

華孚 (6235.TW/6235 TT)

在巨大市場潛力中站穩有利位置

增加持股 · 維持

收盤價 November 24 (NT\$)	117.0
12 個月目標價 (NT\$)	205.0
前次目標價 (NT\$)	158.0
調升 (%)	29.7
上漲空間 (%)	75.2

焦點內容

1. 電動車、顯示器相關及大尺寸零部件分別占公司 3Q23 營收的 53%、80%及 40%，呼應目前電動車、智慧座艙及汽車輕量化趨勢。
2. 製程及產能的投資強化公司競爭力，並符合 OEM 車廠客戶需求。
3. 我們預估 2022-25 年營收及 EPS CAGR 將達到 46%及 90%。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	22.60 / 715
流通在外股數 (百萬股)：	193.1
外資持有股數 (百萬股)：	16.59
3M 平均成交量 (百萬股)：	9.61
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	34.35 –172.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-19	2.6	228.2
相對表現 (%)	-22.1	-4.4	211.3

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.52A	0.09A	0.50A	0.70A
2023	1.04A	1.17A	1.04A	1.26F
2024	1.51F	1.78F	2.19F	2.40F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

華孚舉行法說會並更新營運概況。

評論及分析

在汽車輕量化、電動車及智慧座艙趨勢下，抓住鎂鋁合金市場潛力。電動車、顯示器相關及大尺寸零部件分別占公司 3Q23 營收的 53%、80%及 40%，反映公司產品緊跟目前汽車朝向電動車、智慧座艙和輕量化設計之趨勢。管理層表示顯示器相關機構件將持續作為公司 2024-25 年主要營收成長動能，係因 OEMs 車廠尋求鎂鋁合金材料在輕量化、高強度及吸震的優勢，以支持在汽車座艙中採用更多及更大尺寸之顯示器，從而提升華孚產品銷量及平均售價。華孚持續在汽車座艙、ECU、電池及汽車安全結構零部件上提供更多產品，顯示其極欲在 OEM 追求輕量化的趨勢下抓住市場機會。管理層表示全球單車鎂鋁合金採用率低於 15%，且公司於此市場中的市占率為 10-15%，皆存在巨大的上檔空間。

生產及產能的投資帶動強勁成長；我們預估 2022-25 年營收及 EPS CAGR 達 46%以及 90%。基於在手及開發中的汽車專案，公司表示未來 3-5 年有明確的需求展望，並對其制定相應的產能規劃。憑藉 30 年對於鎂鋁合金材料的專業，華孚持續藉由投資能生產更大尺寸結構件之模具、自動化及生產設備增強其競爭力。我們相信華孚在技術完備、生產資源均衡以及產能區域多元化的情況下，於抓住汽車產業中鎂鋁合金市場潛力上已站穩有利位置。管理層預期歐系 OEM 致力於追求電動車趨勢並強化乘客座艙體驗將帶來強勁需求，隱含歐系客戶營收貢獻將由 1Q-3Q 的 46%大幅成長。根據產能擴張計畫及全球 OEM 客戶新型及改款車款的規劃，我們預期華孚 2024-25 年營收將年增 52%及 45%至 89.5 億及 130 億元，EPS 則分別年增 75%及 59%達到 7.88 元及 12.57 元。

投資建議

我們將華孚 12 個月目標價由 158 元上調至 205 元，相當於 2024-25 年 EPS 平均 10.23 元的 20 倍，隱含 75%的上檔空間。我們重申「增加持股」評等，並認為其在全球電動車及智慧座艙趨勢下處於有利位置，股價遭低估。

投資風險

總體環境不確定性下 OEM 車廠延後新車款上市時間。

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)	2,824	4,157	5,903	8,950	13,000
營業毛利 (NT\$百萬)	734	1,135	1,863	2,944	4,282
營業利益 (NT\$百萬)	121	369	937	1,785	2,885
稅後淨利 (NT\$百萬)	165	323	865	1,510	2,408
每股盈餘 (NT\$)	0.96	1.83	4.51	7.88	12.57
每股現金股利 (NT\$)	0.30	0.70	1.81	3.15	5.03
每股盈餘成長率 (%)	(74.9)	89.7	146.7	74.6	59.5
本益比 (x)	121.3	63.9	25.9	14.8	9.3
股價淨值比 (x)	8.2	6.8	5.9	4.7	3.6
EV/EBITDA (x)	54.2	29.7	16.2	9.7	6.2
淨負債比率 (%)	17.7	Net cash	Net cash	0.6	Net cash
殖利率 (%)	0.3	0.6	1.5	2.7	4.3
股東權益報酬率 (%)	6.8	11.2	24.2	35.3	44.1

