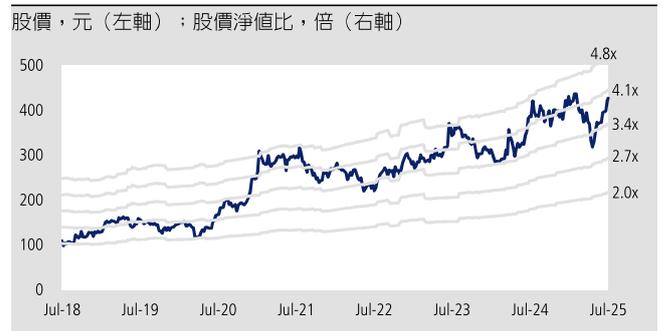
資料來源：公司資料、凱基

圖 15：未來一年預估本益比區間



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 16：未來一年預估股價淨值比區間



資料來源：Bloomberg；凱基

光寶科 – 重申「增加持股」，並上調 12 個月目標價至 134 元

獲利預估修正：我們上調光寶科 2025-26 年 EPS 預估 2%、3%。由於液冷業務的產品認證周期較長，我們下修對於該業務之營運假設，現預期出貨時點將落在 4Q25。儘管受到新台幣升值影響，但 2Q25 營收仍可望優於我們原先預估，主因光電業務需求回溫，且美國主要 CSP 客戶對於 AI 伺服器 PSU 及 BBU 拉貨需求也保持強勁。BBU 業務佔 1Q25 營收 3%，但管理層目標 2025 年該比重可超過 5%。我們預估 2025 年雲端業務營收年增 45%，對比 2024 年僅 17%，營收佔比亦由 2024 年的 24% 提升至 30%。

公司表示新台幣升值對 2Q25 營益率造成壓力，但認為其積極的避險策略可避免產生業外匯兌損失。在排除匯率影響後，管理層預期隨 AI 伺服器 PSU 出貨放量，將帶動 3Q-4Q25 營收皆呈現季增態勢。

評價：維持對光寶科「增加持股」評等，並上調 12 個月至 134 元，基於 2026 年 EPS 預估的 17 倍得出，對比歷史本益比區間 9-24 倍。

圖 17：2Q25 及 3Q25 財測修正 vs.市場共識

百萬元	2Q25F							3Q25F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	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	40,180	38,361	4.7	10.3	20.7	39,183	2.5	42,428	41,539	2.1	5.6	15.4	41,350	2.6
毛利	9,244	8,771	5.4	12.4	25.1	8,941	3.4	9,907	9,663	2.5	7.2	20.1	9,517	4.1
營業利益	4,301	4,091	5.2	17.0	31.1	4,233	1.6	4,859	4,824	0.7	13.0	23.8	4,668	4.1
稅後淨利	3,786	3,642	4.0	9.6	21.6	3,767	0.5	4,176	4,159	0.4	10.3	23.2	4,094	2.0
每股盈餘 (元)	1.66	1.60	4.2	10.4	22.4	1.61	3.5	1.84	1.83	0.8	10.7	24.5	1.74	6.0
毛利率 (%)	23.0	22.9	0.1 ppts	0.4 ppts	0.8 ppts	22.8	0.2 ppts	23.4	23.3	0.1 ppts	0.3 ppts	0.9 ppts	23.0	0.3 ppts
營利率 (%)	10.7	10.7	0.0 ppts	0.6 ppts	0.8 ppts	10.8	(0.1) ppts	11.5	11.6	(0.2) ppts	0.7 ppts	0.8 ppts	11.3	0.2 ppts
淨利率 (%)	9.4	9.5	(0.1) ppts	(0.1) ppts	0.1 ppts	9.6	(0.2) ppts	9.8	10.0	(0.2) ppts	0.4 ppts	0.6 ppts	9.9	(0.1) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 18：2025 年及 2026 年財測修正 vs.市場共識

