



華擎科技

(3515.TW/3515 TT)

持有 · 首次評等

收盤價 June 8 (NT\$)	183.0
12 個月目標價 (NT\$)	196.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	7.1

焦點內容

管理層預期 2H23 主機板與 VGA 需求轉佳，但下修全年伺服器與 IPC 營收展望。不過公司樂觀看待其 2024 年伺服器業務成長性。我們認為近期股價上漲多已反映 2H23 消費性產品需求復甦、明年伺服器營收成長與 AI 伺服器貢獻提高。我們首評華擎，給予「持有」評等，目標價 196 元(18x 2024F EPS)。

交易資料表

市值：(NT\$/bn/US\$mn)	22.32 / 726
流通在外股數 (百萬股)：	122.0
外資持有股數 (百萬股)：	9.40
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.02
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	83.00 – 183.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	21.2	47	20.8
相對表現 (%)	15.4	32	20.4

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	5.00A	2.02A	1.46A	0.19A
2023	1.03A	1.35F	2.36F	3.01F
2024	1.76F	2.07F	3.32F	3.72F

股價圖



資料來源：TEJ

Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

請即投票

凱基投顧

余昀澄
886.2.2181.8013
alex.a.yu@kgi.com
向子慧
886.2.2181.8726
angelah@kgi.com
重要免責聲明，詳見最終頁

2H23 營收及獲利率復甦；伺服器為 2024 年亮點

重要訊息

華擎召開法說會。管理層預期 2H23 主機板與 VGA 需求轉佳，但全年伺服器與 IPC 營收展望較前次法說會下修，主因總經不確定性與訂單遞延。不過公司樂觀看待其 2024 年伺服器業務成長性。

評論及分析

1H23 營收疲弱，2H23 將復甦。儘管淡季使 2Q23 主機板與 VGA 營收季減，管理層認為 2H23 兩者能見度轉佳，並目標營收均將優於上半年。2H23 多數地區主機板需求將恢復正常季節性水準，且新 GPU 上市與市占率提高將推升 2H23 VGA 需求，公司展望 2023 年主機板與 VGA 營收年增。但因總經不確定性且訂單遞延，1H23 伺服器及 IPC 營收疲軟，須待 4Q23 新專案出貨才有望帶動兩業務之營收顯著季增。管理層預估 2023 年 IPC 營收年減，而伺服器營收成長性取決於 4Q23 訂單拉貨動能，兩者展望皆低於前次法說之年增展望。但隨總經復甦與通路庫存轉佳，公司樂觀看待 1Q24 伺服器與 IPC 營收回升。

2H23 獲利率復甦。儘管庫存跌價損失仍將拖累 2Q23 毛利率，但影響將縮小(1Q23 影響毛利率 3.5ppts)，預期 2H23 此負面因素將消弭。再加上 4Q23 伺服器與 IPC 營收比重季增使產品組合優化，我們預期 3Q-4Q23 毛利率將回升至 21-22%。我們預估 2023 年營收年增 7%，而因 1H23 獲利率較弱，毛利率及營利率將年減至 19.8%、6.5%。2023 年 EPS 預估年減 11%至 7.75 元。

伺服器為 2024 年營收主要成長動能。公司觀察到既有及新客戶之新伺服器 CPU 平台需求上揚，且 1Q24 起將出貨給新 CSP 客戶。此外，公司也將受益於 AI 需求提升，因其將出貨搭載 Nvidia H100 GPU 與 AMD MI300 GPU 之伺服器 L10 產品。公司預期 2024 年 AI 伺服器佔伺服器營收比重將達雙位數(相較伺服器營收比重 19%)。我們因此預期 2024 年伺服器營收年增 25%，帶動整體營收年增 10%，2024 年 EPS 年增 40%至 10.88 元。

投資建議

股價目前交易於 16-17x 2024F EPS。我們首評華擎，目標價 196 元(18x 2024F EPS，過去 7 年平均 PE 之一倍標準差)，我們認為近期股價上漲多已反映 2H23 消費性產品需求復甦、明年伺服器營收成長與 AI 伺服器貢獻提高。評等為「持有」。

投資風險

伺服器專案出貨遞延；顯示卡與主機板需求較預期疲弱。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	17,912	19,763	17,121	18,297	20,212
營業毛利 (NT\$百萬)	3,852	5,564	3,701	3,616	4,399
營業利益 (NT\$百萬)	1,858	3,058	1,185	1,181	1,756
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,363	2,381	1,066	946	1,327
每股盈餘 (NT\$)	11.30	19.67	8.69	7.75	10.88
每股現金股利 (NT\$)	8.00	13.00	8.00	5.19	7.29
每股盈餘成長率 (%)	128.2	74.1	(55.8)	(10.8)	40.3
本益比 (x)	16.2	9.3	21.1	23.6	16.8
股價淨值比 (x)	3.2	2.7	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA (x)	10.4	6.8	16.2	15.0	10.1
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.4	7.1	4.4	2.8	4.0
股東權益報酬率 (%)	20.8	31.4	13.0	11.3	15.2

資料來源：公司資料，凱基

個股評價

我們首評華擎，給予「持有」評等，目標價 196 元，係基於 2024 年預估 EPS 10.88 元的 18 倍，隱含 7% 上檔空間。

2024 年營收及獲利率復甦

凱基首評華擎，給予「持有」評等，目標價 196 元，係基於 2024 年預估 EPS 10.88 元的 18 倍，隱含 7% 上檔空間。

華擎主要產品包含其自有品牌的主機板(2022 年營收比重 44-45%)及 VGA (20-22%)、子公司東擎的工業電腦 (IPC; 11-12%) 和永擎的伺服器 (18-19%)。公司目標 2023 年整體營收年增(凱基預估營收年增 7%)，動能為主機板及 VGA 營收成長，且 2H23 營收將較上半年成長。1H23 IPC 及伺服器營收較疲弱，但庫存調整完成與新專案開始出貨有望帶動 4Q23 IPC 與伺服器營收顯著季增。隨通路庫存及總經環境轉佳，2024 年 IPC 和伺服器業務將恢復年增。其中伺服器為 2024 年營收主要成長動能，主因 CSP 客戶新專案開始出貨及 AI 伺服器營收擴張(佔伺服器營收比重達雙位數)。此外，隨庫存跌價損失影響降低，加上 VGA 獲利率改善，2H23 公司獲利率將較上半年成長。儘管 2H23 毛利率將回升至 21-22%，但因 1H23 毛利率較低，我們預估 2023 年 EPS 將年減 11% 至 7.75 元。隨 IPC 營收復甦及伺服器營收成長強勁，我們預期 2024 年公司整體營收年增 10%，毛利率及營利率將從 2023 年之 19.8%、6.5% 年增至 2024 年之 21.8%、8.7%，帶動 EPS 年增 40% 至 10.88 元。

