



技嘉

(2376.TW/2376 TT)

增加持股 · 維持

| | |
|---------------------|-------|
| 收盤價 March 15 (NT\$) | 313.0 |
| 12 個月目標價 (NT\$) | 355.0 |
| 前次目標價 (NT\$) | 415.0 |
| 調降 (%) | 14.5 |
| 上漲空間 (%) | 13.4 |

焦點內容

1. AI 伺服器稀釋導致毛利率、營業利益率雙雙不如預期，因此 4Q23 每股盈餘僅 2.12 元，同樣未盡理想。
2. 在 AI 伺服器需求升溫與新增客戶的帶動下，我們預期 2024 年伺服器營收將較 2023 年的 527 億元 (年增 162%) 成長 90-100% 至 1,000-1,100 億元。
3. 我們將 2024-25 年預估每股盈餘分別下修至 12.38 元、16.03 元，反映 AI 伺服器毛利率低於公司整體平均。

交易資料表

| | |
|------------------------|---------------|
| 市值：(NT\$bn/US\$mn) | 199.0 / 6,320 |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 636 |
| 外資持有股數 (百萬股)： | 149.1 |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 14.76 |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 118.5 - 381.0 |

| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
|----------|------|------|-------|
| 絕對表現 (%) | 23.2 | 15.3 | 163 |
| 相對表現 (%) | 11.8 | -1 | 135.1 |

每股盈餘

| NT\$ | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
|------|------|------|------|------|
| 2022 | 4.83 | 1.55 | 1.84 | 2.08 |
| 2023 | 1.61 | 1.40 | 2.33 | 2.12 |
| 2024 | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. |

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

向子慧
886.2.2181.8726
angelah@kgi.com

余昀澄
886.2.2181.8013
alex.a.yu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

因應 AI 伺服器熱潮調整獲利預期

重要訊息

技嘉公告 4Q23 EPS 2.12 元，低於市場與凱基預估，係因 AI 伺服器營收增加導致毛利率萎縮。基於 AI 伺服器營收穩定，1Q24 營收可望優於先前預估。2024 年營收展望正向，所有主要產品營收均將年成長。

評論及分析

4Q23 EPS 不如預期因 AI 伺服器營收使毛利率下滑。技嘉公告 4Q23 EPS 季減 9%、但年增 2% 至 2.12 元，不及預期，因毛利率下滑至 11%。4Q23 伺服器/網通營收佔比上升至 48-50%，AI 伺服器在整體伺服器營收亦攀升至 70-80%。我們推估伺服器系統毛利率可能僅 8-10%，造成毛利率季減。因營業費用下降及營收上升，4Q23 營業費用率季減。營利率則季增至 3.3%，但仍低於凱基預估。2023 年全年來看，營收年增 28%，其中伺服器/網通營收增幅達 150-160%，為成長主力。但由於系統產品(伺服器與 AI 伺服器)營收稀釋獲利率且業外收入下滑，EPS 年減 28% 至 7.46 元，低於市場與我們預期。

2024 年展望正向：伺服器營收佔比將突破 50%。公司看好 2024 年主機板與顯卡營收將成長，動能來自庫存去化後需求復甦以及景氣改善。再加上即將上市的新顯卡加持，包括 1Q24 的 RTX 40 Super 系列與 4Q24 的 RTX 50 系列，我們估計今年主機板與顯卡營收將有所成長。由於 AI 伺服器需求升溫與新增客戶，伺服器/網通業務將是 2024 年營收、獲利成長的主要推手。2023 年伺服器/網通營收年增 162% 至 527 億元，其中逾半由 AI 伺服器貢獻。由於新專案與客戶，我們預期伺服器/網通營收將由 1Q23 的 60 億元及 4Q23 的 223 億元，擴張至 4Q24 的 250-300 億元。因 1Q24 伺服器營收季持平且持續在亞太拓展客戶，我們預期 2024 年伺服器營收年增 90-100% 至 1,000-1,100 億元，營收佔比突破 50%，高於 2023 年的 39%。然而，考量 AI 伺服器(主要為 L10 系統)ASP 較高但毛利率較低，我們將 2024-25 年預估毛利率分別下修至 12% 與 11.8%，營利率分別下修至 4.3% 與 4.7%，我們下修 2024 年 EPS 預估至 12.38 元 (年增 66%)、2025 年 EPS 預估至 16.03 元 (年增 29%)，因營利率較低。短期而言，我們預期 1Q24 營收季增 1%，因伺服器營收強勁與顯示卡營收穩定，2Q24 營收可能溫和季增。

投資建議

基於獲利成長穩健，維持「增加持股」評等，但目標價由 415 元下修至 355 元，基於 25 倍 2024-25 年平均 EPS，反映 2023-25 年獲利年複合成長 46%。

