

技嘉 (2376 TT) Gigabyte

AI Server 出貨優於預期，但不利整體毛利率發展

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$285.0

收盤價 (2024/03/19)：NT\$305.0

隱含漲幅：-6.6%

營收組成 (2023)

MB 22%、VGA 35%、Gaming NB 7%、Others 36%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	285.0	315.0
2024年營收 (NT\$/十億)	181.6	175.9
2024年EPS	13.5	14.9

交易資料表

市值	NT\$193,890百萬元
外資持股比率	22.6%
董監持股比率	10.1%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$66.89
負債比	53.8%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	107,264	136,773	181,571	203,412
營業利益	5,845	4,895	9,542	10,856
稅後純益	6,539	4,782	8,584	9,619
EPS (元)	10.30	7.46	13.50	15.13
EPS YoY (%)	-51.0	-27.6	81.0	12.1
本益比 (倍)	29.6	40.9	22.6	20.2
股價淨值比 (倍)	5.4	5.3	4.6	4.2
ROE (%)	17.8	13.0	20.2	20.6
現金殖利率 (%)	2.0%	1.5%	2.8%	3.2%
現金股利 (元)	6.20	4.70	8.60	9.70

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuanta.com

余鈴華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q23 EPS 2.12 元，季減 9%，年增 2%，低於元大/市場預期 31%/22%，主因台幣升值及低毛利率 AI Server 出貨快速上升。

◆ 技嘉已出貨搭配輝達 A100、H100 的產品，且取得超微 MI300 認證。預估 AI 伺服器占 2024/25 年整體營收 26%/32%，營收貢獻顯著。

◆ AI Server 出貨快速，雖業績成長加快，但不利整體毛利率發展，維持中立評等。目標價 285 元係根據 2024 年 EPS、21 倍本益比推得。

4Q23 EPS 2.12 元，季減 9%，年增 2%，低於預期 31%

4Q23 營收季增 23%，年增 64%，毛利率季減 2.24 百分點至 11.03%，低於預期，主因台幣升值及低毛利率 AI Server 出貨上升。營業利益 15.2 億元，季增 36%，年增 106%，低於元大/市場預期 33%/25%。業外雖有利息收入及其他收益挹注，但匯損 4.7 億元，僅獲利 1.2 億元。合計 EPS 2.12 元，季減 9%，年增 2%，低於元大/市場預期 31%/22%。1Q24 受惠大陸農曆年小旺季，板卡出貨維持高峰，AI Server 持續增加，估營收季增 1%，年增 64%。

AI Server 為未來主要成長來源，但不利整體毛利率發展

技嘉在 NVIDIA 早期發展 AI 即加入設計團隊，取得 A100、H100 GPU 相較同業容易。AI 占 2023 年 Server 比重 41% (占全公司營收比重 12%)；預估未來 AI 比重持續提升，占 2024/25 年 Server 比重 65%/71% (占全公司營收比重 26%/32%)，為未來營收主要成長來源。但由於 AI Server 關鍵零組件如：GPU、CPU、Dram...等均外購，附加價值減少，毛利率較低。

2024 年板卡業務溫和復甦

2023 年打消存貨減少，下半年客戶為耶誕節積極備料，MB 營收成長 27%；VGA 卡 1H23 同業競爭較大，但下半年促銷活動增加，營收年增 16%。2024 年景氣可望復甦且 NVIDIA 將推出二年一次大改款 GPU，有助顯卡出貨，估 2024 年主機板/繪圖卡營收年增 6%/16%。

合計預估 2024 年整體營收 1,816 億元，年增 33%，今年景氣復甦，殺價壓力減緩，毛利率小幅年增 0.6 百分點至 12.7%，EPS 13.5 元，年增 81%，比先前預估下修 10%，主因低毛利率 AI Server 成長快，拉低整體毛利率。

營運分析

4Q23 稅後 13.5 億元，季減 9%，年增 2%，EPS 2.12 元，低於元大/市場預期 31%/22%，主因毛利率呈現季減不如預期

技嘉去年第四季營收季增 23%，年增 64%，毛利率季減 2.24 百分點至 11.03%，低於預期，主因台幣升值及低毛利率 AI Server 出貨上升。造成營業利益 15.2 億元，季增 36%，年增 106%，低於元大/市場預期 33%/25%。業外雖有利息收入及其他收益挹注，但匯損 4.7 億元，僅獲利 1.2 億元，低於預期。合計稅後 13.5 億元，季減 9%，年增 2%，低於元大/市場預期 31%/22%，EPS 2.12 元。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	27,800	37,013	45,596	23.2%	64.0%	45,527	45,539	0.2%	0.1%
營業毛利	2,597	4,912	5,028	2.4%	93.6%	6,087	6,025	-17.4%	-16.6%
營業利益	737	1,117	1,516	35.7%	105.6%	2,263	2,030	-33.0%	-25.3%
稅前利益	1,221	1,843	1,633	-11.4%	33.7%	2,282	2,190	-28.4%	-25.4%
稅後淨利	1,321	1,479	1,350	-8.7%	2.2%	1,957	1,737	-31.0%	-22.3%
調整後 EPS (元)	2.08	2.33	2.12	-8.7%	2.1%	3.08	2.73	-31.0%	-22.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	9.3%	13.3%	11.0%	-2.2	1.7	13.4%	13.2%	-2.3	-2.2
營業利益率	2.7%	3.0%	3.3%	0.3	0.7	5.0%	4.5%	-1.6	-1.1
稅後純益率	4.8%	4.0%	3.0%	-1.0	-1.8	4.3%	3.8%	-1.3	-0.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1Q24 淡季不淡，營收可望逆勢季增 1%

