

技嘉 (2376.TW/2376 TT)

3Q23 獲利不如預期，但 2024 年展望仍正向

增加持股 · 維持

| | |
|-----------------------|-------|
| 收盤價 November 3 (NT\$) | 220.5 |
| 12 個月目標價 (NT\$) | 285.0 |
| 前次目標價 (NT\$) | 360.0 |
| 調降 (%) | 20.8 |
| 上漲空間 (%) | 29.3 |

焦點內容

儘管毛利率優於預期，但營利率較低使 3Q23 EPS 僅 2.33 元，低於凱基預估。公司正面看待 2024 年營收展望，預期主機板、顯示卡及伺服器皆將成長。反映獲利下修，目標價由 360 元 (2024-25 年平均每股盈餘的 23 倍) 調降為 285 元 (20 倍)。我們維持「增加持股」評等，係因預期伺服器營收強勁成長與主機板、顯示卡營收回升，將有助推升獲利。

交易資料表

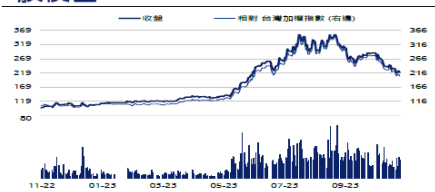
| | |
|------------------------|---------------|
| 市值：(NT\$/US\$mn) | 140.2 / 4,344 |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 636 |
| 外資持有股數 (百萬股)： | 153.8 |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 23.82 |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 96.80 – 354.5 |

| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
|----------|-------|------|-------|
| 絕對表現 (%) | -25.8 | 66.4 | 131.9 |
| 相對表現 (%) | -23.5 | 60.3 | 104.8 |

每股盈餘

| NT\$ | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 2022 | 4.83A | 1.55A | 1.84A | 2.08A |
| 2023 | 1.61A | 1.40A | 2.33A | 2.38F |
| 2024 | 1.88F | 2.27F | 3.77F | 4.54F |

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

儘管毛利率優於預期，但營利率較低使 3Q23 EPS 僅 2.33 元，低於凱基預估。公司正面看待 2024 年營收展望，預期主機板、顯示卡及伺服器皆將成長。

評論及分析

3Q23 EPS 不如預期。 3Q23 EPS 2.33 元，季增 66%、年增 27%，低於凱基原估，主要因營利率較弱。3Q23 毛利率 13.3%，高於 2Q23 的 11.8% 並優於預期，儘管 AI 伺服器營收攀升帶動伺服器營收佔比由 2Q23 的 20% 上升至 3Q23 之 27%，但 3Q23 毛利率仍維持穩健，我們認為顯卡較佳之價格與出貨組合帶動顯卡毛利率上升應是因素。惟 AI 伺服器開發費用大幅增加使營利率僅達 3%，較 2Q23 之 3.8% 季減，並低於凱基預估。雖然業外收益較高，但 3Q23 EPS 仍不及凱基預估。1-3Q23 EPS 年減 35% 至 5.34 元。**2024 年展望正向。** 管理層於本週的法說會上表示主機板、顯示卡與伺服器 4Q23 及 2024 年展望良好。經歷庫存去化、價格回落後，2H23 已見顯卡需求復甦，並預期 2024 年出貨量恢復正常成長軌道。主機板需求穩定，預期 4Q23 主機板出貨量季增、2023 年年增。因此，公司表示應可達成 2023 年主機板與顯示卡出貨量成長之目標，並預估 2024 年在新款 CPU 與 GPU 上市後將推升主機板與顯卡均價，且出貨量成長同步將帶動這兩類消費性產品營收成長。至於伺服器業務，管理層預期 2023 年伺服器營收將至少年增高雙位數，且 4Q23 若取得 AI 伺服器 GPU 順利，2023 年伺服器營收更可望翻倍。我們維持先前預估之 2023 年伺服器/網通整體營收將由 2022 年的 200 億元成長至 420 億元，並於 2024 年再擴張至 710 億元。上述各動能將帶動 2024 年整體營收年增 32%。然而，由於未來 1-3 季 AI 伺服器的開發費用可能維持高檔，因此我們下修 4Q23 與 2024 年營利率預估，2023-24 年 EPS 則分別從 9.42 元、14.25 元調降為 7.72 元、12.47 元。

投資建議

反映獲利下修，目標價由 360 元 (2024-25 年平均每股盈餘的 23 倍) 調降為 285 元 (20 倍)。我們維持「增加持股」評等，係因預期伺服器營收強勁成長與主機板、顯示卡營收回升，將有助推升獲利。

