

華通 (2313 TT) Compeq

低軌衛星產業即將迎來高光時刻

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$105.0

收盤價 (2024/03/27) : NT\$77.7

隱含漲幅 : 35.1%

營收組成 (4Q23)

手機 22%、電腦 17%、網通 2%、RF+FPC 24%、衛星板 12%、SMT19%、消費性&其他 4%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	105.0	90.0
2024年營收 (NT\$/十億)	75.7	74.0
2024年EPS	6.3	6.0

交易資料表

市值	NT\$92,600百萬元
外資持股比率	28.5%
董監持股比率	4.4%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$37.68
負債比	50.4%
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	76,419	67,079	75,662	83,685
營業利益	10,122	5,219	9,146	11,303
稅後純益	8,001	4,168	7,450	9,229
EPS (元)	6.71	3.49	6.25	7.74
EPS YoY (%)	55.7	-48.0	79.1	23.9
本益比 (倍)	11.6	22.3	12.4	10.0
股價淨值比 (倍)	2.4	2.4	2.1	1.8
ROE (%)	22.5	10.6	16.6	18.1
現金殖利率 (%)	3.5%	1.9%	3.5%	4.3%
現金股利 (元)	2.70	1.50	2.69	3.33

張晏榮

Will.chang@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

◆ Starship 第三次試射成果大幅推進，達成率約 65%，距離低軌衛星產業爆發性成長僅剩最後一哩路。

◆ 受惠手機衛星通訊趨勢持續發酵，加上地面用戶數進一步提升，預期 2024 年衛星板產能利用率皆將滿載，且營收更將翻倍成長(>100%)。

◆ 伴隨消費性產品逐步走出谷底，且後續衛星板、AI Server 提供長期成長動能，維持買進投資評等，目標價以 15 倍 2H24-1H25 EPS 推得。

4Q23 消費性產品價量疲軟，然低軌衛星已強勢回歸

4Q23 營收 201.3 億，季增 3%，毛利率 16.8%，季增 0.9 個百分點，兩者皆大致符合本中心及市場預期。4Q23 美系客戶消費性產品價量雖持續承壓，然在手機衛星通訊趨勢好轉下，衛星板營收 QoQ 激增 105%，營收占比更跳升至 12%，輔以中系及韓系手機拉貨回溫，4Q23 營運表現仍具韌性。4Q23 營業利益 20.8 億，季增 19%，稅後淨利 15.3 億，季減 9%，EPS 1.28 元。

1H24 衛星仍為主要動能，輔以平板/筆電走出谷底

1Q24 美系手機短期價量壓力延續，然受惠低軌衛星訂單持續強勁，透過產能彈性調配下，預期 1Q24 衛星板在 4Q23 高基期下仍可維持季增。預估 1Q24 營收在經歷四季度年減後將重返年增態勢(年增 13%/季減 24%)，毛利率達 16.8%，年增 2.5 個百分點，EPS 1.03 元。展望 2Q24，在美系筆電新品效益逐漸浮現下，搭配平板睽違已久推出新品，預期在庫存調整結束後將走出谷底，搭配衛星產能積極調節，預期 2Q24 營收將季增個位數百分比。

Starship 試射成果突飛猛進，衛星產業潛力難以限量

Starship 第三次試射取得大幅進展(三次試射飛行時長：3/8/49 分鐘)，並成功達成多項成就，預期後續試射成功並商轉後，美系客戶將可進一步拉開與競爭對手火箭技術差距，並使火箭事業部(目前占其營收約 4 成)規模明顯擴大。Starship 因載重能力倍增，後續單次可搭載衛星數量相較獵鷹九號將同樣倍數成長。同時，因其為完全可重複使用火箭，衛星單位發射成本更將顯著降低。此外，隨近期美系客戶營運順利轉盈，且在地面用戶數持續高成長下，搭配手機衛星通訊長期計劃，頻寬需求將顯著上揚，目前基礎建設布建已越趨積極。預期 2024/25 年整體營收將年增 12.8%/10.6%至 757/837 億，主要成長動能皆為衛星板，毛利率將年增 4.0/1.4 個百分點至 19.1%/20.5%，稅後淨利 74.5 億/92.3 億，年增 78.7%/23.9%，EPS 6.25/7.74 元。

營運分析

4Q23 消費性產品價量疲軟，然低軌衛星已強勢回歸

4Q23 營收 201.3 億，季增 3%，毛利率 16.8%，季增 0.9 個百分點，兩者皆大致符合本中心及市場預期。4Q23 主力美系客戶消費性產品(包含手機、平板、筆電等)價量雖持續承壓，然在手機衛星通訊趨勢下(Direct to Cell)，低軌衛星需求出現大幅跳升，加上地面板 V4 世代於 12M23 起進行放量，共同帶動 4Q23 衛星板營收 QoQ 激增 105%，營收占比更跳升至 12%，輔以中系及韓系手機拉貨回溫，整體 4Q23 營運表現仍具韌性。4Q23 營業利益 20.8 億，季增 19%，優於預期 1.5%，業外損失 2.4 億，稅後淨利 15.3 億，季減 9%，低於預期 6.7%，EPS 1.28 元。

