

嘉澤(3533)

BUY

□台灣 50 ■中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 蘇宜家 Alice Su
yjia95@masterlink.com.tw

評等

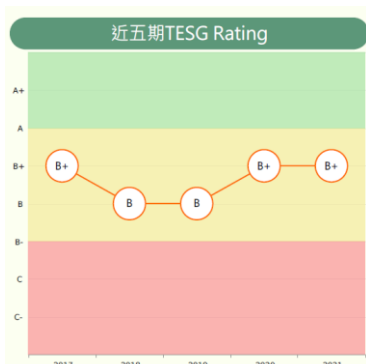
日期:	2023/2/9
目前收盤價 (NT\$):	833
目標價 (NT\$):	1120
52 週最高最低(NT\$):	587-913
加權指數:	15618.17

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	1,082
市值 (NT\$/mn):	90,130
市值 (US\$/mn):	3,004
20 日平均成交量(仟股):	943
PER (2023):	13.38
PBR (2023):	4.21
外資持股比率:	31.19
TCRI	4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	6.1	4.7	24.3
加權指數報酬率	8.7	17.0	4.0

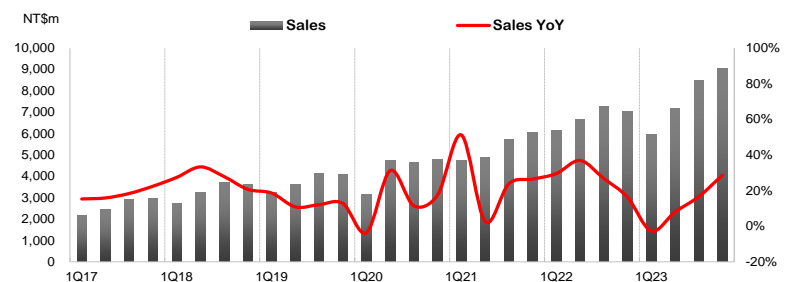
2023 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	1,120	1,120
營業收入 (NT\$/mn)	30,706	31,713
毛利率 (%)	45.4	45.3
營益率 (%)	28.0	27.1
EPS (NT\$)	62.28	62.24
BVPS(NT\$)	198	198



1Q23 營運谷底，千金股候選人

- 一月營收 MOM-27% · 1Q23 營收達成率 25% · 低於預期：嘉澤公告一月營收 16.34 億元 · MOM-27% · YOY-31% · 營收達成率 25% · 低於預期。一月營收因為工作天數減少而呈現月減，除了 PC、NB 弱勢外，短期庫存調整使 Server 拉貨低於預期，另外策略客戶應有不如預期狀況，故下修 1Q23 營收至 59.86 億元(原本 65.16 億元) · 1Q23 營收 QOQ 下修至-15%(原本 QOQ-7.5%) · 1Q23 為營運谷底。
- Eagle Stream 新品量產+1Q23 開始使用低價銅，預期毛利率將顯著提升：一月銅價上漲約 12%，銅對於嘉澤來說成本佔比為 13~15%，以連接器族群來說算是中等影響(連接線束銅成本佔比>連接器)，以銅價走勢來看，高價銅影響嘉澤最顯著的時間為 3Q22~4Q22，近期銅價回落，以 1Q23 銅均價來看不需過度擔心，1Q23 Eagle Stream 新品量產加上開始使用低價原物料，預期毛利率將顯著提升，2H23 隨新品滲透率逐季提升，2023 年嘉澤毛利率仍然是值得期待的焦點。
- 維持買進評等，目標價 1120 元：嘉澤 Server 成長動能以新品 ASP 提升及市占率提升為主，表現遠優於產業，1Q23 即為營運谷底，預期營收逐季向上，調整 2022 年 EPS 至 57.33 元(原 59.63 元)，預估 2023 年 EPS 62.28 元，目標價 1120 元。(2023 PER 18x)