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：汽車鋁合金同業評價比較

公司	代碼	市值 (百萬 美元)	股價 (當地 貨幣)	EPS (當地貨幣)			盈餘成長性 (%)			本益比 (倍)			股價淨值比 (倍)			ROE (%)			股價報酬表現 (%)		
				2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	3mo.	6mo.	1yr.
華孚科技*	6235.TW	715	117.0	1.83	4.51	7.88	89.7	146.7	74.6	63.9	25.9	14.8	6.8	5.9	4.7	11.2	24.2	35.3	(14.5)	8.3	250.0
雲海金屬	002182.SZ	1,992	21.1	0.95	0.66	1.26	24.0	(30.1)	90.4	22.3	31.9	16.7	3.5	3.2	2.7	16.7	10.1	16.4	5.4	(5.0)	2.3
萬豐奧威	002085.SZ	1,569	6.7	0.39	N.A.	N.A.	144.0	N.A.	N.A.	17.2	N.A.	N.A.	2.3	N.A.	N.A.	14.5	N.A.	N.A.	(8.3)	(8.1)	(15.8)
星源卓錫	301398.SZ	623	73.9	0.70	1.14	1.61	4.8	62.2	41.2	105.1	64.8	45.9	5.9	5.5	5.0	8.3	8.5	11.1	(2.0)	66.9	43.6

* 凱基預估

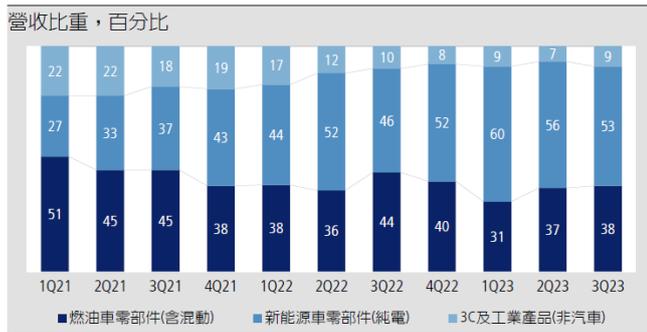
資料來源：Refinitiv、Bloomberg、凱基

圖 2：汽車產品範疇



資料來源：公司資料

圖 3：產業類別所佔營收比重



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：各 OEM 車廠地區所佔營收比重



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：產能擴充計畫

狀態	生產基地	所在國家	業務	土地面積 (萬平方公尺)	建築面積 (萬平方公尺)
運轉中	華復昆山廠	中國	機治具自動化	2.33	2.57
	華孚馬鞍山廠	中國	製造	10.12	7.84
試產中	華營倉山廠	中國	製造	6.33	7.70
建設中	馬鞍山當塗廠	中國	製造	10.39	11.10
規劃中	海陽省	越南	製造	8.90	N.A.

資料來源：公司資料，凱基

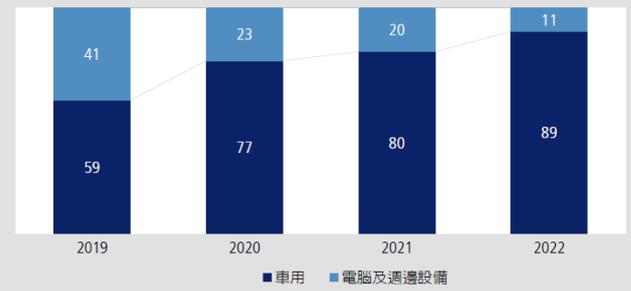
圖 6 公司概況

華孚於 1950 年成立、2004 年上市，提供各式應用之輕量化金屬零件，1997-2017 年期間以 IT 為主軸，其後則轉為車用導向。公司供應車用鎂鋁合金零組件予中高階車款，車用營收 2019-22 年 CAGR 達 42%，2022 年車用營收比重近 90%。公司主要在中國安徽省馬鞍山生產鎂鋁合金零件，目前正積極擴張產能。

資料來源：凱基

圖 7: 營收結構

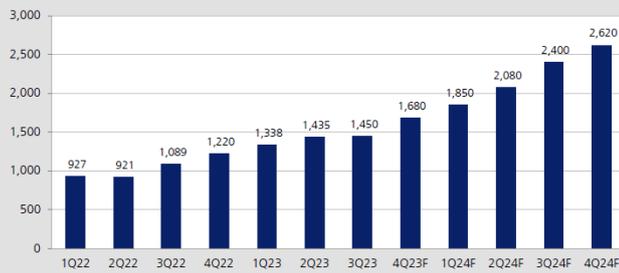
營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 季營業收入