圖 1：華通各季產品組合及營收變化

Product Mix	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Mobile Phone	27%	25%	22%	27%	23%	22%	19%	18%	24%	20%	20%	22%
PC Related	22%	25%	20%	20%	27%	22%	26%	29%	23%	22%	18%	17%
Networking & Telecom	2%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	3%	3%	2%
RF+FPC	20%	19%	23%	21%	19%	25%	24%	20%	17%	23%	27%	24%
SMT	20%	18%	22%	22%	21%	18%	21%	20%	21%	21%	23%	19%
Aerospace	2%	5%	3%	4%	5%	8%	6%	9%	9%	7%	6%	12%
Consumer & Others	7%	5%	8%	4%	4%	4%	3%	3%	4%	4%	3%	4%
QoQ												
Mobile Phone	-29%	-15%	25%	38%	-24%	-11%	15%	-9%	-14%	-14%	41%	13%
PC Related	-4%	5%	14%	12%	20%	-24%	57%	7%	-49%	-2%	16%	-3%
Networking & Telecom	-26%	-38%	-5%	12%	-56%	-7%	33%	-4%	29%	54%	41%	-32%
RF+FPC	-18%	-12%	72%	3%	-20%	22%	28%	-20%	-45%	39%	66%	-9%
SMT	-43%	-17%	74%	12%	-15%	-20%	55%	-8%	-32%	3%	55%	-15%
Aerospace	-63%	30%	15%	50%	11%	49%	0%	44%	-35%	-20%	21%	105%
Consumer & Others	4%	-34%	27%	-44%	-11%	-7%	0%	-4%	-14%	3%	6%	37%

資料來源：華通、元大投顧統整

圖 2：2023 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	20,846	19,593	20,127	2.7%	-3.4%	19,986	20,436	0.7%	-2%	
營業毛利	4,366	3,112	3,371	8.3%	-22.8%	3,438	3,468	-1.9%	-3%	
營業利益	3,013	1,756	2,083	18.6%	-30.9%	2,053	2,077	1.5%	0%	
稅前利益	2,585	2,179	1,846	-15.3%	-28.6%	2,104	1,972	-12.3%	-6%	
稅後淨利	2,162	1,680	1,531	-8.9%	-29.2%	1,641	1,550	-6.7%	-1%	
調整後 EPS (元)	1.81	1.41	1.28	-9.2%	-29.4%	1.38	1.30	-7.2%	-2%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	20.9%	15.9%	16.8%	0.9	-4.2	17.2%	17.0%	-0.5	-0.2	
營業利益率	14.5%	9.0%	10.4%	1.4	-4.1	10.3%	10.2%	0.1	0.2	
稅後純益率	10.4%	8.6%	7.6%	-1.0	-2.8	8.2%	7.6%	-0.6	0.0	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1H24 衛星仍為主要動能，輔以平板/筆電走出谷底

1Q24 因美系手機於中國地區銷量疲軟，短期價量壓力延續，然受惠低軌衛星訂單持續強勁，透過產能積極彈性調配下，本中心預期 1Q24 衛星板在 4Q23 高基期下仍可維持季增。整體而言，儘管短期遭遇消費性產品逆風，但在衛星需求激增下，本中心預估 1Q24 營收在經歷四季度年減後將重返年增態勢(年增 13%/季減 24%)，毛利率達 16.8%，年增 2.5 個百分點，稅後淨利 12.2 億，年增 242%，EPS 1.03 元前次預估上調 2.7%。展望 2Q24，美系手機雖進入傳統淡季，但在美系筆電新品效益逐漸浮現下，搭配平板睽違已久推出新品，預期兩者在庫存調整結束後將正式走出谷底，搭配衛星產能積極調節，本中心預期 2Q24 營收將季增個位數百分比。

圖 3：2024 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	13,496	20,127	15,214	-24.4%	12.7%	14,998	15,657	1.4%	-3%	
營業毛利	1,933	3,371	2,556	-24.2%	32.2%	2,520	2,647	1.4%	-3%	
營業利益	838	2,083	1,491	-28.4%	78.0%	1,480	1,410	0.7%	6%	
稅前利益	653	1,846	1,549	-16.1%	137.1%	1,527	1,475	1.4%	5%	
稅後淨利	358	1,531	1,224	-20.1%	242.1%	1,191	1,117	2.8%	10%	
調整後 EPS (元)	0.30	1.28	1.03	-19.8%	242.1%	1.00	0.94	2.7%	9%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	14.3%	16.8%	16.8%	0.1	2.5	16.8%	16.9%	0	-0.1	
營業利益率	6.2%	10.4%	9.8%	-0.6	3.6	9.9%	9.0%	-0.1	0.8	
稅後純益率	2.7%	7.6%	8.0%	0.4	5.4	7.9%	7.1%	0.1	0.9	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

