



宏觀數據分析

中國 1 至 2 月外商直接投資年萎縮 19.9%至 2151 億人民幣，外資企業對於一連串對科技、教育等各產業漫長監管打壓產生疑慮而衝擊信心。

台股市場分析

生技類股表現強勢，受到臺灣證券交易所將於 4 月 8 日至 4 月 12 日舉辦「生技醫療產業」主題式業績發表會。

產業分析

網通產業

Broadcom 重回 PCIe retimer 市場，且將 PCIe 的世代更新速度加快，對於未來從 800G 升級至 1.6T 的阻礙可望降低。

個股/新聞評析

1. 鈐象(3293 TT)-買進(+15.7%)-TaDa! 海外授權業務進度超出預期

1. 鈐象電子(3293 TT)兩大業務：線上遊戲&商用遊戲機。線上遊戲受惠全球手遊市場占比持續提升(93%)、商用遊戲機歷經疫情挑戰後逐步觸底反彈(7%)。2.4Q23 營收年增 20%，FY23 全年營收年增 19%，主因 1)自營遊戲穩定成長、2)東南亞 IP 授權成長強勁、3)商用機台回溫，全年 EPS \$45.6。3.FY24 累計營收年增 23%，預估全年營收年增 19%，主因 1) 東南亞 IP 授權業務持續保持高成長、2)歐洲 IP 業務 TaDa Gaming 進程提前，全年 EPS \$57.0。4. 我們參照 FY19 IP 業務發展初期之評價水準而維持買進投資建議，目標價設定在\$1,250。

2. 南電(8046 TT)-中立(+8.9%)-孜孜不倦，靜待春燕

1.預期 1Q24 南電受工作天數減少與消費電子產品進入淡季，加上主要產線稼動率較上季下滑，使整體營收與獲利較前季衰退。
2. 預期南電 24 年因網通產品庫存調整，加上 PC 端需求仍未明顯復甦，使 24 年營運仍處於低檔，EPS 預估 7.27 元，獲利為近四年低點。3 .25 年預期 PC 市場復甦，及 AI PC 滲透率提高至 15~20%，帶動 CPU、GPU 載板規格提升，EPS 預估 12.09 元，營運重回成長。4.考量目前評價已反映後續營運回溫，故投資評等維持中立。5.考量市場已反映 24 年獲利低迷，預期 25 年 ABF 載板產業將恢復成長，目標價由 260 元下調至 220 元。

3. 家登斥資 1.89 億福岡設廠

家登此舉主要為就近供應台積電熊本廠，至於美國廠的建立仍需要時間。家登 FOUP 的業務目前已經正式出貨給台積電，與美商仍有一定程度的價差，預估來自於 FOUP 業務將大幅度成長。

4. CDF(2883 TT)-Neutral(+0%)-Heavily exposure to the market risks

1. Strong net worth reversal from OCI (both equity and bond), aided by strong equity market and a successful deployment on bond portfolio, in our view. 2.Profitability still relies heavily on market performance, however. 3.Trading at 1x book with a forecasted ROCE of 8%, and an increased FX exposure, we maintain our Neutral rating with TP set at NT\$14.5.

最新簡報

題目

1. NVIDIA GTC 2024 展望
2. 消費產業策略
3. 硬體產業策略
4. 半導體產業策略

個股報告

日期	公司	日期	公司
0327	4572 駐龍 B	0320	2888 新光金 N
	6592 和潤 N	0319	4768 晶誠 B
0326	3037 欣興 B	0318	1102 亞泥 B
	6732 昇佳 B		4536 拓凱 B
	2886 兆豐金 N		6491 晶碩 B
0325	3217 優群 B	0315	2317 鴻海 B
	2881 富邦金 N		3218 大學光 N
0322	2421 建準 B	0314	6415 矽力 B
0321	6806 森崴 B	0314	3715 定穎 B
0320	4129 聯合 B		8210 勤誠 N

產業更新

日期	產業
0327	PC 產業
0326	自行車及電動自行車產業
0325	儲能產業
0322	豪華遊艇產業
0321	半導體產業
0320	ESG 月報
0319	半導體先進封裝產業
0318	隱形眼鏡產業
0315	散熱產業

重大評析

日期	事件
0319	NVIDIA GTC-GPU 升規，供應鏈擴大受惠
0222	NVIDIA FY4Q24 供應鏈舒緩有利於業績利好
0102	ESG Alert: 台灣破費辦法公告「排破大戶」影響分析
1103	Apple FY4Q23 大中華失速，成长性不再
1016	以巴戰爭對總經、對各產業評析



總經日報

中國外國投資縮減/台灣製造業氣候長期不悲觀/日本服務業高度擴張

中國外國投資縮減:

中國 1 至 2 月外商直接投資年萎縮 19.9% 至 2151 億人民幣，雖然部分原因來自 2023 年的高基期，但也來自外資企業對於一連串對科技、教育等各產業漫長監管打壓產生疑慮而衝擊信心。另外，這次外國投資有 1/3 金額流入中國的高科技製造業，高科技產業新設外商投資企業 1865 家，年增長也高達 32.2%，顯見外商直接投資減少的產業以傳統產業為主，這也解釋為何現今中國有嚴重的人力過剩問題。展望未來，中國與西方地緣政治緊張關係的干擾，再加上美國圍堵科技政策，即使東協一帶一路推進可部分彌補出逃的直接投資，但直接投資動能整體仍會偏向弱勢整理。

台灣製造業氣候長期不悲觀:

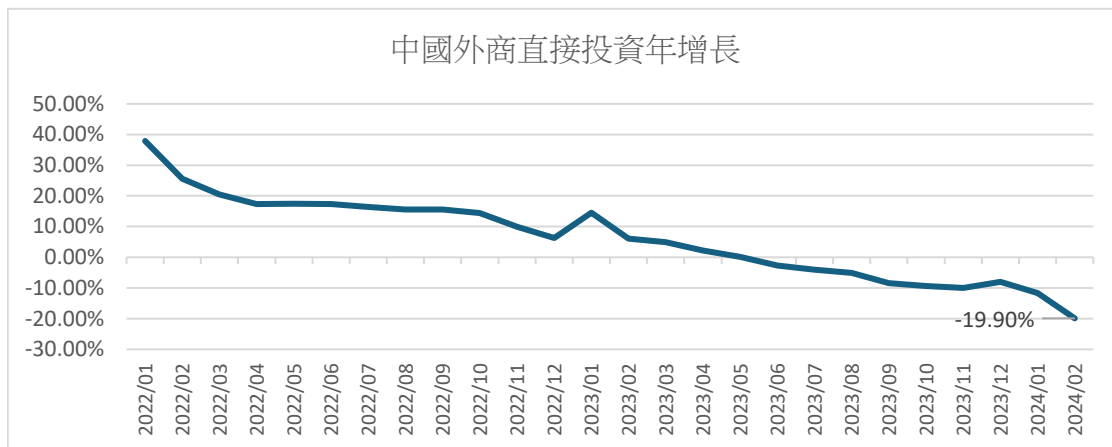
台灣 2 月三大營業氣候測驗點呈現 2 降 1 升，其中製造業雖連 3 月成長，但增幅趨近於持平表現，至於服務業主要受春節因素影響轉跌，而營建業因碳費徵收在即，相關預算規劃進程暫緩，再加上缺工問題嚴重，也結束過去 3 個月上揚轉跌。展望未來，科技業受惠半導體供應鏈庫存調整完成，有助於晶圓代工廠稼動率回升，加上智慧型手機、PC、NB 等產品規格提升，以及 DRAM 價格逐漸回升，甚至半導體封測業也受益於庫存調整和新興市場需求成長，因此有超過 6 成比例的電子機械業者看好未來半年景氣表現。至於傳統產業方面，受到紅海危機及巴拿馬運河乾旱問題影響，美國乙烯、乙二醇等石化原料銷往亞洲供給減少，加上第 2 季進入亞洲輕油裂解廠密集歲修，因此有 8 成左右化學工業業者看好未來半年景氣表現。

