

## 技嘉 (2376.TW/2376 TT)

### AI 伺服器使 4Q23-1Q24 營收優於預期

#### 增加持股 · 維持

收盤價 February 16 (NT\$)	381.0
12 個月目標價 (NT\$)	415.0
前次目標價 (NT\$)	285.0
調升 (%)	45.6
上漲空間 (%)	8.9

#### 焦點內容

- 4Q23 與 1Q24 營收展望優於凱基原估，主因伺服器營收強勁，我們上修 2023-24 年營收預估。
- 我們預期 2024 年伺服器營收將年增 90% 至 990 億元 (2023 年年增 158% 至 520 億元)，動能來自 AI 需求強勁與新客戶挹注。
- 營收與營利率強勁，我們調升 2024 年 EPS 至 14.47 元、2025 年 18.71 元。

#### 交易資料表

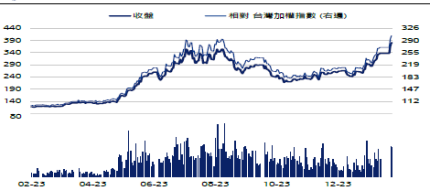
市值：(NT\$bn/US\$mn)	242.2 / 7,729
流通在外股數 (百萬股)：	636
外資持有股數 (百萬股)：	152.3
3M 平均成交量 (百萬股)：	14.36
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	116.5 - 381.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	63.5	13.9	214.9
相對表現 (%)	55.1	0.8	195.2

#### 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	2.83F
2024	2.94F	2.64F	4.25F	4.65F

#### 股價圖



資料來源：TEJ

#### 重要訊息

技嘉 2023 年受惠 AI 伺服器營收攀升，2024 年動能將延續。加上 RTX 40 SUPER 系列新顯卡上市與主機板需求轉佳助益營收，我們對公司 2024 年 EPS 展望正向。

#### 評論及分析

**上修 4Q23-1Q24 營收預估。**技嘉 4Q23 營收季增 23%、年增 64% 至 455 億元優於預期，係受惠伺服器營收成長強勁。公司 1 月營收強勁月增 32%、年增 106% 至歷史新高 169 億元，因顯卡與主機板出貨成長強勁 (月增 40-60%) 與伺服器營收持穩。公司受惠 AI 伺服器營收攀升，4Q23 伺服器/網通營收預估達 210-230 億元，對比 3Q23 的 150 億元，使 4Q23 營收高於我們預估 13%。鑑於 1Q24 伺服器營收預期將溫和季增，且 RTX 40 Super 系列上市使顯卡與主機板出貨於 1Q24 淡季僅微幅季減，我們上修 1Q24 營收預估至季減 2%，但年增近 60%。由於營收較佳，我們分別調升 4Q23 與 1Q24 EPS 預估 19% 與 56% 至 2.83 元與 2.94 元，並上修 2023 年 EPS 預估至 8.16 元 (年減 21%)。**2024 年展望正向；伺服器營收比重逾 50%。**公司正向看待 2024 年主機板與顯卡營收成長展望，係庫存去化後需求復甦與總經條件轉佳。加上新 GPU 顯卡上市 (RTX 40 Super 系列與 50 系列分別於 1Q24 與 4Q24 問世)，我們預期 2024 年主機板與顯卡營收將年增。此外，伺服器/網通營收為 2024 年營收及獲利主要動能，因 AI 伺服器需求擴張與新增客戶。公司 2023 年伺服器/網通營收已成長至約 520 億元 (年增 158%)，其中 AI 伺服器營收貢獻超過 50%。鑑於公司贏得更多專案與客戶，我們預期伺服器/網通營收從 1Q23 的 60 億元攀升至 4Q23 的 220 億元，並於 4Q24 進一步上揚至 250-300 億元，推升 2024 年伺服器營收年增 90% 至 980-990 億元，佔整體營收逾 50%，對比 2023 年的 38%。也因此我們上修 2024 年營收與 EPS 預估。儘管伺服器營收攀升將壓抑毛利率，但營收規模擴張將帶動營利率上揚。我們修正後 2024 年 EPS 預估為 14.47 元 (年增 77%)，2025 年則為 18.71 元 (年增 29%)。