Starship 試射成果突飛猛進，衛星產業潛力難以限量

美系客戶於 3M24 進行 Starship 第三次試射，本次飛行時長高達 49 分鐘(前兩次試射分別為 3 / 8 分鐘)，任務全程長度 75 分鐘，此次達成率 65%，相較於先前試射進度大幅推進，並取得多項重大成就：1) 火箭艙門順利開關、2) 火箭內太空燃料轉移等。後續當試射成功並穩定商轉後，美系客戶火箭技術將明顯拉開與競爭對手差距，且因 Starship 為首款可完全重複使用火箭，產品單位發射成本可大幅降低，並迫使競爭對手需透過 Starship 來加速布建衛星，這也將促進美系客戶火箭事業部(2023/24 年約占整體營收 4 成)營運明顯跳升，受惠營收規模放大，在 CAPEX Density(CAPEX/營收)減輕下預期更將加速後續低軌衛星部屬計畫，且近期已持續出現相關實例，包含：1) 目前美系客戶正積極擴建 Starbase 第 2 座發射平台、2) 除現有 3 處發射基地外，因應未來頻繁發射計畫，美系客戶預計將承接更多發射基地。PCB 則受惠 Starship 載重量提升(相較獵鷹九號運力提升 6-7 倍)，單次將可搭載約 180-200 顆衛星，相比獵鷹九號火箭單次 60 顆呈倍數成長，後續當 Starship 試射成功下，搭配 1) 美系客戶營運轉盈且持續大幅成長、2) 單位衛星發射成本下滑，低軌衛星相關 PCB 廠商將迎來營運爆發成長期。在 2024 年美系客戶發射計畫方面，預期將發射 144 次火箭，相比 2023 年 96 次大幅年增 50%，發射頻率將更為密集。此外，因低軌衛星平均壽命為 5-7 年，故預期自 2025 年開始部分汰舊換新需求也將陸續浮現，並為衛星板需求帶來額外挹注。

除上述美系客戶外，其餘低軌衛星競爭對手同樣正加速擴建，本中心預期一美系客戶 Project Kuiper 將於 2024 年試射超過至少 300 顆衛星，根據 FCC 資訊，該客戶最終目標將發射 3,236 顆

衛星，期限為 2029 年，且當前半數須於 7M26 發射完畢，華通為其天上板最大供應商，預期 2024 年將可為營運帶來部分貢獻，主要放量時點則落在 2025 年後，後續將與主力衛星客戶共同推升衛星營運表現。

在手機衛星通訊方面(Direct to Cell)，目前主力美系客戶 Roadmap 為 2024 年提供簡訊服務、2025 年提供語音及數據傳輸功能及 IoT 服務。因既有地面用戶數持續於 2024 年維持高成長，加上後續手機衛星通訊市場巨大貢獻，整體頻寬需求將大幅擴增，勢必需於低軌衛星布建更趨積極。此外，除主力美系客戶外，其餘競爭對手也正著手與合作電信商展開 Direct to Cell 長期計畫，預期也將帶動衛星市場進一步擴大。

整體而言，本中心預期華通 2024 年衛星板營收年成長將超越 100%(原預估年增 40-50%)，全年衛星營收占比則由 9%提升至 16%，衛星板訂單上修主因來自於 1) 手機衛星通訊趨勢帶動天上板需求激增、2) 隨地面用戶數提升，搭配 V4 世代改版升級，地面板拉貨動能轉趨強勁，衛星在當前美系消費性產品疲軟市況下成為營運強心針。此外，在其他產品線方面，華通將於 2024 年取得美系手機額外 3 條軟板訂單，同時也將持續擴充軟板產能 10-15%以應對需求。在軟硬結合板部分，預期美系手機 2H24 兩款高階新機皆將搭載潛望式鏡頭(2H23 僅為一款)，將為營運帶來額外貢獻。本中心預期 2024/25 年整體營收將年增 12.8%/10.6%至 757/837 億，主要成長動能皆為衛星板，2025 年在泰國廠產能開出下(預期 1Q25 放量，第一期產能 30 萬平方英尺，有望使既有衛星產能翻倍成長)，搭配衛星需求暢旺，衛星營運將於 2025 年維持高增長。預期 2024/25 年毛利率將年增 4.0/1.4 個百分點至 19.1%/20.5%，營業利益 91.5/113.0 億，年增 75.2%/23.6%，稅後淨利 74.5 億/92.3 億，年增 78.7%/23.9%，EPS 6.25/7.74 元。

圖 4：SpaceX 營運分析

(mn USD)	2023F	2024F
Launch		
Starlink	-	-
Falcon 9 (Standard Commercial)	804	1,608
Falcon 9 (Transporter)	180	225
Falcon 9 (Crewed)	780	1,300
Falcon 9 (CRS-ISS Missions)	435	290
Falcon 9 (Government)	600	1,620
Falcon Heavy (Commercial)	260	100
Falcon Heavy (Government)	450	330
Launch Revenue	3,509	5,473
% of Total Revenue	40.2%	41.1%
Starlink		
Hardware (Additions)		
Residential	558	560
RV Roam	184	191
Business, Fixed Site	58	280
Maritime	18	88
Aviation	12	78
Subscriptions		
Residential	1,796	2,737
RV Roam	679	960
Business, Fixed Site	215	881
Maritime	167	287
Aviation	12	109
Specialty Starlink		
Govt. Enhanced Cybersecurity	480	480
Other (i.e. Direct-to-Cell, John Deere, Community Gateway)	0	200
Starlink Revenue	4,178	6,850
% of Total Revenue	47.9%	51.5%
Other		
HLS Contract (Recognized)	768	750
USSF Falcon Heavy Infrastructure Build	166	-
Starshield + SDA Satellite Construction (Recognized)	100	55
Other Spacflight (i.e. Polaris EVA, Tipping Point, Fairing Config)	-	175
Other Revenue	1,034	980
% of Total Revenue	11.9%	7.4%
Total Revenue	8,721	13,303