1Q24 受惠大陸農曆年小旺季，板卡業務出貨維持高峰，加上 AI Server 銷售持續增加，估營收季增 1%至 460 億元，年增 64%。規模經濟提高，加上 NVIDIA 新產品 40 Super 系列顯卡推出，估毛利率季增 1.58 百分點至 12.6%，營業利益 21.7 億元，季增 43%，年增 69%。業外方面，在利息收入及其他收益挹注下，估獲利 2.1 億元。合計稅後 18.2 億元，季增 35%，年增 78%，EPS 2.86 元，比原先預期低 14%，主因調降毛利率預估(低毛利率的 AI Server 上升較快)。

圖 2：2024 年第 1 季財測與預估比較

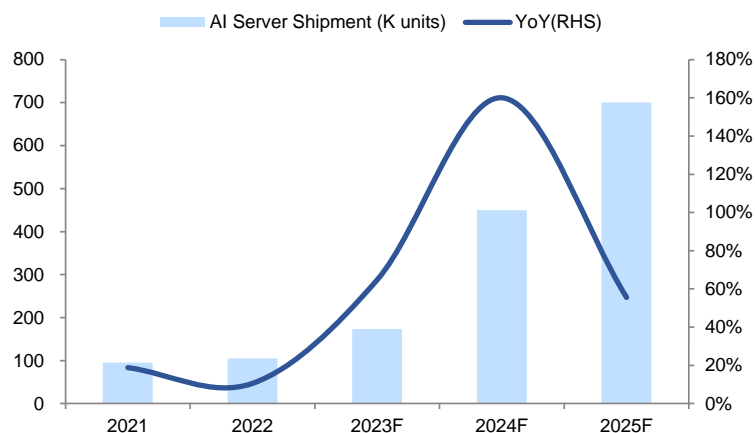
(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	28,030	45,596	46,017	0.9%	64.2%	45,947	43,873	0.2%	4.9%
營業毛利	3,546	5,028	5,803	15.4%	63.7%	6,263	5,956	-7.3%	-2.6%
營業利益	1,280	1,516	2,168	43.0%	69.4%	2,541	1,390	-14.7%	56.0%
稅前利益	1,344	1,633	2,380	45.7%	77.0%	2,753	2,679	-13.6%	-11.2%
稅後淨利	1,025	1,350	1,819	34.7%	77.5%	2,105	2,114	-13.6%	-13.9%
調整後 EPS (元)	1.61	2.12	2.86	34.8%	77.5%	3.31	3.33	-13.6%	-13.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	12.7%	11.0%	12.6%	1.6	0	13.6%	13.6%	-1.0	-1.0
營業利益率	4.6%	3.3%	4.7%	1.4	0.1	5.5%	3.2%	-0.8	1.5
稅後純益率	3.7%	3.0%	4.0%	1.0	0.3	4.6%	4.8%	-0.6	-0.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

AI Server 為未來主要成長來源

2023 年 ChatGPT 火熱，AI、HPC 等需求看好至 2024 年。技嘉在 HPC 至 AI Server 均提供客戶最佳解決方案，產品線比同業廣，具領先優勢。目前產品供不應求，技嘉在 NVIDIA 早期發展 AI 即加入設計團隊，取得 A100、H100 GPU 相較同業容易。加上近期又通過 AMD MI300 認證，2024 年第二季可望量產，AI Server 成長力道強勁。Server 占營收比重由 2022 年 23% 提升至 2023 年 29%，年增 62%。2024/25 年比重可望再上升至 40%/45%，成長 85%/24%。2Q23 AI Server (A100、H100) 占 Server 營收比重 30% (因為單價高)，4Q23 已達 60%，爆發力驚人，AI 占 2023 年 Server 比重 41% (占全公司營收比重 12%)；預估未來 AI 比重持續提升，占 2024/25 年 Server 比重 65%/71% (占全公司營收比重 26%/32%)，為未來營收主要成長來源，技嘉 AI Server 貢獻度遠高於 MB 同業。但由於 AI Server 關鍵零組件如：GPU、CPU、Dram... 等均外購，產品附加價值減少，毛利率較低，不利整體毛利率發展。

圖 3：全球 AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

圖 4：AMD MI300A 2024 年第一季推出

型號	AMD			Nvidia	
	MI250	MI300X	MI300A	A100	H100
推出時間	2021	3Q24 (F)	1Q24 (F)	2020	2022
製程	TSMC 6nm	TSMC 5nm/6nm		TSMC 7nm	TSMC 4nm
架構	CDNA 2.0	CDNA 3.0	CDNA 3.0	Ampere	Hopper
電晶體數量	58bn	153bn	146bn	54.2bn	80bn
晶片尺寸	1540mm2	-	1017mm2	828mm2	814mm2
搭載記憶體	128GB HBM2e	192GB HBM3	128GB HBM3	80GB HBM2e	80GB HBM3
Performance (FLOPS 32)	45.3 TFLOPS	-	47.8 TFLOPS	19.5 TFLOPS	48.4 TFLOPS
功耗	500-560W	750W	600W	250-400W	350-700W
傳輸介面	PCIe Gen4	PCIe Gen5	PCIe Gen5	PCIe Gen4	PCIe Gen5
價格	USD \$10~12K	USD \$15~20K		USD \$15~20K	USD \$25~35K

