

華擎 (3515 TT) ASRock

一般型 Server 出貨比預期佳，但 AI Server 量產時間延後一季

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$250.0

收盤價 (2024/06/13)：NT\$226.5
隱含漲幅：10.4%

營收組成 (1Q24)

主機板 45%、工業電腦 7%、伺服器 16%、其他 32%。

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) | 21.7 | 20.5 |
| 2024年EPS | 10.6 | 10.4 |

交易資料表

| | |
|------------------------|---------------|
| 市值 | NT\$27,540百萬元 |
| 外資持股比率 | 8.5% |
| 董監持股比率 | 47.0% |
| 調整後每股淨值 (2024F) | NT\$70.45 |
| 負債比 | 43.5% |
| 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 | 2023A | 2024F | 2025F |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入 | 17,121 | 18,992 | 21,658 | 25,031 |
| 營業利益 | 1,185 | 1,147 | 1,491 | 1,740 |
| 稅後純益 | 1,066 | 919 | 1,297 | 1,434 |
| EPS (元) | 8.68 | 7.54 | 10.64 | 11.77 |
| EPS YoY (%) | -56.0 | -13.2 | 41.2 | 10.5 |
| 本益比 (倍) | 26.1 | 30.1 | 21.3 | 19.3 |
| 股價淨值比 (倍) | 3.4 | 3.4 | 3.2 | 3.1 |
| ROE (%) | 13.9 | 11.0 | 15.1 | 16.1 |
| 現金殖利率 (%) | 3.5% | 3.1% | 4.1% | 4.4% |
| 現金股利 (元) | 8.00 | 6.90 | 9.20 | 10.00 |

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuanta.com

余鈴華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 第二季 Server 業務向上，估營收季增 5%，EPS 2.47 元，季減 2%，年增 91%，比原估調升 28%，主因高毛利率 Server 出貨比預期佳。
- ◆ 一般型 Server 復甦比預期佳，估 2024/25 年成長 48%/11%，但 AI Server 量產時間延後一季至第三季末至第四季初，不利後市。
- ◆ 華擎 AI server 出貨遞延且毛利率回升不如預期，維持中立評等。目標價 250 元係根據本益比 23 倍，2H24~1H25 EPS 10.88 元推得。

第二季 Server 業務向上，估營收季增 5%，年增 27%

第二季為傳統 MB 最淡季，板卡業績下滑，但 Server 業務向上，估營收季增 5%至 51.9 億元，年增 27%。受高毛利率 Server 出貨增加，估毛利率季增 0.5 百分點至 20.9%。稅後 3.01 億元，季減 2%，年增 91%，EPS 2.47 元，比原先預估上調 28%，主因高毛利率 Server 出貨比預期佳。第三季為傳統 MB 旺季，估營收季增 6%，年增 12%，EPS 2.49 元，季增 1%，年減 2%，比原估調降 12%，主因 AMD MB 新品 9 月出貨，板卡成長力道較弱。

一般型 Server 出貨比預期佳，但 AI Server 量產時間延後一季

一般型 Server 連續衰退二年後，今年客戶庫存調整結束，已經明顯恢復下單，第一季 Server 營收 7.7 億元，年增 84%，顯著復甦，估第二季業績年增 114%至 11.05 億元，2024 年一般型 Server 可望成長 48%至 40.3 億元 (占營收比重 18.6%)。2025 年在基期墊高下，估成長放緩至 11%。AI Server 開發需耗時 2~3 季，華擎除 AMD 產品外，NVIDIA 的 H100 AI Server 將較早量產，原估在第二季末至第三季初，但客戶測試時間較長，延後一季至第三季末至第四季初，因此估 AI 占華擎 2024 年 Server 營收比重 11%，2025 年擴大至 39%，2024/25 年占整體營收比重 2%/11%。

消費性電子(板卡)成長趨緩

MB/VGA 在 2022 年底庫存清完，客戶下單恢復，尤其 2H23 因應返校及耶誕節需求，客戶補庫存力道強勁，2023 年分別成長 14%/34%，因產品較成熟，2024 年成長放緩，估年增 2%/7%，2025 年維持低成長 2%/4%。

合計預估華擎 2024/25 年營收年增 14%/15%，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，估毛利率略回升至 20.9%/20.7%，EPS 10.64/11.77 元，年增 41%/11% (2024/25 年稅後比原估上修 3%/2%，主因一般型 Server 出貨回升比預期佳)。

營運分析

第二季為傳統 MB 淡季，但 Server 業務向上，估營收季增 5%，年增 27%

第二季為傳統 MB 最淡季，板卡業績下滑，但 Server 業務向上，估營收季增 5%至 51.9 億元，年增 27%。受高毛利率 Server 出貨增加，估毛利率季增 0.5 百分點至 20.9%。營業利益 3.32 億元，季增 11%，年增 131%。業外在利息收入挹注下，估獲利 0.3 億元。合計稅後 3.01 億元，季減 2%(第一季有匯兌收益 0.72 億元)，年增 91%，EPS 2.47 元，比原先預估上調 28%，主因高毛利率 Server 出貨比預期佳。

圖 1：2024 年第 2 季財測與預估比較

| (百萬元) | 2Q23A | 1Q24A | 2Q24F | 季增率 | 年增率 | 2Q24F | | 預估差異 | |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | | 元大預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 |
| 營業收入 | 4,087 | 4,953 | 5,186 | 4.7% | 26.9% | 4,715 | 4,735 | 10.0% | 9.5% |
| 營業毛利 | 821 | 1,012 | 1,084 | 7.1% | 32.0% | 952 | 980 | 13.9% | 10.6% |
| 營業利益 | 144 | 300 | 332 | 10.6% | 130.5% | 254 | 282 | 30.9% | 18.0% |
| 稅前利益 | 213 | 427 | 363 | -14.9% | 70.2% | 284 | 322 | 27.6% | 12.6% |
| 稅後淨利 | 158 | 308 | 301 | -2.3% | 90.5% | 235 | 249 | 28.3% | 21.1% |
| 調整後 EPS (元) | 1.30 | 2.53 | 2.47 | -2.1% | 91.0% | 1.93 | 2.04 | 28.3% | 21.1% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 20.1% | 20.4% | 20.9% | 0.5 | 0.8 | 20.2% | 20.7% | 0.7 | 0.2 |
| 營業利益率 | 3.5% | 6.1% | 6.4% | 0.4 | 2.9 | 5.4% | 5.9% | 1.0 | 0.5 |
| 稅後純益率 | 3.9% | 6.2% | 5.8% | -0.4 | 1.9 | 5.0% | 5.3% | 0.8 | 0.6 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