Exhibit 1: 營收及 YoY



Sources: MasterLink

Exhibit 2: ESG 企業永續指標



Sources: TEJ

嘉澤為全球前三大 CPU Socket 供應商

嘉澤為全球前三大 CPU Socket 供應商

嘉澤位於連接器產業鏈中游，主要產品為電腦、通訊、消費性電子產品之各式連接器及零組件，2021 年產品結構可區分為 DT(25~26%)、Server(26~27%)、嘉基 Thunderbolt(11~12%)、策略客戶(13~14%)、NB(14~15%)、工業+車用(8~10%)。嘉基之光纖連接線產品，主要應用於伺服器機櫃。嘉澤主要生產基地位於廣州及蘇州。

嘉澤營收佔比及營收 YoY

	2021佔比	2021 YoY	2022F佔比	2022F YoY	2023F佔比	2023F YoY
DT	25%	-7%	24%	23%	23%	9%
Server	26%	46%	30%	48%	35%	30%
嘉基	11%	-9%	12%	35%	11%	5%
策略客戶	14%	24%	13%	15%	11%	0%
NB	15%	55%	12%	5%	10%	-5%
工業/車用	9%	559%	8%	18%	9%	23%

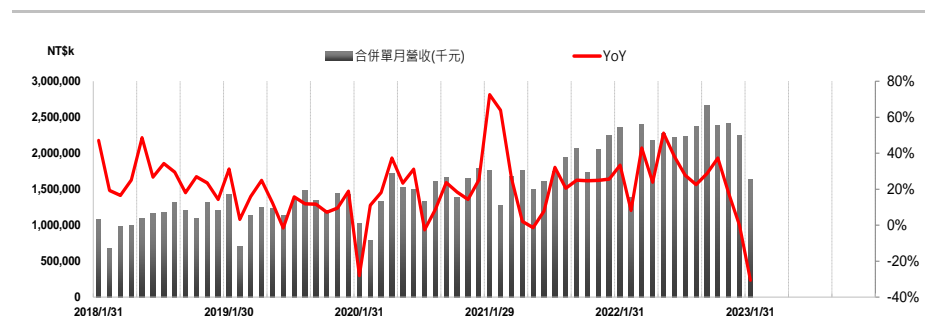
Sources : MasterLink

一月營收 MOM-27%，1Q23 營收達成率 25%，低於預期

一月營收 MOM-27%，1Q23 營收達成率 25%，低於預期

嘉澤公告一月營收 16.34 億元，MOM-27%，YOY-31%，營收達成率 25%，低於預期。一月營收因為工作天數減少而呈現月減，除了 PC、NB 弱勢外，短期庫存調整使 Server 拉貨低於預期，另外策略客戶應有不如預期狀況，故下修 1Q23 營收至 59.86 億元(原 65.16 億元)，下修 1Q23 營收 QOQ 至-15%(原 QOQ-7.5%)，1Q23 為營收谷底。

嘉澤月營收(單位:仟元)



Sources : MasterLink

預期 4Q22 毛利率優於 3Q22，然考量匯損，調整 2022 年 EPS 至 57.33 元

預期 4Q22 毛利率優於 3Q22，然考量匯損，調整 2022 年 EPS 至 57.33 元

嘉澤 4Q22 營收 70.42 億元，QoQ-3.1%，YoY+16.3%，4Q22 毛利率仍持續受到下腳料損失影響，但由於 4Q22 銅價回升，故預期 4Q22 下腳料損失幅度將明顯收窄，孫公司一次性存貨損失認列亦不會再出現，同時未來產品順利出貨後損失將回沖會來，故預期 4Q22 毛利率優於 3Q22，不過考量匯損，毛利率提升幅度應有限，加上業外匯兌損失，調整 2022 年 EPS 至 57.33 元(原 59.63 元)。

Eagle Stream 新品量產+1Q23 開始使用低價銅，預期毛利率將顯著提升

一月銅價漲幅約為 12%，銅對於嘉澤來說成本佔比為 13~15%，以連接器族群來說算是中等影響(連接線束銅成本佔比>連接器，尤其是部分 AC 線銅成本佔比甚至高達 40~50%)，以過往銅價走勢來看，2Q22 應為銅價高點，嘉澤銅原料備貨時間約為 3~6 個月，故高價銅影響最顯著的時間為 3Q22~4Q22，嘉澤 3Q22 毛利率 41.5%，排除子公司存貨損失的 1%，本業毛利率為 42.5%。

