

神達 (3706)

個股資料

評等：	買進
目標價：	39.50
收盤價：	32.90
每股淨值：	48.83
PER：	21.79
PBR：	0.67
外資持股：	12.90%
投信持股：	0.07%
融資使用率：	4.96%
融券使用率：	0.04%

產品組合

產品項目	營收比重(%)
雲端運算產品	77.5
汽車電子與智慧物聯網產品	15.2
其他	7.3

配股息資訊

現金股息	1.30
股票股利	0.00
除息日	2022/03/29

研究員聯絡方式

訪談方式：	座談會
研究員：	李昱廣
電話：	(02) 25456888
電子信箱：	8977@entrust.com.tw

評等定義：

強力買進	未來一季可能有25%以上空間
買進	未來一季可能有10~25%空間
區間持有	未來一季可能有0~10%空間
中立	未來一季可能<0%

投資建議

- 神達投資評等區間買進，目標價 39.5 元；隱含漲幅 20.1%，預估 2023 年稅後 EPS 1.5 元，投資建議在本益比 21~26 倍區間操作，主要理由如下：
 - (1) 公司目前訂單能見度 3 個月，稼動率較去年同期低，整體需求較疲弱，但預期 H2 將會有急單需求，看好公司 H2 營運表現將優於 H1。
 - (2) 神達與勤誠(8210)將於 H2 接手 Intel 品牌伺服器業務，相對於過去是神達與勤誠交貨給 Intel，Intel 增加一定銷售成本及利潤之後賣給系統整合商，未來這一段獲利將可望由神達承接受惠，看好神達今年本業將優於去年，明年本業轉虧為盈。

訪談摘要

- 神達投資控股核心業務分為雲端運算產品事業與汽車電子與智慧物聯網產品事業兩部份，雲端運算產品事業主要由旗下神雲科技從事伺服器、儲存設備、工業電腦等產品品牌與代工，汽車電子與智慧物聯網產品事業則由旗下神達數位提供行車紀錄器、汽車導航、車用電子等其他終端產品品牌與代工。
- 處分投資方面，公司於 2022 年處分投資利益 100.9 億元，貢獻 EPS 8.36 元。2021 年處分投資利益 137.8 億元，貢獻 EPS 11.42 元。公司近兩年業外利益主要來自處分 Concentrix(CNXC)部分持股及中國資產所致。
- 權益法投資方面，公司 Q1 持有神基(3005)31.4%股權，持有 Concentrix(CNXC)9.4%股權。因公司於 3Q22 出售 Concentrix 部分股權，因此持股比例下降，對該公司喪失重大影響力，故目前 Concentrix 已轉列於 FVOCI(透過其他綜合損益按公允價值衡量之金融資產)，預期今年公司來自業外利益將減少。
- 匯兌方面，公司於 Q1 匯兌損失 5,265 萬元，影響 EPS -0.04 元，2022 年匯兌利益 1.7 億元，貢獻 EPS 0.14 元。

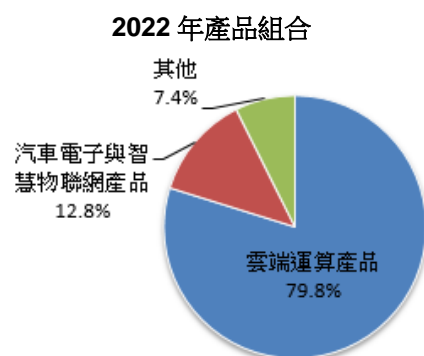
年度 EPS 預估

單位：億元、元

年度	營收	毛利率 (%)	營益率 (%)	業外收支率 (%)	股本	稅前純益	稅前 EPS	稅後 EPS
2019	358.3	14.5	1.4	7.0	107.7	30.8	2.90	2.65
2020	411.5	11.2	0.2	7.1	120.7	29.8	2.50	2.45
2021	421.9	10.3	0.1	44.2	120.7	187.0	15.65	10.01
2022	478.3	8.0	-2.5	26.2	120.7	113.4	9.47	7.76
2023(F)	454.5	11.6	-1.2	4.5	120.7	15.0	1.24	1.51