資料來源：元大投顧整理

圖 5：NVIDIA AI GPU 推出行程表預估

產品	2021 年	2023 年	1H24 (F)	2H24 (F)	1H25 (F)	2H25 (F)
GPU (X86)	A100	H100	H200	B100	B200	X100
CPU+GPU (ARM)	-	-	GH200	GB100	GB200	GX100

資料來源：元大投顧整理

2024 年板卡業務溫和復甦

2022 年居家上班降溫，主機板/繪圖卡在 2022 年業績衰退 21%/13%，但 2022 年底公司庫存金額由高點下滑 36%，回到健康水準。2023 年打消存貨減少，下半年客戶為耶誕節積極備料，MB 營收成長 27%；VGA 卡上半年同業競爭較大，但下半年促銷活動增加，營收年增 16%。2024 年景氣可望復甦且 NVIDIA 將推出二年一次大改款 GPU，有助顯卡出貨，估 2024 年主機板/繪圖卡營收年增 6%/16%。

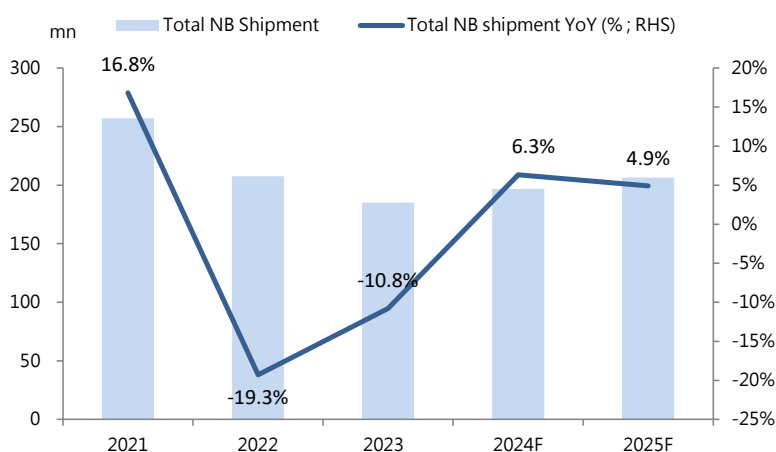
合計 2024 年整體營收 1,816 億元，年增 33%，今年景氣復甦，殺價壓力減緩，毛利率小幅年增 0.6 百分點至 12.7%，EPS 13.5 元，年增 81%，比先前預估下修 10%，主因低毛利率 AI Server 成長快，拉低公司毛利率。

2024 年筆電整體出貨恢復成長，電競 NB 滲透率穩定上升

筆電產品過去二年疫情的遞延訂單在 2022 年第一季出完，加上 2 月俄烏戰爭/高通膨影響需求，居家上班降溫更趨明顯，相關產品如：Chromebook、消費性筆電、主機板等出貨疲弱，下半年各廠商調整庫存，銷售下降快速，全球筆電在 2022 年出貨衰退 19%，2023 年仍年減 11%，2024 年預期全球景氣復甦下，小幅成長 6%。

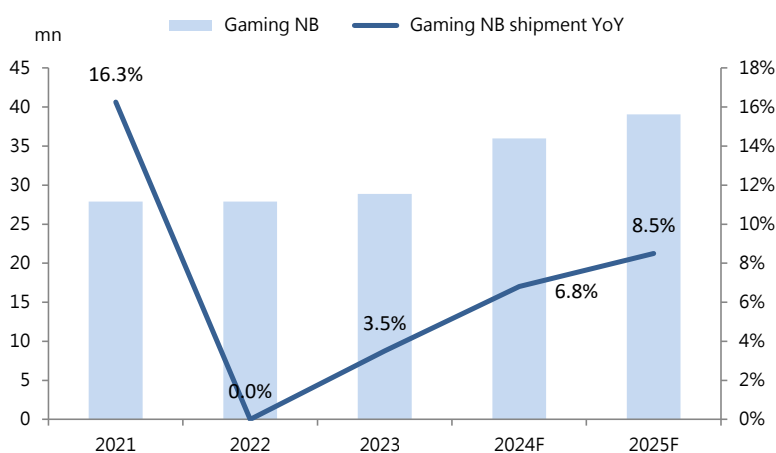
電競筆電在 COVID-19 疫情期間受惠居家人數增加，玩電動時間變長，2020/21 年出貨成長 27%/16%，2022 年居家上班降溫，出貨亦受影響，但 NVIDIA 及 AMD 新 GPU 產品陸續推出，對電競市場有一定刺激作用，2022 年電競筆電出貨約年持平，2023 年恢復成長 4%，2024 年受惠 NVIDIA 二年一次 GPU 大改款，出貨可望年增 7%，是 PC 下游維持成長的產品。技嘉在電競產品營收比重逐漸上升，目前約 40%，對業績有一定挹注作用，亦為公司未來持續強化營運方向。