日本服務業高度擴張:

日本 3 月服務業 PMI 指數從 52.9 回升至 54.9，來到 2023 年 5 月以來最高點。另外，伴隨服務需求更暢旺，也讓服務業店家投入成本通膨加劇，目前達到 2023 年 9 月以來的最高點，這也是不久前日央行決定終結量化寬鬆及負利率政策而轉向抗通膨的主因之一。展望未來，這次及始結束從 2013 年就執行的量化寬鬆政策，日圓仍然因與美國利差相當大而持續疲弱整理，也因此海外觀光旅遊住宿需求預期仍將高度增長，服務業漲價壓力也被便宜的日圓抵銷，預期服務業景氣未來仍將維持高度擴張。

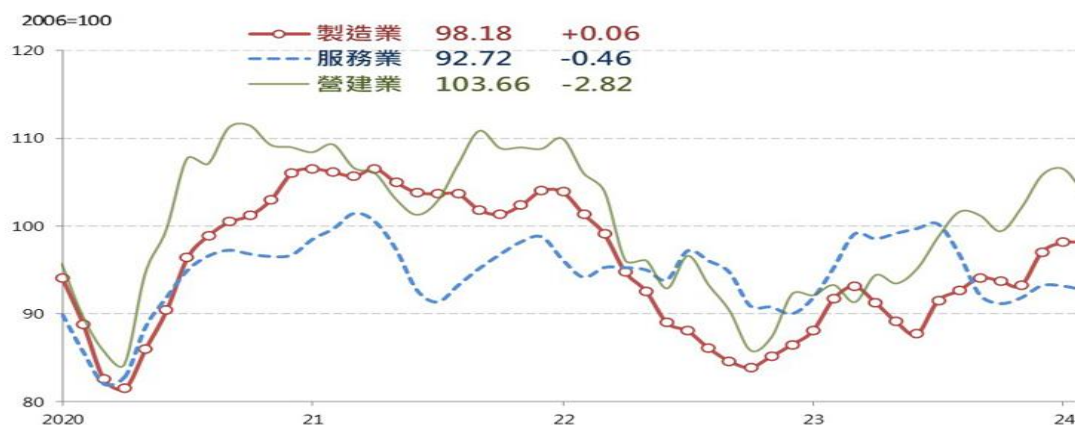


圖一、2022 年以來中國外商直接投資增長表現:



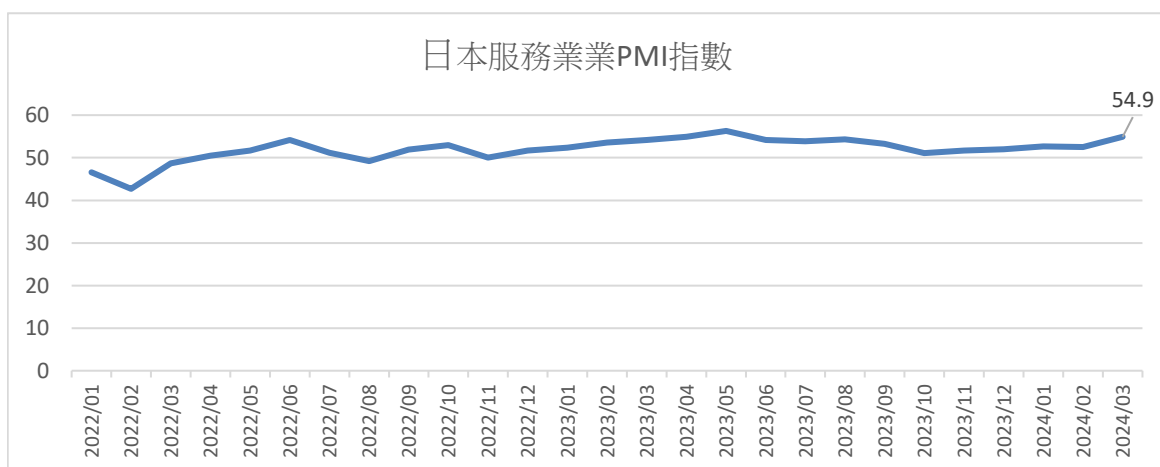
資料來源：Investing、國泰證期研究部整理

圖二、2022 年以來台灣營業氣候測驗點表現:



資料來源：Investing、國泰證期研究部整理

圖三、2022 年以來日本服務業 PMI 表現:



資料來源：Investing、國泰證期研究部整理



台股市場分析

盤勢分析

周三台股指數在量能萎縮下，台股維持小漲震盪，權值股出現整理，中小型題材股表現強勢，店頭市場等中小股出現反彈走勢，盤面上漲家數明顯大於下跌家數，盤面轉向題材股表現，在整體盤勢趨勢仍偏多，多方仍掌控盤勢，終場加權指數上漲 73 點，收在 20,200 點，成交量 3,920 億。

美國經濟評議會 (Conference Board) 公布 3 月消費者信心指數報 104.7，跌至 11 月以來的最低水平，低於市場預期的 106.9，前值自 106.7 下修至 104.8，已經連續第五個月下修。消費者支出是經濟成長的主要動力，消費者疲軟的新跡象支持了最早在 6 月降息的押注。根據 CME FedWatch 工具，交易員預計聯準會將在 6 月開始降息週期的可能性至少為 70%，高於上周初的近 59%。另外聯準會首選的通膨指標，2 月個人消費支出 (PCE) 物價指數將於本週五公布，若能符合預期，預期六月將是聯準會降息的起點。