百萬元	2025F						2026F					
	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	161,649	157,807	2.4	17.9	156,937	3.0	179,488	174,844	2.7	11.0	173,143	3.7
毛利	37,359	36,342	2.8	26.1	35,785	4.4	42,245	41,169	2.6	13.1	40,169	5.2
營業利益	17,749	17,443	1.8	37.2	17,046	4.1	21,160	20,628	2.6	19.2	20,461	3.4
稅後淨利	15,642	15,443	1.3	31.0	15,098	3.6	17,919	17,535	2.2	14.6	17,480	2.5
每股盈餘 (元)	6.87	6.77	1.5	31.9	6.50	5.8	7.90	7.70	2.6	15.0	7.54	4.8
毛利率 (%)	23.1	23.0	0.1 ppts	1.5 ppts	22.8	0.3 ppts	23.5	23.5	(0.0) ppts	0.4 ppts	23.2	0.3 ppts
營利率 (%)	11.0	11.1	(0.1) ppts	1.5 ppts	10.9	0.1 ppts	11.8	11.8	(0.0) ppts	0.8 ppts	11.8	(0.0) ppts
淨利率 (%)	9.7	9.8	(0.1) ppts	1.0 ppts	9.6	0.1 ppts	10.0	10.0	(0.0) ppts	0.3 ppts	10.1	(0.1) ppts

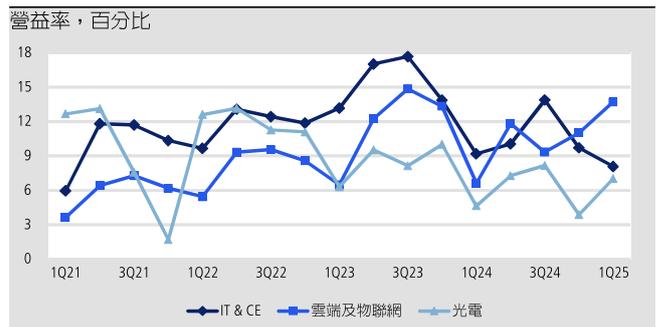
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 19：4Q24 營收起年增率轉正



資料來源：公司資料；凱基

圖 20：1Q25 營益率呈現季增



資料來源：公司資料；凱基

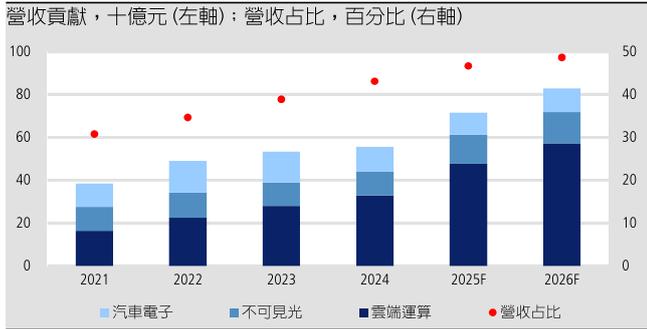
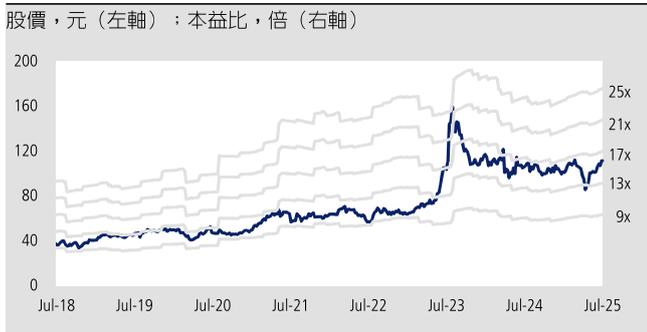
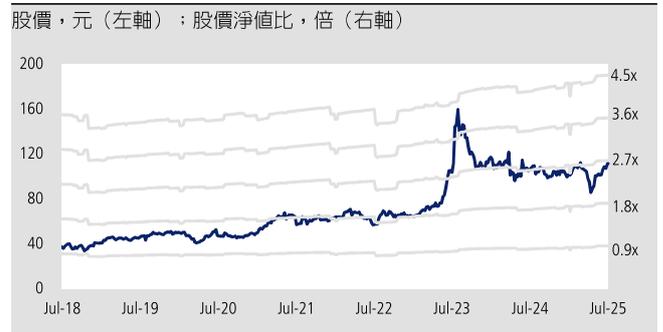
圖 21：預估 2024-26 年光寶科長期成長動能營收貢獻逐年攀升