資料來源：Payload Research (1M24 Forecast)，元大投顧統整

產業概況

Apple 各產品線近況更新

iPhone :

4Q23 iPhone 出貨量為 8,019 萬支，季增 48%/年增 11%，在拉丁美洲、西歐、中東、南韓等國創下歷史新高，但於中國市場需求仍相對疲軟。本中心預期 2024 年雖有 iPhone16 系列推出刺激銷量，然因 1) 華為持續攻佔中國高階手機市場下，持續侵蝕 Apple 於中國市占率、2) 各家大廠陸續推出摺疊機，故預估 2024 全年 iPhone 出貨量 2.36 億支，僅年增 1%。

MacBook + iPad :

4Q23 MacBook 出貨量 530 萬台，季減 18%/年減 16%。展望後市，Apple 已於 1Q24 推出搭載 M3 晶片的 Macbook Air，後續靜待新品刺激銷量，在 2023 年低基期下，本中心預估全年 Macbook 出貨量將年增 8%至 2,110 萬台。4Q23 iPad 出貨量 1,500 萬台，季增 21%/年減 29%，年減主因去年同期推出 M2 iPad Pro 及第 10 代 iPad。本中心預期 2024 年 Apple 除了新增一款大尺寸 iPad Air 外，也將推出內建 OLED 螢幕的 iPad Pro，伴隨經濟緩步復甦及消費性電子需求逐步回溫，預估 2024 年 iPad 出貨量將年增 7%至 5,200 萬台。

圖 5：Apple 各產品線出貨量預估

Shipment (mn)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F
iPhone	55.4	44.5	54.1	80.2	53.0	46.0	56.0	81.0	234.3	236.0
iPad	10.8	10.4	12.4	15.0	10.0	12.0	14.0	16.0	48.5	52.0
Apple Watch	6.3	6.5	12.9	10.0	8.0	8.0	12.0	10.0	35.8	38.0
Macbook	3.6	4.2	6.4	5.3	3.3	5.2	6.2	6.4	19.5	21.1
Airpods	19.1	18.5	17.0	20.1	18.0	17.2	23.2	23.0	74.7	81.4
QoQ (%)										
iPhone	-23%	-20%	21%	48%	-34%	-13%	22%	45%		
iPad	-49%	-3%	19%	21%	-33%	20%	17%	14%		
Apple Watch	-56%	3%	99%	-23%	-20%	0%	50%	-17%		
Macbook	-42%	16%	52%	-18%	-37%	58%	19%	3%		
Airpods	-41%	-3%	-8%	18%	-10%	-4%	35%	-1%		
YoY (%)										
iPhone	-2%	-2%	3%	11%	-4%	3%	4%	1%	4%	1%
iPad	-11%	-17%	-16%	-29%	-7%	15%	13%	7%	-20%	7%
Apple Watch	-27%	-7%	-7%	-30%	26%	23%	-7%	0%	-18%	6%
Macbook	-40%	-1%	-24%	-16%	-9%	23%	-3%	22%	-22%	8%
Airpods	-19%	-6%	-37%	-38%	-6%	-7%	36%	14%	-27%	9%

資料來源：IDC、元大投顧預估

獲利調整與股票評價

維持華通「買進」投資評等，目標價 105 元

華通長年與主力美系客戶合作並共同成長，近年來除了主力 HDI 業務外，公司更踏入軟板(FPC)領域，因屬軟板產業後進者且產能規模較小，目前採利基型產品策略導向。此外，在耕耘美系衛星客戶 6 年後，華通於 2H21 逐步進入收割期，且當前低軌衛星發展仍處早期階段，後續產業成長性深具潛力，公司在此利基領域市占率明顯高於其他同業，預期衛星板業績也將與產業共同逐年成長。本中心預期 2024/25 年營收將年增 12.8%/10.6%至 757/837 億，營業利益 91.5/113.0 億，年增 75.2%/23.6%，稅後淨利 74.5 億/92.3 億，年增 78.7%/23.9%，EPS 6.25/7.74 元，較前次預估上調 3.5/3.9%。

過往三年華通本益比交易區間大多介於 6-13 倍，受惠衛星產業出現結構性轉變，且於 2025 年後更將有望切入 AI Server 供應鏈，短期本益比已突破過往區間達 14.3 倍(以 Bloomberg 未來四季預估 EPS 為基礎)，顯示市場資金逐漸認同公司長線發展，給予目標價 105 元，基於 15 倍本益比(與前次預估相同)，評價區間採 2H24-1H25，維持「買進」投資評等。

圖 6：2024 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	75,662	74,008	83,685	81,628	2.2%	2.5%
營業毛利	14,443	14,122	17,161	16,750	2.3%	2.5%
營業利益	9,146	8,993	11,303	11,093	1.7%	1.9%
稅前利益	9,431	9,223	11,682	11,386	2.3%	2.6%
稅後淨利	7,450	7,194	9,229	8,881	3.6%	3.9%
調整後 EPS (元)	6.25	6.04	7.74	7.45	3.5%	3.9%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	19.1%	19.1%	20.5%	20.5%	0	0
營業利益率	12.1%	12.2%	13.5%	13.6%	-0.1	-0.1
稅後純益率	9.9%	9.7%	11.0%	10.9%	0.1	0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：未來四季預期本益比區間圖



