

王子威
(886-2)2563-6262
wavy.wang@firstsec.com.tw

瀚宇博(5469)

買進, TP 54 (潛在報酬 27.51%)

買進

Price(08/13):42.35

Target Price : 54

瀚宇博第二季在居家辦公及遠距教學等需求帶動 PC/NB 及伺服器相關產品需求暢旺，毛利率也在稼動率提升、板層比結構改變、ASP 提升及銅價下滑等因素使得毛利率大幅提升。下半年來看由於 WFH 需求持續加上遊戲機換機潮預期營運也將會維持高檔水準。綜合以上，研究部估計瀚宇博在 2021 年合併營收 445.52 億元，YoY 1.54%，毛利率 21.18%，YoY 0.31ppt，稅後純益 31.11 億元，YoY 5.85%，EPS 5.89 元。扣除華新科之一次性股利發放後 20/21 年 EPS 約為 5.10、5.39 元，目前評價約為 0.8 倍本淨比及 8 倍本益比，考量公司即將邁入產業旺季，研究部給予 10 倍本益比，目標價 54 元，給予買進的投資建議。

● 近期投資評等

● 公司基本資料

股本(億)	52.84
收盤價	42.35
成交量	19,513
市值(億)	223.8
P/E(x)	7.46

● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	12.22	-0.3
投信	1.25	0
自營商	0.33	-0.13
融資率	23.11	0.07
券餘(張)	838	696

● 除權息狀況

現金股利	1.67
現金股利(總和)	1.67
現金股利(去年)	1
股票股利	0
除息日	2020/07/23
除權日	--
殖利率(%)	3.69

● 近期報酬率(%)

● 公司基本資料

瀚宇博德股份有限公司前身為太平洋科技工業股份有限公司成立於 1989 年 3 月 22 日，1998 年被華新麗華收購，同年年底更為現名。公司為國內印刷電路板生產廠商，早期產品以 NB 板為主，為全球 NB 板龍頭廠，近年來轉向布局 TV、STB、伺服器、遊戲機等應用領域，公司為全球 NB 板與 STB 板前三大廠。20H1 公司營收比重：NB 48%、機上盒 7%、網通 16%、TV 3%、伺服器 10%、遊戲機 3%、汽車 1%、其他 12%。

● 20Q2 營收為 117.0 億元，QoQ 35%，YoY 8%，稅後 EPS 1.61 元：

瀚宇博 20Q2 合併營收 117.04 億元，QoQ 35.23%，YoY 8.40%，毛利率 22.17%，QoQ 6.29ppt，稅後純益 8.52 億元，QoQ 318.08%，YoY 68.79%，EPS 1.61 元。受惠於大陸復工狀況良好，加上居家辦公、遠距教學等需求帶動 PC/NB、Server 及網通相關產品使得營收大幅成長。獲利方面由於板層比結構改變、ASP 提升及銅價下滑都使得毛利率創近幾季新高水準。

日 週 月
-4.08 -0.94 -5.13

營收及獲利能力趨勢



資料來源: 瀚宇博、第一金投顧彙整

● **20Q3 營收為 119.4 億元，QoQ 2%，YoY 1%，稅後 EPS 2.06 元：**

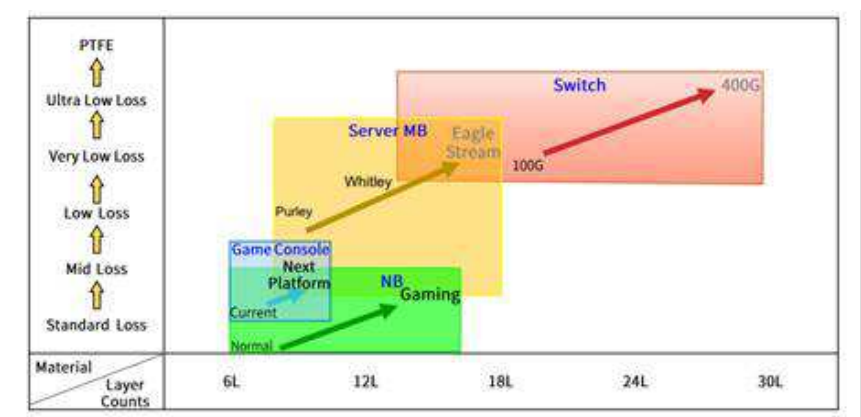
瀚宇博 7 月營收 39.52 億元，YoY 0.6%，由於 WFH 需求持續使得 NB 需求持續暢旺，加上遊戲機新品即將推出，TV、STB 開始回溫，以目前能見度來看八九月營收都將會維持在高檔水準。毛利方面雖然銅價回升加上匯率因素影響，公司仍會依靠改善產品組合以及提升生產效率使毛利率維持在高檔水準。公司持有華新科股票 3.6 萬張、子公司精誠科持有 1.5 萬張(瀚宇博持有四成精誠科股權)，預期在第三季分別有股利兩億及八千萬元(歸屬於母公司約三千萬)貢獻。研究部預估瀚宇博 20Q3 合併營收 119.43 億元，QoQ 2.04%，YoY 1.01%，毛利率 22.10%，QoQ -0.07ppt，稅後純益 10.88 億元，QoQ 27.72%，YoY -19.94%，EPS 2.06 元。