中央銀行發布 2 月金融概況，反映散戶信心指標的證券劃撥存款餘額為新台幣 3 兆 4563 億元，創下歷史新高，月增幅度達 1317 億元，主要是股市 2 月交投比較熱絡所致。另外貨幣總計數方面，M1B 及 M2 年增率分別上升為 4.47% 及 5.59%，主要是外資淨匯入，以及放款與投資年增率上升所致。由於 2 月股市交投比較熱絡，反映在證券劃撥存款餘額上，另從從台股交易比重來看，去年 12 月本國自然人占比為 56.7%，今年 1 月微幅下降到 54.8%，2 月微幅上升到 55.4%，散戶看好台股程度持續攀升，近期預期台股仍將維持高檔震盪走勢，只要 5 日均線為跌破下彎之前，盤面仍為多方掌控格局。

類股分析：

週三生技類股表現強勢，受到臺灣證券交易所將於 4 月 8 日至 4 月 12 日舉辦「生技醫療產業」主題式業績發表會，邀請 11 家公司出席，8 日首場將邀請工研院產科國際所就 2024 年藥物市場與趨勢進行專題演講，生技股受到題材激勵，股價出現上漲，由於生技類股表現相對低檔，短線具備補漲題材。

短線焦點股

合勤控(3704)	預期下半年客戶訂單將陸續回溫，國防標案貢獻業績，營收、獲利目標有機會與去年持平。
憶聲(3024)	營運分為三大事業，包括車電製造、家電品牌、資產活化，中壢廠房將處分，貢獻業績大。
合一(4743)	29 日將召開第一季法說會，預期將對去年 11 月取得的大陸藥證銷售有進一步分析。
聯陽(3014)	搶攻 AI PC 商機，打入英特爾和超微供應鏈，在手訂單上看百億，訂單能見度高。



產業更新-網通產業

What's New –Broadcom 發表 PCIe Gen 6.0 Retimers

Broadcom 於 2024 年 3 月 6 日宣布推出全球首款 5nm PCIe Gen 5.0/CXL2.0 與 PCIe Gen 6.0/CXL3.1 Retimers，並將於 2024 年底推出 PCIe Switch，組成業界首個端對端 PCIe 產品組合，並提供了包括擴展範圍、更低功耗、簡化互連與端到端管理等優勢。隨著對人工智慧伺服器的需求不斷增加，雲端和企業資料中心供應商需要更高的頻寬、更低的延遲、更少的功耗以及基於開放標準的結構來連結更多的計算單元、更高階的加速器、更穩定的網路與更高速存儲裝置。目前 Broadcom 的投資與部署規模，包含過往累積出來的深厚 SerDes 傳輸協定基礎、軟體資料庫等等綜合比較下，仍是業界領先的 PCIe switch 與 Retimer 主導廠商之一，也致力於不久的將來，2025 年能透過成為最早基於 PCIe Gen7 的解決方案，進一步加速開放人工智慧生態系統。

Trends/Outlook –Nvidia 推出支援 800G 傳輸速度的 SuperNIC

在 Broadcom 推出 Gen6 產品不久後的 3 月 18 日 NVIDIA GTC 2024 大會上，Nvidia 發布了新一波專為大規模人工智慧(AI)而設計的網路交換器:X800 系列。其中兩款產品 NVIDIA Quantum-X800 InfiniBand Platform 與 NVIDIA Spectrum-X800 Ethernet Platform，都是能夠實現端到端 800Gb/s 吞吐量的網路平台，突破了現有的運算與 AI 工作負載效能的界限。他們配備的軟體可進一步加速各類資料中心的 AI、雲端、資料處理和高效能運算應用程式，包括採用新發布基於 NVIDIA Blackwell 架構的系列產品資料中心。其平台上的產品包括 NVIDIA Quantum Q3400 交換器，還有 NVIDIA ConnectX-8 SuperNIC 智慧網卡，提供了 800Gb/s 的傳輸速度，支援 PCIe Gen6，可以滿足 48 lanes 在各種不同的使用情境當中，透過在 NVIDIA GPU 系統裡的 PCIe switches 來管控，有 Single-port OSFP 或 Dual-port QSFP 可選擇。

Investment Summary

- 1、在 PCIe Gen6 系列產品未發表前，市場僅能使用 PCIe Gen5 系列產品，由於 Gen5 的轉換速率為單通道 32GT/s，僅能支援到 400G 的 Transceiver 傳輸需求，還需透過 MTP/MPO APC 多模分支光纜將兩個 400G OSFP SR4 光模組與 800G OSFP SR4 光模組的雙埠相連，對 800G 生態系發展造成阻力；直到 Gen6 推出，轉換速率倍增至 64GT/s，才可完整支援到 800G 的傳輸需求，將有助於 2H24 的 800G 51.2T 資料中心用高階網路交換器導入。
- 2、Broadcom 重回 PCIe retimer 市場，又擁有 PCIe switch 的寡佔優勢，且將 PCIe 的世代更新速度加快，對於未來從 800G 升級至 1.6T 的阻礙可望降低，也催生競爭對手加速推出 Retimer 產品，因資料轉換速度翻倍，又從 NRZ 模式走到 PAM-4，AI 週邊零組件對於 Retimer 的需求重要性將越來越高，也因大廠的資源投入，使各種加速卡產品可開發更高規格架構，卻對於現有的 Retimer 供應商壓力倍增，但對 AI 運算卡、推論卡、訓練卡的設計廠商與最終使用客戶而言，將有更多的 IC 供選擇，相應台廠代工製造商可受惠此產業趨勢。

李朋潤
網通、光通訊、光學
+886-2-2326-9899#9814
pengjunlee@cathayfut.com.tw

個股	代碼	預估每股盈餘			每股盈餘成長率			預估本益比			目標價	最新收盤價	評等
		2022	2023	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F			
智邦	2345	14.64	15.99	19.56	-7%	9%	22%	31	28	23	625.0	453.0	買進
譜瑞-KY	4966	61.35	25.04	46.39	-7%	-59%	14%	15	37	20	1,040.0	936.0	中立



NVIDIA 推出 ConnectX-8 SuperNIC 網路加速卡

於 NVIDIA GTC 2024 大會上，發布了新一波專為大規模人工智慧(AI)而設計的網路交換器：X800 系列，其中兩款產品為 NVIDIA Quantum-X800 InfiniBand Platform 與 NVIDIA Spectrum-X800 Ethernet Platform，都是能夠實現端到端 800Gb/s 吞吐量的網路平台，突破了現有的運算與 AI 工作負載效能的界限，Quantum-X800 適用於最高效能的 AI 專用基礎設施、Spectrum-X800 則適用於每個資料中心的 AI 最佳化網路，Spectrum-X800 平台利用 Spectrum SN5600 800Gb/s 交換器與 NVIDIA BlueField-3 SuperNIC，提供對多數租用戶生成式 AI 雲端與大型企業所用的先進功能集。