目前股價交易於 16-17x 2024F EPS，高於 2015-22 年之平均本益比 12x 約一個標準差。我們認為近期股價上漲多已反映 2H23 主機板與 VGA 需求復甦及 2024 年伺服器營收強勁成長。

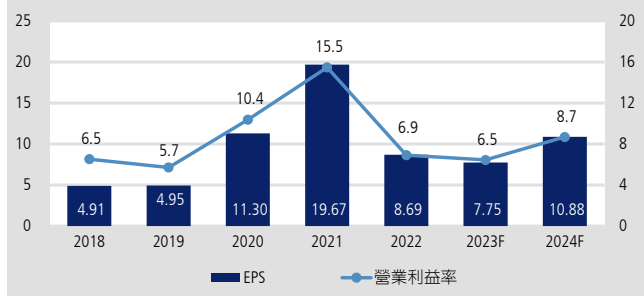
圖 1：2024 年伺服器與 IPC 營收恢復成長

營收 (台幣百萬元)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
主機板	7,837	9,785	8,413	7,564	8,169	8,577
工業電腦	1,150	989	1,242	1,964	1,846	2,067
伺服器	2,613	4,299	3,165	3,205	3,077	3,846
其他	1,814	2,922	6,943	4,388	5,205	5,721
合計	13,415	17,912	19,763	17,121	18,297	20,212
年增率(%)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
主機板	13	25	(14)	(10)	8	5
工業電腦	16	(14)	26	58	(6)	12
伺服器	86	65	(26)	1	(4)	25
其他	108	61	138	(37)	19	10
合計	32	34	10	(13)	7	10
營收比重(%)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
主機板	58	55	43	44	45	42
工業電腦	9	6	6	11	10	10
伺服器	19	24	16	19	17	19
其他	14	16	35	26	28	28
合計	100	100	100	100	100	100

資料來源：公司資料、凱基預估

圖 2：營利率擴張將帶動 2024 年 EPS 成長

每股盈餘，元（左軸）；營業利益率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料、凱基預估

圖 3：目前股價交易於 16-17 倍 2024 年預估本益比

PE，倍



資料來源：公司資料、凱基預估

圖 4：同業獲利能力比較

公司	股票代號	毛利率(%)				營業利益率(%)				EPS(台幣元)				EPS年增率(%)			
		2021	2022	2023F	2024F	2021	2022	2023F	2024F	2021	2022	2023F	2024F	2021	2022	2023F	2024F
華碩	2357 TT	20.6	13.8	12.7	14.9	9.2	2.4	1.4	3.5	59.98	19.78	12.46	24.71	67.7	(67.0)	(37.0)	98.3
微星	2377 TT	19.0	14.3	14.3	14.6	9.9	5.9	6.4	6.9	20.03	11.79	12.08	14.21	112.6	(41.1)	2.5	17.6
技嘉	2376 TT	24.3	15.5	15.2	16.4	11.9	5.4	6.2	7.7	21.01	10.29	10.36	14.15	205.4	(51.1)	0.8	36.5
華擎	3515 TT	28.2	21.6	19.8	21.8	15.5	6.9	6.5	8.7	19.67	8.69	7.75	10.88	74.1	(55.8)	(10.8)	40.3

資料來源：公司資料、凱基預估

圖 5：同業評價比較

公司	代碼	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	評等	目標價 (元)	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘 年增率 (%)		PE (x)		PB (x)		ROE (%)		現金殖利率 (%)	
						2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2022	2023F
華碩	2357 TT	7,573	314.0	持有	295.0	12.46	24.71	(37.0)	98.3	25.2	12.7	1.1	1.0	4.3	8.4	4.8	2.8
微星	2377 TT	4,938	180.0	增加持股	170.0	12.08	14.21	2.5	17.6	14.9	12.7	2.9	2.6	20.2	21.6	3.7	3.8
技嘉	2376 TT	4,520	219.0	增加持股	196.0	10.36	14.15	0.8	36.5	21.1	15.5	3.6	3.3	17.7	22.3	2.8	2.9
華擎	3515 TT	725	183.0	持有	196.0	7.75	10.88	(10.8)	40.3	23.6	16.8	2.6	2.5	11.3	15.2	4.4	2.8

資料來源：Bloomberg、凱基預估

投資理由

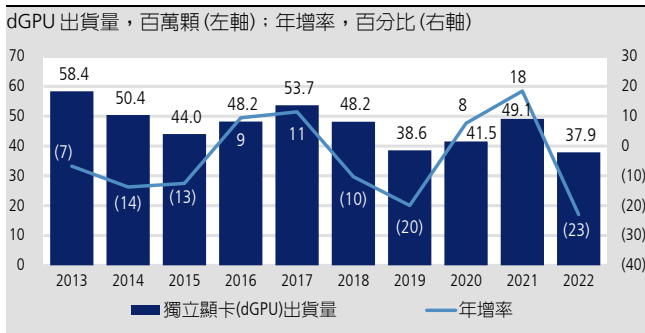
VGA 與主機板需求將於 2H23 至 2024 年期間復甦，推升華擎營收、獲利。

主機板與顯卡需求可望於 2H23-2024 年間復甦

消費性產品佔華擎 2022 年整體營收的 65-67%，主機板與 VGA 營收比重分別為 44-45%、20-22%。據 Jon Peddie Research 統計，2022 年全球獨立顯卡(dGPU)出貨量年減 23%，主因需求不振與廠商去化庫存，其中 Nvidia 仍以約 80%之市佔率居市場主導地位，其次為 AMD 的 15-20%。華擎目前僅銷售採用 AMD GPU 的顯卡。儘管庫存修正使 2H22 顯卡需求疲弱，但 4Q22 高階產品的通路庫存已恢復正常水位，主流機種庫存亦於 1Q23 轉趨健康。AMD 於 4Q22 推出高階新產品 (RX 7900 XT/ 7900 XTX)，2023/5 推出新款主流機種 (RX 7600)。其他型號如 RX 7600 XT/ 7700 XT/ 7800 XT 亦將於未來幾季陸續問世。我們預期 2H23 更多主流機種推出加上遊戲新作上市挹注顯卡營收，公司展望 2023 年顯卡營收年增。受惠於整體景氣復甦，我們預估 2024 年此產品線營收將溫和成長。

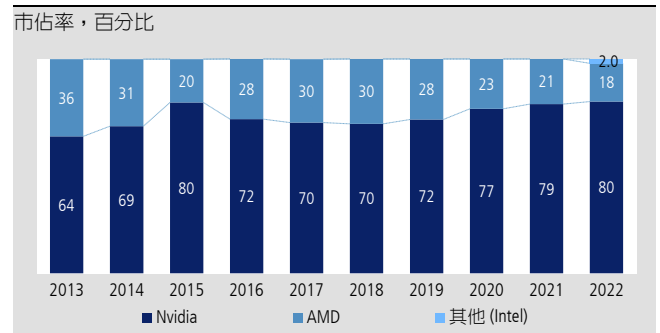
此外，管理層樂觀看待 2023 年主機板營收展望。儘管 2023 年主機板產品升級較小 (僅有 Raptor Lake Refresh CPU)，使主機板單價略微下滑。但因 2022 年基期較低，2023 年出貨量可望恢復年增。公司展望 2H23 主機板營收將優於 1H23，並預期 2023 年主機板營收年增。隨 2H24 新 CPU 上市將帶動主機板換代需求，我們預估 2024 年華擎主機板營收將年增 5%。