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 8：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
華通	2313 TT	買進	77.7	2,893	6.71	3.49	6.25	11.6	22.3	12.4	55.7	(48.0)	79.1
國內同業													
台光電	2383 TT	買進	415.0	4,520	15.2	16.4	28.9	27.2	25.3	14.4	(7.7)	7.8	75.8
欣興	3037 TT	買進	191.5	8,349	20.1	7.4	10.1	9.5	26.0	19.0	123.3	(63.3)	36.5
健鼎	3044 TT	買進	206.5	3,011	11.8	11.7	16.1	17.5	17.7	12.8	5.8	(1.0)	37.8
景碩	3189 TT	持有-落後同業	99.4	1,451	15.5	(0.9)	3.6	6.4	--	27.8	80.7	--	--
臻鼎-KY	4958 TT	買進	115.5	3,083	15.0	6.7	10.7	7.7	17.3	10.8	47.1	(55.7)	60.4
台郡	6269 TT	持有-落後同業	90.6	881	10.8	6.7	9.1	8.4	13.5	10.0	32.2	(38.1)	34.9
南電	8046 TT	持有-落後同業	202.0	4,641	30.1	9.0	9.6	6.7	22.6	21.0	83.5	(70.2)	7.6
國內同業平均					16.9	8.1	12.6	11.9	20.4	16.6	52.1	(36.7)	42.1

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 9：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
華通	2313 TT	買進	77.7	2,893	22.5	10.6	16.6	32.49	32.93	37.68	2.4	2.4	2.1
國內同業													
台光電	2383 TT	買進	415.0	4,520	24.3	25.5	34.2	66.3	64.5	84.4	6.3	6.4	4.9
欣興	3037 TT	買進	191.5	8,349	39.5	12.3	15.0	58.0	59.9	67.0	3.3	3.2	2.9
健鼎	3044 TT	買進	206.5	3,011	15.4	13.6	17.0	80.2	85.8	94.5	2.6	2.4	2.2
景碩	3189 TT	持有-落後同業	99.4	1,451	22.1	(1.3)	4.9	75.8	69.5	73.0	1.3	1.4	1.4
臻鼎-KY	4958 TT	買進	115.5	3,083	16.7	7.0	10.4	102.3	90.0	97.3	1.1	1.3	1.2
台郡	6269 TT	持有-落後同業	90.6	881	13.9	9.1	11.3	77.3	74.2	79.9	1.2	1.2	1.1
南電	8046 TT	持有-落後同業	202.0	4,641	41.2	12.0	12.1	83.1	74.4	79.6	2.4	2.7	2.5
國內同業平均					24.7	11.2	15.0	77.6	74.0	82.2	2.6	2.7	2.3

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 10：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	13,496	13,864	19,593	20,127	15,214	15,905	21,506	23,037	67,079	75,662
銷貨成本	(11,563)	(12,153)	(16,481)	(16,755)	(12,658)	(13,042)	(17,205)	(18,315)	(56,952)	(61,219)
營業毛利	1,933	1,711	3,112	3,371	2,556	2,863	4,301	4,723	10,127	14,443
營業費用	(1,095)	(1,169)	(1,356)	(1,288)	(1,065)	(1,113)	(1,505)	(1,613)	(4,908)	(5,296)
營業利益	838	542	1,756	2,083	1,491	1,750	2,796	3,110	5,219	9,146
業外利益	(184)	52	423	(237)	58	67	77	82	53	285
稅前純益	653	594	2,179	1,846	1,549	1,817	2,873	3,192	5,272	9,431
所得稅費用	(296)	6	(499)	(315)	(325)	(382)	(603)	(670)	(1,104)	(1,981)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	358	600	1,680	1,531	1,224	1,435	2,270	2,522	4,168	7,450
調整後每股盈餘(NT\$)	0.30	0.50	1.41	1.28	1.03	1.20	1.90	2.12	3.49	6.25
調整後加權平均股數(百萬股)	1,192	1,192	1,192	1,192	1,192	1,192	1,192	1,192	1,192	1,192
重要比率										
營業毛利率	14.3%	12.3%	15.9%	16.8%	16.8%	18.0%	20.0%	20.5%	15.1%	19.1%
營業利益率	6.2%	3.9%	9.0%	10.4%	9.8%	11.0%	13.0%	13.5%	7.8%	12.1%
稅前純益率	4.8%	4.3%	11.1%	9.2%	10.2%	11.4%	13.4%	13.9%	7.9%	12.5%
稅後純益率	2.7%	4.3%	8.6%	7.6%	8.0%	9.0%	10.6%	11.0%	6.2%	9.9%
有效所得稅率	45.2%	-1.0%	22.9%	17.1%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	20.9%	21.0%
季增率(%)										
營業收入	-35.3%	2.7%	41.3%	2.7%	-24.4%	4.5%	35.2%	7.1%		
營業利益	-72.2%	-35.3%	223.9%	18.6%	-28.4%	17.4%	59.8%	11.2%		
稅後純益	-83.4%	67.7%	180.0%	-8.9%	-20.1%	17.2%	58.2%	11.1%		
調整後每股盈餘	-83.5%	67.7%	180.0%	-9.2%	-19.8%	17.3%	58.1%	11.1%		
年增率(%)										
營業收入	-23.1%	-15.1%	-9.7%	-3.4%	12.7%	14.7%	9.8%	14.5%	-12.2%	12.8%
營業利益	-65.1%	-70.1%	-39.4%	-30.9%	78.0%	222.8%	59.2%	49.3%	-48.4%	75.2%
稅後純益	-81.0%	-58.3%	-33.2%	-29.2%	242.1%	139.2%	35.1%	64.7%	-47.9%	78.7%
調整後每股盈餘	-81.0%	-58.3%	-33.1%	-29.4%	242.1%	139.2%	35.1%	65.3%	-48.0%	79.1%

