

和碩 (4938 TT) Pegatron

車用業務新增歐系傳統車廠，明年佔比可望達雙位數

持有-落後同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$84.0

收盤價 (2024/03/14)：NT\$88.6

隱含漲幅：-5.2%

營收組成 (4Q23)

資訊產品 8%、消費性電子產品 10%、通訊產品 71%、其他 11%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-落後同業	持有-落後同業
目標價 (NT\$)	84.0	75.0
2023年營收 (NT\$/十億)	1256.8	1264.5
2023年EPS	5.9	5.7

交易資料表

市值	NT\$236,070百萬元
外資持股比率	36.4%
董監持股比率	6.1%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$76.21
負債比	63.4%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (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	1,317,599	1,256,783	1,418,015	1,587,704
營業利益	25,385	14,753	19,873	22,969
稅後純益	15,096	15,714	18,055	19,794
EPS (元)	5.66	5.89	6.77	7.42
EPS YoY%	-26.6	4.2	14.9	9.6
本益比 (倍)	15.7	15.0	13.1	11.9
股價淨值比	1.3	1.2	1.2	1.1
ROE (%)	10.4	8.0	8.9	9.4
現金殖利率%	4.5%	4.5%	5.2%	5.7%
現金股利 (元)	4.00	4.01	4.60	5.05

蘇子錚

Alex.Su@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 4Q23 受惠通訊產品新機貢獻，加上業外收益加持，稅後淨利優於本中心預期 27%。
- ◆ 車用業務將新增歐系客戶，預估 2025 年車用營收比重可達 10%。
- ◆ AI 伺服器將送樣給美系業者，營收貢獻仍待時間發酵，目前評價合理，維持和碩持有評等，目標價 84 元。

4Q23 公告 EPS 1.88 元，優於本中心及市場預期 27%/19%

和碩 4Q23 營收 3,422 億元，季增 8%、年減 4%，毛利率 3.8%，季減 0.1 個百分點、年減 0.5 個百分點，營業利益 44.6 億元，季增 1%、年減 36%，低於本中心及市場預期，主因公司持續發展新產品，營業費用提升所致；4Q23 業外收益 34.4 億元，其中包含匯兌損失 1.2 億、利息收入 9.2 億及金融性資產評價利益 26.4 億。4Q23 受惠於美系手機客戶出貨量增加，且公司打進高階手機組裝業務，帶動通訊產品 (手機) 營收年增 5%；然消費性電子產品及資訊產品，因市場需求仍未回溫，營收分別年減 22%及 33%。

車用業務新增新客戶，AI 伺服器顯著貢獻仍需時間

展望 2024 年，1) 預估資訊產品全年營收持平，下半年增加 AI PC 新品營收貢獻；2) 消費性電子下半年因新產品推出，預計下半年將比上半年大幅成長；3) 受惠美系客戶新品效應，通訊產品預估於下半年大幅成長。和碩近期在車用業務及 AI 伺服器業務都有所進展，車用客戶過去以美系電動車廠為主，預計今年新增歐系傳統車廠客戶，帶動今年車用營收雙位數成長，明年車用營收比重可達 10%；AI 伺服器部分，公司除了替子公司華擎代工相關產品，目前已送樣給美系客戶認證。預估 2024 年和碩營收為 14,180 億元、年增 13%，EPS 6.77 元。

手機代工業務成長放緩，靜待新業務開花結果

和碩今年已切入 AI 伺服器代工業務，並與華擎合作推出伺服器產品，且公司已送樣給美系算力服務供應商，不過目前還在認證階段，相關營收仍待時間發酵；另外，受到中國代工同業競爭及中系手機品牌崛起，手機代工業務成長恐放緩。本中心認為，和碩未來成長動能已逐步成形，但目前評價已屬合理區間，因此維持和碩持有評等，目標價 84 元，12 倍本益比及 2H24-1H25 預估每股盈餘評價。

營運分析

4Q23 獲利優於本中心及市場預期 9%/3%，主因金融性資產評價挹注

和碩 4Q23 營收 3,422 億元，季增 8%、年減 4%，毛利率 3.8%，季減 0.1 個百分點、年減 0.5 個百分點，營業利益 44.6 億元，季增 1%、年減 36%，低於本中心/市場預期 18%/23%，主因公司持續發展新產品，營業費用提升所致；業外收益 34.4 億元，其中包含匯兌損失 1.2 億、利息收入 9.2 億及金融性資產評價利益 26.4 億；稅後淨利 58.06 億，季增 27%、年增 15%，優於本中心/市場預期 27%/19%。

4Q23 受惠於美系手機客戶出貨量增加，且公司打進高階手機組裝業務，帶動通訊產品(手機)營收成長；不過，消費性電子產品及資訊產品，因市場需求仍未回溫。4Q23 產品組合，資訊產品 8%、消費性電子產品 10%、通訊產品 71%、其他 11%；資訊產品季減 25%、年減 22%；消費性電子季減 48%、年減 33%；通訊產品季增 33%、年增 5%。