投資風險

伺服器 GPU 供給吃緊；主機板與顯卡需求疲軟。

主要財務數據及估值

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入 (NT\$百萬) | 121,905 | 107,264 | 136,773 | 202,219 | 249,846 |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 29,590 | 16,616 | 16,575 | 24,305 | 29,589 |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 14,487 | 5,845 | 4,895 | 8,612 | 11,687 |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 13,338 | 6,539 | 4,743 | 7,872 | 10,188 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 21.01 | 10.29 | 7.46 | 12.38 | 16.03 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 12.00 | 6.20 | 4.50 | 7.46 | 9.66 |
| 每股盈餘成長率 (%) | 205.4 | (51.1) | (27.5) | 66.0 | 29.4 |
| 本益比 (x) | 14.9 | 30.4 | 42.0 | 25.3 | 19.5 |
| 股價淨值比 (x) | 5.3 | 5.5 | 5.3 | 4.9 | 4.5 |
| EV/EBITDA (x) | 10.7 | 25.7 | 30.4 | 19.4 | 14.8 |
| 淨負債比率 (%) | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 殖利率 (%) | 3.8 | 2.0 | 1.4 | 2.4 | 3.1 |
| 股東權益報酬率 (%) | 41.1 | 17.8 | 12.9 | 20.2 | 23.9 |

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：4Q23 財報與 1Q24 財測調整暨市場共識比較

| 百萬元 | 4Q23 | | | | | | | | 1Q24F | | | | | | | |
|-----------|--------|--------|-----------|-----------|-----------|--------|-----------|--------|--------|-----------|----------|-----------|--------|-----------|--------|--------|
| | 實際數 | 凱基預估 | 差異 (%) | QoQ (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異 (%) | 修正後 | 修正前 | 調幅 (%) | QoQ (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異 (%) | 修正後 | 修正前 |
| 營收 | 45,596 | 45,527 | 0.2 | 23.2 | 64.0 | 45,539 | 0.1 | 46,052 | 44,616 | 3.2 | 1.0 | 64.3 | 43,873 | 5.0 | 46,052 | 44,616 |
| 毛利 | 5,028 | 5,827 | (13.7) | 2.3 | 93.6 | 6,025 | (16.6) | 5,296 | 6,202 | (14.6) | 5.3 | 49.4 | 5,956 | (11.1) | 5,296 | 6,202 |
| 營業利益 | 1,516 | 1,867 | (18.8) | 35.6 | 105.6 | 2,030 | (25.3) | 1,612 | 2,186 | (26.3) | 6.3 | 25.9 | 2,390 | (32.6) | 1,612 | 2,186 |
| 稅前淨利 | 1,633 | 2,015 | (19.0) | (11.4) | 33.7 | 2,190 | (25.4) | 1,880 | 2,381 | (21.0) | 15.1 | 39.8 | 2,679 | (29.8) | 1,880 | 2,381 |
| 稅後淨利 | 1,350 | 1,797 | (24.9) | (8.7) | 2.2 | 1,737 | (22.3) | 1,473 | 1,866 | (21.1) | 9.1 | 43.7 | 2,114 | (30.3) | 1,473 | 1,866 |
| 每股盈餘 (元) | 2.12 | 2.83 | (24.9) | (8.7) | 2.2 | 2.74 | (22.3) | 2.32 | 2.94 | (21.1) | 9.1 | 43.7 | 3.33 | (30.3) | 2.32 | 2.94 |
| 毛利率 (%) | 11.0 | 12.8 | (1.8)ppts | (2.2)ppts | 1.7 ppts | 13.2 | (2.2)ppts | 11.5 | 13.9 | (2.4)ppts | 0.5 ppts | (1.1)ppts | 13.6 | (2.1)ppts | 11.5 | 13.9 |
| 營業利益率 (%) | 3.3 | 4.1 | (0.8)ppts | 0.3 ppts | 0.7 ppts | 4.5 | (1.1)ppts | 3.5 | 4.9 | (1.4)ppts | 0.2 ppts | (1.1)ppts | 5.4 | (1.9)ppts | 3.5 | 4.9 |
| 淨利率 (%) | 3.0 | 3.9 | (1.0)ppts | (1.0)ppts | (1.8)ppts | 3.8 | (0.9)ppts | 3.2 | 4.2 | (1.0)ppts | 0.2 ppts | (0.5)ppts | 4.8 | (1.6)ppts | 3.2 | 4.2 |

