

華通 (2313 TT) Compeq

人類文明重大演進，Starship 試射成功

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$105.0

收盤價 (2024/06/07) : NT\$71.3

隱含漲幅 : 47.3%

營收組成 (1Q24)

手機 22%、電腦 15%、網通 2%、RF+FPC 20%、衛星板 20%、SMT17%、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	105.0
2024年營收 (NT\$/十億)	77.5	75.7
2024年EPS	5.2	6.3

交易資料表

市值	NT\$84,980百萬元
外資持股比率	23.0%
董監持股比率	4.4%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$35.85
負債比	51.2%
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	77,486	84,549
營業利益	10,122	5,219	7,481	10,568
稅後純益	8,001	4,168	6,162	8,490
EPS (元)	6.71	3.50	5.17	7.12
EPS YoY (%)	55.7	-47.9	47.7	37.9
本益比 (倍)	10.6	20.4	13.8	10.0
股價淨值比 (倍)	2.2	2.2	2.0	1.8
ROE (%)	22.5	10.7	14.4	17.5
現金殖利率 (%)	3.8%	2.1%	3.1%	4.3%
現金股利 (元)	2.70	1.50	2.22	3.06

張晏榮

Will.chang@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

- 台灣時間 6/6 晚間 Starship 第四次試射成功，火箭技術取得劃時代進展，未來在發射成本顯著降低下，衛星產業即將迎來爆發性成長。
- 短期美系手機價量疲軟提供長線衛星佈局機會，加上近期美系手機中國地區銷量逆勢激增，整體營運正自低基期陸續復甦。
- 受惠 Starship 試射重大成功，預期衛星產業即將進入加速成長期，故維持買進評等，目標價以 15 倍本益比及 2025 年 EPS 推得。

1Q24 消費性產品價量承壓，2Q24 營運逐步回溫

1Q24 營收 155.6 億，季減 23%，毛利率 14.1%，季減 2.6 個百分點，低於市場預期 1.1 個百分點，主因美系客戶消費性產品價量疲軟。1Q24 在台灣廠區積極調整產能下，衛星板營收進一步季增 29%至 31 億，目前需求依舊強勁。展望 2Q24，在中系消費性產品價格壓力止穩下，加上美系平板睽違一年半後再度發表新品，搭配衛星板需求持續暢旺，預估 2Q24 營收將季增 8.0%至 168 億，毛利率季增 1.6 個百分點至 15.7%，EPS 0.97 元。

美系手機中國地區週銷售數據 2024 年首度轉正

近期美系手機於中國地區五月底週銷售數據表現亮眼，為本年度睽違已久首度週數據轉正 (YoY +47%)。美系手機於中國地區市占率已自五月初逐週提升，並於近期以市占率 19%重回中國第一大品牌。此外，美系客戶於 6M24 更將舉辦開發者大會，屆時預期將針對其 AI 功能進一步說明，在新功能陸續推出下有望提振 2H24 新機銷量。整體而言，在歷經先前 Android 陣營強勢競爭後，美系手機銷量正自低基期明顯復甦，對於相關板材供應商將產生正面挹注，目前部分 CCL 廠訂單已見陸續回溫。

難以置信的技術突破，Starship 試射重大成功

Starship 此次試射上下兩節火箭均分別成功降落於墨西哥灣及印度洋，為火箭科技發展一大里程碑。後續受惠之處在於 1) 單次火箭可搭載衛星數量翻倍成長、2) Starship 為全球首款可完全重複使用火箭，平均發射成本將大幅降低 (Falcon 9 1,500 萬美元 vs. Starship 1,000 萬美元)、3) 未來每公斤發射成本將由 Falcon 9 ~3,000 美元大幅下滑至 < 200 美元。基於成本顯著降低，故預期當 Starship 正式商轉後，衛星產業佈建即將迎來爆發成長期。整體而言，本中心預期華通衛星板營收將分別年增 140%/32%至 139/183 億，營收佔比更將提升至 18%/22%，產品組合預期將逐年轉佳。

營運分析

1Q24 消費性產品價量承壓，2Q24 營運逐步回溫

1Q24 營收 155.6 億，季減 23%，毛利率 14.1%，季減 2.6 個百分點，低於本中心及市場預期 2.7/1.1 個百分點，主因即來自於美系客戶消費性產品價量疲軟。1Q24 在台灣廠區積極調整產能下，衛星板營收進一步季增 29% 至 31 億水準，目前需求依舊強勁。1Q24 營業利益 9.4 億，季減 55%，低於本中心/市場預期 37%/32%，稅後淨利 9.9 億，季減 35%，EPS 0.83 元，季減 35%。展望 2Q24，在中系消費性產品價格壓力止穩下，加上美系平板睽違一年半後再度發表新品，預期將對價量產生正面挹注，搭配衛星板需求持續暢旺，預估 2Q24 營收將季增 8.0% 至 168 億，毛利率季增 1.6 個百分點至 15.7%，營業利益 14.6 億，季增 55.6%，稅後淨利 11.5 億，季增 16.2%，EPS 0.97 元，季增/年增 17%/94%。