第三季為傳統 MB 旺季，估營收季增 6%，年增 12%

第三季為傳統 MB 旺季，板卡業績上升，且 AI Server 小量出貨，估營收季增 6%至 54.8 億元，年增 12%。受低毛利率 AI Server 開始出貨，估毛利率季持平至 21%。營業利益 3.71 億元，季增 12%，年增 31%。業外在利息收入及其他收入挹注下，估獲利 0.29 億元。合計稅後 3.03 億元，季增 1%，年減 2%，EPS 2.49 元，比原先預估調降 12%，主因 AMD 的 MB 新品需至 9 月出貨，第三季成長力道較弱。

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較

| (百萬元) | 3Q23A | 2Q24F | 3Q24F | 季增率 | 年增率 | 3Q24F | | 預估差異 | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| | | | | | | 元大預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 |
| 營業收入 | 4,902 | 5,186 | 5,478 | 5.6% | 11.7% | 5,329 | 5,375 | 2.8% | 1.9% |
| 營業毛利 | 986 | 1,084 | 1,149 | 6.0% | 16.5% | 1,165 | 1,158 | -1.4% | -0.8% |
| 營業利益 | 283 | 332 | 371 | 11.8% | 31.0% | 419 | 432 | -11.4% | -14.0% |
| 稅前利益 | 375 | 363 | 400 | 10.4% | 6.8% | 448 | 465 | -10.7% | -13.8% |
| 稅後淨利 | 309 | 301 | 303 | 0.5% | -1.9% | 342 | 335 | -11.5% | -9.4% |
| 調整後 EPS (元) | 2.53 | 2.47 | 2.49 | 0.5% | -1.8% | 2.81 | 2.74 | -11.5% | -9.4% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 20.1% | 20.9% | 21.0% | 0.1 | 0.9 | 21.9% | 21.6% | -0.9 | -0.6 |
| 營業利益率 | 5.8% | 6.4% | 6.8% | 0.4 | 1.0 | 7.9% | 8.0% | -1.1 | -1.3 |
| 稅後純益率 | 6.3% | 5.8% | 5.5% | -0.3 | -0.8 | 6.4% | 6.2% | -0.9 | -0.7 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

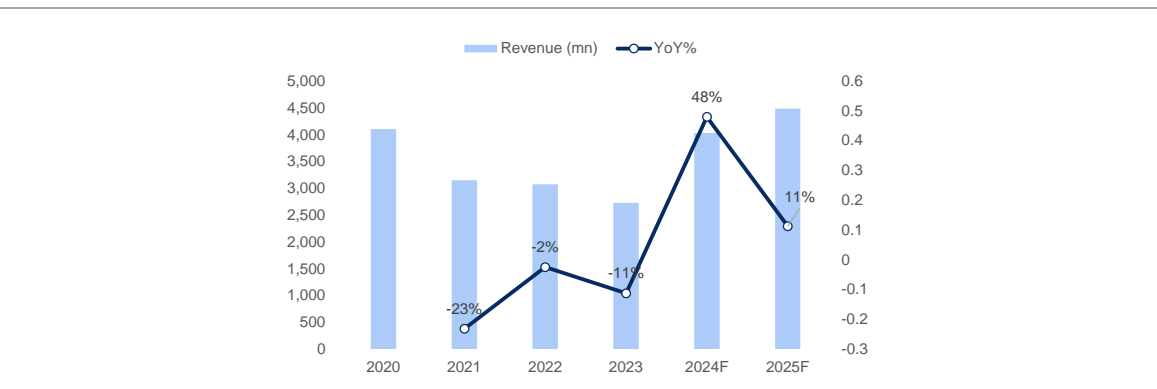
一般型 Server 出貨比預期佳，但 AI Server 量產時間延後一季

一般型 Server 在 2022/23 年受庫存調整及 AI Server 排擠，分別衰退 3%/11%。但今年客戶庫存調整結束，已經明顯恢復下單，第一季 Server 營收 7.7 億元(占營收比重 15.5%)，年增 84%，顯著復甦，佔第二季業績年增 114%至 11.05 億元，占比上升至 21.3%，2024 年一般型 Server 可望成長 48%至 40.3 億元(占營收比重 18.6%)。2025 年在基期墊高下，佔成長放緩至 11%。

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，AI Server 開發需耗時 2~3 季，華擎除 AMD 產品外，NVIDIA 的 H100 AI Server 將較早量產，原估在第二季末至第三季初，但客戶測試時間較長，延後一季至第三季末至第四季初，因此估 AI 占華擎 2024 年 Server 營收比重 11%，2025 年擴大至 39%，2024/25 年占整體營收比重 2%/11%。AI Server 單價雖高，但大部分關鍵零組件如：GPU、CPU、Dram...等均外購，毛利率偏低，對下半年毛利率有不利影響。

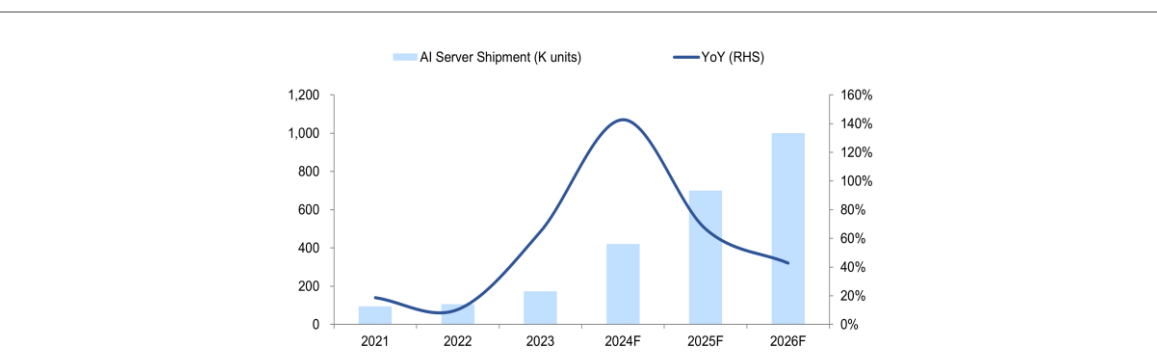
整體 Server(一般型+AI)營收由 2023 年衰退 11% (受全球資本支出縮減影響)至 2024/25 年成長 67%/61%，占比由 2023 年 14.3%上升至 2024/25 年 21.0%/29.3%。

圖 3：一般型 Server 2024 年恢復成長



資料來源：元大投顧預估

圖 4：全球 AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

圖 5：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 | 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 6：NVIDIA AI GPU 推出行程表預估