資料來源：Bloomberg：凱基預估

圖 2：2023 年財報與 2024-25 年財測調整暨市場共識比較

| 百萬元 | 2023 | | | | | | 2024F | | | | | | 2025F | | | | | |
|-----------|---------|---------|-----------|-----------|---------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|---------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|---------|-----------|
| | 實際數 | 凱基預估 | 差異 (%) | 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 | 136,773 | 136,704 | 0.1 | 27.5 | 136,519 | 0.2 | 202,219 | 195,913 | 3.2 | 47.8 | 183,804 | 10.0 | 249,846 | 226,136 | 10.5 | 23.6 | 220,851 | 13.1 |
| 毛利 | 16,575 | 17,375 | (4.6) | (0.2) | 17,520 | (5.4) | 24,305 | 25,974 | (6.4) | 46.6 | 25,157 | (3.4) | 29,589 | 30,164 | (1.9) | 21.7 | 30,237 | (2.1) |
| 營業利益 | 4,895 | 5,246 | (6.7) | (16.3) | 5,563 | (12.0) | 8,612 | 10,556 | (18.4) | 75.9 | 10,701 | (19.5) | 11,687 | 13,948 | (16.2) | 35.7 | 14,003 | (16.5) |
| 稅前獲利 | 6,105 | 6,487 | (5.9) | (27.7) | 6,810 | (10.4) | 9,835 | 11,485 | (14.4) | 61.1 | 11,781 | (16.5) | 12,730 | 14,855 | (14.3) | 29.4 | 15,014 | (15.2) |
| 稅後淨利 | 4,743 | 5,190 | (8.6) | (27.5) | 5,241 | (9.5) | 7,872 | 9,196 | (14.4) | 66.0 | 9,297 | (15.3) | 10,188 | 11,892 | (14.3) | 29.4 | 11,868 | (14.2) |
| 每股盈餘 (元) | 7.46 | 8.16 | (8.6) | (27.5) | 8.25 | (9.5) | 12.38 | 14.47 | (14.4) | 66.0 | 14.63 | (15.3) | 16.03 | 18.71 | (14.3) | 29.4 | 18.67 | (14.2) |
| 毛利率 (%) | 12.1 | 12.7 | (0.6)ppts | (3.4)ppts | 12.8 | (0.7)ppts | 12.0 | 13.3 | (1.2)ppts | (0.1)ppts | 13.7 | (1.7)ppts | 11.8 | 13.3 | (1.5)ppts | (0.2)ppts | 13.7 | (1.8)ppts |
| 營業利益率 (%) | 3.6 | 3.8 | (0.3)ppts | (1.9)ppts | 4.1 | (0.5)ppts | 4.3 | 5.4 | (1.1)ppts | 0.7 ppts | 5.8 | (1.6)ppts | 4.7 | 6.2 | (1.5)ppts | 0.4 ppts | 6.3 | (1.7)ppts |
| 淨利率 (%) | 3.5 | 3.8 | (0.3)ppts | (2.6)ppts | 3.8 | (0.4)ppts | 3.9 | 4.7 | (0.8)ppts | 0.4 ppts | 5.1 | (1.2)ppts | 4.1 | 5.3 | (1.2)ppts | 0.2 ppts | 5.4 | (1.3)ppts |

資料來源：Bloomberg：凱基預估

圖 3：營收比重 — 依產品別

| 營收比重 (%) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F |
|------------|------|------|------|------|------|-------|
| 主機板 | 33 | 30 | 25 | 21 | 19 | 14 |
| 顯示卡 | 45 | 40 | 45 | 45 | 34 | 27 |
| 伺服器 | 21 | 20 | 17 | 19 | 39 | 50 |
| 其他 | 1 | 10 | 13 | 16 | 8 | 9 |
| 合計 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 營收 (台幣十億元) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F |
| 主機板 | 20 | 25 | 30 | 23 | 26 | 29 |
| 顯示卡 | 28 | 34 | 55 | 48 | 47 | 54 |
| 伺服器 | 13 | 17 | 20 | 20 | 53 | 101 |
| 其他 | 1 | 8 | 16 | 17 | 11 | 18 |
| 合計 | 62 | 85 | 122 | 107 | 137 | 202 |
| 營收年增率 (%) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F |
| 主機板 | | 26 | 20 | (26) | 15 | 12 |
| 顯示卡 | | 22 | 62 | (13) | (2) | 15 |
| 伺服器 | | 30 | 19 | (0) | 162 | 92 |
| 其他 | | 856 | 94 | 3 | (34) | 61 |
| 合計 | | 37 | 44 | (12) | 28 | 48 |

資料來源：公司資料：凱基預估

圖 4：針腳數較高的新款 CPU 上市將帶動 2024 年主機板換機需求，並推升產品均價

| | Coffee Lake | Comet Lake | Rocket Lake | Alder Lake | Raptor Lake | Raptor Lake refresh | Arrow Lake | Ryzen 3000 (Matisse) | Ryzen 3000 XT (Matisse Refresh) | Ryzen 4000 | Ryzen 5000 (Vermeer) | Ryzen 7000 (Raphael) | Ryzen 8000 (Granite Ridge) |
|-------------|-------------|------------|--------------|----------------|----------------|---------------------|------------|----------------------|---------------------------------|----------------|----------------------|----------------------|----------------------------|
| 發表日期 | 4Q17 | 2Q20 | 1Q21 | 4Q21 | 4Q22 | 3Q23F | 2024F | 3Q19 | 3Q20 | 1Q20 | 4Q20 | 3Q22 | 2024F |
| 製程 | 14nm++ | 14nm++++ | 14nm+++++ | Intel 7 (10nm) | Intel 7 (10nm) | Intel 7 (10nm) | Intel 20A | TSMC N7 | TSMC N7 | TSMC N7 | TSMC N7+ | TSMC N5 | TSMC N3 |
| 微架構(P-core) | Skylake | Skylake | Cypress Cove | Golden Cove | Raptor Cove | Raptor Cove | Lion Cove | Zen 2 | Zen 2 | Zen 2 | Zen 3 | Zen 4 | Zen 5 |
| CPU插槽(桌機) | LGA 1151 | LGA 1200 | LGA 1200 | LGA 1700 | LGA 1700 | LGA 1700 | LGA 1851 | AM4 | AM4 | AM4 (LGA 1331) | AM4 (LGA 1331) | AM5 (LGA 1718) | AM5 (LGA 1718) |
| DRAM | DDR4 | DDR4 | DDR4 | DDR4 / DDR5 | DDR4 / DDR5 | DDR4 / DDR5 | DDR5 | DDR4 | DDR4 | DDR4 | DDR4 | DDR5 | DDR5 |
| PCIe | Gen 3 | Gen 3 | Gen 4 | Gen 5 | Gen 5 | Gen 5 | Gen 5 | Gen 4 | Gen 4 | Gen 4 | Gen 3 | Gen 5 | Gen 5 |

