



電源供應器產業

800V DC (III) — 大勢所趨

焦點內容

1. 我們預估 Nvidia (美) 平台於 2027 年 HVDC 滲透率為 10-20%，而 ASIC 平台的滲透率可能略高。
2. 我們認為近期市場對台達電 (2308 TT, NT\$1,995, 增加持股) 市占流失的擔憂過度放大，並預期其仍將維持在伺服器電源領域無可爭議的市場領導地位，尤其是在 HVDC 領域。
3. 我們預期從電網到晶片的整合趨勢將持續提升，電源業者將尋求切入微電網與 DC-DC converter 市場。

重要訊息

本報告更新 AI 伺服器電源產業的最新市況，以回應近期市場傳聞，並調整對台達電 (2308 TT, NT\$1,995, 增加持股) 與光寶科 (2301 TT, NT\$224, 增加持股) 的預估。

評論及分析

HVDC 導入時程未變。近期市場對於 800V DC 大規模導入恐延後至 2028 年的疑慮升溫。然而，我們認為此進程符合產業原先預期，因每櫃熱設計功耗 (TDP) 約 220kW，Nvidia (美) VR200 平台導入 HVDC 非必要配置。凱基供應鏈調查顯示，HVDC 電源櫃仍預計於 2H26 啟動出貨、2027 年放量；預估 2027 年 Nvidia 平台的 HVDC 滲透率為 10%-20%，而 ASIC 平台，尤其是 AWS (美) Trainium 與 Google (美) TPU 的滲透率則略高。我們認為 2028 年起隨 400kW 以上 IT 機櫃系統 (如 Nvidia 採用 Kyber 架構的 VR300) 開始部署，HVDC 滲透率將明顯加速。由於並非所有既有資料中心均適合升級為 HVDC 架構，我們不認為可達到 100% 滲透率。固態變壓器 (SST) 部分，預期最快 2H28 進入商業化階段，時間點落在 IT 機櫃轉換為原生 HVDC 系統之後。

市場對台達電市占流失的擔憂被過度放大。多家電源供應商於 Computex 2026 展示各自 HVDC 電源櫃方案。值得注意的是，美系 tier-1 CSP 對於是否全面導入 BBU 仍存在不同看法。Vertiv (美) 甚至認為未來 BBU 有可能移至 Gray space，以提供更長時間的備援供電能力。光寶科亦展示液冷式 Power shelf 設計，並預期 2H27 開始導入。各家電源供應商普遍表示功率半導體及被動元件價格高漲且供給吃緊；Flex (美) 表示，受惠於與 Musashi (日) 的合作，其超級電容需求較同業更被優先滿足。近期市場亦傳出中國業者搶占市占率的消息，凱基調查顯示歐陸通 (中) 已成功打入某美系 tier-1 CSP 供應鏈，但台達電市場龍頭定位穩固，尤其在 HVDC 市占率超過 60%，且仍為該客戶主要供應商。我們認為 Vertiv 有機會成為第二大供應商，現已與四家美系 tier-1 CSP 建立合作關係。而光寶科深度綁定某領先美系 CSP，受惠客戶 ASIC 布局，目前亦積極爭取更多大型 CSP 客戶。此外，康舒 (6282 TT, NT\$59.8, 未評等) 亦已加入競爭行列，並計畫在既有 HPE (美) 客戶之外進一步擴大伺服器電源客戶基礎。

從電網到晶片端的整合趨勢加速。我們預期未來資料中心的 White space、Gray space 與 Black space 之間的界線將逐漸模糊，過去專注於特定領域的業者正積極跨足相鄰市場。台達電向來被視為以 White space 為主的供應商，目前正積極透過 SST、固態氧化物燃料電池 (SOFC) 及儲能系統 (BESS) 等微電網 (Micro-grid) 解決方案，切入 Black Space 市場。全球 SOFC 龍頭 Bloom Energy (美) 強勁的訂單展望顯示 SOFC 正逐漸獲市場認為最具可行性的 On site 發電方案之一，而台達電表示其採用 Ceres Power (英) 授權技術開發的 SOFC 系統已吸引廣大客戶關注，宣布將於台灣桃園興建專屬 SOFC 生產基地，目標 2028 年量產。我們認為電力電子技術能力乃台達電的核心競爭優勢，惟公司仍需強化服務能力，以更有效支援客戶在設施層級的需求。至於晶片端，系統電壓升至 HVDC 隱含長期 DC-DC 轉換將扮演更重要的角色；同時，AI 加速器 TDP 持續提高更加速垂直供電 (VPD) 技術的導入。台達電的 DC-DC

電源模組已獲一家關鍵美系 CSP 客戶 ASIC 平台導入，帶動今年出貨量大幅成長；在該 ASIC 出貨預期樂觀的背景下其訂單展望亦相當強勁。我們也注意到台達電與 Infineon (德) 在 VPD 領域的合作。光寶科過往在 DC-DC 技術著墨相對有限，但已於 Computex 2026 展示相關解決方案，並透露正與美國及中國客戶持續洽談合作。

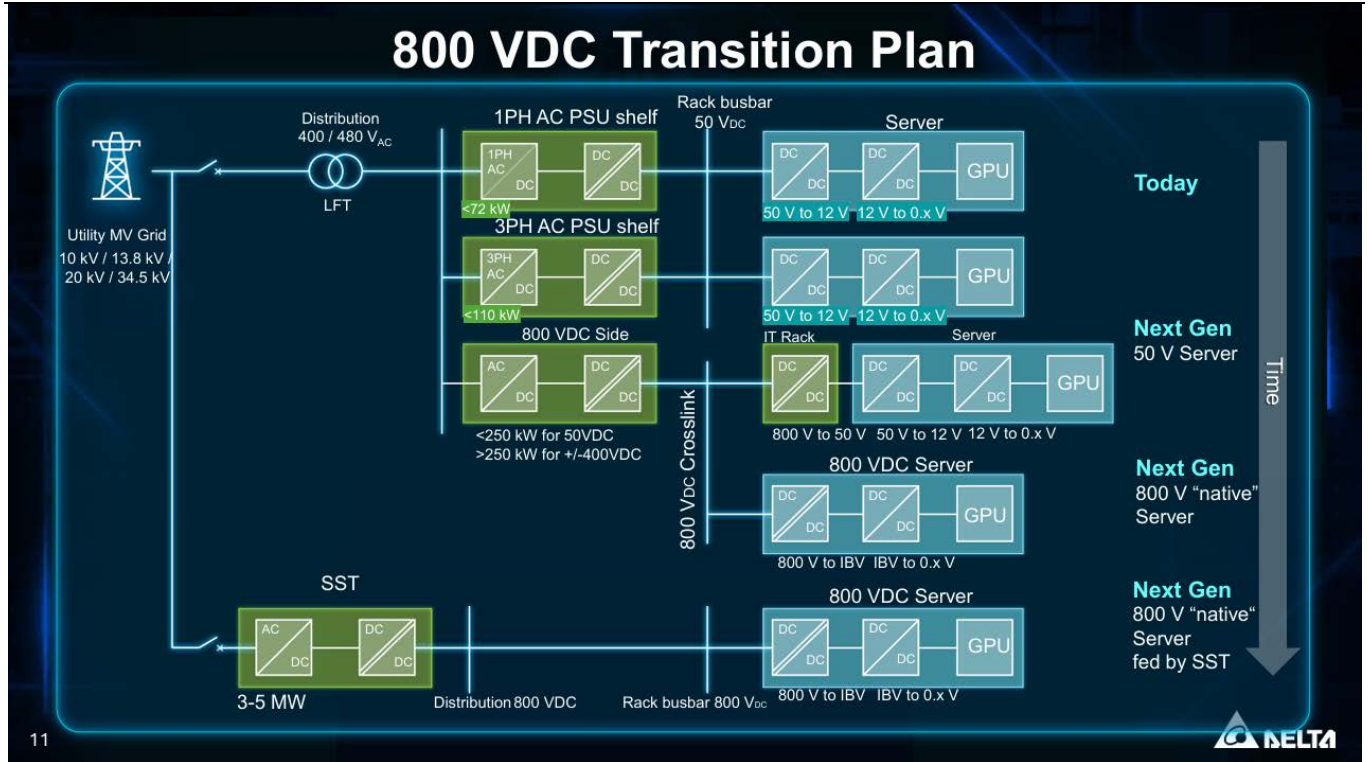
投資建議

過去一個月以來，儘管光寶科股價波動仍高，但明顯較台達電抗跌，主要受惠於 2Q26 營收季增動能較強，以及本益比較低。相較之下，台達電近期受到多項市場負面傳聞干擾，但我們認為相關疑慮有過度放大之虞。凱基預期隨穩健基本面逐步瓦解市場負面敘事，兩家公司股價均可望於 2H26 恢復動能。最新 12 個月目標價分別為：台達電 2,910 元、光寶科 275 元。在 AI 伺服器電源供應鏈中，我們同樣看好貿聯-KY (3665 TT, NT\$1,945, 增加持股)，並對其收購 Interplex Datacom (星) 擴大 HPC 產品組合之舉措持正面看法。

