

## 和碩 (4938 TT) Pegatron

## 伺服器業務開始切入 NV 供應鏈

持有-超越同業

目標價 (12 個月) : NT\$115.0

收盤價 (2024/06/03) : NT\$111.5  
隱含漲幅 : 3.1%

## 營收組成 (1Q24)

資訊產品 11%、消費性電子產品 7%、通訊產品 68%、其他 14%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-落後同業
目標價 (NT\$)	115.0	84.0
2024年營收 (NT\$/十億)	1190.4	1418.0
2024年EPS	6.3	6.8

## 交易資料表

市值	NT\$297,040百萬元
外資持股比率	34.0%
董監持股比率	6.1%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$71.92
負債比	57.4%
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	1,318,414	1,256,783	1,190,366	1,387,549
營業利益	24,998	14,753	17,133	23,900
稅後純益	15,096	15,713	16,816	20,520
EPS (元)	5.66	5.89	6.31	7.70
EPS YoY (%)	-26.6	4.2	7.0	22.0
本益比 (倍)	19.7	18.9	17.7	14.5
股價淨值比	1.6	1.6	1.6	1.5
ROE (%)	10.4	8.0	8.8	10.2
現金殖利率	3.6%	3.6%	3.9%	4.7%
現金股利 (元)	4.00	4.00	4.29	5.23

蘇子錚

Alex.Su@yuant.com

林采潔

stacylin68@yuant.com

## 元大觀點

◆ 筆電需求回溫，AI PC 開始小量出貨，預估 2Q24 出貨量季增 20%。

◆ 一般型伺服器及 AI 伺服器開始小量出貨，下半年將與客戶討論新伺服器代工專案，預估 2025 年伺服器營收比重可達 7%。

◆ AI 伺服器產品明年可望放量，車用業務持續成長，然目前評價合理，因此維持持有評等，目標價 115 元。

## 筆電需求回溫，AI PC 小量出貨，預估 2Q24 營收季增 7%

管理層表示，受惠於筆電新品推出，預估 2Q24 筆電出貨量季增 20%；通訊業務與消費性電子產品相關營收將與 1Q24 持平。本中心認為，和碩除了新品效應帶動筆電出貨量外，AI PC 也開始小量出貨，帶動整體出貨量提升；另外，儘管美系電動車廠出貨量放緩，但公司車用營收受惠於整體出貨量增加而呈現成長態勢，預估和碩 2Q24 營收為 2,667 億元，季增 7%、年減 5%，EPS 1.8 元，季增 47%、年增 53%。

## 持續與客戶接洽新伺服器產品，預計明年伺服器比重達 7%

和碩伺服器業務從主機板一路做到 L10 (整機)出貨，今年一般型伺服器已陸續出貨，AI 伺服器於 2 月起已小量出貨，目前伺服器營收比重僅佔低個位數。不過，和碩目前已經成為 Nvidia 合作夥伴之一，不論是 GB200 NLV72 伺服器、H200 MGX 或 L40S 產品皆有所佈局。和碩擁有自家的水冷設計能力，客戶只需決定水冷產品的供應商，後段組裝將合力完成；目前，和碩正在與客戶談論明年新伺服器訂單，包括一般型伺服器及 AI 伺服器(含 GB200)，最快 4Q24 會有結論，預估明年伺服器營收比重可達 7%。

## 美系電動車產品份額提升，帶動產品組合轉佳

根據調查，美系電動車受到中國車廠競爭影響，生產量逐漸放緩，不過和碩車用客戶除了美系電動車廠外，還有歐系傳統車廠，儘管主要客戶的出貨量下滑，但受惠於和碩在該客戶的供貨份額提升，加上傳統汽車的電子化滲透率提升，帶動車用業務持續成長，預估今年車用營收比重將達 5%，明年將往 10%邁進，並帶動產品組合轉佳。本中心認為，和碩車用及伺服器產品的營收比重提升幅度優於原先預期，市佔率持續提升，明年雙業務動能將呈大幅成長，但目前股價評價合理，因此維持持有評等，目標價 115 元，以 2025 年預估每股盈餘的 15 倍本益比推得(前次以 12 倍本益比及 2H24-1H25 預估每股盈餘評價)。

## 營運分析

### 新品效應帶動，預估 2Q24 筆電出貨量季增 20%

和碩 1Q24 營收為 2504 億元，季減 27%、年減 21%，主要因為手機淡季效應，銷售狀況較為疲軟所致，不過，受惠於伺服器及車用營收略微提升，帶動產品組合轉佳，毛利率為 4.2%，季增 0.4 個百分點，優於預期 0.6 個百分點。營業利益 30 億元，季減 32%、年增 10%，低於預期 33%；稅後淨利 32.6 億元，季減 35%、年增 8%，低於預期 25%，EPS 1.22 元。

和碩 1Q24 產品組合為 Computing 11%、Communication 68%、Consumer 7%、Others 14%。1Q24 Computing 營收季增 1%、年減 28%；Communication 營收季減 30%、年減 19%；Consumer 營收季減 49%、年減 58%。

