

勤誠

(8210.TW/8210 TT)

4Q22 EPS 低於預期；1H23 展望平淡，2H23 將復甦

未評等

收盤價 March 16 (NT\$)	83.10
12 個月目標價 (NT\$)	N/A
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲 / 下跌空間 (%)	N/A

焦點內容

4Q22 EPS 1.31 元，因毛利率較低而低於市場共識。管理層展望 2023 年營收年增，雖存貨修正將拖累 1H23 營收，2H23 營收將隨新專案推出而年增。公司股價目前交易於約 8-9 倍 2023 年市場共識 EPS。儘管 1H23 展望較弱，我們預期新 CSP 專案將帶動 2H23-2024 營收成長並推升股價。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	10.02 / 326.3
流通在外股數 (百萬股)：	120.6
外資持有股數 (百萬股)：	13.88
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.550.20
52 週股價 (低\高) (NT\$)：	60.00 -91.60

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	11.1	3.2	13.5
相對表現 (%)	6.3	-1.3	23.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2020	1.13	2.18	1.95	2.90
2021	1.05	1.48	1.80	1.29
2022	1.05	2.31	3.65	1.31

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

余昀澄
886 2 2181 8013
alex.a.yu@kgi.com

向子慧
886 2 2181 8726
angelah@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

重要訊息

4Q22 EPS 1.31 元，因毛利率較低而低於市場共識。管理層展望 2023 年營收年增，雖存貨修正將拖累 1H23 營收，2H23 營收將隨新專案推出而年增。

評論及分析

獲利率較低使 4Q22 EPS 不如預期。4Q22 EPS 年增 2%但季減 64%至 1.31 元，低於共識預估，係因獲利率較低。毛利率 18.8%與營利率 9.5%低於公司展望與共識，主因嘉義廠折舊費用較高且營收規模較小。加上匯兌損失 4,700 萬元，4Q22 EPS 低於預期。2022 年 EPS 年增 48%至 8.32 元，其中營收年增 12%且獲利率上揚。2022 年美國營收年增 5%(營收比重 42%)，公司持續優化產品組合使中國營收僅年增 2%(30%，相較 2021 年 33%)，歐洲年增 12%(6%)。現金股利每股 4 元，隱含配發率 48%與殖利率 4.8%。

1H23 需求較弱；新案與標準品將帶動 2023 年成長。管理層展望 1Q23 營收季減，係因新舊產品轉換期與總經不確定性使庫存持續修正。1H23 中國需求持續疲軟，而因 Intel(美)與 AMD(美)的新 CPU 供應問題，美系 CSP 新專案將遞延至 2Q23 出貨。然而，公司預期庫存修正將在 2Q23 中緩解。因 1Q23 營收展望較弱，共識 EPS 預估 1.7 元將具下修空間。管理層展望 2023 年整體營收年增，主因新產品上市推升均價且出貨微幅成長，其中美系客戶需求將優於中系客戶，加上美系 CSP 新專案將自 2Q23 起出貨、2H23 量產，將使 2H23 營收恢復年增。此外，公司觀察到採用 AI 伺服器的專案數增加，預期 2023 年佔營收比重達 10-15%，將成為長期成長動能。隨嘉義廠量產，勤誠目標標準品營收比重由 2022 年的 25-30%提升至 2023 年的 30-35%，再加上均價與獲利率較高的新專案於 2H23 量產，2023 年毛利率展望年增。至於客戶浪潮(中)雖在美國制裁名單中，公司目前未見客戶減單，且其他客戶將可望彌補潛在遭下修的訂單。因 1H23 展望疲弱，我們認為 EPS 共識預估 9.72 元過於樂觀(EPS 年增 17%、營收年增 10%)。

投資建議

公司股價目前交易於約 8-9 倍 2023 年市場共識 EPS。儘管 1H23 展望較弱，我們預期新 CSP 專案將帶動 2H23-2024 營收成長並推升股價。

投資風險

伺服器需求低迷、新伺服器平台遞延、經濟成長不確定性。

主要財務數據及估值

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營業收入 (NT\$百萬)	6,521	6,835	7,545	9,423	10,558
營業毛利 (NT\$百萬)	1,715	2,096	1,932	1,844	2,131
營業利益 (NT\$百萬)	831	1,129	963	882	1,142
稅後淨利 (NT\$百萬)	642	912	977	673	999
每股盈餘 (NT\$)	5.37	7.62	8.16	5.62	8.32
每股現金股利 (NT\$)	4.00	4.60	4.00	3.00	4.00
每股盈餘成長率 (%)	41.0	42.0	7.1	(31.2)	48.2
本益比 (x)	15.5	10.9	10.2	14.8	10.0
股價淨值比 (x)	3.1	2.8	2.6	2.4	2.0
EV/EBITDA (x)	8.1	6.4	7.7	9.4	8.1
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	38.5	47.7
殖利率 (%)	4.8	5.5	4.8	3.6	4.8
股東權益報酬率 (%)	21.1	27.3	26.2	16.6	22.0