圖 6：全球筆電出貨量預估



資料來源：Digitimes、元大投顧整理

圖 7：全球電競筆電出貨量預估



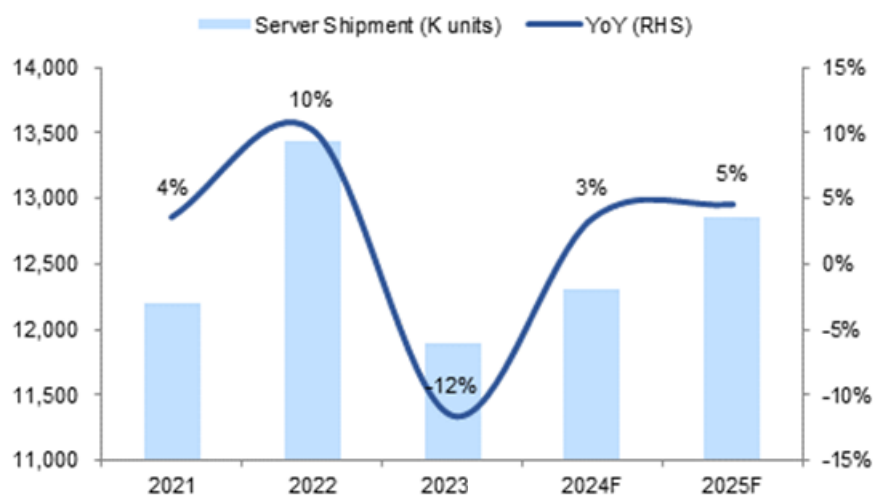
資料來源：Digitimes、元大投顧整理

2024 年四大 CSP 資本支出大致符合預期

美國四大 CSP 業者於最新法說會均表示，未來資本支出將會持續提升，主要用於伺服器、AI 伺服器及擴大資料中心建設，其中 AI server 更為建置重心，但一般伺服器出貨力道恐較原本預期略低，主要被 AI server 支出排擠。

整體而言，2023 年受全球資本支出縮減，一般型伺服器衰退較大，整體伺服器出貨年減 12%，2024/25 年景氣復甦，資本支出增加，加上 AI Server 成長加速，估年增 3%/5%。

圖 8：全球伺服器出貨量預估

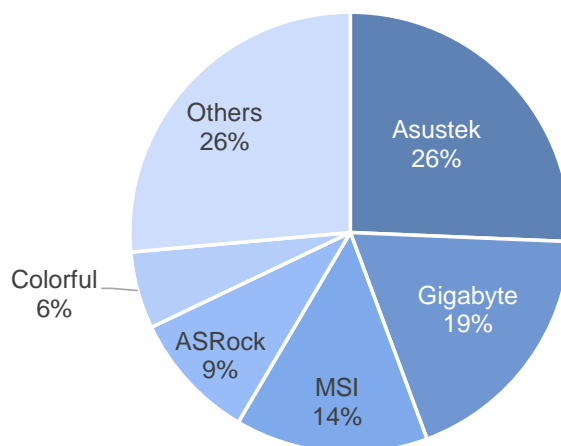


資料來源：元大投顧預估

技嘉為全球第二大 MB 製造商

技嘉為全球第二大 MB 製造商，僅次於龍頭華碩，產品主攻 DIY 市場。2022 年 MB 產業受 WFH 降溫、高通膨等負面因素影響，全球主機板出貨衰退近 20%至 5,300 萬片，其中技嘉出貨近 1,000 萬片，市占率約 19%。2023 年技嘉受惠於庫存提前調整結束，加上下半年客戶為耶誕節提貨積極，銷售優於同業，市占率提升至 20%以上。

圖 9：技嘉為全球第二大 MB 製造商(2022 年統計)



資料來源：元大投顧整理

獲利調整與股票評價

下修 2024/25 年稅後 10%/10%

受低毛利率 AI Server 出貨快速成長且為未來成長主要來源，造成技嘉毛利率不如預期，因此將 2024/25 年毛利率由原估 13.9%/14.0%下調至 12.7%/12.7%，稅後則隨之下調 10%/10%，EPS 13.50/15.13 元，成長 81%/12%。

圖 10：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	181,571	175,864	203,412	192,485	3.2%	5.7%
營業毛利	23,095	24,355	25,807	26,971	-5.2%	-4.3%
營業利益	9,542	10,691	10,856	12,155	-10.7%	-10.7%
稅前利益	10,703	11,852	12,013	13,313	-9.7%	-9.8%
稅後淨利	8,584	9,487	9,619	10,668	-9.5%	-9.8%
調整後 EPS (元)	13.50	14.94	15.13	16.80	-9.6%	-9.9%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	12.7%	13.9%	12.7%	14.0%	-1.1	-1.3
營業利益率	5.3%	6.1%	5.3%	6.3%	-0.8	-1.0
稅後純益率	4.7%	5.4%	4.7%	5.5%	-0.7	-0.8

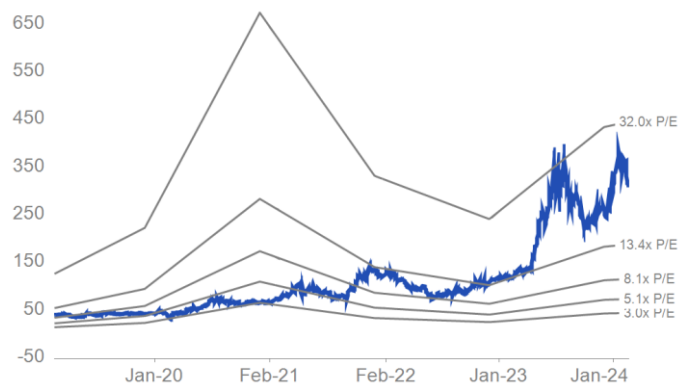
資料來源：公司資料、元大投顧預估

維持”持有-超越同業”評等

技嘉是國內第二大主機板 Clone (零售市場)銷售商，與其同樣從事主機板的國內同業主要為華碩、微星、華擎等。以 2024 年預估 EPS 來看，技嘉本益比 22.6 倍，高於國內 OBM 同業 16.1 倍，主因 AI Server 比重高於同業。