圖 1：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	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	15,557	-22.7%	15.3%	15,214	15,210	2.3%	2.3%
營業毛利	1,933	3,371	2,199	-34.8%	13.8%	2,556	2,313	-14.0%	-5.0%
營業利益	838	2,083	939	-54.9%	12.2%	1,491	1,388	-37.0%	-32.3%
稅前利益	653	1,846	1,273	-31.0%	94.8%	1,549	1,444	-17.8%	-11.8%
稅後淨利	358	1,531	993	-35.1%	177.5%	1,224	1,087	-18.9%	-8.7%
調整後 EPS (元)	0.30	1.28	0.83	-35.2%	176.7%	1.03	0.91	-19.4%	-9.3%
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%	14.1%	-2.6	-0.2	16.8%	15.2%	-2.7	-1.1
營業利益率	6.2%	10.4%	6.0%	-4.3	-0.2	9.8%	9.1%	-3.8	-3.1
稅後純益率	2.7%	7.6%	6.4%	-1.2	3.7	8.0%	7.1%	-1.7	-0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2024 年第 2 季財測與預估比較

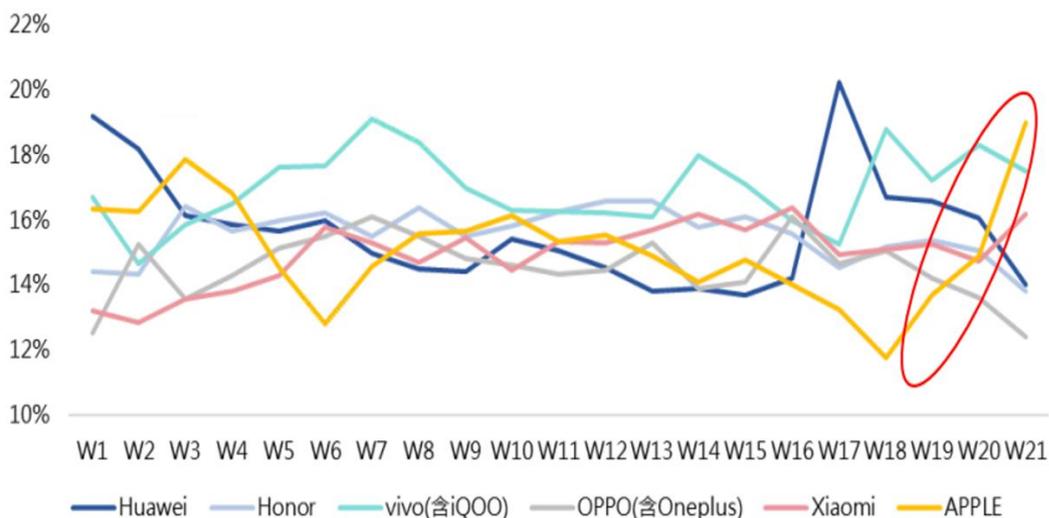
(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	13,864	15,557	16,800	8.0%	21.2%	15,905	16,381	5.6%	2.6%
營業毛利	1,711	2,199	2,638	19.9%	54.2%	2,863	2,654	-7.9%	-0.6%
營業利益	542	939	1,462	55.6%	169.6%	1,750	1,397	-16.5%	4.6%
稅前利益	594	1,273	1,460	14.7%	145.8%	1,817	1,369	-19.6%	6.7%
稅後淨利	600	993	1,154	16.2%	92.3%	1,435	1,171	-19.6%	-1.5%
調整後 EPS (元)	0.50	0.83	0.97	16.6%	93.6%	1.20	0.98	-19.6%	-1.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	12.3%	14.1%	15.7%	1.6	3.4	18.0%	16.2%	-2.3	-0.5
營業利益率	3.9%	6.0%	8.7%	2.7	4.8	11.0%	8.5%	-2.3	0.2
稅後純益率	4.3%	6.4%	6.9%	0.5	2.5	9.0%	7.1%	-2.2	-0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

美系手機中國地區週銷售數據 2024 年首度轉正

根據本中心通路訪查，在經歷短期營運低谷後，近期美系手機於中國地區五月底週銷售數據表現亮眼，為本年度睽違已久首度週數據轉正 (YoY +47%)。同時，根據 BCI 資料，美系手機於中國地區市占率已自五月初逐週提升，並於近期以市占率 19% 重回中國第一大品牌。此外，美系客戶於 6M24 更將舉辦開發者大會，屆時預期將針對其 AI 功能進一步說明，在新功能陸續推出下有望提振 2H24 新機銷量。整體而言，在歷經先前 Android 陣營強勢競爭後，美系手機銷量正自低基期明顯復甦，對於相關板材供應商將產生正面挹注，目前部分 CCL 廠訂單已見陸續回溫。

圖 3：中國市場各品牌市占率變化



資料來源：BCI

難以置信的技術突破，Starship 試射重大成功

Starship 於台灣時間 2024/6/6 晚間進行第四次試射，最終上下兩節火箭 (Super Heavy Booster 及 Starship Upper Stage) 均分別成功降落在於墨西哥灣及印度洋，為火箭科技發展一大里程碑。因 Starship 相較當前主流火箭 Falcon 9 載重能力數倍提升 (100-150 噸 vs. 22.8 噸)，故往後火箭單次可搭載衛星數量預期將呈倍數成長。此外，因發射成本主要源於火箭製造，目前 Falcon 9 僅推進器可重複使用，隨技術升級 Starship 上下兩節均可重複使用，為世界首款可完全重複使用火箭，故美系客戶同樣表示 Starship 將可使火箭平均發射成本大幅降低 (Falcon 9 1,500 萬美元 vs. Starship 1,000 萬美元，後續如重複發射次數提升，隨成本平均分攤下，單次 Starship 發射最低將可降至 200 萬美元)。綜合以上兩項優勢 (載重提升、可完全重複使用)，預期 Starship 未來每公斤發射成本將由 Falcon 9 ~3,000 美元大幅下滑至 < 200 美元 (圖 4)，隨著成本顯著降低，預期當 Starship 正式商轉後，衛星產業佈建即將迎來爆發成長期。

