

陳威豪

(886-2)2563-1666

wiiher.chen@firstsec.com.tw

神達(3706)

中立, TP 34 (潛在報酬-9.81%)

中立

Price(07/04): 37.7

Target Price : 34

神達投控(3706.TT)1Q23 庫存降至 92.65 億元已回落至疫情前健康水位，但仍未見需求明顯復甦，伺服器業務下半年能見度仍未清晰，Enterprise 客戶仍受到總體環境影響需求保守，但預期 2H23 新產品及新平台導入會慢慢回溫而逐季增長，CSP 客戶訂單能見度仍然不高，然見到客戶轉往零星短交期的急單，此外公司成功切入數個美系及歐系 Tier2 CSP 業者，顯見逐底回溫跡象浮現，公司亦準備好產能因應急單需求，此外，神達於 2023 年 7 月將接手 Intel 資料中心業務，有助於神達直接面對原 Intel 客戶，預期延續出貨動能至 2024 年。綜合以上，研究部預估神達投控(3706.TT)2024 年營業收入為 477.65 億元，Y+4.94%、毛利率 12.23%，Y+0.15ppt、營業利益率 1.98%，Y+0.48ppt、稅後純益 20.97 億元，Y+15.64%、EPS 為 1.74 元、每股淨值為 50.17 元。考量過往本益比區間 10~15 倍，目前隨著伺服器產業帶動本益比已突破過往區間，評價並未低估，研究部給予本益比 20 倍評價，目標價為 34 元，投資建議為中立。

● 近期投資評等

神達投控公司簡介

MiTAC 神達投控(3706.TT)創立於 1982 年，成立 40 多年來發展成為含有 JDM、ODM、OEM、OPM (Original Product Manufacture)、設計研發、製造、測試、組裝、行銷及服務的跨國集團，營運總部設位於桃園區，並有製造運籌中心座落於中國廣東省、江蘇省、新竹及美國加州，以及旗下車用領導品牌 Mio, Magellan 及 Navman，與伺服器領導品牌 TYAN 通路行銷全球，旗下劃分為三大事業群，神達電腦負責數位整合、智能製造服務及投資新創事業業務、神雲科技負責雲端與邊緣運算業務、神達數位負責智聯網、車用電子與行車記錄器等業務，共有伺服器品牌「TYAN」及行車記錄器「Mio」、移動式 GPS「Magellan」、衛星導航「Navman」。前十大股東持股合計 34.21%，國內主要競爭者為廣達電腦(2382.TT)、英業達(2356.TT)、緯創資通(3231.TT)等。

● 公司基本資料

股本(億)	120.7
收盤價	37.7
成交量	69,837
市值(億)	454.9
P/E(x)	25.03

● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	12.11	0.59
投信	0.03	-0.01
自營商	3.41	0.18
融資率	9.87	-0.05
券餘(張)	378	130