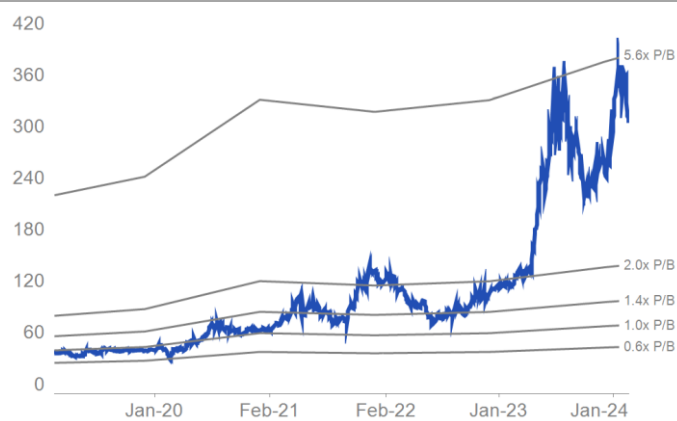
技嘉 2022 年積極降庫存，造成獲利下滑。目前存貨已趨健康水準，2H23 在 AI Server 出貨加持下，營收明顯好轉，但毛利率表現相關不如預期，目前本益比 22.6 倍，處於近三年歷史本益比區間上緣(5~29 倍)，因此維持”持有-超越同業”評等。目標本益比同先前 21 倍，以 2024 年 EPS 13.5 元計算，目標價 285 元，潛在下跌空間 6.6%。

圖 11：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 13：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
技嘉	2376 TT	持有-超越 同業	305.0	6,059	10.30	7.46	13.50	29.6	40.9	22.6	(51.0)	(27.6)	81.0
OBM 同業													
宏碁	2353 TT	持有-落後 同業	45.2	4,613	1.7	1.8	2.0	27.1	25.1	22.9	(54.1)	8.0	9.4
華碩	2357 TT	買進	407.5	10,669	19.8	21.4	31.4	20.6	19.0	13.0	(67.0)	8.4	46.5
微星	2377 TT	買進	170.0	4,990	11.8	8.9	13.6	14.4	19.1	12.5	(41.1)	(24.4)	52.7
OBM 同業平均					11.1	10.7	15.7	20.7	21.1	16.1	(54.1)	(2.7)	36.2
ODM 同業													
廣達	2382 TT	買進	257.0	31,202	7.5	10.3	13.5	34.2	25.0	19.0	(14.0)	37.0	31.5
緯創	3231 TT	未評等	122.5	10,765	4.0	3.6	--	30.5	33.7	--	6.6	(9.4)	--
仁寶	2324 TT	買進	37.2	5,280	1.7	1.8	2.7	22.2	20.7	13.9	(42.3)	7.6	48.3
和碩	4938 TT	持有-落後 同業	100.0	7,047	5.7	5.9	6.8	17.5	17.0	14.8	(26.0)	3.3	14.9
ODM 同業平均					4.7	5.4	7.7	26.1	24.1	15.9	(18.9)	9.6	31.6

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 14：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
技嘉	2376 TT	持有-超越 同業	305.0	6,059	17.8	13.0	20.2	56.53	57.99	66.89	5.4	5.3	4.6
OBM 同業													
宏碁	2353 TT	持有-落後 同業	45.2	4,613	8.2	7.5	8.8	21.6	24.5	22.5	2.1	1.8	2.0
華碩	2357 TT	買進	407.5	10,669	7.1	7.4	10.4	285.9	290.7	303.4	1.4	1.4	1.3
微星	2377 TT	買進	170.0	4,990	20.9	15.3	20.2	57.3	59.4	67.3	3.0	2.9	2.5
OBM 同業平均					12.1	10.0	13.1	121.6	124.9	131.1	2.2	2.0	2.0
ODM 同業													
廣達	2382 TT	買進	257.0	31,202	17.3	21.3	24.7	43.8	48.3	54.7	5.9	5.3	4.7
緯創	3231 TT	未評等	122.5	10,765	12.8	11.5	16.0	34.6	36.9	42.6	3.5	3.3	2.9
仁寶	2324 TT	買進	37.2	5,280	6.4	7.0	9.0	26.4	27.1	29.6	1.4	1.4	1.3
和碩	4938 TT	持有-落後 同業	100.0	7,047	10.4	8.0	8.9	68.4	73.8	76.2	1.5	1.4	1.3
ODM 同業平均					11.7	12.0	14.7	43.3	46.5	50.8	3.1	2.8	2.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 15：季度及年度簡明損益表 (合併)