管理層表示，受惠於筆電新品推出，預估 2Q24 筆電出貨量將季增 20%；通訊業務與消費性電子產品相關營收將與 1Q24 持平。本中心認為，和碩除了新品效應帶動筆電出貨量升溫外，AI PC 也開始小量出貨，帶動整體出貨量提升；另外，儘管美系電動車廠出貨量放緩，但公司車用營收受惠於整體出貨量增加而呈現成長態勢，預估和碩 2Q24 營收為 2,667 億元，季增 7%、年減 5%，EPS 1.8 元，季增 47%、年增 53%。

本中心下修和碩 2Q24/3Q24 營收 15%/17%，主要考量到消費性產品及手機代工業務展望不如預期，且美系客戶手機在中國的銷售狀況亦不如預期，間接影響代工廠的訂單展望，此外消費性產品(遊戲機等)需求也較預期更為疲弱。然 2Q24 立訊股價漲幅較大，因此將在業外認列金融性資產評價獲利。

圖 1：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	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	318,136	342,169	250,400	-26.8%	-21.3%	323,852	273,589	-22.7%	-8.5%
營業毛利	10,363	13,056	10,583	-18.9%	2.1%	11,839	10,019	-10.6%	5.6%
營業利益	2,757	4,458	3,023	-32.2%	9.6%	4,531	3,286	-33.3%	-8.0%
稅前利益	4,049	7,902	5,190	-34.3%	28.2%	5,870	5,012	-11.6%	3.6%
稅後淨利	3,008	4,995	3,257	-34.8%	8.3%	4,316	3,442	-24.5%	-5.4%
調整後 EPS (元)	1.13	1.87	1.22	-34.8%	8.3%	1.62	1.29	-24.6%	-5.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	3.3%	3.8%	4.2%	0.4	1.0	3.7%	3.7%	0.6	0.6
營業利益率	0.9%	1.3%	1.2%	-0.1	0.3	1.4%	1.2%	-0.2	0.0
稅後純益率	1.0%	1.5%	1.3%	-0.2	0.4	1.3%	1.3%	0	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2024 第 2 季、第 3 季獲利預估調整

(百萬元)	2Q24F		3Q24F		調整幅度	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2Q24F	3Q24F
營業收入	266,716	314,038	303,375	367,396	-15.1%	-17.4%
營業毛利	11,653	12,264	13,088	14,017	-5.0%	-6.6%
營業利益	4,146	4,557	4,736	5,265	-9.0%	-10.0%
稅前利益	6,576	5,988	6,214	6,743	9.8%	-7.8%
稅後淨利	4,790	4,331	4,275	4,687	10.6%	-8.8%
調整後 EPS (元)	1.80	1.62	1.60	1.76	10.6%	-8.8%
重要比率 (%)	百分點		百分點		百分點	百分點
營業毛利率	4.4%	3.9%	4.3%	3.8%	0.5	0.5
營業利益率	1.6%	1.5%	1.6%	1.4%	0.1	0.1
稅後純益率	1.8%	1.4%	1.4%	1.3%	0.4	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估

持續與客戶接洽新伺服器產品，預計明年伺服器比重達 7%

和碩伺服器業務從主機板一路做到 L10 (整機)出貨，今年一般型伺服器已陸續出貨，AI 伺服器於 2 月起已小量出貨，目前伺服器營收比重僅佔低個位數。不過，和碩目前已經成為 Nvidia 合作夥伴之一，不論是 GB200 NLV72 伺服器、H200 MGX 或 L40S 產品皆有所佈局。和碩擁有自家的水冷設計能力，客戶只需決定水冷產品的供應商，後段組裝將合力完成；目前，和碩正在與客戶談論明年新伺服器訂單，包括一般型伺服器及 AI 伺服器(含 GB200)，最快 4Q24 會有結論，預估明年伺服器營收比重可達 7%。

圖 3：和碩 GB200 NVL72 產品



資料來源：公司資料

## 預估 2024 年 iPhone 新機備貨量略衰退

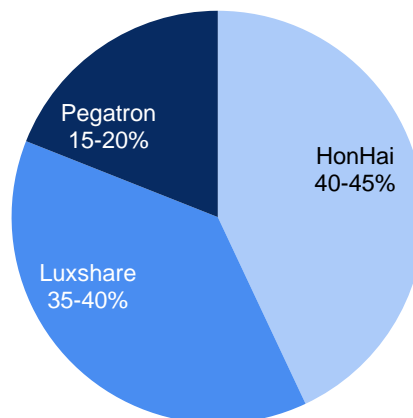
今年 iPhone 16 規格主要變化為，1) iPhone Pro Max 螢幕尺寸放大至 6.8 吋，16 及 16 Pro 螢幕尺寸放大至 6.2 吋；2) 16 Pro 及 16 Pro Max 全面搭載潛望式鏡頭；3) 主晶片再升級，並且可支援 AI 應用；4) 電池容量提升 10%；5) 搭載衛星通話功能。

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。

另外，華為在自研 5G 晶片放量後，在中國的手機市佔率地位持續提升，預估明年出貨量可達到 6,500-7,000 萬支，年增 80%。本中心認為，自從華為受到美國晶片制裁後，在中國的市佔率大幅度下降，蘋果趁勢抬頭在中國的市佔率從原先的 20% 提升至目前的 26-28%，若中國消費者購買華為手機意願提升，將會衝擊 iPhone 未來在中國的地位及出貨成長動能。