投資風險

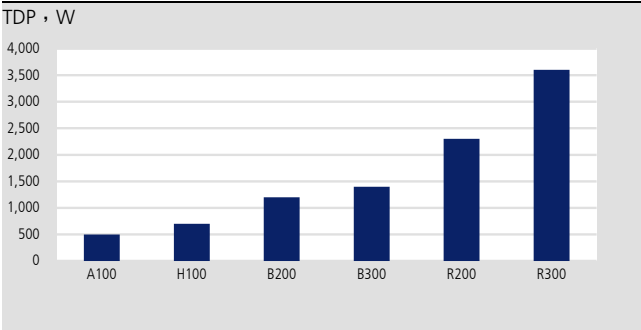
AI 伺服器供應鏈學習曲線過長；地緣政治風險導致大環境放緩。

圖 1：資料中心 HVDC 推進藍圖



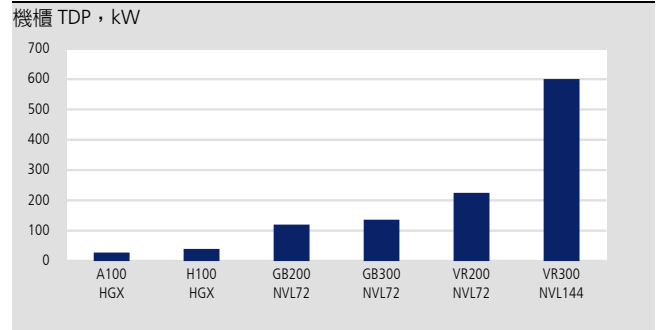
資料來源：台達電：凱基

圖 2：Nvidia GPU 世代演進帶動 TDP 持續攀升



資料來源：Nvidia：凱基

圖 3：IT 機櫃電力需求將大幅躍升



資料來源：Nvidia：凱基

圖 4：伺服器電源架構演進



資料來源：光寶科：凱基

圖 5：台達電 HVDC 機櫃設計原型 (GTC 大會)

800 VDC 660 kW Power System(w/ BBU)

Type of Converter: AC-DC

Technical Specifications	
Input	415/480Vac(315V~528V); 50/60Hz; 3Φ + PE; 100A *12 PCS
Output	800Vdc; 660kW Rated
PSU	18.5kW *36pcs
BBU	16kW BBU *30pcs (N+1), 450kW Rated
P.F.	> 0.99
Efficiency	> 98%
Dimension	600*1200*2235 mm (W*D*H)
Temp.	-5 ~ +40 °C (+23 ~ +104°F)
MISC	Hot pluggable for PSU, BBU

20

資料來源：台達電：凱基

圖 6 : 光寶科 HVDC 機櫃設計原型 (GTC 大會)

2. 800 VDC POWER RACK | NEXT GEN 660KW (4 TO MAKE 3 REDUNDANCY)

Power shelf ①

- Output type – bus clip
- 110kW for with 3RU height

PSU ②

- 346 VAC ~ 480 VAC input range
- 18.3kW 1RU height design
- 800 VDC output
- Lower input current ramp rate

DC PDU ③

- Include 250A fuse/contactor box
- 250A output connector – 4 counts
- 3RU height design

BBS w/ BBU ④

- 110kW power / Shelf
- 45s discharge time @ full power
- 5 BBU's config with 3RU height design
- BBU – 22kW design
- 10 years life time

CIPS-Sales@liteon.com

DC/DC power shelf ⑤

- Convert 800 VDC to 50 VDC
- 180kW configuration
- 19" 2RU design

DC/DC PSU ⑥

- 22.5kW power rating
- 1RU height design

Power rack bus bar ⑦

- 1500A/ 800 VDC rating
- Touch-proof design

Power Rack Configuration

- 660kW 4 to make 3 configuration
- Config 8*110kW power shelves
- AC input count – 8 (200A per each)
- 800 VDC cable for power and IT rack connection

LITEON

資料來源 : 光寶科 : 凱基

圖 7 : 光寶科 HVDC 機櫃設計原型 (GTC 大會)

2. 800 VDC POWER RACK | NEXT GEN POWER RACK (1.2MW)

AC PDU

- AC PDU in one zone – 14RU
- 3 ϕ 415 VAC – 480 VAC input
- Support 16 x 160A AC whips for power shelf connection

Power Shelves

- 2RU 100kW power shelves, 16 sets – 32RU
- 3 ϕ 415 VAC – 480 Vac input
- 1.2MW rated under a 4-to-make-3 redundancy

Front View Rear View

LITEON

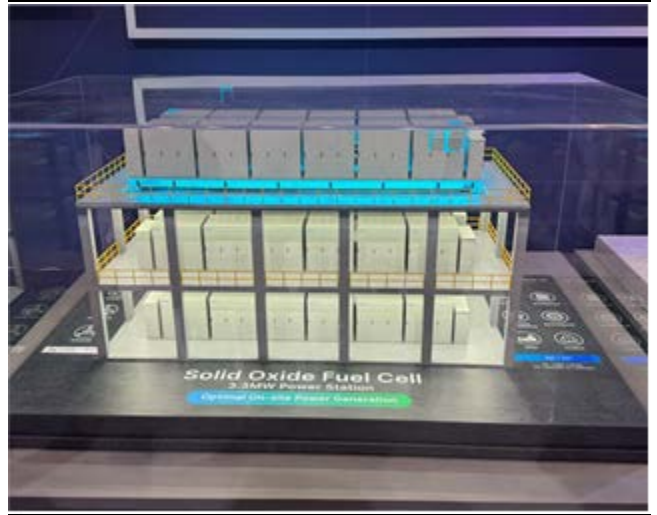
資料來源 : 光寶科 : 凱基

圖 8：台達電於 Computex 2026 展示 SST 產品



資料來源：台達電；凱基

圖 9：台達電於 Computex 2026 展示 SOFC 產品



資料來源：台達電；凱基

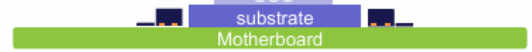
圖 10：我們預期 DC-DC 電源模組採用率將提升

Power Delivery Solutions for AI Accelerators

Discrete

- Lowest cost, with established eco-system and quality record
- PDN losses exceed 100W for GPU currents beyond 850-1000A

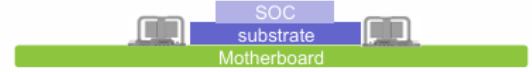
Lumped PDN = 90-140 $\mu\Omega$



Module (Lateral)

- Integrates power stage, inductor and capacitors into a single device, enabling more current to be sourced close to processor
- PDN losses exceed 100W for GPU currents beyond 1100 – 1350A

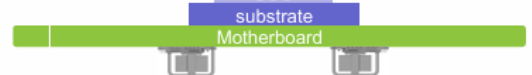
Lumped PDN = 55-80 $\mu\Omega$



Module (Backside Lateral)

- Relocates the module to the backside of the motherboard, shortening the high current path to GPU
- PDN losses exceed 100W for GPU currents beyond 1500 – 2000A

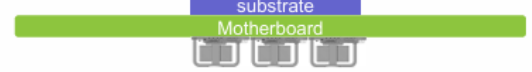
Lumped PDN = 25-45 $\mu\Omega$



Module (Vertical)

- Positions modules directly under processor, further shortening current path
- PDN losses exceed 100W for GPU currents beyond 2500 – 3000A