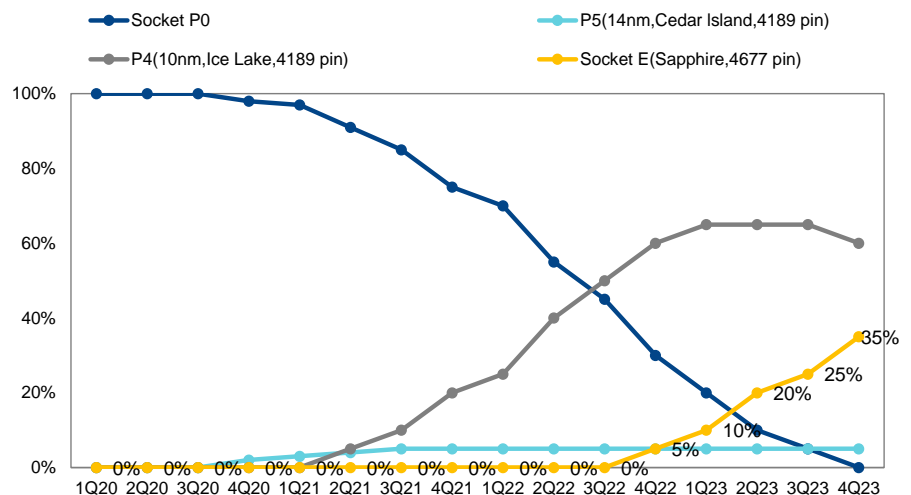
Eagle Stream 新品量產+1Q23 開始使用低價銅，預期毛利率將顯著提升

新品毛利率貢獻:4Q21~1Q23 DT 新產品 Socket V 放量，滲透率由 15%提升至 25%，嘉澤毛利率由 40.19%跳升至 42.9%，接近跳了 3 個百分點，故 2H23 Eagle Stream 新品量產毛利率跳升亦可以期待，若以銅價高點毛利率 42.5%加上 3 個百分點毛利率跳升，預估 2H23 毛利率為 45.5~46.5%，短期來說，嘉澤 1Q23 正要開始使用 2H22 所購買的低價銅，預期毛利率將顯著提升，2H23 隨新品滲透率逐季提升，2023 年嘉澤毛利率仍然是值得期待的焦點。

Eagle Stream 新品 1Q23 量產，預估 2023 年底平台滲透率 30~40%

嘉澤於 Purley 平台 Socket P0(3647 pin) 4Q20 市占率僅 3~5%，2021 年加入 Whitley Socket P4 及 P5 市占率提升至 10%，2022 年預計再提升至 15~20%，於 1Q23 量產的 Eagle Stream Socket E(Sapphire,4677 pin)可視為全新世代，因嘉澤為第一階段供應商(嘉澤、FIT、TE 三家)，預期出貨占比為 30~35%。

嘉澤 Server Socket 滲透率預估



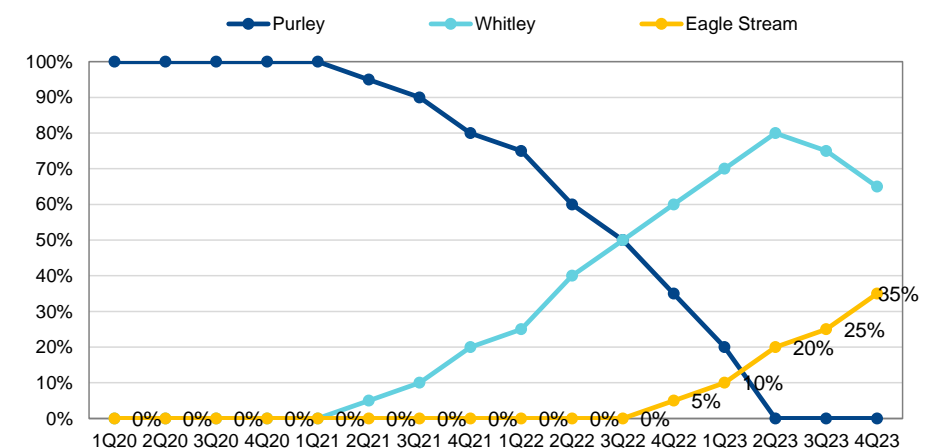
Sources : MasterLink

**Eagle Stream 新品 1Q23 量產，
預估 2023 年底平台滲透率
30~40%**

Whitley 平台 Socket P4(10nm,Ice Lake,4189 pin)及 Socket P5(14nm,Cedar Island,4189 pin)目前滲透率已經從年初 20%提升到目前超過 50%。Eagle Stream Socket E 4Q22 小量出貨(1~2 個客人)，預估 2022 年底 Eagle Stream 滲透率<10%，Whitley 為 55~60%，其餘 30~40%則為 Purley。