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-23F | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入 (NT\$百萬) | 121,905 | 107,264 | 131,522 | 174,069 | 205,042 |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 29,590 | 16,616 | 16,873 | 23,159 | 26,840 |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 14,487 | 5,845 | 4,832 | 8,946 | 11,773 |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 13,338 | 6,539 | 4,909 | 7,926 | 10,173 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 21.01 | 10.29 | 7.72 | 12.47 | 16.00 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 12.00 | 6.20 | 4.65 | 7.52 | 9.65 |
| 每股盈餘成長率 (%) | 205.4 | (51.1) | (24.9) | 61.5 | 28.3 |
| 本益比 (x) | 10.5 | 21.4 | 28.6 | 17.7 | 13.8 |
| 股價淨值比 (x) | 3.7 | 3.9 | 3.7 | 3.4 | 3.1 |
| EV/EBITDA (x) | 7.2 | 17.4 | 21.2 | 12.6 | 9.9 |
| 淨負債比率 (%) | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 殖利率 (%) | 5.4 | 2.8 | 2.1 | 3.4 | 4.4 |
| 股東權益報酬率 (%) | 41.1 | 17.8 | 13.3 | 20.1 | 23.6 |

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：3Q23 財報與 4Q23 財測調整暨市場共識比較

| 百萬元 | 3Q23 | | | | | | 4Q23F | | | | | | | |
|-----------|--------|--------|-----------|-----------|-----------|--------|-----------|--------|--------|-----------|-----------|-----------|--------|-----------|
| | 修正後 | 修正前 | 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 (%) |
| 營收 | 37,013 | 36,900 | 0.3 | 41.6 | 53.0 | 31,998 | 15.7 | 40,345 | 40,221 | 0.3 | 9.0 | 45.1 | 34,838 | 15.8 |
| 毛利 | 4,912 | 4,649 | 5.7 | 59.0 | 63.7 | 4,237 | 16.0 | 5,325 | 5,028 | 5.9 | 8.4 | 105.1 | 4,783 | 11.3 |
| 營業利益 | 1,117 | 2,066 | (45.9) | 13.7 | 305.2 | 1,754 | (36.3) | 1,452 | 2,293 | (36.6) | 30.0 | 97.0 | 2,087 | (30.4) |
| 稅前淨利 | 1,843 | 2,360 | (21.9) | 43.5 | 20.6 | 1,889 | (2.4) | 1,659 | 2,491 | (33.4) | (10.0) | 35.8 | 2,302 | (27.9) |
| 稅後淨利 | 1,479 | 1,936 | (23.6) | 66.2 | 26.5 | 1,519 | (2.7) | 1,516 | 2,138 | (29.1) | 2.5 | 14.8 | 1,887 | (19.6) |
| 每股盈餘 (元) | 2.33 | 3.05 | (23.6) | 66.2 | 26.5 | 2.39 | (2.7) | 2.38 | 3.36 | (29.1) | 2.5 | 14.8 | 2.97 | (19.6) |
| 毛利率 (%) | 13.3 | 12.6 | 0.7 ppts | 1.4 ppts | 0.9 ppts | 13.2 | 0.0 ppts | 13.2 | 12.5 | 0.7 ppts | (0.1)ppts | 3.9 ppts | 13.7 | (0.5)ppts |
| 營業利益率 (%) | 3.0 | 5.6 | (2.6)ppts | (0.7)ppts | 1.9 ppts | 5.5 | (2.5)ppts | 3.6 | 5.7 | (2.1)ppts | 0.6 ppts | 0.9 ppts | 6.0 | (2.4)ppts |
| 淨利率 (%) | 4.0 | 5.2 | (1.3)ppts | 0.6 ppts | (0.8)ppts | 4.7 | (0.8)ppts | 3.8 | 5.3 | (1.6)ppts | (0.2)ppts | (1.0)ppts | 5.4 | (1.7)ppts |