圖 22：預估 2025 年研發費用率約為 5.5%

圖 23：未來一年預估本益比區間

圖 24：未來一年預估股價淨值比區間


台達電 (2308 TT)

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	118,919	124,280	130,720	129,679	127,145	140,113	152,008	151,051	503,599	570,318	642,758
營業成本	(81,131)	(83,514)	(87,110)	(87,323)	(86,105)	(93,839)	(101,266)	(101,695)	(339,078)	(382,904)	(430,781)
營業毛利	37,788	40,767	43,611	42,356	41,041	46,274	50,742	49,356	164,521	187,414	211,978
營業費用	(23,752)	(25,105)	(25,817)	(25,806)	(25,493)	(27,462)	(28,958)	(28,775)	(100,480)	(110,688)	(123,390)
營業利益	14,036	15,662	17,793	16,549	15,548	18,812	21,785	20,581	64,041	76,726	88,588
折舊	(5,820)	(5,937)	(6,055)	(6,177)	(6,300)	(6,426)	(6,555)	(6,686)	(23,989)	(25,967)	(28,107)
攤提	(1,013)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(4,013)	(4,000)	(4,000)
EBITDA	20,869	22,599	24,849	23,726	22,848	26,238	29,339	28,267	92,043	106,693	120,695
利息收入	824	902	842	825	917	961	945	972	3,393	3,795	4,442
投資利益淨額	93	110	230	30	35	120	260	35	463	450	490
其他營業外收入	1,106	850	850	850	900	900	900	900	3,656	3,600	3,600
總營業外收入	2,022	1,862	1,922	1,705	1,852	1,981	2,105	1,907	7,512	7,845	8,532
利息費用	(511)	(511)	(485)	(461)	(461)	(461)	(461)	(461)	(1,967)	(1,843)	(1,843)
投資損失	-	(10)	(10)	(10)	-	-	-	-	(30)	-	-
其他營業外費用	115	(900)	(200)	(100)	(100)	(100)	(50)	(50)	(1,085)	(300)	-
總營業外費用	(395)	(1,421)	(695)	(571)	(561)	(561)	(511)	(511)	(3,082)	(2,143)	(1,843)
稅前純益	15,663	16,103	19,021	17,684	16,840	20,232	23,379	21,978	68,471	82,428	95,276
所得稅費用[利益]	(3,620)	(3,623)	(4,280)	(3,979)	(3,789)	(4,552)	(5,260)	(4,945)	(15,501)	(18,546)	(21,437)
少數股東損益	(1,812)	(1,932)	(2,283)	(2,122)	(2,021)	(2,428)	(2,805)	(2,637)	(8,149)	(9,891)	(11,910)
非常項目前稅後純益	10,231	10,548	12,459	11,583	11,030	13,252	15,313	14,395	44,820	53,991	61,930
非常項目	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	10,231	10,548	12,459	11,583	11,030	13,252	15,313	14,395	44,820	53,991	61,930
每股盈餘 (NT\$)	3.94	4.06	4.80	4.46	4.25	5.10	5.90	5.54	17.25	20.79	23.84
獲利率 (%)											
營業毛利率	31.8	32.8	33.4	32.7	32.3	33.0	33.4	32.7	32.7	32.9	33.0
營業利益率	11.8	12.6	13.6	12.8	12.2	13.4	14.3	13.6	12.7	13.5	13.8
EBITDA Margin	17.5	18.2	19.0	18.3	18.0	18.7	19.3	18.7	18.3	18.7	18.8
稅前純益率	13.2	13.0	14.6	13.6	13.2	14.4	15.4	14.5	13.6	14.5	14.8
稅後純益率	8.6	8.5	9.5	8.9	8.7	9.5	10.1	9.5	8.9	9.5	9.6
季成長率 (%)											
營業收入	4.1	4.5	5.2	(0.8)	(2.0)	10.2	8.5	(0.6)			
營業毛利	7.5	7.9	7.0	(2.9)	(3.1)	12.8	9.7	(2.7)			
營業收益增長	31.2	11.6	13.6	(7.0)	(6.1)	21.0	15.8	(5.5)			
EBITDA	19.9	8.3	10.0	(4.5)	(3.7)	14.8	11.8	(3.7)			
稅前純益	59.2	2.8	18.1	(7.0)	(4.8)	20.1	15.6	(6.0)			
稅後純益	42.5	3.1	18.1	(7.0)	(4.8)	20.1	15.6	(6.0)			
年成長率 (%)											
營業收入	30.3	20.1	16.5	13.6	6.9	12.7	16.3	16.5	19.6	13.2	12.7
營業毛利	40.2	15.5	11.3	20.5	8.6	13.5	16.4	16.5	20.5	13.9	13.1
營業收益	89.8	19.3	8.3	54.6	10.8	20.1	22.4	24.4	34.4	19.8	15.5
EBITDA	57.7	16.7	9.7	36.3	9.5	16.1	18.1	19.1	26.7	15.9	13.1
稅前純益	78.7	7.1	7.6	79.7	7.5	25.6	22.9	24.3	33.4	20.4	15.6
稅後純益	77.5	6.0	1.0	61.4	7.8	25.6	22.9	24.3	27.2	20.5	14.7