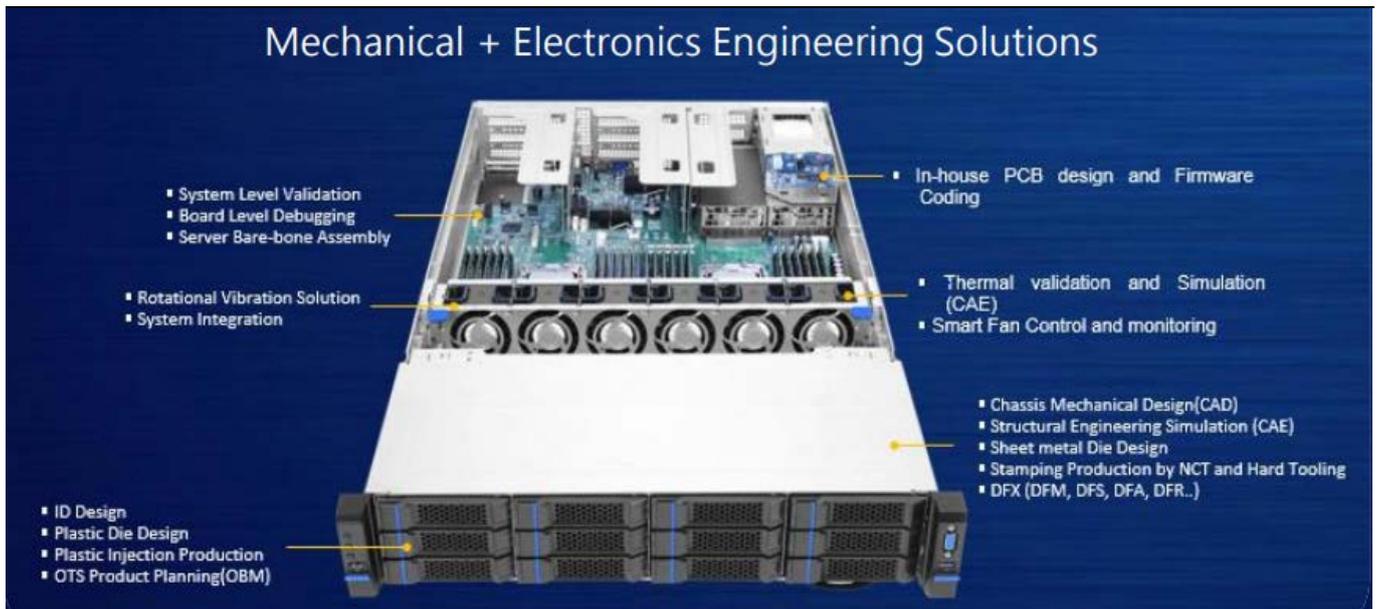
資料來源：公司資料，凱基

圖 1：4Q22 財報與 2022 財報：1Q23 & 2023 年市場共識預估

百萬元	4Q22				1Q23F			2022				2023F		
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)	實際數	YoY (%)	市場共識	差異(%)	市場共識	YoY (%)
營收	2,657	(12.3)	1.4	2,618	1.5	2,437	(8.3)	16.7	10,558	12.0	10,498	0.6	11,608	9.9
毛利	500	(30.1)	12.1	566	(11.8)	515	3.1	35.5	2,131	15.5	2,200	(3.2)	2,650	24.4
營業利益	253	(41.9)	36.8	320	(20.8)	265	4.4	73.3	1,142	29.4	1,203	(5.1)	1,526	33.7
稅前淨利	204	(65.7)	(0.5)	334	(38.9)	274	34.4	61.1	1,343	51.5	1,473	(8.8)	1,562	16.4
稅後淨利	157	(64.3)	1.6	250	(37.4)	204	30.0	61.7	999	48.4	1,090	(8.4)	1,166	16.8
每股盈餘(元)	1.31	(64.2)	1.5	2.08	(37.3)	1.70	30.0	61.7	8.32	48.2	9.08	(8.4)	9.72	16.8
毛利率(%)	18.8	(4.8)ppts	1.8 ppts	21.6	(2.8)ppts	21.1	2.3 ppts	2.9 ppts	20.2	0.6 ppts	21.0	(0.8)ppts	22.8	2.7 ppts
營業利益率(%)	9.5	(4.9)ppts	2.5 ppts	12.2	(2.7)ppts	10.9	1.3 ppts	3.5 ppts	10.8	1.4 ppts	11.5	(0.6)ppts	13.1	2.3 ppts
淨利率(%)	5.9	(8.6)ppts	0.0 ppts	9.6	(3.7)ppts	8.4	2.5 ppts	2.3 ppts	9.5	2.3 ppts	10.4	(0.9)ppts	10.0	0.6 ppts