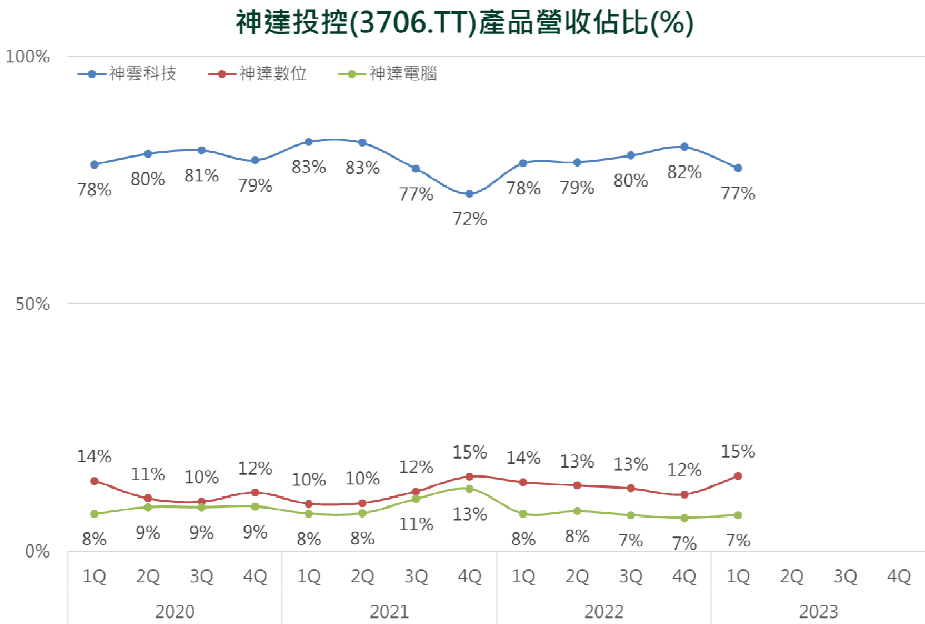
● 除權息狀況

現金股利	1.3
現金股利(總和)	1.3
現金股利(去年)	2
股票股利	0
除息日	2023/03/29
除權日	--
殖利率(%)	4.56

● 近期報酬率(%)

日	週	月
4.87	6.65	14.59

神達投控(3706.TT)產品營收佔比(%)



Source_神達投控(3706.TT)法說會簡報/第一金投顧彙整

認列美系客戶存貨跌價損失，拖累 4Q22 毛利率重挫

神達投控(3706.TT)2022 營業收入為 478.33 億元，Y+13.39%，分項角度觀察，神雲科技營收 381.58 億元，Y+14.23%、神達數位營收 61.28 億元，Y+27.16%、神達電腦營收 35.47 億元，Y-10.46%，雖在兩大主要營業項目皆保持年增長帶動整體營收維持年增長態勢，但受到美系客戶經營層異動組織重組，公司採保守原則評估減損，進而認列應收帳款備抵損失約 2.7 億元及存貨跌價損失約 11.3 億元，使 4Q22 毛利率重挫及繳出稅後損失表現，縱使 3Q22 神達因出售 Concentrix Crop. 部分股權因此對該公司喪失重大影響力，故改採公允價值重新衡量認列為透過其他綜合損益按公允價值衡量之金融資產，並認列處分投資利益約 90 億元，但在 2021 年亦有處分資產利益使業外收入基期較高的背景下，仍使稅後純益呈現年衰退表現。綜合以上，神達投控(3706.TT) 2022 年營業收入為 478.33 億元，Y+13.39%、毛利率 8.02%，Y-2.32ppt、營業利益率-2.49%，Y-2.58ppt、稅後純益 92.94 億元，Y-22.3%、EPS_7.7 元。

需求滑落使營收規模下降，壓力獲利表現

神達投控(3706.TT)1Q23 營業收入為 90.23 億元，Q-28.55%/Y-20.24%，分項角度觀察，神雲科技營收 69.89 億元，Q-32.28%/Y-21.3%、神達數位營收 13.72 億元，Q-5.5%/Y-12.82%、神達電腦營收 6.62 億元，Q-22.62%/Y-22.89%。營收表現持續受到整體消費性需求疲軟及客戶庫存去化問題，使伺服器及車市皆面臨需求滑落不振，其中伺服器尤以新舊

平臺銜接期，並受到客戶亦有庫存去化問題及延遲訂單，導致神雲科技面臨較大幅度衰退，並受到營收規模下滑所壓抑，使費用率提高導致面臨營業虧損態勢，所幸在業外收入挹注 3.33 億元貢獻下，仍維持獲利表現。綜合以上，神達投控(3706.TT)1Q23 營業收入為 90.23 億元，Q-28.55%/Y-20.24%、毛利率 11.81%，Q+11.06ppt/Y+1.29ppt、營業利益率-1.4%，Q+9.59ppt/Y-2ppt、稅後純益 1.52 億元，季由虧轉盈/Y-71.34%、EPS_0.13 元。

需求小幅回溫，但仍未看見大型需求復甦

神達投控(3706.TT)4 月營業收入為 37.05 億元，M-8.3%/Y+22.1%、5 月營業收入為 34.82 億元，M-6%/Y-23.5%，第二季受惠於前一季工作天數較低使基期較低及庫存壓力減輕使拉貨動能有微幅回溫，推升營收繳出季增表現，但仍然尚未見到大型需求回溫，公司仍然謹慎保守看待後勢。綜合以上，研究部預估神達投控(3706.TT)2Q23 營業收入為 107.51 億元，Q+19.16%/Y-6.89%、毛利率 12.01%，Q+0.2ppt/Y+2.84ppt、營業利益率 1.59%，Q+2.99ppt/Y+2.39ppt、稅後純益 5.04 億元，Q+230.57/Y-4.32%、EPS 為 0.42 元。

