

PC/NB 產業 4Q22 觸底後醞釀反彈

個股	評等	目標價
技嘉(2376)	買進	140 元
華碩(2357)	增加持股	300 元
宏碁(2353)	增加持股	26.5 元
嘉澤(3533)	增加持股	1040 元
健策(3653)	增加持股	456 元
力智(6719)	增加持股	305 元
Nvidia(NVDA)	買進	205 美元

李政穎 Jacky.lee@ctbcasis.com

張晨 Jerry.chang@ctbcasis.com

魏均兆 Kyle.wei@ctbcasis.com

史聖國 Linus@ctbcasis.com

庫存去化，訂單局部回溫，最壞狀況或已過去

- 通膨、戰事、封控等不利影響將持續淡化。
- 品牌廠庫存去化有成，拉貨動能將逐步回溫。
- 最差狀況已過，有助於整體族群評價回升。

疫情紅利消退，宅經濟所帶動的相關需求大幅下降，加上高通膨、俄烏戰事及中國封控等不利因子交互干擾，各項消費性電子產品的需求銳減，2022 年全球 PC/NB 市場正式進入修正期，高基期導致相關公司的營運成長明顯趨緩甚至轉為衰退，也因此壓抑了整體族群的評價，且由於庫存調整尚未告終加上 2023 年的展望仍不明朗，因此目前各界對於 PC/NB 族群仍多抱持保守看法，但中信基於(1)品牌廠庫存去化有成、(2)歐美需求回溫加上中國解封、(3)顯卡價格止跌反彈、(4)Gaming 及電競市場仍深具潛力、(5)美國升息幅度將放緩等面向，認為整體產業的後市並未如市場預期中的悲觀，我們預期 PC/NB 產業在 4Q22 觸底之後將止穩並醞釀反彈，有助於整體族群的評價回升，因此我們此次新增華碩(2357)為增加持股，調升 Nvidia(NVDA)至買進，調升宏碁(2353)及力智(6719)至增加持股，維持技嘉(2376)買進、健策(3653)及嘉澤(3533)增加持股的評等，另外祥碩(5269，買進)及微星(2377，增加持股)仍維持原先的看法不變。

- **CPI 回落，美國 12 月放緩升息步調：**FOMC 12 月會議全數委員同意將政策利率調升 2 碼至 4.25-4.50%區間，為 2022 年 3 月升息以來首次放緩步調，升息幅度符合市場預期。會議聲明稿略為放淡地緣政治對通膨的影響，維持考量累積的緊縮政策對於經濟活動與通膨的滯後影響的相關措辭，雖然 12 月利率點陣圖偏鷹，代表多數委員再度上調升息預期。

但觀察債券市場，美國 2 年期公債殖利率在 FOMC 會議後持續下滑，目前位於 4.17%，低於聯準會政策利率的 4.25-4.5%，代表市場認為 FED 將提早降息，如果過去的關係是成立的，債券市場是對的(10 年美債殖利率不再創新高)，聯準會 12 月可能是最後一次升息，S&P500 很可能在 2023 年 3 月之前落底，現在已經利空不斷的產業，股價可能離底部不遠了。

- **產業變化仍需關注：**伺服器需求反應 Meta 及 AWS 業務量減、人員縮編暫時有壓力，2023 年成長性趨緩，但個別廠商簽約狀況不同，懲罰條款較嚴謹者，訂單被取消者比例較低，如廣達(2382)，相對狀況較好。Intel Sapphire Rapids 伺服器處理器延後上市的可能性，就我們了解美國大型 CSP 仍為 1Q23，可能部分 ODM 較晚，至 2Q23 或 3Q23，並非全面性延遲風險，不過仍需關注後續變化。
- **PC 產業第四季觸底，醞釀反彈：**由各家品牌廠及 ODM 近期的法說會來看，雖然 PC 產業面臨的挑戰仍相對嚴峻，DIGITIMES Research 預估 4Q22 NB 出貨量將 QoQ-12% / YoY-39%，為整體產業今年第二個谷底，但相關股票近期的股價已率先反彈，我們認為 PC 產業的後市未如市場所預期那麼悲觀，主要理由有三：

(1) **2024 年 NB 出貨量恢復成長**：DIGITIMES Research 預估，2023 年 NB 出貨雖然將 YoY-5.2%，但 2024 年 YoY+3.6%，且 2024、2025 年將持續成長(YoY 分別為+7.4%、+2.4%)(圖一)。PC 產業受惠疫情加速數位生活結構性改變，短期雖受通膨、地緣政治、封控等影響壓抑需求，但中長期已成為數位生活不可或缺的剛性需求。

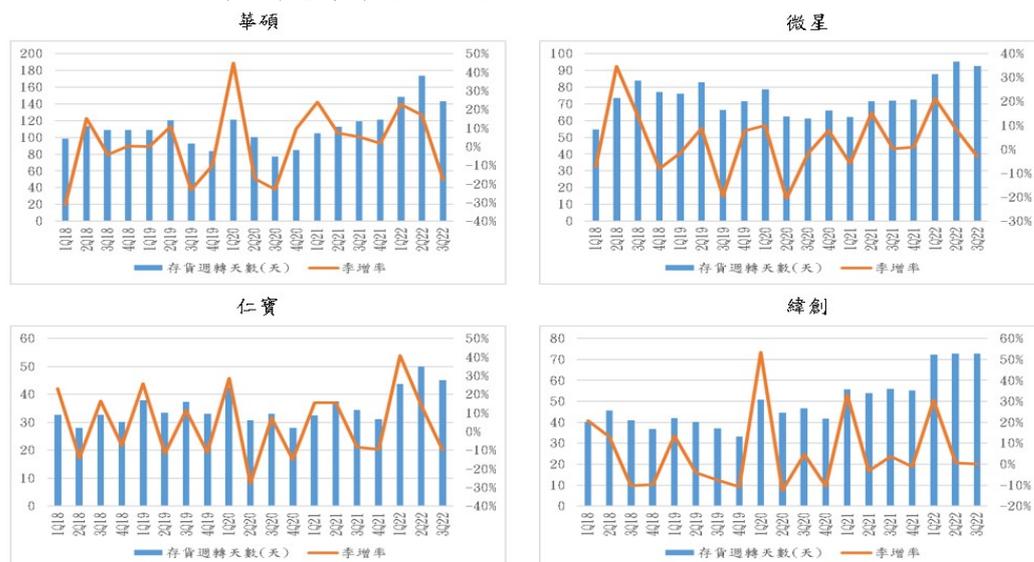
圖一、全球 NB 出貨量與成長率預估



資料來源：DIGITIMES Research，中信投顧整理

(2) **庫存往健康水位發展**：根據 Bloomberg 的數據顯示，3Q22 全球五大 PC 品牌廠(聯想、HP、DELL、宏碁、華碩)的存貨金額僅有 DELL 季增，其餘品牌廠皆有 5~15% 的季減幅度，另以存貨週轉天數來看，HP、宏碁、華碩的週轉天數下降，DELL、聯想雖然週轉天數上升，但週轉天數低於同業水平(DELL 25 天、聯想 53 天)，整體而言，品牌廠庫存去化已初見成效，有助於市場擔憂緩解，因此近期股價出現明顯反彈相對強勢。