資料來源：Bloomberg

圖 2：勤誠伺服器機箱方案設計構造



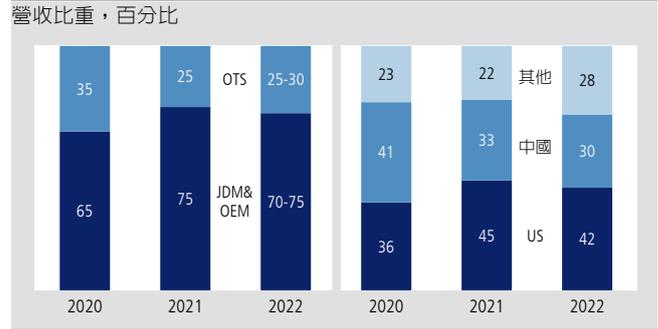
資料來源：公司資料

圖 3: 公司概況

勤誠興業創立於 1983 年，為機架式、塔式伺服器及個人電腦機構方案設計製造商。2022 年營收比重為：OTS 標準品 25-30%、JDM 業務(客戶為美國一線 CSP 業者) 70-75%，客戶別營收比重則為美國客戶 42%、中國客戶 30%。勤誠近年成功擴展業務至資料中心與工業解決方案，並持續提高市佔率以及提升營收。