#### 投資建議

反映 2023-25 年 EPS CAGR 達 50%，目標價調升至 415 元 (2024-25 年平均每股盈餘的 25 倍)。我們維持「增加持股」評等，因獲利成長穩健。

#### 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	136,704	195,913	226,136
營業毛利 (NT\$百萬)	29,590	16,616	17,375	25,974	30,164
營業利益 (NT\$百萬)	14,487	5,845	5,246	10,556	13,948
稅後淨利 (NT\$百萬)	13,338	6,539	5,190	9,196	11,892
每股盈餘 (NT\$)	21.01	10.29	8.16	14.47	18.71
每股現金股利 (NT\$)	12.00	6.20	4.92	8.72	11.28
每股盈餘成長率 (%)	205.4	(51.1)	(20.6)	77.2	29.3
本益比 (x)	18.1	37.0	46.7	26.3	20.4
股價淨值比 (x)	6.5	6.7	6.4	5.8	5.2
EV/EBITDA (x)	13.3	31.9	35.6	19.5	15.0
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.1	1.6	1.3	2.3	3.0
股東權益報酬率 (%)	41.1	17.8	14.0	23.1	27.0

資料來源：公司資料，凱基預估

**圖 1：4Q23 財報與 1Q24 財測調整暨市場共識比較**

百萬元	4Q23F							1Q24F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	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	45,527	40,345	12.8	23.0	63.8	43,391	4.9	44,616	37,924	17.6	(2.0)	59.2	42,908	4.0
毛利	5,827	5,325	9.4	18.6	124.4	5,760	1.2	6,202	5,120	21.1	6.4	74.9	5,831	6.4
營業利益	1,867	1,452	28.5	67.1	153.2	1,999	(6.6)	2,186	1,327	64.7	17.1	70.8	2,240	(2.4)
稅前淨利	2,015	1,659	21.5	9.4	65.0	2,165	(6.9)	2,381	1,528	55.8	18.1	77.1	2,557	(6.9)
稅後淨利	1,797	1,516	18.5	21.5	36.1	1,716	4.7	1,866	1,198	55.8	3.8	82.1	2,022	(7.7)
每股盈餘(元)	2.83	2.38	18.5	21.5	36.1	2.70	4.7	2.94	1.88	55.8	3.8	82.1	3.18	(7.7)
毛利率 (%)	12.8	13.2	(0.4)ppts	(0.5)ppts	3.5 ppts	13.3	(0.5)ppts	13.9	13.5	0.4 ppts	1.1 ppts	1.3 ppts	13.6	0.3 ppts
營業利益率 (%)	4.1	3.6	0.5 ppts	1.1 ppts	1.4 ppts	4.6	(0.5)ppts	4.9	3.5	1.4 ppts	0.8 ppts	0.3 ppts	5.2	(0.3)ppts
淨利率 (%)	3.9	3.8	0.2 ppts	(0.0)ppts	(0.8)ppts	4.0	(0.0)ppts	4.2	3.2	1.0 ppts	0.2 ppts	0.5 ppts	4.7	(0.5)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	136,704	131,522	3.9	27.4	134,417	1.7	195,913	174,069	12.5	43.3	180,955	8.3	226,136	205,042	10.3	15.4	216,529	4.4
毛利	17,375	16,873	3.0	4.6	17,265	0.6	25,974	23,159	12.2	49.5	24,903	4.3	30,164	26,840	12.4	16.1	29,634	1.8
營業利益	5,246	4,832	8.6	(10.2)	5,549	(5.5)	10,556	8,946	18.0	101.2	10,556	0.0	13,948	11,773	18.5	32.1	13,553	2.9
稅前淨利	6,487	6,130	5.8	(23.2)	6,790	(4.5)	11,485	9,898	16.0	77.1	11,637	(1.3)	14,855	12,706	16.9	29.3	14,571	2.0
稅後淨利	5,190	4,909	5.7	(20.6)	5,224	(0.6)	9,196	7,926	16.0	77.2	9,194	0.0	11,892	10,173	16.9	29.3	11,538	3.1
每股盈餘(元)	8.16	7.72	5.7	(20.6)	8.22	(0.6)	14.47	12.47	16.0	77.2	14.46	0.0	18.71	16.00	16.9	29.3	18.15	3.1
毛利率 (%)	12.7	12.8	(0.1)ppts	(2.8)ppts	12.8	(0.1)ppts	13.3	13.3	(0.0)ppts	0.5 ppts	13.8	(0.5)ppts	13.3	13.1	0.2 ppts	0.1 ppts	13.7	(0.3)ppts
營業利益率 (%)	3.8	3.7	0.2 ppts	(1.6)ppts	4.1	(0.3)ppts	5.4	5.1	0.2 ppts	1.6 ppts	5.8	(0.4)ppts	6.2	5.7	0.4 ppts	0.8 ppts	6.3	(0.1)ppts
淨利率 (%)	3.8	3.7	0.1 ppts	(2.3)ppts	3.9	(0.1)ppts	4.7	4.6	0.1 ppts	0.9 ppts	5.1	(0.4)ppts	5.3	5.0	0.3 ppts	0.6 ppts	5.3	(0.1)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	21	17
顯示卡	45	40	45	45	35	28
伺服器 / 網通	21	20	17	19	38	50
其他	1	10	13	16	5	5
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	29	33
顯示卡	28	34	55	48	48	55
伺服器 / 網通	13	17	20	20	52	99
其他	1	8	16	17	7	9
合計	62	85	122	107	137	196
營收年增率 (%)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
主機板		26	20	(26)	30	12
顯示卡		22	62	(13)	1	15
伺服器 / 網通		30	19	(0)	158	90
其他		856	94	3	(57)	24
合計		37	44	(12)	27	43