訪談內容

公司主要產品



神雲伺服器業務客戶包括企業、中系與美系的大型資料中心，企業與資料中心占比各5成

- 神達投資控股成立於 2013 年，公司核心業務分為雲端運算產品事業與汽車電子與智慧物聯網產品事業兩部份，雲端運算產品事業主要由旗下神雲科技從事伺服器、儲存設備、工業電腦等產品品牌與代工，汽車電子與智慧物聯網產品事業則由旗下神達數位提供行車紀錄器、汽車導航、車用電子等其他終端產品品牌與代工。
- 公司生產基地分別位於竹科、中國佛山、崑山、美國加州、印度。
- 神達旗下神雲伺服器代工部分，客戶包括 Twitter、OVH、Inspur、Intel、Amazon、Dell 等廠商，亦經營自有品牌 TYAN(泰安)；神數車用電子也有 Mio、Magellan、Navman 等自有品牌銷售產品。
- 公司的競爭對手主要為鴻海(2317)、廣達(2382)、緯創(3231)、英業達(2356)、緯穎(6669)等國內上市公司。
- 2022 年公司銷售地區比重：內銷占 4.2%；外銷占 95.8%(美國占 52.6%；歐洲占 15.3%；其他占 27.9%)。

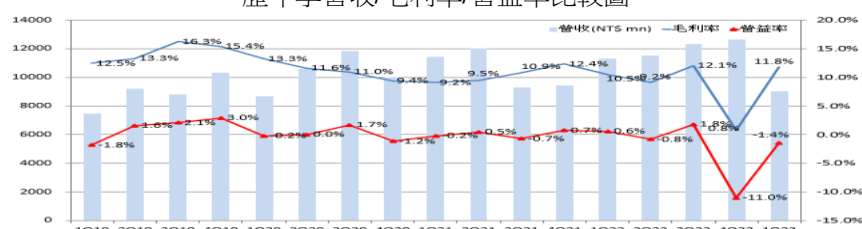
年度產品組合與預估

單位：億元

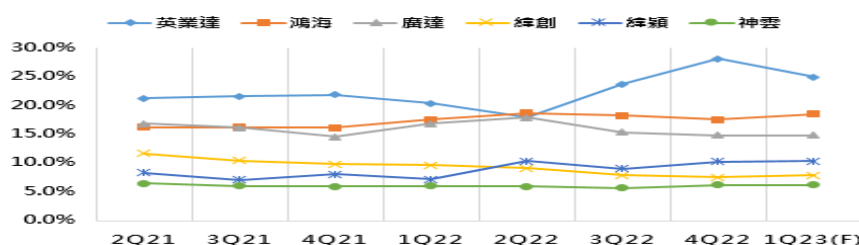
年度	2021				2022				2023(F)			
	產品項目	營收	比重	YoY	營收	比重	YoY	營收	比重	YoY		
雲端運算產品	334.1	381.7	79.8%	14.2%	354.5	78.0%	-7.1%					
汽車電子與智慧物聯網產品	48.1	61.2	12.8%	27.3%	68.2	15.0%	11.4%					
其他	39.7	35.4	7.4%	-10.8%	31.8	7.0%	-10.1%					
合計	421.9	478.3	100%	13.4%	454.5	100%	-5.0%					

資料來源：神達，華南投顧整理

歷年季營收/毛利率/營益率比較圖



伺服器代工廠全球出貨比重變化



資料來源：Digitimes，華南投顧整理

近期營收及獲利表現

- 神達 5 月營收 34.8 億元，YoY -23.5%，MoM -6.0%，累計 YoY -14.3%。Q1 營收 90.2 億元，QoQ -28.5%，YoY -20.2%。2022 年營收為 478.3 億元，年成長 13.4%。Q1 稅後 EPS 0.13 元，YoY -70.5%。

產業應用變化

- Q1 營收比重：雲端運算產品(神雲科技)占 77.5%；汽車電子與智慧物聯網產品(神達數位)占 15.2%；其他(神達電腦)占 7.3%，相較於去年同期，雲端運算產品營收 YoY -21.3%；汽車電子與智慧物聯網產品 YoY -12.8%；其他(神達電腦)YoY -23.4%。

營運現況與今年展望

- 神達 4Q22 受客戶 Twitter 組織重整，延遲付款與提貨，單季轉虧、Q1 亦仍有部分影響。公司 Q1 在總體經濟不佳、客戶端尚處於庫存調整期之下走緩，Q2 雖已見回溫、但動能不強，H2 能見度亦不太高，全年將以審慎保守因應，不過仍期待有部分急單挹注。
- 雲端運算產品方面，Intel DSG 業務在 2021 年第三代 XEON 處理器(Ice Lake)時，將 DSG 部門的伺服器主機板設計製造交由神達獨家負責，勤誠(8210)則做機箱系統組裝，目前雙方合作已經跨入第四代 Sapphire Rapid 平台，Intel 計畫 Q2 末結束產品業務，後續的既有客戶下單，就授權由神達接手。
- 神達接手 Intel 的預製伺服器系統產品製造事業，預計 2023 年 7 月開始出貨，對以伺服器準系統(Barebone)出貨為主的神達來說，將是新契機，由於整機出貨 ASP 較準系統高 10 倍，預期將挹注公司後續營收成長動能。