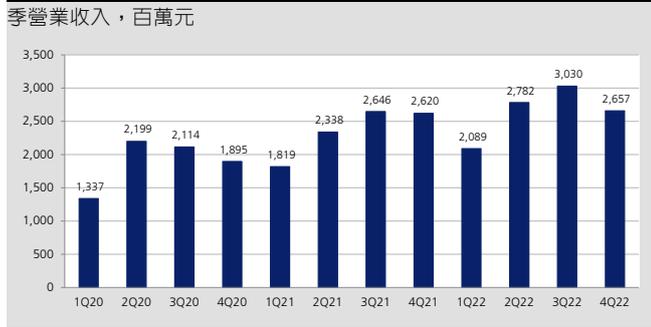
資料來源：公司資料；凱基

圖 4: 2022 年 OTS 標準品營收比重上揚至 25-30%；2022 年美系客戶營收比重 42%



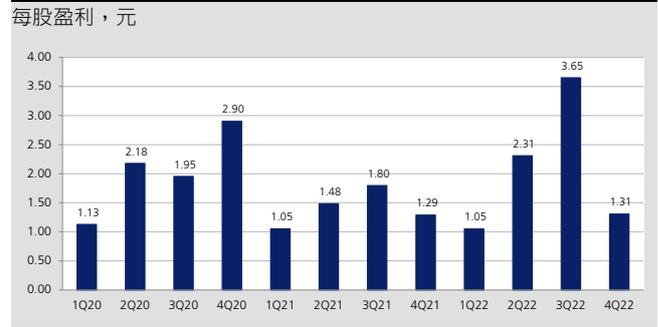
資料來源：公司資料；凱基

圖 5: 季營業收入



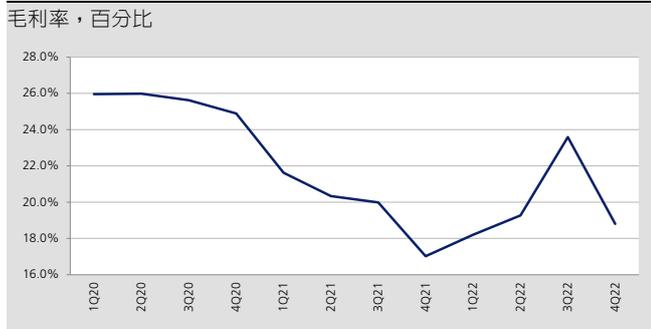
資料來源：凱基

圖 6: 每股盈利



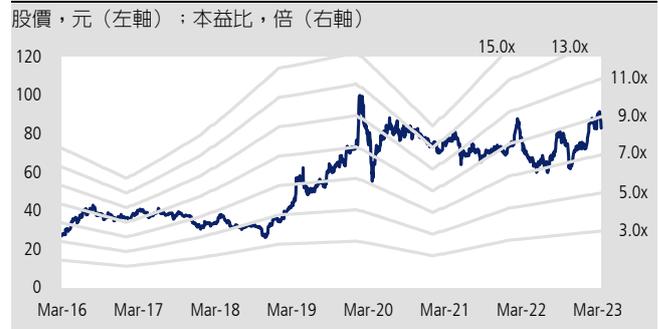
資料來源：凱基

圖 7: 毛利率



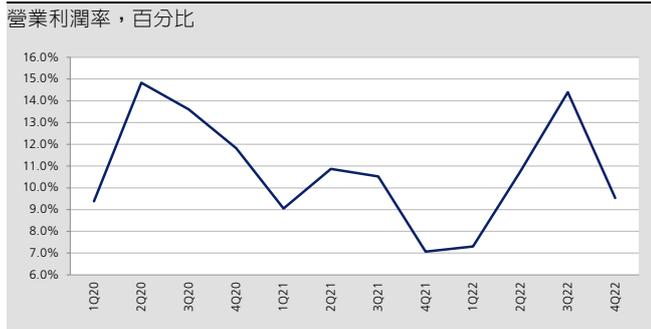
資料來源：凱基

圖 8: 未來一年預估本益比區間



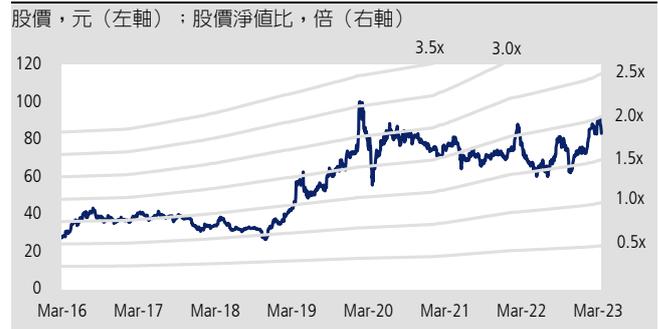
資料來源：TEJ；凱基

圖 9: 營業利潤率



資料來源：凱基

圖 10: 未來一年預估股價淨值比區間



資料來源：TEJ；凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營業收入	1,819	2,338	2,646	2,620	2,089	2,782	3,030	2,657	7,545	9,423	10,558
營業成本	(1,426)	(1,863)	(2,117)	(2,174)	(1,709)	(2,246)	(2,315)	(2,158)	(5,613)	(7,579)	(8,427)
營業毛利	393	476	529	446	380	536	715	500	1,932	1,844	2,131
營業費用	(229)	(221)	(251)	(261)	(228)	(237)	(278)	(246)	(968)	(961)	(989)
營業利益	165	254	278	185	153	299	436	253	963	882	1,142
折舊	(91)	(67)	(98)	(69)	(134)	(52)	(105)	(72)	(217)	(325)	(363)
攤提	(3)	(4)	(4)	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)	(5)	(13)	(14)
EBITDA	258	325	380	258	290	355	545	329	1,185	1,221	1,518
利息收入	5	5	5	5	5	4	5	6	22	21	20
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	3	2	8	36	20	76	170	10	98	50	276
總營業外收入	9	8	13	41	25	80	174	17	120	71	296
利息費用	(5)	(3)	(6)	(3)	(7)	(6)	(15)	(19)	(10)	(16)	(48)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(6)	(25)	(2)	(18)	-	-	-	(47)	130	(51)	(47)
總營業外費用	(10)	(28)	(8)	(21)	(7)	(6)	(15)	(66)	120	(67)	(95)
稅前純益	163	234	284	205	170	373	595	204	1,203	886	1,343
所得稅費用[利益]	(38)	(56)	(69)	(51)	(44)	(96)	(151)	(43)	(230)	(214)	(334)
少數股東損益	0	0	0	0	0	(1)	(4)	(5)	3	1	(10)
非常項目前稅後純益	126	178	215	154	126	277	439	157	977	673	999
非常項目	(0)	0	(0)	(0)	0	(0)	(0)	0	-	0	(0)
稅後淨利	126	178	215	154	126	277	439	157	977	673	999
每股盈餘 (NT\$)	1.05	1.48	1.80	1.29	1.05	2.31	3.65	1.31	8.16	5.62	8.32
獲利率 (%)											
營業毛利率	21.6	20.3	20.0	17.0	18.2	19.3	23.6	18.8	25.6	19.6	20.2
營業利益率	9.0	10.9	10.5	7.1	7.3	10.8	14.4	9.5	12.8	9.4	10.8
EBITDA Margin	14.2	13.9	14.3	9.8	13.9	12.8	18.0	12.4	15.7	13.0	14.4
稅前純益率	9.0	10.0	10.7	7.8	8.2	13.4	19.6	7.7	15.9	9.4	12.7
稅後純益率	6.9	7.6	8.1	5.9	6.0	10.0	14.5	5.9	12.9	7.1	9.5
季成長率 (%)											
營業收入	(4.0)	28.6	13.2	(1.0)	(20.3)	33.2	8.9	(12.3)			
營業毛利	(16.6)	20.9	11.2	(15.7)	(14.7)	41.0	33.3	(30.1)			
營業收益增長	(26.5)	54.4	9.5	(33.5)	(17.6)	96.2	45.7	(41.9)			
EBITDA	(5.8)	25.9	16.8	(32.0)	12.3	22.6	53.4	(39.7)			
稅前純益	(59.8)	43.4	21.3	(27.7)	(17.0)	119.1	59.4	(65.7)			
稅後純益	(63.8)	41.3	21.1	(28.3)	(18.3)	119.7	58.6	(64.3)			
年成長率 (%)											
營業收入	36.0	6.3	25.2	38.2	14.8	19.0	14.5	1.4	10.4	24.9	12.0
