

華擎 (3515 TT) ASRock

AI Server 出貨遞延，毛利率回升緩慢

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$250.0

收盤價 (2024/03/12)：NT\$275.0

隱含漲幅：-9.1%

營收組成 (2023)

主機板 46%、工業電腦 7%、伺服器 14%、其他 33%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	250.0	245.0
2024年營收 (NT\$/十億)	20.9	20.9
2024年EPS	11.0	10.7

交易資料表

市值	NT\$33,470百萬元
外資持股比率	11.9%
董監持股比率	47.0%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$70.88
負債比	38.2%
ESG評級 (Sustainalytics)	-- (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	17,121	18,992	20,889	22,938
營業利益	1,185	1,147	1,633	1,801
稅後純益	1,066	919	1,338	1,476
EPS (元)	8.68	7.54	10.98	12.11
EPS YoY (%)	-56.0	-13.2	45.6	10.3
本益比 (倍)	31.7	36.5	25.1	22.7
股價淨值比 (倍)	4.1	4.1	3.9	3.7
ROE (%)	13.9	11.3	15.5	16.4
現金殖利率 (%)	2.9%	2.5%	3.4%	3.7%
現金股利 (元)	8.00	6.90	9.30	10.20

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuanta.com

余羚華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

4Q23 本業獲利佳，但受匯損影響，稅後 3.27 億元，季增 6%，年增 1302%，EPS 2.68 元，優於元大預期 2%/符合市場預期。

華擎與現有客戶討論 AI Server 規格及生產，由於開發需耗時 2~3 季，因此產品延至第二季末至第三季初，比原估計第二季遞延。

華擎 AI server 出貨延遲，且評價相比同業為高，維持中立評等。目標價 250 元係根據本益比 23 倍(同先前)、2024 年 EPS 推得。

4Q23 本業獲利佳，但受匯損影響，稅後符合預期

4Q23 營收季增 14%，年增 15%，毛利率季增 2.9 百分點至 23%，高於預期，主因高毛利率的 Server 比重上升、存貨跌價損失回轉、繪圖卡毛利率改善。營業利益 5.69 億元，季增 101%，年增 137%，高於元大/市場預期 47%/27%。業外受匯損 1.5 億元影響，共虧損 0.97 億元，低於預期。稅後 3.27 億元，季增 6%，年增 1302%，EPS 2.68 元，優於元大預期 2%/符合市場預期。第一季除 MB 有大陸農曆年小旺季，其餘產品項目業績將下滑，估營收季減 6%，年增 20%，EPS 2.6 元，季減 3%，年增 153%。

AI Server 在第二季末至第三季初量產，出貨時程略微遞延

AMD MI300 在 2024 年第一季開始出貨，華擎與現有客戶討論規格及生產，由於 AI Server 開發需耗時 2~3 季，因此產品延至第二季末至第三季初(原估計為第二季)才量產。估 AI 占華擎 2024 年 Server 營收比重 26%，占整體營收比重 4% (比原估 5%略調降)，並帶動整體 Server 營收由 2023 年衰退 11%至 2024 年成長 21%，占比由 2023 年 14.3%上升至 2024 年 15.8%。

2024 年毛利率回升緩慢，主因低毛利率 AI Server 占比提高

MB/VGA 高階產品在 2022 年底庫存清完，客戶下單恢復，尤其 2023 年下半年因應返校及耶誕節需求，客戶補庫存力道強勁，2023 年成長 14%/34%，因產品較成熟，2024 年成長放緩，估年增 6%/9%。

合計預估華擎 2024 年營收年增 10%，雖然高毛利率工業電腦/Server 逐漸復甦，但低毛利率 AI Server 占比提高，估毛利率回升緩慢僅年增 1.45 百分點至 21.6%，EPS 10.98 元，年增 46% (2024 年獲利比原估上修 2%，主因消費性電子業務比預期強勁)。

營運分析

4Q23 本業獲利佳，但受匯損影響，稅後符合預期

去年第四季進入旺季，營收 56.1 億元，季增 14%，年增 15%，毛利率季增 2.9 百分點至 23%，高於預期，主因高毛利率的 Server 比重上升、年初先行提列的存貨跌價損失回轉、繪圖卡毛利率改善。營業利益 5.69 億元，季增 101%，年增 137%，高於元大/市場預期 47%/27%。業外受匯損 1.5 億元影響，共虧損 0.97 億元，低於預期。合計稅後 3.27 億元，季增 6%，年增 1302%，EPS 2.68 元，優於元大預期 2%/符合市場預期。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	4,899	4,902	5,608	14.4%	14.5%	5,685	5,622	-1.4%	-0.2%
營業毛利	852	986	1,292	31.0%	51.7%	1,172	1,178	10.2%	9.7%
營業利益	240	283	569	100.7%	136.8%	387	447	47.0%	27.4%
稅前利益	88	375	472	25.9%	437.3%	400	459	18.0%	2.9%
稅後淨利	23	309	327	5.9%	1301.6%	321	328	1.9%	-0.2%
調整後 EPS (元)	0.19	2.53	2.68	5.9%	1331.1%	2.62	2.69	2.4%	-0.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	17.4%	20.1%	23.0%	2.9	5.7	20.6%	20.9%	2.4	2.1
營業利益率	4.9%	5.8%	10.1%	4.4	5.2	6.8%	7.9%	3.3	2.2
稅後純益率	0.5%	6.3%	5.8%	-0.5	5.4	5.7%	5.8%	0.2	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

第一季為傳統淡季，除 MB 有大陸農曆年小旺季，其餘產品項目業績將下滑，估營收季減 6%，年增 20%

第一季為傳統淡季，工作天數減少，除 MB 有大陸農曆年小旺季，其餘產品項目業績將下滑，估營收季減 6%至 52.6 億元，年增 20%。受規模經濟下滑，毛利率季減 1.7 百分點至 21.3%。營業利益 4 億元，季減 29%，年增 166%。不考慮匯兌因素，EPS 2.6 元，季減 3%，年增 153%，比原先預估調高 13%，主因毛利率比預期佳。