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 資料，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。如未來 Starship 帶動龍頭美系客戶衛星佈建加速，在面臨 FCC 截止日期及市占份額侵蝕雙重壓力下，研判該客戶將更為積極佈建衛星。在競爭格局方面，因該客戶目前同樣期盼強化火箭佈局，然本中心預期在 Starship 試射成功後，因單位衛星發射成本過於懸殊，且技術差距仍難

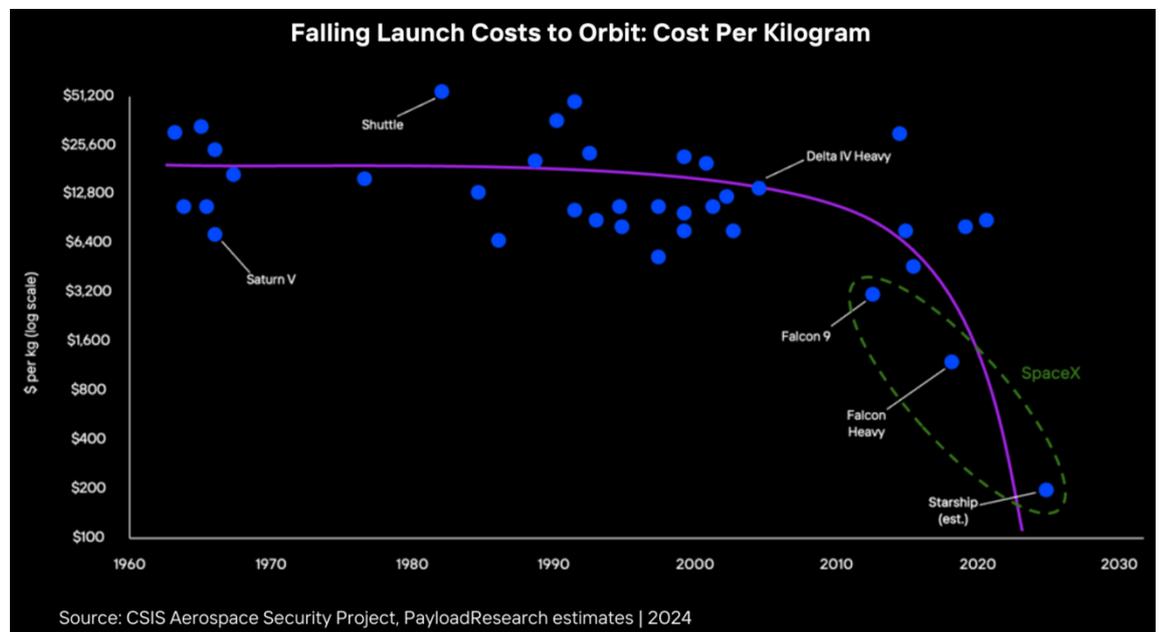
以追趕，後續該客戶預期將更加傾向依賴於 Starship，並暫緩其火箭發展計畫。在火箭技術大幅領先狀況下，本中心預期龍頭美系客戶火箭事業部營運有望迎來大幅成長，目前約佔整體營收 ~ 40% (圖 5)，受惠營收規模放大帶動 CAPEX Density(CAPEX/營收)減輕下，預期更將加速後續低軌衛星部屬進度。

另一方面，龍頭美系客戶目前已發射約 6,600 顆衛星，最終潛在目標為 42,000 顆，然因低軌衛星平均壽命為 5 年，本中心預期 2025 年起汰舊換新需求將陸續浮現，故最終市場規模將遠高於 42,000 顆。因應如此強勁之長期需求，美系客戶於 2023 年 Starship 年產能為 3 艘，預期在未來幾年產能將擴增至 5-6 艘/年，最終長期目標將於 Starfactory 每週量產數艘，顯現市場規模龐大。

在需求部分，目前主力美系客戶積極發展手機衛星通訊方面(Direct to Cell)，Roadmap 為 2024 年提供簡訊服務、2025 年提供語音/數據傳輸/IoT 服務。因既有地面用戶數持續於 2024 年維持高增長，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，勢必於低軌衛星佈建需更趨積極。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需求進一步擴大。

整體而言，本中心預期華通 2024/25 年營收將年增 15.5%/9.1%至 775/846 億，其中衛星板營收預估將分別年增 140%/32%至 139/183 億，營收佔比提升至 18%/22% (後續如 Starship 於 2025 年正式商轉，因天上板認證期長達 2 年，故在既有供應商有限狀況下，預期衛星板產能恐將嚴重緊缺，並使華通泰國廠二期提前啟動，進而帶動後續衛星板潛在營收貢獻，目前市場需求正持續超越供應商產能)，毛利率預期年增 1.8/2.6 個百分點至 16.9%/19.5%，營業利益 74.8/105.7 億，年增 43.3%/41.3%，稅後淨利 61.6/84.9 億，年增 47.8%/37.8%，EPS 5.17/7.12 元。

