

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 159.50 元

目標價

3 個月 - 元

12 個月 - 元

近期報告日期、評等及前日股價

恒達(4549 TT)

Neutral

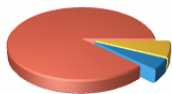
DeepSeek 與大盤表現影響恒達短期評價。

投資建議：雖恒達 2025 年營運進入成長期，但受到近期 DeepSeek 推出低成本 AI 模型可能造成 CSP 廠對 AI 伺服器未來產品重新設計，也可能出現不同類型的伺服器產品，可能影響恒達目前僅出單一類型 AI 伺服器的長期訂單，不利恒達的評價表現，加上近期大盤本益比修正，故調整恒達的投資建議至 Neutral。

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	559
市值(億元)	89
目前每股淨值(元)	31.62
外資持股比(%)	1.50
投信持股比(%)	1.71
董監持股比(%)	19.63
融資餘額(張)	1,897
現金股息配發率(F)(%)	91.82

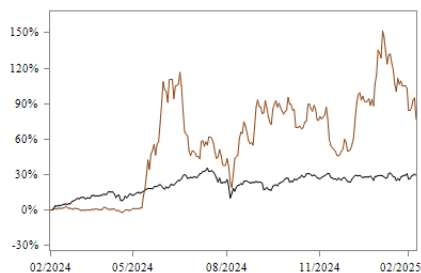
產品組合



- 製程自動化感測器:88.00%
- 電機氣動控制元件:5.00%
- 其他:7.00%

股價相對大盤走勢

— 4549 — TWSE



4Q24 產品組合開始改善，貢獻 11/2024 自結稅後純益率達

28.44%：恒達因近期股價多次達證交所公布注意標準，故公告 11/2024 稅前淨利 0.40 億元、稅後純益 0.31 億元，換算單月稅後純益率達 28.44%，主要受惠產品組合轉佳，並且預期 4Q24 水冷光電開關與熱質式流量計產品開始出貨，有利產品組合持續改善，4Q24 營收 3.26 億元，QoQ+7.93%，稅後純益 0.68 億元，QoQ+33.73%，EPS1.22 元。

2024 年受部分專案認列基期影響，全年營運略為修整：

2024 年恒達因 2023 年部分塑化專案認列高峰影響，加上 AI 伺服器產品出貨基期較低，整體營運略為修整，2024 年營收 12.81 億元，YoY-6.29%，預估稅後純益 2.57 億元，YoY-4.09%，EPS4.60 元。

2025 年既有 AI 水冷感測器出貨，營運進入高速成長期：

雖然恒達 1 月營收 0.89 億元，MoM-32.76%，YoY-24.08%，與原預估數值差異為-12.74%，營收表現低於預期，主要因農曆假期影響，預期後續營運將回歸正常。展望全年恒達有望受惠 AI 伺服器於 2025 年量產，帶動水冷光電開關與熱質式流量計產品持續出貨，營運進入高速成長期，預估 2025 年營收 19.43 億元，YoY+51.60%，稅後純益 5.19 億元，YoY+101.88%，EPS9.28 元。