展望 2024 年，1) 預估資訊產品下半年將增加 AI PC 新品營收貢獻；全年營收持平；2) 消費性電子下半年因新產品推出，預計下半年將較上半年大幅成長；3) 通訊產品預估於下半年大幅成長，主因美系客戶新品效應。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23F	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	357,250	315,769	342,169	8%	-4%	349,841	351,701	-2%	-3%
營業毛利	15,261	12,159	13,055	7%	-14%	13,620	13,977	-4%	-7%
營業利益	6,978	4,397	4,459	1%	-36%	5,417	5,770	-18%	-23%
稅前利益	8,764	7,082	7,901	12%	-10%	6,333	7,298	25%	8%
稅後淨利	5,047	4,583	5,806	27%	15%	4,583	4,874	27%	19%
調整後 EPS (元)	1.89	1.72	2.18	27%	15%	1.72	1.83	27%	19%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	4.3%	3.9%	3.8%	0.1	-0.5	3.9%	4.0%	-0.1	-0.2
營業利益率	2.0%	1.4%	1.3%	-0.1	-0.7	1.5%	1.6%	-0.2	-0.3
稅後純益率	357,250	315,769	342,169	8%	-4%	349,841	351,701	-2%	-3%

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

切入 AI 伺服器供應鏈，今年陸續送樣給客戶

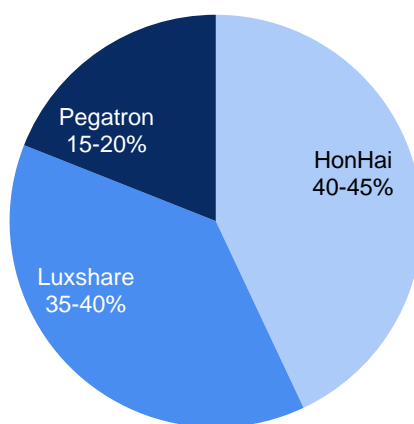
管理層表示，公司在伺服器業務主要是在 L6 主板及 L10 系統組裝業務，目前的主要配合廠商為華擎。公司目前的伺服器營收比重仍較低，占比低個位數，不過今年已經出貨給美系客戶認證。公司未來會陸續出貨給北美四大 CSP 業者，不過目前還在初步送樣階段，能否取得訂單仍需時間發酵。本中心認為，和碩初次切入伺服器業務，目前仍在認證階段，預計 2025 年才能看到明顯的營收貢獻。

預估 2024 年 iPhone 出貨量僅年持平

根據調查，iPhone 16 規格已大致出來，1) iPhone Pro Max 螢幕尺寸放大至 6.8 吋、16 及 16 Pro 螢幕尺寸放大至 6.2 吋；2) 16 Pro 及 16 Pro Max 全面搭載潛望式鏡頭；3) 主晶片再升級，並且可支援 AI 應用；4) 電池容量提升 10%；5) 搭載衛星通話功能。

根據本中心調查，蘋果這次將 iPhone 代工廠的份額重新劃分，原先在 iPhone 15 系列中，鴻海拿到 iPhone15、iPhone 15 Pro、iPhone 15 Pro Max NPI 且成為主要代工廠，因此代工份額高達 60-65%，立訊及和碩的份額分別為 20-25%、10-15%；然而，今年的 iPhone 16 系列 NPI 目前出現些微變化，預計鴻海僅拿下 iPhone 16 及 iPhone 16 Pro NPI，立訊拿下 iPhone 16 Plus 及 iPhone 16 Pro Max NPI。

圖 2：iPhone 16 組裝廠代工份額預估



資料來源：元大投顧預估

產業概況

B100 年底登場，散熱仍以氣冷為主

根據最新調查顯示，Nvidia 今年 AI 晶片將從 H100 升級至 B100，伺服器機殼高度也從 5U 以上提
升至 6U 以上，部份 CSP 業者更傾向採用 8-9U 伺服器機殼。這項升級 GPU TDP 也由 700W 上升
至 750W，內部風扇數量也有所增加。由於這些變化，AI 伺服器機殼單價預計將較 H100 版本提高
20-30%。

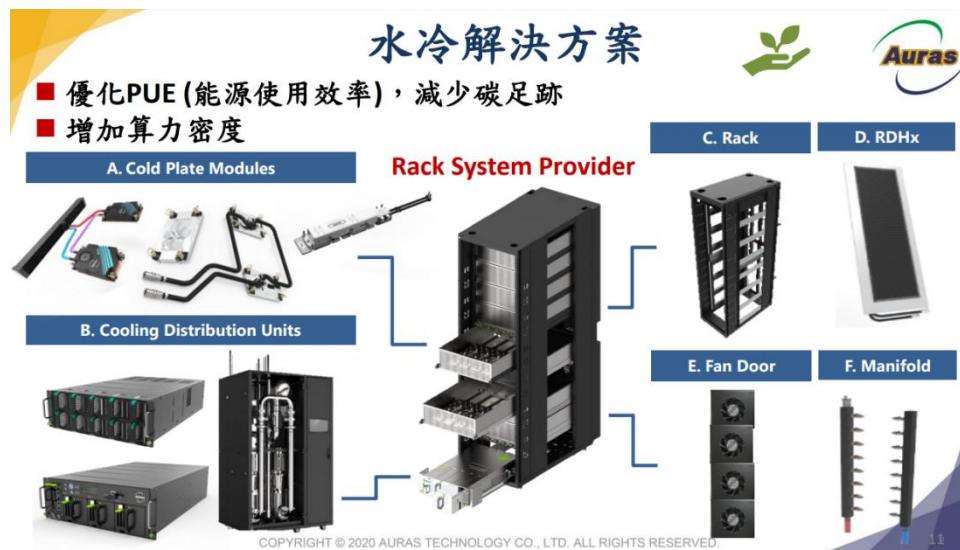
水冷預計於 GB200/B200 大量採用

根據調查顯示，B100 熱功耗為 700 瓦，主要使用 3DVC 氣冷進行散熱；而 B200 熱功耗則高達
1,000-1,200 瓦，將拉升對水冷散熱技術的依賴度，預計 B200 水冷散熱的滲透率可能高達 50%。
然 Nvidia 下世代晶片是否搭載水冷散熱仍視 CSP 業者接受度做調整，預計輝達於 B200/X100 將持
續導入水冷散熱技術，散熱產業營收成長將在 2025 年出現跳躍性成長。