圖二、國內 NB 族群近年各季庫存天數變化



資料來源：CMoney，中信投顧整理

(3) **歐美需求回溫，中國解封迎來商機**：根據我們最新的通路訪查，重要銷售檔期包括雙 11、黑色星期五、網購星期一等，季節性假期銷售潮並未消失，仍見到出貨高峰，僅是高峰不如去年。除了歐美消費需求有回升跡象之外，中國近日陸續鬆綁防疫限制，初期醫藥、餐飲、民生必需品將受惠，但隨著整理調整後，PC 等耐久財商品將迎來商機。

(4) **Sell through 端狀況持續改善中**：另外，根據我們近期對供應鏈的訪查，2023 年上游 Sell in 端 PC/NB 下滑約 10%，但終端 Sell through 大約僅下滑 0~5%，比我們 1 個月前所看到的狀況持續在改善中。

- **顯卡價格止跌反彈，RTX 4090 顯卡首波完銷**：今年以來顯卡市場受到消費需求回落、加密貨幣崩盤、以太坊合併淘汰挖礦顯卡等多重利空，導致顯卡出貨的量價齊跌，但近期已經初見落底跡象。根據 TechSpot 最新 GPU 價格追蹤報告，NVIDIA RTX 30 系列 10 月價格幾乎全數較上月上漲，平均漲幅為 4%(表一)，TechSpot 認為主要因為通路庫存減少，各購物網站提供的選擇不多，且觀察到雖然顯卡歷經大跌，RTX 3080 10GB 以下規格仍較 MSRP(官方建議售價)呈現溢價，不若高階顯卡的折價幅度高達 3 成以上，分析與 RTX 40 中低階顯卡要到 2023 年上市有關，各廠商庫存壓力不大，因此沒有大動作降價。此外，由最新上市的 RTX 4090 首波快速完銷來看，挖礦榮景雖不再，然高階遊戲、高解析內容創作及電腦輔助工程 (CAE) 等需求，仍持續推升消費性顯卡市場增長，我們認為整體顯卡市場可望逐漸否極泰來。

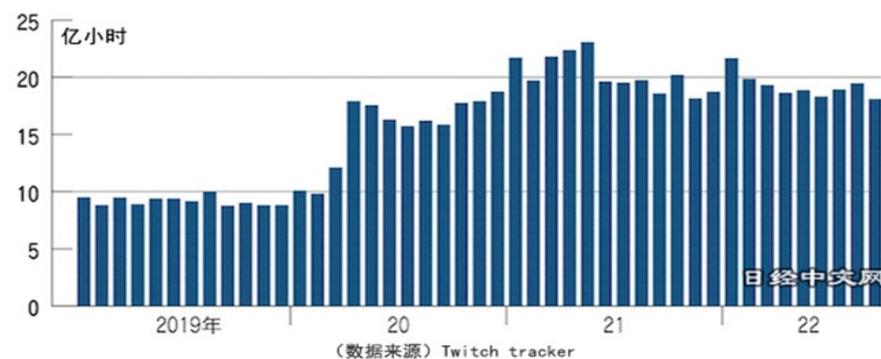
表一、2022 年 10 月顯卡價格調查

	MSRP	Lowest Price September	Lowest Price October	Current Price Inflation	Price Increase Sept to Oct
GeForce RTX 3090 Ti	\$2,000	\$1,030	\$1,080	-46%	5%
GeForce RTX 3090	\$1,000	\$960	\$1,030	-31%	7%
GeForce RTX 3080 Ti	\$1,200	\$800	\$870	-28%	9%
GeForce RTX 3080 12GB	n/a	\$750	\$740	n/a	-1%
GeForce RTX 3080 10GB	\$700	\$740	\$740	6%	0%
GeForce RTX 3070 Ti	\$600	\$610	\$610	2%	0%
GeForce RTX 3070	\$500	\$500	\$540	8%	8%
GeForce RTX 3060 Ti	\$400	\$420	\$430	8%	2%
GeForce RTX 3060	\$330	\$370	\$380	15%	3%
GeForce RTX 3050	\$250	\$275	\$285	14%	4%
Average				-6%	4%

資料來源：TechSpot，中信投顧整理

- **全球遊戲市場深具潛力，玩家數及營業額持續看增**：電玩遊戲為全球最具潛力的產業之一，研調機構 Newzoo 預估 2022 年全球玩家規模為 32 億人 (YoY+4.6%)，2020~2025 年 CAGR 4.2%，2022 年全球遊戲市場營業額為 1,968 億美元 YoY+2.1%，2020~25 年 CAGR 4.7%。遊戲的高參與度具有很強的黏性，即使疫情消退後，玩家熱情依舊不減，遊戲發行平台 Twitch 觀看時間因疫情大幅增加，目前仍遠高於疫情前水準(圖三)。此外，因疫情停辦或僅採線上舉辦的電玩展會，亦將於 2023 年恢復實體舉辦(表二)，預計將推動電玩產業成為 2023 年投資人關注的話題焦點。

圖三、Twitch 觀看時間趨勢圖



資料來源：日經中文網，中信投顧整理

表二、2023 年國際電玩展舉辦日期

電玩展名稱	舉辦日期	近三年舉辦狀況	特色
台北國際電玩展 (Taipei Game Show)	2/2~2/5	2020年停辦，2021及2022年恢復實體舉辦 (但取消B2B商務區)	
美國E3電子娛樂展 (Electronic Entertainment Expo)	6/13~6/15	2020年停辦，2021年僅線上舉辦，2022年停辦	最專業
中國國際數碼互動 娛樂展覽會 (ChinaJoy)	7/29~8/1	2020及2021年實體舉辦(但取消現場演出、 賽事等舞台活動)，2022年僅線上舉辦	
德國科隆國際遊戲 展(Gamescom)	8/23~8/27	2020及2021年僅線上舉辦，2022年恢復實體 舉辦(惟參展人數26.5萬人，僅2019年37萬人的 71%)	最盛大
東京電玩展(Toyota Game Show)	9/21~9/24	2020及2021年停辦，2022年恢復實體舉辦 (惟參展人數13.8萬人，僅2019年26萬人的 53%)	最老牌

資料來源：中信投顧整理

- **電競賽事獎金誘人，2023 杭州亞運將電競列為正式項目：**根據 Esports Earnings 數據顯示，2021 年電競遊戲獎金池排名第一為《Dota2》4,800 萬美元，全年累計 1,036 位參賽者、舉辦 95 場賽事(圖四)，自 2013 年發行以來累計獎金達到 3.1 億美元。預計於 2023 年 9 月舉辦的亞洲運動會(杭州亞運)，首次將電競列為正式競賽項目，預期將推動電競產業蓬勃發展。由於電競玩家對於硬體設備的規格和性能極為講究，在高節奏、瞬息萬變的戲局裡，成為影響賽局勝負的關鍵，促使廠商競推新品升級硬體規格，也將帶動電競 PC 及周邊設備的換機需求。