嘉澤表示 Eagle Stream 量產時間為 1Q23，Eagle Stream Socket ASP 至少較 Whitley 提升 15%以上，量產後將帶動嘉澤 Server 營收獲利大幅成長，即便市場對於 2023 年伺服器整體出貨量仍有疑慮存在，但是嘉澤依靠 Eagle Stream 新平台供應佔比由 15~20%一次躍升至 30%以上及新產品 ASP 提升，營收 YoY 將顯著優於產業成長。

Intel 新平台滲透率預估



Sources : MasterLink

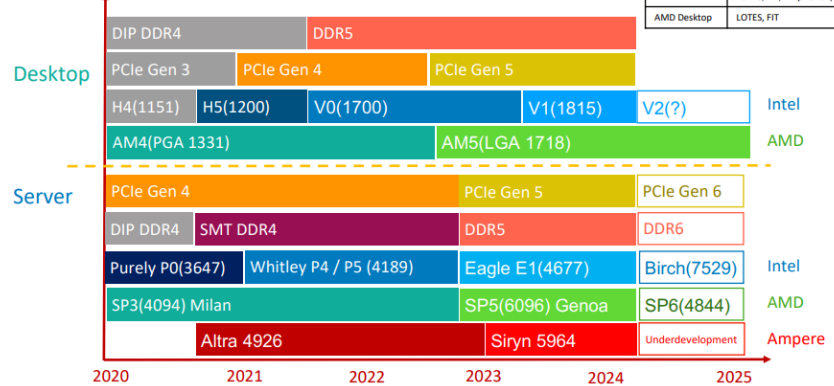
AMD Genoa 所搭載的 SP5(6096pin) 4Q22 已經有小量出貨，目前看來資料中心客戶採用率不錯，整體 Genoa 最近拉貨動能不錯，且由於 SP5 PIN 腳數為 6096pin，高於 Eagle Stream Socket E 的 4677pin，故推測 SP5 單位 ASP 高於 Socket E，同時為嘉澤全線產品中單價最高之產品，預期 Genoa 新品亦會在 1Q23 量產，至於 AMD 及 Intel 市占率變化目前不容易評估，兩者新品嘉澤皆有供貨，影響不大。

4Q22 法說會公司給出新版產品規劃圖，由圖中可見得 2023~2025 年全新產品升級規劃，2023~2024 年為 Eagle Stream 及 Genoa 新品高速成長期，2024~2025 年新一代產品又將推出，公司的產品升級成長動能將一路延續下去，每一代產品升級 ASP 至少都有 15%增幅，毛利率亦是正向提升，營運體質將逐年好轉。

嘉澤新產品規劃(更新部分為 2023~2025 年規劃)

New Product Plan

LeRain 嘉雨思
PCIe 5.0 Re-Driver



Sources : 嘉澤、MasterLink

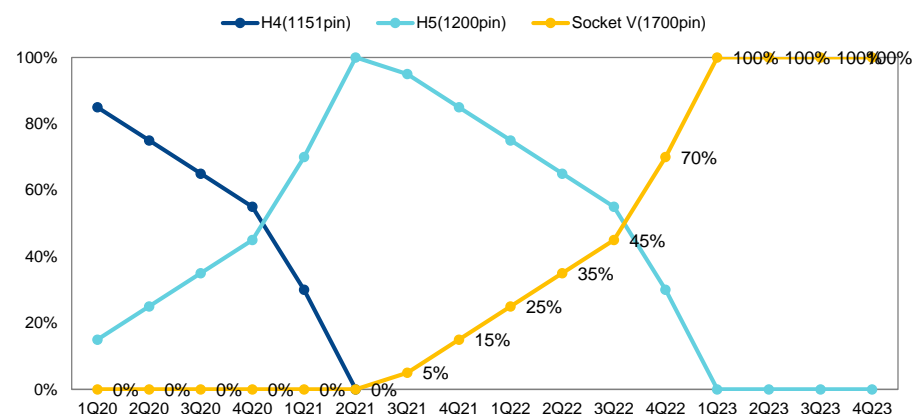
預估 2022 年底 DT Socket V(1700pin)滲透率突破 70%、2023 年達 100%