目前，水冷散熱技術在解決漏水問題上仍有待改進，一些新型的 ColdPlate 在接口位置搭載了感測
器，能夠在發現漏水時即時停止 CDU 運轉；此外，ColdPlate 已預留空間防止漏液問題，避免漏液
造成 GPU 及 PCB 導電問題。

水冷散熱需要搭配多個零組件，包括 CDU (冷卻液分配裝置)、CDM (分歧管)、ColdPlate (水冷板)
等。將大幅提升整體散熱零組件的產值。

圖 3：水冷主要六大件



資料來源：雙鴻

水冷零組件崛起

本中心認為，未來 GPU 散熱方式將漸進式採用水冷散熱，預計在 GB200/X100 GPU 晶片有極高機率大幅導入水冷技術，屆時散熱族群營收貢獻將會強勁成長，其中又以 ColdPlate、CDU、CDM 供應商最為受惠，包含奇鋌、雙鴻；均熱片供應商，健策。

圖 4：GPU 晶片散熱、機殼、均熱片整理

	H100	B100	B200	GH200	GB200
GPU 熱功耗 TDP (瓦)	700	700	1,000/1,200	700	1200
散熱方式	3DVC	3DVC	3DVC/Cold Plate	3DVC/Cold Plate	Cold Plate
單價 (USD)	90	90	90/200-250	90/200-250	200-250
散熱供應商	氣冷: CoolerMaster/奇鋌；水冷: CoolerMaster/CoolIT/奇鋌/雙鴻				
機殼大小	5U-8U	6U-8U	2U-9U	1U-4U	2U
機殼單價(含機構件)	1,000-1,800	1,500-2,200	400-2,500	200-500	400-600
供應商	CSP 機殼供應商：勤誠/奇鋌/營邦/迎廣/晨銘電/JPP-KY				
均熱片種類	Stiffener 不鏽鋼	均熱片	均熱片	Stiffener 不鏽鋼	均熱片
供應商	健策				

資料來源：元大投顧整理

獲利調整與股票評價

維持和碩持有評等，目標價 84 元

本中心中性看待和碩，主因 1) 消費性產品需求仍未明顯回溫，加上紅色供應鏈持續侵蝕手機代工份額，且中國品牌市佔率提升，不利美系手機出貨；2) 和碩切入 AI 伺服器，目前還在送樣階段，營收貢獻恐落在 2025 年。

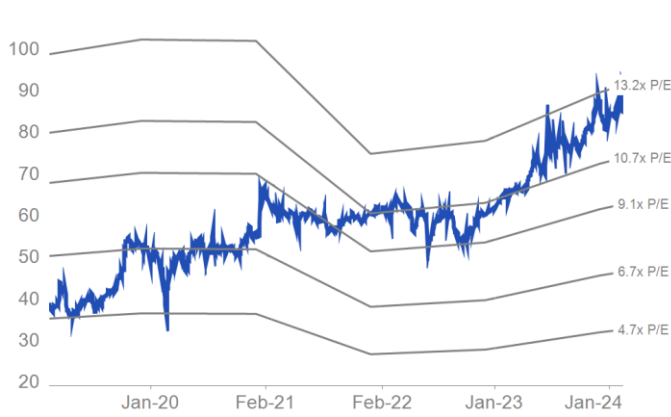
和碩持續提升車用及伺服器營收比重，在車用主要客戶特斯拉及歐系車廠電動車滲透率持續增加，帶動出貨量提升，預估 2024/25 年車用業務營收占比為 8%/10%。車用及伺服器業務的營收明顯貢獻仍需時間。考量到手機需求今年恐較疲弱，且同業更激進的殺價競爭，衝擊手機代工毛利率，因此維持和碩持有評等，但後續仍可關注伺服器及車用業務的發展，目標價 84 元，以 12 倍本益比，2H24-1H25 預估每股盈餘評價 (前次以 11 倍的 2024 年預估每股盈餘評價)。

圖 5：2023 和 2024 年財務預估調整

(百萬元)	2023 估		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	1,256,783	1,264,455	1,418,015	1,341,260	-1%	6%
營業毛利	46,105	46,670	53,436	53,947	-1%	-1%
營業利益	14,753	15,711	19,873	22,882	-6%	-13%
稅前利益	24,307	22,738	25,485	26,688	7%	-5%
稅後淨利	15,714	15,301	18,055	18,278	3%	-1%
調整後 EPS (元)	5.89	5.74	6.77	6.86	3%	-1%
重要比率 (%)						
營業毛利率	3.7%	3.7%	3.8%	4.0%	0.0	-0.2
營業利益率	1.2%	1.2%	1.4%	1.7%	0.0	-0.3
稅後純益率	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%	0.1	-0.1