圖 2：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	4,395	5,608	5,263	-6.2%	19.7%	5,263	5,112	0	3.0%
營業毛利	730	1,292	1,123	-13.1%	53.8%	1,066	1,065	5.3%	5.4%
營業利益	151	569	402	-29.3%	166.5%	329	366	22.2%	9.9%
稅前利益	158	472	426	-9.7%	169.6%	354	391	20.3%	9.1%
稅後淨利	125	327	316	-3.4%	152.7%	282	301	12.1%	5.2%
調整後 EPS (元)	1.03	2.68	2.60	-3.3%	153.0%	2.30	2.47	12.9%	5.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	16.6%	23.0%	21.3%	-1.7	4.7	20.3%	20.8%	1.1	0.5
營業利益率	3.4%	10.1%	7.6%	-2.5	4.2	6.3%	7.2%	1.4	0.5
稅後純益率	2.9%	5.8%	6.0%	0.2	3.2	5.4%	5.9%	0.7	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

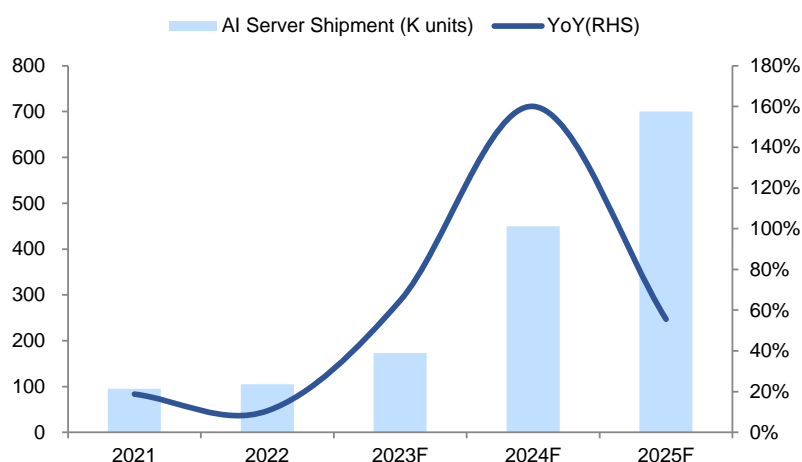
AI Server 在第二季末至第三季初量產，出貨時程略微遞延

美國商務部對大陸出口晶片管制條例，相關 GPU 包括 A100/A800/H100/H800/L40S 等高階 AI 應用晶片皆需要事先取得美國政府許可後才可出貨，本中心原先預估百度、騰訊、阿里巴巴等中國 CSP 業者 2024 年 AI 伺服器需求為 4-5 萬台，考慮到晶片供貨將受阻，因此將 2024 年全球 AI 伺服器出貨量由 50 萬台下修至 45 萬台，成長 165% (2023 年 AI 伺服器出貨維持 17 萬台，年增 65%)。華擎未來 AI Server 客戶以歐美市場為主，大陸幾乎未出貨，受禁令影響不大。華擎規劃 AI Server 以 ODM 方式出貨，數量及單價較高，有別於一般 Server 以 OBM 少量多樣為主。

近期 AI 伺服器題材火熱，華擎伺服器營收接近 20%，為潛在受惠股。華擎與 AMD 關係密切，顯卡的 GPU 均採用 AMD 產品，因此本波 NVIDIA A100、H100 等 AI 伺服器崛起，華擎出貨量少，受惠程度低，而 AMD 的 AI Server MI200 系列，MI250 效能不強，無法引起市場注意。

日前 AMD 公佈 MI300A 規格，是全球首個為 AI 和 HPC (高性能計算)打造的 APU 加速卡，擁有 13 個小晶片，總共包含 1,460 億個電晶體：24 個 Zen 4 CPU 核心、1 個 CDNA 3 圖形引擎和 128GB HBM3 記憶體。另外對大語言模型進行優化的版本 - MI300X，記憶體達到 192GB，記憶體頻寬為 5.2TB/s，Infinity Fabric 頻寬為 896GB/s，電晶體達到 1,530 億個。MI300X 提供的 HBM (高頻寬記憶體)密度是 NVIDIA H100 的 2.4 倍，HBM 頻寬是 H100 的 1.6 倍。AMD MI300 在 2024 年第一季開始出貨，華擎與現有客戶討論規格及生產，由於 AI Server 開發需耗時 2~3 季，因此產品恐延至第二季末至第三季初(原估計為第二季)才量產，但華擎除 AMD 產品外，NVIDIA 的 A100/H100 AI Server 亦同時出貨，因此估 AI 占華擎 2024 年 Server 營收比重 26%，占整體營收比重 4% (比原估 5%略調降)，並帶動整體 Server 營收由 2023 年衰退 11% (受全球資本支出縮減影響)至 2024 年成長 21%，占比由 2023 年 14.3%上升至 2024 年 15.8%。

圖 3：全球 AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

圖 4：AMD MI300A 2024 年第一季推出

型號	AMD			Nvidia	
	MI250	MI300X	MI300A	A100	H100
推出時間	2021	3Q24 (F)	1Q24 (F)	2020	2022
製程	TSMC 6nm	TSMC 5nm/6nm		TSMC 7nm	TSMC 4nm
架構	CDNA 2.0	CDNA 3.0	CDNA 3.0	Ampere	Hopper
電晶體數量	58bn	153bn	146bn	54.2bn	80bn
晶片尺寸	1540mm2	-	1017mm2	828mm2	814mm2
搭載記憶體	128GB HBM2e	192GB HBM3	128GB HBM3	80GB HBM2e	80GB HBM3
Performance (FLOPS 32)	45.3 TFLOPS	-	47.8 TFLOPS	19.5 TFLOPS	48.4 TFLOPS
功耗	500-560W	750W	600W	250-400W	350-700W
傳輸介面	PCIe Gen4	PCIe Gen5	PCIe Gen5	PCIe Gen4	PCIe Gen5
價格	USD \$10~12K	USD \$15~20K		USD \$15~20K	USD \$25~35K