兩平台配備的軟體可進一步加速各類資料中心的 AI、雲端、資料處理和高效能運算應用程式，包括那些採用新發布的基於 NVIDIA Blackwell 架構的產品系列的資料中心，還有 NVIDIA ConnectX-8 SuperNIC，提供了 800Gb/s 的傳輸速度，支援 PCIe Gen6，可以滿足 48 lanes 在各種不同的使用情境當中，透過在 NVIDIA GPU 系統裡的 PCIe switches 來管控，有 Single-port OSFP 或 Dual-port QSFP 可選擇。

圖一、NVIDIA ConnectX-8 SuperNIC



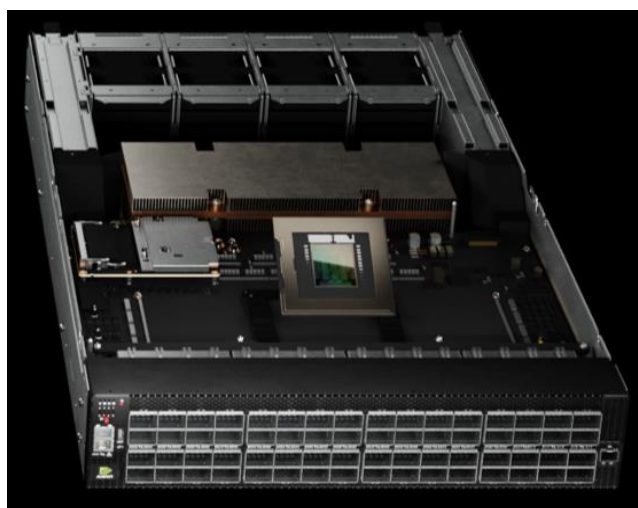
圖二、NVIDIA BlueField-3 SuperNIC



圖三、NVIDIA Quantum-X800 InfiniBand



圖四、NVIDIA Spectrum-X800 Ethernet



資料來源：NVIDIA、國泰證期研究部整理

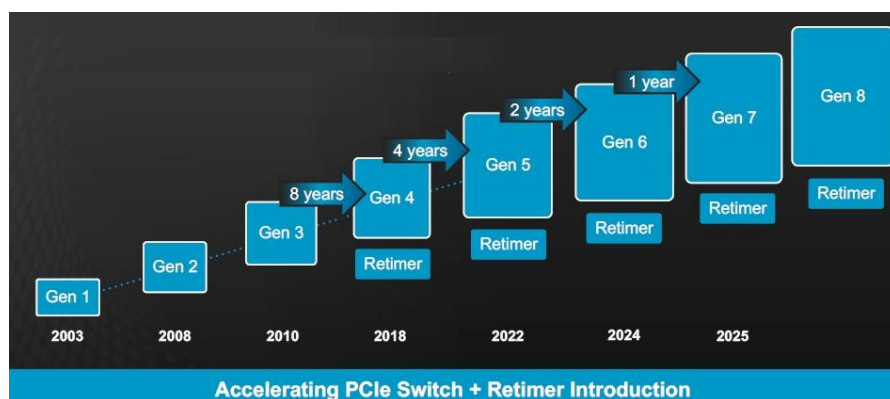


PCIe 新規格與新產品加速推出

過往在 PCIe Gen4 與 Gen5 的時代，Retimer 功用為內含時鐘和資料恢復(CDR)電路，並透過偵測資料流位元交換，自動將內部時脈鎖定至傳入的資料，是用於輔助 PCIe switch 的終端裝置上輔助 IC，因高速訊號在通過電纜或印刷電路板傳輸時，衰減現象嚴重，甚至會導致訊號扭曲畸變，反射、串擾、雜波訊號和散射都會導致訊號完整性惡化，訊號傳輸距離增加又會導致訊號衰減程度加重且品質下降，進而導致資料位元錯誤，無法在遠端或接收端成功復原傳輸的訊號，對於高速訊號的傳輸應用中，為確保訊號品質，中繼器將是不可或缺的元件，再以不同的架構與功能細分為 Retimer 與 Redriver，因成本考量，市場多以 Retimer 應用為主。

Broadcom 於 2024 年 3 月 6 日推出全球首款 5nm PCIe Gen 5.0/CXL2.0 與 PCIe Gen 6.0/CXL3.1 Retimers，重返 Retimer 市場，其競爭對手 Astera Labs 馬上於 3 月 12 日也推出新一代 Aries PCIe/CXL Smart DSP Retimer portfolio，並包含 Low-power PCIe 6.x and CXL 3.x，試圖維持其 PCIe Gen5 時代的寡佔優勢，兩者皆搶在 GTC 發表之前推出新產品，也希望能打入 Nvidia 供應鏈。過去 Broadcom 並未將 PCIe Retimer 視為重點開發市場，才拱手讓予 Astera Labs，但考慮 Retimer 在未來 XPU ASIC 客戶 AI 產品開發所需日漸重要，將開始加速新產品推出時程，又與 PCIe Switch 包裹銷售，增加自己在高速傳輸市場的競爭力。

圖五、Broadcom PCIe Switching Interconnect Roadmap



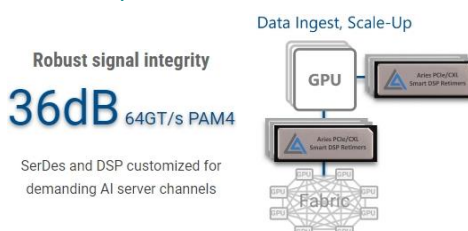
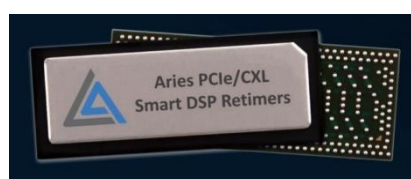
圖六、Broadcom 5-nm 16-Lane PCIe Gen6 and CXL 3.1 Retimer



	Retimer	Broadcom	Competition
Technology		5nm	7 / 16nm
SerDes		In House	Third Party
Power		35% Less	1x
Reach		40% More	1x

資料來源：Broadcom、國泰證期研究部整理

圖七、Astera Labs Aries 6 Retimers for PCIe 6.x/CXL 3.