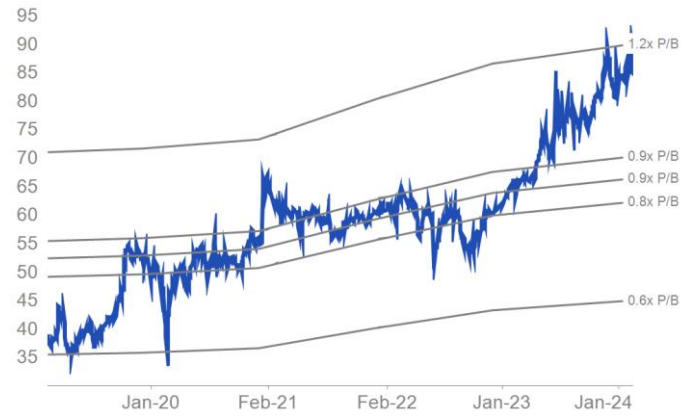
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 7：12 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 8：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
和碩	4938 TT	持有-落後同業	88.6	7,615	5.66	5.89	6.77	15.7	15.0	13.1	(26.6)	4.2	14.9
國外同業													
立訊精密	002475 CH	未評等	31.9	30,787	1.3	1.6	2.0	24.7	20.3	16.0	27.7	21.8	27.0
歌爾聲學	002241 CH	未評等	19.0	8,203	0.5	0.5	0.8	36.6	37.8	22.6	(59.7)	(3.2)	67.7
藍思科技	300433 CH	未評等	13.8	9,604	0.5	0.6	0.8	27.5	22.3	17.2	19.1	23.4	30.1
比亞迪電子	285 HK	未評等	37.2	10,733	0.9	1.8	2.3	39.9	20.9	16.1	(25.8)	91.1	29.8
國外同業平均					0.8	1.1	1.5	32.2	25.3	17.9	(9.7)	33.3	38.6
國內同業													
鴻海	2317 TT	持有-超越同業	100.0	41,516	10.2	9.8	10.0	9.8	10.2	10.0	1.6	(4.4)	2.8
廣達	2382 TT	買進	208.5	23,970	8.7	7.5	10.2	23.9	27.8	20.4	0	(14.0)	36.2
緯創	3231 TT	未評等	98.1	8,308	4.0	3.4	6.6	24.5	28.6	14.9	6.6	(14.3)	91.7
仁寶	2324 TT	買進	30.3	3,959	2.9	1.7	1.9	10.4	18.1	16.4	0	(42.4)	10.8
英業達	2356 TT	持有-超越同業	43.4	4,624	1.8	1.7	1.7	23.8	25.4	26.3	0	(6.3)	(3.4)
國內同業平均					5.5	4.8	6.1	18.5	22.0	17.6	1.6	(16.3)	27.6

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 9：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
和碩	4938 TT	持有-落後同業	88.6	7,615	10.4	8.0	8.9	68.41	73.75	76.21	1.3	1.2	1.2
國外同業													
立訊精密	002475 CH	未評等	31.9	30,787	23.0	19.5	20.4	6.4	8.1	9.9	5.0	4.0	3.2
歌爾聲學	002241 CH	未評等	19.0	8,203	6.2	5.5	8.7	8.8	9.2	9.9	2.2	2.1	1.9
藍思科技	300433 CH	未評等	13.8	9,604	5.7	6.8	8.3	9.0	11.1	10.8	1.5	1.2	1.3
比亞迪電子	285 HK	未評等	37.2	10,733	7.5	13.4	15.2	12.9	13.8	15.8	2.9	2.7	2.4
國外同業平均					10.6	11.3	13.2	9.3	10.5	11.6	2.9	2.5	2.2
國內同業													
鴻海	2317 TT	持有-超越同業	100.0	41,516	9.4	9.3	9.1	104.6	104.9	110.5	1.0	1.0	1.0
廣達	2382 TT	買進	208.5	23,970	21.6	17.3	20.6	41.7	43.8	49.8	5.0	4.8	4.2
緯創	3231 TT	未評等	98.1	8,308	12.8	9.8	16.0	34.6	36.5	41.1	2.8	2.7	2.4
仁寶	2324 TT	買進	30.3	3,959	11.6	6.9	7.2	25.3	26.4	25.8	1.2	1.2	1.2
英業達	2356 TT	持有-超越同業	43.4	4,624	10.4	10.5	10.6	15.9	16.6	15.6	2.7	2.6	2.8
國內同業平均					13.1	10.7	12.7	44.4	45.6	48.5	2.6	2.4	2.3