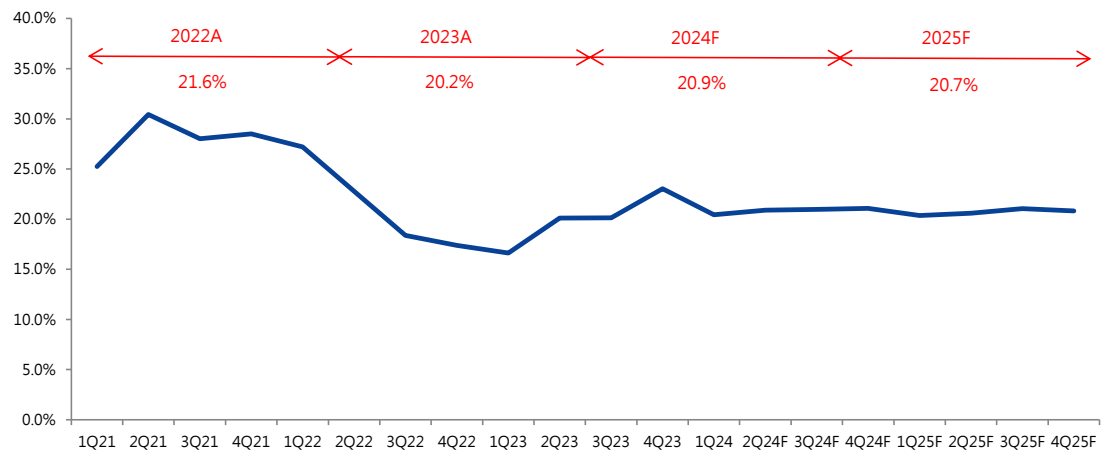
| 產品 | 2021 年 | 2023 年 | 1H24 | 2H24 (F) | 1H25 (F) | 2H25 (F) |
|---------------|--------|--------|-------|----------|----------|----------|
| GPU (X86) | A100 | H100 | H200 | B100 | B200 | X100 |
| CPU+GPU (ARM) | - | - | GH200 | GB100 | GB200 | GX100 |

資料來源：元大投顧整理

AI Server 4Q24 量產，不利毛利率回升

2023 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 2024 年上半年進入淡季，規模經濟下滑；2024 年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 0.7 百分點至 20.9%。2025 年估營收年增 16%，但成長主要來源為 AI server，因此估毛利率年減 0.2 百分點至 20.7%。

圖 7：華擎毛利率回升緩慢



資料來源：TEJ、元大投顧整理

工業電腦下半年復甦，板卡業務成長趨緩

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%，2024/25 年景氣回溫而成長 14%/10%；2) MB/VGA 受高通膨/俄烏戰爭景氣降溫影響最大，2022 年營收分別衰退 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 年營收成長 14%/34%，因產品較成熟，2024 年成長放緩，估年增 2%/7%，2025 年維持低成長 2%/4%。

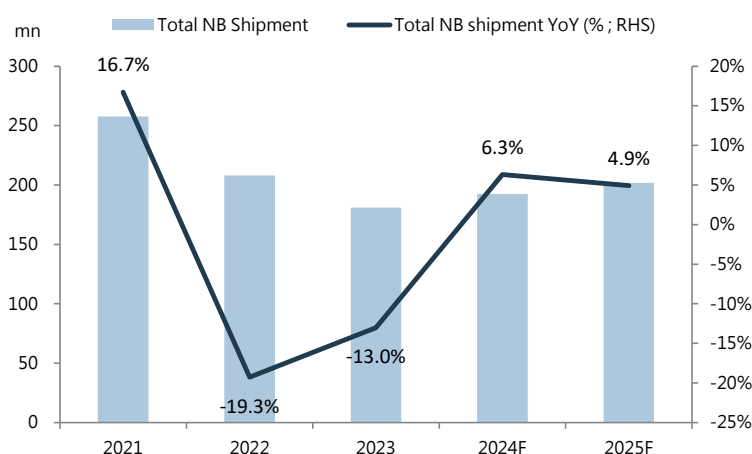
合計預估華擎 2024/25 年營收年增 14%/16%，雖然高毛利率工業電腦/Server 逐漸復甦，但低毛利率 AI Server 占比上升，估毛利率略回升至 20.9%/20.7%，EPS 10.64/11.77 元，年增 41%/11% (2024/25 年稅後比原估上修 3%/2%，主因一般型 Server 出貨回升比預期佳)。

2024 年全球筆電出貨恢復成長，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 13%，2024 年預期全球景氣復甦下，小幅成長 6%。

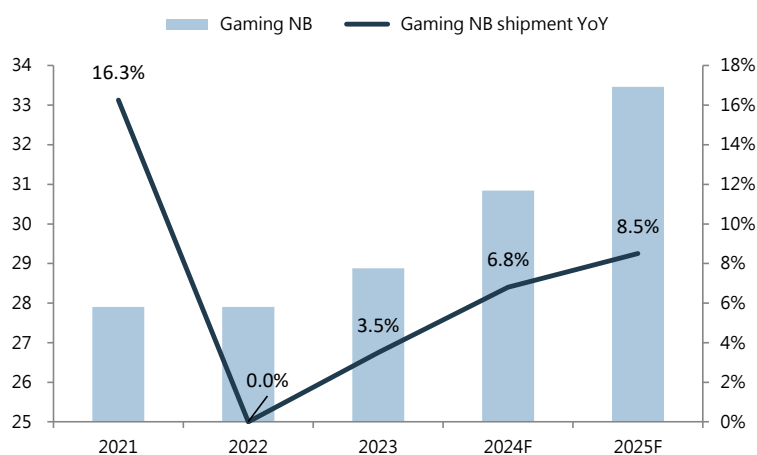
電競筆電在 COVID-19 疫情期間受惠居家人數增加，玩電動時間變長，2020/21 年出貨成長 27%/16%，2022 年居家上班降溫，出貨亦受影響，但 NVIDIA 及 AMD 新 GPU 產品陸續推出，對電競市場有一定刺激作用，2022 年電競筆電出貨約年持平，2023 年恢復成長 4%，2024 年受惠 NVIDIA 二年一次 GPU 大改款，出貨可望年增 7%，是 PC 下游維持成長的產品。華擎在電競產品含：主機板、繪圖卡等，比重約 20%，在 PC 不景氣時，銷售具有支撐。