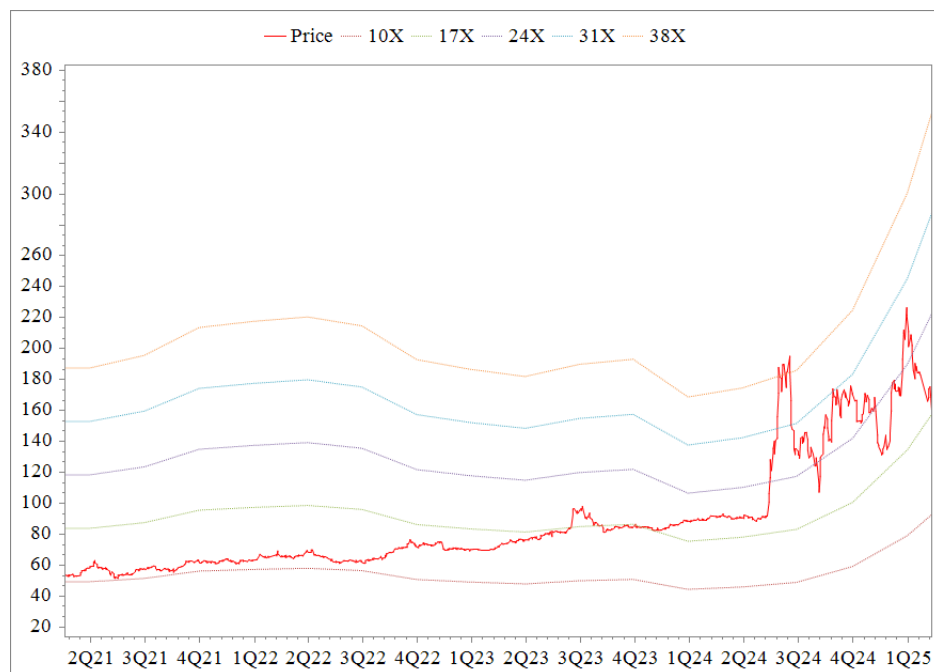
(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	1,281	1,943	2,450	345	307	347	302	326	376	519	537	511
營業毛利淨額	697	1,071	1,357	176	165	181	164	188	208	262	308	294
營業利益	273	618	839	77	61	71	61	81	95	153	194	176
稅後純益	257	519	695	60	64	73	51	68	81	130	163	144
稅後 EPS(元)	4.60	9.28	12.43	1.07	1.15	1.30	0.92	1.22	1.45	2.33	2.91	2.58
毛利率(%)	54.41%	55.16%	55.38%	50.82%	53.65%	52.04%	54.34%	57.71%	55.18%	50.53%	57.33%	57.55%
營業利益率(%)	21.30%	31.83%	34.23%	22.42%	19.86%	20.33%	20.13%	24.78%	25.37%	29.42%	36.19%	34.43%
稅後純益率(%)	20.05%	26.70%	28.36%	17.33%	21.02%	20.99%	16.95%	21.00%	21.57%	25.09%	30.31%	28.30%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-6.29%	51.60%	26.10%	-2.28%	-11.21%	13.13%	-12.99%	7.93%	15.43%	37.87%	3.63%	-4.98%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-4.09%	101.88%	33.98%	-31.22%	7.68%	12.94%	-29.73%	33.73%	18.58%	60.31%	25.23%	-11.30%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 5.59 億元計算。

恒達 ESG：

恒達依循 GRI 永續性報告準則 2021 年版、ISO14064 溫室氣體盤查，以及上市上櫃公司永續發展實務守則/上市公司編製與申報永續報告書作業辦法發布 2022 年永續報告書，並且報告書委託第三方公正查證機構「英國標準協會」(BSI)進行查證。廠區用電以日常節能的方式降低碳排放減量，進行廠內 LED 省電燈管更換等，預計 2023 年各廠區可以增加約 30% 的省電燈管更換，並至 2025 年達到所有廠區全面使用省電燈管。使得 2022 年外購電力碳排放密集度 0.4439 公斤/千元，較 2021 年減少 20.06%。並規劃 2025 年完成 Rohs 電子產品綠色製造，2026 年完成全系列電子產品低功耗設計。2027 年完成 Reach 電子產品綠色製造。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 2 月 11 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	2,262	2,223	2,276	2,570	2,914
流動資產	1,356	1,268	1,450	1,910	1,577
現金及約當現金	635	569	665	867	719
應收帳款與票據	253	258	221	300	437
存貨	254	224	225	253	316
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	740	745	737	739	741
負債總計	560	447	462	473	537
流動負債	310	233	207	281	276
應付帳款及票據	85	76	67	58	112
非流動負債	250	214	264	211	226
權益總計	1,703	1,776	1,814	2,097	2,376
普通股股本	494	548	590	590	590
保留盈餘	940	956	967	1,250	1,529
母公司業主權益	1,703	1,776	1,813	2,096	2,375
負債及權益總計	2,262	2,223	2,276	2,570	2,914

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	1,433	1,367	1,281	1,943	2,450
營業成本	664	644	584	871	1,093
營業毛利淨額	769	723	697	1,071	1,357
營業費用	416	411	424	453	518
營業利益	352	312	273	618	839
EBITDA	460	393	368	695	916
業外收入及支出	58	28	49	30	30
稅前純益	421	350	322	648	869
所得稅	96	82	65	130	174
稅後純益	324	268	257	519	695
稅後 EPS(元)	5.80	4.79	4.60	9.28	12.43
完全稀釋 EPS**	5.50	4.54	4.36	8.79	11.78

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 5.59【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 5.90 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	12.61%	-4.58%	-6.29%	51.60%	26.10%
營業毛利淨額	6.18%	-5.90%	-3.62%	53.68%	26.61%
營業利益	4.45%	-11.46%	-12.53%	126.51%	35.62%
稅後純益	17.57%	-17.45%	-4.09%	101.88%	33.98%

獲利能力分析(%)