圖四、2021 年電競獎金池、參賽者、賽事場數

Top Games of 2021			
1. Dota 2	\$47,917,684.65	1036 Players	95 Tournaments
2. PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS Mobile	\$21,769,887.53	1602 Players	78 Tournaments
3. Counter-Strike: Global Offensive	\$21,331,478.62	3370 Players	520 Tournaments
4. Fortnite	\$20,695,648.30	1047 Players	80 Tournaments
5. Arena of Valor	\$17,864,065.67	447 Players	18 Tournaments
6. PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS	\$16,254,288.50	819 Players	78 Tournaments
7. Rainbow Six Siege	\$9,071,781.87	894 Players	96 Tournaments
8. League of Legends	\$8,249,350.11	1571 Players	105 Tournaments
9. VALORANT	\$6,692,591.39	2239 Players	328 Tournaments
10. Call of Duty: Warzone	\$6,156,202.01	808 Players	189 Tournaments

資料來源：esportsearnings，中信投顧整理

表三、PC/NB 族群看好個股及原因

代號	個股	評等	看好理由
2376	技嘉	B	顯卡新品銷售傳出佳音，11 月營收表現亮眼，伺服器取得惠普(HP)等客戶新訂單，投顧上修 2023 年獲利預估，目前評價面仍低。
NVDA	NVIDIA	B	遊戲顯卡供應鏈捎來庫存去化有成及頂級顯卡新品銷售暢旺等正面訊息，大幅減緩 2023 年遊戲業務壓力。資料中心、車用等剛需型業務長線受惠數位轉型、自駕車商機，長線動能無虞。
2353	宏碁	OW	存貨金額連兩季下降，公司認為年底回到正常水位，3Q22 子公司小虎隊營業利益貢獻達 43%，PC 事業可望回穩，將帶動獲利能力提升。
6719	力智	OW	板卡大廠營運自 2Q22 起回溫，顯示下游庫存去化初見成效，後續有利上游相關 IC 業者 2023 年營運提前落底回升。
2357	華碩	OW	3Q22 毛利率預期為近年低點，營利率已止跌反彈，存貨金額減少，優於公司原先設定目標，PC 產業未如市場悲觀，評價面偏低。
3533	嘉澤	OW	2023 年迎來兩大伺服器平台升級效應，有利旗下產品 ASP 提高，加上部份產品市佔率增加，營運展望樂觀。
3653	健策	OW	伺服器、電動車應用產品出貨升溫，持續擴產以因應客戶需求，2023 年營運維持高成長。

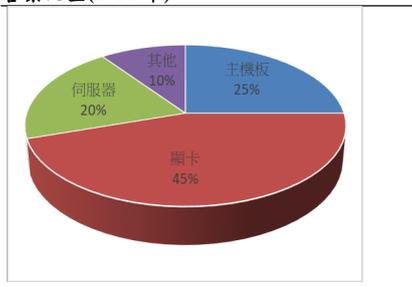
資料來源：中信投顧整理

潛在漲幅	30.8%
前日收盤價	107.00 元
目標價	140.00 元
前次目標價	130.00 元
前次評等	買進

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	6,357
市值(億元)	680
目前每股淨值(元)	54.52
外資持股比(%)	16.82
董監持股比(%)	10.79

營業比重(2021年)



個股與大盤走勢(%)



李政穎

Jacky.lee@ctbcsis.com

主機板

維持評等

技嘉 (2376 TT)

買進(Buy)

顯卡、伺服器雙引擎，扮演 2023 年成長動能

- 顯卡新品銷售傳出佳音，11 月營收表現亮眼
- 伺服器取得惠普(HP)等客戶新訂單
- 投顧上修 2023 年獲利預估，技嘉評價面仍低，建議買進

11 月營收月增三成，新品帶動 ASP 上升：技嘉 11 月營收 108.6 億元 (MoM+32%/YoY-8%)，為今年營收次高，除了反應前月因封控衝擊的伺服器遞延出貨，加上主板、顯卡去化已告一段落，新品出貨比重持續提升，為板卡業務帶來價量齊揚的成長動能。2022 年前 11 月累計營收 984 億元 YoY-14%，年減幅度較上個月收斂。展望 2023 年，公司預期板卡至少個位數成長，伺服器雙位數成長，未來兩季營運展望樂觀。投顧認為，高階顯卡 NVIDIA RTX 4090 自 10 月中旬推出後熱銷供不應求，舊款顯卡 RTX 30 系列報價亦出現反彈，加上觀察國內外 KOL、部落客，多數認為顯卡價格已經落底，建議其閱讀者可以逢低買進顯卡，將有利於板卡業者的出貨量及利潤回升。

伺服器取得惠普(HP)等客戶新訂單：供應鏈透露，技嘉近期首度拿下惠普伺服器大單，而過去僅有戴爾(Dell)急單或小規模訂單，顯示技嘉在品牌代工客戶有所斬獲。在 CSP 客戶部分，Yandex 傳出策略調整，切割俄羅斯境內業務給當地業者，因而技嘉有機會恢復供貨。針對伺服器市場雜音，技嘉認為公司為中型 ODM+SI Channel，自有品牌跟代工客戶並重，客戶屬性較為多元分散，再加上伺服器 CPU 除了 INTEL 以外，還有 AMD 和 ARM Ampere 的平台，整體而言受影響的程度較低。投顧預期技嘉伺服器 2023 年營收將提升至 250 億元 YoY+30%，伺服器佔整體營收達 25%，而技嘉網通事業群 2023 年 1 月分割成立技鋼科技，已為未來 IPO 展開準備，將使得市場更加關注技嘉伺服器的業務動能，有助於公司投資評價提升

投顧上修 2023 年 EPS 預估，建議買進：投顧看好板卡產業谷底已過，技嘉庫存清理有成，4Q22 及 1Q23 高中階顯卡新品陸續上市，且技嘉伺服器客戶數增加動能將延續到 2023 年，加上公司拉升 AMD 伺服器平台比重，掌握 AMD 市佔率提升的契機，可望抵銷 INTEL 新平台遞延上市之不確定性。投顧上修技嘉 2023 年 EPS 預估為 11.31 元，潛在殖利率約 6.1%，具穩定高殖利率特性，維持投資評等為買進，目標價上調至 140 元，為 2023 年預估 EPS 的 12.5 倍。