見到零星急單需求，預期將買氣將竹底回溫

展望後勢，公司庫存降至 92.65 億元已回落至疫情前健康水位，但仍未見需求明顯復甦，伺服器業務下半年能見度仍未清晰，Enterprise 客戶仍受到總體環境影響需求保守，但預期 2H23 新產品及新平台導入會慢慢回溫而逐季增長，CSP 客戶訂單能見度仍然不高，然見到客戶轉往零星短交期的急單，此外公司成功切入數個美系及歐系 Tier2 CSP 業者，顯見逐底回溫跡象浮現，公司亦準備好產能因應急單需求，此外，5G O-RAN 及邊緣運算取得客戶有小量樣品測試及訂單，預期將於年底見到成果並延續出貨動能至 2024 年；車用電子部分，受惠客戶迴響熱烈，自有品牌行車紀錄器將持續保持增長、智能車載資通訊於歐美市場持續成長，惟日本大客戶仍持續面臨庫存壓力恐將有衰退表現，然預期隨著去化庫存及需求逐漸回溫，將於 2024 年迎來成長復甦，其次，神達於 2023 年 7 月將接手 Intel 資料中心業務，有助於神達直接面對原 Intel 客戶，有利於產品溝通設計與報價，將對神達有正面幫助，惟後續恐將增加服務及保固等費用且若整機出貨比例提升恐不利毛利率表現，後續仍需觀察合併綜效。綜合以上，研究部預估神達投控(3706.TT)2023 年營業收入為 448.83 億元，Y-6.17%、毛利率 12.09%，Y+4.07ppt、營業利益率 1.36%，Y+3.84ppt、稅後純益 17.55 億元，Y-81.12%、EPS_1.45 元、每股淨值為 49.7 元；2024 年營業收入為 477.65 億元，Y+4.94%、毛利率 12.23%，Y+0.15ppt、營業利益率 1.98%，Y+0.48ppt、稅後純益 20.97 億元，

Y+15.64%、EPS 為 1.74 元、每股淨值為 50.17 元。

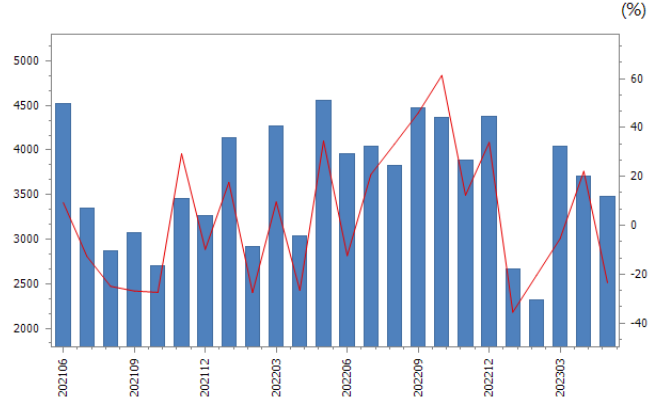
結論與建議

神達投控(3706.TT)1Q23 庫存降至 92.65 億元已回落至疫情前健康水位，但仍未見需求明顯復甦，伺服器業務下半年能見度仍未清晰，Enterprise 客戶仍受到總體環境影響需求保守，但預期 2H23 新產品及新平台導入會慢慢回溫而逐季增長，CSP 客戶訂單能見度仍然不高，然見到客戶轉往零星短交期的急單，此外公司成功切入數個美系及歐系 Tier2 CSP 業者，顯見逐底回溫跡象浮現，公司亦準備好產能因應急單需求，此外，神達於 2023 年 7 月將接手 Intel 資料中心業務，有助於神達直接面對原 Intel 客戶，預期延續出貨動能至 2024 年。綜合以上，研究部預估神達投控(3706.TT)2024 年營業收入為 477.65 億元，Y+4.94%、毛利率 12.23%，Y+0.15ppt、營業利益率 1.98%，Y+0.48ppt、稅後純益 20.97 億元，Y+15.64%、EPS 為 1.74 元、每股淨值為 50.17 元。考量過往本益比區間 10~15 倍，目前隨著伺服器產業帶動本益比已突破過往區間，評價並未低估，研究部給予本益比 20 倍評價，目標價為 34 元，投資建議為中立。