資料來源：元大投顧整理

圖 5：NVIDIA AI GPU 推出行程表預估

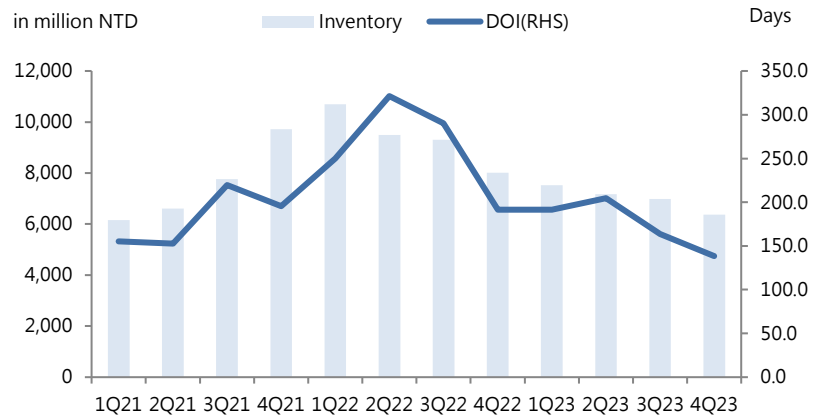
產品	2021 年	2023 年	1H24 (F)	2H24 (F)	1H25 (F)	2H25 (F)
GPU (X86)	A100	H100	H200	B100	B200	X100
CPU+GPU (ARM)	-	-	GH200	GB100	GB200	GX100

資料來源：元大投顧整理

低毛利率的 AI Server 逐漸量產，毛利率回升有限

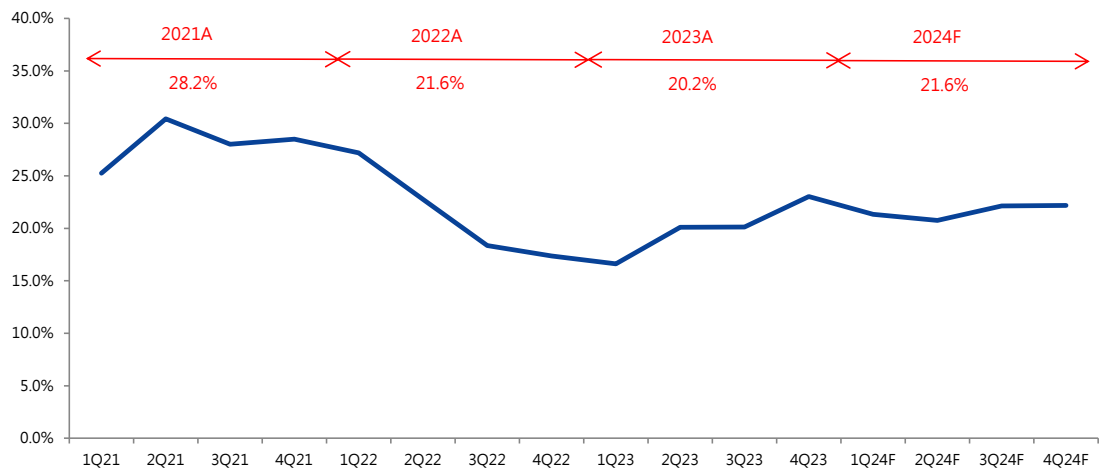
2023 年第一季存貨季減 6% 至 75.2 億元(由高點下滑 30%)，仍不足，第四季降至 63.8 億元，存貨金額由高點下滑 40%，已回到正常水準 60~70 億元左右，暫時無需再調整庫存，且今年隨著業績上升，庫存金額將逐漸上升。去年第四季受惠高毛利率 Server 業務恢復成長軌道，使得毛利率季增 2.9 百分點至 23%。但上半年進入淡季，規模經濟下滑；下半年雖然高毛利率工業電腦復甦，但低毛利率的 AI Server 開始量產，占比提高，估毛利率難回升至 4Q23 高點，因此估 2024 年毛利率年增 1.45 百分點至 21.6%。

圖 6：華擎庫存金額及存貨天數



資料來源：TEJ、元大投顧整理

圖 7：華擎毛利率回升緩慢



資料來源：TEJ、元大投顧整理

工業電腦復甦緩慢，消費性電子(板卡)業務復甦較快

1) 工業電腦 2022 年受惠景氣復甦，加上料源改善，成長 44%。但 4Q22 產業景氣轉差，客戶下單開始放緩，原估 2023 年底恢復出貨，但 2H23 客戶資本支出仍縮減，景氣難好轉，2024 年下半年才可望恢復下單，2023 年營收衰退 25%，2024 年景氣回溫而成長 15%；2) MB/VGA 受高通膨/俄烏戰爭景氣降溫影響最大，2022 年分別衰退 11%/33%，但 2022 年底高階產品庫存清完，客戶下單恢復，尤其 2023 年下半年因應返校及耶誕節需求，客戶補庫存力道強勁，2023 年成長 14%/34%，因產品較成熟，2024 年成長放緩，估年增 6%/9%。

合計預估華擎 2024 年營收年增 10%，雖然高毛利率工業電腦/Server 逐漸復甦，但低毛利率 AI Server 占比上升，估毛利率回升緩慢僅年增 1.45 百分點至 21.6%，EPS 10.98 元，年增 46% (2024 年獲利比原估上修 2%，主因消費性電子業務比預期強勁)。

虛擬貨幣礦卡並無貢獻

日前華擎股價受惠比特幣價格創新高而上揚，但虛擬貨幣目前在礦卡(顯卡)使用量很低，主因第一大虛擬貨幣比特幣挖礦使用 ASIC，非礦卡。虛擬貨幣第二大市場以太坊則由原先工作量證明(POW)轉為權益證明(POS)，新的以太坊基本上已經無需再挖礦，而由原本以太坊孳息產出。因此主機板廠商再提供礦卡的需求大幅下滑，即使目前虛擬貨幣大漲，亦無助出貨增加。