(百萬元)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
營業收入淨額	60,924	61,781	84,603	121,905	106,075	113,389
營業毛利淨額	10,123	9,591	14,464	29,590	18,383	19,937
營業利益	2,276	1,447	4,218	14,487	6,778	7,796
稅後純益	2,567	1,939	4,374	13,338	6,917	7,188
稅後 EPS(元)	4.04	3.05	6.88	20.98	10.88	11.31
營業收入 YoY(%)	1.73%	1.41%	36.94%	44.09%	-12.99%	6.89%
稅後純益 YoY(%)	-7.89%	-24.44%	125.57%	204.91%	-48.14%	3.92%
本益比	7.58	13.14	9.40	6.44	9.83	9.46
本淨比	0.81	1.05	1.50	2.29	1.73	1.65
股息(元)	3.00	2.20	5.00	12.00	6.20	6.50
殖利率(%)	9.80%	5.49%	7.73%	8.87%	5.79%	6.07%
ROE(%)	10.66%	8.02%	16.92%	41.11%	18.00%	17.82%

註：稅後 EPS 以股本 63.57 億元計算

半導體

調升評等(UG)

Nvidia (NVDA.US) 買進(Buy)

潛在漲幅	23.71%
前日收盤價*	165.71
目標價	205.00
前次目標價	169.00
前次評等	中立

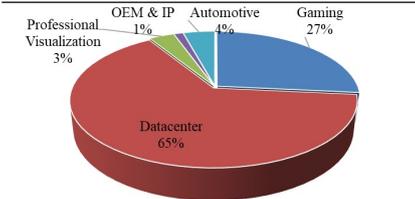
*美元

公司基本資訊

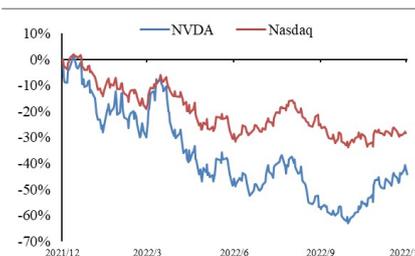
已發行股數(百萬股)	2,506
總市值(百萬元)	407,650
本益比(TTM)	43.95
股價淨值比(LYR)	19.60
股息(元)	0.16
殖利率	0.00
52週最高價	313.30
52週最低價	108.13
月均成交量(千股)	48,285

*美元

營業比重(FY3Q23)



個股與指數走勢(%)



資料來源：Bloomberg

魏均兆

Kyle.wei@ctbcsis.com

遊戲顯卡回穩 資料中心、車用剛需型業務引領成長

- 供應鏈捎來正面訊息，有利遊戲顯卡業務止穩回升
- 資料中心短暫調整，中長期動能無虞；車用攻高階自駕商機
- 受惠 HPC/AI 趨勢，股價跌深帶來長線買進機會

FY3Q23 財報遜於市場預期：Nvidia FY3Q23(截至 2022/10，下為 Non-GAAP)營收 59.3 億美元(QoQ-12%，YoY-17%)，高於市場共識 2%，主要因遊戲業務持續調整，抵銷資料中心、車用成長，毛利率 56.1%(QoQ+10.2ppts，YoY-10.9ppts)低於市場預期，主要因提列約 7 億美元中國資料中心相關庫存，營業利益 15.4 億美元(QoQ+16%，YoY-55%)，營益率 25.9%(QoQ+6.1ppts，YoY-21.8ppts)，稅後淨利 14.6 億美元(QoQ+13%，YoY-51%)，non-GAAP EPS 0.58 美元，低於市場共識 17%。

遊戲業務本季再陷衰退，然供應鏈已捎來正面訊息：展望後市，管理層表示遊戲業務本季衰退反應對通路端較低的出貨以協助終端進行庫存去化，預期本年底(2023/1)庫存將回歸正常水位。投顧觀察近期推出新一代頂級顯卡 RTX4090 上市後市場反應及近期台系板卡業者營收及庫存調整均釋出正面訊息，研判拖累公司今年營運表現的遊戲顯卡業務近期將止穩回升。

資料中心、車用等剛需型業務長線動能無虞：FY3Q23 資料中心營收增速雖因中國市場需求而見放緩，然觀察整體北美 CSP 業者需求仍維持高檔，且新一代高階 H100 GPU 資料中心產品 FY4Q23 起出貨，FY1Q24 起量，將支撐 2023 年營運動能。我們認為短期的總體經濟放緩雖干擾企業客戶資本支出，然而數位轉型作為企業降低固定成本並優化運營效率的解決方案仍持續推動相關需求，投顧預估 Nvidia 資料中心營收未來兩年維持 20%以上成長。車用方面，FY3Q23 營收續創新高，新一代超級晶片 Thor 算力大幅提升下，投顧看好 2025 年 L3/L4 自駕市場將取得先機。

HPC/AI 仍是驅動科技業未來成長的主旋律，長線投資價值契機已浮現，上調評等至買進，目標價 205 美元：鑑於：(1)遊戲顯卡業務將止跌回穩，新款頂級顯卡市場反應佳；(2)資料中心 H100 產品量產出貨將抵銷中國市場疲軟，且推出 A800 產品滿足中國客戶需求；(3)車用業務成長性明確及(4)HPC/AI 中長期前景佳，Nvidia 領先業界的高算力產品應用將擴及各產業成為數位轉型的骨幹，投顧調整財務模型，預估 FY2023/2024/2025 預估 EPS3.28/4.46/5.88 美元(詳第 2 頁表一)。評價方面，Nvidia 目前股價交易於 FY2025 預估 EPS 約 28 倍本益比，為 2017 年以來獲利高速成長期以來倍區間中下緣，考量明後年獲利將重返成長軌道，我們認為年初迄今跌深的股價已帶來長線買進機會，給予目標價 205 美元(FY2025 預估 EPS*35 倍本益比)，投資評等調升至買進。

(百萬元, 美元)	2022	2023(E)	2024(E)	2025(E)	2Q23	3Q23	4Q23(E)	1Q24(E)	2Q24(E)	3Q24(E)
營業收入	26,914	27,031	29,518	36,651	6,704	5,931	6,108	6,727	7,127	7,586
營業毛利	17,969	15,965	19,241	24,157	3,074	3,329	4,000	4,356	4,636	4,957
營業利益	12,690	9,045	11,944	15,442	1,325	1,536	2,229	2,615	2,888	3,123
稅前純益	12,499	8,974	12,000	15,498	1,309	1,512	2,243	2,629	2,902	3,137
稅後 EPS(元)	4.44	3.28	4.46	5.88	0.51	0.58	0.82	0.97	1.08	1.17
毛利率	66.8%	59.1%	65.2%	65.9%	45.9%	56.1%	65.5%	64.8%	65.1%	65.4%
營業利益率	47.2%	33.5%	40.5%	42.1%	19.8%	25.9%	36.5%	38.9%	40.5%	41.2%
稅前純益率	46.4%	33.2%	40.7%	42.3%	19.5%	25.5%	36.7%	39.1%	40.7%	41.4%
ROE	42.3%	29.6%	35.1%	37.4%	5.4%	4.6%	7.3%	8.5%	9.1%	9.5%
營業收入 YoY	61.4%	0.4%	9.2%	24.2%	3.0%	-16.5%	-20.1%	-18.8%	6.3%	27.9%
稅前純益 YoY	86.9%	-28.2%	33.7%	29.2%	-56.7%	-54.6%	-38.1%	-32.8%	121.7%	107.5%