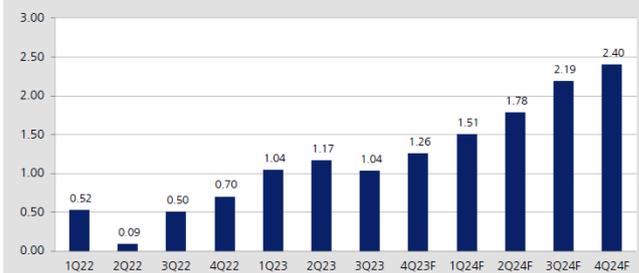
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 每股盈利

每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 毛利率

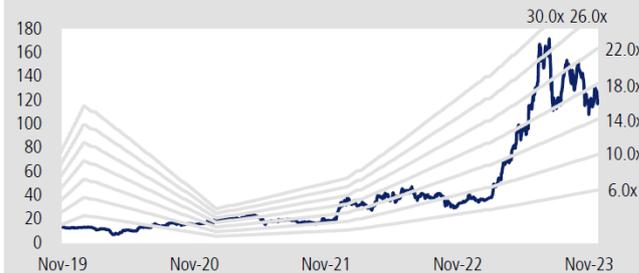
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 未來一年預估本益比區間

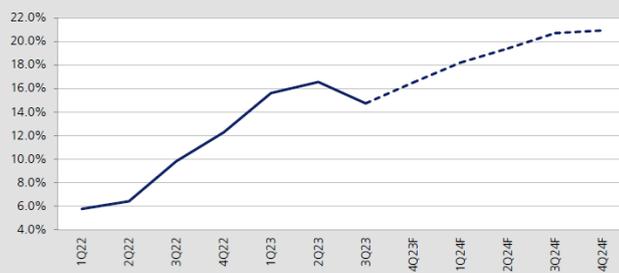
本益比，倍



資料來源：TEJ、凱基

圖 12: 營業利潤率

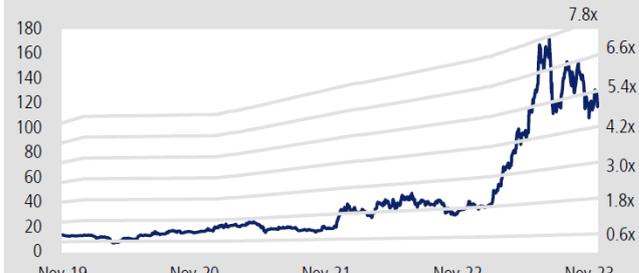
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 13: 未來一年預估股價淨值比區間

股價淨值比，倍



資料來源：TEJ、凱基

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	1,338	1,435	1,450	1,680	1,850	2,080	2,400	2,620	5,903	8,950	13,000
營業成本	(934)	(968)	(992)	(1,146)	(1,243)	(1,394)	(1,603)	(1,766)	(4,040)	(6,006)	(8,718)
營業毛利	404	467	458	534	607	686	797	854	1,863	2,944	4,282
營業費用	(195)	(230)	(244)	(257)	(270)	(283)	(300)	(306)	(926)	(1,159)	(1,397)
營業利益	209	237	214	277	337	404	497	548	937	1,785	2,885
折舊	(88)	(92)	(97)	(158)	(126)	(126)	(136)	(136)	(435)	(524)	(608)
攤提	(3)	(2)	(2)	7	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	300	332	313	428	462	529	633	684	1,372	2,309	3,493
利息收入	2	3	2	3	3	3	3	3	9	12	12
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	30	21	22	20	20	20	20	20	94	80	80
總營業外收入	32	23	24	23	23	23	23	23	102	92	92
利息費用	(9)	(9)	(9)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(38)	(40)	(40)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	0	23	16	3	-	-	-	-	42	-	-
總營業外費用	(9)	14	6	(7)	(10)	(10)	(10)	(10)	4	(40)	(40)
稅前純益	232	275	244	293	350	417	510	561	1,044	1,837	2,937
所得稅費用[利益]	(32)	(50)	(44)	(53)	(61)	(75)	(90)	(101)	(179)	(327)	(529)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	200	224	200	240	289	342	420	460	865	1,510	2,408
非常項目	(0)	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	200	224	200	240	289	342	420	460	865	1,510	2,408
每股盈餘 (NT\$)	1.04	1.17	1.04	1.26	1.51	1.78	2.19	2.40	4.51	7.88	12.57
獲利率 (%)											
營業毛利率	30.2	32.6	31.6	31.8	32.8	33.0	33.2	32.6	31.6	32.9	32.9
營業利益率	15.6	16.5	14.7	16.5	18.2	19.4	20.7	20.9	15.9	19.9	22.2
EBITDA Margin	22.4	23.1	21.6	25.4	25.0	25.4	26.4	26.1	23.2	25.8	26.9
稅前純益率	17.3	19.1	16.8	17.5	18.9	20.0	21.2	21.4	17.7	20.5	22.6
稅後純益率	15.0	15.6	13.8	14.3	15.6	16.4	17.5	17.6	14.7	16.9	18.5
季成長率 (%)											
營業收入	9.7	7.2	1.0	15.9	10.1	12.4	15.4	9.2			
營業毛利	3.4	15.7	(2.0)	16.7	13.6	13.1	16.1	7.2			
營業收益增長	39.4	13.6	(10.0)	29.8	21.5	19.8	23.1	10.4			
EBITDA	28.0	10.7	(5.6)	36.6	8.1	14.5	19.6	8.1			
稅前純益	54.0	18.3	(11.2)	20.2	19.3	19.1	22.4	10.1			
稅後純益	54.1	12.1	(10.9)	20.2	20.0	18.4	22.8	9.7			
年成長率 (%)											
營業收入	44.3	55.8	33.1	37.7	38.2	45.0	65.5	56.0	42.0	51.6	45.3
營業毛利	88.4	102.8	52.7	36.8	50.2	46.9	74.0	59.9	64.2	58.0	45.4
營業收益	290.9	301.3	99.7	85.0	61.1	69.9	132.6	97.8	153.7	90.5	61.6
EBITDA	129.6	140.5	66.6	82.6	54.3	59.5	102.2	60.1	98.7	68.3	51.3
稅前純益	143.4	1847.8	161.6	94.6	50.7	51.6	109.1	91.5	195.4	76.0	59.8
稅後純益	121.6	1362.3	128.5	85.1	44.1	52.3	109.8	91.5	167.7	74.6	59.5