● **產品持續往高層數及高速高頻提升產值，產品組合調整加上自動化程度提升生產效率持續優化獲利能力：**

公司過往主要以 PC 相關產品為主，近年隨 PC 市場成長動能不在，公司遂轉換至其餘較有潛力市場之產品發展，目前 PC 產品佔營收比重約 50%還是占比最高之產品線，由於商用、電競等高階機種比重持續提升，使得產品組合轉佳，加上遠距辦公居家上班等需求推升市場，加上部分板廠已逐漸退出市場，使得公司在 NB 市場近期不減反增，目前能見度來看由於電源 IC、CPU 等下半年仍有缺口，預期第三季 PC 需求仍可望維持高檔。長期來看公司主要轉往网通、伺服器市場發展。伺服器方面營收占比再第二季首次突破 10%，受惠於 IOT、物聯網、人工智慧及無人駕駛等應用持續成長，將使得伺服器需求持續提升，在 5G 時代來臨將持續導入高頻低耗相

關材料，由於相較於同業瀚宇博無論高階或低階伺服器產品皆在台灣生產，雖然成本較高但對客戶來說可望有較好的品質，預期未來需求可望穩定成長。網通產品方面目前已經有出貨 100G Switch 板子，目前也在配合客戶送樣 200G 及 400G 產品，網通及伺服器產品目前佔營收比重約四分之一，將為公司近年最主要發展目標。遊戲機部分上半年佔營收比重僅 3%，但過往比重約 5~10%，主要由於上半年處於新舊機種交替期，在下半年新機上市後預期九月開始將帶來較強勁成長動能，新設計之材料及層數也有所升級有望帶動產品組合轉佳。

主力產品層數及材料使用趨勢



資料來源: Nomura、瀚宇博、第一金投顧彙整

整體而言，公司在產品組合轉佳以及自動化效益顯現使得獲利能力大幅提升。今年公司持續轉往獲利較好之產品，公司今年資本支出約 12~13 億元，主要放在 HDI 高階製程升級，主要是為了配合網通及伺服器產品持續往高頻低耗所投資之高階製程。

綜合以上，研究部估計瀚宇博在 2021 年合併營收 445.52 億元，YoY 1.54%，毛利率 21.18%，YoY 0.31ppt，稅後純益 31.11 億元，YoY 5.85%，EPS 5.89 元。

● **結論與建議:**

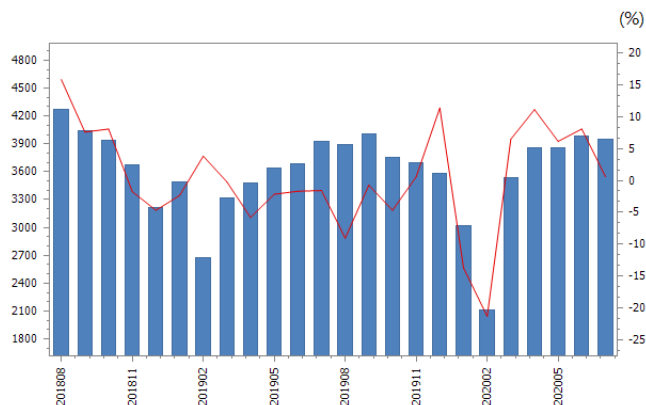
瀚宇博第二季在居家辦公及遠距教學等需求帶動 PC/NB 及伺服器相關產品需求暢旺，毛利率也在稼動率提升、板層比結構改變、ASP 提升及銅價下滑等因素使得毛利率大幅提升。下半年來看由於 WFH 需求持續加上遊戲機換機潮預期營運也將會維持高檔水準。綜合以上，研究部估計瀚宇博在 2021 年合併營收 445.52 億元，YoY 1.54%，毛利率 21.18%，YoY 0.31ppt，稅後純益 31.11 億元，YoY 5.85%，EPS 5.89 元。