Lumped PDN = 10-15 $\mu\Omega$



資料來源：OCIP；凱基

台達電 – 維持「增加持股」評等，12 個月目標價 2,910 元

獲利預估修正。此次下修 2026-27 年 EPS 預估 7%、2%，但維持 2028 年 EPS 預估大致不變，2025-28 年 EPS CAGR 達 68%；修正後的 2027-28 年 EPS 預估分別較市場共識高出 11%、19%。我們預估資料中心相關業務將占 2026-28 年營收 61%、72%、80%，其中 HVDC 電源櫃之 2027-28 年營收貢獻將分別達 13%與 32%。目前我們認為 Power Rack 營收將全數認列於資通訊基礎設施事業群 (ICTBG)。此外，我們認為市場對 DC-DC converter 業務的營收預估過於保守，考量其優異的獲利能力，未來有望成為推升利潤率的重要動能。在目前的預估中，2028 年微電網業務的營收貢獻仍低於 1%，但我們看好 SST、SOFC 可望成為台達電的長期營收成長重要推手。

4-5 月累計營收達 1,177 億元，年增 44%，但低於市場共識預期，僅達我們先前 2Q26 營收預估的 61.2%。考量成本通膨壓力以及產品組合較不利，我們預估 2Q26 營收季增 12%，毛利率 36.8%。隨著新一代 AI 加速器平台開始放量，我們預期伺服器電源產品出貨將於 3Q26 顯著成長，帶動營收季增 17%，並於 4Q26 進一步季增 9%。此外，受惠於規模經濟效益顯現，及公司逐步將上升成本轉嫁予客戶，我們預估 3Q26 起營益率可維持 20%以上。

評價。台達電股價已自 5 月底高點以來回檔 23%，反映 2Q26 營收不如預期、傳聞中的 800V DC 導入時程延後，以及近期市占率流失疑慮的擔憂。然而，我們認為上述利空已被市場過度放大，因為台達電在電源供應器市場的領導地位仍無可匹敵。我們預期隨著市場焦點於 2H26 回歸穩健的基本面，股價動能可望重新恢復。我們重申「增加持股」評等，並將 12 個月目標價微調至 2,910 元，係基於 2027-28 年平均 EPS 預估的 32 倍本益比，對比歷史本益比區間 17-47 倍。

圖 11：2Q26 及 3Q26 財測修正 vs.市場共識

百萬元	2Q26F							3Q26F						
	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	178,985	192,364	(7.0)	12.3	44.3	184,516	(3.0)	208,786	211,940	(1.5)	16.6	38.9	208,182	0.3
毛利	65,867	75,205	(12.4)	11.7	49.5	67,776	(2.8)	80,702	84,622	(4.6)	22.5	54.0	77,046	4.7
營業利益	32,039	40,195	(20.3)	12.7	71.6	34,751	(7.8)	43,538	46,897	(7.2)	35.9	75.5	40,854	6.6
稅後淨利	23,493	28,221	(16.8)	14.3	68.4	25,135	(6.5)	30,679	32,827	(6.5)	30.6	64.9	29,445	4.2
每股盈餘 (元)	9.04	10.86	(16.8)	14.3	68.4	9.65	(6.3)	11.81	12.64	(6.5)	30.6	64.9	11.15	5.9
毛利率 (%)	36.8	39.1	(2.3) ppts	(0.2) ppts	1.3 ppts	36.7	0.1 ppts	38.7	39.9	(1.3) ppts	1.9 ppts	3.8 ppts	37.0	1.6 ppts
營利率 (%)	17.9	20.9	(3.0) ppts	0.1 ppts	2.8 ppts	18.8	(0.9) ppts	20.9	22.1	(1.3) ppts	3.0 ppts	4.3 ppts	19.6	1.2 ppts
淨利率 (%)	13.1	14.7	(1.5) ppts	0.2 ppts	1.9 ppts	13.6	(0.5) ppts	14.7	15.5	(0.8) ppts	1.6 ppts	2.3 ppts	14.1	0.6 ppts

資料來源：Bloomberg、凱基

圖 12：2026-28 年財測修正 vs.市場共識

百萬元	2026F					2027F					2028F							
	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(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	774,929	789,527	(1.8)	39.7	771,020	0.5	1,136,896	1,149,290	(1.1)	46.7	1,068,722	6.4	1,655,981	1,677,970	(1.3)	45.7	1,460,593	13.4
毛利	292,878	307,935	(4.9)	54.0	284,722	2.9	456,325	465,889	(2.1)	55.8	404,095	12.9	670,469	673,341	(0.4)	46.9	558,063	20.1
營業利益	151,477	165,128	(8.3)	80.5	146,626	3.3	269,124	275,741	(2.4)	77.7	231,529	16.2	414,423	412,360	0.5	54.0	350,051	18.4
稅後淨利	107,890	116,134	(7.1)	79.5	106,958	0.9	187,053	190,952	(2.0)	73.4	170,642	9.6	285,313	284,234	0.4	52.5	253,000	12.8
每股盈餘 (元)	41.54	44.71	(7.1)	79.5	40.96	1.4	72.01	73.51	(2.0)	73.4	65.10	10.6	109.84	109.42	0.4	52.5	91.67	19.8
毛利率 (%)	37.8	39.0	(1.2) ppts	3.5 ppts	36.9	0.9 ppts	40.1	40.5	(0.4) ppts	2.3 ppts	37.8	2.3 ppts	40.5	40.1	0.4 ppts	0.3 ppts	38.2	2.3 ppts
營利率 (%)	19.5	20.9	(1.4) ppts	4.4 ppts	19.0	0.5 ppts	23.7	24.0	(0.3) ppts	4.1 ppts	21.7	2.0 ppts	25.0	24.6	0.5 ppts	1.4 ppts	24.0	1.1 ppts
淨利率 (%)	13.9	14.7	(0.8) ppts	3.1 ppts	13.9	0.1 ppts	16.5	16.6	(0.2) ppts	2.5 ppts	16.0	0.5 ppts	17.2	16.9	0.3 ppts	0.8 ppts	17.3	(0.1) ppts

資料來源：Bloomberg、凱基

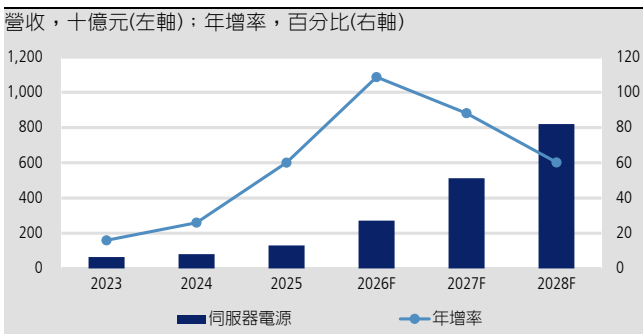
圖 13：台達電業務結構

業務類別	1Q26 營收比重 (%)	事業群	2025 營收成長 (%)	2026F 營收成長 (%)	2026F 營收比重 (%)	產品
電源及零組件	54	電源及系統 (PSBG)	34	70	40	DT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)	8	11	7	被動元件 (乾坤)、光纖收發器
		風扇與散熱 (FMBG)	15	33	8	風扇、散熱模組
交通	5	電動車解決方案 (EVSBG)	(16)	(11)	4	車載充電器、DC-DC轉換器、感應馬達
自動化	9	工業自動化 (IABG)	5	9	5	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)	4	5	2	樓宇自動化解決方案、LED照明、監視攝像頭
基礎設施	32	資訊通訊技術 (ICTBG)	102	42	30	資料中心基礎設施、液冷系統、電池備援系統、在線式UPS、電信電源、網通
		能源基礎設施系統 (EISBG)	(0)	10	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