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	5,127	6,084	7,131	8,902	11,555
流動資產	2,525	3,202	4,104	5,397	8,158
現金及短期投資	629	854	892	640	1,292
存貨	671	801	1,071	1,588	2,312
應收帳款及票據	990	1,414	2,008	3,036	4,421
其他流動資產	236	133	133	133	133
非流動資產	2,601	2,882	3,028	3,504	3,396
長期投資	-	-	-	-	-
固定資產	2,292	2,528	2,674	3,150	3,042
什項資產	309	354	354	354	354
負債總額	2,656	2,775	3,303	4,168	5,376
流動負債	2,553	2,628	3,157	4,021	5,229
應付帳款及票據	748	940	1,256	1,863	2,711
短期借款	1,066	671	671	671	671
什項負債	739	1,018	1,230	1,488	1,847
長期負債	103	146	146	146	146
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	80	117	117	117	117
股東權益總額	2,470	3,309	3,828	4,734	6,179
普通股本	1,736	1,915	1,915	1,915	1,915
保留盈餘	534	771	1,290	2,196	3,641
少數股東權益	-	-	-	-	-
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	41.4%	47.2%	42.0%	51.6%	45.3%
營業收益增長		204.4%	153.7%	90.5%	61.6%
EBITDA	110.6%	83.3%	98.7%	68.3%	51.3%
稅後純益	(74.6%)	96.1%	167.7%	74.6%	59.5%
每股盈餘成長率	(74.9%)	89.7%	146.7%	74.6%	59.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	26.0%	27.3%	31.6%	32.9%	32.9%
營業利益率	4.3%	8.9%	15.9%	19.9%	22.2%
EBITDA Margin	13.3%	16.6%	23.2%	25.8%	26.9%
稅後純益率	5.8%	7.8%	14.7%	16.9%	18.5%
平均資產報酬率	3.4%	5.8%	13.1%	18.8%	23.5%
股東權益報酬率	6.8%	11.2%	24.2%	35.3%	44.1%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	43.1%	20.3%	17.5%	14.2%	10.9%
淨負債比率	17.7%	Net cash	Net cash	0.6%	Net cash
利息保障倍數 (x)	14.3	14.3	28.5	46.9	74.4
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.3	0.6	0.7	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	19.6	25.8	19.8	27.4	43.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.3	1.0	1.1	1.5	2.5
流動比率 (x)	1.0	1.2	1.3	1.3	1.6
速動比率 (x)	0.7	0.9	1.0	0.9	1.1
淨負債 (NT\$百萬)	437	(183)	(221)	30	(621)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	0.96	1.83	4.51	7.88	12.57
每股現金盈餘 (NT\$)	1.75	3.89	3.93	5.72	9.17
每股淨值 (NT\$)	14.23	17.28	19.99	24.72	32.26
調整後每股淨值 (NT\$)	14.47	18.75	19.99	24.72	32.26
每股營收 (NT\$)	16.54	23.55	30.82	46.72	67.87
EBITDA/Share (NT\$)	2.21	3.91	7.16	12.05	18.24
每股現金股利 (NT\$)	0.30	0.70	1.81	3.15	5.03
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.59	0.74	0.89	1.12	1.27
應收帳款周轉天數	127.9	124.1	124.1	124.1	124.1
存貨周轉天數	117.1	96.8	96.8	96.8	96.8
應付帳款周轉天數	130.7	113.5	113.5	113.5	113.5
現金轉換周轉天數	114.3	107.4	107.4	107.4	107.4