圖 8：比特幣價格近期創高

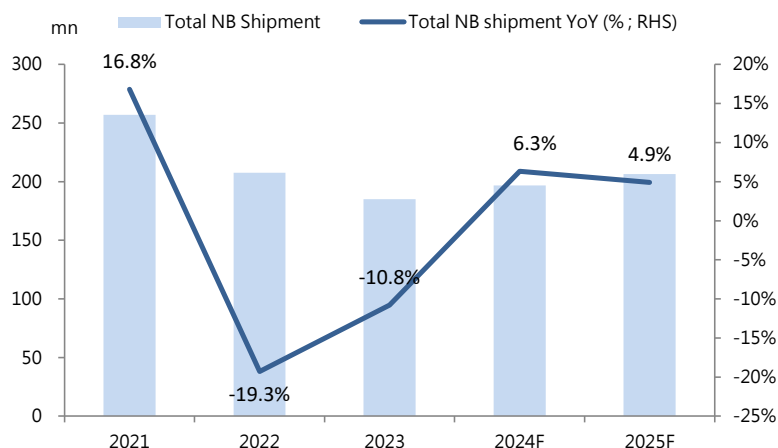


2024 年筆電整體出貨恢復成長，電競 NB 滲透率穩定上升

筆電產品過去二年疫情的遞延訂單在 2022 年第一季出完，加上 2 月俄烏戰爭/高通膨影響需求，居家上班降溫更趨明顯，相關產品如：Chromebook、消費性筆電、主機板等出貨疲弱，下半年各廠商調整庫存，銷售下降快速，全球筆電在 2022 年出貨衰退 19%，2023 年仍年減 11%，2024 年預期全球景氣復甦下，小幅成長 6%。

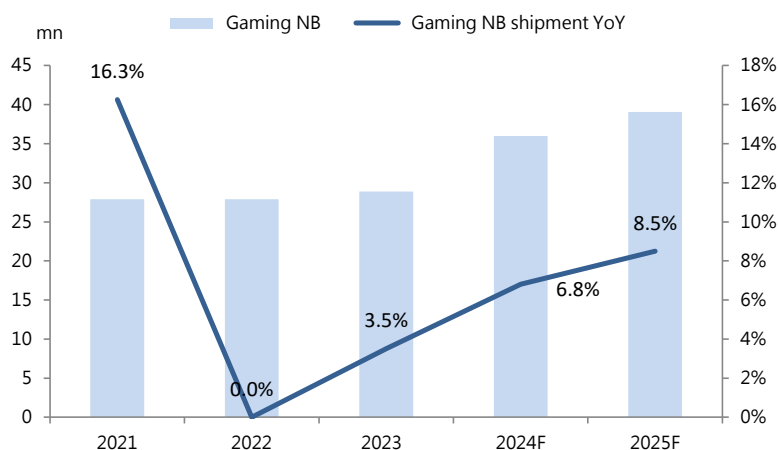
電競筆電在 COVID-19 疫情期間受惠居家人數增加，玩電動時間變長，2020/21 年出貨成長 27%/16%，2022 年居家上班降溫，出貨亦受影響，另外虛擬貨幣從高峰 6.5 萬美金降至近期 3.4 萬美金左右，顯卡已無需求，不利電競繪圖卡出貨，但 NVIDIA 及 AMD 新 GPU 產品陸續推出，對電競市場有一定刺激作用，2022 年電競筆電出貨約年持平，2023 年恢復成長 4%，2024 年受惠 NVIDIA 二年一次 GPU 大改款，出貨可望年增 7%，是 PC 下游維持成長的產品。華擎在電競產品含：主機板、繪圖卡等，比重約 20%，在 PC 不景氣時，銷售具有支撐。

圖 9：全球筆電出貨量預估



資料來源：Digitimes、元大投顧整理

圖 10：全球電競筆電出貨量預估



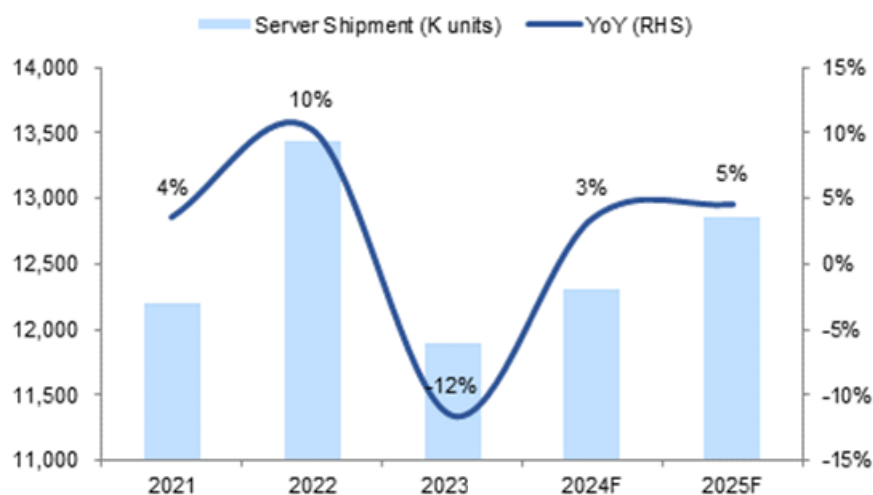
資料來源：Digitimes、元大投顧整理

2024 年四大 CSP 資本支出大致符合預期

美國四大 CSP 業者於最新法說會均表示，未來資本支出將會持續提升，主要用於伺服器、AI 伺服器及擴大資料中心建設，其中 AI server 更為建置重心，但一般伺服器出貨力道恐較原本預期略低，主要被 AI server 支出排擠。

整體而言，2023 年受全球資本支出縮減，一般型伺服器衰退較大，整體伺服器出貨年減 12%，2024/25 年景氣復甦，資本支出增加，加上 AI Server 成長加速，估年增 3%/5%。