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2023-25 年財測調整暨市場共識比較

| 百萬元 | 2023F | | | | | | 2024F | | | | | | 2025F | | | | | |
|-----------|---------|---------|-----------|-----------|---------|-----------|---------|---------|-----------|----------|---------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|---------|-----------|
| | 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 (%) | 修正後 | 修正前 | 調幅 (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異 (%) |
| 營收 | 131,522 | 131,286 | 0.2 | 22.6 | 123,261 | 6.7 | 174,069 | 173,538 | 0.3 | 32.3 | 150,321 | 15.8 | 205,042 | 204,417 | 0.3 | 17.8 | 188,410 | 8.8 |
| 毛利 | 16,873 | 16,312 | 3.4 | 1.5 | 15,896 | 6.1 | 23,159 | 22,316 | 3.8 | 37.3 | 22,377 | 3.5 | 26,840 | 26,369 | 1.8 | 15.9 | 28,827 | (6.9) |
| 營業利益 | 4,832 | 6,621 | (27.0) | (17.3) | 6,226 | (22.4) | 8,946 | 10,332 | (13.4) | 85.1 | 11,182 | (20.0) | 11,773 | 12,542 | (6.1) | 31.6 | 14,640 | (19.6) |
| 稅前淨利 | 6,130 | 7,480 | (18.0) | (27.4) | 7,158 | (14.4) | 9,898 | 11,310 | (12.5) | 61.5 | 12,301 | (19.5) | 12,706 | 13,511 | (6.0) | 28.4 | 15,721 | (19.2) |
| 稅後淨利 | 4,909 | 5,989 | (18.0) | (24.9) | 5,574 | (11.9) | 7,926 | 9,056 | (12.5) | 61.5 | 9,737 | (18.6) | 10,173 | 10,817 | (6.0) | 28.3 | 12,433 | (18.2) |
| 每股盈餘 (元) | 7.72 | 9.42 | (18.0) | (24.9) | 8.77 | (11.9) | 12.47 | 14.25 | (12.5) | 61.5 | 15.32 | (18.6) | 16.00 | 17.02 | (6.0) | 28.3 | 19.56 | (18.2) |
| 毛利率 (%) | 12.8 | 12.4 | 0.4 ppts | (2.7)ppts | 12.9 | (0.1)ppts | 13.3 | 12.9 | 0.4 ppts | 0.5 ppts | 14.9 | (1.6)ppts | 13.1 | 12.9 | 0.2 ppts | (0.2)ppts | 15.3 | (2.2)ppts |
| 營業利益率 (%) | 3.7 | 5.0 | (1.4)ppts | (1.8)ppts | 5.1 | (1.4)ppts | 5.1 | 6.0 | (0.8)ppts | 1.5 ppts | 7.4 | (2.3)ppts | 5.7 | 6.1 | (0.4)ppts | 0.6 ppts | 7.8 | (2.0)ppts |
| 淨利率 (%) | 3.7 | 4.6 | (0.8)ppts | (2.4)ppts | 4.5 | (0.8)ppts | 4.6 | 5.2 | (0.7)ppts | 0.8 ppts | 6.5 | (1.9)ppts | 5.0 | 5.3 | (0.3)ppts | 0.4 ppts | 6.6 | (1.6)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 | 2023F | 2024F |
|------------|------|------|------|------|-------|-------|
| 主機板 | 33 | 30 | 25 | 21 | 19 | 16 |
| 顯示卡 | 45 | 40 | 45 | 45 | 37 | 30 |
| 伺服器/網通 | 21 | 20 | 17 | 19 | 32 | 41 |
| 其他 | 1 | 10 | 13 | 16 | 13 | 13 |
| 合計 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 營收 (台幣十億元) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
| 主機板 | 20 | 25 | 30 | 23 | 25 | 28 |
| 顯示卡 | 28 | 34 | 55 | 48 | 48 | 53 |
| 伺服器/網通 | 13 | 17 | 20 | 20 | 42 | 71 |
| 其他 | 1 | 8 | 16 | 17 | 16 | 23 |
| 合計 | 62 | 85 | 122 | 107 | 132 | 174 |
| 營收年增率 (%) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
| 主機板 | | 26 | 20 | (26) | 12 | 10 |
| 顯示卡 | | 22 | 62 | (13) | 1 | 10 |
| 伺服器/網通 | | 30 | 19 | (0) | 107 | 70 |
| 其他 | | 856 | 94 | 3 | (3) | 37 |
| 合計 | | 37 | 44 | (12) | 23 | 32 |

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；凱基預覽

圖 5：同業評價比較表

| 領域 | 公司 | 代碼 | 市值 (美金 百萬元) | 股價 (當地 貨幣) | 評等 | 目標價 (元) | 每股盈餘 (當地貨幣) | | 每股盈餘 年增率 (%) | | PE (x) | | PB (x) | | ROE (%) | | 現金殖利率 (%) | |
|-------------|------|---------|-------------------|------------------|------|------------|----------------|-------|-----------------|-------|-----------|-------|-----------|-------|------------|-------|--------------|-------|
| | | | | | | | 2023F | 2024F | 2023F | 2024F | 2023F | 2024F | 2023F | 2024F | 2023F | 2024F | 2022 | 2023F |
| 主機板/ 顯示卡 | 技嘉 | 2376 TT | 4,321 | 220.5 | 增加持股 | 285.0 | 7.72 | 12.47 | (24.9) | 61.5 | 28.6 | 17.7 | 3.7 | 3.4 | 13.3 | 20.1 | 2.8 | 2.1 |
| | 華碩 | 2357 TT | 8,129 | 355.0 | 增加持股 | 435.0 | 15.51 | 28.97 | (21.6) | 86.8 | 22.9 | 12.3 | 1.2 | 1.2 | 5.4 | 9.7 | 4.2 | 3.1 |
| | 微星 | 2377 TT | 4,428 | 170.0 | 增加持股 | 210.0 | 11.54 | 13.99 | (2.2) | 21.2 | 14.7 | 12.2 | 2.7 | 2.5 | 19.3 | 21.4 | 3.9 | 3.8 |
| | 華擎 | 3515 TT | 701 | 186.5 | 持有 | 228.0 | 6.67 | 10.35 | (23.3) | 55.3 | 28.0 | 18.0 | 2.7 | 2.6 | 9.8 | 14.6 | 4.3 | 2.4 |
| 伺服器ODM | 緯穎 | 6669 TT | 9,110 | 1,690.0 | 增加持股 | 2,200.0 | 67.82 | 98.99 | (16.4) | 46.0 | 24.9 | 17.1 | 6.1 | 4.9 | 27.3 | 32.1 | 3.0 | 2.2 |
| | 英業達 | 2356 TT | 4,590 | 41.5 | 持有 | 62.0 | 1.52 | 2.41 | (11.1) | 58.6 | 27.3 | 17.2 | 2.5 | 2.4 | 9.1 | 14.1 | 3.6 | 2.9 |
| | 廣達 | 2382 TT | 23,817 | 200.0 | 增加持股 | 310.0 | 8.75 | 11.15 | 16.5 | 27.3 | 22.8 | 17.9 | 4.4 | 4.2 | 19.6 | 23.8 | 3.0 | 3.5 |
| | 鴻海精密 | 2317 TT | 40,944 | 95.8 | 增加持股 | 140.0 | 8.45 | 10.78 | (17.2) | 27.6 | 11.3 | 8.9 | 0.9 | 0.8 | 7.9 | 9.7 | 5.5 | 4.6 |