圖 8：全球筆電出貨量預估



資料來源：Digitimes、元大投顧整理

圖 9：全球電競筆電出貨量預估

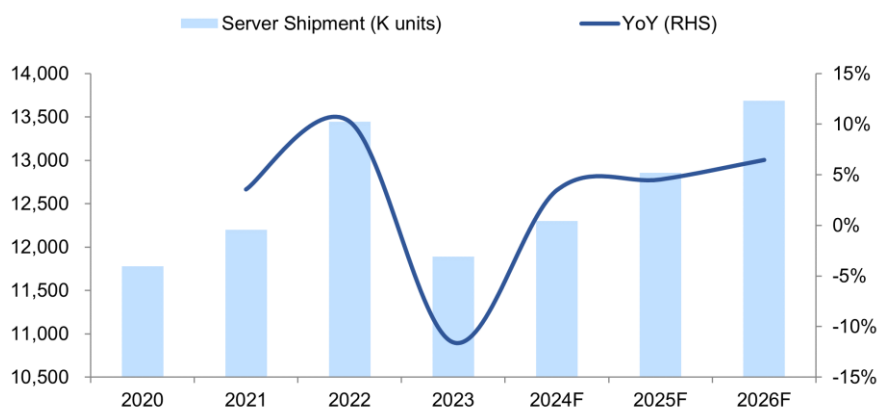


資料來源：Digitimes、元大投顧整理

2024 年一般型伺服器出貨逐漸恢復成長

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 10：全球伺服器出貨量預估

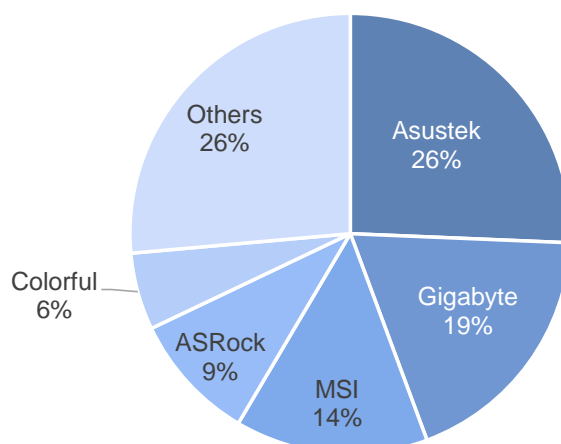


資料來源：元大投顧預估

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 11：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

略調升 2024/25 年稅後淨利 3%/2%

一般型 Server 回升力道比預期佳，調高 2024/25 年營收 6%/12%，但 AI Server 第四季量產將拖累毛利率，因此將 2024/25 年毛利率由原先 21.2%/21.6%調降至 20.9%/20.7%，稅後則略上調 3%/2%，EPS 10.64/11.77 元，成長 41%/11%。

圖 12：2024 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 | 21,658 | 20,464 | 25,031 | 22,455 | 5.8% | 11.5% |
| 營業毛利 | 4,518 | 4,333 | 5,184 | 4,845 | 4.3% | 7.0% |
| 營業利益 | 1,491 | 1,456 | 1,740 | 1,713 | 2.4% | 1.6% |
| 稅前利益 | 1,710 | 1,675 | 1,869 | 1,833 | 2.1% | 2.0% |
| 稅後淨利 | 1,297 | 1,266 | 1,434 | 1,404 | 2.4% | 2.1% |
| 調整後 EPS (元) | 10.64 | 10.39 | 11.77 | 11.52 | 2.4% | 2.1% |
| 重要比率 (%) | | | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 20.9% | 21.2% | 20.7% | 21.6% | -0.3 | -0.9 |
| 營業利益率 | 6.9% | 7.1% | 7.0% | 7.6% | -0.2 | -0.7 |
| 稅後純益率 | 6.0% | 6.2% | 5.7% | 6.3% | -0.2 | -0.5 |

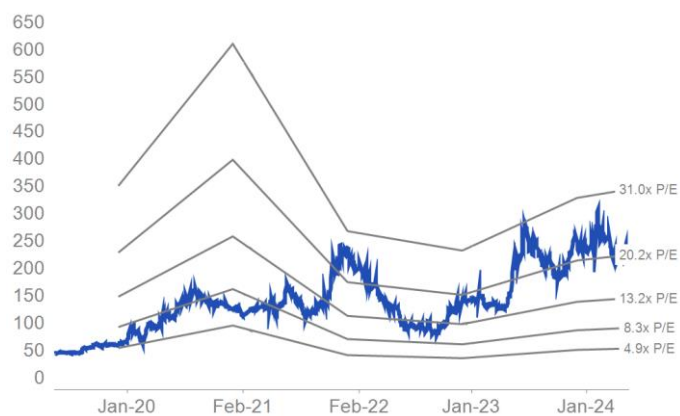
資料來源：公司資料、元大投顧預估

維持「持有-超越同業」，目標價 250 元，潛在上漲空間 10.4%

以 2024 年來看，OBM 同業華碩、宏碁、微星、技嘉平均本益比 18.1 倍，而 ODM 同業廣達、仁寶、緯創、和碩等平均本益比為 16.8 倍，均比華擎的 21.3 倍低，因此華擎評價不便宜。

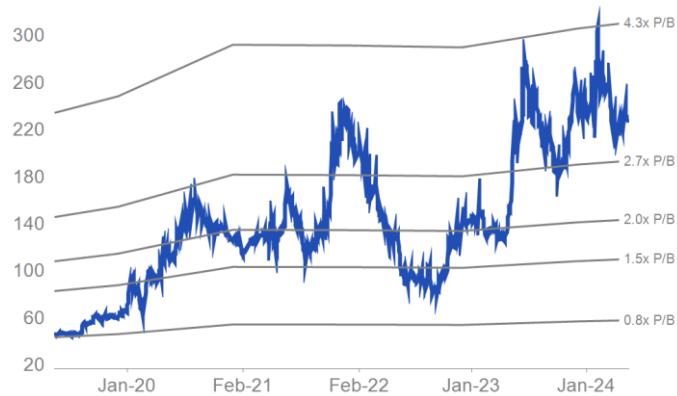
2023 年板卡業務恢復(因為大部分庫存清完)，但全球資本支出縮減，工業電腦訂單受影響，復甦延後。華擎上半年營收雖逐漸上揚，但毛利率回升力道不強，造成本業獲利不如預期，下半年低毛利率 AI server 出貨增加，使毛利率承壓，加上目前評價不便宜，維持「持有-超越同業」評等。目標本益比維持先前 23 倍，以 2H24~1H25EPS 10.88 元計算，目標價 250 元，潛在上漲空間 10.4%。