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
資產總額	457,747	531,898	593,845	642,034	697,781
流動資產	259,958	310,925	362,159	407,864	463,228
現金及短期投資	92,620	121,793	159,227	184,387	213,064
存貨	76,227	83,856	87,581	95,095	105,368
應收帳款及票據	79,380	89,921	100,405	113,436	129,851
其他流動資產	11,732	15,355	14,946	14,946	14,946
非流動資產	197,788	220,973	231,686	234,170	234,553
長期投資	3,505	8,503	5,058	5,508	5,998
固定資產	98,002	115,710	125,636	131,669	135,562
什項資產	96,282	96,760	100,993	96,993	92,993
負債總額	215,011	252,332	271,632	279,317	288,499
流動負債	126,085	152,283	162,460	170,145	179,327
應付帳款及票據	53,539	69,223	72,342	80,027	89,209
短期借款	5,875	8,121	12,734	12,734	12,734
什項負債	66,671	74,939	77,383	77,383	77,383
長期負債	88,927	100,049	109,172	109,172	109,172
長期借款	51,420	56,309	64,282	64,282	64,282
其他負債及準備	34,951	41,523	42,310	42,310	42,310
股東權益總額	242,735	279,565	322,213	362,717	409,282
普通股	25,975	25,975	25,975	25,975	25,975
保留盈餘	83,904	98,433	116,251	145,721	179,410
少數股東權益	43,572	49,478	60,837	70,728	82,638
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
年成長率					
營業收入	4.4%	5.0%	19.6%	13.2%	12.7%
營業收益增長	(1.2%)	16.4%	34.4%	19.8%	15.5%
EBITDA	3.6%	16.2%	26.7%	15.9%	13.1%
稅後純益	2.2%	5.5%	27.2%	20.5%	14.7%
每股盈餘成長率	2.2%	5.5%	27.2%	20.5%	14.7%
獲利能力分析					
營業毛利率	29.2%	32.4%	32.7%	32.9%	33.0%
營業利益率	10.2%	11.3%	12.7%	13.5%	13.8%
EBITDA Margin	15.6%	17.3%	18.3%	18.7%	18.8%
稅後純益率	8.3%	8.4%	8.9%	9.5%	9.6%
平均資產報酬率	7.6%	7.1%	8.0%	8.7%	9.2%
股東權益報酬率	17.3%	16.4%	18.2%	19.5%	20.0%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	23.6%	23.0%	23.9%	21.2%	18.8%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	42.5	34.2	35.8	45.7	52.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	60.7	47.1	37.3	43.7	47.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	10.1	7.5	5.0	5.5	6.0
流動比率 (x)	2.1	2.0	2.2	2.4	2.6
速動比率 (x)	1.5	1.5	1.7	1.8	2.0
淨負債 (NT\$百萬)	(30,161)	(53,029)	(78,109)	(103,270)	(131,946)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	12.86	13.56	17.25	20.79	23.84
每股現金盈餘 (NT\$)	27.37	28.06	28.21	31.01	33.86
每股淨值 (NT\$)	76.67	88.58	100.62	112.41	125.75
調整後每股淨值 (NT\$)	76.67	88.58	100.62	112.41	125.75
每股營收 (NT\$)	154.46	162.13	193.88	219.56	247.45
EBITDA/Share (NT\$)	24.08	27.98	35.43	41.07	46.46
每股現金股利 (NT\$)	6.43	7.00	9.00	10.50	12.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.91	0.85	0.89	0.92	0.96
應收帳款周轉天數	72.2	78.1	72.8	72.6	73.7
存貨周轉天數	98.0	107.9	94.3	90.6	89.3
應付帳款周轉天數	68.8	89.0	77.9	76.3	75.6
現金轉換周轉天數	101.4	97.0	89.2	87.0	87.4