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

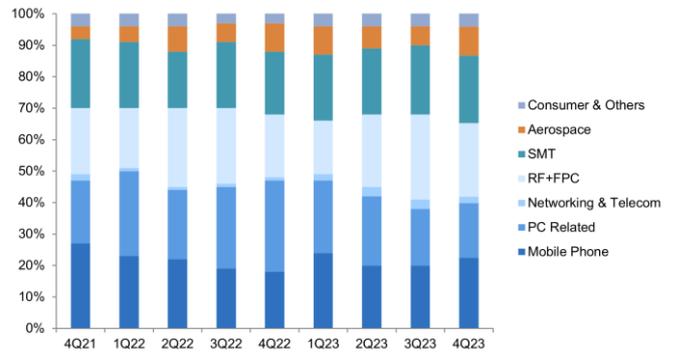
華通成立於 1973 年 8 月，成立初期以生產單、雙面印刷電路板為主，目前有 7 座廠房設置於台灣及大陸。技術能力為其主要競爭優勢，已開發出線寬及間距達 25 μ m 的高密度連接電路板技術，提供客戶硬板、軟板、軟硬結合板，和 SMT 打件的一站式電路板服務。華通為全球 HDI 板龍頭廠商、全球第五大 PCB 供應商，主要產品包括高層次板、軟硬複合板、軟性電路板等；應用於手機、PC、消費性產品、網通及衛星。

圖 11：LME 銅價



資料來源：CMoney

圖 12：營收組成



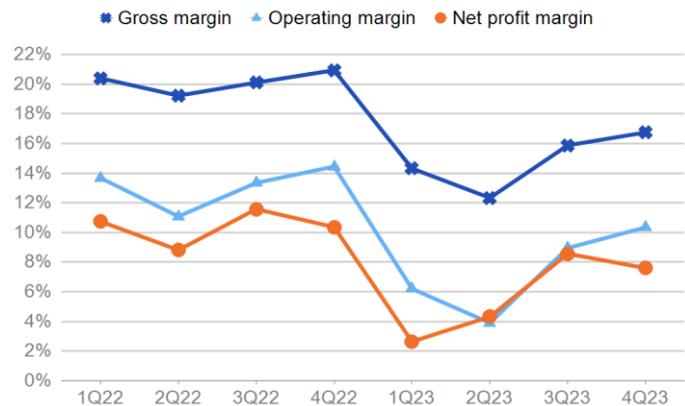
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 13：營收趨勢



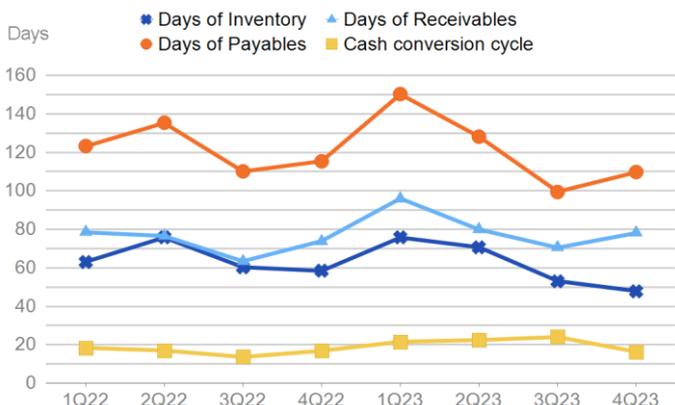
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：毛利率、營益率、淨利率



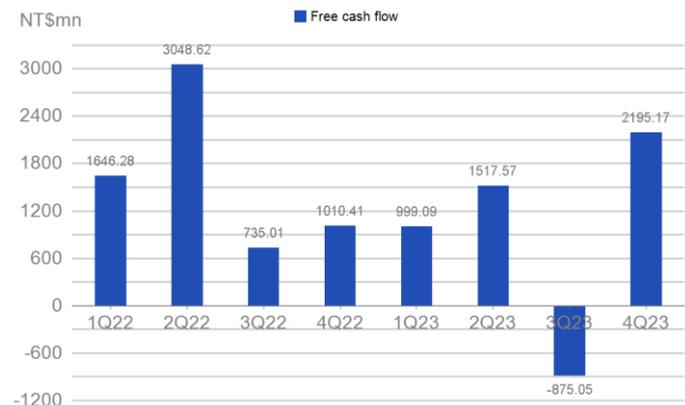
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：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**：華通整體的 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，但在電子零組件行業的公司中排名略微落後同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：華通的整體曝險屬於中等水準，但仍略為落後於電子零組件行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的碳排、商業道德、公司在生產中使用原材料的效率等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：華通在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循適當的 ESG 揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。