未來成長動能

- 神達 AI 伺服器出貨以準系統為主，出貨占比需視客戶拉貨而定，高峰時單月出貨占比達 10~20%，AI 產品的毛利較高，短期預估會有整機出貨的機會，屆時 AI 營收比重可望拉高。
- 公司 AI 伺服器產品目前已陸續出貨，加上在 5G O-RAN 伺服器也自今年起小量向電信運營商客戶出貨，預期 2024 年後就會逐步發酵。
- ARM 架構的軟體定義型伺服器產品方面，目前客戶端亦有很高的詢問度，現在多已進入 PoC(概念驗證)階段，預計 2024 年後也將有更多的導入機會，挹注公司未來營運動能。

資本支出

- 公司 2022 年資本支出 8.6 億元，YoY -14.7%，公司預期今年資本支出 3,000 萬美金，主要運用於智能/自動化專案、太陽能板建置、設備汰舊換新。

歷史淨值比區間



年季	營收	毛利率(%)	營益率(%)	業外收支率(%)	股本	稅前純益	稅前 EPS	稅後 EPS
202201	113.1	10.5	0.6	5.4	120.7	6.8	0.57	0.44
202202	115.5	9.2	-0.8	6.3	120.7	6.4	0.53	0.44
202203	123.5	12.1	1.8	88.1	120.7	111.0	9.27	7.17
202204	126.3	0.8	-11.0	2.5	120.7	-10.7	-0.90	-0.29
202301	90.2	11.8	-1.4	3.7	120.7	2.1	0.17	0.13
202302(F)	119.4	10.5	-2.5	4.2	120.7	2.0	0.17	0.34
202303(F)	121.2	12.0	-1.0	5.4	120.7	5.3	0.44	0.52
202304(F)	123.6	12.1	0.1	4.4	120.7	5.6	0.46	0.53

年月	一	二	三	四	五	六	七	八	九	十	十一	十二
2022年	41.3	29.1	42.7	30.3	45.5	39.6	40.5	38.2	44.8	43.6	38.9	43.8
2023年	26.6	23.1	40.4	37.1	34.8	47.6	41.5	37.5	42.3	39.6	41.2	42.9
MOM	-39.2%	-13.1%	74.5%	-8.3%	-6.0%	36.6%	-12.8%	-9.6%	12.8%	-6.3%	4.0%	4.1%
YOY	-35.6%	-20.5%	-5.4%	22.1%	-23.5%	20.0%	2.4%	-1.9%	-5.6%	-9.2%	5.9%	-2.1%
2022年	113.1			115.5			123.5			126.3		
2023年	90.2			119.4			121.2			123.6		
QOQ	-28.6%			32.5%			1.5%			2.0%		
YOY	-20.3%			3.4%			-1.8%			-2.1%		

年季	負債比率 (%)	流動比率 (%)	速動比率 (%)	應收款項週轉天數	存貨週轉天數	營業費用率(%)	每股營業現金流量(元)	資產報酬率(%)	股東權益報酬率(%)
202102	27.7	173.9	112.2	57.6	75.6	9.0	0.6	4.7	6.6
202103	30.3	187.3	104.6	65.8	107.3	11.5	0.6	11.6	16.4
202104	31.1	176.0	95.6	54.1	123.0	11.6	-0.3	0.7	1.1
202201	34.2	158.3	89.7	53.9	105.2	9.9	-1.5	0.7	1.0
202202	37.2	147.9	82.4	63.6	108.3	10.0	0.4	0.7	1.1
202203	34.0	168.3	95.4	62.4	112.0	10.3	1.9	10.5	16.3
202204	29.1	171.8	110.3	58.9	81.9	11.8	0.8	-0.4	-0.6
202301	31.4	159.2	105.1	75.2	104.7	13.2	1.8	0.2	0.3

本項研究報告僅提供本公司會員參酌，且純粹屬於研究性質，並不保證報告內容的完整性與精確性，亦完全無意影響客戶買賣股票的任何投資決定。報告中的各項意見與預測，是得自於本公司信任為可靠的來源，受到特定的判斷日期之時效性限制，若嗣後有任何變動，本公司不做預告，也不會主動更新。投資人做任何決策時，必須自行謹慎評估相關風險，並就投資的結果自行負責。本研究報告的著作權為華南投顧所有，嚴禁抄襲、引用、對外傳送或轉載。