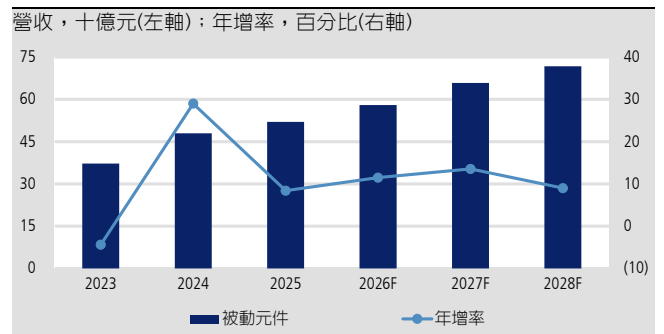
資料來源：公司資料、凱基

圖 14：AI 伺服器滲透率提升，拉抬 2025-28 年伺服器電源營收 CAGR 達 85%



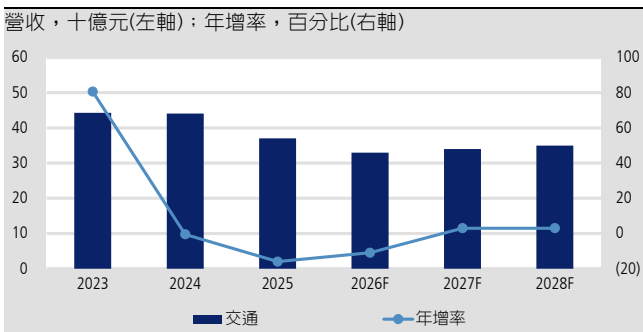
資料來源：公司資料，凱基

圖 15：因基期較高，2025 年被動元件營收成長放緩



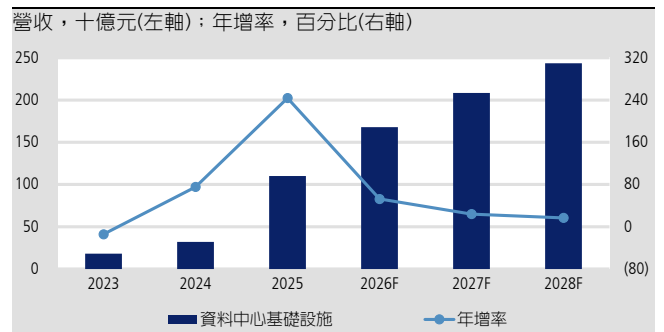
資料來源：公司資料，凱基

圖 16：預期至 2026 年電動車需求無明顯回升



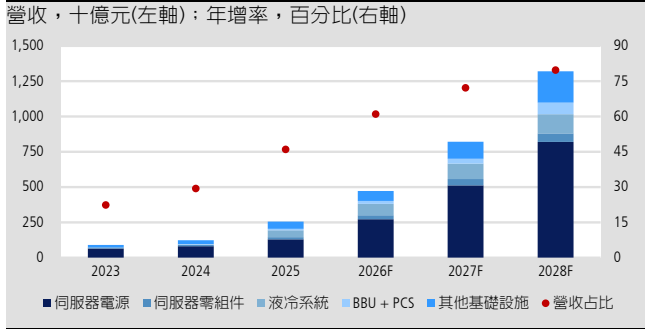
資料來源：公司資料，凱基

圖 17：液冷系統與 BBU 拉抬資料中心基礎設施營收激增



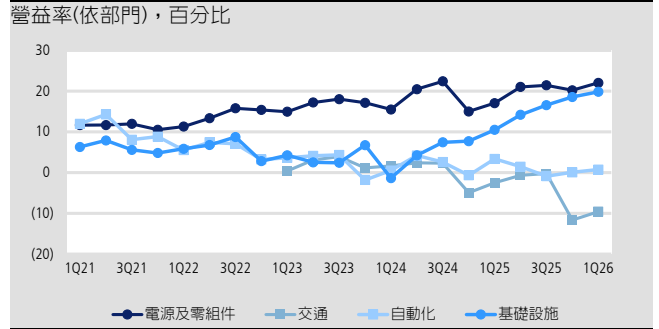
資料來源：公司資料，凱基

圖 18：2026 年資料中心相關營收占比將超過 50%



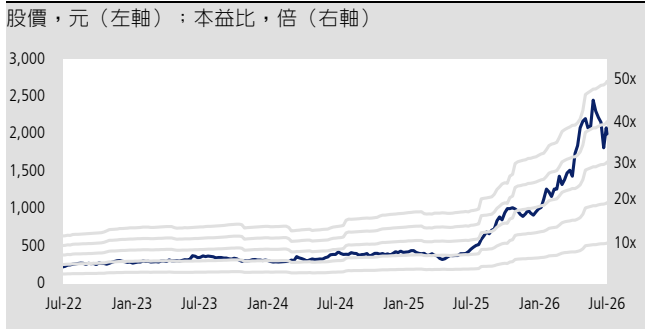
資料來源：公司資料、凱基

圖 19：AI 伺服器電源與液冷系統營收強勁將優化產品組合



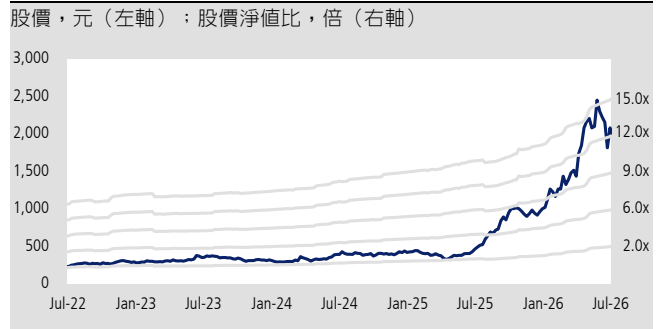
資料來源：公司資料、凱基

圖 20：未來一年預估本益比區間



資料來源：Bloomberg、凱基

圖 21：未來一年預估股價淨值比區間



資料來源：Bloomberg、凱基

圖 22：台達電於資料中心產品布局

定義	區域內設備	台達電布局
White space 架高地板的 IT 環境，用於放置伺服器、儲存設備、網通設備及 AI 加速器。具潔淨、溫控條件，是資料中心內最有價值的空間。	- AI 訓練及推論機櫃 - GPU 叢集 - 存儲陣列 - Top-of-rack switching - In-row & liquid cooling	PSU, power shelf, 網路交換器, CDUs, rack-level 電源分配, 精準氣流管理 - 針對 100kW+ AI 機櫃
Grey space 維持 white space 運作的電力基礎設施，包括 UPS、配電盤、冰水主機、幫浦及樓宇管理系統。雖不顯眼但不可或缺。	- UPS & 電池 - 配電盤及開關設備 - 冰水機組 - 幫浦模組 - BMS & DCIM 控制系統	模組化 UPS、中壓開關設備、統一的 DCIM 軟體 - 透過單一控制框架管理所有輔助系統
Black space 公用工程場域與變電站，涵蓋高壓併網、變壓器、發電機與燃料系統。這是每 MW 電力抵達 GPU 前的最前端。	- 公用工程變電站 - 中壓變壓器 - 備用發電機組 - 燃料儲存 - 電網併網	併網型電力轉換、變壓器整合、on-site 能源儲存-行程從變電站到晶片端的完整閉環

資料來源：公司資料、凱基

台達電 (2308 TT)