圖 4：各式火箭每公斤發射成本



資料來源：CSIS、Payload Research

圖 5 : 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 :

1Q24 iPhone 出貨量為 5,259 萬隻，季減 34%/年減 5%，主因 2022 年底中國組裝廠受疫情影響停擺，1Q23 為滿足積壓需求進而回補庫存導致基期較高，加上當前 iPhone 於中國銷量仍處逆風。展望 2024 全年，市場預估 iPhone 16 系列將搭載部分 AI 功能，然因 1) 華為持續攻佔中國高階手機市場下，進而侵蝕 Apple 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 :

根據 IDC 統計，1Q24 MacBook 出貨量 420 萬台，季減 20%/年增 15%，優於原先預期 330 萬台。Apple 於 3 月推出搭載 M3 晶片的 Macbook Air，且首次提到具備 AI 功能，根據相關零組件供應鏈調查，拉貨動能優於預期，後續靜待 AI 效能刺激銷量。在 2023 年低基期下，本中心預估 2024 年 Macbook 出貨量將年增 8%至 2,110 萬台。此外，Apple 於 5 月 7 日舉辦線上發布會推出新款 iPad，預估將帶動 2Q24 iPad 出貨量季增 20%/年增 15%至 1,200 萬台。展望全年，受惠 Apple 睽違 1.5 年推出 iPad Air/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 6 : Apple 各產品線出貨量預估

Shipment (mn)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F
iPhone	55.4	44.5	54.1	80.2	52.6	45.0	58.0	82.0	234.3	237.6
iPad	10.8	10.4	12.4	15.0	9.9	12.0	14.0	16.0	48.5	51.9
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	4.2	4.2	6.3	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%	-14%	29%	41%		
iPad	-49%	-3%	19%	21%	-34%	22%	17%	14%		
Apple Watch	-56%	3%	99%	-23%	-20%	0%	50%	-17%		
Macbook	-42%	16%	52%	-18%	-20%	0%	50%	2%		
Airpods	-41%	-3%	-8%	18%	-10%	-4%	35%	-1%		
YoY (%)										
iPhone	-2%	-2%	3%	11%	-5%	1%	7%	2%	4%	1%
iPad	-11%	-17%	-16%	-29%	-8%	15%	13%	7%	20%	7%
Apple Watch	-27%	-7%	-7%	-30%	26%	23%	-7%	0%	13%	6%
Macbook	-40%	-1%	-24%	-16%	16%	0%	-2%	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。

本中心預期華通 2024/25 年營收將年增 15.5%/9.1%至 775/846 億，其中衛星板營收預估將分別年增 140%/32%至 139/183 億，營收佔比提升至 18%/22% (後續如 Starship 於 2025 年正式商轉，因天上板認證期長達 2 年，故在既有供應商有限狀況下，預期衛星板產能恐將嚴重緊缺，並使華通泰國廠二期提前啟動，進而帶動後續衛星板潛在營收貢獻，目前市場需求正持續超越供應商產能)，毛利率預期年增 1.8/2.6 個百分點至 16.9%/19.5%，下修 2.2/1.0 個百分點，主因美系客戶消費性產品價格壓力，營業利益 74.8/105.7 億，年增 43.3%/41.3%，稅後淨利 61.6/84.9 億，年增 47.8%/37.8%，EPS 5.17/7.12 元。

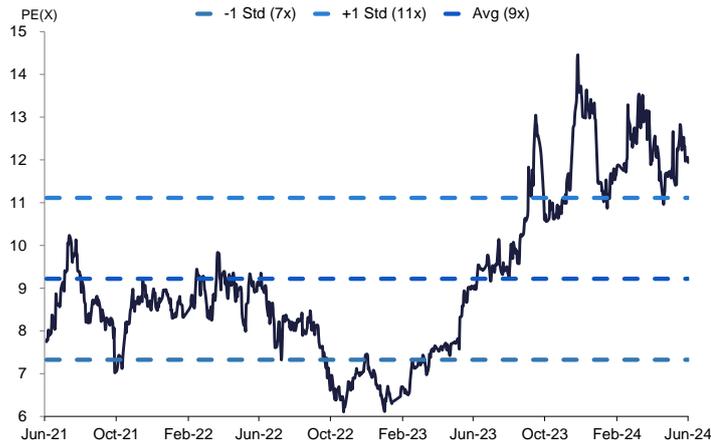
過往三年華通本益比交易區間大多介於 6-13 倍，受惠衛星產業需求暢旺，且公司於 2025 年後更將有望切入 AI Server 供應鏈，短期本益比已突破過往區間達 14.3 倍(以 Bloomberg 未來四季預估 EPS 為基礎)，並自 2H23 起穩定介於 11-15 倍區間，顯示市場資金逐漸認同公司長線發展。此次給予目標價 105 元，基於 15 倍本益比，評價區間為 2025 年，維持「買進」投資評等。