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；凱基預估

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	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F
主機板/ 顯示卡	華碩	2357 TT	11,355	479.5	增加持股	540.0	22.29	31.69	35.86	12.7	42.1	13.2	21.5	15.1	13.4	1.6	1.6	1.5	7.7	10.6	11.5	3.3	4.6
	技嘉	2376 TT	7,722	381.0	增加持股	415.0	8.16	14.47	18.71	(20.6)	77.2	29.3	46.7	26.3	20.4	6.4	5.8	5.2	14.0	23.1	27.0	1.3	2.3
	微星	2377 TT	5,145	191.0	持有	176.0	10.71	12.59	14.10	(9.2)	17.5	12.0	17.8	15.2	13.5	3.1	2.8	2.6	18.0	19.4	20.0	3.1	3.7
	華擎	3515 TT	977	252.0	持有	245.0	7.01	11.12	12.33	(19.3)	58.6	10.9	35.9	22.7	20.4	3.6	3.4	3.3	10.3	15.6	16.4	1.9	2.9
伺服器ODM	緯穎	6669 TT	12,738	2,285.0	增加持股	2,280.0	68.88	102.53	125.45	(15.0)	48.8	22.3	33.2	22.3	18.2	8.3	6.6	5.4	27.7	33.1	32.7	1.7	2.5
	英業達	2356 TT	6,646	58.1	增加持股	53.0	1.57	2.42	2.93	(8.1)	54.3	20.9	37.0	24.0	19.9	3.4	3.3	3.2	9.4	14.1	16.5	2.2	3.3
	廣達	2382 TT	30,604	248.5	增加持股	310.0	10.13	13.43	17.52	34.8	32.6	30.4	24.5	18.5	14.2	5.4	5.1	4.8	22.6	28.4	34.8	3.3	4.3
	鴻海精密	2317 TT	44,863	101.5	增加持股	126.0	8.55	10.40	12.92	(16.2)	21.6	24.3	11.9	9.8	7.9	0.9	0.9	0.8	8.0	9.3	11.1	4.4	5.3