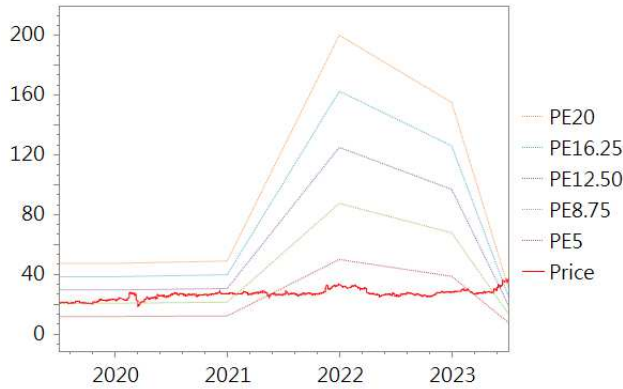
股價相對指數走勢圖



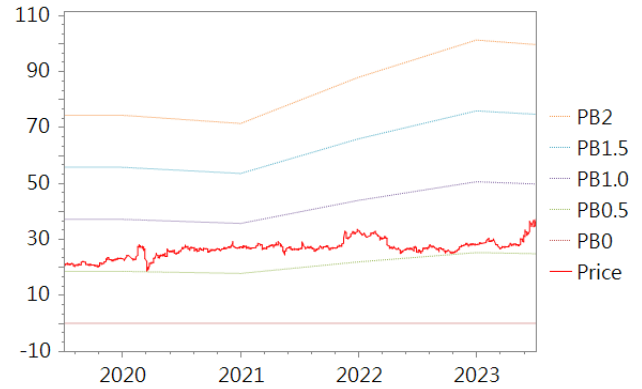
月營收&年增率



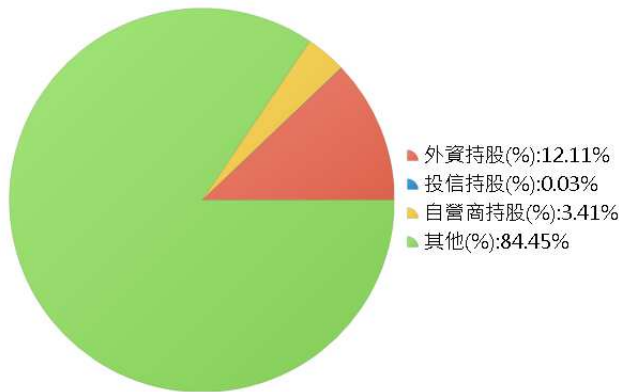
Forward PE bands



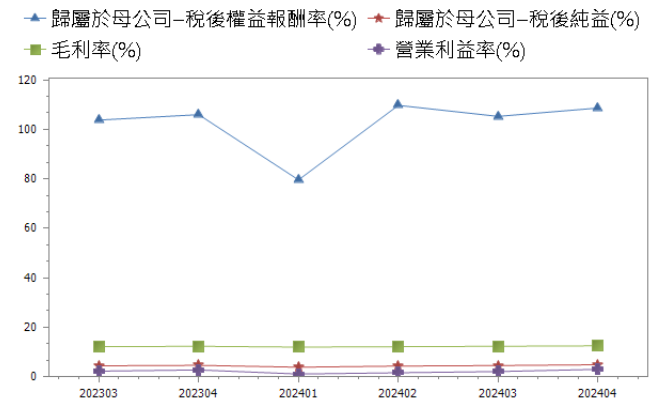
Forward PB bands



持股統計



財務比率



3706 神達綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
營業收入淨額	9,023	10,751	12,384	13,359	10,582	11,482	12,199	13,503	45,517	47,765
毛利率	11.81	12.01	12.13	12.28	11.96	12.13	12.3	12.47	12.08	12.23
營業利益率	-1.4	1.59	2.22	2.72	1.07	1.58	2.07	2.96	1.50	1.98
營業外收入及支出	332.9	473.5	416.8	414.6	403.9	444.6	442.1	430.7	1,638	1,721
稅前純益	206.5	643.9	692.2	778.2	517.3	625.9	694.8	830.3	2,321	2,668
稅後純益	152.5	504.0	543.7	612.9	405.1	492.5	547.5	651.4	1,813	2,097
普通股股本	12,066	12,066	12,066	12,066	12,066	12,066	12,066	12,066	12,066	12,066
未稀釋 EPS	0.13	0.42	0.45	0.51	0.34	0.41	0.45	0.54	1.50	1.74
稀釋後 EPS	0.13	0.42	0.45	0.51	0.34	0.41	0.45	0.54	1.50	1.74
QoQ(%)										
營收	-28.55	19.15	15.18	7.86	-20.79	8.5	6.24	10.69		
營業利益	--	--	60.82	32.16	-68.84	60.22	39.18	58.28		
稅後純益	--	230.57	7.88	12.71	-33.91	21.58	11.16	18.97		
YoY(%)										
營收	-20.24	-6.89	0.32	5.79	17.28	6.8	-1.5	1.08	-4.84	4.94
營業利益	--	--	22.76	--	--	6.12	-8.15	10	--	38.65
稅後純益	-71.34	-4.32	-93.66	--	165.71	-2.27	0.69	6.29	-80.49	15.64

3706 神達資產負債表

單位:Mn	2019	2020	2021	2022
流動資產	23,189	21,982	27,591	26,966
現金及約當現金	6,665	5,805	6,651	7,801