毛利率	53.64%	52.90%	54.41%	55.16%	55.38%
EBITDA(%)	32.09%	28.77%	28.69%	35.79%	37.41%
營益率	24.59%	22.82%	21.30%	31.83%	34.23%
稅後純益率	22.64%	19.59%	20.05%	26.70%	28.36%
總資產報酬率	14.34%	12.05%	11.29%	20.18%	23.85%
股東權益報酬率	19.06%	15.08%	14.16%	24.73%	29.24%

償債能力檢視

負債比率(%)	24.74%	20.10%	20.28%	18.41%	18.44%
負債/淨值比(%)	32.88%	25.15%	25.44%	22.57%	22.61%
流動比率(%)	437.62%	544.68%	700.64%	680.10%	570.90%

其他比率分析

存貨天數	127.35	135.41	140.40	100.16	95.00
應收帳款天數	62.93	68.31	68.30	48.96	54.90

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	293	256	265	519	1,104
稅前純益	421	350	322	648	869
折舊及攤銷	45	49	54	55	55
營運資金變動	-72	16	28	-116	-146
其他營運現金	-101	-160	-139	-68	327
投資活動現金	-25	-91	71	92	-745
資本支出淨額	-20	-44	-30	-35	-40
長期投資變動	-4	-53	-20	-40	-30
其他投資現金	-1	6	121	167	-675
籌資活動現金	-206	-230	-239	-409	-507
長借/公司債變動	-78	-36	49	-52	15
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-182	-197	-219	-236	-415
其他籌資現金	54	4	-70	-121	-107
淨現金流量	83	-66	96	202	-148
期初現金	552	635	569	665	867
期末現金	635	569	665	867	719

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 11 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	353	345	307	347	302	326	376	519	537	511	461	593
營業成本	152	170	142	166	138	138	169	257	229	217	216	259
營業毛利淨額	201	176	165	181	164	188	208	262	308	294	245	334
營業費用	106	98	104	110	103	107	112	109	114	118	123	120
營業利益	95	77	61	71	61	81	95	153	194	176	122	213
業外收入及支出	18	-3	23	15	6	5	6	10	9	5	6	10
稅前純益	114	74	84	85	67	86	101	163	204	181	128	223
所得稅	27	14	20	13	15	17	20	33	41	36	26	45
稅後純益	87	60	64	73	51	68	81	130	163	144	102	179
最新股本	559	559	559	559	559	559	559	559	559	559	559	559
稅後EPS(元)	1.56	1.07	1.15	1.30	0.92	1.22	1.45	2.33	2.91	2.58	1.83	3.20

獲利能力(%)

毛利率(%)	56.91%	50.82%	53.65%	52.04%	54.34%	57.71%	55.18%	50.53%	57.33%	57.55%	53.11%	56.31%
營業利益率(%)	26.95%	22.42%	19.86%	20.33%	20.13%	24.78%	25.37%	29.42%	36.19%	34.43%	26.38%	36.00%
稅後純益率(%)	24.62%	17.33%	21.02%	20.99%	16.95%	21.00%	21.57%	25.09%	30.31%	28.30%	22.15%	30.16%

QoQ(%)

營業收入淨額	5.78%	-2.28%	-11.21%	13.13%	-12.99%	7.93%	15.43%	37.87%	3.63%	-4.98%	-9.62%	28.47%
營業利益	15.75%	-18.69%	-21.36%	15.82%	-13.83%	32.83%	18.18%	59.90%	27.46%	-9.59%	-30.75%	75.30%
稅前純益	20.07%	-34.74%	13.33%	1.59%	-22.17%	28.58%	18.58%	60.31%	25.23%	-11.30%	-29.27%	74.91%
稅後純益	27.96%	-31.22%	7.68%	12.94%	-29.73%	33.73%	18.58%	60.31%	25.23%	-11.30%	-29.26%	74.91%

YoY(%)

營業收入淨額	-21.89%	-0.80%	-8.26%	3.82%	-14.60%	-5.67%	22.64%	49.45%	78.00%	56.71%	22.70%	14.33%
營業利益	-9.97%	-2.29%	6.72%	-14.28%	-36.19%	4.25%	56.67%	116.29%	219.95%	117.77%	27.60%	39.89%
稅前純益	-10.79%	-10.32%	24.48%	-9.78%	-41.51%	15.23%	20.56%	90.24%	206.08%	111.16%	25.96%	37.43%
稅後純益	-9.68%	-10.04%	21.88%	7.04%	-41.21%	14.29%	25.86%	78.64%	218.34%	111.16%	25.96%	37.43%

註1：稅後EPS以股本5.59億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。