營業毛利	13.3	(16.7)	(2.3)	(5.5)	(3.3)	12.7	35.1	12.1	(7.8)	(4.5)	15.5
營業收益	31.1	(22.1)	(3.2)	(17.3)	(7.3)	17.8	56.7	36.8	(14.7)	(8.4)	29.4
EBITDA	46.6	(13.6)	5.7	(5.8)	12.2	9.2	43.6	27.4	(10.9)	3.0	24.4
稅前純益	0.5	(33.1)	(0.6)	(49.4)	4.4	59.6	109.6	(0.5)	4.3	(26.4)	51.5
稅後純益	(6.8)	(31.8)	(8.0)	(55.6)	0.2	55.8	104.0	1.6	7.1	(31.1)	48.4

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
資產總額	5,826	6,405	8,037	11,253	12,325
流動資產	3,717	4,369	4,521	6,495	6,955
現金及短期投資	1,418	1,662	1,219	1,447	1,868
存貨	568	975	1,430	2,399	2,400
應收帳款及票據	1,650	1,637	1,753	2,372	2,367
其他流動資產	81	96	119	277	321
非流動資產	2,109	2,036	3,517	4,758	5,370
長期投資	249	244	250	52	72
固定資產	1,721	1,559	3,056	4,450	5,076
什項資產	138	233	210	256	222
負債總額	2,661	2,885	4,087	7,076	7,389
流動負債	2,459	2,700	3,908	5,044	4,702
應付帳款及票據	1,419	1,756	1,970	3,075	1,979
短期借款	283	67	856	1,084	1,553
什項負債	757	876	1,082	885	1,170
長期負債	202	186	179	2,033	2,687
長期借款	129	119	106	1,963	2,652
其他負債及準備	73	66	48	50	25
股東權益總額	3,165	3,520	3,950	4,177	4,937
普通股股本	1,197	1,197	1,209	1,208	1,206
保留盈餘	1,327	1,657	1,979	2,039	2,599
少數股東權益	-	-	21	20	30
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
年成長率					
營業收入	18.3%	4.8%	10.4%	24.9%	12.0%
營業收益增長	21.7%	35.8%	(14.7%)	(8.4%)	29.4%
EBITDA	24.2%	30.1%	(10.9%)	3.0%	24.4%
稅後純益	41.0%	42.0%	7.1%	(31.1%)	48.4%
每股盈餘成長率	41.0%	42.0%	7.1%	(31.2%)	48.2%
獲利能力分析					
營業毛利率	26.3%	30.7%	25.6%	19.6%	20.2%
營業利益率	12.8%	16.5%	12.8%	9.4%	10.8%
EBITDA Margin	15.7%	19.5%	15.7%	13.0%	14.4%
稅後純益率	9.9%	13.3%	12.9%	7.1%	9.5%
平均資產報酬率	11.5%	14.9%	13.5%	7.0%	8.5%
股東權益報酬率	21.1%	27.3%	26.2%	16.6%	22.0%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	13.0%	5.3%	24.4%	72.9%	85.2%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	38.5%	47.7%
利息保障倍數 (x)	93.4	132.6	120.8	54.7	29.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.7	0.9	0.6	0.4	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	109.8	130.2	32.9	26.9	10.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	3.5	15.0	0.4	0.4	0.3
流動比率 (x)	1.5	1.6	1.2	1.3	1.5
速動比率 (x)	1.3	1.3	0.8	0.8	1.0
淨負債 (NT\$百萬)	(849)	(802)	(254)	1,609	2,353
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	5.37	7.62	8.16	5.62	8.32
每股現金盈餘 (NT\$)	8.64	9.53	2.76	3.70	4.12
每股淨值 (NT\$)	26.44	29.40	32.49	34.41	40.68
調整後每股淨值 (NT\$)	26.44	29.40	32.82	34.69	40.88
每股營收 (NT\$)	54.46	57.09	63.02	78.63	87.96
EBITDA/Share (NT\$)	8.54	11.11	9.90	10.19	12.65
每股現金股利 (NT\$)	4.00	4.60	4.00	3.00	4.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.16	1.12	1.04	0.98	0.90
應收帳款周轉天數	92.3	87.4	85.0	91.9	81.8
存貨周轉天數	43.2	75.1	93.2	115.5	103.9
應付帳款周轉天數	107.8	135.2	128.5	148.1	85.7
現金轉換周轉天數	27.8	27.2	49.8	59.3	100.1