圖 13：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 14：12 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 15：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 |
| 華擎 | 3515 TT | 持有-超越同業 | 226.5 | 860 | 7.54 | 10.64 | 11.77 | 30.1 | 21.3 | 19.3 | (13.2) | 41.2 | 10.5 |
| OBM 同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 宏碁 | 2353 | 持有-落後同業 | 50.1 | 4,613 | 1.6 | 2.1 | 2.1 | 30.6 | 24.3 | 23.7 | (1.6) | 25.6 | 2.4 |
| 華碩 | 2357 | 買進 | 487.0 | 10,669 | 21.4 | 35.0 | 38.3 | 22.7 | 13.9 | 12.7 | 8.4 | 63.1 | 9.6 |
| 微星 | 2377 | 買進 | 183.0 | 4,990 | 8.9 | 13.5 | 14.7 | 20.5 | 13.6 | 12.4 | (24.4) | 51.4 | 9.1 |
| 技嘉 | 2376 | 買進 | 316.0 | 6,224 | 7.5 | 15.3 | 18.2 | 42.4 | 20.7 | 17.4 | (27.5) | 104.4 | 19.0 |
| OBM 同業平均 | | | | | 9.9 | 16.4 | 18.3 | 29.0 | 18.1 | 16.6 | (11.3) | 61.1 | 10.0 |
| ODM 同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 廣達 | 2382 | 買進 | 284.0 | 31,202 | 10.3 | 15.0 | 17.0 | 27.6 | 19.0 | 16.7 | 37.0 | 45.3 | 13.4 |
| 緯創 | 3231 | 未評等 | 108.5 | 10,765 | 4.1 | 6.6 | 8.4 | 26.5 | 16.4 | 13.0 | 2.2 | 61.0 | 26.5 |
| 仁寶 | 2324 | 買進 | 35.9 | 5,280 | 1.8 | 2.7 | 3.1 | 20.4 | 13.4 | 11.5 | 5.2 | 51.7 | 16.5 |
| 和碩 | 4938 | 持有-超越同業 | 116.5 | 7,047 | 5.9 | 6.3 | 7.7 | 19.8 | 18.5 | 15.1 | 4.2 | 7.1 | 22.0 |
| ODM 同業平均 | | | | | 5.5 | 7.6 | 9.0 | 23.5 | 16.8 | 14.1 | 12.2 | 41.3 | 19.6 |

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 16：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 |
| 華擎 | 3515 TT | 持有-超越同業 | 226.5 | 860 | 11.0 | 15.1 | 16.1 | 66.80 | 70.45 | 73.07 | 3.4 | 3.2 | 3.1 |
| OBM 同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 宏碁 | 2353 | 持有-落後同業 | 50.1 | 4,613 | 6.6 | 8.2 | 8.4 | 24.9 | 25.1 | 25.2 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 華碩 | 2357 | 買進 | 487.0 | 10,669 | 6.6 | 10.3 | 11.0 | 322.9 | 338.8 | 348.1 | 1.5 | 1.4 | 1.4 |
| 微星 | 2377 | 買進 | 183.0 | 4,990 | 15.3 | 20.1 | 20.1 | 59.4 | 67.3 | 73.4 | 3.1 | 2.7 | 2.5 |
| 技嘉 | 2376 | 買進 | 316.0 | 6,224 | 12.9 | 22.5 | 23.8 | 59.0 | 67.7 | 76.3 | 5.4 | 4.7 | 4.1 |
| OBM 同業平均 | | | | | 10.4 | 15.3 | 15.8 | 116.5 | 124.7 | 130.8 | 3.0 | 2.7 | 2.5 |
| ODM 同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 廣達 | 2382 | 買進 | 284.0 | 31,202 | 21.9 | 31.1 | 32.3 | 48.2 | 48.2 | 52.6 | 5.9 | 5.9 | 5.4 |
| 緯創 | 3231 | 未評等 | 108.5 | 10,765 | 11.4 | 16.0 | 17.7 | 37.1 | 42.6 | 48.6 | 2.9 | 2.6 | 2.2 |
| 仁寶 | 2324 | 買進 | 35.9 | 5,280 | 7.0 | 9.0 | 10.1 | 27.1 | 29.6 | 30.7 | 1.3 | 1.2 | 1.2 |
| 和碩 | 4938 | 持有-超越同業 | 116.5 | 7,047 | 8.0 | 8.8 | 10.2 | 70.9 | 71.9 | 75.3 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| ODM 同業平均 | | | | | 12.1 | 16.2 | 17.6 | 45.8 | 48.1 | 51.8 | 2.9 | 2.8 | 2.6 |

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 17：季度及年度簡明損益表 (合併)