圖 17：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	24.6
在 ESG 議題上的曝險 (A)	35.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	31.4
風險評級	中 ★
同業排行(1~100, 1 為最佳)	58

資料來源：Sustainalytics (2024/3/27)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

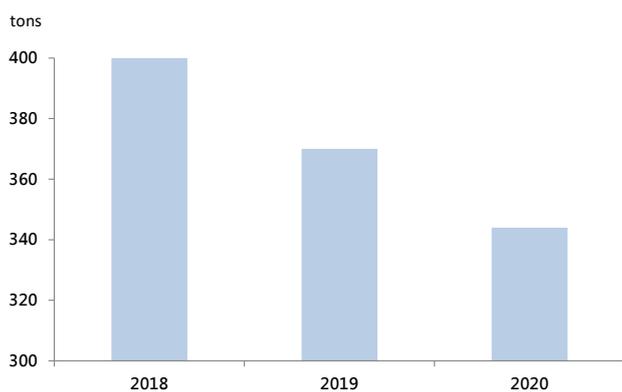
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

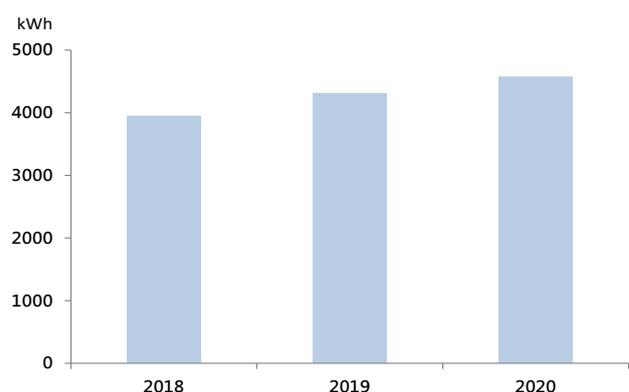
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 18：惠州廠耗水量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 19：惠州廠用電量



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	9,381	11,860	11,242	12,475	17,729
存貨	9,247	10,027	8,054	9,973	9,835
應收帳款及票據	15,517	16,658	16,713	18,770	20,054
其他流動資產	3,040	3,844	6,103	6,103	6,103
流動資產	37,185	42,388	42,112	47,321	53,721
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	33,279	35,741	35,364	36,453	36,741
無形資產	119	161	272	272	272
其他非流動資產	1,410	1,533	1,361	1,279	1,198
非流動資產	34,808	37,434	36,997	38,004	38,211
資產總額	71,993	79,823	79,109	85,325	91,932
應付帳款及票據	11,553	11,732	13,751	14,309	14,890
短期借款	0	0	217	217	217
什項負債	9,334	11,041	10,068	10,068	10,068
流動負債	20,887	22,773	24,035	24,593	25,174
長期借款	14,602	13,886	11,401	11,401	11,401
其他負債及準備	4,137	4,447	4,420	4,420	4,420
長期負債	18,740	18,333	15,821	15,821	15,821
負債總額	39,626	41,106	39,856	40,415	40,996
股本	11,918	11,918	11,918	11,918	11,918
資本公積	1,060	1,060	1,060	1,060	1,060
保留盈餘	19,739	25,694	26,614	32,272	38,298
什項權益	(351)	44	(340)	(340)	(340)
歸屬母公司之權益	32,366	38,717	39,253	44,911	50,936
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	32,366	38,717	39,253	44,911	50,936

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	5,140	8,001	4,168	7,450	9,229
折舊及攤提	4,529	5,136	5,585	6,004	6,454
本期營運資金變動	(1,821)	(1,729)	3,937	(3,418)	(565)
其他營業資產 及負債變動	1,128	2,266	(3,239)	0	0
營運活動之現金流量	8,976	13,674	10,451	10,036	15,117
資本支出	(8,831)	(7,234)	(6,614)	(7,011)	(6,660)
本期長期投資變動	0	0	44	0	0
其他資產變動	385	(265)	1	0	0
投資活動之現金流量	(8,447)	(7,499)	(6,569)	(7,011)	(6,660)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	830	(1,398)	(1,082)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(1,788)	(2,145)	(3,218)	(1,792)	(3,204)
其他調整數	(132)	(14)	(39)	0	0
融資活動之現金流量	(1,089)	(3,557)	(4,339)	(1,792)	(3,204)
匯率影響數	(24)	(140)	(161)	0	0
本期產生現金流量	(584)	2,479	(618)	1,233	5,254
自由現金流量	145	6,440	3,837	3,026	8,457

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	63,054	76,419	67,079	75,662	83,685
銷貨成本	(51,646)	(60,971)	(56,952)	(61,219)	(66,524)
營業毛利	11,408	15,449	10,127	14,443	17,161
營業費用	(4,593)	(5,327)	(4,908)	(5,296)	(5,858)
推銷費用	(1,143)	(1,351)	(1,328)	(1,403)	(1,552)
研究費用	(2,402)	(2,689)	(2,552)	(2,606)	(2,882)
管理費用	(1,029)	(1,258)	(1,042)	(1,288)	(1,424)
其他費用	(20)	(29)	14	0	0
營業利益	6,815	10,122	5,219	9,146	11,303
利息收入	82	208	422	284	266
利息費用	(268)	(467)	(602)	(539)	(548)
利息收入淨額	(186)	(259)	(181)	(255)	(282)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(68)	393	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	170	(120)	234	540	661
稅前純益	6,731	10,136	5,272	9,431	11,682
所得稅費用	(1,591)	(2,135)	(1,104)	(1,981)	(2,453)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	5,140	8,001	4,168	7,450	9,229
稅前息前折舊攤銷前淨利	11,520	15,720	10,804	15,150	17,757
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.31	6.71	3.49	6.25	7.74