資料來源：Astera Labs、國泰證期研究部整理



鈐象 3293 TT (軟體-遊戲)

TaDa! 海外授權業務進度超出預期。

投資與評價

1. 鈐象電子(3293 TT)兩大業務：線上遊戲&商用遊戲機。線上遊戲受惠全球手遊市場占比持續提升(93%)、商用遊戲機歷經疫情挑戰後逐步觸底反彈(7%)。
2. 4Q23 營收年增 20%，FY23 全年營收年增 19%，主因 1)自營遊戲穩定成長、2)東南亞 IP 授權成長強勁、3)商用機台回溫，全年 EPS \$45.6。
3. FY24 累計營收年增 23%，預估全年營收年增 19%，主因 1) 東南亞 IP 授權業務持續保持高成長、2)歐洲 IP 業務 TaDa Gaming 進程提前，全年 EPS \$57.0。
4. 考量目前東南亞&新切入歐洲兩大業務均處高成長階段，我們參照 FY19 IP 業務發展初期之評價水準而維持買進投資建議，目標價設定在 \$1,250 (PEr 22x FY24 EPS or 20.5x FY25 EPS)。

重點更新

4Q23 線上遊戲保持高成長，惟受業外匯兌損失侵蝕獲利能力

4Q23 營收年增 20%，FY23 全年營收年增 19%。主因有三，1)自營遊戲生命週期長保持穩定成長、2)東南亞 IP 業務，市場滲透率仍低已成為第一大業務營收、3)實體機五月中 AAA 展後回到近疫情前水準。本業成長趨勢大致符合預期，然而業外損益受制美金大幅貶值而產生 2.5 億匯兌損失，此部分衝擊 EPS 近\$1.8，為超出我們原先預期之負面影響。綜上，4Q23/FY23 EPS 分別為\$11.2/45.6，略低於原先預估的\$12.9/46.7。

FY24 兩大成長動能 – 東南亞 & 歐洲 IP 業務(TaDa Gaming)

考量東南亞業務成長性優於預期&歐洲業務進程提前，因此我們將 FY24 預估營收年增率自 14%提升至 19%。毛利率也隨線上遊戲業務佔比提升而持續微幅成長。第一季 OPM 偏低，主要因農曆春節廣告投放費用的季節性因素，考量營收成長的經濟效益，因此預期 OPM 自 52%上修至 55%。業外方面，我們預期今年應享受美金台幣的匯兌利益。綜上，我們將鈐象預估 FY24 EPS 自\$52.0 上修至\$57.0，並預估 FY25 EPS \$61.2。

買進 – 維持買進

目標價：1,250 元 +15.7%

收盤價：1,080 元

報告日期	評等	目標價
2024/03/28	買進	1,250 元
2024/01/09	買進	910 元

	國泰	市場	差異
目標價	1,250	--	--
2024 EPS	57.00	--	--
2025 EPS	61.20	--	--
現在 P/E	17.65	--	--

公司資訊

市值(百萬元)	152,170
自由流通股數比例(free float; %)	90.24
20 日平均成交量(百萬元)	2,602
每股淨值(元,2025E)	103.54
股價淨值比(倍)	10.43
現金股利率(%)	3.24
股東權益報酬率(%,2025E)	59.09
外資持股比率(%)	27.87

股價相對大盤表現



林廷宣/ 資訊服務、電子商務
+886-2-2326-9899 #1118/ christhlin@cathayfut.com.tw

項目(百萬元)	1Q'24(E)	2Q'24(E)	3Q'24(E)	4Q'24(E)	2023	2024(E)	2025(E)
營業收入	4,096	4,256	4,112	4,374	14,176	16,837	18,541
稅前盈餘	2,437	2,455	2,283	2,530	7,765	9,705	10,425
稅後盈餘(母公司業主)	1,990	2,050	1,884	2,106	6,426	8,031	8,623
營收成長率(%) (QoQ/YoY)	8.06	3.92	-3.40	6.37	18.65	18.77	10.11
毛利率(%)	96.39	96.07	95.60	95.76	96.05	95.95	96.09
營益率(%)	57.32	55.36	53.15	55.29	53.15	55.28	53.83
稅後盈餘成長率(%) (QoQ/YoY)	26.49	2.99	-8.08	11.79	17.3	24.98	7.38
每股盈餘 EPS(元)	14.13	14.55	13.37	14.95	45.61	57.00	61.20

EPS 以調整後股數 140.90 百萬股計算



南電 8046 TT (電子上游-PCB 製造)

孜孜不倦，靜待春燕

投資與評價

- 預期 1Q24 南電受工作天數減少與消費電子產品進入淡季，加上主要產線稼動率較上季下滑，使整體營收與獲利較前季衰退。
- 預期南電 24 年因網通產品庫存調整，加上 PC 端需求仍未明顯復甦，使 24 年營運仍處於低檔，EPS 預估 7.27 元，獲利為近四年低點。
- 25 年預期 PC 市場復甦，及 AI PC 滲透率提高至 15~20%，帶動 CPU、GPU 載板規格提升，EPS 預估 12.09 元，營運重回成長。
- 目前股價為 202.0 元(約 16.7 x FY25E EPS)，位於近兩年本益比區間 6~25 倍中間偏上位置，考量目前評價已反映後續營運回溫，故投資評等維持中立。
- 考量市場已反映 24 年獲利低迷，預期 25 年 ABF 載板產業將恢復成長，故改以 25 年獲利預估作為評價基礎，將本益比由 21 倍調整至 18 倍，目標價由 260 元(21 x 修正前 FY24E EPS)下調至 220 元(18 x FY25E EPS)。

重點更新

4Q23 受客戶庫存調整干擾，南電獲利為全年低點

南電 4Q23 雖受惠 BT 載板受惠記憶體需求持續回溫，加上美系客戶產品備貨，BT 載板營收與前季持平，但 PCB 板因消費產品進入淡季，及 ABF 載板因為客戶持續進行庫存調整，拉貨低於預期，PCB 板與 ABF 載板營收較上季衰退一成，故 4Q23 南電營收 93.11 億元(QoQ -9.0%)，低於預期之 97.67 億元(QoQ -4.5%)。因 ABF 載板稼動率低於預期，加上台幣升值影響，毛利率為 10.9%，低於預估之 14.2%，營業利益 6.90 億元(QoQ -33.1%)，低於預期，業外損失 1.48 億元，稅後淨利為 8.43 億元(QoQ -21.6%)，EPS 1.30 元，獲利為全年低點。

南電 1Q24 因 ABF 客戶持續庫存調整，毛利近五年低點

預期南電 1Q24 受到農曆新年導致工作天數減少，加上消費性電子產品進入淡季，ABF 載板於本季需求持續維持低檔，BT 載板與 PCB 板因客戶下動能轉弱，導致價格壓力增加，故下修 4Q23 南電營收預估 18.9%至 71.97 億元(QoQ -22.7%)。因主要產品線稼動率較前季滑落，加上新產能開出使折舊費用提高，毛利率預估由 8.0%下修 6.8%，營業利益預估下修 52.7%至 1.23 億元(QoQ -82.2%)，稅後淨利為 1.92 億元(QoQ -91.7%)，EPS 0.30 元，預期獲利較上季衰退。

中立 – 維持中立

目標價：220 元 +8.9%

收盤價：202.00 元

報告日期	評等	目標價
2024/03/28	中立	220 元
2023/12/14	中立	260 元
2023/08/16	買進	275 元

	國泰	市場	差異
目標價	220	198	+11.1%
2024 EPS	7.27	8.64	-15.8%
2025 EPS	12.10	13.06	-7.4%
現在 P/E	16.70	15.16	--