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 10：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	318,137	280,708	315,770	342,169	323,852	314,038	367,396	412,729	1,256,783	1,418,015
銷貨成本	(307,773)	(270,180)	(303,610)	(329,114)	(312,013)	(301,774)	(353,379)	(397,414)	(1,210,677)	(1,364,579)
營業毛利	10,363	10,529	12,160	13,055	11,839	12,264	14,017	15,315	46,105	53,436
營業費用	(7,540)	(7,455)	(7,675)	(8,596)	(7,308)	(7,707)	(8,752)	(9,796)	(31,352)	(33,563)
營業利益	2,824	3,074	4,485	4,459	4,531	4,557	5,265	5,519	14,753	19,873
業外利益	1,293	2,132	2,696	3,442	1,339	1,431	1,478	1,365	9,554	5,612
稅前純益	4,117	5,207	7,182	7,901	5,870	5,988	6,743	6,884	24,307	25,485
所得稅費用	(774)	(1,676)	(2,349)	(2,095)	(1,291)	(1,317)	(1,483)	(1,515)	(6,894)	(5,607)
少數股東權益	267	372	250	810	263	339	572	649	1,699	1,823
歸屬母公司稅後純益	3,008	3,127	4,583	4,996	4,316	4,331	4,687	4,721	15,714	18,055
調整後每股盈餘(NT\$)	1.13	1.17	1.72	1.87	1.62	1.62	1.76	1.77	5.89	6.77
調整後加權平均股數(百萬股)	2,666	2,666	2,666	2,666	2,666	2,666	2,666	2,666	2,666	2,666
重要比率										
營業毛利率	3.3%	3.8%	3.9%	3.8%	3.7%	3.9%	3.8%	3.7%	3.7%	3.8%
營業利益率	0.9%	1.1%	1.4%	1.3%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.4%
稅前純益率	1.3%	1.9%	2.3%	2.3%	1.8%	1.9%	1.8%	1.7%	1.9%	1.8%
稅後純益率	1.0%	1.1%	1.5%	1.5%	1.3%	1.4%	1.3%	1.1%	1.3%	1.3%
有效所得稅率	18.8%	32.2%	32.7%	26.5%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	28.4%	22.0%
季增率(%)										
營業收入	-10.9%	-11.8%	12.5%	8.4%	-5.4%	-3.0%	17.0%	12.3%		
營業利益	-59.5%	8.9%	45.9%	-0.6%	1.6%	0.6%	15.5%	4.8%		
稅後純益	-40.4%	4.0%	46.5%	9.0%	-13.6%	0.3%	8.2%	0.7%		
調整後每股盈餘	-40.4%	4.0%	46.5%	9.0%	-13.6%	0.4%	8.2%	0.7%		
年增率(%)										
營業收入	-1.6%	-0.9%	-10.5%	-4.2%	1.8%	11.9%	16.3%	20.6%	-4.6%	12.8%
營業利益	-35.0%	-54.2%	-41.2%	-36.1%	60.5%	48.2%	17.4%	23.8%	-41.9%	34.7%
稅後純益	80.4%	0.4%	-13.0%	-1.0%	43.5%	38.5%	2.3%	-5.5%	-17.7%	14.2%
調整後每股盈餘	80.5%	0.4%	-12.9%	-1.0%	43.5%	38.5%	2.3%	-5.5%	4.2%	14.9%

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

和碩成立於 2007 年，業務包含開發電腦周邊產品、通信技術及消費性電子產品予品牌供應商，從事產品組件的開發、設計和製造，結合 EMS 與 ODM 產業，成為新興 DMS 企業(設計整合服務製造)。主要產品包括手機、筆記型電腦、桌上型電腦、顯示器及車用電子等，營業據點遍布全球，大陸生產廠區包括蘇州、重慶、昆山、上海共四個廠區，台灣則有桃園、新店廠，另有捷克、墨西哥、印尼等廠，此外，北美(墨西哥廠)、印度及越南三座新廠區於 2022 年開始量產。

和碩 3Q22 各產品線營收比重分別為，資訊產品(包括 NB、DT 及 MB) 13%、消費性電子產品(遊戲機、平板及 IoT 相關產品) 19%、通訊產品(手機及網通設備) 56%、其他(華擎、景碩及車用) 12%。

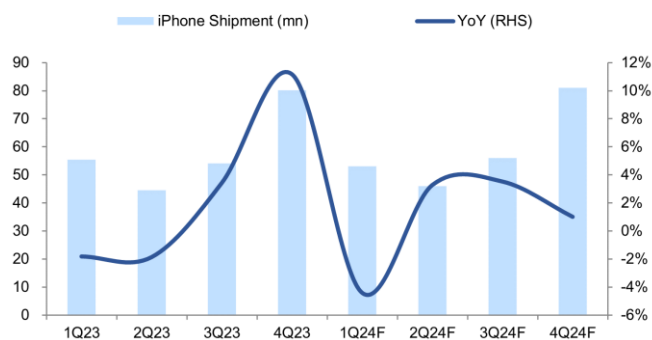
隨美系手機組裝業務利潤率逐漸降低，和碩近年來積極投入 IoT、AI、5G 等相關技術研發與產品設計進行轉型，相關產品應用裝置技術皆有所提升。和碩長期耕耘的車用電子，也切入美系電動車大廠供應鏈，包括高階 ECU (電子控制元件)、車用平板、機構件、線束、通訊模組等陸續發酵，目前對營收的貢獻仍小，隨著歐洲、美洲、亞洲客戶需求穩定成長，預估未來 5-10 年車用電子產品將保持每年雙位數的成長，成長可期。