圖 6：2022 年全球桌機獨立顯卡 (dGPU) 出貨量年減 23%，但 2023 年出貨量可望反彈



資料來源：Jon Peddie Research、凱基投顧

圖 7：2020-22 年零組件缺貨導致 AMD 獨立顯卡 (dGPU) 市佔率下滑



資料來源：Jon Peddie Research、凱基投顧

圖 8：最新主流型號 RX7600 產品於 2023 年 5 月上市，其他主流型號新品 (RX7600XT / 7700XT / 7800XT) 未來也將陸續問世

桌機 GPU	RX 6500 XT	RX 6600	RX 6600 XT	RX 6650 XT	RX 6700	RX 6700 XT	RX 6750 XT	RX 6800	RX 6800 XT	RX 6900 XT	RX 6950 XT	RX 7600	RX 7900 XT	RX 7900 XTX
GPU 引擎規格	Navi 24	Navi 23	Navi 23	Navi 23	Navi 22	Navi 22	Navi 22	Navi 21	Navi 21	Navi 21	Navi 21	Navi 33	Navi 31	Navi 31
製程	6nm	7nm	7nm	7nm	7nm	7nm	7nm	7nm	7nm	7nm	7nm	6 nm	5nm	5nm
GPU 架構	RDNA 2	RDNA 2	RDNA 2	RDNA 2	RDNA 2	RDNA 2	RDNA 2	RDNA 2	RDNA 2	RDNA 2	RDNA 2	RDNA 3	RDNA 3	RDNA 3
GPU 核數	1024	1792	2048	2048	2304	2560	2560	3840	4608	5120	5120	2048	5376	6144
Boost Clock (MHz)	2815	2491	2589	2635	2450	2581	2600	2105	2250	2250	2310	2655	2394	2499
Base Clock (MHz)	2310	1626	1968	2055	1941	2321	2150	1700	1825	1825	1890	1720	1500	1855
記憶體規格														
Memory Speed	18 Gbps	14 Gbps	16 Gbps	17.5 Gbps	16 Gbps	16 Gbps	18 Gbps	16 Gbps	16 Gbps	16 Gbps	16 Gbps	18Gbps	20Gbps	20Gbps
Standard Memory Config	4GB	8GB	8GB	8GB	10G	12G	12G	16G	16G	16G	16G	8G	20G	24G
Memory Interface Width	GDDR6	GDDR6	GDDR6	GDDR6	GDDR6	GDDR6	GDDR6	GDDR6	GDDR6	GDDR6	GDDR6	GDDR6	GDDR6	GDDR6
Memory Bandwidth (GB/sec)	64-bit	128-bit	128-bit	128-bit	160-bit	192-bit	192-bit	256-bit	256-bit	256-bit	256-bit	128-bit	320-bit	384-bit
	144	224	256	280	320	384	432	512	512	512	576	288	800	960
散熱及電源規格														
Maximum GPU Temperature (in C)														
Graphics Card Power (W)	107	132	160	180	175	230	250	250	300	300	335	165	300	355
Supplementary Power Connectors	6 pin	8 pin	8 pin	8 pin	8 pin+ 6 pin	8 pin+ 6 pin	8 pin+ 6 pin	8 pin+ 8 pin	8 pin+ 8 pin	8 pin+ 8 pin	8 pin+ 8 pin	8 pin	8 pin+ 8 pin	8 pin+ 8 pin
發表時間	Jan 19, 2022	Oct 13, 2021	Jun 30, 2021	May 10, 2022	Jun 9, 2021	3/3/2021	May 10, 2022	Oct 28, 2020	Oct 28, 2020	Oct 28, 2020	May 10, 2022	May 24, 2023	Nov 3, 2022	Nov 3, 2022
上市時間	Jan 19, 2022	Oct 13, 2021	Aug 10, 2021	May 10, 2022	Jun 9, 2021	Mar 18, 2021	May 10, 2022	Nov 18, 2020	Nov 18, 2020	Dec 8, 2020	May 10, 2022	May 25, 2023	Dec 13, 2022	Dec 13, 2022
價格 (美元)	199	329	379	399	479	479	549	579	649	999	1099	269	899	999

資料來源：公司資料、Techpowerup、凱基投顧

圖 9：針腳數較高的新款 CPU 上市將帶動 2024 年主機板換機需求，並推升產品均價

	Coffee Lake	Comet Lake	Rocket Lake	Alder Lake	Raptor Lake	Raptor Lake refresh	Arrow Lake	Ryzen 3000 (Matisse)	Ryzen 3000 XT (Matisse Refresh)	Ryzen 4000	Ryzen 5000 (Vermeer)	Ryzen 7000 (Raphael)	Ryzen 8000 (Granite Ridge)
發表日期	4Q17	2Q20	1Q21	4Q21	4Q22	3Q23F	2024 (?)	3Q19	3Q20	1Q20	4Q20	3Q22	2024
製程	14nm++	14nm++++	14nm+++++	Intel 7 (10nm)	Intel 7 (10nm)	Intel 7 (10nm)	Intel 20A	TSMC N7	TSMC N7	TSMC N7	TSMC N7+	TSMC N5	TSMC N3
微架構(P-core)	Skylake	Skylake	Cypress Cove	Golden Cove	Raptor Cove	Raptor Cove	Lion Cove	Zen 2	Zen 2	Zen 2	Zen 3	Zen 4	Zen 5
CPU插槽(桌機)	LGA 1151	LGA 1200	LGA 1200	LGA 1700	LGA 1700	LGA 1700	LGA 1851	AM4	AM4	AM4 (LGA 1331)	AM4 (LGA 1331)	AM5 (LGA1718)	AM5 (LGA1718)
DRAM	DDR4	DDR4	DDR4	DDR4 / DDR5	DDR4 / DDR5	DDR4 / DDR5	DDR5	DDR4	DDR4	DDR4	DDR4	DDR5	DDR5
PCIe	Gen 3	Gen 3	Gen 4	Gen 5	Gen 5	Gen 5	Gen 5	Gen 4	Gen 4	Gen 4	Gen 3	Gen 5	Gen 5?