DT 部分:H5(1200pin)已逐步轉為 Socket V(1700pin)·Socket V 於 2021 年 8 月量產·2021 年底滲透率已提升至 15%·2Q22 滲透率為 30~40%·2H22 滲透率將超過 70%·Socket V PIN 腳數由 1200pin 轉為 1700pin·產品 ASP 大幅提升·2022 年 Socket V(1700pin)迎來大成長·2023 年將延續成長動能。

預估 2022 年底 DT Socket V (1700pin)滲透率突破 70%、2023 年達 100%

至於 PCIe Gen5 及 DDR5·採用 Socket V 的機種不一定會使用·目前僅高階機種採用(占比 10~15%)·DT 是消費品·價格敏感度較高·預期在 Eagle Stream 平台推出後·PCIe Gen5 及 DDR5 滲透率才會有較明顯提升·目前 Alden Lake 在整體主機板的採用率約 10~15%·預期 2023 年滲透率才有機會提升至 50%。

嘉澤 DT Socket 滲透率預估



Sources : MasterLink

現金增資及 CB 股本稀釋程度不大，不需過度擔心

嘉澤於公告 3Q22 財報當日(11/10)一併宣告現金增資及發行 CB 訊息，根據公司所提供的資訊預估現金增資股本膨脹幅度約為 3%，以轉換價 800 元初估，CB 膨脹幅度約為 1.25%，合計 4.25%，稀釋獲利程度不大。公司表示此次增資目的為擴充母公司營運資金及擴廠需求，目前現金部位大部分在子公司及中國工廠，母公司現金不足，隨營收擴大營運資金短缺，目前越南廠為租用廠房(1Q22 量產)，同時公司也在越南興建自有廠房，預計 2022 年底土建完成，2Q23 將產線移入自有越南廠量產，此外中山廠第三階段將於 4Q22~1Q23 完成，故目前仍需要資金投入。

現金增資及 CB 股本稀釋程度不大，不需過度擔心

對於公司宣告現金增資及發行 CB 的時間點(11/10 收盤價 799 元)，我們認為股價上檔空間仍很充足，2023 年為 Eagle Stream 動能啟動元年，2024 年應為 Eagle Stream 獲利高峰，預期 2023~2024 年伺服器營收占比將大增，產品組合持續優化，屆時股價與目前股價將會有十足利差，利於投資人進行 CB 轉換。

維持買進，目標價 1120 元

嘉澤 Server 成長動能以新品 ASP 提升及市占率提升為主，表現遠優於產業，1Q23 即為營運谷底，預期營收逐季向上，預估 2022 年 EPS 至 57.33 元(原 59.63 元)，2023 年 EPS 62.28 元，目標價 1120 元。(2023 PER 18x)

維持買進，目標價 1120 元

風險提示

出貨不如預期，ASP 不如預期

嘉澤 PER



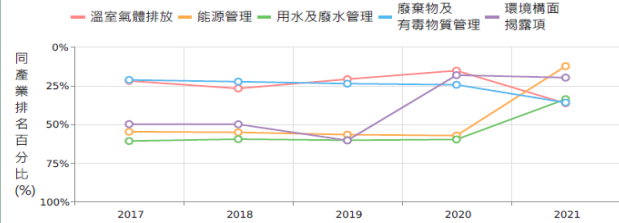
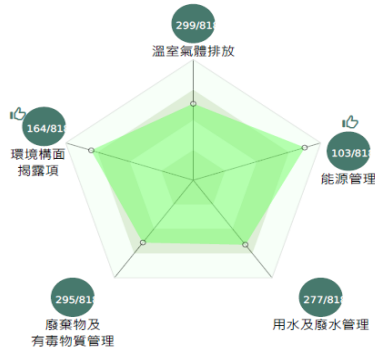
Sources : Goodinfo