圖 11：和碩全球據點



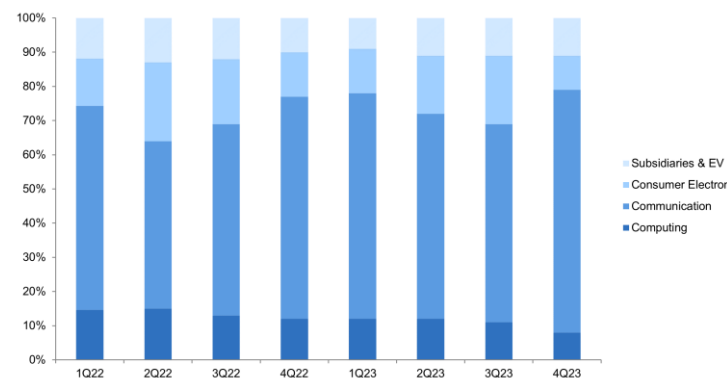
資料來源：公司資料

圖 12：iPhone 出貨量預估



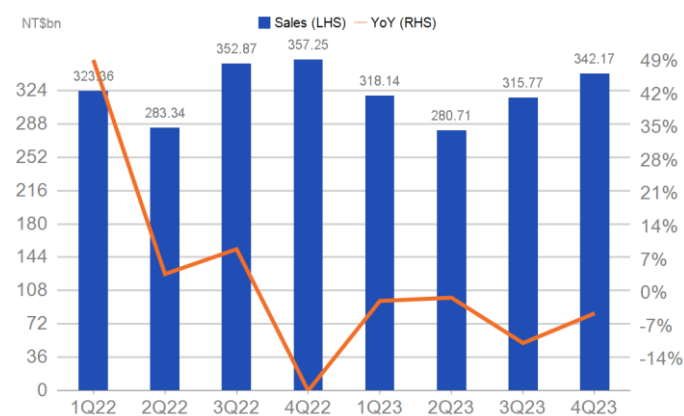
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：營收組成



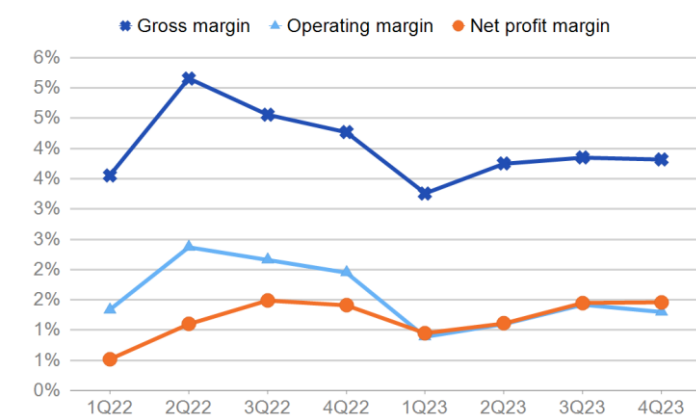
資料來源：公司資料

圖 14：營收趨勢



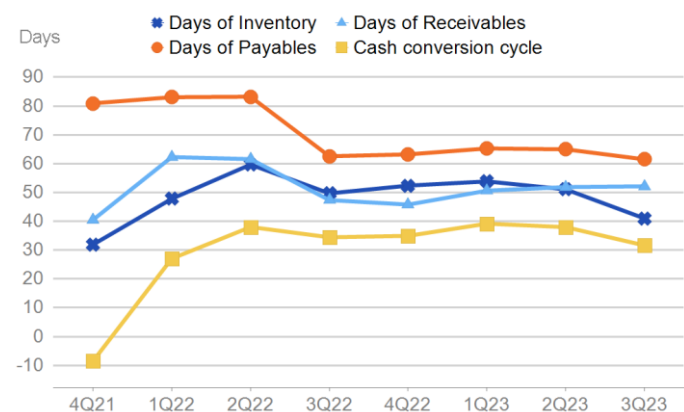
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：毛利率、營益率、淨利率



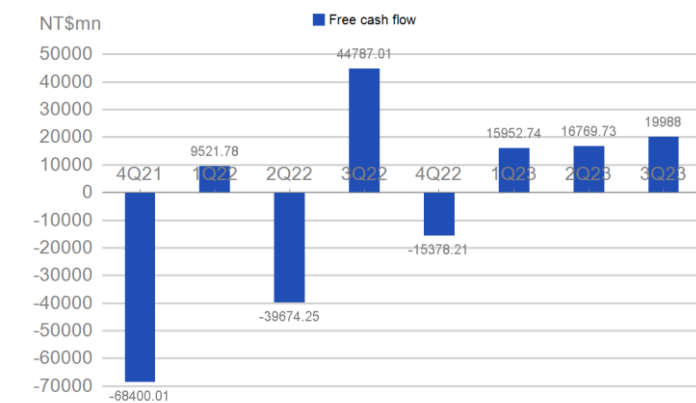
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**和碩聯合整體的 ESG 風險評級屬於中風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略微領先的位置，在科技硬體行業的公司中排名同樣略微領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**和碩聯合的整體曝險屬於中等水準，但略高於科技硬體行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含公司數據安全、人力資源、商業道德等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**和碩聯合在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司清楚揭露 ESG 相關事宜，且積極面對環境保護等議題和確實實施永續供應鏈，例如禁用童工等，表明對投資者和社會的強烈責任感。

圖 18：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	23.2
在 ESG 議題上的曝險 (A)	36.3
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	38.6
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	69

資料來源：Sustainalytics (2024/3/14)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

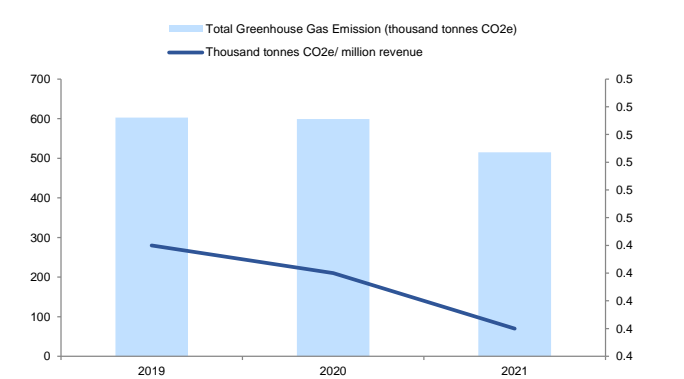
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