資料來源：公司資料、凱基投顧

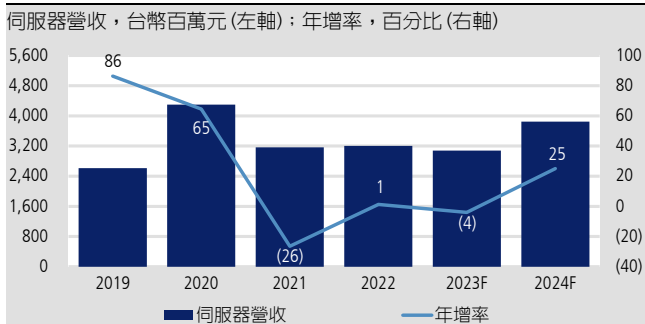
2023 年 IPC 與伺服器營收較疲弱，但隨總經理環境轉佳與伺服器新案開始出貨，2024 年 IPC 及伺服器營收將年增雙位數以上。

非消費性業務營收持續擴張

華擎發展伺服器與工業電腦 (IPC) 業務已有多多年，非消費性業務 (伺服器與 IPC) 營收比重已由 2017-18 年的 24% 攀升至 2022 年的 30%。2021 年因特定 IC 零組件嚴重缺貨使其伺服器營收年減 21%，但隨 2H22 零組件供應改善，2022 年伺服器營收轉為年增 1%，營收比重為 18-19%。華擎伺服器營收由其持股 59.7% 的子公司永擎所貢獻，其中主機板約佔 2022 年伺服器營收的 60%，系統、準系統(barebone)則佔 40%。然而因客戶在景氣低迷下縮減 IT 支出，且新專案 (主要為系統產品) 遞延至 2H23，1H23 伺服器營收疲軟(1Q23 年減 36-37%)。儘管 4Q23 伺服器營收季增顯著，但我們預估華擎 2023 年伺服器營收將年減 4%。但受惠於新客戶與新專案開始出貨，預估其 2024 年伺服器營收將年增 25%。其中公司 1Q24 將開始出貨伺服器予新 CSP 客戶。華擎亦將受惠於 AI 需求成長，因公司將開始出貨搭載 Nvidia H100 GPU 之 AI 伺服器，且為 Nvidia MGX 伺服器 (模組化伺服器設計) 的 OEM 夥伴之一。而 1Q24 有望開始出貨搭載 AMD MI300 CPU 之伺服器。管理層預期 2024 年 AI 伺服器有望佔整體伺服器營收(2024 年營收比重預估為 20%)之雙位數百分比。此外，公司預期未來系統與準系統佔伺服器營收比重將超過主機板。

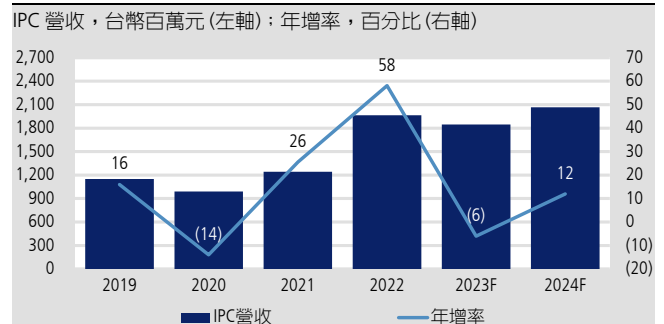
2022 年華擎 IPC 營收比重約為 11-12%，高於 2020-21 年的 6%。IPC 營收由東擎(公司持股 64.5%)貢獻，客戶包括商務、自動化、機器人、娛樂與監控等產業。受惠市場需求強勁，2021-22 年 IPC 營收分別年增 26%、58%。但因景氣下行使 1H23 客戶預算緊縮並暫緩 IT 支出，影響板階產品營收。目前客戶仍須 1-2 季度去化庫存，預估 IPC 營收至 4Q23 才有望較明顯復甦。因此，我們預估 2023 年華擎 IPC 營收將年減 6%。2024 年總經理情況好轉與系統端營收持續成長，預估 IPC 營收將年增雙位數。

圖 10：2024 年伺服器營收預估年增 25%



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 11：2024 年 IPC 營收年增 12%



資料來源：公司資料、凱基投顧

隨庫存減損之影響減少，2H23 毛利率將回升至 21-22%。而總經環境回溫與伺服器新案出貨將帶動 2024 年 IPC 與伺服器營收年增，再加上新一代桌機 CPU 推出帶動主機板升級，有望優化產品組合並推升 2024 年毛利率。

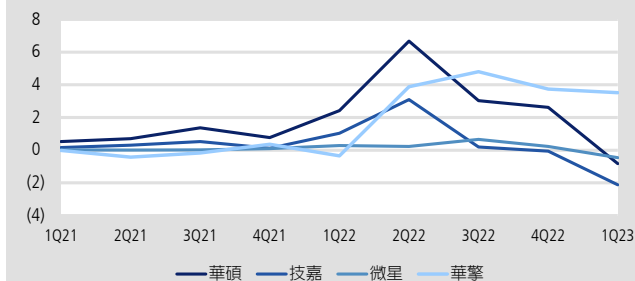
2H23-2024 年獲利率將復甦

因需求疲弱使顯卡產品獲利率逐漸萎縮，華擎毛利率由 1Q22 的 27.2% 下滑至 3Q-4Q22 的 17-18%。此外，2Q22 起公司認列庫存跌價損失（約影響 2Q-4Q22 毛利率 3.7-4.8ppts），全年合計負向影響 2022 年毛利率約 2.8ppt，使毛利率由 2021 年的 28.2% 下滑至 2022 年 21.6%。儘管 1Q23 庫存跌價損失仍影響毛利率 3.5 個百分點，但管理層預期 2Q23 庫存跌價損失影響幅度將下滑，2H23 負向影響將逐漸消弭。此將帶動 2H23 毛利率回升至 21-22%，但因 2023 年產品組合不利（毛利率最低的顯卡營收年增幅較大、毛利率最高的 IPC 營收年減）且 1H23 毛利率疲弱，我們預估華擎 2023 年毛利率、營利率年減至 19.8%、6.5%，對比 2022 年為 21.6%、6.9%。

展望 2024 年，總經環境回溫與新專案出貨將使 IPC 與伺服器營收恢復成長，且 2H24 新桌機 CPU 上市可望推升主機板均價與獲利率。我們預期 IPC 營收比重上升與主機板獲利率改善有助推升 2024 年毛利率年增至 21.8%。加上營業費用率可望持穩於 13-13.5%，營利率預估年增至 8.7%，帶動 2024 年 EPS 年增 40% 至 10.88 元，相較 2023 年 EPS 為年減 11% 至 7.75 元（主因 1H23 獲利率疲弱）。