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	401,227	421,148	503,599	570,318	642,758
營業成本	(284,013)	(284,567)	(339,078)	(382,904)	(430,781)
營業毛利	117,213	136,580	164,521	187,414	211,978
營業費用	(76,263)	(88,928)	(100,480)	(110,688)	(123,390)
營業利益	40,950	47,652	64,041	76,726	88,588
總營業外收入	6,519	8,163	7,512	7,845	8,532
利息收入	2,070	3,407	3,393	3,795	4,442
投資利益淨額	222	438	463	450	490
其他營業外收入	4,227	4,319	3,656	3,600	3,600
總營業外費用	1,173	(4,499)	(3,082)	(2,143)	(1,843)
利息費用	(1,171)	(1,547)	(1,967)	(1,843)	(1,843)
投資損失	-	(73)	(30)	-	-
其他營業外費用	2,344	(2,879)	(1,085)	(300)	-
稅前純益	48,643	51,316	68,471	82,428	95,276
所得稅費用 [利益]	(9,762)	(10,925)	(15,501)	(18,546)	(21,437)
少數股東損益	(5,488)	(5,163)	(8,149)	(9,891)	(11,910)
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	33,393	35,229	44,820	53,991	61,930
EBITDA	62,540	72,668	92,043	106,693	120,695
每股盈餘 (NT\$)	12.86	13.56	17.25	20.79	23.84

現金流量

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	71,086	72,895	73,284	80,539	87,950
本期純益	33,393	35,229	44,820	53,991	61,930
折舊及攤提	21,590	25,016	28,002	29,967	32,107
本期運用資金變動	2,466	(2,538)	(11,150)	(12,860)	(17,506)
其他營業資產及負債變動	13,638	15,188	11,612	9,441	11,420
投資活動之現金流量	(33,502)	(40,360)	(35,843)	(32,000)	(32,000)
投資用短期投資出售 [新購]	213	(334)	-	-	-
本期長期投資變動	89	(213)	-	-	-
資本支出淨額	(27,830)	(33,430)	(32,252)	(32,000)	(32,000)
其他資產變動	(5,974)	(6,383)	(3,592)	-	-
自由現金流	24,945	22,634	30,130	40,569	47,257
融資活動之現金流量	(10,478)	(11,118)	(3,544)	(23,378)	(27,274)
短期借款變動	874	(1,417)	(400)	-	-
長期借款變動	9,452	8,552	12,987	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(27,455)	(16,702)	(18,183)	(23,378)	(27,274)
其他融資現金流	6,651	(1,550)	2,052	-	-
匯率影響數	(1,198)	8,586	3,770	-	-
本期產生現金流量	25,909	30,003	37,666	25,161	28,676