資料來源：公司資料：凱基投顧

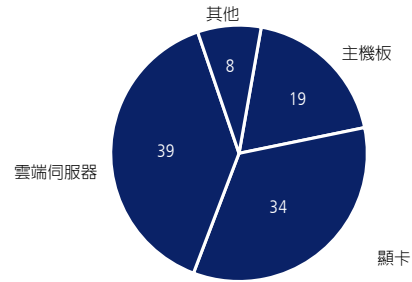
圖 5：公司概況

技嘉創立於 1986 年，為一台灣主機板廠商。技嘉提供電腦用主機板及顯示卡以及提供全球資料中心運營商伺服器相關產品。2023 年營收比重中，顯示卡佔比 34%，主機板佔比 19%，而伺服器產品則佔 39%，其他產品佔 8%。2023 年主機板的出貨量 1,000-1,100 萬片，對比 2022 年 1,000 萬片(年增約 7%)；顯示卡出貨約 360 萬片，對比 2022 年 380 萬片(年減約 4%)。

資料來源：凱基

圖 6：伺服器營收比重由 2022 年之 19% 上升至 2023 之 39%

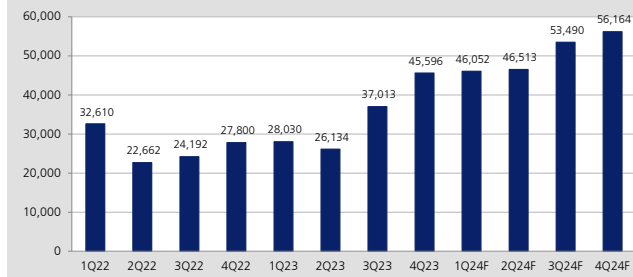
2023 年營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 7：季營業收入

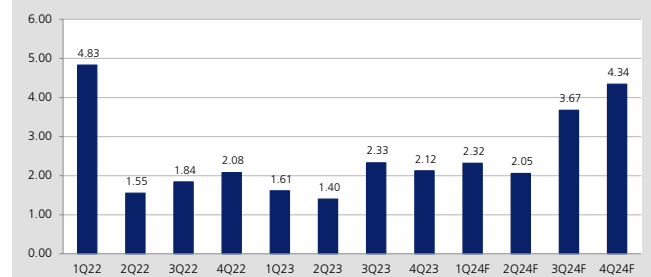
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基預估

圖 8：每股盈利

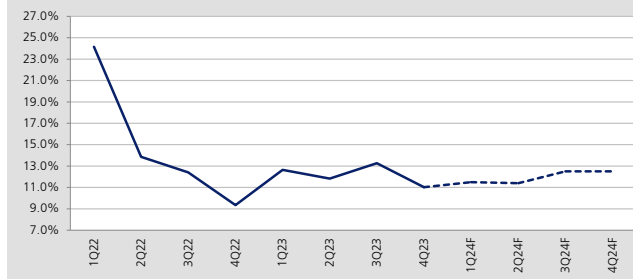
每股盈利，元



資料來源：凱基預估

圖 9：毛利率

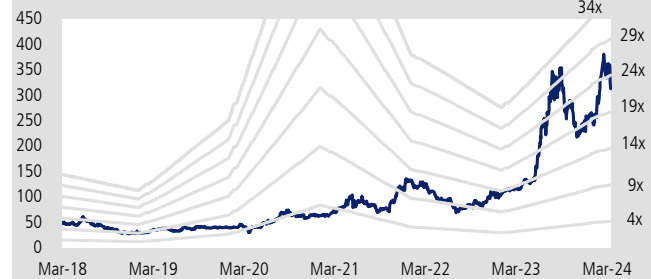
毛利率，百分比



資料來源：凱基預估

圖 10：未來一年預估本益比區間

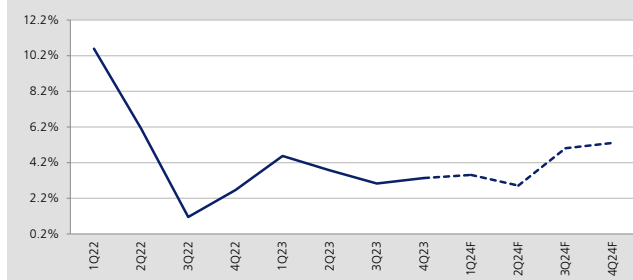
股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 11：營業利潤率