圖 12：華擎之庫存跌價損失影響可望於 2Q23 趨緩

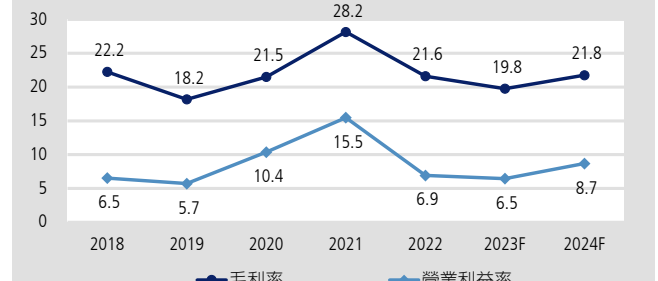
庫存跌價損失金額佔營收比重，百分比



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 13：2024 年毛利率與營利率回升

毛利率與營利率，百分比



資料來源：公司資料、凱基預估

財務概況

2Q23 獲利季增，1H23 獲利為全年谷底。考量主機板與顯卡淡季效應與伺服器訂單遞延影響，我們預估華擎 2Q23 營收將季減 5% 至 41.75 億元。庫存跌價損失仍將拖累毛利率，但影響程度應小於 1Q23 (1Q23 影響毛利率 3.5ppts)，因顯卡與主機板毛利率持穩，我們預估毛利率、營利率將季增至 18.5%、4.8%。預估 2Q23 EPS 為 1.35 元 (年減 33%但季增 32%)。1H23 EPS 合計為 2.38 元 (年減 66%)。

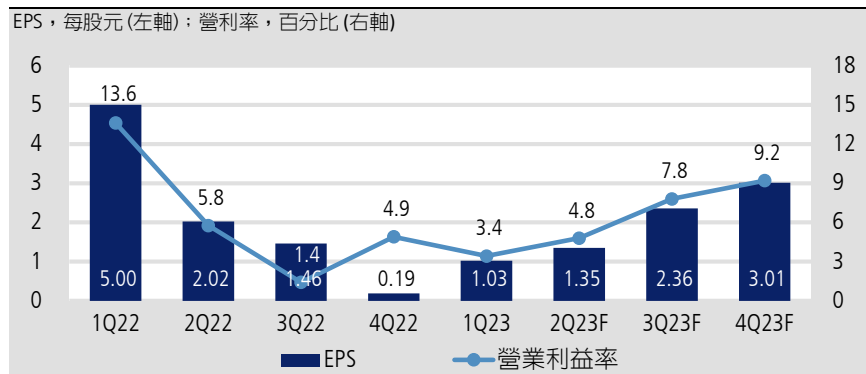
圖 14：1Q23 財報與 2Q23 獲利預估暨市場共識比較

百萬元	1Q23			2Q23F			市場共識	差異(%)
	實際值	QoQ (%)	YoY (%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)		
營收	4,395	(10.3)	(12.8)	4,175	(5.0)	15.4	4,159	0.4
毛利	730	(14.2)	(46.7)	772	5.8	(6.2)	753	2.6
營業利益	151	(37.2)	(78.0)	200	32.8	(3.9)	203	(1.1)
稅前淨利	158	79.9	(79.9)	228	44.5	(26.6)	217	5.2
稅後淨利	125	436.2	(79.7)	165	31.8	(33.7)	193	(14.7)
每股盈餘 (元)	1.03	436.2	(79.7)	1.35	31.8	(33.2)	1.58	(14.7)
毛利率 (%)	16.6	(0.8)ppts	(10.6)ppts	18.5	1.9 ppts	(4.3)ppts	18.1	0.4 ppts
營業利益率 (%)	3.4	(1.5)ppts	(10.2)ppts	4.8	1.4 ppts	(1.0)ppts	4.9	(0.1)ppts
淨利率 (%)	2.8	2.4 ppts	(9.4)ppts	3.9	1.1 ppts	(2.9)ppts	4.6	(0.7)ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

受惠消費性產品旺季效應，2H23 獲利將回升。公司目標 2023 年營收年增，但雙位數年增挑戰性較高，其中主機板及 VGA 營收將年增，而因總經不確定性及訂單遞延，2023 年 IPC 營收展望年減，伺服器營收成長性取決於 4Q23 訂單拉貨動能。管理層認為 2H23 主機板及 VGA 能見度轉佳，目標兩者營收均較上半年成長。此外，新 GPU 上市與市占率提高將推升 2023 年 VGA 需求。然而，受總經環境低迷及庫存調整影響(約需 1-2 季度)，伺服器及 IPC 營收應至 4Q23 才有望顯著季增。隨存貨跌價損失之影響消弭，再加上 4Q23 伺服器與 IPC 營收比重提高將有利產品組合，我們預期 3Q-4Q23 毛利率將回升至 21-22%。預估華擎營收年增 7%，但因 1H23 獲利率較弱，毛利率及營利率將年減至 19.8%、6.5%。2023 年 EPS 預估將年減 11%至 7.75 元。

圖 15: 2H23 營利率回升將帶動 EPS 回溫



資料來源：公司資料、凱基預估

IPC 與伺服器為 2024 年營收主要成長動能。隨總經狀況及通路庫存改善，公司正向看待 1Q24 伺服器及 IPC 營收展望。因此，我們預估 2024 年其 IPC 營收年增雙位數。展望 2024 年伺服器業務，華擎觀察到既有及新客戶之新伺服器 CPU 平台需求上揚，且 1Q24 起將出貨給新 CSP 客戶。此外，公司也將受益於 AI 需求提升，主因其將出貨供應搭載 Nvidia H100 GPU 與 AMD MI300 GPU 之伺服器 L10 產品。公司預期 2024 年 AI 伺服器佔伺服器營收比重將達雙位數(相較伺服器營收比重 20%)。此外，未來伺服器營收中系統與準系統營收比重將大於主機板。我們預估 2024 年華擎伺服器營收年增 25%，帶動整體營收年增 10%。因產品組合較有利(IPC 營收比重較高)，預估 2024 年毛利率及營利率將分別年增至 21.8%、8.7%，EPS 將年增 40% 至 10.88 元。