本中心認為，儘管新機 NPI 送樣驗證廠商的出現變化，和碩在 iPhone 組裝份額仍將維持在 15-20% 左右，且有機會增加部分 iPhone 16 Pro 的代工份額；不過，受到中系代工廠的價格競爭影響，加上今年蘋果新機的出貨量恐低於去年 iPhone 15 的備貨量，預估和碩 2024 年手機業務營收 7,323 億元，年減 9%。

圖 4：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

### AI 貢獻顯現，四大 CSP 資本支出展望持續上修

美國四大 CSP 業者近期法說會均表示，因伺服器、AI 伺服器及資料中心建設持續增加，2024-2025 年資本支出將持續提高。根據各業者 CY1Q24 財報，Microsoft 資本支出季增 13%，主因雲端基礎設施的投資，AI 貢獻也逐漸轉佳；Google 資本支出季增 9%，主要用於基礎設施的投資，最大應用為伺服器，其次為資料中心；Amazon 資本支出季增 2%，今年資本支出將明顯增加以投資生成式 AI 的基礎建設；Meta 資本支出季減 15%，宣布調升今年資本支出 8-16%。CSP 業者均看好 AI 將成為未來趨勢，且帶動相關業務的營收成長，將持續提高資本支出用於 AI 研發及發展。

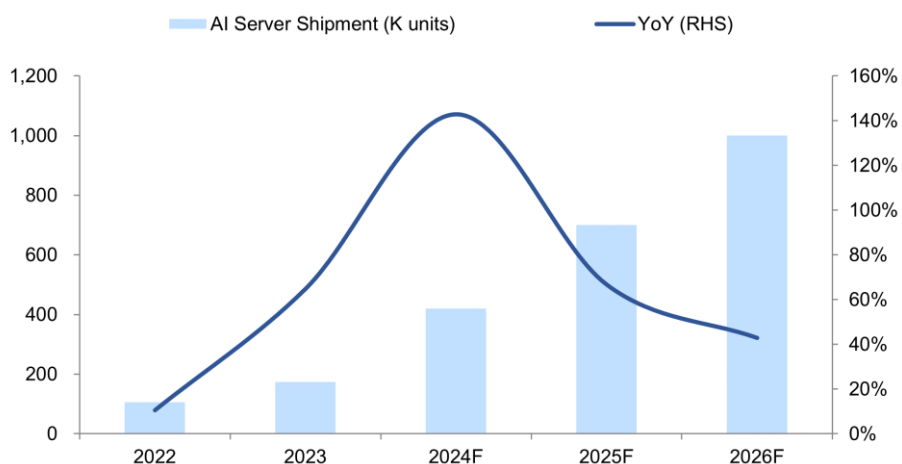
### GB200 效能大升級，預估今年出貨量為 0.1/5.5 萬櫃

雖然存在 ARM CPU 對效能產生負面影響的疑慮，CSP 業者對 GB200 伺服器需求仍高，主要以 NLV36 為主(僅 MSFT 採購 NLV72)，若後續 AI 需求大增，NVL72 架構 GB200 需求也會提升。根據調查，4Q24 系統整合廠將開始量產並出貨 GB200 NVL36 伺服器，預估出貨量將達 1,000-2,000 櫃。就明年的訂單來看，鴻海將成為主要代工廠，份額約佔 45%，廣達 25%、Supermicro 22%、緯創 6%。另外，本中心預估 2024/25 年全球 AI 伺服器出貨量為 42/70 萬台(先前為 45/70 萬台)，年增 143%/67%，今年 MI300 出貨量恐受到缺料影響，因此自 6 萬台下修至 3-4 萬台。

### 一般型伺服器需求略回溫，預估今年出貨量年增 5%

根據調查，部分零組件廠已經看到一般型伺服器需求回溫，且中國及部分美系 CSP 業者需求最為明顯。中國業者的自研晶片伺服器陸續開出，開始小幅增加一般型伺服器訂單，預估 2024 年全球伺服器出貨量年增 5%，優於先前預估的 2%。

圖 5：AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估



## 獲利調整與股票評價

### 維持和碩持有評等，目標價 115 元

本中心中性看待和碩，主因 1) 中國手機代工同業殺價競爭，加上美系客戶的新機備貨量較悲觀，預估今年手機業務營收將衰退 9%；2) 今年一般型伺服器及 AI 伺服器小量出貨，僅佔營收低個位數，目前正在與客戶討論未來的訂單，預估明年伺服器營收比重達 7%；3) 車用出貨份額提升，預估明年營收比重可達 10%。

和碩持續降低手機業務佔比，提升車用及伺服器營收比重，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 2024/2025 年車用業務營收占比為 5%/10%。

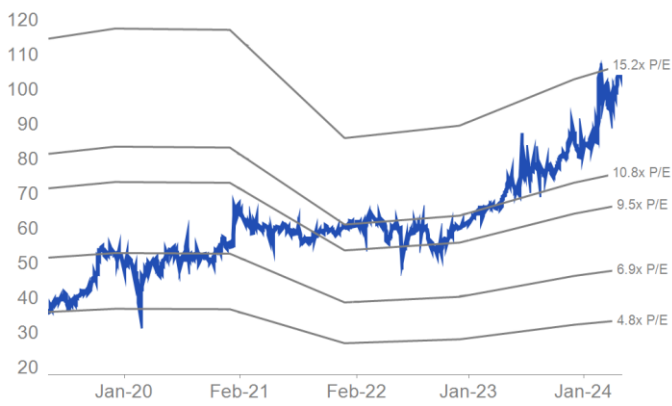
本中心上修和碩 2025 年獲利 4%，主要是因為伺服器業務優於預期，此外下修手機業務明年展望，帶動產品組合轉佳；和碩車用及伺服器產品的營收比重提升幅度優於本中心預期，市佔率持續提升，明年雙業務動能將呈大幅成長，但目前股價評價合理，因此維持持有評等，目標價 115 元，以 2025 年預估每股盈餘的 15 倍本益比推得。