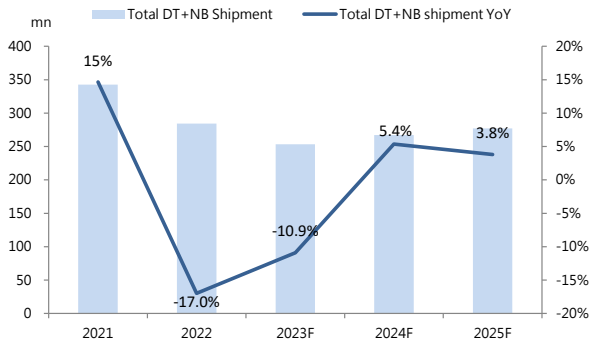
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	28,030	26,134	37,013	45,596	46,017	41,301	45,990	48,264	136,773	181,571
銷貨成本	(24,484)	(23,044)	(32,101)	(40,568)	(40,213)	(36,271)	(39,947)	(42,045)	(120,198)	(158,476)
營業毛利	3,546	3,090	4,912	5,028	5,803	5,030	6,043	6,219	16,575	23,095
營業費用	(2,266)	(2,107)	(3,795)	(3,513)	(3,635)	(3,180)	(3,311)	(3,427)	(11,681)	(13,553)
營業利益	1,280	982	1,117	1,516	2,168	1,850	2,732	2,792	4,895	9,542
業外利益	65	302	725	117	212	215	366	369	1,210	1,161
稅前純益	1,344	1,284	1,843	1,633	2,380	2,065	3,098	3,161	6,105	10,703
所得稅費用	(320)	(395)	(364)	(245)	(561)	(529)	(589)	(443)	(1,324)	(2,120)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	(1)	(1)
歸屬母公司稅後純益	1,025	890	1,479	1,350	1,819	1,536	2,509	2,719	4,782	8,584
調整後每股盈餘(NT\$)	1.61	1.40	2.33	2.12	2.86	2.42	3.95	4.28	7.46	13.50
調整後加權平均股數(百萬股)	636	636	636	636	636	636	636	636	635	635
重要比率										
營業毛利率	12.7%	11.8%	13.3%	11.0%	12.6%	12.2%	13.1%	12.9%	12.1%	12.7%
營業利益率	4.6%	3.8%	3.0%	3.3%	4.7%	4.5%	5.9%	5.8%	3.6%	5.3%
稅前純益率	4.8%	4.9%	5.0%	3.6%	5.2%	5.0%	6.7%	6.6%	4.5%	5.9%
稅後純益率	3.7%	3.4%	4.0%	3.0%	4.0%	3.7%	5.5%	5.6%	3.5%	4.7%
有效所得稅率	23.8%	30.8%	19.8%	15.0%	23.6%	25.6%	19.0%	14.0%	21.7%	19.8%
季增率(%)										
營業收入	0.8%	-6.8%	41.6%	23.2%	0.9%	-10.2%	11.4%	4.9%		
營業利益	73.6%	-23.2%	13.7%	35.7%	43.0%	-14.7%	47.7%	2.2%		
稅後純益	-22.4%	-13.2%	66.2%	-8.7%	34.7%	-15.6%	63.3%	8.4%		
調整後每股盈餘	-22.5%	-13.2%	66.2%	-8.7%	34.8%	-15.5%	63.3%	8.3%		
年增率(%)										
營業收入	-14.1%	15.3%	53.0%	64.0%	64.2%	58.0%	24.3%	5.9%	27.5%	32.8%
營業利益	-62.9%	-28.9%	305.2%	105.6%	69.4%	88.3%	144.5%	84.2%	-16.3%	94.9%
稅後純益	-66.6%	-9.4%	26.5%	2.2%	77.5%	72.7%	69.7%	101.4%	-26.8%	79.5%
調整後每股盈餘	-66.6%	-9.5%	26.3%	2.1%	77.5%	72.7%	69.7%	101.4%	-27.6%	81.0%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

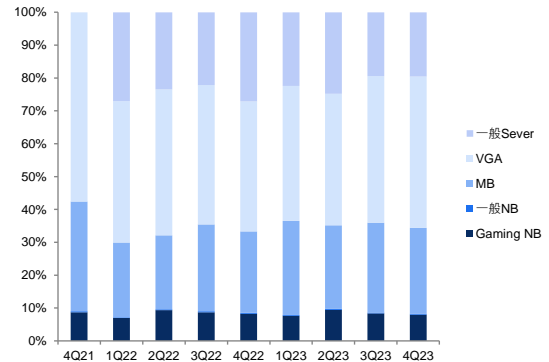
技嘉是國內第二大主機板銷售商，其他尚有筆電、伺服器、網通等 PC 相關產品銷售。主要競爭對手為國內華碩、微星、華擎等。3Q23 銷售區域占比：北美為第一大，約 41%，其次亞太 34%、歐洲 25%。主要生產基地包括：桃園南平廠、大陸東莞、寧波廠。技嘉主機板及顯示卡主要銷售 Clone 市場；電競筆電則以「AORUS」品牌銷售。近年因領先同業切入 AI Server，營收成長優於同業。

圖 16：全球 PC 銷量



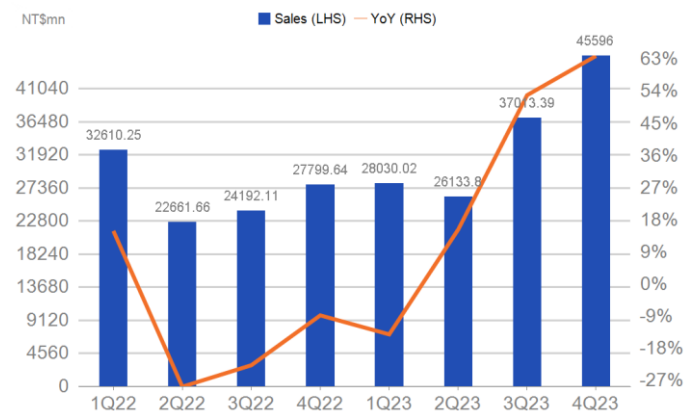
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：營收組成