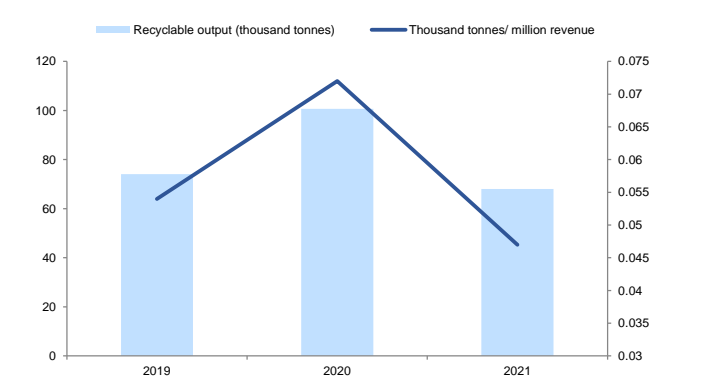
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 19：近三年之溫室氣體排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 20：2019-2021 年回收廢棄物產出量



資料來源：公司資料、Reuters

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	111,024	84,577	104,635	111,891	124,349
存貨	148,061	199,442	138,665	140,052	141,453
應收帳款及票據	249,533	190,247	207,994	210,074	212,174
其他流動資產	56,232	28,222	19,537	19,537	19,537
流動資產	564,851	502,488	470,831	481,554	497,513
採用權益法之投資	22,534	27,861	33,935	33,935	33,935
固定資產	69,737	79,690	83,022	81,902	75,713
無形資產	208	225	230	242	254
其他非流動資產	19,441	25,959	28,086	28,648	29,221
非流動資產	111,920	133,735	145,274	144,727	139,124
資產總額	676,770	636,223	616,104	626,281	636,637
應付帳款及票據	266,662	202,467	209,157	211,249	213,361
短期借款	94,023	79,589	50,897	52,424	53,996
什項負債	67,903	83,379	70,425	70,425	70,425
流動負債	428,588	365,436	330,479	334,098	337,783
長期借款	12,210	14,225	40,064	40,064	40,064
其他負債及準備	41,705	41,993	16,672	16,672	16,672
長期負債	53,915	56,219	56,737	56,737	56,737
負債總額	482,503	421,655	387,216	390,834	394,519
股本	26,691	26,676	26,646	26,646	26,646
資本公積	83,321	83,352	84,061	84,061	84,061
保留盈餘	78,226	80,060	85,086	92,463	99,987
什項權益	(21,634)	(7,600)	828	9	(844)
歸屬母公司之權益	166,605	182,489	196,621	203,179	209,850
非控制權益	27,662	32,080	32,267	32,267	32,267
股東權益總額	194,267	214,568	228,888	235,447	242,118

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	25,027	21,163	17,412	19,878	22,294
折舊及攤提	13,650	14,809	15,327	16,505	17,323
本期營運資金變動	(12,174)	(56,549)	49,743	(1,375)	(1,389)
其他營業資產 及負債變動	37,040	39,669	(5,017)	(1,823)	(2,500)
營運活動之現金流量	63,544	19,092	77,466	33,185	35,728
資本支出	(20,773)	(19,836)	(21,485)	(15,250)	(11,000)
本期長期投資變動	22,183	5,327	528	0	0
其他資產變動	(46,580)	(11,195)	(540)	0	0
投資活動之現金流量	(45,170)	(25,704)	(21,496)	(15,250)	(11,000)
股本變動	63	(15)	0	0	0
本期負債變動	(2,217)	(12,767)	(28,974)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(13,007)	(15,720)	(13,488)	(10,678)	(12,270)
其他調整數	(15,665)	(1,450)	628	0	0
融資活動之現金流量	(30,826)	(29,953)	(41,834)	(10,678)	(12,270)
匯率影響數	(2,520)	10,118	5,921	0	0
本期產生現金流量	(14,973)	(26,447)	20,057	7,257	12,458
自由現金流量	42,770	(744)	55,981	17,935	24,728

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	1,261,384	1,317,599	1,256,783	1,418,015	1,587,704
銷貨成本	(1,214,58	(1,260,316	(1,210,677	(1,364,579	(1,526,043
營業毛利	46,801	57,283	46,105	53,436	61,660
營業費用	(29,496)	(31,899)	(31,352)	(33,563)	(38,691)
推銷費用	(4,679)	(5,354)	(4,672)	(5,233)	(5,233)
研究費用	(15,628)	(16,014)	(16,143)	(18,445)	(23,573)
管理費用	(9,189)	(10,531)	(10,537)	(9,885)	(9,885)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	17,306	25,385	14,753	19,873	22,969
利息收入	1,492	2,275	4,378	3,600	3,600
利息費用	(948)	(1,934)	(2,759)	(1,771)	(1,771)
利息收入淨額	545	341	1,619	1,829	1,829
投資利益(損失)淨額	1,546	4,281	0	0	0
匯兌損益	2,806	(2,068)	349	0	0
其他業外收入(支出)淨額	6,400	260	7,586	3,783	3,783
稅前純益	28,603	28,199	24,307	25,485	28,582
所得稅費用	(3,099)	(6,792)	(6,894)	(5,607)	(6,288)
少數股權淨利	4,481	6,067	1,699	1,823	2,500
歸屬母公司之稅後純益	20,546	15,096	15,714	18,055	19,794
稅前息前折舊攤銷前淨利	42,737	44,698	30,080	36,377	40,292
調整後每股盈餘 (NT\$)	7.71	5.66	5.89	6.77	7.42