*資料來源: Bloomberg, Nvidia, 中信投顧預估彙整 *採用Non-GAAP財年制, FY3Q23截至2022/10

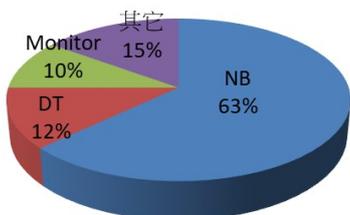
天下 CSR 評選企業
臺灣 ESG 永續指數成分股

潛在漲幅	15.0%
前日收盤價	23.05 元
目標價	26.50 元
前次目標價	23.00 元
前次評等	增加持股

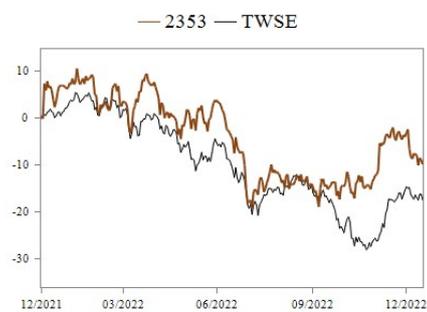
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	30,479
市值(億元)	703
目前每股淨值(元)	22.18
外資持股比(%)	30.91
董監持股比(%)	3.67

營業比重(2021)



個股與大盤走勢(%)



李政穎
jacky.lee@ctbcis.com

PC 品牌

調升評等(UG)

宏碁 (2353 TT)

增加持股

PC 庫存年底回到正常水位，小虎隊財務貢獻持續提升

- 存貨金額連兩季下降，公司認為年底回到正常水位
- 3Q22 子公司小虎隊營業利益貢獻達 43%
- PC 事業可望回穩，將帶動宏碁獲利能力提升

3Q22 本業獲利下滑，然預期將止跌反彈：3Q22 營收 649 億元 QoQ-10%/YoY-20%，毛利率 10.1%(季減 1 個百分點、年減 1.4 個百分點)，營利率僅 1.3%，為自 2Q20 以來單季最低，本業獲利能力低於預期，受惠業外匯兌收益挹注，使得 EPS 為 0.63 元，較前季 0.57 元回升。宏碁因庫存壓力較低，較無與同業需殺價以刺激出貨量的情形發生，導致 3Q22 出貨量市佔率下滑，獲利能力受到影響。3Q22 存貨金額 581 億元 QoQ-8%，存貨週轉天數 94 天，公司認為庫存年底將回到正常水位 400~500 億元區間，且近兩季認列存貨跌價損失已有效縮減，將有助於毛利率及營利率止跌反彈。

子公司小虎隊營收和獲利佔比持續提升：宏碁近年啟動多元事業引擎，透過鼓勵內部創業，將不同服務以子公司的形式 IPO，目前集團共有 9 家上市櫃及興櫃公司。綜觀 2022 年前三季，母公司宏碁淨利 YoY+33%，而已上市子公司除了宏碁智醫仍虧損外，其餘淨利皆有 YoY+30% 以上成長，3Q22 子公司營收合計佔集團總額 16%，營業利益合計貢獻總額 43%。在子公司獲利能力提升，以及 PC 事業可望回穩下，預期宏碁毛利率將持穩在 10% 以上，營利率也將自 3Q22 的低點 1.3% 反彈。未來擬 IPO 子公司有 5 家以上(安圖斯科技、宏碁智通、倚天酷基、博瑞達、聯永基等)，宏碁小虎隊對財務貢獻有望增長。

投顧看好宏碁獲利能力改善，調升投資評等為增加持股：宏碁自今年初即針對庫存提出警告並加以控制，存貨水準低於同業華碩，且公司持續拉高現金部位，3Q22 現金為 313 億元、佔資產 15%，比重為今年單季最高，投顧認為，宏碁 2023 年的現金部位將維持在 250 億元以上的水準，足以支應公司與其關係企業或策略夥伴的持續共同投資。投顧看好宏碁 PC 事業可望回穩，子公司財務表現將逐步受到市場青睞，預估宏碁 2023 年 EPS 為 1.89 元，預估現金股息為 1.4 元，潛在殖利率 6.1%，具有高殖利率題材，調升投資評等為增加持股，目標價 26.5 元(2023 年 EPS x14 倍)。

(百萬元)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
營業收入淨額	242,270	234,285	277,112	319,005	277,878	275,740
營業毛利淨額	25,828	24,717	30,120	37,191	29,832	31,453
營業利益	3,738	3,078	8,936	14,163	7,008	7,928
稅後純益	3,060	2,633	6,029	10,897	6,524	5,756
稅後 EPS(元)	1.00	0.86	1.98	3.58	2.14	1.89
營業收入 YoY(%)	2.11%	-3.30%	18.28%	15.12%	-12.89%	-0.77%
稅後純益 YoY(%)	8.70%	-13.98%	129.03%	80.74%	-40.13%	-11.77%
本益比	15.31	16.99	10.18	7.63	10.77	12.20
本淨比	0.82	0.79	1.03	1.33	1.05	1.00
股息(元)	0.77	0.78	1.50	2.28	1.40	1.40
殖利率(%)	4.98%	5.26%	7.33%	8.23%	6.07%	6.07%
ROE(%)	5.30%	4.53%	10.21%	17.58%	10.00%	8.40%

註：稅後 EPS 以股本 304.79 億元計算

潛在漲幅	15.3%
前日收盤價	264.50 元
目標價	305.00 元
前次目標價	210.00 元
前次評等	降低持股

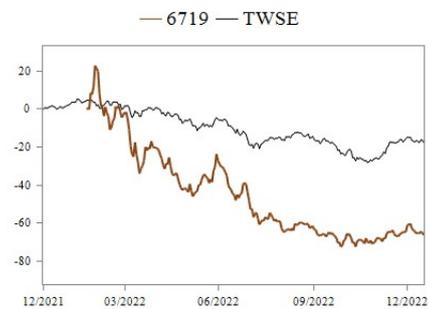
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	783
市值(億元)	207
目前每股淨值(元)	112.01
外資持股比(%)	4.88
董監持股比(%)	25.84

營業比重(2022年前三季)



個股與大盤走勢(%)



魏均兆
Kyle.wei@ctbcasis.com

IC 設計

力智 (6719 TT)

調升評等(UG)

增加持股(Overweight)

供應鏈捎來喜訊 營運可望提前止穩回升

- 板卡廠營收自 2Q22 起探底回升，且釋出庫存去化正面訊息
- 上游 PMIC 業者可望於 4Q22~1Q23 落底，2H23 營運回溫
- 顯卡市況止穩帶來評價提升機會，升評至增加持股