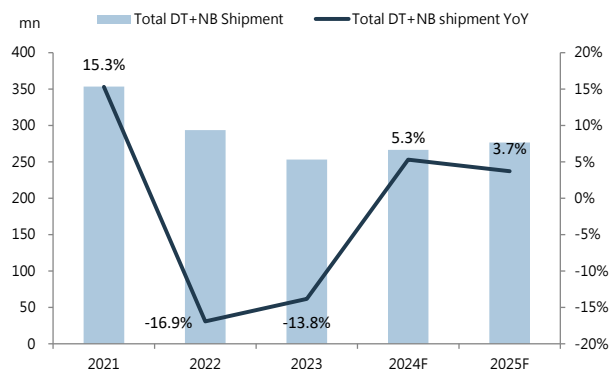
| (NT\$百萬元) | 1Q2024A | 2Q2024F | 3Q2024F | 4Q2024F | 1Q2025F | 2Q2025F | 3Q2025F | 4Q2025F | FY2024F | FY2025F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 營業收入 | 4,953 | 5,186 | 5,478 | 6,040 | 5,890 | 5,963 | 6,634 | 6,544 | 21,658 | 25,031 |
| 銷貨成本 | (3,941) | (4,102) | (4,329) | (4,767) | (4,691) | (4,736) | (5,239) | (5,181) | (17,140) | (19,847) |
| 營業毛利 | 1,012 | 1,084 | 1,149 | 1,273 | 1,199 | 1,227 | 1,396 | 1,362 | 4,518 | 5,184 |
| 營業費用 | (712) | (752) | (778) | (785) | (825) | (853) | (929) | (838) | (3,027) | (3,444) |
| 營業利益 | 300 | 332 | 371 | 488 | 374 | 375 | 467 | 525 | 1,491 | 1,740 |
| 業外利益 | 126 | 31 | 29 | 33 | 35 | 30 | 30 | 33 | 219 | 129 |
| 稅前純益 | 427 | 363 | 400 | 521 | 409 | 405 | 497 | 558 | 1,710 | 1,869 |
| 所得稅費用 | (80) | (55) | (72) | (94) | (76) | (66) | (89) | (100) | (301) | (332) |
| 少數股東權益 | 38 | 6 | 26 | 42 | 26 | 7 | 29 | 41 | 112 | 103 |
| 歸屬母公司稅後純益 | 308 | 301 | 303 | 385 | 306 | 332 | 379 | 417 | 1,297 | 1,434 |
| 調整後每股盈餘(NT\$) | 2.53 | 2.47 | 2.49 | 3.16 | 2.51 | 2.73 | 3.11 | 3.42 | 10.64 | 11.77 |
| 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 | 20.4% | 20.9% | 21.0% | 21.1% | 20.4% | 20.6% | 21.0% | 20.8% | 20.9% | 20.7% |
| 營業利益率 | 6.1% | 6.4% | 6.8% | 8.1% | 6.4% | 6.3% | 7.0% | 8.0% | 6.9% | 7.0% |
| 稅前純益率 | 8.6% | 7.0% | 7.3% | 8.6% | 6.9% | 6.8% | 7.5% | 8.5% | 7.9% | 7.5% |
| 稅後純益率 | 6.2% | 5.8% | 5.5% | 6.4% | 5.2% | 5.6% | 5.7% | 6.4% | 6.0% | 5.7% |
| 有效所得稅率 | 18.9% | 15.2% | 18.0% | 18.0% | 18.6% | 16.3% | 17.9% | 17.9% | 17.6% | 17.8% |
| 季增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | -11.7% | 4.7% | 5.6% | 10.3% | -2.5% | 1.2% | 11.3% | -1.4% | | |
| 營業利益 | -47.2% | 10.6% | 11.7% | 31.5% | -23.4% | 0.3% | 24.5% | 12.4% | | |
| 稅後純益 | -5.8% | -2.3% | 0.7% | 27.1% | -20.5% | 8.5% | 14.2% | 10.0% | | |
| 調整後每股盈餘 | -5.8% | -2.1% | 0.5% | 26.9% | -20.4% | 8.6% | 14.0% | 10.0% | | |
| 年增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 12.7% | 26.9% | 11.7% | 7.7% | 18.9% | 15.0% | 21.1% | 8.3% | 14.0% | 15.6% |
| 營業利益 | 99.0% | 130.5% | 30.9% | -14.2% | 24.6% | 13.0% | 25.9% | 7.6% | 30.0% | 16.7% |
| 稅後純益 | 146.3% | 90.5% | -1.9% | 17.7% | -0.7% | 10.3% | 25.1% | 8.3% | 44.1% | 9.1% |
| 調整後每股盈餘 | 146.5% | 91.0% | -1.8% | 17.6% | -0.7% | 10.3% | 25.0% | 8.4% | 41.2% | 10.5% |

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

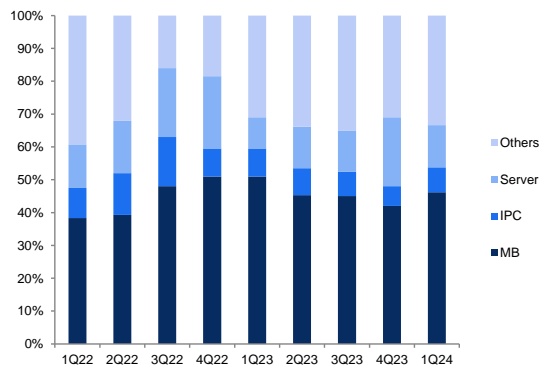
華擎成立於 2002 年 5 月，原為華碩子公司，以銷售中、低階主機板為主，後跨入工業電腦、伺服器等領域。後來華碩、和碩分割後，華擎成為和碩子公司。產品組合(2023) MB 占營收比重最高，約 46%；其次伺服器 14%，工業電腦 7%，其他(含繪圖卡、迷你 PC、監視器) 33%。旗下設二家子公司，分別為永擎(持股 60%；主攻伺服器)、東擎(持股 64%；主打工業電腦)。華擎未設工廠，產品主要交由和碩及陸商(中國、越南設廠)代工。公司未來發展以非 PC 產品為主，有助分散營運風險。

圖 18：全球 PC 銷量預估



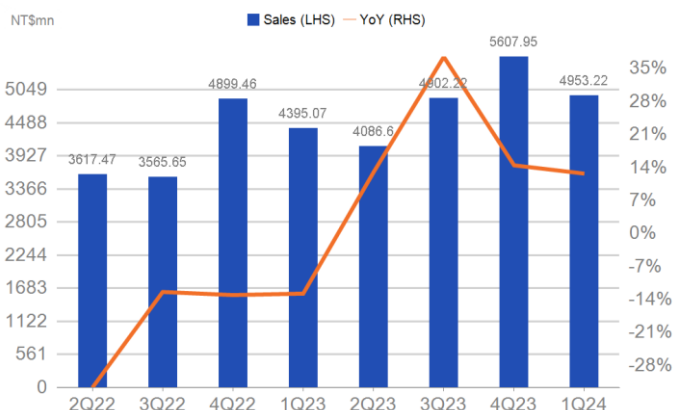
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：營收組成



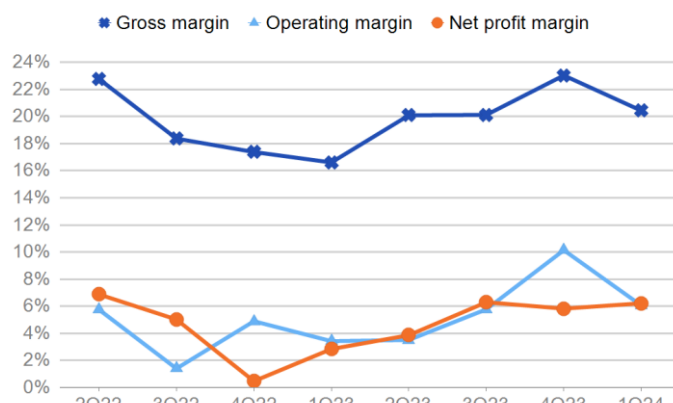
資料來源：公司資料

圖 20：營收趨勢



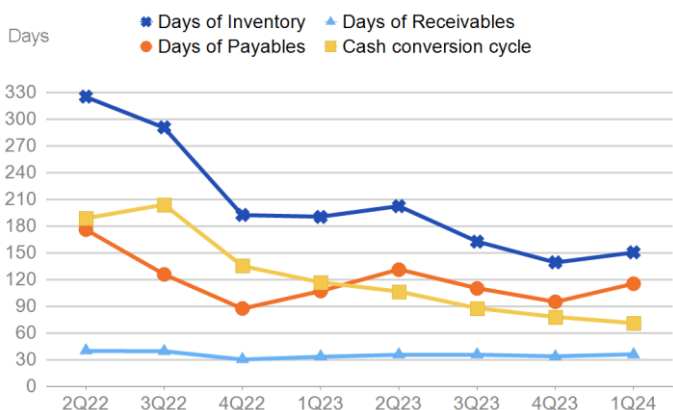
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：毛利率、營益率、淨利率