圖 6：2024 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	1,190,366	1,418,015	1,387,549	1,587,704	-16.1%	-12.6%
營業毛利	50,102	53,436	61,662	61,660	-6.2%	0.0%
營業利益	17,133	19,873	23,900	22,969	-13.8%	4.1%
稅前利益	24,573	25,485	29,513	28,582	-3.6%	3.3%
稅後淨利	16,816	18,055	20,520	19,794	-6.9%	3.7%
調整後 EPS (元)	6.31	6.77	7.70	7.42	-6.8%	3.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	4.2%	3.8%	4.4%	3.9%	0.4	0.6
營業利益率	1.4%	1.4%	1.7%	1.5%	0	0.3
稅後純益率	1.4%	1.3%	1.5%	1.3%	0.1	0.2

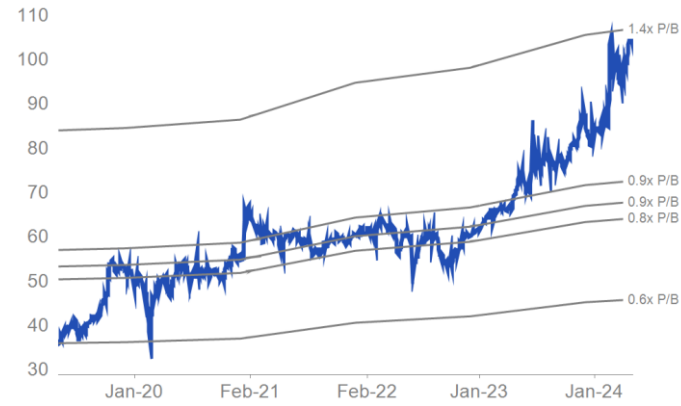
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 8：12 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 9：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 (%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
和碩	4938 TT	持有-超越同業	111.5	9,282	5.89	6.31	7.70	18.9	17.7	14.5	4.2	7.0	22.0
國外同業													
立訊精密	002475 CH	未評等	32.5	28,800	1.6	2.3	2.4	21.0	14.0	13.3	20.4	50.0	4.9
歌爾聲學	002241 CH	未評等	17.4	8,331	0.5	0.9	1.0	38.6	20.4	17.1	(13.2)	89.7	19.3
藍思科技	300433 CH	未評等	15.5	8,842	0.6	0.8	1.0	25.2	19.2	15.9	23.0	31.4	20.8
比亞迪電子	285 HK	未評等	37.1	9,144	1.9	2.5	3.1	19.2	14.7	11.9	107.0	30.6	23.4
國外同業平均					1.1	1.6	1.9	26.0	17.0	14.5	34.3	50.4	17.1
國內同業													
鴻海	2317 TT	持有-超越同業	177.5	44,131	10.3	10.6	14.8	17.3	16.8	12.0	0.4	3.3	39.9
廣達	2382 TT	買進	283.0	31,202	10.3	15.0	17.0	27.5	18.9	16.7	37.0	45.3	13.4
緯創	3231 TT	未評等	114.0	10,765	3.6	--	8.4	31.4	--	13.7	(9.4)	--	--
仁寶	2324 TT	買進	37.6	5,280	1.8	2.7	3.1	21.4	14.1	12.1	5.2	51.7	16.5
英業達	2356 TT	持有-超越同業	54.7	6,402	1.7	2.1	3.2	32.0	25.9	17.2	0.1	23.4	51.2
國內同業平均					5.5	7.6	9.3	25.9	18.9	14.3	6.7	30.9	30.3

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 10：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
和碩	4938 TT	持有-超越同業	111.5	9,282	8.0	8.8	10.2	70.87	71.92	75.32	1.6	1.6	1.5
國外同業													
立訊精密	002475 CH	未評等	32.5	28,800	19.6	20.4	20.4	8.4	11.0	12.2	3.9	3.0	2.7
歌爾聲學	002241 CH	未評等	17.4	8,331	5.3	9.0	10.3	9.2	10.0	12.1	1.9	1.7	1.4
藍思科技	300433 CH	未評等	15.5	8,842	6.7	8.3	9.4	11.9	11.2	11.4	1.3	1.4	1.4
比亞迪電子	285 HK	未評等	37.1	9,144	14.3	16.2	18.3	14.4	16.3	18.6	2.6	2.3	2.0
國外同業平均					11.4	13.5	14.6	11.0	12.2	13.6	2.4	2.1	1.9
國內同業													
鴻海	2317 TT	持有-超越同業	177.5	44,131	9.5	9.4	12.0	107.7	113.3	123.1	1.7	1.6	1.4
廣達	2382 TT	買進	283.0	31,202	21.9	31.1	32.3	48.2	48.2	52.6	5.9	5.9	5.4
緯創	3231 TT	未評等	114.0	10,765	11.5	16.0	17.7	36.9	42.6	48.6	3.1	2.7	2.3
仁寶	2324 TT	買進	37.6	5,280	7.0	9.0	10.1	27.1	29.6	30.7	1.4	1.3	1.2
英業達	2356 TT	持有-超越同業	54.7	6,402	10.0	12.4	17.3	17.0	17.0	18.4	3.2	3.2	3.0
國內同業平均					12.0	15.6	17.9	47.4	50.1	54.7	3.0	2.9	2.7