圖 7：2024 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	77,486	75,662	84,549	83,685	2.4%	1.0%
營業毛利	13,076	14,443	16,486	17,161	-9.5%	-3.9%
營業利益	7,481	9,146	10,568	11,303	-18.2%	-6.5%
稅前利益	7,817	9,431	10,747	11,682	-17.1%	-8.0%
稅後淨利	6,162	7,450	8,490	9,229	-17.3%	-8.0%
調整後 EPS (元)	5.17	6.25	7.12	7.74	-17.3%	-8.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	16.9%	19.1%	19.5%	20.5%	-2.2	-1.0
營業利益率	9.7%	12.1%	12.5%	13.5%	-2.4	-1.0
稅後純益率	8.0%	9.9%	10.0%	11.0%	-1.9	-1.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 8：未來四季預期本益比區間圖



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 9：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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
華通	2313 TT	買進	71.3	2,655	3.50	5.17	7.12	20.4	13.8	10.0	(47.9)	47.7	37.9
國內同業													
台光電	2383 TT	持有-超越同業	438.0	4,520	15.2	16.4	27.3	28.7	26.7	16.0	(7.7)	7.6	66.7
欣興	3037 TT	買進	184.0	8,349	20.1	7.9	6.7	9.2	23.4	27.5	123.3	(60.8)	(15.2)
健鼎	3044 TT	買進	214.5	3,011	11.8	11.5	16.3	18.2	18.6	13.1	5.8	(2.3)	41.6
景碩	3189 TT	買進	93.3	1,451	15.5	0.1	4.8	6.0	933.0	19.4	80.7	(99.4)	4720.0
臻鼎-KY	4958 TT	買進	116.5	3,083	15.0	6.6	10.1	7.8	17.8	11.5	47.1	(56.4)	54.7
台郡	6269 TT	持有-落後同業	88.1	881	10.8	6.5	6.3	8.1	13.7	13.9	32.2	(40.4)	(2.0)
南電	8046 TT	持有-超越同業	194.5	4,641	30.1	9.0	2.9	6.5	21.6	67.8	83.5	(70.0)	(68.1)
國內同業平均								12.1	150.7	24.2	52.1	(45.9)	685.4

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 10：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
華通	2313 TT	買進	71.3	2,655	10.7	14.4	17.5	32.94	35.85	40.75	2.2	2.0	1.8
國內同業													
台光電	2383 TT	持有-超越同業	438.0	4,520	24.3	20.5	31.0	66.3	79.9	88.2	6.6	5.5	5.0
欣興	3037 TT	買進	184.0	8,349	39.5	13.2	10.6	58.0	59.6	63.3	3.2	3.1	2.9
健鼎	3044 TT	買進	214.5	3,011	15.4	13.5	17.8	80.2	85.6	91.7	2.7	2.5	2.3
景碩	3189 TT	買進	93.3	1,451	22.1	0.2	6.5	75.8	70.1	73.9	1.2	1.3	1.3
臻鼎-KY	4958 TT	買進	116.5	3,083	16.7	6.5	9.2	102.3	101.3	109.7	1.1	1.2	1.1
台郡	6269 TT	持有-落後同業	88.1	881	13.9	7.9	7.9	77.3	78.7	80.2	1.1	1.1	1.1
南電	8046 TT	持有-超越同業	194.5	4,641	41.2	11.5	4.3	83.1	74.1	67.1	2.3	2.6	2.9
國內同業平均								77.6	78.5	82.0	2.6	2.5	2.4

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 11：季度及年度簡明損益表 (合併)

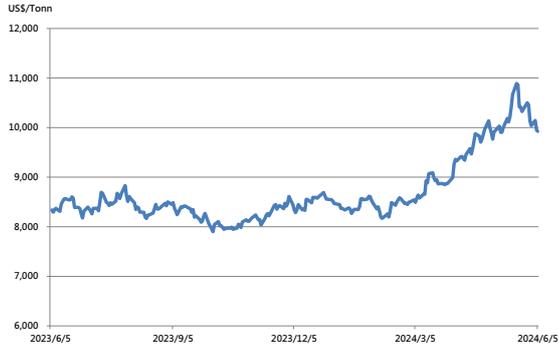
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	15,557	16,800	21,959	23,170	17,841	18,259	23,834	24,615	77,486	84,549
銷貨成本	(13,358)	(14,162)	(18,006)	(18,884)	(14,719)	(14,972)	(18,877)	(19,495)	(64,410)	(68,063)
營業毛利	2,199	2,638	3,953	4,286	3,122	3,287	4,958	5,120	13,076	16,486
營業費用	(1,259)	(1,176)	(1,537)	(1,622)	(1,249)	(1,278)	(1,668)	(1,723)	(5,594)	(5,918)
營業利益	940	1,462	2,415	2,665	1,873	2,008	3,289	3,397	7,481	10,568
業外利益	334	(2)	5	(1)	44	46	46	45	336	179
稅前純益	1,273	1,460	2,420	2,664	1,917	2,054	3,335	3,442	7,817	10,747
所得稅費用	(280)	(307)	(508)	(559)	(403)	(431)	(700)	(723)	(1,654)	(2,257)
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	993	1,154	1,911	2,104	1,514	1,623	2,635	2,719	6,162	8,490
調整後每股盈餘(NT\$)	0.83	0.97	1.60	1.77	1.27	1.36	2.21	2.28	5.17	7.12
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	14.1%	15.7%	18.0%	18.5%	17.5%	18.0%	20.8%	20.8%	16.9%	19.5%
營業利益率	6.0%	8.7%	11.0%	11.5%	10.5%	11.0%	13.8%	13.8%	9.7%	12.5%
稅前純益率	8.2%	8.7%	11.0%	11.5%	10.7%	11.3%	14.0%	14.0%	10.1%	12.7%
稅後純益率	6.4%	6.9%	8.7%	9.1%	8.5%	8.9%	11.1%	11.1%	8.0%	10.0%
有效所得稅率	22.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.2%	21.0%
季增率(%)										
營業收入	-22.7%	8.0%	30.7%	5.5%	-23.0%	2.3%	30.5%	3.3%		
營業利益	-54.9%	55.6%	65.2%	10.4%	-29.7%	7.2%	63.8%	3.3%		
稅後純益	-35.1%	16.2%	65.6%	10.1%	-28.0%	7.2%	62.4%	3.2%		
調整後每股盈餘	-35.2%	16.6%	65.7%	10.1%	-28.0%	7.2%	62.4%	3.2%		
年增率(%)										
營業收入	15.3%	21.2%	12.1%	15.1%	14.7%	8.7%	8.5%	6.2%	15.5%	9.1%
營業利益	12.2%	169.7%	37.5%	27.9%	99.4%	37.3%	36.2%	27.5%	43.3%	41.3%
稅後純益	177.5%	92.3%	13.8%	37.4%	52.5%	40.6%	37.9%	29.2%	47.8%	37.8%
調整後每股盈餘	176.7%	92.3%	13.8%	37.5%	53.0%	40.7%	37.8%	29.2%	47.7%	37.9%