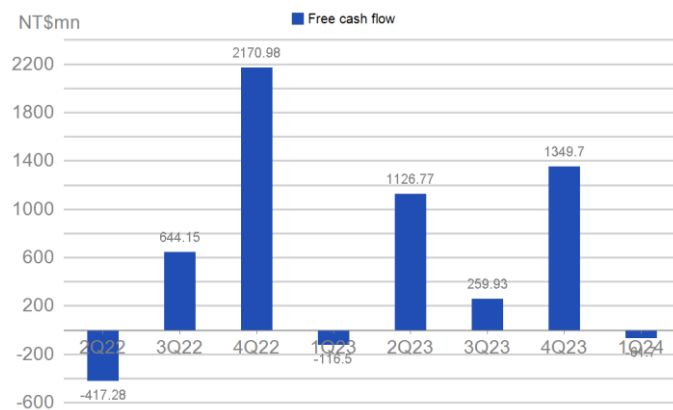
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：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 | 2023A | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 現金與短期投資 | 2,214 | 3,588 | 3,046 | 2,610 | 2,084 |
| 存貨 | 9,719 | 8,010 | 6,376 | 7,711 | 8,601 |
| 應收帳款及票據 | 1,896 | 1,633 | 1,950 | 2,203 | 2,460 |
| 其他流動資產 | 1,594 | 762 | 2,180 | 2,332 | 2,470 |
| 流動資產 | 15,423 | 13,994 | 13,553 | 14,856 | 15,616 |
| 採用權益法之投資 | 0 | 0 | 0 | 45 | 69 |
| 固定資產 | 242 | 462 | 351 | 294 | 231 |
| 無形資產 | 6 | 7 | 25 | 15 | 6 |
| 其他非流動資產 | 223 | 305 | 447 | 448 | 471 |
| 非流動資產 | 471 | 774 | 823 | 802 | 777 |
| 資產總額 | 15,894 | 14,768 | 14,375 | 15,658 | 16,392 |
| 應付帳款及票據 | 4,457 | 3,003 | 3,215 | 3,922 | 4,234 |
| 短期借款 | 0 | 625 | 0 | 0 | 0 |
| 什項負債 | 2,557 | 2,186 | 2,165 | 2,165 | 2,165 |
| 流動負債 | 7,014 | 5,814 | 5,380 | 6,087 | 6,399 |
| 長期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他負債及準備 | 92 | 60 | 112 | 112 | 112 |
| 長期負債 | 92 | 60 | 112 | 112 | 112 |
| 負債總額 | 7,105 | 5,874 | 5,492 | 6,199 | 6,511 |
| 股本 | 1,229 | 1,220 | 1,216 | 1,216 | 1,216 |
| 資本公積 | 3,332 | 3,253 | 3,188 | 3,188 | 3,188 |
| 保留盈餘 | 4,446 | 3,937 | 3,886 | 4,344 | 4,658 |
| 什項權益 | (737) | (218) | (167) | (161) | (156) |
| 歸屬母公司之權益 | 8,271 | 8,192 | 8,123 | 8,587 | 8,906 |
| 非控制權益 | 518 | 702 | 760 | 872 | 975 |
| 股東權益總額 | 8,789 | 8,894 | 8,883 | 9,459 | 9,881 |

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 | 2,460 | 1,227 | 978 | 1,409 | 1,537 |
| 折舊及攤提 | 92 | 134 | 191 | 142 | 144 |
| 本期營運資金變動 | (2,422) | 313 | 1,582 | (882) | (835) |
| 其他營業資產 及負債變動 | 894 | (533) | (114) | (152) | (138) |
| 營運活動之現金流量 | 1,024 | 1,141 | 2,636 | 517 | 708 |
| 資本支出 | (46) | (88) | (16) | (75) | (72) |
| 本期長期投資變動 | 0 | 0 | 0 | (25) | (24) |
| 其他資產變動 | (470) | 957 | (1,481) | (21) | (23) |
| 投資活動之現金流量 | (517) | 869 | (1,497) | (121) | (119) |
| 股本變動 | 23 | (9) | (4) | 0 | 0 |
| 本期負債變動 | 0 | 625 | (625) | 0 | 0 |
| 現金增減資 | 23 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付現金股利 | (965) | (1,611) | (1,081) | (839) | (1,119) |
| 其他調整數 | (34) | (33) | 29 | 6 | 5 |
| 融資活動之現金流量 | (953) | (1,029) | (1,680) | (833) | (1,114) |
| 匯率影響數 | (103) | 393 | (1) | 0 | 0 |
| 本期產生現金流量 | (549) | 1,374 | (542) | (437) | (525) |
| 自由現金流量 | 978 | 1,053 | 2,620 | 442 | 636 |

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 | 19,763 | 17,121 | 18,992 | 21,658 | 25,031 |
| 銷貨成本 | (14,199) | (13,420) | (15,162) | (17,140) | (19,847) |
| 營業毛利 | 5,564 | 3,701 | 3,830 | 4,518 | 5,184 |
| 營業費用 | (2,506) | (2,516) | (2,682) | (3,027) | (3,444) |
| 推銷費用 | (815) | (808) | (903) | (974) | (1,110) |
| 研究費用 | (1,264) | (1,260) | (1,324) | (1,487) | (1,719) |
| 管理費用 | (424) | (450) | (440) | (561) | (615) |
| 其他費用 | (4) | 3 | (15) | (5) | 0 |
| 營業利益 | 3,058 | 1,185 | 1,147 | 1,491 | 1,740 |
| 利息收入 | 13 | 33 | 127 | 119 | 107 |
| 利息費用 | (1) | (12) | (5) | (10) | (16) |
| 利息收入淨額 | 12 | 22 | 121 | 108 | 92 |
| 投資利益(損失)淨額 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 匯兌損益 | (49) | 188 | (84) | 72 | 0 |
| 其他業外收入(支出)淨額 | 39 | 36 | 33 | 39 | 37 |
| 稅前純益 | 3,060 | 1,431 | 1,218 | 1,710 | 1,869 |
| 所得稅費用 | (600) | (204) | (240) | (301) | (332) |
| 少數股權淨利 | 79 | 161 | 59 | 112 | 103 |
| 歸屬母公司之稅後純益 | 2,381 | 1,066 | 919 | 1,297 | 1,434 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 3,153 | 1,577 | 1,414 | 1,349 | 1,596 |
| 調整後每股盈餘 (NT\$) | 19.73 | 8.68 | 7.54 | 10.64 | 11.77 |