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 11：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	250,400	266,716	303,375	369,875	323,048	307,978	345,393	411,131	1,190,366	1,387,549
銷貨成本	(239,817)	(255,063)	(290,287)	(355,096)	(309,606)	(294,006)	(329,344)	(392,931)	(1,140,263)	(1,325,886)
營業毛利	10,583	11,653	13,088	14,779	13,441	13,972	16,049	18,200	50,102	61,662
營業費用	(7,560)	(7,507)	(8,352)	(9,551)	(8,708)	(8,551)	(9,552)	(10,951)	(32,970)	(37,762)
營業利益	3,023	4,146	4,736	5,228	4,733	5,421	6,497	7,249	17,133	23,900
業外利益	2,167	2,430	1,478	1,365	1,339	1,431	1,478	1,365	7,440	5,613
稅前純益	5,190	6,576	6,214	6,593	6,072	6,852	7,975	8,614	24,573	29,513
所得稅費用	(1,409)	(1,447)	(1,367)	(1,450)	(1,336)	(1,507)	(1,754)	(1,895)	(5,674)	(6,493)
少數股東權益	523	339	572	649	473	539	732	755	2,084	2,500
歸屬母公司稅後純益	3,257	4,790	4,275	4,493	4,263	4,805	5,488	5,963	16,816	20,520
調整後每股盈餘(NT\$)	1.22	1.80	1.60	1.69	1.60	1.80	2.06	2.24	6.31	7.70
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	4.2%	4.4%	4.3%	4.0%	4.2%	4.5%	4.7%	4.4%	4.2%	4.4%
營業利益率	1.2%	1.6%	1.6%	1.4%	1.5%	1.8%	1.9%	1.8%	1.4%	1.7%
稅前純益率	2.1%	2.5%	2.1%	1.8%	1.9%	2.2%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%
稅後純益率	1.3%	1.8%	1.4%	1.2%	1.3%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%
有效所得稅率	27.2%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	23.1%	22.0%
季增率(%)										
營業收入	-26.8%	6.5%	13.7%	21.9%	-12.7%	-4.7%	12.1%	19.0%		
營業利益	-32.2%	37.1%	14.2%	10.4%	-9.5%	14.5%	19.8%	11.6%		
稅後純益	-34.8%	47.0%	-10.8%	5.1%	-5.1%	12.7%	14.2%	8.7%		
調整後每股盈餘	-34.8%	47.0%	-10.8%	5.1%	-5.1%	12.7%	14.2%	8.7%		
年增率(%)										
營業收入	-21.3%	-5.0%	-3.9%	8.1%	29.0%	15.5%	13.9%	11.2%	-5.3%	16.6%
營業利益	9.6%	34.9%	5.6%	17.3%	56.6%	30.8%	37.2%	38.7%	16.1%	39.5%
稅後純益	8.3%	53.2%	-6.7%	-10.0%	30.9%	0.3%	28.4%	32.7%	8.5%	21.8%
調整後每股盈餘	8.3%	53.2%	-6.7%	-10.0%	30.9%	0.3%	28.4%	32.7%	7.0%	22.0%

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 1Q24 各產品線營收比重分別為，資訊產品(包括 NB、DT 及 MB) 11%、消費性電子產品(遊戲機、平板及 IoT 相關產品) 7%、通訊產品(手機及網通設備) 68%、其他(華擎、景碩及車用) 14%。

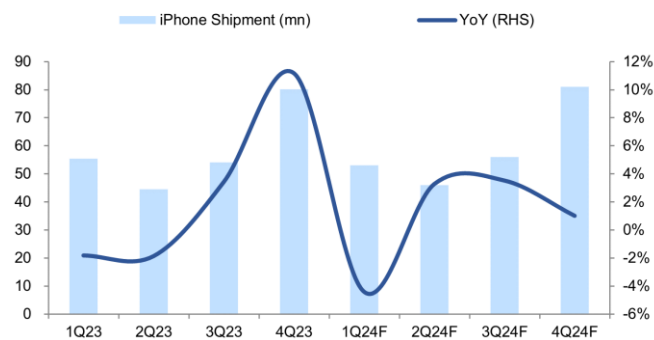
隨美系手機組裝業務利潤率逐漸降低，和碩近年來積極投入 IoT、AI、5G 等相關技術研發與產品設計進行轉型，相關產品應用裝置技術皆有所提升。和碩長期耕耘的車用電子，也切入美系電動車大廠供應鏈，包括高階 ECU (電子控制元件)、車用平板、機構件、線束、通訊模組等陸續發酵，目前對營收的貢獻仍小，隨著歐洲、美洲、亞洲客戶需求穩定成長，預估未來 5-10 年車用電子產品將保持每年雙位數的成長，成長可期。