投資回報率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
1 - 營業成本/營業收入	19.0%	21.1%	20.0%	19.4%	19.2%
- 銷管費用/營業收入					
= 營業利益率	10.2%	11.3%	12.7%	13.5%	13.8%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.3	0.2	0.2	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	2.7	2.6	2.7	2.8	2.8
營業利益率	10.2%	11.3%	12.7%	13.5%	13.8%
x 資本周轉率	2.7	2.6	2.7	2.8	2.8
x (1 - 有效現金稅率)	79.9%	78.7%	77.4%	77.5%	77.5%
= 稅後 ROIC	21.9%	22.7%	26.4%	28.8%	30.1%

資料來源：公司資料，凱基

光寶科 (2301 TT)

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	36,417	40,180	42,428	42,625	39,999	44,676	47,221	47,592	161,649	179,488	198,229
營業成本	(28,195)	(30,936)	(32,520)	(32,638)	(30,864)	(34,155)	(35,997)	(36,227)	(124,290)	(137,242)	(150,500)
營業毛利	8,222	9,244	9,907	9,986	9,134	10,522	11,224	11,365	37,359	42,245	47,729
營業費用	(4,546)	(4,942)	(5,049)	(5,072)	(4,840)	(5,294)	(5,454)	(5,497)	(19,610)	(21,085)	(22,925)
營業利益	3,675	4,301	4,859	4,914	4,294	5,228	5,770	5,869	17,749	21,160	24,804
折舊	(873)	(883)	(893)	(903)	(913)	(923)	(933)	(943)	(3,550)	(3,710)	(3,870)
攤提	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(200)	(200)	(200)
EBITDA	4,598	5,234	5,801	5,866	5,257	6,200	6,752	6,861	21,499	25,071	28,874
利息收入	751	694	667	659	672	651	628	664	2,771	2,615	2,696
投資利益淨額	8	6	6	6	6	6	6	6	26	24	24
其他營業外收入	78	200	200	200	200	200	200	200	678	800	800
總營業外收入	837	900	873	865	878	857	834	870	3,476	3,439	3,520
利息費用	(336)	(333)	(335)	(318)	(318)	(318)	(318)	(318)	(1,322)	(1,273)	(1,273)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	492	250	250	250	225	225	225	225	1,242	900	900
總營業外費用	156	(83)	(85)	(68)	(93)	(93)	(93)	(93)	(80)	(373)	(373)
稅前純益	4,669	5,119	5,646	5,711	5,079	5,992	6,511	6,646	21,145	24,227	27,951
所得稅費用[利益]	(1,214)	(1,331)	(1,468)	(1,485)	(1,321)	(1,558)	(1,693)	(1,728)	(5,498)	(6,299)	(7,267)
少數股東損益	0	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(6)	(9)	(10)
非常項目前稅後純益	3,456	3,786	4,176	4,224	3,757	4,432	4,815	4,915	15,642	17,919	20,674
非常項目	0	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
稅後淨利	3,456	3,786	4,176	4,224	3,757	4,432	4,815	4,915	15,642	17,919	20,674
每股盈餘 (NT\$)	1.51	1.66	1.84	1.86	1.66	1.95	2.12	2.17	6.87	7.90	9.12
獲利率 (%)											
營業毛利率	22.6	23.0	23.4	23.4	22.8	23.6	23.8	23.9	23.1	23.5	24.1
營業利益率	10.1	10.7	11.5	11.5	10.7	11.7	12.2	12.3	11.0	11.8	12.5
EBITDA Margin	12.6	13.0	13.7	13.8	13.1	13.9	14.3	14.4	13.3	14.0	14.6
稅前純益率	12.8	12.7	13.3	13.4	12.7	13.4	13.8	14.0	13.1	13.5	14.1
稅後純益率	9.5	9.4	9.8	9.9	9.4	9.9	10.2	10.3	9.7	10.0	10.4
季成長率 (%)											
營業收入	(4.9)	10.3	5.6	0.5	(6.2)	11.7	5.7	0.8			
營業毛利	1.0	12.4	7.2	0.8	(8.5)	15.2	6.7	1.3			
營業收益增長	5.1	17.0	13.0	1.1	(12.6)	21.7	10.4	1.7			
EBITDA	2.7	13.8	10.8	1.1	(10.4)	17.9	8.9	1.6			
稅前純益	17.1	9.6	10.3	1.1	(11.1)	18.0	8.7	2.1			
稅後純益	13.3	9.6	10.3	1.1	(11.1)	18.0	8.7	2.1			
年成長率 (%)											
營業收入	26.6	20.7	15.4	11.3	9.8	11.2	11.3	11.7	17.9	11.0	10.4
營業毛利	40.6	25.1	20.1	22.6	11.1	13.8	13.3	13.8	26.1	13.1	13.0
營業收益	64.8	31.1	23.8	40.5	16.8	21.5	18.8	19.4	37.2	19.2	17.2
EBITDA	40.6	21.8	17.5	31.0	14.3	18.5	16.4	17.0	26.6	16.6	15.2
稅前純益	49.2	25.4	27.3	43.2	8.8	17.0	15.3	16.4	35.2	14.6	15.4
稅後純益	44.7	21.6	23.2	38.5	8.7	17.0	15.3	16.4	31.0	14.6	15.4