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 | 10.3 | (13.4) | 10.9 | 14.0 | 15.6 |
| 營業利益 | 64.6 | (61.3) | (3.2) | 30.0 | 16.7 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 63.0 | (50.0) | (10.3) | (4.6) | 18.3 |
| 稅後純益 | 63.1 | (50.1) | (20.3) | 44.1 | 9.1 |
| 調整後每股盈餘 | 74.5 | (56.0) | (13.2) | 41.2 | 10.5 |
| 獲利能力分析 (%) | | | | | |
| 營業毛利率 | 28.2 | 21.6 | 20.2 | 20.9 | 20.7 |
| 營業利益率 | 15.5 | 6.9 | 6.0 | 6.9 | 7.0 |
| 稅前息前淨利率 | 15.5 | 8.3 | 6.4 | 6.9 | 7.0 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率 | 16.0 | 9.2 | 7.5 | 6.2 | 6.4 |
| 稅前純益率 | 15.5 | 8.4 | 6.4 | 7.9 | 7.5 |
| 稅後純益率 | 12.1 | 6.2 | 4.8 | 6.0 | 5.7 |
| 資產報酬率 | 17.8 | 8.0 | 6.7 | 9.0 | 9.4 |
| 股東權益報酬率 | 30.6 | 13.9 | 11.0 | 15.1 | 16.1 |
| 穩定/償債能力分析 | | | | | |
| 負債權益比 (%) | 80.8 | 66.0 | 61.8 | 65.5 | 65.9 |
| 淨負債權益比(%) | (25.2) | (33.3) | (34.3) | (27.6) | (21.1) |
| 利息保障倍數 (倍) | 3816.4 | 123.3 | 227.8 | 166.2 | 120.1 |
| 流動比率 (%) | 219.9 | 240.7 | 251.9 | 244.1 | 244.0 |
| 速動比率 (%) | 81.3 | 102.9 | 133.4 | 117.4 | 109.6 |
| 淨負債 (NT\$百萬元) | (2,214) | (2,963) | (3,046) | (2,610) | (2,084) |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 67.30 | 67.15 | 66.80 | 70.45 | 73.07 |
| 評價指標 (倍) | | | | | |
| 本益比 | 11.5 | 26.1 | 30.1 | 21.3 | 19.3 |
| 股價自由現金流量比 | 28.5 | 26.2 | 10.5 | 62.3 | 43.3 |
| 股價淨值比 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.2 | 3.1 |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨 | 8.8 | 17.5 | 19.5 | 20.4 | 17.3 |
| 股價營收比 | 1.4 | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.1 |

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

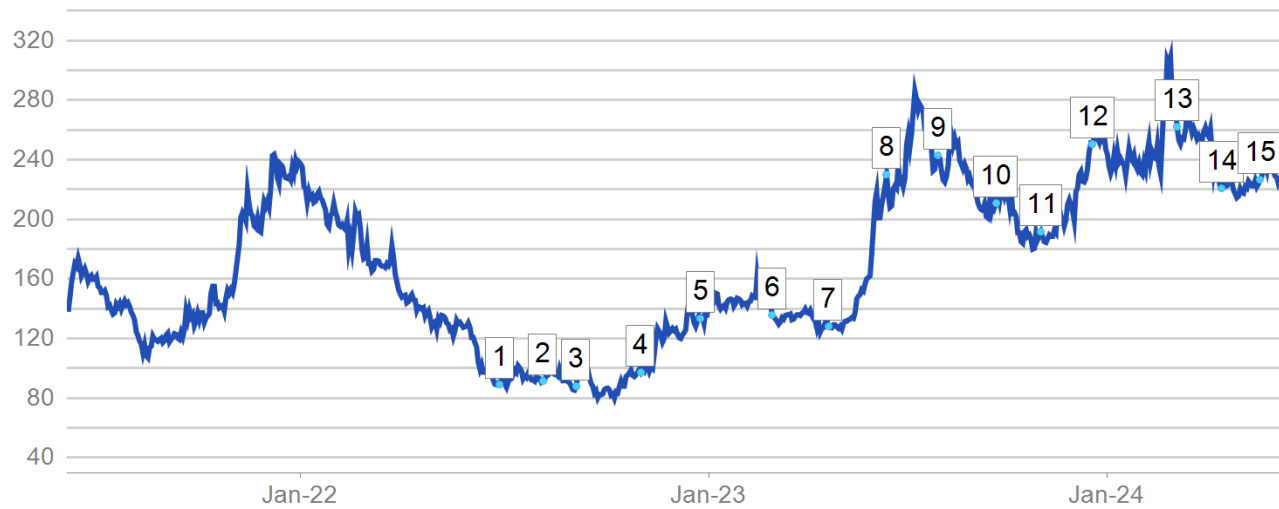
附錄：重要揭露事項

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 | 20220706 | 106.50 | 160.00 | 135.54 | 買進 | 魏建發 |
| 2 | 20220811 | 95.10 | 105.00 | 101.25 | 持有-超越同業 | 魏建發 |
| 3 | 20220908 | 88.50 | 96.00 | 92.57 | 持有-超越同業 | 魏建發 |
| 4 | 20221104 | 103.00 | 98.00 | 94.50 | 持有-超越同業 | 魏建發 |
| 5 | 20221226 | 138.50 | 130.00 | 125.36 | 持有-超越同業 | 魏建發 |
| 6 | 20230310 | 150.50 | 125.00 | 120.54 | 持有-落後同業 | 魏建發 |
| 7 | 20230503 | 137.00 | 125.00 | 120.54 | 持有-落後同業 | 魏建發 |
| 8 | 20230621 | 222.00 | 195.00 | 195.00 | 持有-落後同業 | 魏建發 |
| 9 | 20230808 | 243.00 | 235.00 | 235.00 | 持有-超越同業 | 魏建發 |
| 10 | 20230926 | 211.00 | 230.00 | 230.00 | 持有-超越同業 | 魏建發 |
| 11 | 20231107 | 191.50 | 210.00 | 210.00 | 持有-超越同業 | 魏建發 |
| 12 | 20231220 | 250.50 | 245.00 | 245.00 | 持有-超越同業 | 魏建發 |
| 13 | 20240313 | 275.00 | 250.00 | 250.00 | 持有-超越同業 | 魏建發 |
| 14 | 20240423 | 221.00 | 250.00 | 250.00 | 持有-超越同業 | 魏建發 |
| 15 | 20240527 | 226.50 | 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>.