PC、顯卡供應鏈捎來喜訊：力智主營 GPU 內核電源管理相關產品，為美系主要 GPU 品牌廠認證供應商，GPU 及主板電源約佔整體營收 30~35%/25%。1H22 受顯卡市場遇俄烏戰爭、加密貨幣崩盤等亂流影響，管理層數度下修年度成長目標，並預估 4Q22 營收將再季減三成。然而據投顧團隊近期供應鏈調查，以下情況均顯示整體 PC 產業已朝向正面發展，包括：(1)五大 PC 品牌廠(聯想、HP、Dell、宏碁、華碩)3Q22 存貨除 Dell 季增，餘各廠均有 5~15%季減幅；(2)重要銷售檔期如雙 11、黑色星期五、網購星期一等仍見出貨高峰；(3)歐美通路顯卡價格 10 月起止穩；(4)顯卡雙雄 Nvidia、AMD 發表新款高階顯卡迄今，市場銷售狀況佳。

顯卡庫存去化告一段落，上游 IC 業者營運動能可望提前落底：今年以來顯卡市場受消費需求回落、加密貨幣崩盤、以太坊合併淘汰挖礦顯卡等多重利空因素干擾致量價齊跌，但近期價格已見落底止穩跡象。近期台系板卡大廠技嘉(2376 TT)亦表示，主板、顯卡去化已告一段落，舊庫存已有效清理，4Q22 可望恢復成長。投顧觀察力智與台系板卡廠月營收年增率趨勢，上游(PMIC 供應商)營收年增率大致滯後下游(板卡廠)約一至兩季。鑑於近期技嘉、微星、華擎等板卡廠營收降幅已自 2Q22 起陸續落底收斂，推估力智月營收於 4Q22~1Q23 落底可能性提升，加上 Nvidia 中階顯卡將於明年推出，將推動力智 2H23 營運回溫。綜上，為反應 2023 年提前轉佳的顯卡市況及公司維持相對高檔的新產品研發費用，投顧調整財務預估模型，預估 FY2022/2023/2024 EPS 為 16.23/12.59/16.91 元。

顯卡市場回溫使營運提前落底回升，有利評價面提升，調升評等至增加持股，目標價 305 元：評價方面，力智目前股價處於 FY2023/2024 預估 EPS 約 21/16 倍本益比，為上市以來 20~50 倍區間下緣。我們認為供應鏈回暖，及公司積極切入成長性較佳的資料中心電源領域均為評價帶來提升的機會，擬給予目標價 305 元(FY2024 預估 EPS*約 18 倍本益比)，上調評等至增加持股。

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
營業收入淨額	2,815	4,199	5,951	6,181	5,909	7,348
營業毛利淨額	914	1,456	2,493	2,597	2,389	3,095
營業利益	81	521	1,363	1,402	1,183	1,612
稅後純益	72	438	1,113	1,265	985	1,324
稅後 EPS(元)	1.03	6.27	15.75	16.23	12.59	16.91
營業收入 YoY(%)	-21.11%	49.15%	41.71%	3.86%	-4.40%	24.36%
稅後純益 YoY(%)	-85.45%	508.40%	154.40%	13.67%	-22.11%	34.36%
本益比	--	--	--	16.30	21.00	15.64
本淨比	--	--	--	2.33	2.10	1.85
股息(元)	0.00	1.50	7.49	9.00	9.50	10.00
殖利率(%)	--	--	--	3.40%	3.59%	3.78%
ROE(%)	5.50%	28.40%	47.68%	21.45%	10.50%	12.56%

註：預估稅後 EPS 以股本 7.83 億元計算；註 2：公司於 2022/1/13 掛牌上市

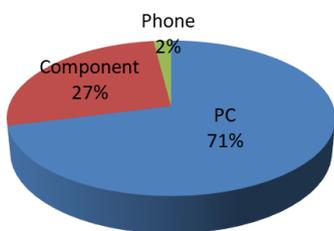
臺灣 ESG 永續指數成分股

潛在漲幅	13.0%
前日收盤價	265.50 元
目標價	300.00 元
前次目標價	---
前次評等	---

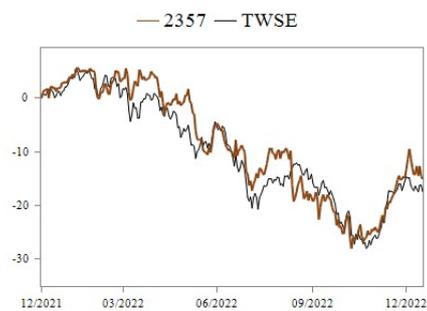
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	7,428
市值(億元)	1,972
目前每股淨值(元)	291.39
外資持股比(%)	41.90
董監持股比(%)	5.70

營業比重(3Q22)



個股與大盤走勢(%)



李政穎
jacky.lee@ctbcis.com

PC 品牌

華碩 (2357 TT)

首次評等

增加持股

庫存去化進度優於預期，獲利能力可望回升

- 3Q22 毛利率預期為近年低點，營利率已止跌反彈
- 3Q22 存貨金額減少，優於公司原先設定目標
- PC 產業未如市場悲觀，華碩評價面偏低，有利股價向上

PC 產業未如市場預期悲觀：儘管由各家品牌廠及 ODM 釋出展望來看，PC 產業面臨的挑戰仍相當嚴峻，DIGITIMES 預估 4Q22 NB 出貨量將 QoQ-12%/YoY-39%，為整體產業今年第二個谷底，但相關股票近期股價已率先反彈，投顧認為 PC 產業未如市場悲觀，主要理由為：1) 2024 年 NB 出貨量將恢復成長，中長期 PC 已成為數位生活不可或缺剛性需求；2) 庫存往健康水位發展，投資人擔憂情緒緩解；3) 歐美需求回溫，中國解封迎來商機。

華碩 3Q22 毛利率創五年最低，但獲利已見好轉跡象：華碩 3Q22 營收 1,448 億元 QoQ+14%/YoY+4%，然而毛利率僅 12.7%(季減 0.8 個百分點、年減 6.3 個百分點)，創下近五年最低，不如市場預期，主要為加速庫存去化所致。投顧認為，儘管華碩獲利能力面臨挑戰，但已見好轉跡象，主要因為：1) 毛利率已回到疫情前低點，再往下探機會不大；2) 費用控制得宜，費用率有下降趨勢；3) 板卡新品上市，可望帶動 ASP 提升。投顧預估 4Q22、1Q23 營收將分別 QoQ-9%、-7%，但自 2Q23 起營收逐季回升。

庫存去化進度優於預期，存貨金額與天數明顯下降：華碩 3Q22 存貨金額減少 321 億元(QoQ-15%)，優於公司原先設定目標減少 200~300 億元，存貨週轉天數由 174 天下降至 143 天，庫存問題已見改善。同時公司 2022 年前三季已提列存貨跌價損失 162 億元、佔存貨金額 8.8%，較過往有提列存貨跌價損失的年度，如 2018 年提列 29 億元、佔比 3%，2021 年提列 46 億元、佔比 2.8%，金額和佔比都更高，投顧認為華碩後續提列的存貨跌價損失可望縮減，有助於毛利率回升。