損益表

	季度								年度		
	Mar-26A	Jun-26F	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	159,353	178,985	208,786	227,806	238,944	268,022	298,626	331,304	774,929	1,136,896	1,655,981
營業成本	(100,392)	(113,118)	(128,084)	(140,457)	(144,957)	(160,205)	(177,232)	(198,177)	(482,051)	(680,571)	(985,512)
營業毛利	58,961	65,867	80,702	87,349	93,988	107,817	121,394	133,127	292,878	456,325	670,469
營業費用	(30,544)	(33,828)	(37,164)	(39,866)	(41,098)	(45,296)	(49,124)	(51,683)	(141,402)	(187,202)	(256,046)
營業利益	28,417	32,039	43,538	47,483	52,889	62,521	72,270	81,444	151,477	269,124	414,423
折舊	(6,757)	(6,892)	(7,030)	(7,171)	(7,314)	(7,461)	(7,610)	(7,762)	(27,851)	(30,147)	(32,632)
攤提	(990)	(960)	(960)	(960)	(960)	(960)	(960)	(960)	(3,870)	(3,840)	(3,840)
EBITDA	36,165	39,891	51,528	55,614	61,163	70,941	80,840	90,166	183,198	303,110	450,895
利息收入	951	1,160	1,146	1,186	1,348	1,507	1,523	1,588	4,443	5,966	8,803
投資利益淨額	37	120	300	35	110	130	350	40	492	630	706
其他營業外收入	1,709	1,500	1,500	1,500	1,650	1,650	1,650	1,650	6,209	6,600	7,200
總營業外收入	2,696	2,780	2,946	2,721	3,108	3,287	3,523	3,278	11,144	13,196	16,709
利息費用	(523)	(523)	(523)	(523)	(523)	(523)	(523)	(523)	(2,090)	(2,090)	(2,090)
投資損失	(3)	-	-	-	-	-	-	-	(3)	-	-
其他營業外費用	505	-	-	-	-	-	-	-	505	-	-
總營業外費用	(21)	(523)	(523)	(523)	(523)	(523)	(523)	(523)	(1,589)	(2,090)	(2,090)
稅前純益	31,093	34,296	45,961	49,681	55,475	65,285	75,271	84,200	161,032	280,230	429,042
所得稅費用[利益]	(7,258)	(7,888)	(10,571)	(11,427)	(12,759)	(15,016)	(17,312)	(19,366)	(37,144)	(64,453)	(98,680)
少數股東損益	(3,279)	(2,915)	(4,711)	(5,092)	(5,686)	(6,692)	(7,715)	(8,630)	(15,998)	(28,724)	(45,049)
非常項目	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	20,556	23,493	30,679	33,162	37,029	43,578	50,243	56,203	107,890	187,053	285,313
每股盈餘 (NT\$)	7.91	9.04	11.81	12.77	14.26	16.78	19.34	21.64	41.54	72.01	109.84
獲利率 (%)											
營業毛利率	37.0	36.8	38.7	38.3	39.3	40.2	40.7	40.2	37.8	40.1	40.5
營業利益率	17.8	17.9	20.9	20.8	22.1	23.3	24.2	24.6	19.5	23.7	25.0
EBITDA Margin	22.7	22.3	24.7	24.4	25.6	26.5	27.1	27.2	23.6	26.7	27.2
稅前純益率	19.5	19.2	22.0	21.8	23.2	24.4	25.2	25.4	20.8	24.6	25.9
稅後純益率	12.9	13.1	14.7	14.6	15.5	16.3	16.8	17.0	13.9	16.5	17.2
季成長率 (%)											
營業收入	(1.4)	12.3	16.6	9.1	4.9	12.2	11.4	10.9			
營業毛利	5.5	11.7	22.5	8.2	7.6	14.7	12.6	9.7			
營業收益增長	7.6	12.7	35.9	9.1	11.4	18.2	15.6	12.7			
EBITDA	9.9	10.3	29.2	7.9	10.0	16.0	14.0	11.5			
稅前純益	21.2	10.3	34.0	8.1	11.7	17.7	15.3	11.9			
稅後純益	18.7	14.3	30.6	8.1	11.7	17.7	15.3	11.9			
年成長率 (%)											
營業收入	34.0	44.3	38.9	41.0	49.9	49.7	43.0	45.4	39.7	46.7	45.7
營業毛利	56.0	49.5	54.0	56.2	59.4	63.7	50.4	52.4	54.0	55.8	46.9
營業收益	102.5	71.6	75.5	79.7	86.1	95.1	66.0	71.5	80.5	77.7	54.0
EBITDA	73.3	57.0	58.2	69.0	69.1	77.8	56.9	62.1	63.9	65.5	48.8
稅前純益	98.5	75.2	70.3	93.7	78.4	90.4	63.8	69.5	83.3	74.0	53.1
稅後純益	100.9	68.4	64.9	91.4	80.1	85.5	63.8	69.5	79.5	73.4	52.5

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	531,898	639,619	773,899	974,056	1,288,778
流動資產	310,925	395,781	506,754	688,268	978,756
現金及短期投資	121,793	155,113	198,123	264,235	382,870
存貨	83,856	101,478	127,827	167,065	228,879
應收帳款及票據	89,921	121,717	162,777	238,940	348,980
其他流動資產	15,355	17,473	18,027	18,027	18,027
非流動資產	220,973	243,838	267,144	285,788	310,022
長期投資	8,503	6,722	6,941	7,571	8,276
固定資產	115,710	142,040	163,458	185,312	212,680
什項資產	96,760	95,076	96,745	92,905	89,065
負債總額	252,332	314,230	346,718	385,127	463,259
流動負債	152,283	209,665	240,432	278,841	356,973
應付帳款及票據	69,223	94,452	119,419	157,828	235,959
短期借款	8,121	17,325	10,846	10,846	10,846
什項負債	74,939	97,888	110,168	110,168	110,168
長期負債	100,049	104,565	106,286	106,286	106,286
長期借款	56,309	56,703	54,745	54,745	54,745
其他負債及準備	41,523	45,365	48,826	48,826	48,826
股東權益總額	279,565	325,389	427,181	588,929	825,520
普通股	25,975	25,975	25,975	25,975	25,975
保留盈餘	98,433	140,397	217,012	349,071	540,612
少數股東權益	49,478	57,331	70,435	99,159	144,208
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	5.0%	31.8%	39.7%	46.7%	45.7%
營業收益增長	16.4%	76.1%	80.5%	77.7%	54.0%
EBITDA	16.2%	53.8%	63.9%	65.5%	48.8%
稅後純益	5.5%	70.6%	79.5%	73.4%	52.5%
每股盈餘成長率	5.9%	70.6%	79.5%	73.4%	52.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	32.4%	34.3%	37.8%	40.1%	40.5%
營業利益率	11.3%	15.1%	19.5%	23.7%	25.0%
EBITDA Margin	17.3%	20.1%	23.6%	26.7%	27.2%
稅後純益率	8.4%	10.8%	13.9%	16.5%	17.2%
平均資產報酬率	7.1%	10.3%	15.3%	21.4%	25.2%
股東權益報酬率	16.4%	24.1%	34.5%	44.2%	48.7%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	23.0%	22.8%	15.4%	11.1%	7.9%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	34.2	40.7	78.0	135.1	206.3
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	47.1	44.4	58.0	82.4	130.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	7.5	5.0	9.4	13.3	21.1
流動比率 (x)	2.0	1.9	2.1	2.5	2.7
速動比率 (x)	1.5	1.4	1.6	1.9	2.1
淨負債 (NT\$百萬)	(53,029)	(77,144)	(128,924)	(195,036)	(313,671)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	13.56	23.14	41.54	72.01	109.84
每股現金盈餘 (NT\$)	28.06	37.91	46.64	66.27	104.87
每股淨值 (NT\$)	88.58	103.20	137.34	188.55	262.29
調整後每股淨值 (NT\$)	88.58	103.20	137.34	188.55	262.29
每股營收 (NT\$)	162.13	213.62	298.33	437.68	637.52
EBITDA/Share (NT\$)	27.98	43.03	70.53	116.69	173.59
每股現金股利 (NT\$)	7.00	11.60	20.80	36.10	55.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.85	0.95	1.10	1.30	1.46
應收帳款周轉天數	78.1	80.1	76.7	76.7	77.1
存貨周轉天數	107.9	101.6	96.8	89.6	85.0
應付帳款周轉天數	89.0	94.5	90.4	84.6	87.6
現金轉換周轉天數	97.0	87.1	83.0	81.7	74.5

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	421,148	554,885	774,929	1,136,896	1,655,981
營業成本	(284,567)	(364,729)	(482,051)	(680,571)	(985,512)
營業毛利	136,580	190,157	292,878	456,325	670,469
營業費用	(88,928)	(106,224)	(141,402)	(187,202)	(256,046)
營業利益	47,652	83,932	151,477	269,124	414,423
總營業外收入	8,163	9,233	11,144	13,196	16,709
利息收入	3,407	3,717	4,443	5,966	8,803
投資利益淨額	438	484	492	630	706
其他營業外收入	4,319	5,032	6,209	6,600	7,200
總營業外費用	(4,499)	(5,299)	(1,589)	(2,090)	(2,090)
利息費用	(1,547)	(2,216)	(2,090)	(2,090)	(2,090)
投資損失	(73)	-	(3)	-	-
其他營業外費用	(2,879)	(3,083)	505	-	-
稅前純益	51,316	87,866	161,032	280,230	429,042
所得稅費用[利益]	(10,925)	(19,930)	(37,144)	(64,453)	(98,680)
少數股東損益	(5,163)	(7,828)	(15,998)	(28,724)	(45,049)
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	35,229	60,108	107,890	187,053	285,313
EBITDA	72,668	111,771	183,198	303,110	450,895
每股盈餘 (NT\$)	13.56	23.14	41.54	72.01	109.84

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	72,895	98,474	121,143	172,141	272,406
本期純益	35,229	60,108	107,890	187,053	285,313
折舊及攤提	25,016	27,839	31,721	33,987	36,472
本期運用資金變動	(2,538)	(24,348)	(42,453)	(76,993)	(93,722)
其他營業資產及負債變動	15,188	34,875	23,985	28,094	44,344
投資活動之現金流量	(40,360)	(53,214)	(49,818)	(52,000)	(60,000)
投資用短期投資出售[新購]	(334)	(566)	-	-	-
資本支出淨額	(213)	(135)	-	-	-
其他資產變動	(33,430)	(46,091)	(48,691)	(52,000)	(60,000)
自由現金流	22,634	18,478	53,243	108,379	198,016
融資活動之現金流量	(11,118)	(9,401)	(30,459)	(54,029)	(93,771)
短期借款變動	(1,417)	446	(1,146)	-	-
長期借款變動	8,552	11,283	(7,291)	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(16,702)	(20,313)	(30,132)	(54,029)	(93,771)
其他融資現金流	(1,550)	(817)	8,110	-	-
匯率影響數	8,586	(2,146)	2,477	-	-
本期產生現金流量	30,003	33,713	43,342	66,112	118,635