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營業收入	6,521	6,835	7,545	9,423	10,558
營業成本	(4,806)	(4,739)	(5,613)	(7,579)	(8,427)
營業毛利	1,715	2,096	1,932	1,844	2,131
營業費用	(883)	(967)	(968)	(961)	(989)
營業利益	831	1,129	963	882	1,142
總營業外收入	36	62	120	71	296
利息收入	17	32	22	21	20
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	18	30	98	50	276
總營業外費用	4	(37)	120	(67)	(95)
利息費用	(9)	(9)	(10)	(16)	(48)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	13	(28)	130	(51)	(47)
稅前純益	871	1,153	1,203	886	1,343
所得稅費用[利益]	(228)	(241)	(230)	(214)	(334)
少數股東損益	-	-	3	1	(10)
非常項目	-	(0)	(0)	0	(0)
稅後淨利	642	912	977	673	999
EBITDA	1,023	1,330	1,185	1,221	1,518
每股盈餘 (NT\$)	5.37	7.62	8.16	5.62	8.32

現金流量

NT\$百萬	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營運活動之現金流量	1,035	1,141	331	443	495
本期純益	642	912	977	673	999
折舊及攤提	191	201	222	338	377
本期運用資金變動	67	(62)	(428)	(492)	(1,106)
其他營業資產及負債變動	134	89	(441)	(77)	226
投資活動之現金流量	(491)	(672)	(355)	(1,797)	(912)
投資用短期投資出售[新購]	(236)	(534)	668	210	(19)
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(247)	(130)	(1,439)	(1,998)	(848)
其他資產變動	(8)	(7)	416	(9)	(44)
自由現金流	618	897	(871)	(1,495)	(733)
融資活動之現金流量	(392)	(706)	248	1,594	740
短期借款變動	(27)	(216)	789	227	432
長期借款變動	(6)	(6)	(7)	1,861	680
現金增資	-	-	24	-	-
已支付普通股股息	(359)	(479)	(551)	(484)	(362)
其他融資現金流	(0)	(4)	(7)	(11)	(10)
匯率影響數	(17)	(37)	4	(19)	92
本期產生現金流量	134	(273)	228	221	416

投資回報率

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	13.5%	14.1%	12.8%	10.2%	9.4%
= 營業利益率	12.8%	16.5%	12.8%	9.4%	10.8%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	0.2	0.4	0.5	0.5
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	3.4	3.9	2.3	1.7	1.5
營業利益率	12.8%	16.5%	12.8%	9.4%	10.8%
x 資本周轉率	3.4	3.9	2.3	1.7	1.5
x (1 - 有效現金稅率)	73.8%	79.1%	80.9%	75.9%	75.1%
= 稅後 ROIC	31.7%	51.5%	23.3%	11.9%	12.1%

資料來源：公司資料，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 未評等 (R)	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。
	*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，邇後若有變更時，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。