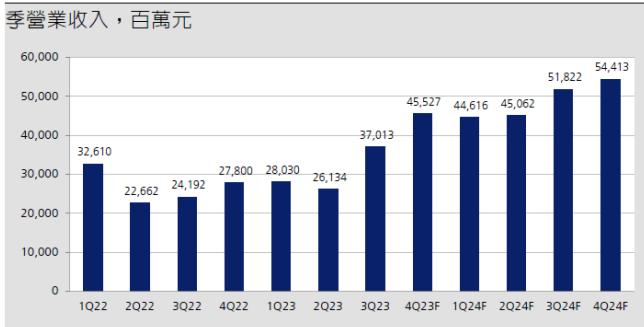
資料來源：Bloomberg；凱基預估

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%)。

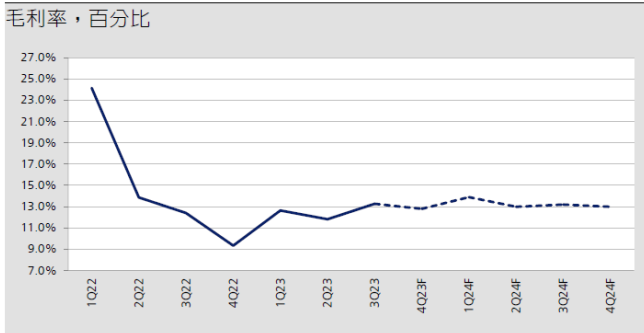
資料來源：凱基

圖 8：季營業收入



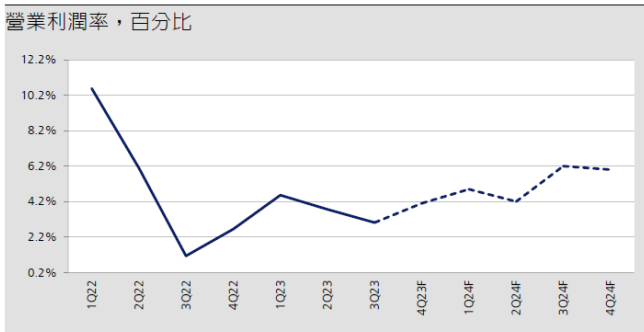
資料來源：凱基預估

圖 10：毛利率



資料來源：凱基預估

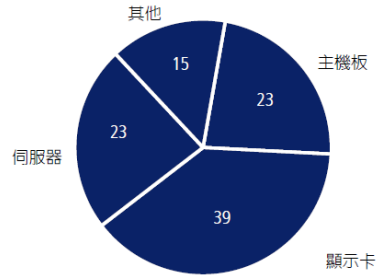
圖 12：營業利潤率



資料來源：凱基預估

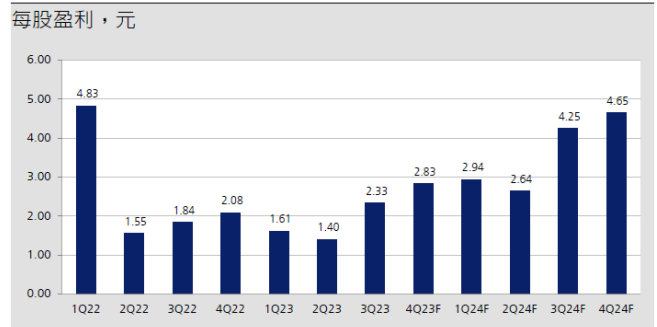
圖 7：伺服器營收比重由 2022 年之 19% 上升至 1-3Q23 之 23.5%

1-3Q23 營收比重；百分比



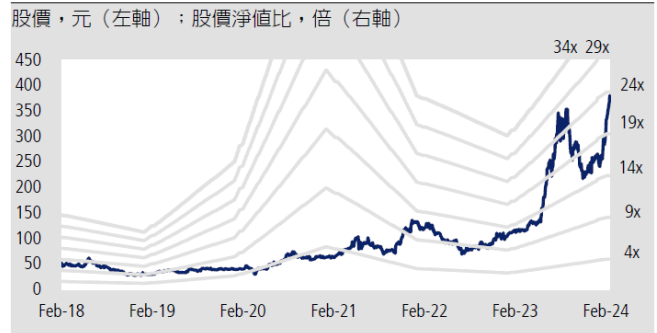
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 9：每股盈利