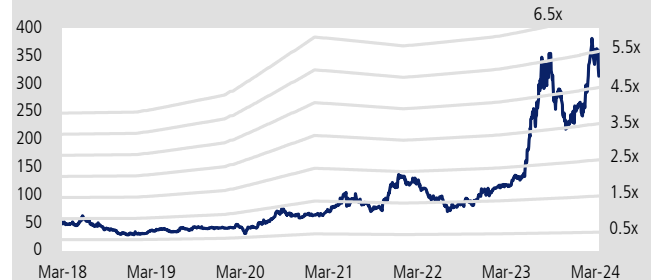
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基預估

圖 12：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

損益表

| | 季度 | | | | | | | | 年度 | | |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| | Mar-23A | Jun-23A | Sep-23A | Dec-23A | Mar-24F | Jun-24F | Sep-24F | Dec-24F | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
| 損益表 (NT\$百萬) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 28,030 | 26,134 | 37,013 | 45,596 | 46,052 | 46,513 | 53,490 | 56,164 | 136,773 | 202,219 | 249,846 |
| 營業成本 | (24,484) | (23,044) | (32,101) | (40,568) | (40,756) | (41,210) | (46,803) | (49,144) | (120,198) | (177,913) | (220,257) |
| 營業毛利 | 3,546 | 3,090 | 4,912 | 5,028 | 5,296 | 5,302 | 6,686 | 7,021 | 16,575 | 24,305 | 29,589 |
| 營業費用 | (2,266) | (2,107) | (3,795) | (3,512) | (3,684) | (3,954) | (4,012) | (4,044) | (11,680) | (15,693) | (17,901) |
| 營業利益 | 1,280 | 982 | 1,117 | 1,516 | 1,612 | 1,349 | 2,674 | 2,977 | 4,895 | 8,612 | 11,687 |
| 折舊 | (165) | (172) | (167) | (161) | (155) | (155) | (155) | (155) | (665) | (619) | (762) |
| 攤提 | (26) | (30) | (32) | (36) | (33) | (33) | (33) | (33) | (124) | (131) | (131) |
| EBITDA | 1,470 | 1,184 | 1,316 | 1,713 | 1,799 | 1,536 | 2,862 | 3,164 | 5,684 | 9,362 | 12,581 |
| 利息收入 | 48 | 97 | 85 | 193 | 165 | 165 | 165 | 165 | 423 | 661 | 461 |
| 投資利益淨額 | - | 1 | - | - | 3 | 3 | 3 | 3 | 1 | 10 | 10 |
| 其他營業外收入 | 104 | 205 | 680 | 391 | 150 | 200 | 188 | 213 | 815 | 750 | 770 |
| 總營業外收入 | 152 | 303 | 764 | 584 | 318 | 368 | 355 | 380 | 1,238 | 1,421 | 1,241 |
| 利息費用 | (1) | (1) | (34) | (47) | (46) | (46) | (46) | (46) | (84) | (182) | (182) |
| 投資損失 | (1) | - | (5) | (1) | (2) | (2) | (2) | (2) | (7) | (6) | (6) |
| 其他營業外費用 | (85) | - | 0 | (417) | (3) | (3) | (3) | (3) | 62 | (10) | (10) |
| 總營業外費用 | (87) | (1) | (39) | (466) | (50) | (50) | (50) | (50) | (29) | (198) | (198) |
| 稅前純益 | 1,344 | 1,284 | 1,843 | 1,633 | 1,880 | 1,667 | 2,980 | 3,307 | 6,105 | 9,835 | 12,730 |
| 所得稅費用[利益] | (320) | (395) | (364) | (245) | (408) | (362) | (647) | (550) | (1,324) | (1,967) | (2,546) |
| 少數股東損益 | 0 | 0 | 0 | (39) | 1 | 1 | 1 | 1 | (38) | 4 | 4 |
| 非常項目稅後純益 | 1,025 | 890 | 1,479 | 1,350 | 1,473 | 1,306 | 2,334 | 2,759 | 4,743 | 7,872 | 10,188 |
| 非常項目 | (0) | 0 | (0) | 0 | - | - | - | - | - | - | - |
| 稅後淨利 | 1,025 | 890 | 1,479 | 1,350 | 1,473 | 1,306 | 2,334 | 2,759 | 4,743 | 7,872 | 10,188 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 1.61 | 1.40 | 2.33 | 2.12 | 2.32 | 2.05 | 3.67 | 4.34 | 7.46 | 12.38 | 16.03 |
| 獲利率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 12.6 | 11.8 | 13.3 | 11.0 | 11.5 | 11.4 | 12.5 | 12.5 | 12.1 | 12.0 | 11.8 |
| 營業利益率 | 4.6 | 3.8 | 3.0 | 3.3 | 3.5 | 2.9 | 5.0 | 5.3 | 3.6 | 4.3 | 4.7 |
| EBITDA Margin | 5.2 | 4.5 | 3.6 | 3.8 | 3.9 | 3.3 | 5.4 | 5.6 | 4.2 | 4.6 | 5.0 |
| 稅前純益率 | 4.8 | 4.9 | 5.0 | 3.6 | 4.1 | 3.6 | 5.6 | 5.9 | 4.5 | 4.9 | 5.1 |
| 稅後純益率 | 3.7 | 3.4 | 4.0 | 3.0 | 3.2 | 2.8 | 4.4 | 4.9 | 3.5 | 3.9 | 4.1 |
| 季成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 0.8 | (6.8) | 41.6 | 23.2 | 1.0 | 1.0 | 15.0 | 5.0 | | | |
| 營業毛利 | 36.5 | (12.9) | 59.0 | 2.3 | 5.3 | 0.1 | 26.1 | 5.0 | | | |
| 營業收益增長 | 73.6 | (23.2) | 13.7 | 35.6 | 6.3 | (16.3) | 98.3 | 11.3 | | | |
| EBITDA | 57.5 | (19.5) | 11.2 | 30.1 | 5.0 | (14.6) | 86.3 | 10.6 | | | |
| 稅前純益 | 10.1 | (4.5) | 43.5 | (11.4) | 15.1 | (11.3) | 78.8 | 11.0 | | | |
| 稅後純益 | (22.4) | (13.2) | 66.2 | (8.7) | 9.1 | (11.3) | 78.7 | 18.2 | | | |
| 年成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (14.0) | 15.3 | 53.0 | 64.0 | 64.3 | 78.0 | 44.5 | 23.2 | 27.5 | 47.8 | 23.6 |
| 營業毛利 | (55.0) | (1.7) | 63.7 | 93.6 | 49.4 | 71.6 | 36.1 | 39.6 | (0.2) | 46.6 | 21.7 |
| 營業收益 | (62.9) | (28.9) | 305.2 | 105.6 | 25.9 | 37.3 | 139.4 | 96.4 | (16.3) | 75.9 | 35.7 |
| EBITDA | (59.4) | (24.0) | 181.9 | 83.5 | 22.4 | 29.7 | 117.4 | 84.7 | (13.6) | 64.7 | 34.4 |
| 稅前純益 | (65.8) | (27.1) | 20.6 | 33.7 | 39.8 | 29.8 | 61.7 | 102.5 | (27.7) | 61.1 | 29.4 |
| 稅後純益 | (66.6) | (9.4) | 26.5 | 2.2 | 43.7 | 46.8 | 57.8 | 104.4 | (27.5) | 66.0 | 29.4 |