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	21.1%	19.1%	18.2%	16.5%	15.5%
= 營業利益率	11.3%	15.1%	19.5%	23.7%	25.0%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	0.3	0.2	0.2	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	2.6	2.8	3.1	3.2	3.5
營業利益率	11.3%	15.1%	19.5%	23.7%	25.0%
x 資本周轉率	2.6	2.8	3.1	3.2	3.5
x (1 - 有效現金稅率)	78.7%	77.3%	76.9%	77.0%	77.0%
= 稅後 ROIC	22.7%	33.1%	46.4%	59.2%	67.7%

資料來源：公司資料，凱基

光寶科 – 維持「增加持股」評等，12 個月目標價 275 元

獲利預估調整。光寶科長期位列 Nvidia AC-DC Power shelf RVL 清單，並持續受惠於 ASIC 市場快速成長，尤其來自其主要美系 CSP 客戶的需求，使其成為該客戶主要 PSU 供應商之一。公司目前正與該客戶積極合作開發 Power rack 解決方案，其中 50V 方案已於 2Q26 開始量產，而 800V DC Power rack 預計於 4Q26 展開初期出貨，並於 2027 年進一步放量。鑒於光寶科已成功打入美國前五大雲端服務供應商中的三家，以及美國最大伺服器品牌客戶，我們預估其今年在全球 AI 伺服器電源市場的市占率可達約 20%。未來市占率能否持續提升，將取決於公司是否能進一步切入其餘兩家 Tier-1 美國 CSP 客戶，而管理層對此表示有信心於近期取得進展。此外，光寶科亦積極補強 DC-DC 技術能力，近期宣布以 37 億元收購南京能利芯科技 (中) 即為具體展現。我們認為，光寶科在客製化方面的專業能力與設計彈性具備核心競爭優勢，不過產品品質管控仍可能偶爾構成潛在風險。

我們將 2026-28 年 EPS 預估分別上修 4%、6%、4%，對應 2025-28 年 EPS CAGR 達 40%。預估雲端業務 (包含伺服器電源、BBU、機構件及液冷產品) 之營收占比將由 2025 年的 31%，提升至 2026 年的 47%、2027 年的 59% 及 2028 年的 68%，2025-28 年營收 CAGR 達 72%。4-5 月營收達 340 億元，年增 27%，略優於市場預期，並已達先前凱基 2Q26 營收預估的 66.9%。在主要客戶 Gen 3 ASIC 平台推出帶動提前拉貨需求下，我們認為公司有望達成 2Q26 營收季增 20% 的指引目標。展望 3Q26，我們預估雲端業務營收將季增 21%，帶動合併營收季增 12%。假設新產品量產進度順利，我們預期自 2Q26 起毛利率可望穩定維持在 23% 以上。

評價。自 1Q26 財報公布以來，光寶科股價已上漲 30%，主要受投資人尋找特定美系 CSP 之 Gen 3 ASIC 供應鏈受惠者所帶動。因此，我們維持「增加持股」評等，並將 12 個月目標價上調至 275 元，係基於 2027 年預估 EPS 的 21 倍本益比，對比歷史本益比區間 8-24 倍。

圖 23：2Q26 及 3Q26 財測修正 vs.市場共識

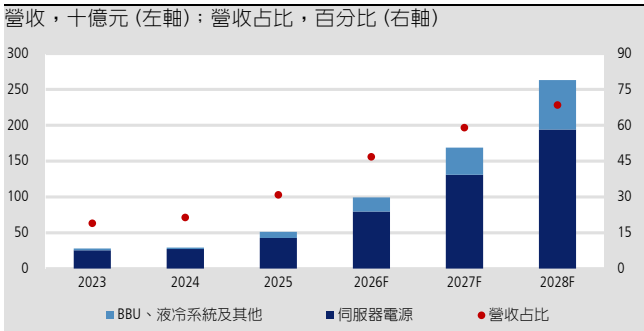
百萬元	2Q26F							3Q26F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	52,043	50,881	2.3	19.9	28.8	50,023	4.0	58,482	55,389	5.6	12.4	30.3	54,919	6.5
毛利	12,045	11,750	2.5	28.1	34.7	11,590	3.9	13,946	13,134	6.2	15.8	24.0	13,104	6.4
營業利益	5,800	5,645	2.8	41.5	55.6	5,691	1.9	7,016	6,570	6.8	21.0	49.8	6,732	4.2
稅後淨利	4,789	4,631	3.4	26.9	51.8	4,761	0.6	5,700	5,335	6.8	19.0	22.7	5,627	1.3
每股盈餘 (元)	2.11	2.04	3.4	26.9	52.3	2.08	1.6	2.51	2.35	6.8	19.0	22.7	2.43	3.4
毛利率 (%)	23.1	23.1	0.1 ppt	1.5 ppt	1.0 ppt	23.2	(0.0) ppt	23.8	23.7	0.1 ppt	0.7 ppt	(1.2) ppt	23.9	(0.0) ppt
營業率 (%)	11.1	11.1	0.1 ppt	1.7 ppt	1.9 ppt	11.4	(0.2) ppt	12.0	11.9	0.1 ppt	0.9 ppt	1.6 ppt	12.3	(0.3) ppt
淨利率 (%)	9.2	9.1	0.1 ppt	0.5 ppt	1.4 ppt	9.5	(0.3) ppt	9.7	9.6	0.1 ppt	0.5 ppt	(0.6) ppt	10.2	(0.5) ppt

資料來源：Bloomberg；凱基

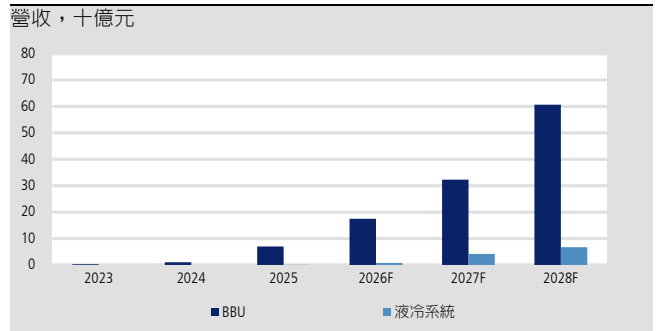
圖 24：2026-28 年財測修正 vs.市場共識

百萬元	2026F					2027F					2028F							
	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 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	212,466	207,001	2.6	27.9	204,487	3.9	286,162	275,606	3.8	34.7	246,919	15.9	384,131	369,888	3.9	34.2	353,920	8.5
毛利	49,480	48,047	3.0	30.1	47,623	3.9	71,787	69,228	3.7	45.1	60,811	18.0	99,933	96,818	3.2	39.2	90,066	11.0
營業利益	24,094	23,310	3.4	43.9	23,118	4.2	37,255	35,362	5.4	54.6	32,724	13.8	53,001	51,282	3.4	42.3	48,463	9.4
稅後淨利	20,102	19,394	3.7	33.0	19,794	1.6	29,668	28,045	5.8	47.6	26,972	10.0	41,522	40,017	3.8	40.0	39,189	6.0
每股盈餘 (元)	8.87	8.55	3.7	33.5	8.66	2.4	13.08	12.37	5.8	47.6	11.83	10.6	18.31	17.65	3.8	40.0	16.32	12.2
毛利率 (%)	23.3	23.2	0.1 ppt	0.4 ppt	23.3	(0.0) ppt	25.1	25.1	(0.0) ppt	1.8 ppt	24.6	0.5 ppt	26.0	26.2	(0.2) ppt	0.9 ppt	25.4	0.6 ppt
營業率 (%)	11.3	11.3	0.1 ppt	1.3 ppt	11.3	0.0 ppt	13.0	12.8	0.2 ppt	1.7 ppt	13.3	(0.2) ppt	13.8	13.9	(0.1) ppt	0.8 ppt	13.7	0.1 ppt
淨利率 (%)	9.5	9.4	0.1 ppt	0.4 ppt	9.7	(0.2) ppt	10.4	10.2	0.2 ppt	0.9 ppt	10.9	(0.6) ppt	10.8	10.8	(0.0) ppt	0.4 ppt	11.1	(0.3) ppt