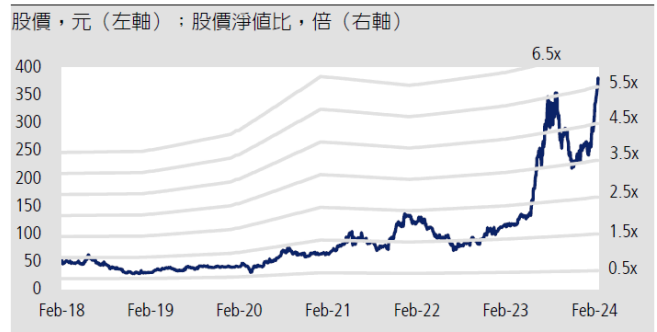
資料來源：凱基預估

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				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	45,527	44,616	45,062	51,822	54,413	136,704	195,913	226,136
營業成本	(24,484)	(23,044)	(32,101)	(39,699)	(38,414)	(39,204)	(44,981)	(47,339)	(119,329)	(169,939)	(195,972)
營業毛利	3,546	3,090	4,912	5,827	6,202	5,858	6,840	7,074	17,375	25,974	30,164
營業費用	(2,266)	(2,107)	(3,795)	(3,961)	(4,015)	(3,965)	(3,628)	(3,809)	(12,129)	(15,417)	(16,216)
營業利益	1,280	982	1,117	1,867	2,186	1,893	3,213	3,265	5,246	10,556	13,948
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	2,066	2,401	2,107	3,428	3,480	6,037	11,416	14,951
利息收入	48	97	85	60	45	45	45	45	290	182	140
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	175	198	248	235	260	1,395	942	920
利息費用	(1)	(1)	(34)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(38)	(3)	(3)
投資損失	(1)	-	(5)	(0)	-	-	-	-	(7)	-	-
其他營業外費用	(85)	-	0	(25)	(3)	(3)	(3)	(3)	(110)	(10)	(10)
總營業外費用	(87)	(1)	(39)	(27)	(3)	(3)	(3)	(3)	(154)	(13)	(13)
稅前純益	1,344	1,284	1,843	2,015	2,381	2,137	3,445	3,522	6,487	11,485	14,855
所得稅費用[利益]	(320)	(395)	(364)	(218)	(517)	(464)	(748)	(568)	(1,297)	(2,297)	(2,971)
少數股東損益	0	0	0	0	2	2	2	2	1	8	8
非常項目前稅後純益	1,025	890	1,479	1,797	1,866	1,675	2,699	2,956	5,190	9,196	11,892
非常項目	(0)	0	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	1,025	890	1,479	1,797	1,866	1,675	2,699	2,956	5,190	9,196	11,892
每股盈餘 (NT\$)	1.61	1.40	2.33	2.83	2.94	2.64	4.25	4.65	8.16	14.47	18.71
獲利率 (%)											
營業毛利率	12.6	11.8	13.3	12.8	13.9	13.0	13.2	13.0	12.7	13.3	13.3
營業利益率	4.6	3.8	3.0	4.1	4.9	4.2	6.2	6.0	3.8	5.4	6.2
EBITDA Margin	5.2	4.5	3.6	4.5	5.4	4.7	6.6	6.4	4.4	5.8	6.6
稅前純益率	4.8	4.9	5.0	4.4	5.3	4.7	6.6	6.5	4.7	5.9	6.6
稅後純益率	3.7	3.4	4.0	3.9	4.2	3.7	5.2	5.4	3.8	4.7	5.3
季成長率 (%)											
營業收入	0.8	(6.8)	41.6	23.0	(2.0)	1.0	15.0	5.0			
營業毛利	36.5	(12.9)	59.0	18.6	6.4	(5.5)	16.8	3.4			
營業收益增長	73.6	(23.2)	13.7	67.1	17.1	(13.4)	69.8	1.6			
EBITDA	57.5	(19.5)	11.2	56.9	16.2	(12.2)	62.6	1.5			
稅前純益	10.1	(4.5)	43.5	9.4	18.1	(10.2)	61.2	2.2			
稅後純益	(22.4)	(13.2)	66.2	21.5	3.8	(10.2)	61.1	9.5			
年成長率 (%)											
營業收入	(14.0)	15.3	53.0	63.8	59.2	72.4	40.0	19.5	27.4	43.3	15.4
營業毛利	(55.0)	(1.7)	63.7	124.4	74.9	89.6	39.2	21.4	4.6	49.5	16.1
營業收益	(62.9)	(28.9)	305.2	153.2	70.8	92.7	187.6	74.9	(10.2)	101.2	32.1
EBITDA	(59.4)	(24.0)	181.9	121.3	63.3	78.0	160.4	68.4	(8.2)	89.1	31.0
稅前純益	(65.8)	(27.1)	20.6	65.0	77.1	66.4	87.0	74.8	(23.2)	77.1	29.3
稅後純益	(66.6)	(9.4)	26.5	36.1	82.1	88.3	82.5	64.5	(20.6)	77.2	29.3