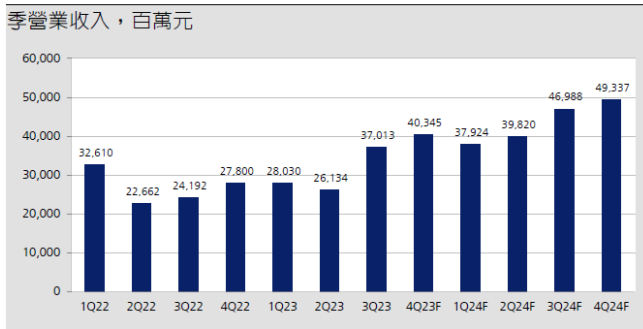
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 6：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。2022 年營收比重中，顯示卡佔比 44-45%，主機板佔比 21%，而伺服器產品則佔 19%，其他產品佔 16%。2022 年主機板的出貨量 1,000 萬片，對比 2021 年 1,200 萬片(年減 17%)；顯示卡出貨 380 萬片，對比 2021 年 440 萬片(年減 14%)。

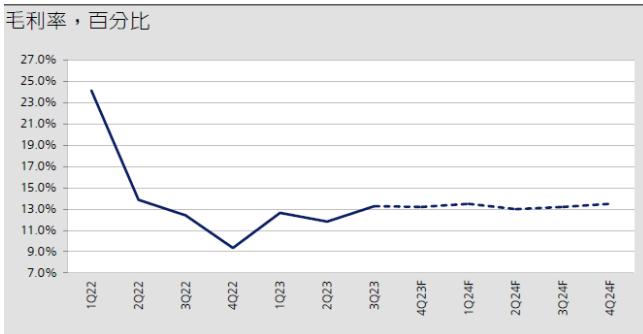
資料來源：凱基

圖 8：季營業收入



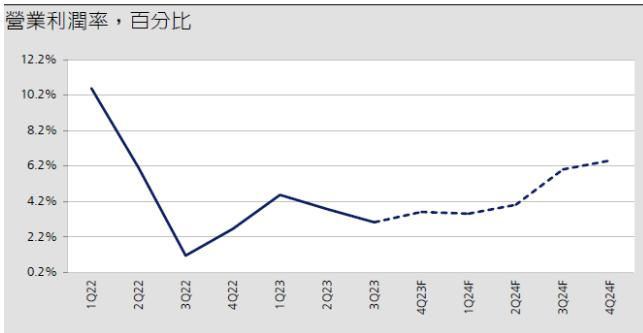
資料來源：凱基預估

圖 10：毛利率



資料來源：凱基預估

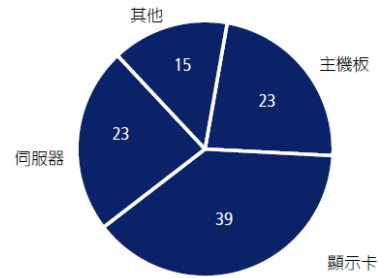
圖 12：營業利潤率



資料來源：凱基預估

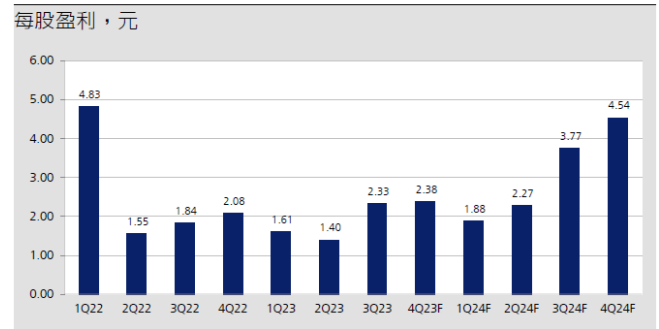
圖 7：伺服器營收比重由 2022 年之 19% 上升至 1-3Q23 之 23.5%