TESG 企業永續指標(分項指標)

環境 Environmental

SASB主產業排名

SASB主產業排名 79 / 818



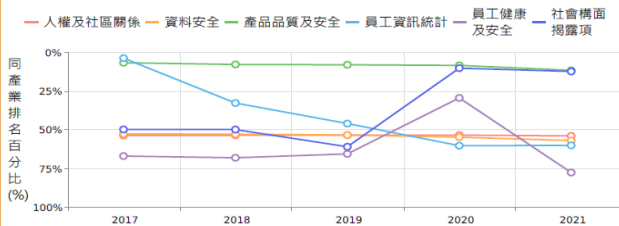
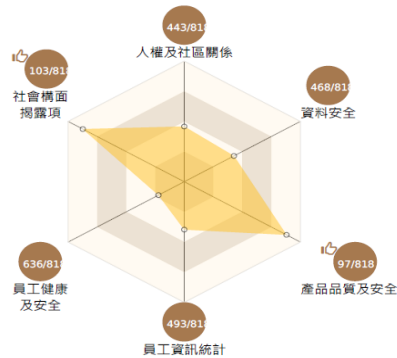
環境構面分析

- 溫室氣體排放排名中前，位居36.6%。
- 能源管理排名領先，位居12.6%。
- 用水及廢水管理排名中前，位居33.9%，近三年上升26.5%。
- 廢棄物及有毒物質管理排名中前，位居36.1%，近三年下降12.2%。
- 環境構面揭露項排名領先，位居20.0%。

社會 Social

SASB主產業排名

SASB主產業排名 500 / 818



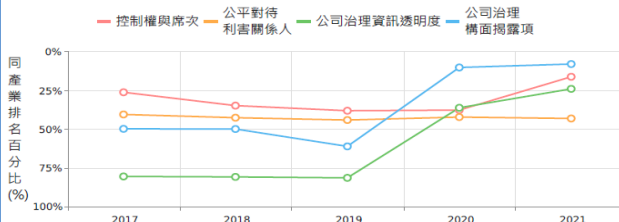
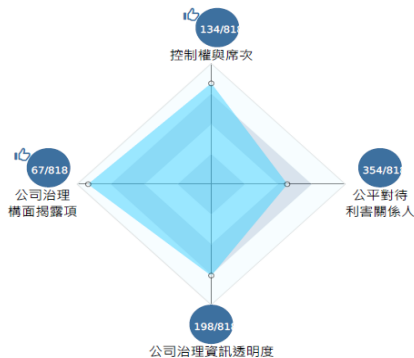
社會構面分析

- 人權及社區關係排名居中，位居54.2%。
- 資訊安全排名居中，位居57.2%。
- 產品品質及安全排名領先，位居11.9%。
- 員工資訊統計排名中後，位居60.3%。
- 員工健康及安全排名中後，位居77.8%。
- 社會構面揭露項排名領先，位居12.6%。

治理 Governance

SASB主產業排名

SASB主產業排名 43 / 818



治理構面分析

- 控制權與席次排名領先，位居16.4%，近三年上升21.9%。
- 公平對待利害關係人排名居中，位居43.3%。
- 公司治理資訊透明度排名中前，位居24.2%，近三年上升57.4%。
- 公司治理構面揭露項排名領先，位居8.2%，近三年上升53.1%。

資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (111)金管投顧新字第 005 號

Page 7 of 8

Comprehensive income statement				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY20	FY21	FY22F	FY23F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	17,291	21,392	27,109	30,706
COGS	10,361	12,835	15,621	16,773
Gross profit	6,930	8,557	11,488	13,933
Operating expense	3,223	4,198	4,695	5,332
Operating profit	3,708	4,359	6,792	8,601
Total non-operate. Inc.	-38	182	1,160	186
Pre-tax profit	3,670	4,540	7,952	8,787
Total Net profit	2,836	3,519	6,256	6,912
Minority	103	47	157	76
Net Profit	2,732	3,472	6,099	6,836
EPS (NT\$)	26.41	33.32	57.33	62.28
Y/Y %	FY20	FY21	FY22F	FY23F
Sales	14.6	23.7	26.7	13.3
Gross profit	26.7	23.5	34.2	21.3
Operating profit	34.8	17.6	55.8	26.6
Pre-tax profit	29.6	23.7	75.2	10.5
Net profit	31.6	27.1	75.7	12.1
EPS	31.3	26.2	72.1	8.6
Margins %	FY20	FY21	FY22F	FY23F
Gross	40.1	40.0	42.4	45.4
Operating	21.4	20.4	25.1	28.0
EBITDA	27.7	28.1	35.1	33.7
Pre-tax	21.2	21.2	29.3	28.6
Net	15.8	16.2	22.5	22.3