圖 16: 2024 年非消費性產品營收比重擴張

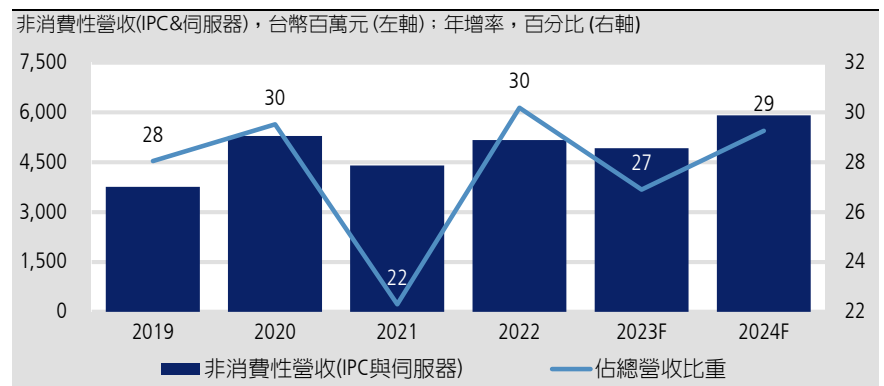


圖 17：2023-24 年獲利預估暨市場共識比較

百萬元	2023F				2024F			
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	18,297	6.9	18,356	(0.3)	20,212	10.5	20,295	(0.4)
毛利	3,616	(2.3)	3,546	2.0	4,399	21.7	4,468	(1.5)
營業利益	1,181	(0.4)	1,150	2.7	1,756	48.7	1,590	10.4
稅前獲利	1,274	(11.0)	1,214	5.0	1,847	45.0	1,651	11.9
稅後淨利	946	(11.3)	918	3.0	1,327	40.3	1,239	7.1
每股盈餘(元)	7.75	(10.8)	7.53	3.0	10.88	40.3	10.16	7.1
毛利率(%)	19.8	(1.9)ppts	19.3	0.4 ppts	21.8	2.0 ppts	22.0	(0.3)ppts
營業利益率(%)	6.5	(0.5)ppts	6.3	0.2 ppts	8.7	2.2 ppts	7.8	0.9 ppts
淨利率(%)	5.2	(1.1)ppts	5.0	0.2 ppts	6.6	1.4 ppts	6.1	0.5 ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 18：同業比較－華擎的顯卡與主機板營收佔比較高

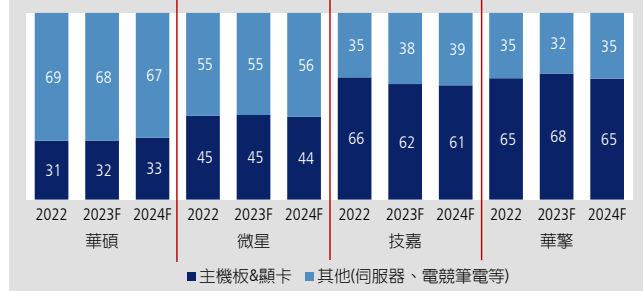
公司	股票代號	營收(台幣十億元)					營收年增率(%)				2022年各應用別營收比重(%)				
		2020	2021	2022	2023F	2024F	2021	2022	2023F	2024F	NB PC	顯卡/主機板	伺服器	其他	合計
華碩	2357 TT	382	500	493	481	505	30.8	(1.4)	(2.5)	5.0	67	31		2	100
微星	2377 TT	147	202	180	181	200	37.8	(10.6)	0.2	10.9	42	45		13	100
技嘉	2376 TT	85	122	107	118	131	44.1	(12.0)	10.0	11.1		66	19	16	100
華擎	3515 TT	18	20	17	18	20	10.3	(13.4)	6.9	10.5		65-67	18-19	11-12	100

註：華碩為品牌損益數字

資料來源：公司資料、凱基預估

圖 19：多數 VGA 業者擴張非消費性產品業務

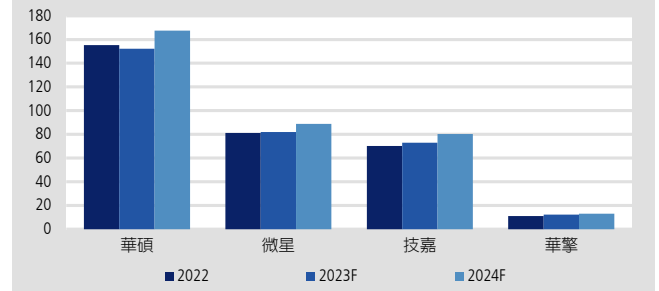
營收比重，百分比



資料來源：公司資料、凱基預估

圖 20：2023-24 年多數供應商的主機板與顯卡營收可望穩步向上

主機板與顯卡營收，十億元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料、凱基預估

圖 21：同業財務比較

公司	股票代號	毛利率(%)				營業利益率(%)				EPS(台幣元)				EPS年增率(%)			
		2021	2022	2023F	2024F	2021	2022	2023F	2024F	2021	2022	2023F	2024F	2021	2022	2023F	2024F
華碩	2357 TT	20.6	13.8	12.7	14.9	9.2	2.4	1.4	3.5	59.98	19.78	12.46	24.71	67.7	(67.0)	(37.0)	98.3
微星	2377 TT	19.0	14.3	14.3	14.6	9.9	5.9	6.4	6.9	20.03	11.79	12.08	14.21	112.6	(41.1)	2.5	17.6
技嘉	2376 TT	24.3	15.5	15.2	16.4	11.9	5.4	6.2	7.7	21.01	10.29	10.36	14.15	205.4	(51.1)	0.8	36.5
華擎	3515 TT	28.2	21.6	19.8	21.8	15.5	6.9	6.5	8.7	19.67	8.69	7.75	10.88	74.1	(55.8)	(10.8)	40.3

資料來源：公司資料、凱基預估

圖 22：同業評價比較

公司	代碼	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	評等	目標價 (元)	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘 年增率 (%)		PE (x)		PB (x)		ROE (%)		現金殖利率 (%)	
						2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2022	2023F
華碩	2357 TT	7,573	314.0	持有	295.0	12.46	24.71	(37.0)	98.3	25.2	12.7	1.1	1.0	4.3	8.4	4.8	2.8
微星	2377 TT	4,938	180.0	增加持股	170.0	12.08	14.21	2.5	17.6	14.9	12.7	2.9	2.6	20.2	21.6	3.7	3.8
技嘉	2376 TT	4,520	219.0	增加持股	196.0	10.36	14.15	0.8	36.5	21.1	15.5	3.6	3.3	17.7	22.3	2.8	2.9
華擎	3515 TT	725	183.0	持有	196.0	7.75	10.88	(10.8)	40.3	23.6	16.8	2.6	2.5	11.3	15.2	4.4	2.8

資料來源：公司資料、凱基預估

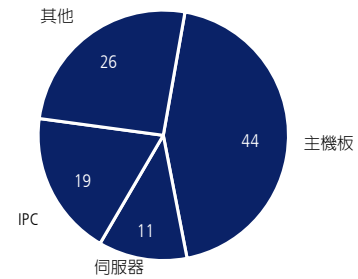
圖 23: 公司概况

2002 年成立的華擎原為華碩子公司。2008 年和碩自華碩分拆獨立後，華擎變成為和碩的子公司。華擎是台灣的主機板、顯示卡與電腦準系統業者，並設立自有品牌。2011 年公司將業務版圖擴大至工業電腦，2013 年又透過子公司永擎切入伺服器業務。主機板佔公司 2022 年營收比重 44-45%、伺服器 18-19%、工業電腦 11-12%與其他營收(含顯卡)25-26%。