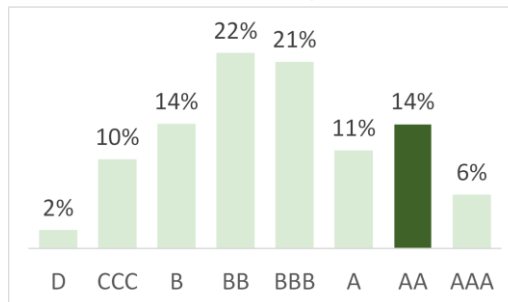
公司資訊

市值(百萬元)	130,530
自由流通股數比例(free float; %)	33.03
20 日平均成交量(百萬元)	543
每股淨值(元,2025E)	85.32
股價淨值比(倍)	2.37
現金股利率(%)	2.72
股東權益報酬率(%,2025E)	16.23
外資持股比率(%)	8.18

南電 ESG 評等

ESG評等	經濟(E)	環境(E)	社會(S)	揭露(D)
AA	11-30%	Top 10%	11-30%	11-30%

電子業 ESG 評等分配圖



資料來源：國立臺北大學企業永續發展研究中心、國泰證期研究部整理

吳宇瑩 / PCB

+886-2- 2326-9899#3954/yulungwu@cathayfut.com.tw

項目(百萬元)	4Q'23	1Q'24(E)	2Q'24(E)	3Q'24(E)	2023	2024(E)	2025(E)
營業收入	9,311	7,197	8,610	12,383	42,253	42,532	50,091
稅前盈餘	543	243	860	2,038	7,107	6,000	9,228
稅後盈餘(母公司業主)	843	192	688	1,589	5,817	4,699	7,815
營收成長率(%) (QoQ/YoY)	-8.96	-22.70	19.63	43.82	-34.64	0.66	17.77
毛利率(%)	10.91	6.80	13.49	19.79	19.35	17.47	21.70
營益率(%)	7.41	1.70	8.59	15.49	14.98	12.98	17.47
稅後盈餘成長率(%) (QoQ/YoY)	-21.61	-77.23	258.31	131.06	-70.04	-19.21	66.31
每股盈餘 EPS(元)	1.30	0.30	1.06	2.46	9.00	7.27	12.10

EPS 以調整後股數 646.17 百萬股計算



CDF 2883 TT

Heavily exposure to the market risks

Recommendation and Valuation

1. Strong net worth reversal from OCI (both equity and bond), aided by strong equity market and a successful deployment on bond portfolio, in our view.
2. Profitability still relies heavily on market performance, however.
3. Trading at 1x book with a forecasted ROCE of 8%, and an increased FX exposure, we maintain our Neutral rating with TP set at NT\$14.5.

Strong net worth reversal led the outperformance

CDF reported a weak 4Q23 net profit of NT\$1.4bn, mainly due to the FX losses. However, net worth increased NT\$28bn attributed mainly to the revaluation on OCI (KGI Life), thanks to the strong equity and bond market. However, market risks continued to elevate, witnessed in 1) higher unhedged USD position in KGI Life 2) uplifted equity investment portfolio in CDIB Capital Group and 3) increased contribution from the securities house.

China Life: recurring profitability remains weak

China Life reported a before hedging recurring inv. yield of 3.86%, and a hedging cost of 1.53%, suggesting an after-hedging recurring inv. yield of 2.82%, considering the overseas portfolio roughly 68% of total investment. COL increased by 4bps to 3.03% on another hand. We forecast hedging cost may pullback to 1.3% in FY24 and 1.03% in FY25 on a narrowed USD/TWD spread, and a ~5bps higher COL. Considering a pretty high annual return on equity market of 7%, we forecast an unsatisfactory ROCE of 7% in FY24 and 8% in FY25. In addition, its unhedged USD position was uplifted to 26% (of foreign investment) from 20%, making it exposed to a higher FX risk.

The bank, the securities house, and the investment company

KGI Bank reported weak NII, down 21% QoQ, due to a significantly higher cost on interest bearing liabilities, offset by the strong trading gains (FX swap included). With USD asset yield is likely to trend down, we don't expect a strong earnings momentum. KGI Securities, reported strong earnings of NT\$7bn in FY23, but largely from direct equity investment (KG Investment and KG International Investment), which would be difficult to replicate. CDIB Capital Group, on another hand, also uplifted its equity investment to NT\$32bn (from NT\$24bn), suggesting a higher market exposure.

Cash payout capability emerged, but not abundant

CDF guided a cash payout policy similar to year 2021, suggesting a cash dividend of ~NT\$0.5. However, this suggests a yield of 3.6%, which would not be very attractive. The FHC still has a tight DLR of 122% so we don't expect much upside from here. With earnings performance still rely greatly on market performance, we maintain our Neutral rating with TP set at NT\$14.5, 1x FY24E book.

Neutral – Maintain

Target Price NT\$14.5 (+0%)

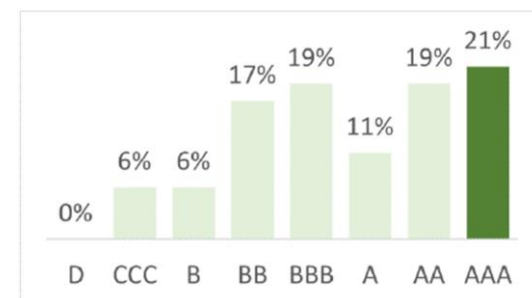
Date	Rating	Target Price
28 MAR2024	Neutral	NT\$14.5
29 NOV2023	Neutral	NT\$12.4
31 AUG 2023	Neutral	NT\$12.4

Company Information

Closing Price (NT\$)	14.55
Mkt cap (US\$ mn)	7,619
20-Day avg. daily turnover (US\$ mn)	13.9
BVPS (NT\$, 2024E)	14.94
Price / Book (x)	0.97
Cash dividend yield (%)	3.44
ROE (% , 2024E)	7.94
FINI holdings (%)	22.38

ESG	Social	Economic	Environmental	Disclosure
Rating	(S)	(E)	(E)	(D)
AAA	Top 10%	Top 10%	Top 10%	31-50%

Financial sector ESG rating distribution



Source: Center for Corporate Sustainability of NTPU, Cathay Securities & Futures Advisory

Michael Lan / Financial, Consumer, Industrial
+886-2- 2326-9899#1145 / michael@cathayfut.com.tw

Key Income Statement Data (NT\$ mn)	4Q'23	1Q'24(E)	2Q'24(E)	3Q'24(E)	2023	2024(E)	2025(E)
FHC	1,430	6,378	3,748	5,787	18,943	18,510	21,298
China Life (56% ownership)	-1,132	4,562	669	3,945	10,178	10,719	13,138
KGI Bank	1,155	1,113	1,133	1,629	5,395	5,011	5,257
CDIB Capital Group	758	300	1,320	10	2,158	1,518	1,517
KGI Securities	1,955	1,904	1,726	1,403	7,346	6,215	6,337
Net profit growth (YoY)	-136%	82%	-44%	-21%	15.7%	-2.3%	15.1%
EPS (NT\$)	0.08	0.37	0.22	0.34	1.10	1.08	1.24