Consolidated Balance Sheet				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY20	FY21	FY22F	FY23F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Cash	2,949	3,303	4,191	4,917
Marketable securities	125	156	210	211
A/R & N/R	6,895	8,798	10,040	11,373
Inventory	2,559	4,091	3,719	3,994
Others	526	612	442	440
Total current asset	13,055	16,960	18,603	20,935
Long-term invest.	20	33	283	283
Total fixed assets	4,496	6,882	8,090	9,890
Total other assets	1,712	2,544	2,624	2,625
Total assets	19,283	26,419	29,599	33,732
Short-term Borrow	0	1,142	1,105	1,105
A/P & N/P	2,505	2,630	2,840	3,050
Other current liab.	2,076	3,232	2,539	2,186
Total current liab.	4,581	7,004	6,484	6,341
L-T borrow s	19	30	1,093	1,117
Other L-T liab.	204	1,331	62	66
Total liability.	4,803	8,365	7,640	7,524
Common stocks	1,035	1,061	1,074	1,098
Reserves	3,958	5,284	5,284	5,284
Retain earnings	9,487	11,710	15,601	19,827
Total Equity	14,480	18,055	21,959	26,208
Total Liab. & Equity	19,283	26,419	29,599	33,732

Comprehensive Quarterly Income Statement				NT\$m
	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	5,986	7,183	8,476	9,062
Gross profit	2,634	3,232	3,899	4,169
Operating profit	1,377	1,918	2,543	2,764
Total non-ope inc.	47	47	47	47
Pre-tax profit	1,423	1,964	2,589	2,810
Net profit	1,101	1,526	2,018	2,192
EPS	10.03	13.90	18.38	19.97
Y/Y %	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
Net sales	(2.6)	8.0	16.6	28.7
Gross profit	(0.1)	11.5	29.3	42.0
Operating profit	(13.0)	14.1	39.3	62.2
Net profit	(20.5)	1.1	5.7	68.9
Q/Q %	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
Net sales	(15.0)	20.0	18.0	6.9
Gross profit	(10.3)	22.7	20.6	6.9
Operating profit	(19.2)	39.3	32.6	8.7
Net profit	(15.2)	38.7	32.2	8.6
Margins %	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
Gross	44.0	45.0	46.0	46.0
Operating	23.0	26.7	30.0	30.5
Net	18.4	21.2	23.8	24.2

Consolidated Statement of Cash flow				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY20	FY21	FY22F	FY23F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	2,732	3,472	6,099	6,836
Dep & Amort	1,142	1,555	1,576	1,576
Investment income	0	0	0	0
Changes in W/C	-736	-3,417	-2,080	-1,397
Other adjustment	331	1,080	-500	-878
Cash flow – ope.	3,469	2,690	5,095	6,137
Capex	-1,736	-3,613	-1,800	-1,800
Change in L-T inv.	0	0	0	0
Other adjustment	-312	-474	-50	-1,050
Cash flow – inve.	-2,048	-4,088	-1,850	-2,850
Free cash flow	1,733	-924	3,295	4,337
Inc. (Dec.) debt	-172	1,163	25	25
Cash dividend	-1,136	-1,448	-2,195	-2,588
Other adjustment	125	23	60	61
Cash flow -Fin.	-1,366	1,834	-2,170	-2,563
Exchange influence	49	-82	80	2
Change in Cash	103	354	888	726
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	FY20	FY21	FY22F	FY23F
ROA	15.95	15.40	23.62	21.59
ROE	20.99	21.63	30.48	28.39

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2023 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.