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
<b>資產總額</b>	<b>69,178</b>	<b>63,572</b>	<b>69,248</b>	<b>83,051</b>	<b>93,483</b>
<b>流動資產</b>	<b>60,298</b>	<b>54,803</b>	<b>59,682</b>	<b>72,839</b>	<b>82,722</b>
現金及短期投資	21,536	17,435	11,546	4,927	4,391
存貨	26,590	21,777	28,668	40,715	47,080
應收帳款及票據	10,828	14,131	18,009	25,738	29,790
其他流動資產	1,345	1,460	1,460	1,460	1,460
<b>非流動資產</b>	<b>8,880</b>	<b>8,769</b>	<b>9,566</b>	<b>10,212</b>	<b>10,761</b>
長期投資	3,305	2,440	2,642	2,759	2,925
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
<b>負債總額</b>	<b>31,675</b>	<b>27,627</b>	<b>31,243</b>	<b>41,400</b>	<b>47,117</b>
<b>流動負債</b>	<b>30,750</b>	<b>26,967</b>	<b>30,582</b>	<b>40,740</b>	<b>46,456</b>
應付帳款及票據	15,910	13,996	18,425	26,168	30,259
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	14,840	12,970	12,157	14,572	16,197
<b>長期負債</b>	<b>926</b>	<b>660</b>	<b>660</b>	<b>660</b>	<b>660</b>
長期借款	200	-	-	-	-
其他負債及準備	661	601	601	601	601
<b>股東權益總額</b>	<b>37,503</b>	<b>35,945</b>	<b>38,006</b>	<b>41,651</b>	<b>46,366</b>
普通股股本	6,357	6,357	6,357	6,357	6,357
保留盈餘	21,751	19,400	21,462	25,115	29,839
少數股東權益	15	11	10	2	(6)
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	44.1%	(12.0%)	27.4%	43.3%	15.4%
營業收益增長	243.5%	(59.7%)	(10.2%)	101.2%	32.1%
EBITDA	208.4%	(56.6%)	(8.2%)	89.1%	31.0%
稅後純益	204.9%	(51.0%)	(20.6%)	77.2%	29.3%
每股盈餘成長率	205.4%	(51.1%)	(20.6%)	77.2%	29.3%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	24.3%	15.5%	12.7%	13.3%	13.3%
營業利益率	11.9%	5.4%	3.8%	5.4%	6.2%
EBITDA Margin	12.4%	6.1%	4.4%	5.8%	6.6%
稅後純益率	10.9%	6.1%	3.8%	4.7%	5.3%
平均資產報酬率	22.5%	9.9%	7.8%	12.1%	13.5%
股東權益報酬率	41.1%	17.8%	14.0%	23.1%	27.0%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
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	172.3	4,126.0	5,350.9
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	1,547.5	1,016.3	(9.4)	(714.0)	2,361.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1,547.5	1,016.3	(9.4)	(714.0)	2,361.8
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	0.8	0.8
淨負債 (NT\$百萬)	(18,728)	(16,266)	(10,376)	(3,757)	(3,221)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	21.01	10.29	8.16	14.47	18.71
每股現金盈餘 (NT\$)	13.16	9.15	(0.56)	(3.13)	10.32
每股淨值 (NT\$)	58.97	56.53	59.77	65.52	72.95
調整後每股淨值 (NT\$)	59.06	56.53	59.77	65.52	72.95
每股營收 (NT\$)	192.05	168.74	215.05	308.19	355.73
EBITDA/Share (NT\$)	23.89	10.35	9.50	17.96	23.52
每股現金股利 (NT\$)	12.00	6.20	4.92	8.72	11.28
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	2.06	1.62	2.06	2.57	2.56
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
<b>營業收入</b>	<b>121,905</b>	<b>107,264</b>	<b>136,704</b>	<b>195,913</b>	<b>226,136</b>
營業成本	(92,315)	(90,648)	(119,329)	(169,939)	(195,972)
<b>營業毛利</b>	<b>29,590</b>	<b>16,616</b>	<b>17,375</b>	<b>25,974</b>	<b>30,164</b>
營業費用	(15,104)	(10,771)	(12,129)	(15,417)	(16,216)
<b>營業利益</b>	<b>14,487</b>	<b>5,845</b>	<b>5,246</b>	<b>10,556</b>	<b>13,948</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>1,650</b>	<b>2,608</b>	<b>1,395</b>	<b>942</b>	<b>920</b>
利息收入	75	120	290	182	140
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
<b>總營業外費用</b>	<b>(24)</b>	<b>(8)</b>	<b>(154)</b>	<b>(13)</b>	<b>(13)</b>
利息費用	(5)	(6)	(38)	(3)	(3)
投資損失	(17)	(2)	(7)	-	-
其他營業外費用	(2)	-	(110)	(10)	(10)
<b>稅前純益</b>	<b>16,112</b>	<b>8,446</b>	<b>6,487</b>	<b>11,485</b>	<b>14,855</b>
所得稅費用[利益]	(2,778)	(1,911)	(1,297)	(2,297)	(2,971)
少數股東損益	3	4	1	8	8
非常項目	1	(0)	-	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>13,338</b>	<b>6,539</b>	<b>5,190</b>	<b>9,196</b>	<b>11,892</b>
EBITDA	15,167	6,578	6,037	11,416	14,951
每股盈餘 (NT\$)	21.01	10.29	8.16	14.47	18.71