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 資產總額 | 69,178 | 63,572 | 82,150 | 97,020 | 109,839 |
| 流動資產 | 60,298 | 54,803 | 73,075 | 87,254 | 99,528 |
| 現金及短期投資 | 21,536 | 17,435 | 24,371 | 16,825 | 12,886 |
| 存貨 | 26,590 | 21,777 | 29,664 | 43,788 | 54,359 |
| 應收帳款及票據 | 10,828 | 14,131 | 16,020 | 23,621 | 29,264 |
| 其他流動資產 | 1,345 | 1,460 | 3,019 | 3,019 | 3,019 |
| 非流動資產 | 8,880 | 8,769 | 9,076 | 9,766 | 10,311 |
| 長期投資 | 3,305 | 2,440 | 2,673 | 2,683 | 2,691 |
| 固定資產 | 4,207 | 4,947 | 4,820 | 5,501 | 6,039 |
| 什項資產 | 1,368 | 1,382 | 1,582 | 1,582 | 1,582 |
| 負債總額 | 31,675 | 27,627 | 44,216 | 55,963 | 64,739 |
| 流動負債 | 30,750 | 26,967 | 34,599 | 49,320 | 57,105 |
| 應付帳款及票據 | 15,910 | 13,996 | 20,711 | 30,572 | 37,952 |
| 短期借款 | - | - | - | 2,973 | 1,982 |
| 什項負債 | 14,840 | 12,970 | 13,888 | 15,774 | 17,171 |
| 長期負債 | 926 | 660 | 9,617 | 6,644 | 7,635 |
| 長期借款 | 200 | - | 8,920 | 5,947 | 6,938 |
| 其他負債及準備 | 661 | 601 | 617 | 617 | 617 |
| 股東權益總額 | 37,503 | 35,945 | 37,934 | 41,057 | 45,100 |
| 普通股股本 | 6,357 | 6,357 | 6,357 | 6,357 | 6,357 |
| 保留盈餘 | 21,751 | 19,400 | 19,535 | 22,662 | 26,709 |
| 少數股東權益 | 15 | 11 | 461 | 457 | 453 |
| 優先股股東資金 | - | - | - | - | - |