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

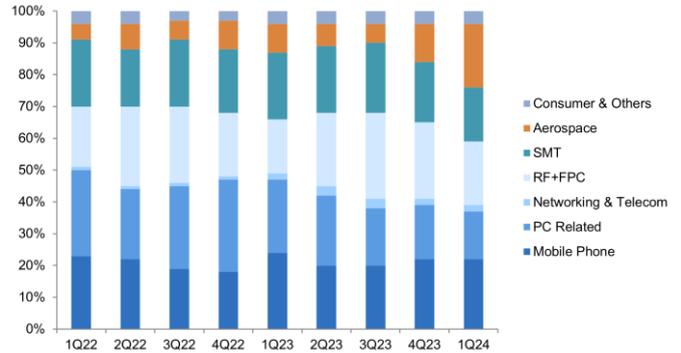
華通成立於 1973 年 8 月，成立初期以生產單、雙面印刷電路板為主，目前有 7 座廠房設置於台灣及大陸。技術能力為其主要競爭優勢，已開發出線寬及間距達 25 μ m 的高密度連接電路板技術，提供客戶硬板、軟板、軟硬結合板，和 SMT 打件的一站式電路板服務。華通為全球 HDI 板龍頭廠商、全球第五大 PCB 供應商，主要產品包括高層次板、軟硬複合板、軟性電路板等；應用於手機、PC、消費性產品、網通及衛星。

圖 12：LME 銅價



資料來源：CMoney

圖 13：營收組成



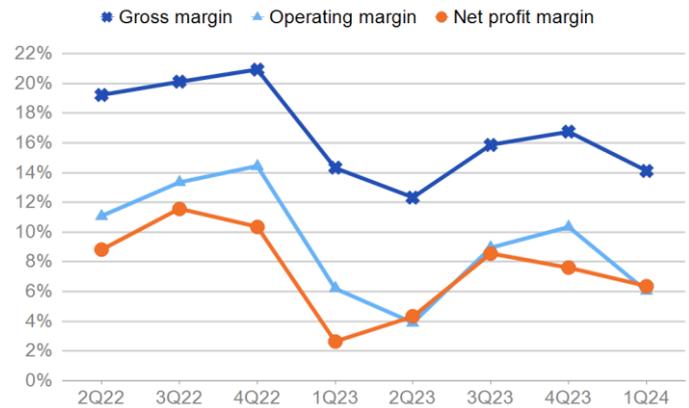
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 14：營收趨勢



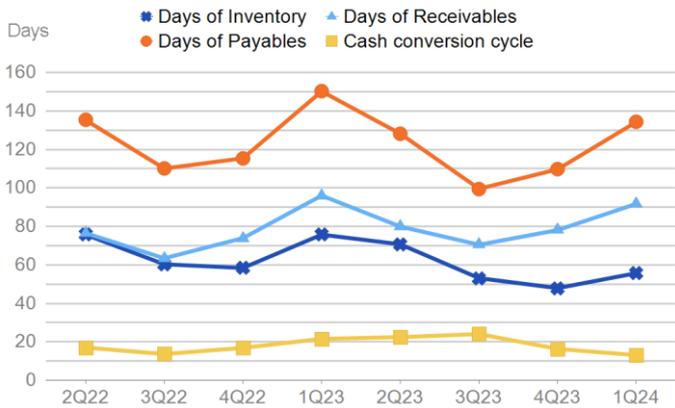
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：毛利率、營益率、淨利率