資料來源：凱基

圖 24: 主機板為公司營收大宗

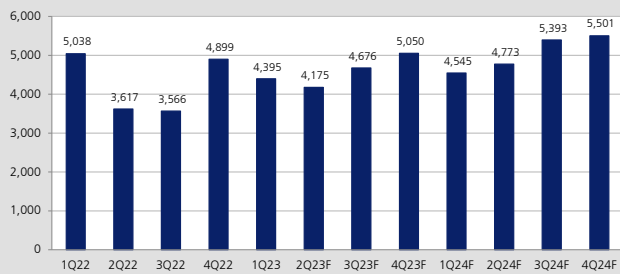
2022 年營收比重，百分比



資料來源：公司資料、凱基

圖 25: 季營業收入

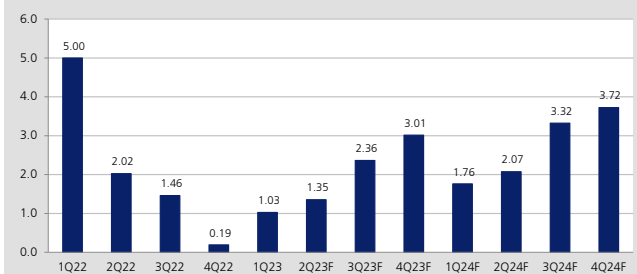
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 26: 每股盈利

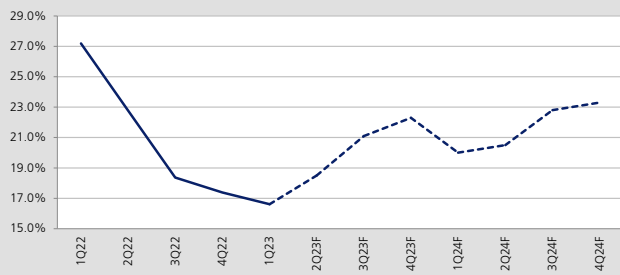
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 27: 毛利率

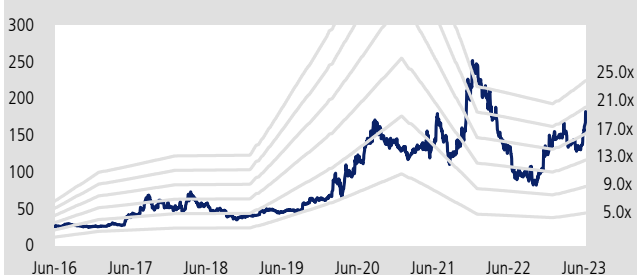
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 28: 未來一年預估本益比區間

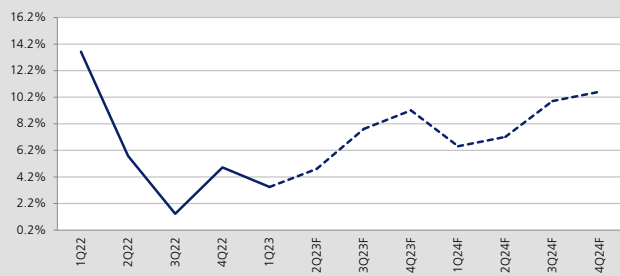
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ、凱基預估

圖 29: 營業利潤率

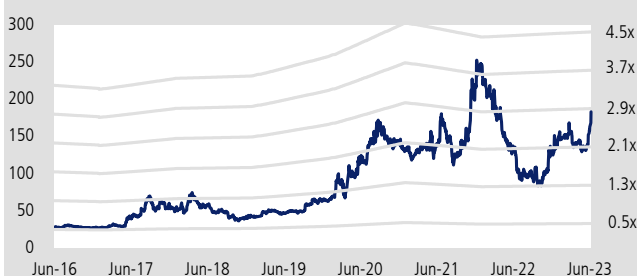
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 30: 未來一年預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ、凱基預估

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	4,395	4,175	4,676	5,050	4,545	4,773	5,393	5,501	17,121	18,297	20,212
營業成本	(3,665)	(3,403)	(3,690)	(3,924)	(3,636)	(3,794)	(4,164)	(4,219)	(13,420)	(14,682)	(15,813)
營業毛利	730	772	987	1,126	909	978	1,230	1,282	3,701	3,616	4,399
營業費用	(579)	(572)	(622)	(662)	(614)	(635)	(696)	(699)	(2,516)	(2,435)	(2,643)
營業利益	151	200	365	465	295	344	534	583	1,185	1,181	1,756
折舊	(45)	(34)	(34)	(24)	(39)	(39)	(39)	(39)	(127)	(137)	(157)
攤提	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(8)	(10)	(10)
EBITDA	198	237	402	491	337	385	576	625	1,320	1,328	1,923
利息收入	25	25	25	25	21	21	21	21	33	101	85
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	15	15	15	15	15	15	15	15	392	60	60
總營業外收入	41	40	40	40	36	36	36	36	425	161	145
利息費用	(2)	(4)	(4)	(7)	(4)	(4)	(4)	(4)	(12)	(17)	(14)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(31)	(8)	(8)	(3)	(10)	(10)	(10)	(10)	(168)	(50)	(40)
總營業外費用	(34)	(12)	(12)	(9)	(14)	(14)	(14)	(14)	(180)	(67)	(54)
稅前純益	158	228	393	495	318	366	557	606	1,431	1,274	1,847
所得稅費用[利益]	(50)	(43)	(75)	(80)	(64)	(73)	(111)	(112)	(204)	(248)	(360)
少數股東損益	17	(20)	(30)	(47)	(40)	(40)	(40)	(40)	(161)	(80)	(160)
非常項目稅後純益	125	165	288	368	215	253	405	454	1,066	946	1,327
非常項目	0	-	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	125	165	288	368	215	253	405	454	1,066	946	1,327
每股盈餘 (NT\$)	1.03	1.35	2.36	3.01	1.76	2.07	3.32	3.72	8.69	7.75	10.88
獲利率 (%)											
營業毛利率	16.6	18.5	21.1	22.3	20.0	20.5	22.8	23.3	21.6	19.8	21.8
營業利益率	3.4	4.8	7.8	9.2	6.5	7.2	9.9	10.6	6.9	6.5	8.7
EBITDA Margin	4.5	5.7	8.6	9.7	7.4	8.1	10.7	11.4	7.7	7.3	9.5
稅前純益率	3.6	5.5	8.4	9.8	7.0	7.7	10.3	11.0	8.4	7.0	9.1
稅後純益率	2.8	3.9	6.2	7.3	4.7	5.3	7.5	8.3	6.2	5.2	6.6
季成長率 (%)											
營業收入	(10.3)	(5.0)	12.0	8.0	(10.0)	5.0	13.0	2.0			
營業毛利	(14.2)	5.8	27.7	14.1	(19.3)	7.6	25.7	4.2			
營業收益增長	(37.2)	32.8	82.0	27.4	(36.4)	16.3	55.4	9.2			
EBITDA	(30.0)	19.8	69.3	22.3	(31.3)	14.3	49.4	8.5			
稅前純益	79.9	44.5	72.0	26.1	(35.7)	15.1	51.9	8.8			
稅後純益	436.2	31.8	74.7	27.7	(41.6)	18.0	60.2	12.0			
年成長率 (%)											
營業收入	(12.8)	15.4	31.2	3.1	3.4	14.3	15.3	8.9	(13.4)	6.9	10.5
營業毛利	(46.7)	(6.2)	50.6	32.3	24.5	26.7	24.6	13.8	(33.5)	(2.3)	21.7
營業收益	(78.0)	(3.9)	623.1	93.4	95.8	71.5	46.4	25.5	(61.2)	(0.4)	48.7
EBITDA	(72.2)	(1.0)	368.2	73.6	70.3	62.5	43.4	27.3	(58.1)	0.6	44.9
稅前純益	(79.9)	(26.6)	59.1	463.7	101.4	60.5	41.8	22.3	(53.2)	(11.0)	45.0
稅後純益	(79.7)	(33.7)	60.4	1476.2	71.5	53.5	40.7	23.5	(55.2)	(11.3)	40.3