圖 12：和碩全球據點



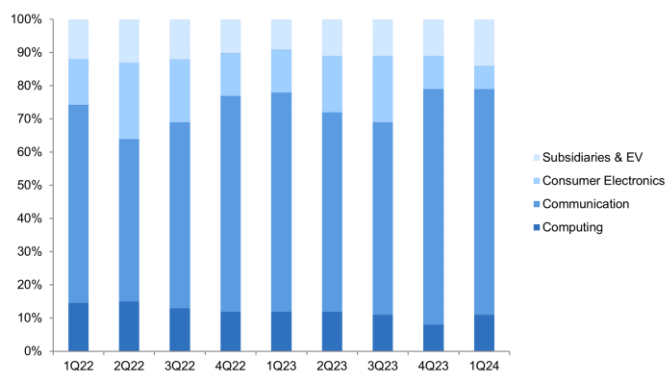
資料來源：公司資料

圖 13：iPhone 出貨量預估



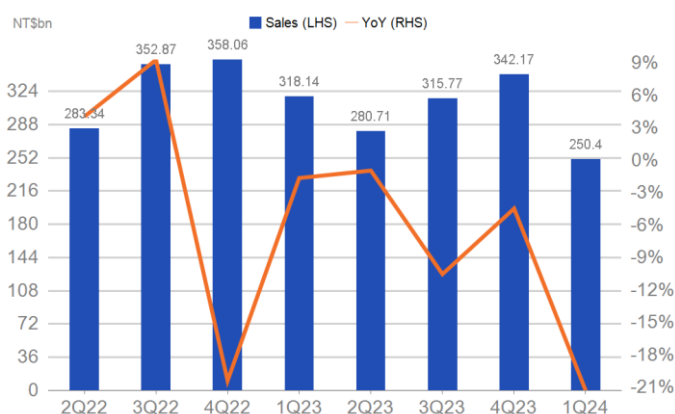
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：營收組成



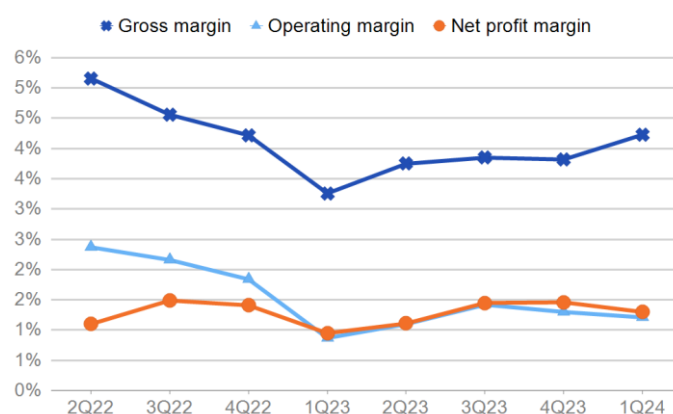
資料來源：公司資料

圖 15：營收趨勢



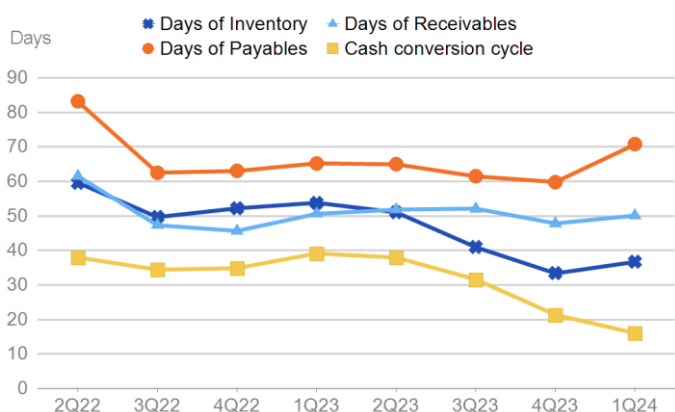
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：毛利率、營益率、淨利率



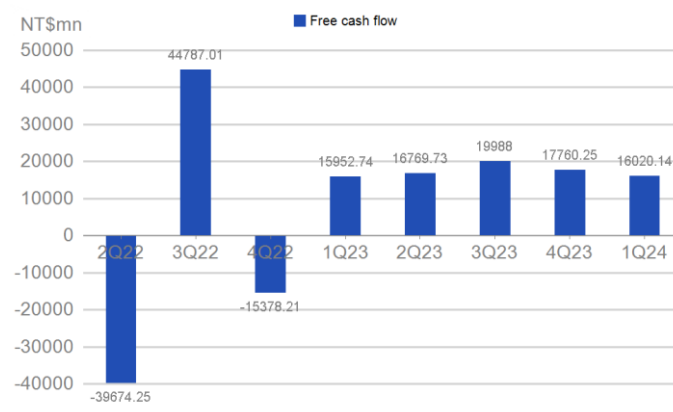
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：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 風險評級屬於中度風險，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 19：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 (2024/6/3)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