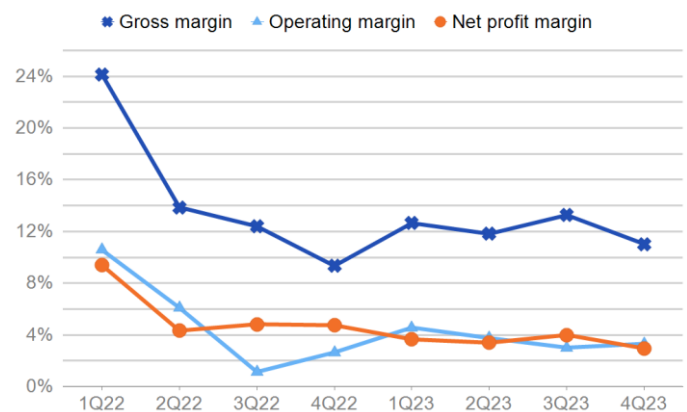
資料來源：公司資料

圖 18：營收趨勢



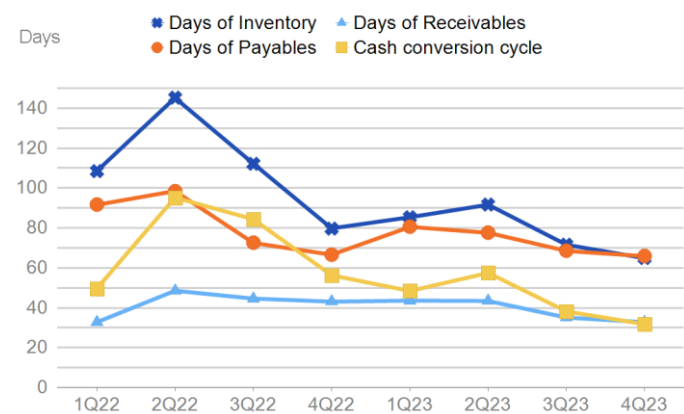
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：毛利率、營益率、淨利率



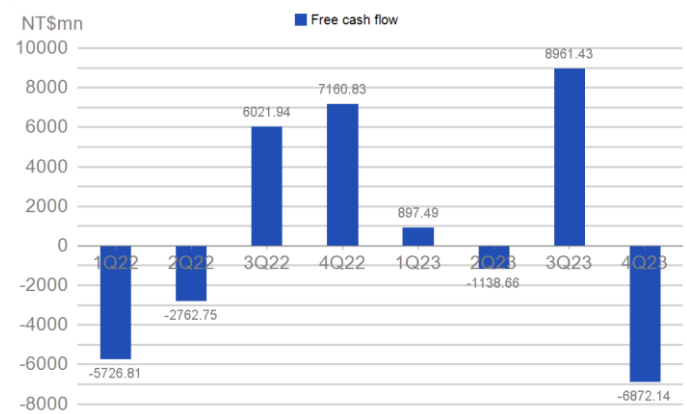
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**技嘉整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略微領先的位置，同時在科技硬體行業的公司中排名亦略微領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**技嘉的整體曝險屬於較低水準，且略優於科技硬體行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含商業道德、人力資源和公司的數據安全等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**技嘉在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司擁有完整對 ESG 的揭露，包含成立永續發展辦公室及發布 CSR 報告書等，展現了對企業社會責任的實踐。自 2009 年技嘉在 2020 年達成減碳 50%的目標，較原先承諾提前 5 年，並節省能源費用超過 5 億元。

圖 22：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	24.7
在 ESG 議題上的曝險 (A)	41.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	45.7
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	10

資料來源：Sustainalytics (2024/3/19)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	18,928	16,266	10,798	6,618	8,702
存貨	26,590	21,777	29,595	39,874	41,873
應收帳款及票據	10,828	14,131	17,346	24,440	25,716
其他流動資產	3,952	2,630	2,666	2,397	2,272
流動資產	60,298	54,803	60,405	73,328	78,563
採用權益法之投資	519	529	649	674	697
固定資產	4,207	4,947	4,997	4,920	4,900
無形資產	29	129	126	123	121
其他非流動資產	4,125	3,164	3,229	3,299	3,374
非流動資產	8,880	8,769	9,001	9,016	9,092
資產總額	69,178	63,572	69,406	82,344	87,655
應付帳款及票據	15,910	13,996	18,935	26,220	27,305
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	14,840	12,970	12,970	12,970	12,970
流動負債	30,750	26,967	31,905	39,190	40,275
長期借款	200	0	0	0	0
其他負債及準備	726	660	660	660	660
長期負債	926	660	660	660	660
負債總額	31,675	27,627	32,565	39,851	40,935
股本	6,357	6,357	6,357	6,357	6,357
資本公積	3,280	3,281	3,360	3,455	3,560
保留盈餘	27,188	26,173	27,014	32,612	36,764
什項權益	663	122	99	59	29
歸屬母公司之權益	37,488	35,933	36,830	42,484	46,711
非控制權益	15	11	10	9	9
股東權益總額	37,503	35,945	36,841	42,494	46,720