扣除華新科之一次性股利發放後 20/21 年 EPS 約為 5.10、5.39 元，目前評價約為 0.78 倍本淨比及 8 倍本益比，考量公司即將邁入產業旺季，研究部給予 10 倍本益比，目標價 54 元，給予買進的投資建議。

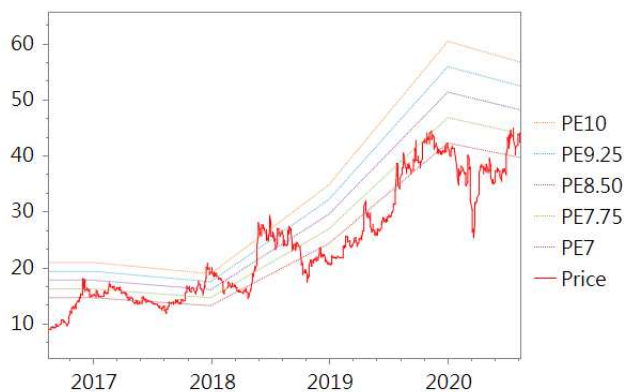
股價相對指數走勢圖



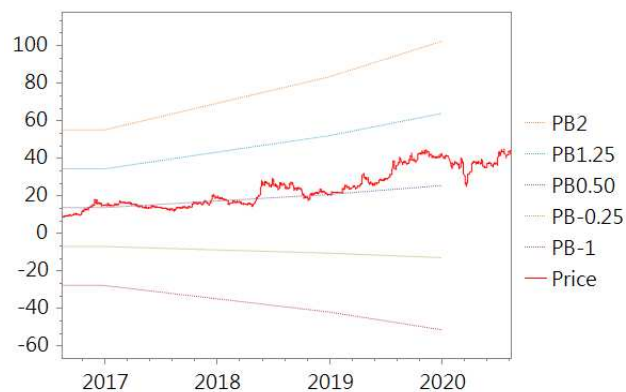
月營收&年增率



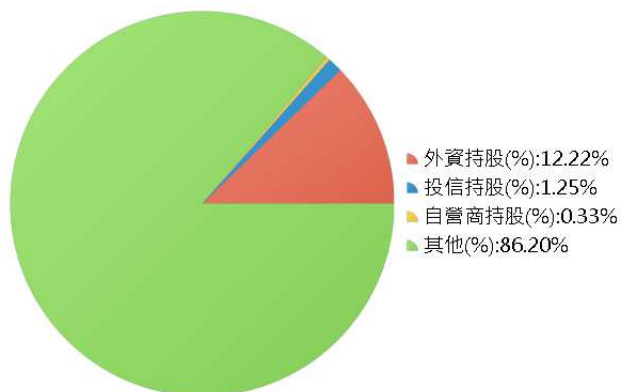
Forward PE bands



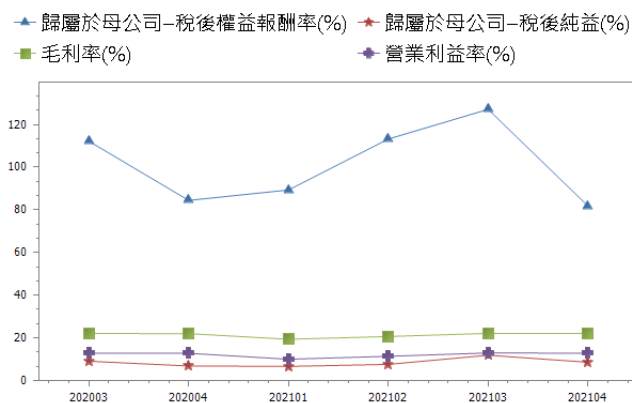
Forward PB bands



持股統計



財務比率



5469 瀚宇博綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020F	2021F
營業收入淨額	8,655	11,704	11,943	11,573	9,619	10,963	12,234	11,736	43,875	44,552
毛利率	15.88	22.17	22.1	22.04	19.41	20.69	22.17	22.06	20.87	21.18
營業利益率	5.85	12.94	12.9	12.81	10.03	11.42	12.98	12.85	11.5	11.92
營業外收入及支出	-114.2	32.41	260.0	-20.00	-20.00	-20.00	260.0	-20.00	158.3	200.0
稅前純益	392.1	1,547	1,801	1,462	944.4	1,232	1,848	1,488	5,202	5,512
稅後純益	203.8	851.9	1,088	795.4	642.2	837.6	1,460	1,012	2,939	3,951
普通股股本	4,914	5,284	5,284	5,284	5,284	5,284	5,284	5,284	5,284	5,284
未稀釋 EPS	0.41	1.68	2.06	1.51	0.97	1.27	2.12	1.53	5.67	5.89
稀釋後 EPS	0.41	1.68	2.06	1.51	0.97	1.27	2.12	1.53	5.67	5.89
QoQ(%)										
營收	-21.54	35.23	2.03	-3.1	-16.88	13.96	11.59	-4.07		
營業利益	-52.83	199.1	1.74	-3.78	-34.92	29.75	26.83	-5.03		
稅後純益	-66.81	318.08	27.71	-26.9	-19.27	30.42	74.3	-30.71		
YoY(%)										
營收	-8.79	8.4	1.01	4.9	11.14	-6.33	2.44	1.41	1.7	1.54
營業利益	13.98	79.65	30.97	38.11	90.58	-17.32	3.07	1.73	42.6	5.34
稅後純益	-39.93	68.79	-19.94	29.56	215.18	-1.68	34.18	27.18	4.34	34.44

5469 瀚宇博資產負債表

單位:Mn	2016	2017	2018	2019