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	11,716	15,894	14,768	14,875	15,971
流動資產	11,109	15,423	13,994	14,152	15,321
現金及短期投資	3,426	3,490	3,927	5,227	6,062
存貨	5,830	9,719	8,010	6,758	6,913
應收帳款及票據	1,649	1,896	1,633	1,745	1,923
其他流動資產	204	317	423	423	423
非流動資產	606	471	774	722	651
長期投資	158	2	2	2	2
固定資產	240	242	462	410	338
什項資產	209	227	310	310	310
負債總額	4,407	7,105	5,874	5,589	6,088
流動負債	4,326	7,014	5,814	5,528	6,027
應付帳款及票據	2,730	4,457	3,003	3,285	3,529
短期借款	-	-	625	400	400
什項負債	1,596	2,557	2,186	1,844	2,099
長期負債	82	92	60	60	60
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	41	43	20	20	20
股東權益總額	7,308	8,789	8,894	9,286	9,884
普通股股本	1,206	1,229	1,220	1,220	1,220
保留盈餘	1,544	2,628	1,773	2,085	2,523
少數股東權益	407	518	702	782	942
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	33.5%	10.3%	(13.4%)	6.9%	10.5%
營業收益增長	142.3%	64.6%	(61.2%)	(0.4%)	48.7%
EBITDA	131.6%	62.7%	(58.1%)	0.6%	44.9%
稅後純益	128.1%	74.7%	(55.2%)	(11.3%)	40.3%
每股盈餘成長率	128.2%	74.1%	(55.8%)	(10.8%)	40.3%
獲利能力分析					
營業毛利率	21.5%	28.2%	21.6%	19.8%	21.8%
營業利益率	10.4%	15.5%	6.9%	6.5%	8.7%
EBITDA Margin	10.8%	15.9%	7.7%	7.3%	9.5%
稅後純益率	7.6%	12.0%	6.2%	5.2%	6.6%
平均資產報酬率	12.4%	17.2%	7.0%	6.4%	8.6%
股東權益報酬率	20.8%	31.4%	13.0%	11.3%	15.2%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	7.0%	4.3%	4.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	2,072.2	3,816.4	123.2	74.4	132.4
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	0.7	0.8	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	1,509.0	1,277.2	97.5	144.9	100.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1,509.0	1,277.2	1.8	6.0	3.4
流動比率 (x)	2.6	2.2	2.4	2.6	2.5
速動比率 (x)	1.2	0.8	1.0	1.3	1.4
淨負債 (NT\$百萬)	(2,763)	(2,214)	(2,963)	(4,487)	(5,323)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	11.30	19.67	8.69	7.75	10.88
每股現金盈餘 (NT\$)	11.21	8.46	9.30	20.62	11.52
每股淨值 (NT\$)	57.20	67.29	67.15	69.71	73.30
調整後每股淨值 (NT\$)	57.20	68.33	66.77	69.71	73.30
每股營收 (NT\$)	148.47	163.26	139.54	149.99	165.69
EBITDA/Share (NT\$)	16.05	26.02	10.75	10.89	15.77
每股現金股利 (NT\$)	8.00	13.00	8.00	5.19	7.29
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.63	1.43	1.12	1.23	1.31
應收帳款周轉天數	33.7	35.0	34.8	34.8	34.8
存貨周轉天數	151.8	249.9	217.9	168.0	160.0
應付帳款周轉天數	71.1	114.6	81.7	81.7	81.7
現金轉換周轉天數	114.4	170.3	171.0	121.1	113.1

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	17,912	19,763	17,121	18,297	20,212
營業成本	(14,060)	(14,199)	(13,420)	(14,682)	(15,813)
營業毛利	3,852	5,564	3,701	3,616	4,399
營業費用	(1,994)	(2,506)	(2,516)	(2,435)	(2,643)
營業利益	1,858	3,058	1,185	1,181	1,756
總營業外收入	73	62	425	161	145
利息收入	20	13	33	101	85
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	53	49	392	60	60
總營業外費用	(76)	(60)	(180)	(67)	(54)
利息費用	(1)	(1)	(12)	(17)	(14)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(75)	(59)	(168)	(50)	(40)
稅前純益	1,856	3,060	1,431	1,274	1,847
所得稅費用[利益]	(347)	(600)	(204)	(248)	(360)
少數股東損益	(145)	(79)	(161)	(80)	(160)
非常項目	-	0	(0)	-	-
稅後淨利	1,363	2,381	1,066	946	1,327
EBITDA	1,936	3,150	1,320	1,328	1,923
每股盈餘 (NT\$)	11.30	19.67	8.69	7.75	10.88

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	1,352	1,024	1,141	2,516	1,405
本期純益	1,363	2,381	1,066	946	1,327
折舊及攤提	78	92	134	147	167
本期運用資金變動	(670)	(2,410)	326	1,423	(89)
其他營業資產及負債變動	581	961	(385)	0	-
投資活動之現金流量	73	(517)	869	(95)	(95)
投資用短期投資出售[新購]	100	(460)	940	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(35)	(46)	(88)	(85)	(85)
其他資產變動	8	(11)	17	(10)	(10)
自由現金流	878	86	1,381	2,425	1,396
融資活動之現金流量	(516)	(953)	(1,029)	(1,121)	(474)
短期借款變動	-	-	625	(225)	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	23	-	-	-
已支付普通股股息	(483)	(965)	(1,611)	(976)	(634)
其他融資現金流	(33)	(11)	(43)	80	160
匯率影響數	(183)	(103)	393		
本期產生現金流量	727	(549)	1,374	1,299	836

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	11.1%	12.7%	14.7%	13.3%	13.1%
- 銷管費用/營業收入					
= 營業利益率	10.4%	15.5%	6.9%	6.5%	8.7%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	4.9	3.8	3.2	4.3	5.0
營業利益率	10.4%	15.5%	6.9%	6.5%	8.7%
x 資本周轉率	4.9	3.8	3.2	4.3	5.0
x (1 - 有效現金稅率)	81.3%	80.4%	85.7%	80.5%	80.5%
= 稅後 ROIC	41.7%	47.3%	18.9%	22.4%	35.3%

資料來源：公司資料，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。