圖 11：全球伺服器出貨量預估

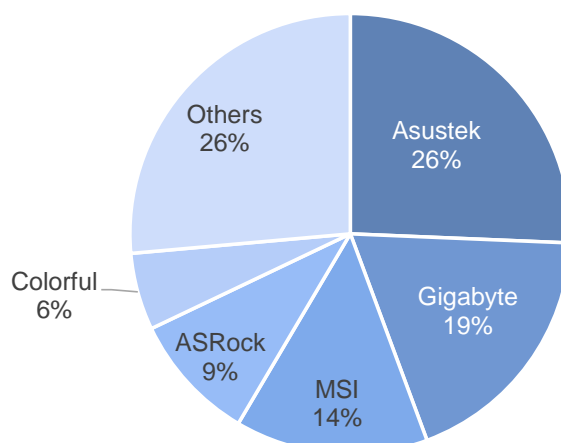


資料來源：元大投顧預估

華擎為全球第四大 MB 製造商

華擎原為華碩子公司，以銷售中、低階主機板為主，之後華碩集團將 OBM (華碩) 與 OEM (和碩) 分割，華擎併入和碩旗下。2022 年 MB 產業受 WFH 降溫、高通膨等負面因素影響，全球主機板出貨衰退近 20% 至 5,300 萬片，其中華擎出貨近 500 萬片，市占率約 9.4%，為全球第四大廠商，僅次於華碩、技嘉、微星等廠商。華擎與 AMD 關係密切，近年 AMD CPU 在 MB/DT 滲透率提升，華擎在 MB 市占率亦略有增加，2023 年 MB 出貨成長 14%，比同業年增 5~10% 為佳。

圖 12：華擎為全球第四大 MB 製造商



資料來源：元大投顧整理

獲利調整與股票評價

調升 2024/2025 年稅後淨利 2%/3%

4Q23 毛利率比預期佳，因此我們將 2024/2025 年毛利率由原先 21%/21%略上升至 21.6%/21.7%，稅後則上調 2%/3%，EPS 10.98 元/12.11 元，年增 46%/10%。

圖 13：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	20,889	20,889	22,938	22,938	0.0%	0.0%
營業毛利	4,514	4,395	4,975	4,820	2.7%	3.2%
營業利益	1,633	1,502	1,801	1,657	8.7%	8.7%
稅前利益	1,750	1,619	1,920	1,777	8.1%	8.1%
稅後淨利	1,338	1,309	1,476	1,433	2.2%	3.0%
調整後 EPS (元)	10.98	10.74	12.11	11.76	2.2%	3.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	21.6%	21.0%	21.7%	21.0%	0.6	0.7
營業利益率	7.8%	7.2%	7.8%	7.2%	0.6	0.6
稅後純益率	6.4%	6.3%	6.4%	6.2%	0.1	0.2

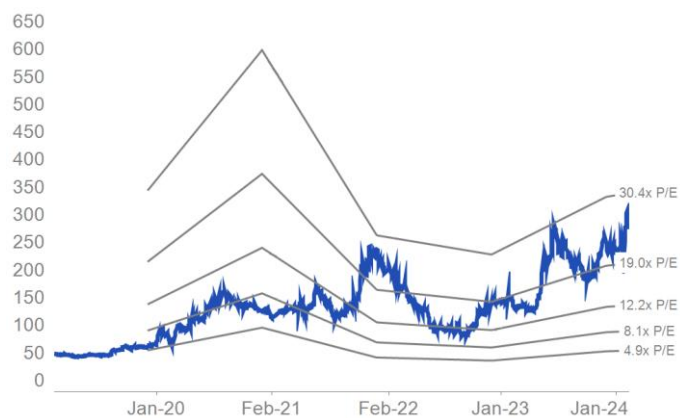
資料來源：公司資料、元大投顧預估

維持「持有-超越同業」，目標價 250 元，潛在下跌空間 9.1%

以 2024 年來看，OBM 同業華碩、宏碁、微星、技嘉平均本益比 18.8 倍，而 ODM 同業廣達、仁寶、緯創、和碩等平均本益比為 15.3 倍，均比華擎的 25 倍低，因此華擎評價不便宜。

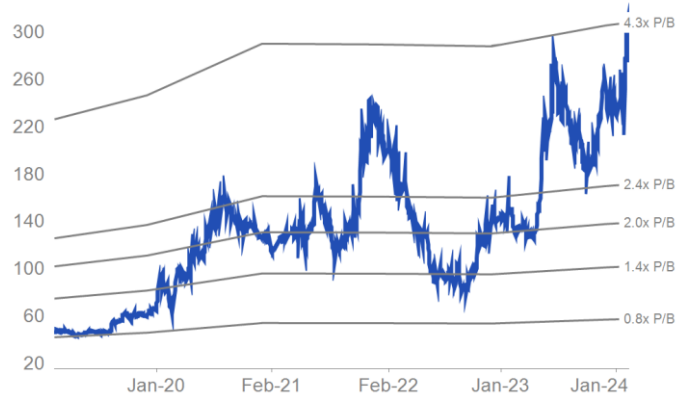
2023 年板卡業務恢復(因為大部分庫存清完)，但全球資本支出縮減，工業電腦訂單受影響，復甦延後。華擎上半年規模經濟下滑，下半年低毛利率 AI server 出貨增加，均使毛利率承壓，加上目前評價不便宜，維持「持有-超越同業」評等。目標本益比維持先前 23 倍，以 2024 年 EPS 10.98 元計算，目標價 250 元，潛在下跌空間 9.1%。

圖 14：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 16：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
華擎	3515 TT	持有-超越 同業	275.0	1,079	8.68	7.54	10.98	31.7	36.5	25.1	(56.0)	(13.2)	45.6
OBM 同業													
宏碁	2353 TT	持有-落後 同業	47.1	4,613	1.7	1.8	2.0	28.2	25.7	23.9	(54.1)	9.8	7.7
華碩	2357 TT	買進	441.0	10,669	19.8	25.3	31.1	22.3	17.4	14.2	(67.0)	28.0	22.6
微星	2377 TT	買進	188.5	4,990	11.8	11.2	14.0	16.0	16.9	13.4	(41.1)	(5.2)	25.4
技嘉	2376 TT	持有-超越 同業	355.0	6,224	10.3	8.4	14.9	34.5	42.2	23.8	(51.0)	(18.2)	77.4
OBM 同業平均					10.9	11.7	15.5	25.2	25.5	18.8	(53.3)	3.6	33.3
ODM 同業													
廣達	2382 TT	買進	254.5	31,202	7.5	10.2	13	33.9	24.9	19.3	(14.0)	36.2	29.0
緯創	3231 TT	未評等	122.5	10,765	4.0	3.6	--	30.5	33.7	--	6.6	(9.4)	---
仁寶	2324 TT	買進	37.2	5,280	1.7	1.8	2.7	22.2	20.6	13.9	(42.3)	8.2	47.5
和碩	4938 TT	持有-落後 同業	87.5	7,047	5.7	5.7	6.9	15.5	15.2	12.8	(26.6)	1.4	19.5
ODM 同業平均					4.7	5.4	7.6	25.5	23.6	15.3	(19.1)	9.1	32.0