流動資產	33,561	35,004	34,821	36,083
現金及約當現金	9,484	7,937	7,536	11,446
短期投資合計	4,131	4,080	5,744	396.7
應收帳款與票據合計	12,473	14,119	15,438	14,384
存貨	4,587	4,598	4,942	8,677
非流動資產	19,469	22,390	27,368	34,434
投資性不動產	266.5	261.5	256.5	252.2
無形資產	790.4	763.6	754.2	717.3
資產總計	53,030	57,395	62,190	70,517
流動負債	22,964	23,039	22,575	23,961
一年內到期長期負債	1,573	630.0	774.7	3,640
非流動負債	9,819	10,827	12,016	10,970
應付公司債	--	--	--	--
長期借款	9,550	10,520	11,209	9,945
負債總計	32,783	33,866	34,591	34,931
資本公積	2,158	2,206	2,193	3,165
保留盈餘	5,657	6,234	7,482	9,604
權益總計	20,247	23,529	27,598	35,587

5469 瀚宇博現金流量表

營業活動現金流量	4,950	1,000	658.1	7,542
投資活動現金流量	-1,413	-1,815	-947.5	-2,108
籌資活動現金流量	-2,896	-329.7	-152.0	-888.6
本期現金增減數	-450.5	-1,547	-400.9	3,910

5469 瀚宇博綜合損益表

單位: Mn,%,元	2018	2019	2020F	2021F
營業收入淨額	43,769	43,142	43,875	44,552
毛利率	14.9	17.88	20.87	21.18
營業利益率	5.3	8.2	11.5	11.92
營業外收入及支出	280.5	801.0	158.3	200.0
稅前純益	2,602	4,338	5,202	5,512
稅後純益	1,595	2,817	2,939	3,951
普通股股本	4,504	4,914	5,284	5,284
未稀釋 EPS	3.48	6.05	5.67	5.89
稀釋後 EPS	3.47	6.03	5.65	5.89
YoY(%)				
營收	10.45	-1.43	1.7	1.54
營業利益	43.16	52.38	42.6	5.34
稅後純益	86.42	76.56	4.34	34.44

5469 瀚宇博財報分析

年度	2016	2017	2018	2019
稅後權益報酬率(%)	7.65	6.1	9.29	12.83
稅後資產報酬率(%)	1.75	1.55	2.67	4.25
流動比率(%)	146.15	151.93	154.25	150.59
速動比率(%)	126.17	131.98	132.35	114.38
負債比率(%)	61.82	59.01	55.62	49.54
利息保障倍數(倍)	5	5.12	6.13	10.77
應付款項週轉天數(天)	108.1	119.7	116.79	122.03
應收款項週轉天數(天)	115.01	124.68	125.88	128.63
存貨週轉天數(天)	46.55	48.21	46.1	69.19