1-3Q23 營收比重；百分比



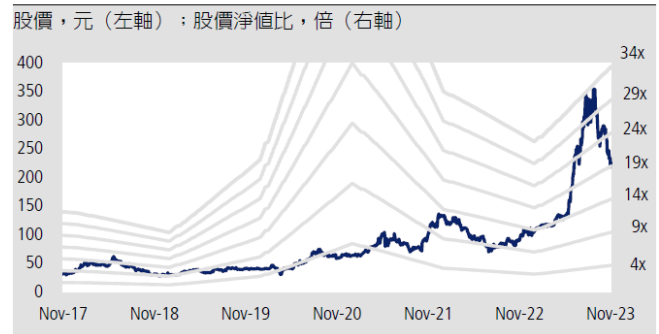
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 9：每股盈利



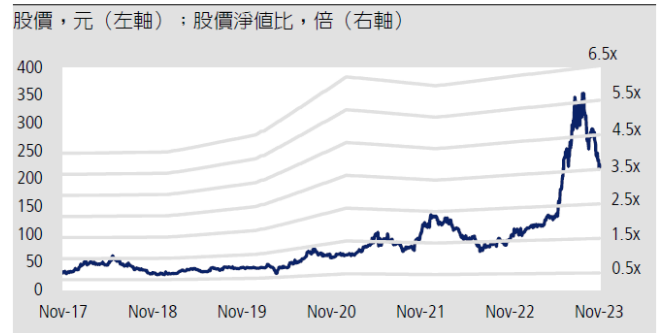
資料來源：凱基預估

圖 11：未來一年預估本益比區間



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 13：未來一年預估股價淨值比區間



資料來源：TEJ；凱基預估

損益表

| 損益表 (NT\$百萬) | 季度 | | | | | | | | 年度 | | |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| | Mar-23A | Jun-23A | Sep-23A | Dec-23F | Mar-24F | Jun-24F | Sep-24F | Dec-24F | Dec-23F | Dec-24F | Dec-25F |
| 營業收入 | 28,030 | 26,134 | 37,013 | 40,345 | 37,924 | 39,820 | 46,988 | 49,337 | 131,522 | 174,069 | 205,042 |
| 營業成本 | (24,484) | (23,044) | (32,101) | (35,019) | (32,804) | (34,643) | (40,785) | (42,677) | (114,649) | (150,910) | (178,202) |
| 營業毛利 | 3,546 | 3,090 | 4,912 | 5,325 | 5,120 | 5,177 | 6,202 | 6,661 | 16,873 | 23,159 | 26,840 |
| 營業費用 | (2,266) | (2,107) | (3,795) | (3,873) | (3,792) | (3,584) | (3,383) | (3,454) | (12,041) | (14,213) | (15,067) |
| 營業利益 | 1,280 | 982 | 1,117 | 1,452 | 1,327 | 1,593 | 2,819 | 3,207 | 4,832 | 8,946 | 11,773 |
| 折舊 | (165) | (172) | (167) | (200) | (193) | (193) | (193) | (193) | (704) | (773) | (916) |
| 攤提 | (26) | (30) | (32) | 1 | (22) | (22) | (22) | (22) | (87) | (87) | (87) |
| EBITDA | 1,470 | 1,184 | 1,316 | 1,652 | 1,542 | 1,808 | 3,034 | 3,422 | 5,623 | 9,806 | 12,776 |
| 利息收入 | 48 | 97 | 85 | 53 | 51 | 51 | 51 | 51 | 283 | 204 | 165 |
| 投資利益淨額 | - | 1 | - | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 | 5 | 10 | 10 |
| 其他營業外收入 | 104 | 205 | 680 | 111 | 150 | 200 | 188 | 213 | 1,100 | 750 | 770 |
| 總營業外收入 | 152 | 303 | 764 | 168 | 204 | 254 | 241 | 266 | 1,388 | 964 | 945 |
| 利息費用 | (1) | (1) | (34) | 34 | (1) | (1) | (1) | (1) | (3) | (3) | (3) |
| 投資損失 | (1) | - | (5) | 4 | - | - | - | - | (2) | - | - |
| 其他營業外費用 | (85) | - | 0 | (0) | (3) | (3) | (3) | (3) | (85) | (10) | (10) |
| 總營業外費用 | (87) | (1) | (39) | 38 | (3) | (3) | (3) | (3) | (90) | (13) | (13) |
| 稅前純益 | 1,344 | 1,284 | 1,843 | 1,659 | 1,528 | 1,843 | 3,057 | 3,470 | 6,130 | 9,898 | 12,706 |
| 所得稅費用[利益] | (320) | (395) | (364) | (147) | (332) | (400) | (664) | (584) | (1,226) | (1,980) | (2,541) |
| 少數股東損益 | 0 | 0 | 0 | 4 | 2 | 2 | 2 | 2 | 5 | 8 | 8 |
| 非常項目稅後純益 | 1,025 | 890 | 1,479 | 1,516 | 1,198 | 1,445 | 2,395 | 2,888 | 4,909 | 7,926 | 10,173 |
| 非常項目 | (0) | 0 | (0) | 0 | - | - | - | - | - | - | - |
| 稅後淨利 | 1,025 | 890 | 1,479 | 1,516 | 1,198 | 1,445 | 2,395 | 2,888 | 4,909 | 7,926 | 10,173 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 1.61 | 1.40 | 2.33 | 2.38 | 1.88 | 2.27 | 3.77 | 4.54 | 7.72 | 12.47 | 16.00 |
| 獲利率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 12.6 | 11.8 | 13.3 | 13.2 | 13.5 | 13.0 | 13.2 | 13.5 | 12.8 | 13.3 | 13.1 |
| 營業利益率 | 4.6 | 3.8 | 3.0 | 3.6 | 3.5 | 4.0 | 6.0 | 6.5 | 3.7 | 5.1 | 5.7 |
| EBITDA Margin | 5.2 | 4.5 | 3.6 | 4.1 | 4.1 | 4.5 | 6.5 | 6.9 | 4.3 | 5.6 | 6.2 |
| 稅前純益率 | 4.8 | 4.9 | 5.0 | 4.1 | 4.0 | 4.6 | 6.5 | 7.0 | 4.7 | 5.7 | 6.2 |
| 稅後純益率 | 3.7 | 3.4 | 4.0 | 3.8 | 3.2 | 3.6 | 5.1 | 5.9 | 3.7 | 4.6 | 5.0 |
| 季成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 0.8 | (6.8) | 41.6 | 9.0 | (6.0) | 5.0 | 18.0 | 5.0 | | | |
| 營業毛利 | 36.5 | (12.9) | 59.0 | 8.4 | (3.9) | 1.1 | 19.8 | 7.4 | | | |
| 營業收益增長 | 73.6 | (23.2) | 13.7 | 30.0 | (8.6) | 20.0 | 77.0 | 13.7 | | | |
| EBITDA | 57.5 | (19.5) | 11.2 | 25.5 | (6.6) | 17.2 | 67.8 | 12.8 | | | |
| 稅前純益 | 10.1 | (4.5) | 43.5 | (10.0) | (7.9) | 20.6 | 65.9 | 13.5 | | | |
| 稅後純益 | (22.4) | (13.2) | 66.2 | 2.5 | (21.0) | 20.6 | 65.8 | 20.6 | | | |
| 年成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (14.0) | 15.3 | 53.0 | 45.1 | 35.3 | 52.4 | 26.9 | 22.3 | 22.6 | 32.3 | 17.8 |
| 營業毛利 | (55.0) | (1.7) | 63.7 | 105.1 | 44.4 | 67.5 | 26.3 | 25.1 | 1.5 | 37.3 | 15.9 |
| 營業收益 | (62.9) | (28.9) | 305.2 | 97.0 | 3.7 | 62.1 | 152.3 | 120.8 | (17.3) | 85.1 | 31.6 |
| EBITDA | (59.4) | (24.0) | 181.9 | 76.9 | 4.9 | 52.6 | 130.5 | 107.2 | (14.5) | 74.4 | 30.3 |
| 稅前純益 | (65.8) | (27.1) | 20.6 | 35.8 | 13.6 | 43.5 | 65.9 | 109.2 | (27.4) | 61.5 | 28.4 |
| 稅後純益 | (66.6) | (9.4) | 26.5 | 14.8 | 16.9 | 62.4 | 62.0 | 90.5 | (24.9) | 61.5 | 28.3 |