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>8,355</b>	<b>5,815</b>	<b>(358)</b>	<b>(1,988)</b>	<b>6,558</b>
本期純益	13,338	6,539	5,190	9,196	11,892
折舊及攤提	680	733	791	859	1,002
本期運用資金變動	(7,422)	(606)	(6,340)	(12,034)	(6,326)
其他營業資產及負債變動	1,759	(850)	2	(10)	(10)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,204)</b>	<b>(915)</b>	<b>(1,590)</b>	<b>(1,495)</b>	<b>(1,542)</b>
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)
<b>自由現金流</b>	<b>4,598</b>	<b>3,440</b>	<b>(2,739)</b>	<b>(4,116)</b>	<b>4,448</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(3,695)</b>	<b>(7,776)</b>	<b>(3,942)</b>	<b>(3,137)</b>	<b>(5,551)</b>
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)	(3,129)	(5,543)
其他融資現金流	(147)	(22)	(1)	(8)	(8)
匯率影響數	(93)	213	-	-	-
<b>本期產生現金流量</b>	<b>3,364</b>	<b>(2,663)</b>	<b>(5,890)</b>	<b>(6,619)</b>	<b>(535)</b>

**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%	8.9%	7.9%	7.2%
<b>= 營業利益率</b>	<b>11.9%</b>	<b>5.4%</b>	<b>3.8%</b>	<b>5.4%</b>	<b>6.2%</b>
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
<b>= 資本周轉率</b>	<b>9.9</b>	<b>6.9</b>	<b>5.9</b>	<b>5.9</b>	<b>5.9</b>
營業利益率	11.9%	5.4%	3.8%	5.4%	6.2%
x 資本周轉率	9.9	6.9	5.9	5.9	5.9
x (1 - 有效現金稅率)	82.8%	77.4%	80.0%	80.0%	80.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>97.1%</b>	<b>29.2%</b>	<b>18.1%</b>	<b>25.3%</b>	<b>29.0%</b>

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
2023-11-03	增加持股	285.0	220.5
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](http://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。