EPS is based on current outstanding shares at NT\$15,005.106bn



家登斥資 1.89 億福岡設廠

事件分析

傳載方案商家登子公司 GUDENG 株式會社斥資近 9 億日圓，約新台幣 1.89 億元，在日本福岡縣取得土地不動產，為未來在日本建廠預做準備。

家登指出，GUDENG 株式會社取得的土地，位於久留米廣川新工業園區，面積 2932.728 坪，平均每坪價格新台幣 6.46 萬元，將用以建造廠房。

新聞評論：

1. 家登此舉主要為就近供應台積電熊本廠，至於美國廠的建立仍需要時間。家登 FOUP 的業務目前已經正式出貨給台積電，與美商仍有一定程度的價差，預估來自於 FOUP 業務將大幅度成長。
2. 家登目前在 EUVPOD 市占率>85%，為了因應客戶需求，第二台 Brooks M1000(光罩清洗機)將於 Q2 量產，屆時單月 EUV POD 產能將達到 2400 顆/月，目前家登為台灣/美國晶圓代工廠獨家供應商，未來伴隨著 1).台灣晶圓廠製程演進以及 3nm 開案量增加。2).美系客戶先進製程良率解決。3).High NA 造成 ASP 增加，預估 2024 年出貨量可接近萬顆水準，目前家登也積極開發 3D 封裝 FOUP，預計初步營收貢獻時間點將落在 2025 年。

徐鳳原

IC 設計、晶圓代工、封測
+886-2-2326-9899#1749
felix.hsu@cathayfut.com.tw



大同智能衝綠電 報捷

新聞內容：

大同 (2371 TT) 昨 (27) 日宣布旗下新能源事業大同智能綠電轉供業務有新斬獲，繼完成與多家金融、製造及生技業綠電轉供服務，日前再與日月光投控子公司環鴻科技簽署綠電轉供協議。

新聞評論：

積極跨足再生能源案場建置與售電：大同智能擁有售電業及發電業執照，積極投入淨零服務，集團於再生能源領域耕耘多年，在太陽能、儲能市場實績豐富，目前集團含旗下投資公司持有太陽能電廠近 1,500 場，累積建置規模超過 300MWp，年發電量近 4 億度；儲能的總建置量逾 122MWh，持有儲能電廠容量達 53.77MW (百萬瓦)。大同智能自有太陽能案場維運數量全台最多，大同集團每一座電廠從設計監造、系統維運及營運管理，皆由該公司負責，確保電廠品質與營運效益。。

地產處分有利於營運降低負擔：大同將出售位於台北市大安區仁愛路三段 136 號的「芙蓉大樓」，包含地下 2 層至地上第 6 層，以及第 13 層至第 15 層，土地面積約 860.0317 坪、建物面積則為 6400.99 坪。預計 2023 年底才會完成交易並認列，處分利益為 72.62 億元，將回補歷年所提列特別盈餘公積，有望彌補百億虧損，而剩餘金額可供分派盈餘，雖不能確定股利政策，但處分芙蓉大樓弭平虧損、加上本業獲利，有機會 23 年來首度配發股利。研究部認為，大同在重電、馬達、電纜、系統整合、智慧電表分別占比 17%/16%/13%/13%/10%，隨著電力與新能源相關業務逐步成長，也將帶動 2024 年公司的獲利表現。

呂理舜，
綠色能源、電動車
+886-2-2326-9844
dufflu@cathayfut.com.tw



搭載輝達 GB200 晶片裝置代工訂單湧入 廣達迎最強 AI 伺服器大單

新聞內容：

輝達 (NVIDIA) 「地表最強 AI 晶片」GB200 問世後，業界瘋搶，相關 AI 伺服器代工單也要來了，廣達率先報喜，奪下 Google、亞馬遜 AWS、Meta 等三大雲端服務供應商 (CSP) GB200 伺服器代工大單，最快 7、8 月進入測試，9 月準備量產，由於單價高達二、三百萬美元，廣達下半年業績將大進補。

廣達向來不評論單一客戶與訂單動態。據了解，廣達除掌握 Google、亞馬遜 AWS 及 Meta 的 GB200 伺服器代工大單，採整機櫃型態出貨，也拿下微軟的 B200 伺服器訂單，等於一口氣囊括四大美系雲端服務供應商的最新輝達 AI 伺服器訂單。

美系外資預估，輝達 GB200 機櫃系統平均售價 (ASP) 為 200 萬至 300 萬美元 (約新台幣 6,400 萬元至 9,600 萬元)，造價驚人，隨著後續陸續出貨，將帶動廣達下半年伺服器營收規模明顯擴增。

廣達看好，隨著供應鏈缺料緩解，最快 5、6 月 AI 伺服器出貨將轉強，下半年可望進入爆發期，今年 AI 伺服器營收年增雙位數百分比。法人預估，廣達今年整體伺服器營收可望大增六成。

據悉，此次廣達拿下三大美系雲端服務供應商 (CSP) 的輝達 GB200 伺服器代工大單，以 Google 進度最快，最快 7、8 月進入測試端，9 月準備量產，後續包括亞馬遜 AWS、Meta 也將接棒，為廣達下半年 AI 伺服器出貨加足馬力。法人看好，隨著美國雲端供應服務商 (CSP) 相繼擴大資本支出，客戶需求暢旺，廣達今年雲端事業營收占比將衝破四成，有望超越筆電，成為廣達最大產品線。

新聞評論：

廣達 2Q24 受惠 Nvidia H 系列 GPU 供應好轉，估營收將季增 10% 以上，且公司同步取得下一世代產品 GB/B 系列來自美系 CSP 的訂單，我們認為今年 GB 系列須至第四季開始量產，全年貢獻估僅約低雙位數。研究部預估今年伺服器營收比重將拉升至 40~45%，其中，AI 伺服器貢獻將達五成左右水準，達全年營收貢獻的兩成，成長顯著。

廣達 AI 伺服器客戶集中於大型美系 CSP，去年第四季受制產能影響出貨遞延，預期第二季起將逐季成長，第四季加上 B/GB 系列產品同步貢獻，預期營收將逐季攀升，且整體市場對於一般伺服器看法漸趨樂觀，估至少持平至小幅成長，後續仍有上修空間，維持買進看法。