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	4.2	21.2	(12.2)	12.8	10.6
營業利益	2.7	48.5	(48.4)	75.2	23.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	7.7	36.5	(31.3)	40.2	17.2
稅後純益	10.2	55.7	(47.9)	78.7	23.9
調整後每股盈餘	10.2	55.7	(48.0)	79.1	23.9
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	18.1	20.2	15.1	19.1	20.5
營業利益率	10.8	13.3	7.8	12.1	13.5
稅前息前淨利率	10.3	12.7	7.8	12.1	13.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	18.3	20.6	16.1	20.0	21.2
稅前純益率	10.7	13.3	7.9	12.5	14.0
稅後純益率	8.2	10.5	6.2	9.9	11.0
資產報酬率	7.4	10.5	5.3	8.7	10.0
股東權益報酬率	16.7	22.5	10.6	16.6	18.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	122.4	106.2	101.5	90.0	80.5
淨負債權益比 (%)	16.1	5.2	1.0	(1.9)	(12.0)
利息保障倍數 (倍)	26.1	22.7	9.8	18.5	22.3
流動比率 (%)	178.0	186.1	175.2	192.4	213.4
速動比率 (%)	130.8	140.0	141.7	151.9	174.3
淨負債 (NT\$百萬元)	5,222	2,027	376	(857)	(6,111)
調整後每股淨值 (NT\$)	27.16	32.49	32.93	37.68	42.74
評價指標 (倍)					
本益比	18.0	11.6	22.3	12.4	10.0
股價自由現金流量比	640.5	14.4	24.1	30.6	11.0
股價淨值比	2.9	2.4	2.4	2.1	1.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	8.0	5.9	8.6	6.1	5.2
股價營收比	1.5	1.2	1.4	1.2	1.1

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

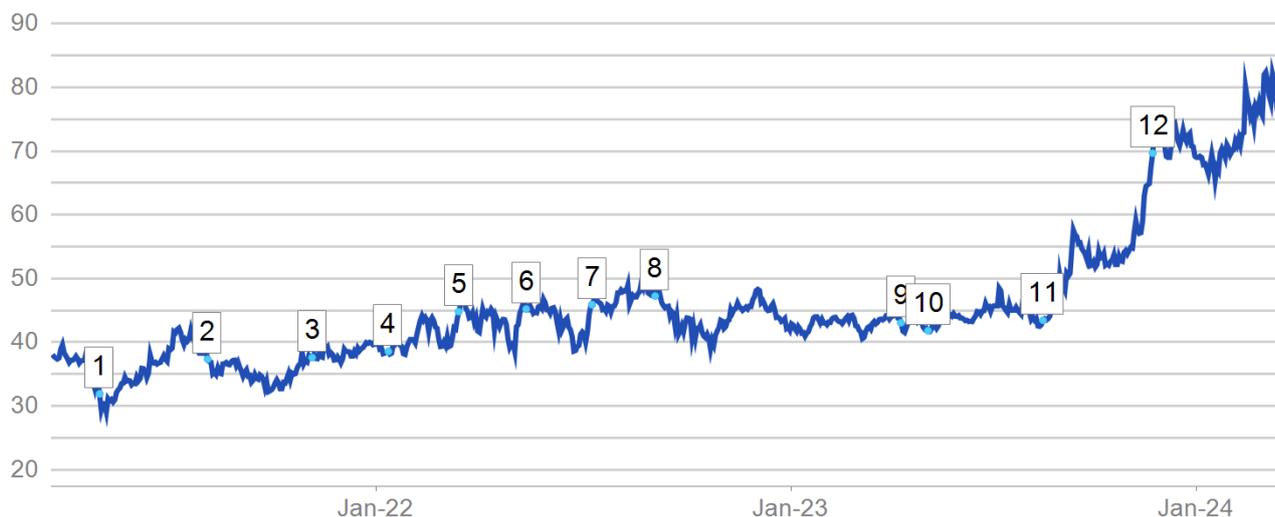
附錄：重要揭露事項

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。

華通 (2313 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	20210511	36.40	40.00	35.00	持有-超越同業	劉思良
2	20210810	41.20	52.00	47.18	買進	劉思良
3	20211109	41.50	51.50	46.72	買進	劉思良
4	20220112	42.35	55.00	49.90	買進	劉思良
5	20220323	48.35	61.00	55.34	買進	劉思良
6	20220523	48.05	66.00	62.16	買進	劉思良
7	20220718	48.50	67.00	63.10	買進	劉思良
8	20220907	50.30	70.00	65.92	買進	劉思良
9	20230421	43.70	51.00	51.00	買進	張晏榮
10	20230516	41.80	53.00	53.00	買進	張晏榮
11	20230823	42.80	53.00	53.00	買進	張晏榮
12	20231127	67.60	90.00	90.00	買進	張晏榮

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，為於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註釋定義）。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>.