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	13,335	6,535	4,781	8,583	9,618
折舊及攤提	680	733	653	683	602
本期營運資金變動	(7,442)	(597)	(6,095)	(10,087)	(2,191)
其他營業資產 及負債變動	1,782	(856)	(36)	269	125
營運活動之現金流量	8,355	5,815	(697)	(552)	8,154
資本支出	(587)	(1,122)	(700)	(603)	(580)
本期長期投資變動	441	10	(120)	(25)	(23)
其他資產變動	(1,058)	197	(65)	(70)	(75)
投資活動之現金流量	(1,204)	(915)	(885)	(698)	(678)
股本變動	0	0	79	95	105
本期負債變動	(303)	(200)	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(3,178)	(7,620)	(3,941)	(2,985)	(5,467)
其他調整數	(213)	44	(23)	(40)	(30)
融資活動之現金流量	(3,695)	(7,776)	(3,885)	(2,930)	(5,392)
匯率影響數	(93)	213	0	0	0
本期產生現金流量	3,364	(2,663)	(5,467)	(4,180)	2,084
自由現金流量	7,768	4,693	(1,397)	(1,155)	7,574

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	121,905	107,264	136,773	181,571	203,412
銷貨成本	(92,315)	(90,648)	(120,198)	(158,476)	(177,606)
營業毛利	29,590	16,616	16,575	23,095	25,807
營業費用	(15,104)	(10,771)	(11,681)	(13,553)	(14,951)
推銷費用	(7,989)	(6,477)	(6,045)	(7,043)	(7,772)
研究費用	(4,091)	(2,226)	(2,742)	(3,751)	(4,140)
管理費用	(3,014)	(1,858)	(2,756)	(2,759)	(3,039)
其他費用	(9)	(210)	(138)	0	0
營業利益	14,487	5,845	4,895	9,542	10,856
利息收入	75	120	316	330	325
利息費用	(5)	(5)	(33)	(1)	(1)
利息收入淨額	69	115	283	329	324
投資利益(損失)淨額	(16)	1	74	65	80
匯兌損益	193	1,306	113	0	0
其他業外收入(支出)淨額	1,381	1,178	739	767	753
稅前純益	16,113	8,446	6,105	10,703	12,013
所得稅費用	(2,778)	(1,911)	(1,324)	(2,120)	(2,395)
少數股權淨利	(3)	(4)	(1)	(1)	(1)
歸屬母公司之稅後純益	13,338	6,539	4,782	8,584	9,619
稅前息前折舊攤銷前淨利	16,799	9,184	4,242	8,859	10,254
調整後每股盈餘 (NT\$)	21.00	10.30	7.46	13.50	15.13

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	44.1	(12.0)	27.5	32.8	12.0
營業利益	243.5	(59.7)	(16.3)	94.9	13.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	172.7	(45.3)	(53.8)	108.8	15.8
稅後純益	207.9	(51.0)	(26.8)	79.5	12.1
調整後每股盈餘	205.1	(51.0)	(27.6)	81.0	12.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	24.3	15.5	12.1	12.7	12.7
營業利益率	11.9	5.5	3.6	5.3	5.3
稅前息前淨利率	13.2	7.9	3.6	5.3	5.3
稅前息前折舊攤銷前淨利率	13.8	8.6	3.1	4.9	5.0
稅前純益率	13.2	7.9	4.5	5.9	5.9
稅後純益率	10.9	6.1	3.5	4.7	4.7
資產報酬率	22.5	9.9	6.9	10.4	11.0
股東權益報酬率	41.1	17.8	13.0	20.2	20.6
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	84.5	76.9	88.4	93.8	87.6
淨負債權益比(%)	(49.9)	(45.3)	(29.3)	(15.6)	(18.6)
利息保障倍數 (倍)	3092.0	1538.8	185.2	13901.2	15207.4
流動比率 (%)	196.1	203.2	189.3	187.1	195.1
速動比率 (%)	106.8	118.9	96.6	85.4	91.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(18,728)	(16,266)	(10,798)	(6,618)	(8,702)
調整後每股淨值 (NT\$)	58.97	56.53	57.99	66.89	73.55
評價指標 (倍)					
本益比	14.5	29.6	40.9	22.6	20.2
股價自由現金流量比	25.0	41.3	--	--	25.6
股價淨值比	5.2	5.4	5.3	4.6	4.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	11.5	21.1	45.7	21.9	18.9
股價營收比	1.6	1.8	1.4	1.1	1.0

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

技嘉 (2376 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20220125	142.00	170.00	144.81	買進	魏建發
2	20220315	130.50	175.00	149.07	買進	魏建發
3	20220413	117.00	170.00	144.81	買進	魏建發
4	20220516	108.00	150.00	127.77	買進	魏建發
5	20220719	91.80	120.00	102.22	買進	魏建發
6	20220817	83.60	110.00	107.70	買進	魏建發
7	20221118	107.00	135.00	132.18	買進	魏建發
8	20230106	110.50	140.00	137.08	買進	魏建發
9	20230322	123.50	140.00	137.08	買進	魏建發
10	20230526	180.00	210.00	205.62	買進	魏建發
11	20230821	312.00	360.00	360.00	買進	魏建發
12	20230919	253.50	365.00	365.00	買進	魏建發
13	20231101	221.00	300.00	300.00	買進	魏建發
14	20231226	263.50	305.00	305.00	買進	魏建發
15	20240131	305.00	315.00	315.00	持有-超越同業	魏建發

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.