呂旻旂

紡織、製鞋、伺服器

+886-2-2326-9899#7960

minchilu@cathayfut.com.tw



工具機業看景氣 H2 好轉

新聞內容：

工具機業對今年景氣復甦看法雖出現分歧，但普遍預期下半年產業景氣可以好轉，台中精機董事長黃明和看好第二季起產業景逐漸回升。反映在台灣國際工具機展開首日的首日詢單，比兩年前更顯熱絡，友嘉集團、亞崙及三鋒等工具機廠銷售開紅盤，接單金額從 2,000 萬 ~ 5,000 萬不等。台灣工具機暨零組件公會主辦兩年一度台灣國際工具機展 27 日登場，被業界視為內銷景氣回升的關鍵契機。工具機公會理事長陳伯佳指出，本次展覽共有 631 家國內外廠商參展，使用 3,350 個攤位，總計 47 國、4,000 多名海外買主登記來台參加，預計參觀人數超過 5.5 萬人，可創造 15 億美元訂單商機。

工具機業因客戶業態及市場的不同，對今年景氣看法並不一致。百德機械董事長謝瑞木表示，整體景氣還不明朗；代工起家的台灣麗馳董事長胡偉華也說，今年工具機產業景氣不會太好。程泰集團董事長楊德華認為，美國總統大選、俄烏戰爭、以巴衝突持續，歐美市場彌補大陸衰退，大陸市場 3、4 月起逐漸復甦但力道不強勁，下半年景氣有機會好轉。亞崙開展首日接獲 10 多台機台訂單，一台五軸機訂單，金額 130 多萬美元。

東台、台中精機、永進、友嘉集團等工具機大廠，則感受到詢單熱度增加。台中精機董事長黃明和預估，大陸企業經這一波的汰舊換新，加上兩會過後，官方調降利率、推動鼓勵製造業獎勵等措施，他不看衰大陸市場，台灣工具機產業景氣可望第二季起逐漸好轉。(工商時報)

新聞評論：

1. 我們對於整體自動化產業抱持正面看法，主因為 (1)觀察 1 月份工具機訂單數據，其中日本工具機出口至中國新增訂單數據，整體衰退的幅度已由雙位數連續兩個月收斂至個位數，訂單數據已有觸底的跡象 (2)由日廠 SMC 及 THK 的訂單金額數據來看，同樣出現觸底回升的現象。
2. 自動化產業中我們的推薦個股為亞德客-KY(1590 TT)，展望今年，預期氣動元件產業的復甦將由電子行業規格升級的需求帶動，加上亞德客透過線性滑軌等新品搶佔市佔率，以及亞德客本身推出的氣動新規格產品所帶動的產品組合優化下，預期今年年增 12.5% EPS 達 39.2 元，再創新高。目前評價大概交易在 26 倍，位於歷史區間中緣的位置，因此我們維持亞德客-KY 的買進投資建議。

賴威誠

鋼鐵、航太、自動化

+886-2-2326-9899#1147

williamlai@cathayfut.com.tw



重點經濟數據行事曆

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六/日
03/25	03/26	03/27	03/28	03/29	30-31
台灣 2 月份 零售/工業生產	日本 2 月份 工具機訂單	中國 2 月份 工業利潤	美國 3 月份 密大通膨預期	美國 2 月份 PCE/個人收支	
美國 2 月份 新屋銷售	美國 3 月份 耐久財訂單	台灣 2 月份 景氣燈號			
		歐洲 3 月份 CCI			



研究部

王誌霖 研究部主管 +886-2-2326-9899#1600 stephenw@cathayfut.com.tw	何緯婷 總經理 +886-2-2326-9899#9835 lauraho@cathayfut.com.tw	簡伯儀 策略 +886-2-2326-9899#9817 boryi.chien@cathayfut.com.tw
蔡明翰 CFA 策略 +886-2-2326-9899#9797 vensontsai@cathayfut.com.tw	李朋潤 網通、光通訊、光學 +886-2-2326-9899#9814 pengjunlee@cathayfut.com.tw	徐鳳原 IC設計、晶圓代工、封測 +886-2-2326-9899#1749 felix.hsu@cathayfut.com.tw
藍文彥 金融、消費、工業 +886-2-2326-9899#1145 michael@cathayfut.com.tw	呂亞駿 顯示、電源、散熱、CCL +886-2-2326-9899#9820 gulbert.yl@cathayfut.com.tw	呂旻旂 紡織、製鞋、電子組裝 +886-2-2326-9899#7960 minchilu@cathayfut.com.tw
游勳儒 塑化、水泥、鋼鐵 +886-2-2326-9899#7964 damienyu@cathayfut.com.tw	蘇品嘉 醫療保健、零售 +886-2-2326-9899#7962 kellysu@cathayfut.com.tw	呂理舜 綠色能源、電動車 +886-2-2326-9899#9844 dufflu@cathayfut.com.tw
林裕禮 IP、半導體 +886-2-2326-9899#1944 henrylin@cathayfut.com.tw	吳宇瑩 PCB +886-2-2326-9899#3954 yulungwu@cathayfut.com.tw	郭經緯 CPA IC設計、半導體設備 +886-2-2326-9899#9812 raymondkuo@cathayfut.com.t
黃新傑 零組件 +886-2-2326-9899#1725 jimhuang@cathayfut.com.tw	賴威誠 航太、自動化 +886-2-2326-9899#1147 williamlai@cathayfut.com.tw	林廷宣 資訊軟體、電子商務 +886-2-2326-9899#1118 christhlin@cathayfut.com.tw
璩文浩 CA ESG +886-2-2326-9899#9856 whchu@cathayfut.com.tw	葉崑陞 研究員 +886-2-2326-9899#1142 pauilyeh@cathayfut.com.tw	蔡旻佑 研究員 +886-2-2326-9899#1757 greg30256@cathayfut.com.tw
王威傑 CFA 研究員 +886-2-2326-9899#1754 wang70332@cathayfut.com.tw	方巧文 研究員 +886-2-2326-9899#1195 cfang@cathayfut.com.tw	



投資評等定義

英文評等	中文評等	潛在報酬率
STRONG BUY	強力買進	> +30%
BUY	買進	介於+15% ~ +30%
NEUTRAL	中立	介於-15% ~ +15%
SELL	賣出	< -15%

註:潛在報酬率=(6個月內目標價/本次報告評等最近一天收盤價 - 1) * 100

免責聲明

本報告僅為本公司提供客戶之一般參考資料，並非針對客戶之特定需求所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有客戶或投資人，讀者應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。

本報告係根據本公司所取得資訊加以彙集及研究分析，本公司雖盡力使用可靠且廣泛的資訊，但本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的物價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，如營收及目標價格，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。從事特定交易，如涉及期貨、選擇權及衍生性金融商品，因具有高度風險並不適合每一個投資人。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融控股公司所屬子公司暨關係企業(以下稱“國泰金融集團”)從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國泰金融集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。國泰金融集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。除此之外，國泰金融集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性

金融商品之標的。國泰金融集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。國泰金融集團的資產管理、自營及其他投資業務所做的投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。

非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用