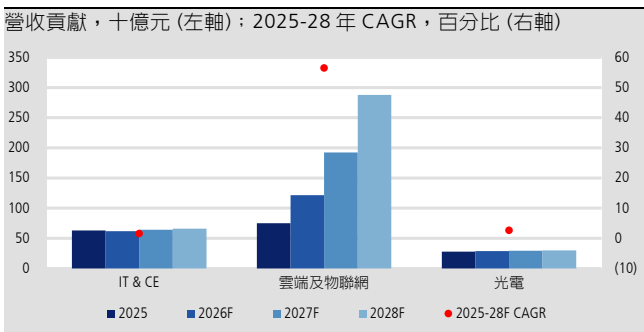
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 25：預估 2026-28 年伺服器相關營收占 47%、59% 及 68%


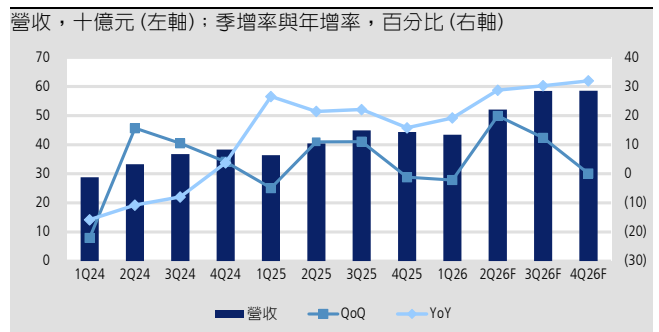
資料來源：公司資料；凱基

圖 26：BBU 及液冷系統為 2025-27 年為營收成長重要推手


資料來源：公司資料；凱基

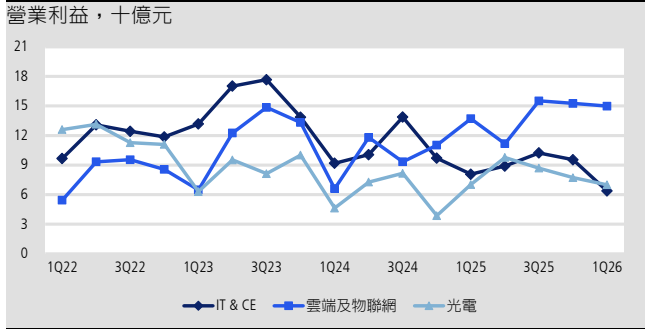
圖 27：非雲端業務回復成長動能


資料來源：公司資料；凱基

圖 28：營收自 4Q24 起重返年增


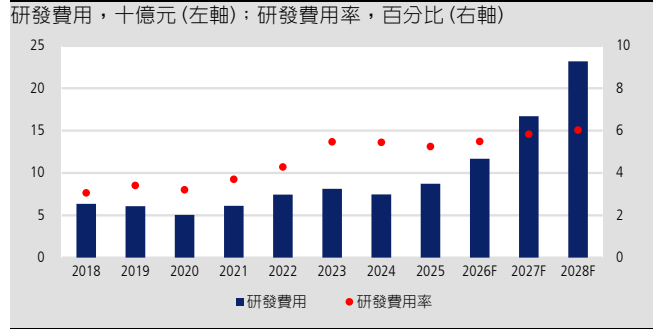
資料來源：公司資料；凱基

圖 29：雲端與物聯網已成為公司本業獲利最高部門



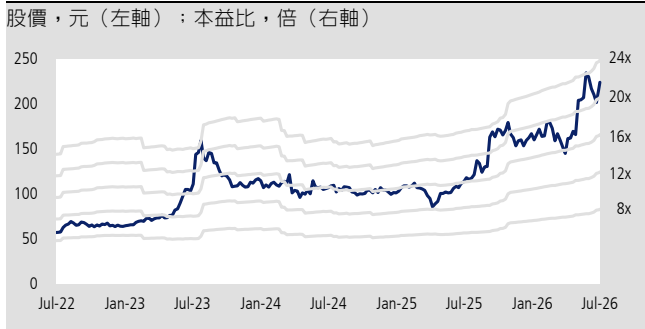
資料來源：公司資料；凱基

圖 30：預估 2028 年研發費用率提升至 6%



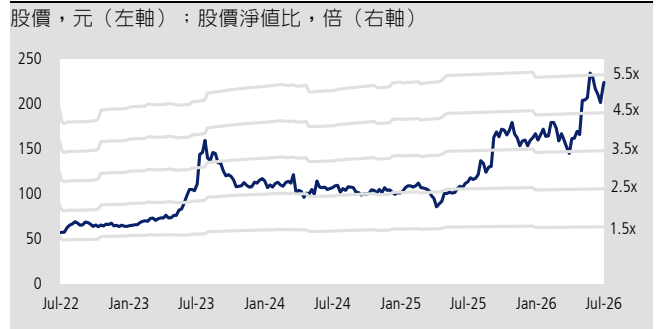
資料來源：公司資料；凱基

圖 31：未來一年預估本益比區間



資料來源：Bloomberg、凱基

圖 32：未來一年預估股價淨值比區間



資料來源：Bloomberg、凱基

光寶科 (2301 TT)

損益表

	季度				年度				年度		
	Mar-26A	Jun-26F	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	43,407	52,043	58,482	58,534	58,795	68,994	77,888	80,485	212,466	286,162	384,131
營業成本	(34,004)	(39,998)	(44,535)	(44,449)	(44,720)	(51,868)	(57,988)	(59,799)	(162,987)	(214,375)	(284,198)
營業毛利	9,403	12,045	13,946	14,085	14,075	17,126	19,900	20,686	49,480	71,787	99,933
營業費用	(5,304)	(6,245)	(6,930)	(6,907)	(7,055)	(8,314)	(9,424)	(9,739)	(25,386)	(34,532)	(46,932)
營業利益	4,099	5,800	7,016	7,178	7,020	8,813	10,475	10,947	24,094	37,255	53,001
折舊	(978)	(1,028)	(1,078)	(1,128)	(1,178)	(1,228)	(1,278)	(1,328)	(4,213)	(5,013)	(5,813)
攤提	(44)	(44)	(44)	(44)	(44)	(44)	(44)	(44)	(176)	(176)	(176)
EBITDA	5,122	6,872	8,139	8,350	8,242	10,085	11,798	12,320	28,483	42,444	58,990
利息收入	354	302	285	303	296	333	261	318	1,244	1,208	1,358
投資利益淨額	13	10	10	10	10	10	10	10	8	40	40
其他營業外收入	378	200	200	200	200	200	200	200	978	800	800
總營業外收入	744	512	495	513	506	543	471	528	2,229	2,048	2,198
利息費用	(151)	(161)	(161)	(161)	(161)	(235)	(235)	(235)	(633)	(866)	(1,164)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	277	150	150	150	150	150	150	150	763	600	600
總營業外費用	126	(11)	(11)	(11)	(11)	(85)	(85)	(85)	130	(266)	(564)
稅前純益	4,970	6,302	7,501	7,681	7,516	9,271	10,861	11,390	26,453	39,037	54,635
所得稅費用[利益]	(1,195)	(1,512)	(1,800)	(1,843)	(1,804)	(2,225)	(2,607)	(2,734)	(6,351)	(9,369)	(13,112)
少數股東損益	1	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-
非常項目前稅後純益	3,775	4,789	5,700	5,837	5,712	7,046	8,254	8,657	20,102	29,668	41,522
非常項目	0	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
稅後淨利	3,775	4,789	5,700	5,837	5,712	7,046	8,254	8,657	20,102	29,668	41,522
每股盈餘 (NT\$)	1.66	2.11	2.51	2.57	2.52	3.11	3.64	3.82	8.87	13.08	18.31
獲利率 (%)											
營業毛利率	21.7	23.1	23.8	24.1	23.9	24.8	25.5	25.7	23.3	25.1	26.0
營業利益率	9.4	11.1	12.0	12.3	11.9	12.8	13.4	13.6	11.3	13.0	13.8
EBITDA Margin	11.8	13.2	13.9	14.3	14.0	14.6	15.1	15.3	13.4	14.8	15.4
稅前純益率	11.4	12.1	12.8	13.1	12.8	13.4	13.9	14.2	12.5	13.6	14.2
稅後純益率	8.7	9.2	9.7	10.0	9.7	10.2	10.6	10.8	9.5	10.4	10.8
季成長率 (%)											
營業收入	(2.1)	19.9	12.4	0.1	0.4	17.3	12.9	3.3			
營業毛利	(2.4)	28.1	15.8	1.0	(0.1)	21.7	16.2	4.0			
營業收益增長	(11.9)	41.5	21.0	2.3	(2.2)	25.5	18.9	4.5			
EBITDA	(8.6)	34.2	18.4	2.6	(1.3)	22.4	17.0	4.4			
稅前純益	(4.7)	26.8	19.0	2.4	(2.1)	23.3	17.2	4.9			
稅後純益	(2.2)	26.9	19.0	2.4	(2.1)	23.3	17.2	4.9			
年成長率 (%)											
營業收入	19.2	28.8	30.3	32.0	35.4	32.6	33.2	37.5	27.9	34.7	34.2
營業毛利	14.4	34.7	24.0	46.2	49.7	42.2	42.7	46.9	30.1	45.1	39.2
營業收益	11.5	55.6	49.8	54.3	71.2	51.9	49.3	52.5	43.9	54.6	42.3
EBITDA	11.4	48.2	46.1	49.0	60.9	46.7	45.0	47.5	39.6	49.0	39.0
稅前純益	6.4	47.8	34.7	47.3	51.2	47.1	44.8	48.3	34.2	47.6	40.0
稅後純益	9.3	51.8	22.7	51.2	51.3	47.1	44.8	48.3	33.0	47.6	40.0