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	(9.9)	4.5	(4.6)	12.8	12.0
營業利益	(9.2)	46.7	(41.9)	34.7	15.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	(13.7)	4.6	(32.7)	20.9	10.8
稅後純益	11.6	(15.4)	(17.7)	14.2	12.2
調整後每股盈餘	(0.3)	(26.6)	4.2	14.9	9.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	3.7	4.4	3.7	3.8	3.9
營業利益率	1.4	1.9	1.2	1.4	1.5
稅前息前淨利率	2.2	2.0	1.2	1.4	1.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	3.4	3.4	2.4	2.6	2.5
稅前純益率	2.3	2.1	1.9	1.8	1.8
稅後純益率	1.6	1.2	1.3	1.3	1.3
資產報酬率	3.7	3.2	2.8	3.2	3.5
股東權益報酬率	12.7	10.4	8.0	8.9	9.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	248.4	196.5	169.2	166.0	163.0
淨負債權益比(%)	(2.5)	4.3	(6.0)	(8.2)	(12.5)
利息保障倍數 (倍)	31.2	15.6	9.8	0	0
流動比率 (%)	131.8	137.5	142.5	144.1	147.3
速動比率 (%)	97.3	82.9	100.5	102.2	105.4
淨負債 (NT\$百萬元)	(4,790)	9,238	(13,674)	(19,403)	(30,289)
調整後每股淨值 (NT\$)	62.42	68.41	73.75	76.21	78.71
評價指標 (倍)					
本益比	11.5	15.7	15.0	13.1	11.9
股價自由現金流量比	5.5	--	4.2	13.2	9.6
股價淨值比	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	5.5	5.3	7.9	6.5	5.9
股價營收比	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

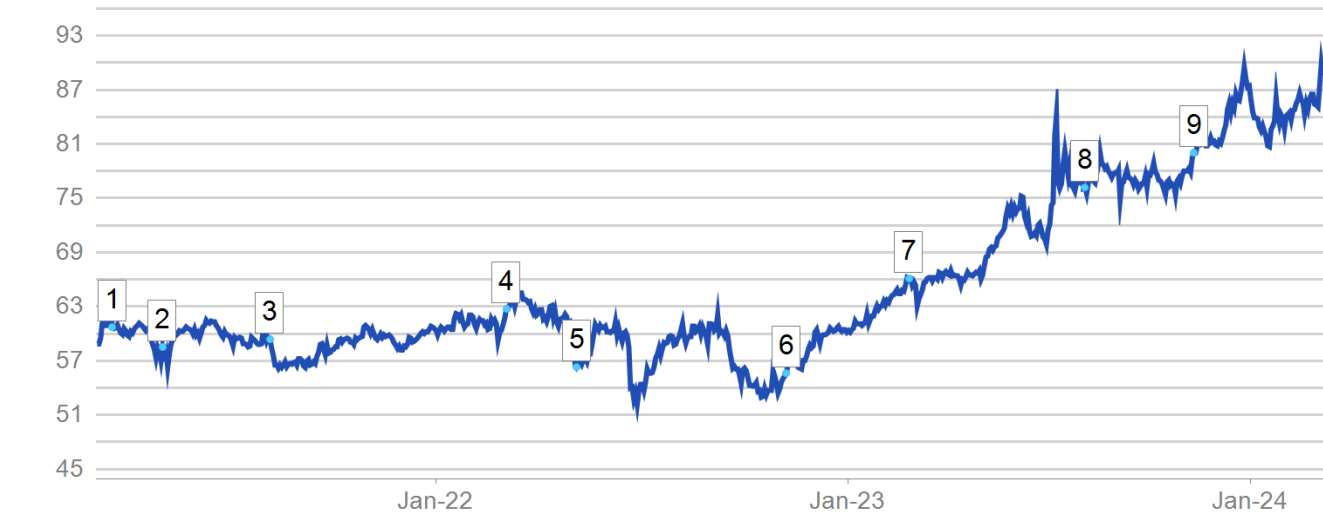
附錄：重要揭露事項

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。

和碩 (4938 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	20210326	75.70	75.00	61.73	持有-超越同業	葉冠為
2	20210512	69.30	78.00	64.20	持有-超越同業	葉冠為
3	20210811	68.00	66.00	57.84	持有-超越同業	葉冠為
4	20220314	70.40	71.00	62.22	持有-超越同業	蘇子錚
5	20220516	64.60	67.00	58.72	持有-超越同業	蘇子錚
6	20221110	58.70	61.00	57.79	持有-超越同業	蘇子錚
7	20230308	69.80	63.00	59.68	持有-落後同業	蘇子錚
8	20230811	76.20	75.00	75.00	持有-落後同業	蘇子錚
9	20231115	79.50	75.00	75.00	持有-落後同業	蘇子錚

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>.