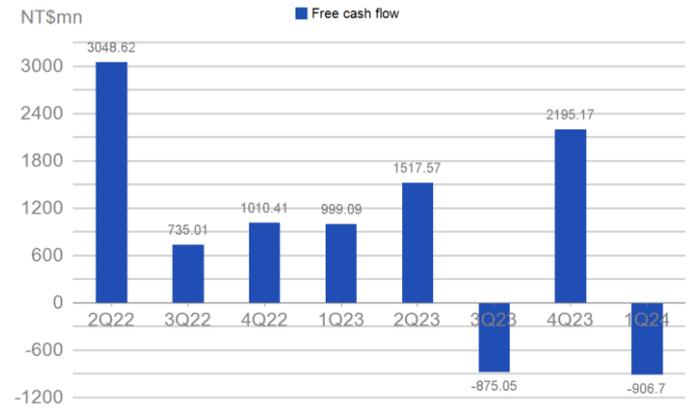
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：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 18：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 (2024/6/7)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

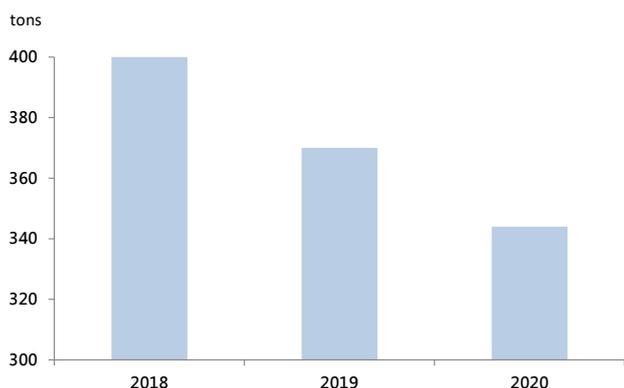
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

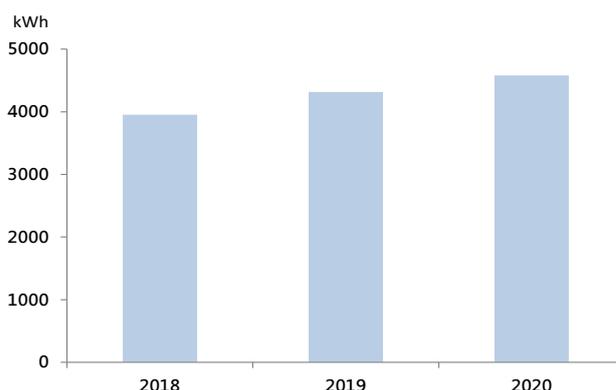
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 19：惠州廠耗水量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 20：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	18,349	23,306
存貨	9,247	10,027	8,054	10,283	9,993
應收帳款及票據	15,517	16,658	16,713	18,878	20,247
其他流動資產	3,040	3,844	6,103	8,286	8,286
流動資產	37,185	42,388	42,112	55,796	61,832
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	33,279	35,741	35,364	36,768	37,424
無形資產	119	161	272	289	289
其他非流動資產	1,410	1,533	1,361	1,335	1,244
非流動資產	34,808	37,434	36,997	38,393	38,958
資產總額	71,993	79,823	79,109	94,189	100,790
應付帳款及票據	11,553	11,732	13,751	22,830	23,592
短期借款	0	0	217	2,816	2,816
什項負債	9,334	11,041	10,068	10,569	10,569
流動負債	20,887	22,773	24,035	36,215	36,976
長期借款	14,602	13,886	11,401	10,746	10,746
其他負債及準備	4,137	4,447	4,420	4,498	4,498
長期負債	18,740	18,333	15,821	15,244	15,244
負債總額	39,626	41,106	39,856	51,459	52,220
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	29,197	35,037
什項權益	(351)	44	(340)	555	555
歸屬母公司之權益	32,366	38,717	39,253	42,730	48,570
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	32,366	38,717	39,253	42,730	48,570

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	6,162	8,490
折舊及攤提	4,529	5,136	5,585	5,637	6,095
本期營運資金變動	(1,821)	(1,729)	3,405	4,685	(318)
其他營業資產及負債變動	1,128	2,266	(2,707)	(3,092)	0
營運活動之現金流量	8,976	13,674	10,451	13,393	14,267
資本支出	(8,831)	(7,234)	(6,614)	(6,319)	(6,660)
本期長期投資變動	0	0	0	(16)	0
其他資產變動	385	(265)	45	0	0
投資活動之現金流量	(8,447)	(7,499)	(6,569)	(6,335)	(6,660)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	830	(1,398)	(1,082)	1,479	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)	(2,650)
其他調整數	(132)	(14)	(39)	(24)	0
融資活動之現金流量	(1,089)	(3,557)	(4,339)	(337)	(2,650)
匯率影響數	(24)	(140)	(161)	387	0
本期產生現金流量	(584)	2,479	(618)	7,107	4,957
自由現金流量	145	6,440	3,837	7,074	7,607

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	77,486	84,549
銷貨成本	(51,646)	(60,971)	(56,952)	(64,410)	(68,063)
營業毛利	11,408	15,449	10,127	13,076	16,486
營業費用	(4,593)	(5,327)	(4,908)	(5,594)	(5,918)
推銷費用	(1,143)	(1,351)	(1,328)	(1,477)	(1,568)
研究費用	(2,402)	(2,689)	(2,552)	(2,786)	(2,912)
管理費用	(1,029)	(1,258)	(1,042)	(1,347)	(1,439)
其他費用	(20)	(29)	14	16	0
營業利益	6,815	10,122	5,219	7,481	10,568
利息收入	82	208	422	117	0
利息費用	(268)	(467)	(607)	(534)	(541)
利息收入淨額	(186)	(259)	(186)	(416)	(541)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(68)	393	(70)	331	0
其他業外收入(支出)淨額	170	(120)	309	421	720
稅前純益	6,731	10,136	5,272	7,817	10,747
所得稅費用	(1,591)	(2,135)	(1,104)	(1,654)	(2,257)
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	6,162	8,490
稅前息前折舊攤銷前淨利	11,520	15,720	11,424	13,118	16,662
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.31	6.71	3.50	5.17	7.12