預估 2023 年 EPS 24.2 元，評價面偏低，具高殖利率：公司近年強化創新研發及分眾策略，消費性 NB 主打價值含量高的 OLED、創作者系列，電競 NB 及週邊產品布局完整，佔整體營收比重達 40%。投顧認為 PC 產業將否極泰來，華碩可望成為主要受惠股，預估華碩 2023 年 EPS 為 24.2 元水準，預估本益比為 11 倍，位於本益比區間中間水準，潛在殖利率約 7.5%，具高殖利率題材，給予首次投資評等為增加持股，目標價 300 元(2023 年 EPS x12.5 倍)。

(百萬元)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
營業收入淨額	354,188	351,330	412,780	535,239	542,004	533,710
營業毛利淨額	52,014	53,488	73,226	110,316	79,048	74,239
營業利益	16,976	11,617	24,957	49,326	19,798	15,374
稅後純益	4,235	12,139	26,558	44,550	21,802	17,996
稅後 EPS(元)	5.70	16.34	35.75	59.98	29.35	24.23
營業收入 YoY(%)	-8.34%	-0.81%	17.49%	29.67%	1.26%	-1.53%
稅後純益 YoY(%)	-72.76%	186.62%	118.79%	67.75%	-51.06%	-17.46%
本益比	25.08	10.74	5.63	5.44	9.05	10.96
本淨比	0.66	0.74	0.74	1.04	0.77	0.70
股息(元)	15.00	14.00	26.00	42.00	20.00	17.00
殖利率(%)	10.49%	7.97%	12.91%	12.86%	7.53%	6.40%
ROE(%)	2.52%	7.18%	14.03%	20.53%	8.94%	6.71%

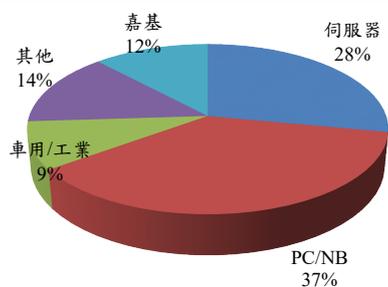
註：稅後 EPS 以股本 74.28 億元計算

潛在漲幅	17.0%
前日收盤價	889.00 元
目標價	1,040.00 元
前次目標價	690.00 元
前次評等	增加持股

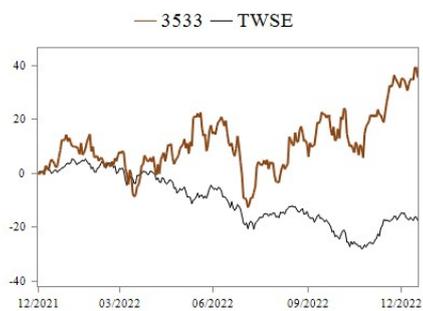
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,081
市值(億元)	961
目前每股淨值(元)	198.08
外資持股比(%)	32.79
董監持股比(%)	9.06

營業比重



個股與大盤走勢(%)



張晨
Jerry.chang@ctbcisis.com

連接線器

維持評等

嘉澤 (3533 TT)

增加持股(Overweight)

伺服器換機潮效應，2023 年營運展望正向

- 嘉澤 3Q22 產品組合轉佳加上匯兌收益，獲利再度創高
- 兩大伺服器平台陸續推出，換機潮可望啟動
- 市佔提高+ASP 走揚，雙重效應有利嘉澤長期營運

嘉澤 3Q22 獲利創新高，AMD 新平台 4Q22 正式發表：嘉澤 3Q22 營收 72.6 億元 (QoQ+9.2%、YoY+26.8%)，雖然營收因伺服器需求佳而維持高檔，不過因中國廠勞工成本增加，使得 3Q22 毛利季減 2.1 ppts 來到 41.5%，另外台幣貶值的匯兌收益挹注 5.27 億 (約佔當期稅前純益的 22%)，嘉澤 3Q22 稅後 EPS 為 17.92 元 (QoQ+26%、YoY+105%)，創下歷史新高。展望 4Q22，雖有 AMD 新平台 Genoa 上市效應，不過由於 10 月的中國連假及現階段產業相對較淡的因素，加上台幣反轉走升，相對不利於獲利表現，投顧預估 4Q22 獲利將較 3Q22 減少 21%。

兩大新平台效應，預期 2023 年伺服器比重將持續提高：展望 2023 年，伺服器新平台部分，AMD Genoa 已於 4Q22 推出，Intel Eagle Stream 預計於 1Q23 發表，雖然正式上線前仍存在些許不確定性，不過投顧認為隨著換機潮啟動，雙平台滲透率可望逐季成長，且嘉澤 Eagle Stream 市佔率由前代 10 多%提升至 30%左右，預期 Socket E 出貨量顯著提高。DT 部分，Intel Alder Lake 自 4Q21 發表後滲透率已來到 60~70%，對應的 socket V 針腳數由 1,200 針提升至 1,700 針，由於製程難度提高，嘉澤產品 ASP 可提升 20~30%，帶動營收走揚。由於嘉澤受惠部分產品市佔提高及 CPU 規格升級帶動插槽單價提升的兩大效應，且伺服器佔比將隨換機潮而增加，因此投顧正向看待嘉澤營運展望，預估 2023 年/2024 年 EPS 分別為 65.01 元/71.91 元。

產業寡占特性，嘉澤長期評價可望優於產業平均：隨著消費性產品庫存持續調節，投顧認為整體需求可望於 2H23 溫和回升，而嘉澤為全球前三大 CPU 插槽供應商，產業地位特殊，其插槽產品與晶片原廠緊密連結，加上製程困難，長期屬於寡占市場，全球僅有 TE、Amphenol、FIT、嘉澤等少數玩家，CPU 持續升級效應使得相關廠商雨露均霑，加上銅價 2021 年高峰期已過，有利成本控制，因此投顧看好嘉澤長期營運展望。評價部分，近年平均 PER 約在 8~20 倍之間，考量嘉澤產業地位及後續展望，我們認為公司長期可望保持優於連接器產業的平均水準，因此維持增加持股評等，目標價 1,040 元，評價基礎為 16 倍 PER 及 2023 年預估 EPS。

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
營業收入淨額	15,089	17,291	21,392	26,912	30,482	33,265
營業毛利淨額	5,468	6,930	8,557	11,413	13,434	14,812
營業利益	2,751	3,708	4,359	6,845	8,536	9,601
稅後純益	2,076	2,732	3,472	6,310	6,923	7,658
稅後 EPS(元)	20.06	26.40	32.73	58.37	64.04	70.84
營業收入 YoY(%)	13.35%	14.60%	23.71%	25.80%	13.27%	9.13%
稅後純益 YoY(%)	29.06%	31.61%	27.08%	81.72%	9.72%	10.62%
本益比	14.92	17.10	22.28	15.23	13.88	12.55
本淨比	2.63	3.46	4.67	4.15	3.80	3.49
股息(元)	10.50	13.30	15.92	35.55	39.01	43.15
殖利率(%)	3.50%	2.95%	2.14%	4.00%	4.39%	4.85%
ROE(%)	19.47%	21.59%	22.87%	31.51%	28.58%	29.00%