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
資產總額	188,972	204,683	214,991	222,920	231,215
流動資產	155,618	169,117	176,974	183,789	191,130
現金及短期投資	93,341	101,616	104,580	105,327	109,546
存貨	25,808	26,817	30,704	33,253	34,161
應收帳款及票據	32,099	37,182	38,205	41,722	43,936
其他流動資產	4,371	3,501	3,486	3,486	3,486
非流動資產	33,354	35,566	38,017	39,131	40,085
長期投資	6,377	8,195	7,296	7,320	7,344
固定資產	18,392	18,776	21,610	22,900	24,030
什項資產	8,585	8,595	9,111	8,911	8,711
負債總額	103,905	113,772	119,868	122,340	117,888
流動負債	98,001	107,869	113,528	116,000	111,548
應付帳款及票據	40,918	43,126	45,408	47,880	49,097
短期借款	22,493	30,187	32,966	32,966	32,966
什項負債	34,590	34,556	35,155	35,155	29,486
長期負債	5,903	5,903	6,340	6,340	6,340
長期借款	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
其他負債及準備	1,962	2,196	2,506	2,506	2,506
股東權益總額	85,067	90,911	95,123	100,580	113,327
普通股股本	23,531	23,473	23,412	23,412	23,412
保留盈餘	23,507	26,671	30,390	33,647	46,384
少數股東權益	687	138	145	154	164
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
年成長率					
營業收入	(14.5%)	(7.6%)	17.9%	11.0%	10.4%
營業收益增長	(3.7%)	(10.9%)	37.2%	19.2%	17.2%
EBITDA	(3.7%)	(10.0%)	26.6%	16.6%	15.2%
稅後純益	3.0%	(18.0%)	31.0%	14.6%	15.4%
每股盈餘成長率	2.8%	(18.1%)	31.9%	15.0%	15.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	22.0%	21.6%	23.1%	23.5%	24.1%
營業利益率	9.8%	9.4%	11.0%	11.8%	12.5%
EBITDA Margin	12.7%	12.4%	13.3%	14.0%	14.6%
稅後純益率	9.8%	8.7%	9.7%	10.0%	10.4%
平均資產報酬率	7.5%	6.1%	7.5%	8.2%	9.1%
股東權益報酬率	17.6%	13.6%	16.8%	18.3%	19.4%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	30.0%	36.5%	37.8%	35.8%	31.7%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	13.2	11.3	17.0	20.0	23.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	18.2	8.2	12.7	14.3	17.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.1	0.4	0.5	0.5	0.7
流動比率 (x)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7
速動比率 (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4
淨負債 (NT\$百萬)	(67,249)	(67,496)	(67,719)	(68,467)	(72,686)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	6.36	5.21	6.87	7.90	9.12
每股現金盈餘 (NT\$)	11.91	5.42	7.37	8.03	10.07
每股淨值 (NT\$)	35.86	38.67	41.74	44.29	49.91
調整後每股淨值 (NT\$)	36.86	39.61	41.74	44.29	49.91
每股營收 (NT\$)	64.80	59.84	71.04	79.16	87.42
EBITDA/Share (NT\$)	8.24	7.41	9.45	11.06	12.73
每股現金股利 (NT\$)	4.50	4.51	5.00	5.50	6.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.76	0.70	0.77	0.82	0.87
應收帳款周轉天數	79.0	99.2	86.3	84.8	80.9
存貨周轉天數	81.4	91.3	90.2	88.4	82.9
應付帳款周轉天數	129.1	146.8	133.3	127.3	119.1
現金轉換周轉天數	31.3	43.7	43.1	45.9	44.7