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)	15.5	9.1
營業利益	2.7	48.5	(48.4)	43.3	41.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	7.7	36.5	(27.3)	14.8	27.0
稅後純益	10.2	55.7	(47.9)	47.8	37.8
調整後每股盈餘	10.2	55.7	(47.9)	47.7	37.9
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	18.1	20.2	15.1	16.9	19.5
營業利益率	10.8	13.3	7.8	9.7	12.5
稅前息前淨利率	10.3	12.7	7.0	9.7	12.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	18.3	20.6	17.0	16.9	19.7
稅前純益率	10.7	13.3	7.9	10.1	12.7
稅後純益率	8.2	10.5	6.2	8.0	10.0
資產報酬率	7.4	10.5	5.3	6.5	8.4
股東權益報酬率	16.7	22.5	10.7	14.4	17.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	122.4	106.2	101.5	120.4	107.5
淨負債權益比 (%)	16.1	5.2	1.0	(11.2)	(20.1)
利息保障倍數 (倍)	26.1	22.7	9.7	15.7	20.9
流動比率 (%)	178.0	186.1	175.2	154.1	167.2
速動比率 (%)	130.8	140.0	139.6	125.7	140.2
淨負債 (NT\$百萬元)	5,222	2,027	376	(4,787)	(9,744)
調整後每股淨值 (NT\$)	27.16	32.49	32.94	35.85	40.75
評價指標 (倍)					
本益比	16.5	10.6	20.4	13.8	10.0
股價自由現金流量比	587.7	13.2	22.2	12.0	11.2
股價淨值比	2.6	2.2	2.2	2.0	1.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	7.4	5.4	7.4	6.5	5.1
股價營收比	1.4	1.1	1.3	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。

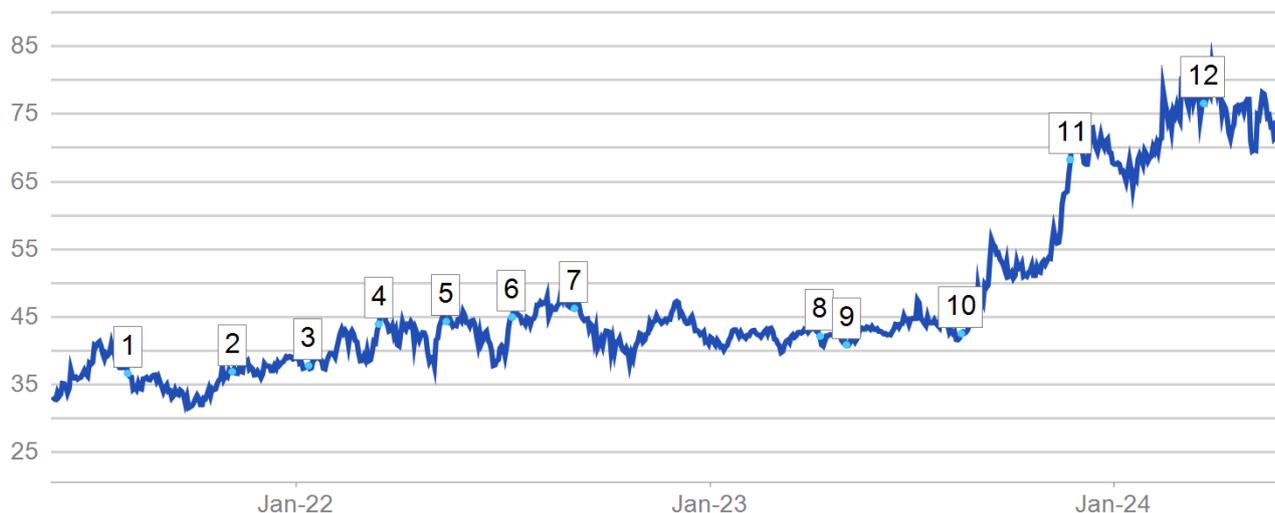
附錄：重要揭露事項

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。

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	20210810	41.20	52.00	46.21	買進	劉思良
2	20211109	41.50	51.50	45.77	買進	劉思良
3	20220112	42.35	55.00	48.88	買進	劉思良
4	20220323	48.35	61.00	54.21	買進	劉思良
5	20220523	48.05	66.00	60.88	買進	劉思良
6	20220718	48.50	67.00	61.80	買進	劉思良
7	20220907	50.30	70.00	64.57	買進	劉思良
8	20230421	43.70	51.00	49.95	買進	張晏榮
9	20230516	41.80	53.00	51.91	買進	張晏榮
10	20230823	42.80	53.00	51.91	買進	張晏榮
11	20231127	67.60	90.00	88.16	買進	張晏榮
12	20240328	77.70	105.00	102.85	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>.