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	204,683	205,687	225,957	263,855	325,798
流動資產	169,117	164,021	173,056	201,103	251,995
現金及短期投資	101,616	81,983	69,349	72,745	87,972
存貨	26,817	34,262	44,569	54,471	68,629
應收帳款及票據	37,182	42,318	53,489	68,238	89,744
其他流動資產	3,501	5,458	5,649	5,649	5,649
非流動資產	35,566	41,666	52,901	62,752	73,803
長期投資	8,195	7,748	7,732	7,772	7,812
固定資產	18,776	24,752	35,997	45,984	57,172
什項資產	8,595	9,166	9,173	8,996	8,820
負債總額	113,772	115,709	127,036	161,342	213,508
流動負債	107,869	109,597	121,119	145,426	187,592
應付帳款及票據	43,126	53,608	65,010	81,380	117,877
短期借款	30,187	20,029	18,521	18,521	18,521
什項負債	34,556	35,960	37,588	45,524	51,193
長期負債	5,903	6,111	5,916	15,916	25,916
長期借款	3,000	3,000	3,000	13,000	23,000
其他負債及準備	2,196	2,251	2,107	2,107	2,107
股東權益總額	90,911	89,979	98,922	102,513	112,290
普通股股本	23,473	23,168	23,161	23,161	23,161
保留盈餘	26,671	21,471	26,980	30,572	40,348
少數股東權益	138	157	158	158	158
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	(7.6%)	21.1%	27.9%	34.7%	34.2%
營業收益增長	(10.9%)	29.4%	43.9%	54.6%	42.3%
EBITDA	(10.0%)	20.2%	39.6%	49.0%	39.0%
稅後純益	(18.0%)	26.6%	33.0%	47.6%	40.0%
每股盈餘成長率	(18.1%)	27.5%	33.5%	47.6%	40.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	21.6%	22.9%	23.3%	25.1%	26.0%
營業利益率	9.4%	10.1%	11.3%	13.0%	13.8%
EBITDA Margin	12.4%	12.3%	13.4%	14.8%	15.4%
稅後純益率	8.7%	9.1%	9.5%	10.4%	10.8%
平均資產報酬率	6.1%	7.4%	9.3%	12.1%	14.1%
股東權益報酬率	13.6%	16.7%	21.3%	29.5%	38.7%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	36.5%	25.6%	21.8%	30.7%	37.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	11.3	14.8	42.8	46.1	47.9
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	0.5	0.6	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	8.2	10.2	22.0	30.6	41.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.4	0.7	0.7	1.4	2.5
流動比率 (x)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
速動比率 (x)	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
淨負債 (NT\$百萬)	(67,496)	(57,945)	(46,397)	(39,792)	(45,020)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	5.21	6.64	8.87	13.08	18.31
每股現金盈餘 (NT\$)	5.42	6.39	6.14	11.70	21.30
每股淨值 (NT\$)	38.67	38.77	43.56	45.14	49.45
調整後每股淨值 (NT\$)	39.61	39.47	43.56	45.14	49.45
每股營收 (NT\$)	59.84	72.99	93.70	126.20	169.40
EBITDA/Share (NT\$)	7.41	8.97	12.56	18.72	26.02
每股現金股利 (NT\$)	4.51	5.00	6.50	9.50	13.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.70	0.81	0.98	1.17	1.30
應收帳款周轉天數	99.2	93.0	91.9	87.0	85.5
存貨周轉天數	91.3	97.7	99.8	92.7	88.4
應付帳款周轉天數	146.8	152.8	145.6	138.6	151.8
現金轉換周轉天數	43.7	37.9	46.1	41.2	22.1

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	137,134	166,085	212,466	286,162	384,131
營業成本	(107,504)	(128,046)	(162,987)	(214,375)	(284,198)
營業毛利	29,630	38,039	49,480	71,787	99,933
營業費用	(16,696)	(21,301)	(25,386)	(34,532)	(46,932)
營業利益	12,934	16,738	24,094	37,255	53,001
總營業外收入	3,851	3,938	2,229	2,048	2,198
利息收入	2,970	2,504	1,244	1,208	1,358
投資利益淨額	20	114	8	40	40
其他營業外收入	861	1,321	978	800	800
總營業外費用	(1,150)	(963)	130	(266)	(564)
利息費用	(1,516)	(1,430)	(633)	(866)	(1,164)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	366	467	763	600	600
稅前純益	15,635	19,713	26,453	39,037	54,635
所得稅費用[利益]	(3,674)	(4,601)	(6,351)	(9,369)	(13,112)
少數股東損益	(19)	4	1	-	-
非常項目	-	0	0	0	0
稅後淨利	11,942	15,116	20,102	29,668	41,522
EBITDA	16,980	20,406	28,483	42,444	58,990
每股盈餘 (NT\$)	5.21	6.64	8.87	13.08	18.31

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	12,411	14,533	13,916	26,536	48,304
本期純益	11,942	15,116	20,102	29,668	41,522
折舊及攤提	4,047	3,668	4,389	5,189	5,989
本期運用資金變動	(3,683)	(2,682)	(10,906)	(3,746)	3,100
其他營業資產及負債變動	105	(1,570)	330	(4,575)	(2,308)
投資活動之現金流量	(4,843)	(7,395)	(14,672)	(15,000)	(17,000)
投資用短期投資出售[新購]	1,796	(617)	-	-	-
本期長期投資變動	(2,245)	-	(28)	-	-
資本支出淨額	(3,548)	(6,854)	(13,583)	(15,000)	(17,000)
其他資產變動	(846)	77	(1,061)	-	-
自由現金流	6,505	6,770	(1,967)	14,580	32,194
融資活動之現金流量	(3,363)	(23,099)	(14,234)	(8,140)	(16,077)
短期借款變動	7,584	(10,116)	(1,640)	-	-
長期借款變動	-	-	-	10,000	10,000
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(10,372)	(10,297)	(12,471)	(18,140)	(26,077)
其他融資現金流	(574)	(391)	(123)	0	0
匯率影響數	3,736	(3,748)	1,934	-	-
本期產生現金流量	7,942	(19,709)	(13,057)	3,396	15,228

投資回報率

	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
1-營業成本/營業收入					
- 銷售費用/營業收入	12.2%	12.8%	11.9%	12.1%	12.2%
= 營業利益率	9.4%	10.1%	11.3%	13.0%	13.8%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	(0.0)
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.2	0.2	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	12.9	8.6	5.4	5.7	7.0
營業利益率	9.4%	10.1%	11.3%	13.0%	13.8%
x 資本周轉率	12.9	8.6	5.4	5.7	7.0
x (1 - 有效現金稅率)	76.5%	76.7%	76.0%	76.0%	76.0%
= 稅後 ROIC	92.9%	66.4%	46.2%	56.7%	73.7%

資料來源：公司資料，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倉。