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 17：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
華擎	3515 TT	持有-超越 同業	275.0	1,079	13.9	11.3	15.5	67.15	66.75	70.88	4.1	4.1	3.9
OBM 同業													
宏碁	2353 TT	持有-落後 同業	47.1	4,613	8.2	8.3	8.8	21.6	22.0	22.5	2.2	2.1	2.1
華碩	2357 TT	買進	441.0	10,669	7.1	8.6	10.2	285.9	294.6	305.0	1.5	1.5	1.4
微星	2377 TT	買進	188.5	4,990	20.9	18.1	20.5	57.3	61.6	68.4	3.3	3.1	2.8
技嘉	2376 TT	持有-超越 同業	355.0	6,224	17.8	14.3	21.8	56.5	58.9	68.6	6.3	6.0	5.2
OBM 同業平均					13.5	12.3	15.3	105.3	109.3	116.1	3.3	3.2	2.9
ODM 同業													
廣達	2382 TT	買進	254.5	31,202	17.3	20.6	24.0	43.8	49.8	55.1	5.8	5.1	4.6
緯創	3231 TT	未評等	122.5	10,765	12.8	11.5	15.9	34.6	36.9	42.6	3.5	3.3	2.9
仁寶	2324 TT	買進	37.2	5,280	6.9	6.4	9.0	26.4	28.2	29.6	1.4	1.3	1.3
和碩	4938 TT	持有-落後 同業	87.5	7,047	10.4	7.8	9.0	68.4	73.6	76.2	1.3	1.2	1.1
ODM 同業平均					11.8	11.6	14.5	43.30	47.11	50.87	3.0	2.7	2.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 18：季度及年度簡明損益表 (合併)

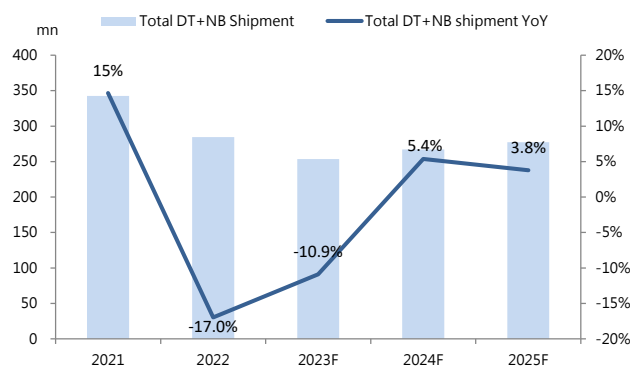
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	4,395	4,087	4,902	5,608	5,263	5,045	5,329	5,251	18,992	20,889
銷貨成本	(3,665)	(3,265)	(3,916)	(4,316)	(4,140)	(3,998)	(4,150)	(4,086)	(15,162)	(16,374)
營業毛利	730	821	986	1,292	1,123	1,047	1,179	1,165	3,830	4,514
營業費用	(579)	(677)	(703)	(723)	(721)	(732)	(735)	(693)	(2,682)	(2,881)
營業利益	151	144	283	569	402	316	444	472	1,147	1,633
業外利益	7	69	91	(97)	24	30	29	33	71	117
稅前純益	158	213	375	472	426	346	473	505	1,218	1,750
所得稅費用	(50)	(55)	(52)	(84)	(79)	(53)	(85)	(91)	(240)	(308)
少數股東權益	(17)	0	14	61	31	6	26	42	59	104
歸屬母公司稅後純益	125	158	309	327	316	288	363	371	919	1,338
調整後每股盈餘(NT\$)	1.03	1.30	2.53	2.68	2.60	2.36	2.97	3.05	7.54	10.98
調整後加權平均股數(百萬股)	122	122	122	122	122	122	122	122	122	122
重要比率										
營業毛利率	16.6%	20.1%	20.1%	23.0%	21.3%	20.8%	22.1%	22.2%	20.2%	21.6%
營業利益率	3.4%	3.5%	5.8%	10.1%	7.6%	6.3%	8.3%	9.0%	6.0%	7.8%
稅前純益率	3.6%	5.2%	7.7%	8.4%	8.1%	6.9%	8.9%	9.6%	6.4%	8.4%
稅後純益率	2.9%	3.9%	6.3%	5.8%	6.0%	5.7%	6.8%	7.1%	4.8%	6.4%
有效所得稅率	31.7%	25.8%	13.8%	17.8%	18.5%	15.3%	18.0%	18.0%	19.7%	17.6%
季增率(%)										
營業收入	-10.3%	-7.0%	20.0%	14.4%	-6.2%	-4.1%	5.6%	-1.5%		
營業利益	-37.2%	-4.5%	96.8%	100.7%	-29.3%	-21.4%	40.5%	6.3%		
稅後純益	436.2%	26.3%	95.5%	5.9%	-3.4%	-8.9%	26.0%	2.2%		
調整後每股盈餘	447.1%	26.3%	95.5%	5.9%	-3.3%	-9.1%	26.1%	2.5%		
年增率(%)										
營業收入	-12.8%	13.0%	37.5%	14.5%	19.7%	23.5%	8.7%	-6.4%	10.9%	10.0%
營業利益	-78.0%	-30.9%	462.0%	136.8%	166.5%	119.4%	56.6%	-17.0%	-3.2%	42.4%
稅後純益	-79.7%	-36.5%	72.1%	1301.6%	152.7%	82.3%	17.5%	13.5%	-20.3%	47.4%
調整後每股盈餘	-79.5%	-36.0%	72.8%	1331.1%	153.0%	82.1%	17.4%	13.6%	-13.2%	45.6%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