主要財務比率

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 年成長率 | | | | | |
| 營業收入 | 44.1% | (12.0%) | 27.5% | 47.8% | 23.6% |
| 營業收益增長 | 243.5% | (59.7%) | (16.3%) | 75.9% | 35.7% |
| EBITDA | 208.4% | (56.6%) | (13.6%) | 64.7% | 34.4% |
| 稅後純益 | 204.9% | (51.0%) | (27.5%) | 66.0% | 29.4% |
| 每股盈餘成長率 | 205.4% | (51.1%) | (27.5%) | 66.0% | 29.4% |
| 獲利能力分析 | | | | | |
| 營業毛利率 | 24.3% | 15.5% | 12.1% | 12.0% | 11.8% |
| 營業利益率 | 11.9% | 5.4% | 3.6% | 4.3% | 4.7% |
| EBITDA Margin | 12.4% | 6.1% | 4.2% | 4.6% | 5.0% |
| 稅後純益率 | 10.9% | 6.1% | 3.5% | 3.9% | 4.1% |
| 平均資產報酬率 | 22.5% | 9.9% | 6.5% | 8.8% | 9.9% |
| 股東權益報酬率 | 41.1% | 17.8% | 12.9% | 20.2% | 23.9% |
| 穩定 \ 償債能力分析 | | | | | |
| 毛負債比率 (%) | 0.5% | 0.0% | 23.5% | 21.7% | 19.8% |
| 淨負債比率 | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 利息保障倍數 (x) | 2,985.3 | 1,477.0 | 73.6 | 55.0 | 71.1 |
| 利息及短期債保障倍數 (x) | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 0.8 | 0.9 |
| Cash Flow Int. Coverage (x) | 1,547.5 | 1,016.3 | 26.9 | (17.8) | 12.4 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 1,547.5 | 1,016.3 | 26.9 | (1.0) | 1.0 |
| 流動比率 (x) | 2.0 | 2.0 | 2.1 | 1.8 | 1.7 |
| 速動比率 (x) | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 0.9 | 0.8 |
| 淨負債 (NT\$百萬) | (18,728) | (16,266) | (14,246) | (6,700) | (2,761) |
| 每股資料分析 | | | | | |
| 每股盈餘 (NT\$) | 21.01 | 10.29 | 7.46 | 12.38 | 16.03 |
| 每股現金盈餘 (NT\$) | 13.16 | 9.15 | 3.56 | (5.11) | 3.53 |
| 每股淨值 (NT\$) | 58.97 | 56.53 | 58.95 | 63.87 | 70.23 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 59.06 | 56.53 | 58.95 | 63.87 | 70.23 |
| 每股營收 (NT\$) | 192.05 | 168.74 | 215.16 | 318.11 | 393.03 |
| EBITDA/Share (NT\$) | 23.89 | 10.35 | 8.94 | 14.73 | 19.79 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 12.00 | 6.20 | 4.50 | 7.46 | 9.66 |
| 資產運用狀況 | | | | | |
| 資產周轉率 (x) | 2.06 | 1.62 | 1.88 | 2.26 | 2.42 |
| 應收帳款周轉天數 | 32.4 | 48.1 | 42.8 | 42.8 | 42.8 |
| 存貨周轉天數 | 105.1 | 87.7 | 90.1 | 90.1 | 90.1 |
| 應付帳款周轉天數 | 62.9 | 56.4 | 62.9 | 62.9 | 62.9 |
| 現金轉換周轉天數 | 74.6 | 79.4 | 69.9 | 69.9 | 69.9 |

資料來源：公司資料；凱基預估

損益表

| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 營業收入 | 121,905 | 107,264 | 136,773 | 202,219 | 249,846 |
| 營業成本 | (92,315) | (90,648) | (120,198) | (177,913) | (220,257) |
| 營業毛利 | 29,590 | 16,616 | 16,575 | 24,305 | 29,589 |
| 營業費用 | (15,104) | (10,771) | (11,680) | (15,693) | (17,901) |
| 營業利益 | 14,487 | 5,845 | 4,895 | 8,612 | 11,687 |
| 總營業外收入 | 1,650 | 2,608 | 1,238 | 1,421 | 1,241 |
| 利息收入 | 75 | 120 | 423 | 661 | 461 |
| 投資利益淨額 | 74 | 3 | 1 | 10 | 10 |
| 其他營業外收入 | 1,502 | 2,484 | 815 | 750 | 770 |
| 總營業外費用 | (24) | (8) | (29) | (198) | (198) |
| 利息費用 | (5) | (6) | (84) | (182) | (182) |
| 投資損失 | (17) | (2) | (7) | (6) | (6) |
| 其他營業外費用 | (2) | - | 62 | (10) | (10) |
| 稅前純益 | 16,112 | 8,446 | 6,105 | 9,835 | 12,730 |
| 所得稅費用[利益] | (2,778) | (1,911) | (1,324) | (1,967) | (2,546) |
| 少數股東損益 | 3 | 4 | (38) | 4 | 4 |
| 非常項目 | 1 | (0) | (0) | - | - |
| 稅後淨利 | 13,338 | 6,539 | 4,743 | 7,872 | 10,188 |
| EBITDA | 15,167 | 6,578 | 5,684 | 9,362 | 12,581 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 21.01 | 10.29 | 7.46 | 12.38 | 16.03 |