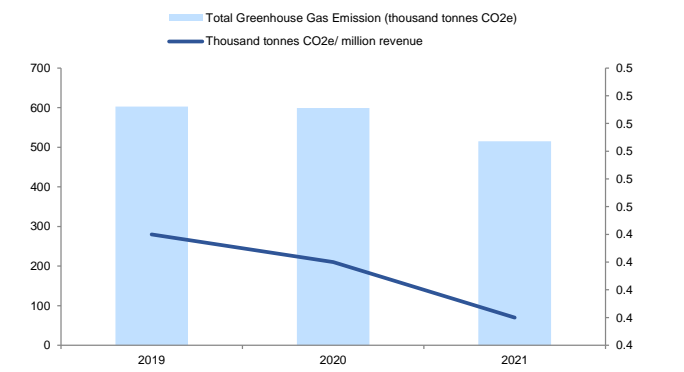
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

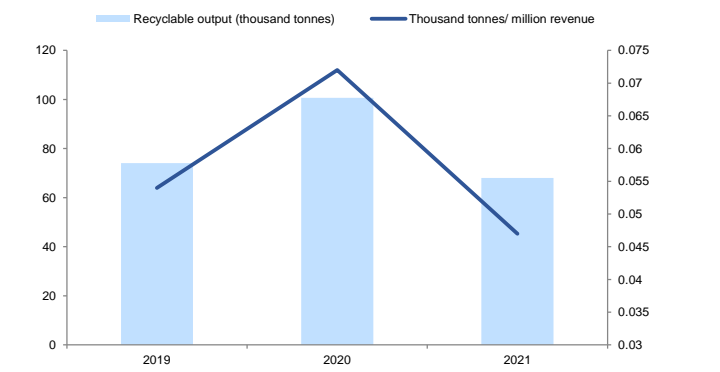
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 20：近三年之溫室氣體排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 21：2019-2021 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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	111,024	84,577	97,722	102,542	116,529
存貨	148,061	199,442	105,616	90,124	91,025
應收帳款及票據	249,533	190,247	154,906	122,598	123,824
其他流動資產	56,232	28,222	62,157	64,435	64,435
流動資產	564,851	502,488	420,401	379,699	395,814
採用權益法之投資	22,534	27,861	31,945	35,112	35,112
固定資產	69,737	79,690	75,303	79,876	74,385
無形資產	208	225	238	250	263
其他非流動資產	19,441	25,959	29,182	27,616	28,168
非流動資產	111,920	133,735	136,668	142,854	137,928
資產總額	676,770	636,223	557,069	522,553	533,742
應付帳款及票據	266,662	202,467	176,616	139,713	141,110
短期借款	94,023	79,589	45,164	24,436	25,169
什項負債	67,903	83,379	60,475	83,324	83,324
流動負債	428,588	365,436	282,256	247,472	249,602
長期借款	12,210	14,225	16,786	36,646	36,646
其他負債及準備	41,705	41,993	36,410	14,210	14,210
長期負債	53,915	56,219	53,196	50,855	50,855
負債總額	482,503	421,655	335,451	298,327	300,457
股本	26,691	26,676	26,642	26,640	26,640
資本公積	83,321	83,352	84,196	84,322	84,322
保留盈餘	78,226	80,060	85,082	80,587	89,681
什項權益	(21,634)	(7,600)	(7,110)	199	163
歸屬母公司之權益	166,605	182,489	188,810	191,746	200,805
非控制權益	27,662	32,080	32,808	32,480	32,480
股東權益總額	194,267	214,568	221,618	224,226	233,285

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	25,027	21,163	17,413	18,900	23,020
折舊及攤提	13,650	14,809	15,331	15,838	16,623
本期營運資金變動	(12,174)	(56,549)	77,932	15,617	(730)
其他營業資產及負債變動	37,040	39,669	(23,297)	(3,958)	(2,500)
營運活動之現金流量	63,544	19,092	87,379	46,396	36,413
資本支出	(20,773)	(19,836)	(16,908)	(17,439)	(11,000)
本期長期投資變動	22,183	5,327	4,084	2,155	0
其他資產變動	(46,580)	(11,195)	(7,976)	(162)	0
投資活動之現金流量	(45,170)	(25,704)	(20,800)	(15,446)	(11,000)
股本變動	63	(15)	(34)	0	0
本期負債變動	(2,217)	(12,767)	(35,397)	(12,836)	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(13,007)	(15,720)	(13,488)	(10,656)	(11,425)
其他調整數	(15,665)	(1,450)	270	(355)	0
融資活動之現金流量	(30,826)	(29,953)	(48,649)	(23,847)	(11,425)
匯率影響數	(2,520)	10,118	66	4,333	0
本期產生現金流量	(14,973)	(26,447)	17,996	11,436	13,987
自由現金流量	42,770	(744)	70,471	28,957	25,413

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	1,261,384	1,318,414	1,256,783	1,190,366	1,387,549
銷貨成本	(1,214,58	(1,261,287	(1,210,677	(1,140,263	(1,325,886
營業毛利	46,801	57,127	46,106	50,102	61,662
營業費用	(29,496)	(32,129)	(31,354)	(32,970)	(37,762)
推銷費用	(4,679)	(5,388)	(4,740)	(5,063)	(5,233)
研究費用	(15,628)	(16,044)	(15,889)	(17,333)	(22,900)
管理費用	(9,189)	(10,697)	(10,725)	(10,574)	(9,629)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	17,306	24,998	14,753	17,133	23,900
利息收入	1,492	2,276	4,918	4,024	3,600
利息費用	(948)	(1,971)	(2,920)	(1,378)	(1,378)
利息收入淨額	545	305	1,998	2,646	2,222
投資利益(損失)淨額	1,546	4,281	4,347	663	389
匯兌損益	2,806	(2,050)	(348)	299	0
其他業外收入(支出)淨額	6,400	421	3,557	3,833	3,001
稅前純益	28,603	27,955	24,307	24,573	29,513
所得稅費用	(3,099)	(6,792)	(6,894)	(5,674)	(6,493)
少數股權淨利	4,481	6,067	1,700	2,084	2,500
歸屬母公司之稅後純益	20,546	15,096	15,713	16,816	20,520
稅前息前折舊攤銷前淨利	42,737	44,698	42,558	32,970	40,523
調整後每股盈餘 (NT\$)	7.71	5.66	5.89	6.31	7.70