短期投資合計	1,483	1,248	2,505	1,528
應收帳款與票據合計	6,565	5,230	5,585	7,774
存貨	7,762	9,123	11,867	9,245
非流動資產	32,221	35,190	48,757	58,615
投資性不動產	1,243	1,229	1,246	1,230
無形資產	89	76	66	114
資產總計	55,410	57,172	76,349	85,580
流動負債	14,103	12,522	15,674	15,700
一年內到期長期負債	--	--	--	--
非流動負債	1,753	1,889	8,068	9,188
應付公司債	--	--	--	--
長期借款	792	863	643	438
負債總計	15,856	14,410	23,742	24,888
資本公積	23,400	23,582	22,590	22,611
保留盈餘	4,998	5,562	16,294	23,373
權益總計	39,555	42,761	52,606	60,693

3706 神達現金流量表

營業活動現金流量	233	2,671	-145	1,752
投資活動現金流量	-2,542	-594	574	1,357
籌資活動現金流量	3,304	-3,066	497	-2,120
本期現金增減數	939	-859	846	1,150

3706 神達綜合損益表

單位: Mn,%,元	2021	2022	2023F	2024F
營業收入淨額	42,186	47,833	45,517	47,765
毛利率	10.34	8.02	12.08	12.23
營業利益率	0.1	-2.49	1.5	1.98
營業外收入及支出	18,661	12,527	1,638	1,721
稅前純益	18,703	11,338	2,321	2,668
稅後純益	11,961	9,294	1,813	2,097
普通股股本	12,066	12,066	12,066	12,066
未稀釋 EPS	10.01	7.76	1.51	1.74
稀釋後 EPS	9.97	7.75	1.5	1.74
YoY(%)				
營收	2.53	13.39	-4.84	4.94
營業利益	-43.83	--	--	38.65
稅後純益	309.8	-22.3	-80.49	15.64

3706 神達財報分析

年度	2019	2020	2021	2022
稅後權益報酬率(%)	7.29	7.1	25.11	16.42
稅後資產報酬率(%)	5.45	5.19	17.92	11.48
流動比率(%)	164.43	175.55	176.03	171.76
速動比率(%)	105.96	99.44	95.62	110.33
負債比率(%)	28.61	25.21	31.1	29.08
利息保障倍數(倍)	56.15	65.12	789.57	106.26
應付款項週轉天數(天)	105	94.92	99.71	85.97
應收款項週轉天數(天)	60.02	52.44	47.2	51.57
存貨週轉天數(天)	83.71	83.22	99.89	86.37