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	148,333	137,134	161,649	179,488	198,229
營業成本	(115,665)	(107,504)	(124,290)	(137,242)	(150,500)
營業毛利	32,668	29,630	37,359	42,245	47,729
營業費用	(18,152)	(16,696)	(19,610)	(21,085)	(22,925)
營業利益	14,516	12,934	17,749	21,160	24,804
總營業外收入	4,897	3,851	3,476	3,439	3,520
利息收入	2,854	2,970	2,771	2,615	2,696
投資利益淨額	7	20	26	24	24
其他營業外收入	2,036	861	678	800	800
總營業外費用	(1,047)	(1,150)	(80)	(373)	(373)
利息費用	(1,501)	(1,516)	(1,322)	(1,273)	(1,273)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	454	366	1,242	900	900
稅前純益	18,366	15,635	21,145	24,227	27,951
所得稅費用 [利益]	(3,767)	(3,674)	(5,498)	(6,299)	(7,267)
少數股東權益	(28)	(19)	(6)	(9)	(10)
非常項目	-	(0)	0	0	0
稅後淨利	14,571	11,942	15,642	17,919	20,674
EBITDA	18,872	16,980	21,499	25,071	28,874
每股盈餘 (NT\$)	6.36	5.21	6.87	7.90	9.12

現金流量

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	27,266	12,411	16,770	18,219	22,824
本期純益	14,571	11,942	15,642	17,919	20,674
折舊及攤提	4,356	4,047	3,750	3,910	4,070
本期運用資金變動	4,980	(3,683)	(3,167)	(3,595)	(8,708)
其他營業資產及負債變動	3,359	105	545	(15)	6,789
投資活動之現金流量	(3,340)	(4,843)	(5,292)	(5,000)	(5,000)
投資用短期投資出售 [新購]	1,037	1,796	-	-	-
本期長期投資變動	-	(2,245)	(134)	-	-
資本支出淨額	(3,703)	(3,548)	(4,965)	(5,000)	(5,000)
其他資產變動	(674)	(846)	(193)	-	-
自由現金流	17,003	6,505	8,553	10,774	8,517
融資活動之現金流量	(22,045)	(3,363)	(9,847)	(12,471)	(13,605)
短期借款變動	(10,120)	7,584	2,749	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(11,520)	(10,372)	(10,224)	(12,471)	(13,605)
其他融資現金流	(406)	(574)	(2,372)	(0)	0
匯率影響數	(204)	3,736	1,371	-	-
本期產生現金流量	1,677	7,942	3,001	748	4,219

投資回報率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	12.2%	12.2%	12.1%	11.7%	11.6%
= 營業利益率	9.8%	9.4%	11.0%	11.8%	12.5%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	0.0
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	23.2	12.9	10.1	8.6	6.7
營業利益率	9.8%	9.4%	11.0%	11.8%	12.5%
x 資本周轉率	23.2	12.9	10.1	8.6	6.7
x (1 - 有效現金稅率)	79.5%	76.5%	74.0%	74.0%	74.0%
= 稅後 ROIC	180.6%	92.9%	82.0%	74.9%	62.0%

資料來源：公司資料，凱基

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的下，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倉。