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-23F | Dec-24F | Dec-25F |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 資產總額 | 69,178 | 63,572 | 68,241 | 78,735 | 88,400 |
| 流動資產 | 60,298 | 54,803 | 58,669 | 68,519 | 77,634 |
| 現金及短期投資 | 21,536 | 17,435 | 12,340 | 8,035 | 6,351 |
| 存貨 | 26,590 | 21,777 | 27,543 | 36,156 | 42,811 |
| 應收帳款及票據 | 10,828 | 14,131 | 17,326 | 22,869 | 27,012 |
| 其他流動資產 | 1,345 | 1,460 | 1,460 | 1,460 | 1,460 |
| 非流動資產 | 8,880 | 8,769 | 9,571 | 10,216 | 10,766 |
| 長期投資 | 3,305 | 2,440 | 2,646 | 2,764 | 2,929 |
| 固定資產 | 4,207 | 4,947 | 5,543 | 6,070 | 6,455 |
| 什項資產 | 1,368 | 1,382 | 1,382 | 1,382 | 1,382 |
| 負債總額 | 31,675 | 27,627 | 30,351 | 37,705 | 43,336 |
| 流動負債 | 30,750 | 26,967 | 29,690 | 37,044 | 42,676 |
| 應付帳款及票據 | 15,910 | 13,996 | 17,702 | 23,238 | 27,515 |
| 短期借款 | - | - | - | - | - |
| 什項負債 | 14,840 | 12,970 | 11,988 | 13,807 | 15,161 |
| 長期負債 | 926 | 660 | 660 | 660 | 660 |
| 長期借款 | 200 | - | - | - | - |
| 其他負債及準備 | 661 | 601 | 601 | 601 | 601 |
| 股東權益總額 | 37,503 | 35,945 | 37,890 | 41,030 | 45,063 |
| 普通股 | 6,357 | 6,357 | 6,357 | 6,357 | 6,357 |
| 保留盈餘 | 21,751 | 19,400 | 21,350 | 24,499 | 28,540 |
| 少數股東權益 | 15 | 11 | 6 | (2) | (10) |
| 優先股股東資金 | - | - | - | - | - |