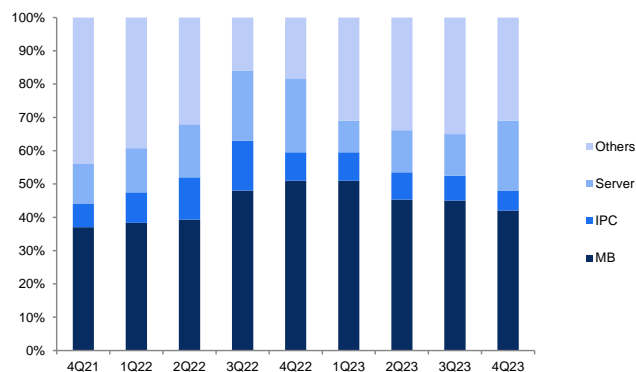
華擎成立於 2002 年 5 月，原為華碩子公司，以銷售中、低階主機板為主，後跨入工業電腦、伺服器等領域。後來華碩、和碩分割後，華擎成為和碩子公司。產品組合(2023) MB 占營收比重最高，約 46%；其次伺服器 14%，工業電腦 7%，其他(含繪圖卡、迷你 PC、監視器) 33%。旗下設二家子公司，分別為永擎(持股 60%；主攻伺服器)、東擎(持股 64%；主打工業電腦)。華擎未設工廠，產品主要交由和碩及陸商(中國、越南設廠)代工。公司未來發展以非 PC 產品為主，有助分散營運風險。

圖 19：全球 PC 銷量預估



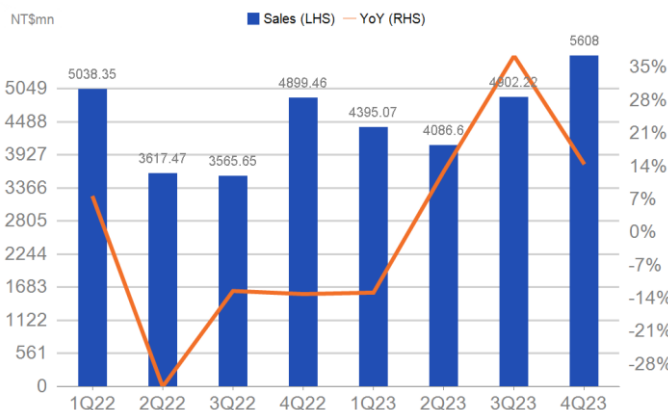
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：營收組成



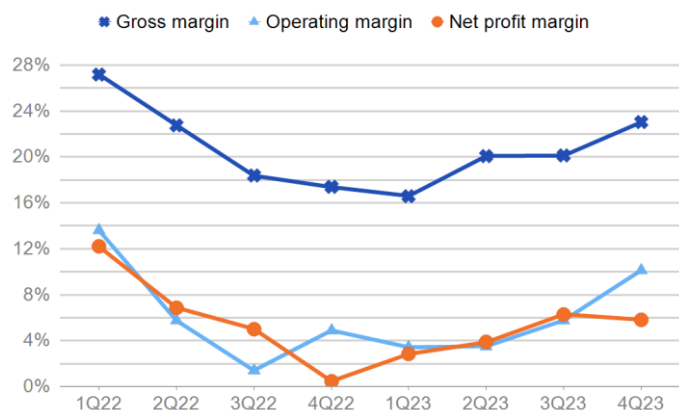
資料來源：公司資料

圖 21：營收趨勢



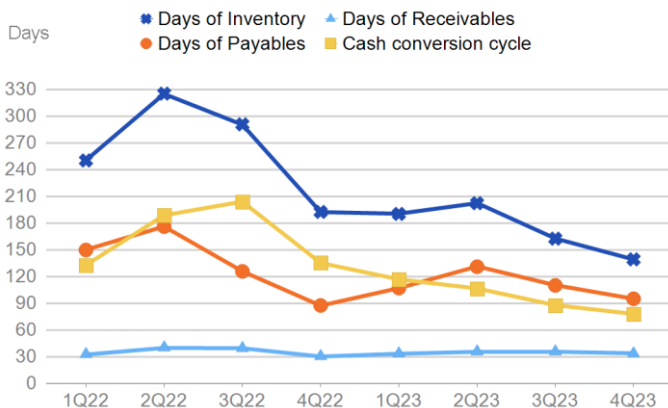
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：毛利率、營益率、淨利率



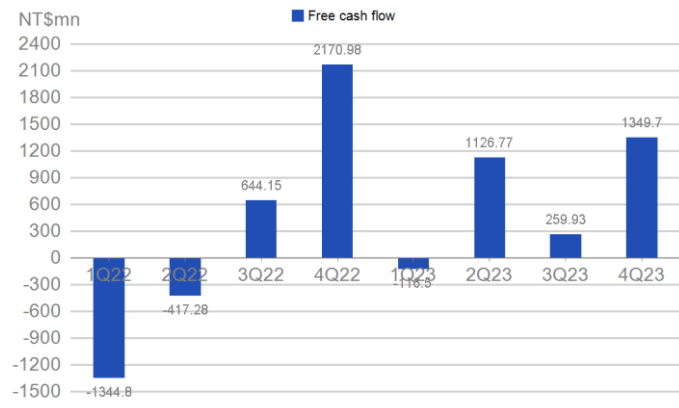
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	2,214	3,588	4,014	4,462	3,767
存貨	9,719	8,010	8,274	8,774	9,927
應收帳款及票據	1,896	1,633	1,697	1,737	2,034
其他流動資產	1,594	762	262	262	262
流動資產	15,423	13,994	14,247	15,234	15,991
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	242	462	438	421	411
無形資產	6	7	6	5	3
其他非流動資產	223	305	305	305	305
非流動資產	471	774	749	731	719
資產總額	15,894	14,768	14,996	15,965	16,710
應付帳款及票據	4,457	3,003	3,228	3,591	3,890
短期借款	0	625	625	625	625
什項負債	2,557	2,186	2,186	2,186	2,186
流動負債	7,014	5,814	6,039	6,401	6,701
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	92	60	60	60	60
長期負債	92	60	60	60	60
負債總額	7,105	5,874	6,099	6,462	6,761
股本	1,229	1,220	1,220	1,220	1,220
資本公積	3,332	3,253	3,253	3,253	3,253
保留盈餘	4,446	3,937	3,881	4,378	4,721
什項權益	(737)	(218)	(218)	(212)	(212)
歸屬母公司之權益	8,271	8,192	8,136	8,639	8,982
非控制權益	518	702	760	864	967
股東權益總額	8,789	8,894	8,896	9,504	9,949