現金流量

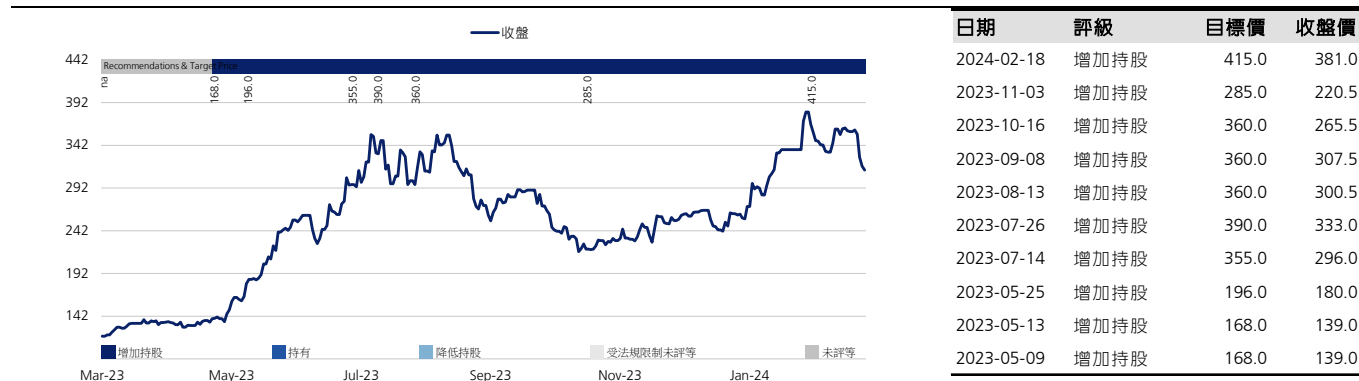
| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|------------------|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|
| 營運活動之現金流量 | 8,355 | 5,815 | 2,265 | (3,246) | 2,244 |
| 本期純益 | 13,338 | 6,539 | 4,743 | 7,872 | 10,188 |
| 折舊及攤提 | 680 | 733 | 789 | 750 | 893 |
| 本期運用資金變動 | (7,422) | (606) | (3,149) | (11,864) | (8,834) |
| 其他營業資產及負債變動 | 1,759 | (850) | (119) | (4) | (4) |
| 投資活動之現金流量 | (1,204) | (915) | (675) | (1,437) | (1,434) |
| 投資用短期投資出售[新購] | (113) | 507 | (18) | - | - |
| 本期長期投資變動 | (393) | (13) | - | (6) | (3) |
| 資本支出淨額 | (587) | (1,122) | (417) | (1,300) | (1,300) |
| 其他資產變動 | (111) | (288) | (240) | (131) | (131) |
| 自由現金流 | 4,598 | 3,440 | 933 | (5,655) | (21) |
| 融資活動之現金流量 | (3,695) | (7,776) | 5,456 | (2,863) | (4,749) |
| 短期借款變動 | (303) | - | - | - | - |
| 長期借款變動 | - | (200) | 9,291 | - | - |
| 現金增資 | - | - | - | - | - |
| 已支付普通股股息 | (3,178) | (7,620) | (3,941) | (2,859) | (4,745) |
| 其他融資現金流 | (147) | (22) | 106 | (4) | (4) |
| 匯率影響數 | (93) | 213 | (145) | | |
| 本期產生現金流量 | 3,364 | (2,663) | 6,901 | (7,546) | (3,939) |

投資回報率

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1 - 營業成本/營業收入 | 12.4% | 10.0% | 8.5% | 7.8% | 7.2% |
| - 銷管費用/營業收入 | | | | | |
| = 營業利益率 | 11.9% | 5.4% | 3.6% | 4.3% | 4.7% |
| 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 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| + 什項資產/營業收入 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| = 資本周轉率 | 9.9 | 6.9 | 7.2 | 6.8 | 6.6 |
| 營業利益率 | 11.9% | 5.4% | 3.6% | 4.3% | 4.7% |
| x 資本周轉率 | 9.9 | 6.9 | 7.2 | 6.8 | 6.6 |
| x (1 - 有效現金稅率) | 82.8% | 77.4% | 78.3% | 80.0% | 80.0% |
| = 稅後 ROIC | 97.1% | 29.2% | 20.1% | 23.1% | 24.8% |

資料來源：公司資料；凱基預估

技嘉 – 以往評級及目標價



資料來源：TEJ；凱基

凱基證券集團據點

| | | |
|-----|----|---|
| 中國 | 上海 | 上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040 |
| 台灣 | 台北 | 104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888・傳真 886.2.8501.1691 |
| 香港 | | 香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888・傳真 852.2878.6800 |
| 泰國 | 曼谷 | 8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888・傳真 66.2658.8014 |
| 新加坡 | | 珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188・傳真 65.6534.4826 |
| 印尼 | | Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337 |

股價說明

| 等級 | 定義 |
|------------------------|--|
| 增加持股 (OP) | 對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。 |
| 持有 (N) | 對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。 |
| 降低持股 (U) | 對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。 |
| 未評等 (NR) | 凱基證券未對該個股加以評等。 |
| 受法規限制 | 受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。 |
| 未評等 (R) | |
| *總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價 | |

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，週後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。