主要財務比率

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F | Dec-25F |
|------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 年成長率 | | | | | |
| 營業收入 | 44.1% | (12.0%) | 22.6% | 32.3% | 17.8% |
| 營業收益增長 | 243.5% | (59.7%) | (17.3%) | 85.1% | 31.6% |
| EBITDA | 208.4% | (56.6%) | (14.5%) | 74.4% | 30.3% |
| 稅後純益 | 204.9% | (51.0%) | (24.9%) | 61.5% | 28.3% |
| 每股盈餘成長率 | 205.4% | (51.1%) | (24.9%) | 61.5% | 28.3% |
| 獲利能力分析 | | | | | |
| 營業毛利率 | 24.3% | 15.5% | 12.8% | 13.3% | 13.1% |
| 營業利益率 | 11.9% | 5.4% | 3.7% | 5.1% | 5.7% |
| EBITDA Margin | 12.4% | 6.1% | 4.3% | 5.6% | 6.2% |
| 稅後純益率 | 10.9% | 6.1% | 3.7% | 4.6% | 5.0% |
| 平均資產報酬率 | 22.5% | 9.9% | 7.4% | 10.8% | 12.2% |
| 股東權益報酬率 | 41.1% | 17.8% | 13.3% | 20.1% | 23.6% |
| 穩定 \ 償債能力分析 | | | | | |
| 毛負債比率 (%) | 0.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 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 | 2,112.7 | 3,555.9 | 4,576.9 |
| 利息及短期償債保障倍數 (x) | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| Cash Flow Int. Coverage (x) | 1,547.5 | 1,016.3 | 151.9 | 56.1 | 1,672.5 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 1,547.5 | 1,016.3 | 151.9 | 56.1 | 1,672.5 |
| 流動比率 (x) | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 1.8 | 1.8 |
| 速動比率 (x) | 1.1 | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| 淨負債 (NT\$百萬) | (18,728) | (16,266) | (11,170) | (6,865) | (5,181) |
| 每股資料分析 | | | | | |
| 每股盈餘 (NT\$) | 21.01 | 10.29 | 7.72 | 12.47 | 16.00 |
| 每股現金盈餘 (NT\$) | 13.16 | 9.15 | 0.69 | 0.25 | 7.31 |
| 每股淨值 (NT\$) | 58.97 | 56.53 | 59.59 | 64.55 | 70.90 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 59.06 | 56.53 | 59.59 | 64.55 | 70.90 |
| 每股營收 (NT\$) | 192.05 | 168.74 | 206.90 | 273.83 | 322.55 |
| EBITDA/Share (NT\$) | 23.89 | 10.35 | 8.85 | 15.43 | 20.10 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 12.00 | 6.20 | 4.65 | 7.52 | 9.65 |
| 資產運用狀況 | | | | | |
| 資產周轉率 (x) | 2.06 | 1.62 | 2.00 | 2.37 | 2.45 |
| 應收帳款周轉天數 | 32.4 | 48.1 | 48.1 | 48.1 | 48.1 |
| 存貨周轉天數 | 105.1 | 87.7 | 87.7 | 87.7 | 87.7 |
| 應付帳款周轉天數 | 62.9 | 56.4 | 56.4 | 56.4 | 56.4 |
| 現金轉換周轉天數 | 74.6 | 79.4 | 79.4 | 79.4 | 79.4 |

資料來源：公司資料；凱基預估

損益表

| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F | Dec-25F |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 營業收入 | 121,905 | 107,264 | 131,522 | 174,069 | 205,042 |
| 營業成本 | (92,315) | (90,648) | (114,649) | (150,910) | (178,202) |
| 營業毛利 | 29,590 | 16,616 | 16,873 | 23,159 | 26,840 |
| 營業費用 | (15,104) | (10,771) | (12,041) | (14,213) | (15,067) |
| 營業利益 | 14,487 | 5,845 | 4,832 | 8,946 | 11,773 |
| 總營業外收入 | 1,650 | 2,608 | 1,388 | 964 | 945 |
| 利息收入 | 75 | 120 | 283 | 204 | 165 |
| 投資利益淨額 | 74 | 3 | 5 | 10 | 10 |
| 其他營業外收入 | 1,502 | 2,484 | 1,100 | 750 | 770 |
| 總營業外費用 | (24) | (8) | (90) | (13) | (13) |
| 利息費用 | (5) | (6) | (3) | (3) | (3) |
| 投資損失 | (17) | (2) | (2) | - | - |
| 其他營業外費用 | (2) | - | (85) | (10) | (10) |
| 稅前純益 | 16,112 | 8,446 | 6,130 | 9,898 | 12,706 |
| 所得稅費用[利益] | (2,778) | (1,911) | (1,226) | (1,980) | (2,541) |
| 少數股東損益 | 3 | 4 | 5 | 8 | 8 |
| 非常項目 | 1 | (0) | - | - | - |
| 稅後淨利 | 13,338 | 6,539 | 4,909 | 7,926 | 10,173 |
| EBITDA | 15,167 | 6,578 | 5,623 | 9,806 | 12,776 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 21.01 | 10.29 | 7.72 | 12.47 | 16.00 |