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	2,824	4,157	5,903	8,950	13,000
營業成本	(2,091)	(3,022)	(4,040)	(6,006)	(8,718)
營業毛利	734	1,135	1,863	2,944	4,282
營業費用	(612)	(766)	(926)	(1,159)	(1,397)
營業利益	121	369	937	1,785	2,885
總營業外收入	70	88	102	92	92
利息收入	3	3	9	12	12
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	68	84	94	80	80
總營業外費用	11	(104)	4	(40)	(40)
利息費用	(15)	(27)	(38)	(40)	(40)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	26	(77)	42	-	-
稅前純益	203	353	1,044	1,837	2,937
所得稅費用[利益]	(38)	(30)	(179)	(327)	(529)
少數股東權益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	(0)	-	-
稅後淨利	165	323	865	1,510	2,408
EBITDA	377	690	1,372	2,309	3,493
每股盈餘 (NT\$)	0.96	1.83	4.51	7.88	12.57

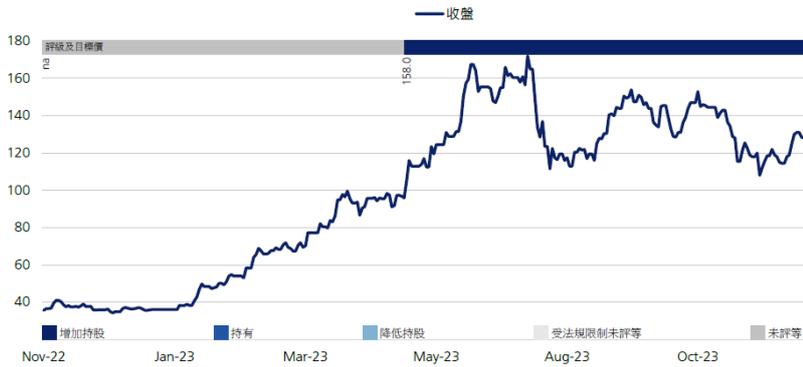
現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	298	686	752	1,095	1,756
本期純益	165	323	865	1,510	2,408
折舊及攤提	255	321	435	524	608
本期運用資金變動	(295)	(495)	(547)	(939)	(1,261)
其他營業資產及負債變動	174	537	-	(0)	-
投資活動之現金流量	(636)	(450)	(580)	(1,000)	(500)
投資用短期投資出售[新購]	1	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(690)	(472)	(580)	(1,000)	(500)
其他資產變動	52	21	-	-	-
自由現金流	(635)	(315)	84	52	1,213
融資活動之現金流量	103	(36)	(134)	(346)	(604)
短期借款變動	256	(441)	-	-	-
長期借款變動	(91)	(44)	-	-	-
現金增資	-	483	-	-	-
已支付普通股股息	(102)	(52)	(134)	(346)	(604)
其他融資現金流	40	17	0	(0)	(0)
匯率影響數	(48)	25	-	-	-
本期產生現金流量	(283)	224	38	(251)	652

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	21.7%	18.4%	15.7%	12.9%	10.7%
= 營業利益率	4.3%	8.9%	15.9%	19.9%	22.2%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.8	0.6	0.5	0.4	0.2
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.0	1.4	1.7	1.9	2.4
營業利益率	4.3%	8.9%	15.9%	19.9%	22.2%
x 資本周轉率	1.0	1.4	1.7	1.9	2.4
x (1 - 有效現金稅率)	81.3%	91.4%	82.9%	82.2%	82.0%
= 稅後 ROIC	3.5%	11.2%	22.2%	31.5%	43.4%

資料來源：公司資料，凱基

華孚 – 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2023-11-09	增加持股	158.0	115.0
2023-08-10	增加持股	158.0	117.0
2023-07-19	增加持股	158.0	128.5
2023-05-16	增加持股	158.0	96.0

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有。