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	(9.9)	4.5	(4.7)	(5.3)	16.6
營業利益	(9.2)	44.5	(41.0)	16.1	39.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	(13.7)	4.6	(4.8)	(22.5)	22.9
稅後純益	11.6	(15.4)	(17.7)	8.5	21.8
調整後每股盈餘	(0.3)	(26.6)	4.2	7.0	22.0
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	3.7	4.3	3.7	4.2	4.4
營業利益率	1.4	1.9	1.2	1.4	1.7
稅前息前淨利率	2.2	2.0	1.7	1.4	1.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	3.4	3.4	3.4	2.8	2.9
稅前純益率	2.3	2.1	1.9	2.1	2.1
稅後純益率	1.6	1.2	1.3	1.4	1.5
資產報酬率	3.7	3.2	2.9	3.6	4.3
股東權益報酬率	12.7	10.4	8.0	8.8	10.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	248.4	196.5	151.4	133.1	128.8
淨負債權益比(%)	(2.5)	4.3	(16.1)	(18.5)	(23.5)
利息保障倍數 (倍)	31.2	15.2	9.3	0	0
流動比率 (%)	131.8	137.5	148.9	153.4	158.6
速動比率 (%)	97.3	82.9	111.5	117.0	122.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(4,790)	9,238	(35,771)	(41,461)	(54,715)
調整後每股淨值 (NT\$)	62.42	68.41	70.87	71.92	75.32
評價指標 (倍)					
本益比	14.5	19.7	18.9	17.7	14.5
股價自由現金流量比	7.0	--	4.2	10.3	11.7
股價淨值比	1.8	1.6	1.6	1.6	1.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	7.0	6.7	7.0	9.0	7.3
股價營收比	0.2	0.2	0.2	0.3	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。

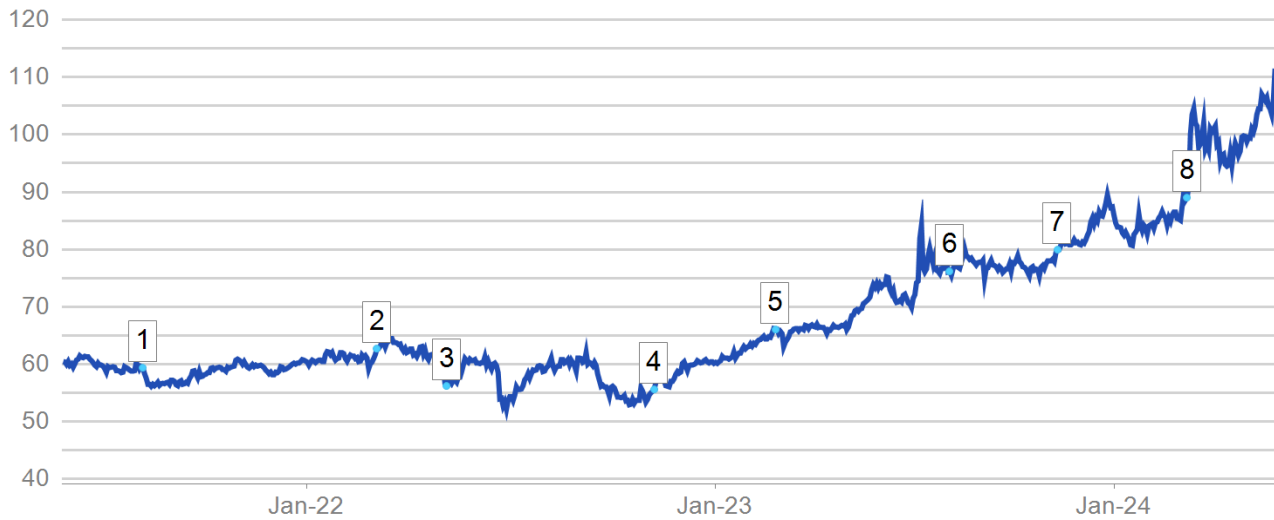
附錄：重要揭露事項

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	20210811	68.00	66.00	57.84	持有-超越同業	葉冠為
2	20220314	70.40	71.00	62.22	持有-超越同業	蘇子錚
3	20220516	64.60	67.00	58.72	持有-超越同業	蘇子錚
4	20221110	58.70	61.00	57.79	持有-超越同業	蘇子錚
5	20230308	69.80	63.00	59.68	持有-落後同業	蘇子錚
6	20230811	76.20	75.00	75.00	持有-落後同業	蘇子錚
7	20231115	79.50	75.00	75.00	持有-落後同業	蘇子錚
8	20240315	88.60	84.00	84.00	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>.