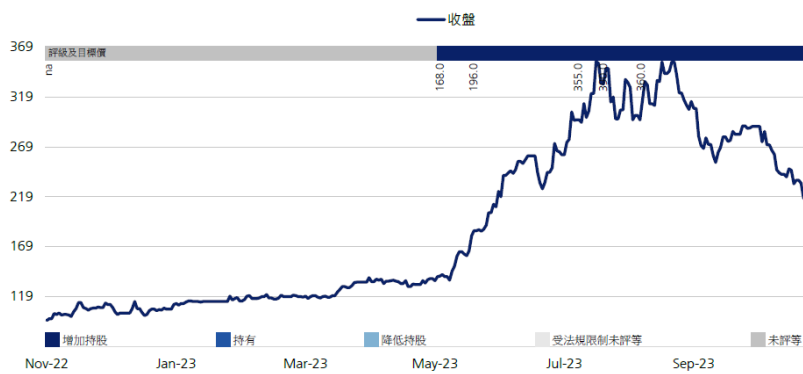
現金流量

| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營運活動之現金流量 | 8,355 | 5,815 | 441 | 156 | 4,644 |
| 本期純益 | 13,338 | 6,539 | 4,909 | 7,926 | 10,173 |
| 折舊及攤提 | 680 | 733 | 791 | 859 | 1,002 |
| 本期運用資金變動 | (7,422) | (606) | (5,256) | (8,619) | (6,521) |
| 其他營業資產及負債變動 | 1,759 | (850) | (3) | (10) | (10) |
| 投資活動之現金流量 | (1,204) | (915) | (1,590) | (1,495) | (1,542) |
| 投資用短期投資出售[新購] | (113) | 507 | - | - | - |
| 本期長期投資變動 | (393) | (13) | (203) | (108) | (155) |
| 資本支出淨額 | (587) | (1,122) | (1,300) | (1,300) | (1,300) |
| 其他資產變動 | (111) | (288) | (87) | (87) | (87) |
| 自由現金流 | 4,598 | 3,440 | (1,986) | (1,990) | 2,513 |
| 融資活動之現金流量 | (3,695) | (7,776) | (3,946) | (2,967) | (4,786) |
| 短期借款變動 | (303) | - | - | - | - |
| 長期借款變動 | - | (200) | - | - | - |
| 現金增資 | - | - | - | - | - |
| 已支付普通股股息 | (3,178) | (7,620) | (3,941) | (2,959) | (4,778) |
| 其他融資現金流 | (147) | (22) | (5) | (8) | (8) |
| 匯率影響數 | (93) | 213 | - | - | - |
| 本期產生現金流量 | 3,364 | (2,663) | (5,095) | (4,305) | (1,684) |

投資回報率

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F | Dec-25F |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1 - 營業成本/營業收入 | | | | | |
| - 銷管費用/營業收入 | 12.4% | 10.0% | 9.2% | 8.2% | 7.3% |
| = 營業利益率 | 11.9% | 5.4% | 3.7% | 5.1% | 5.7% |
| 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 | 5.9 | 5.9 | 5.8 |
| 營業利益率 | 11.9% | 5.4% | 3.7% | 5.1% | 5.7% |
| x 資本周轉率 | 9.9 | 6.9 | 5.9 | 5.9 | 5.8 |
| x (1 - 有效現金稅率) | 82.8% | 77.4% | 80.0% | 80.0% | 80.0% |
| = 稅後 ROIC | 97.1% | 29.2% | 17.3% | 24.1% | 26.8% |

資料來源：公司資料；凱基預估

技嘉 – 以往評級及目標價


| 日期 | 評級 | 目標價 | 收盤價 |
|------------|------|-------|-------|
| 2023-10-16 | 增加持股 | 360.0 | 265.5 |
| 2023-09-08 | 增加持股 | 360.0 | 307.5 |
| 2023-08-13 | 增加持股 | 360.0 | 300.5 |
| 2023-07-26 | 增加持股 | 390.0 | 333.0 |
| 2023-07-14 | 增加持股 | 355.0 | 296.0 |
| 2023-05-25 | 增加持股 | 196.0 | 180.0 |
| 2023-05-13 | 增加持股 | 168.0 | 139.0 |
| 2023-05-09 | 增加持股 | 168.0 | 139.0 |

資料來源：TEJ；凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。