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	2,460	1,227	978	1,442	1,579
折舊及攤提	92	134	130	133	137
本期營運資金變動	(2,422)	313	(102)	(177)	(1,152)
其他營業資產 及負債變動	894	(533)	500	0	0
營運活動之現金流量	1,024	1,141	1,506	1,398	564
資本支出	(46)	(88)	(105)	(115)	(125)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(470)	957	0	0	0
投資活動之現金流量	(517)	869	(105)	(115)	(125)
股本變動	23	(9)	0	0	0
本期負債變動	0	625	0	0	0
現金增減資	23	0	0	0	0
支付現金股利	(965)	(1,611)	(975)	(841)	(1,133)
其他調整數	(34)	(33)	0	6	0
融資活動之現金流量	(953)	(1,029)	(975)	(835)	(1,133)
匯率影響數	(103)	393	0	0	0
本期產生現金流量	(549)	1,374	426	448	(694)
自由現金流量	978	1,053	1,401	1,283	439

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	19,763	17,121	18,992	20,889	22,938
銷貨成本	(14,199)	(13,420)	(15,162)	(16,374)	(17,963)
營業毛利	5,564	3,701	3,830	4,514	4,975
營業費用	(2,506)	(2,516)	(2,682)	(2,881)	(3,174)
推銷費用	(815)	(808)	(903)	(927)	(1,021)
研究費用	(1,264)	(1,260)	(1,324)	(1,456)	(1,600)
管理費用	(424)	(450)	(433)	(498)	(553)
其他費用	(4)	3	(23)	0	0
營業利益	3,058	1,185	1,147	1,633	1,801
利息收入	13	33	127	106	107
利息費用	(1)	(12)	(5)	(13)	(16)
利息收入淨額	12	22	122	93	92
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(49)	188	(84)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	39	36	33	24	28
稅前純益	3,060	1,431	1,218	1,750	1,920
所得稅費用	(600)	(204)	(240)	(308)	(342)
少數股權淨利	79	161	59	104	103
歸屬母公司之稅後純益	2,381	1,066	919	1,338	1,476
稅前息前折舊攤銷前淨利	3,153	1,577	1,017	1,500	1,664
調整後每股盈餘 (NT\$)	19.73	8.68	7.54	10.98	12.11

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	10.3	(13.4)	10.9	10.0	9.8
營業利益	64.6	(61.3)	(3.2)	42.4	10.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	63.0	(50.0)	(35.5)	47.5	10.9
稅後純益	63.1	(50.1)	(20.3)	47.4	9.5
調整後每股盈餘	74.5	(56.0)	(13.2)	45.6	10.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	28.2	21.6	20.2	21.6	21.7
營業利益率	15.5	6.9	6.0	7.8	7.9
稅前息前淨利率	15.5	8.3	6.0	7.8	7.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	16.0	9.2	5.4	7.2	7.3
稅前純益率	15.5	8.4	6.4	8.4	8.4
稅後純益率	12.1	6.2	4.8	6.4	6.4
資產報酬率	17.8	8.0	6.5	9.0	9.5
股東權益報酬率	30.6	13.9	11.3	15.5	16.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	80.8	66.0	68.6	68.0	68.0
淨負債權益比(%)	(25.2)	(33.3)	(38.1)	(40.4)	(31.6)
利息保障倍數 (倍)	3816.4	123.3	261.7	140.8	123.4
流動比率 (%)	219.9	240.7	235.9	238.0	238.6
速動比率 (%)	81.3	102.9	98.9	100.9	90.5
淨負債 (NT\$百萬元)	(2,214)	(2,963)	(3,389)	(3,837)	(3,142)
調整後每股淨值 (NT\$)	67.30	67.15	66.75	70.88	73.69
評價指標 (倍)					
本益比	13.9	31.7	36.5	25.1	22.7
股價自由現金流量比	34.6	31.9	23.9	26.1	76.4
股價淨值比	4.1	4.1	4.1	3.9	3.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	10.7	21.3	33.0	22.4	20.2
股價營收比	1.7	2.0	1.8	1.6	1.5

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

華擎 (3515 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20211222	270.00	255.00	216.02	持有-超越同業	魏建發
2	20220224	212.00	280.00	237.20	買進	魏建發
3	20220429	165.00	240.00	203.31	買進	魏建發
4	20220706	106.50	160.00	135.54	買進	魏建發
5	20220811	95.10	105.00	101.25	持有-超越同業	魏建發
6	20220908	88.50	96.00	92.57	持有-超越同業	魏建發
7	20221104	103.00	98.00	94.50	持有-超越同業	魏建發
8	20221226	138.50	130.00	125.36	持有-超越同業	魏建發
9	20230310	150.50	125.00	120.54	持有-落後同業	魏建發
10	20230503	137.00	125.00	120.54	持有-落後同業	魏建發
11	20230621	222.00	195.00	195.00	持有-落後同業	魏建發
12	20230808	243.00	235.00	235.00	持有-超越同業	魏建發
13	20230926	211.00	230.00	230.00	持有-超越同業	魏建發
14	20231107	191.50	210.00	210.00	持有-超越同業	魏建發
15	20231220	250.50	245.00	245.00	持有-超越同業	魏建發

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.