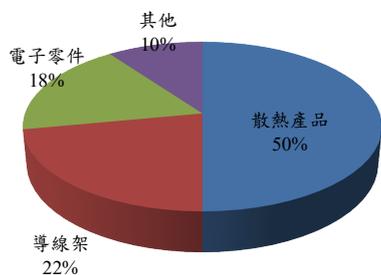
註：稅後 EPS 以股本 10.81 億元計算

潛在漲幅	14.4%
前日收盤價	398.50 元
目標價	456.00 元
前次目標價	460.00 元
前次評等	增加持股

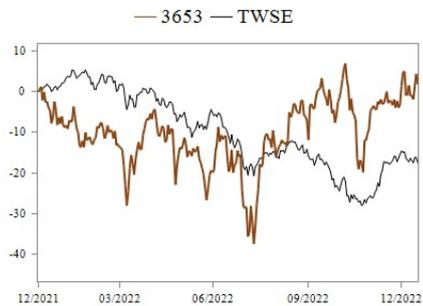
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,361
市值(億元)	542
目前每股淨值(元)	61.91
外資持股比(%)	11.30
董監持股比(%)	28.14

營業比重



個股與大盤走勢(%)



張晨
Jerry.chang@ctbcis.com

電子零組件

維持評等

健策 (3653 TT)

增加持股(Overweight)

伺服器、電動車推升長期營運動能

- 散熱產品出貨持續放量，健策 3Q22 獲利創高
- 客戶需求強勁，健策大園三廠持續建設中，預計 1H24 放量
- 健策長期競爭力佳，市場評價可望維持高檔

均熱片/IGBT 水冷散熱模組需求強勁，帶動健策 3Q22 獲利創新高：健策主力產品均熱片及車用 IGBT 散熱模組出貨持續放量，帶動 3Q22 營收 32.4 億創高，因產品組合影響及部分原料跌價損失，使得毛利率季減 2.8 ppts 至 34.4%，業外部分則有匯兌利益 2.2 億，EPS 5.95 元，再創歷史新高。展望 4Q22，健策 10 月/11 月營收分別為 11 億/11.9 億，已達 3Q 營收的 71%，投顧認為 4Q22 營收仍可望再創新高，然而因 3Q22 有大額匯兌收益，預估 4Q22 獲利季減但營業利益仍小幅成長。

AMD、Intel 挹注加上電動車趨勢不變，2023 年營運展望樂觀：展望 2023 年，長期合作夥伴 AMD 在伺服器市佔率提高，加上新平台 Genoa CPU 封裝面積增加，帶動健策均熱片 ASP 同步上揚，另外在伺服器 ILM 扣件市佔率提升，可望受惠 Intel 及 AMD 新平台推出後的換機潮，電動車 IGBT 散熱模組部分則已布局多年，主要搭配晶片商出貨給下游電動車廠，雖然目前佔比較小，不過 2022 年累積 YoY+119%，未來可望隨電動車發展而高度成長。因應客戶需求，健策 2022 年資本支出增加至 12 億，主要用於擴建產能及添購電鍍、沖壓等製程設備，大園二廠已於 4Q22 滿載，因該廠擁有較先進的設備及製程技術，投顧認為對 2023 年營運將有顯著貢獻，另外大園三廠預計於 1H24 加入量產，隨產能陸續加入，投顧正面看待健策營運展望，預估 2023 年/2024 年 EPS 為 21.74 元/26.35 元，YoY 分別成長 13.5%及 21.2%。

旗下產品線皆具成長潛力，投顧維持增加持股評等：健策終端應用皆屬於未來展望較佳的產品，如伺服器、電動車等，旗下均熱片為 CPU 散熱領域不可或缺的零組件，健策為台灣少數均熱片供應商，主要競爭對手皆為國際廠商，投顧看好 2023 年健策均熱片市佔率達全球第一，旗下散熱產品比重重回 50%，將帶動營運長期成長。評價部分，近年健策 PER 區間約在 16~35 倍之間，顯示市場樂觀看待公司營運，投顧亦看好其產業地位，考量電動車、伺服器及晶片算力提升帶來更多散熱需求等趨勢，我們維持健策增加持股的評等，目標價 456 元，評價基礎為 21 倍 PER 及 2023 年預估 EPS。

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
營業收入淨額	5,489	6,845	8,801	11,992	14,990	17,302
營業毛利淨額	1,663	1,999	2,758	4,113	5,308	6,255
營業利益	962	1,119	1,710	2,815	3,727	4,503
稅後純益	781	1,000	1,196	2,574	2,923	3,543
稅後 EPS(元)	6.45	8.27	9.78	18.92	21.48	26.03
營業收入 YoY(%)	17.23%	24.72%	28.57%	36.25%	25.00%	15.42%
稅後純益 YoY(%)	58.11%	28.14%	19.59%	115.23%	13.55%	21.19%
本益比	30.80	26.18	36.78	21.07	18.55	15.31
本淨比	4.12	4.05	6.28	5.70	5.22	4.73
股息(元)	5.00	6.00	6.00	11.49	13.04	15.81
殖利率(%)	2.48%	2.78%	1.65%	2.88%	3.27%	3.97%
ROE(%)	14.42%	16.16%	17.67%	31.03%	29.36%	32.42%

註：稅後 EPS 以股本 13.61 億元計算

投資評等說明

個股評等	定義
買進	預期未來三~六個月潛在報酬率 $> +20\%$
增加持股	預期未來三~六個月潛在報酬率 $+10\% \sim +20\%$
中立	預期未來三~六個月潛在報酬率 $-10\% \sim +10\%$
降低持股	預期未來三~六個月潛在報酬率 $-10\% \sim -20\%$
賣出	預期未來三~六個月潛在報酬率 $< -20\%$

免責聲明

本報告係本公司於特定日期就現有資訊所提出，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，本公司將不做預告或更新；而且本報告並非依特定投資目的或特定對象之財務狀況所完成，因此，本報告之目的並非針對客戶於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關商品提供詢價或推介服務，亦非進行交易之要約。投資人應自行考量本身之需求、投資風險及承受度，並就投資結果自行負責，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負擔任何法律責任。非經本公司同意，任何人不得將本報告加以引用或轉載。

中國信託金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業（以下稱“中信金集團”）從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、信託、證券經紀、證券承銷、保險、證券投資信託、自有資金投資等。中信金集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。中信金集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。中信金集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。中信金集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。中信金集團之自營、資產管理及其他投資業務所做之投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。