

華擎 (3515 TT) ASRock

下半年 AI Server 開始量產，營收走高，但不利毛利率走勢

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$235.0

收盤價 (2024/11/06)：NT\$232.0
隱含漲幅：1.3%

營收組成 (3Q24)

主機板 36%、工業電腦 5%、伺服器 25%、AI 伺服器 5%、其他 28%。

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\$)	235.0	230.0
2024年營收 (NT\$/十億)	23.1	22.7
2024年EPS	10.1	10.9

交易資料表

市值	NT\$28,740百萬元
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\$69.94
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	23,106	27,745
營業利益	1,185	1,147	1,646	1,989
稅後純益	1,066	919	1,235	1,427
EPS (元)	8.68	7.54	10.13	11.71
EPS YoY (%)	-56.0	-13.2	34.4	15.6
本益比 (倍)	26.7	30.8	22.9	19.8
股價淨值比 (倍)	3.5	3.5	3.3	3.2
ROE (%)	13.9	11.0	14.5	16.1
現金殖利率 (%)	3.5%	3.0%	3.8%	4.3%
現金股利 (元)	8.00	6.90	8.80	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

◆ 第三季 EPS 2.5 元，季增 16%，年減 1%，低於元大/市場預期 10%/12%，主因毛利率季減 2.5 百分點至 20.1%。

◆ 低毛利率 AI Server 第三季開始量產，估貢獻 2024/25 年營收 4%/13%，但不利整體毛利率走勢。

◆ 華擎 AI server 下半年出貨增加，不利毛利率走勢，維持中立。目標價 235 元係以本益比 20 倍、2025 年 EPS(原用 2H24~1H25)推得。

第三季 EPS 2.5 元，季增 16%，年減 1%，低於元大/市場預期 10%/12%，主因毛利率季減 2.5 百分點至 20.1%

第三季營收季增 20%，年增 28%，但毛利率季減 2.5 百分點至 20.1%，低於預期，主因低毛利率 AI Server 出貨增加。營業利益 4.63 億元，季增 22%，年增 63%，低於元大/市場預期 4%/6%。業外雖有利息收入及其他收益挹注，但匯損 0.18 億元，業外僅獲利 0.23 億元。合計 EPS 2.5 元，季增 16%，年減 1%，低於元大/市場預期 10%/12%。第四季 Intel、AMD 均有新處理器推出，板卡淡季不淡，AI Server 加速出貨，估營收季增 6%，年增 19%。

一般型 Server 出貨比預期佳，AI Server 下半年量產

一般型 Server 連續衰退二年後，今年客戶庫存調整結束，恢復下單，上半年 Server 營收 23.6 億元，年增 153%，顯著復甦，估 2024 年一般型 Server 可望成長 106%至 56.2 億元。2025 年在基期墊高下，估成長放緩至 11%。華擎 AI Server 除有 AMD 產品外，NVIDIA 的 H100 將較早量產，6 月已經有該產品少量出貨，第三季/第四季出貨量持續增加(MI300 也有少量出貨)，估 AI 占華擎 2024 年 Server 營收比重 14%，2025 年擴大至 37%，AI Server 2024/25 年占整體營收比重 4%/13%。

AI Server 開始量產，不利毛利率走勢

2024 年雖然高毛利率一般 Server 復甦，但低毛利率的 AI Server 開始量產且成長加速，毛利率回升不易，因此估 2024/25 年毛利率年增 0.4%/年減 0.9 百分點至 20.6%/19.6%，維持低檔。

預估華擎 2024/25 年營收年增 22%/20%，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，毛利率維持低檔 20.6%/19.6%，EPS 10.13/11.71 元，年增 34%/16%(2024/25 年稅後比原估下修 7%/4%，主因低毛利率 AI Server 出貨快速增加)。

營運分析

第三季 EPS 2.5 元，季增 16%，年減 1%，低於元大/市場預期 10%/12%，主因毛利率季減 2.5 百分點至 20.1%，不如預期

華擎第三季營收 62.7 億元，季增 20%，年增 28%，但毛利率季減 2.5 百分點至 20.1%，低於預期，主因存貨跌價損失回轉利益減少及低毛利率 AI Server 出貨增加。造成營業利益 4.63 億元，季增 9%，年增 30%，低於元大/市場預期 4%/6%。業外雖有利息收入及其他收益挹注，但匯損 0.18 億元，業外僅獲利 0.23 億元，不如預期。合計稅後 3.05 億元，季增 16%，年減 1%，EPS 2.5 元，低於元大/市場預期 10%/12%。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	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	5,224	6,266	19.9%	27.8%	6,106	6,162	2.6%	1.7%
營業毛利	986	1,178	1,259	6.9%	27.6%	1,347	1,359	-6.5%	-7.4%
營業利益	283	379	463	22.2%	63.3%	479	495	-3.5%	-6.4%
稅前利益	375	447	486	8.6%	29.7%	522	546	-6.9%	-10.9%
稅後淨利	309	264	305	15.5%	-1.3%	338	345	-9.9%	-11.5%
調整後 EPS (元)	2.53	2.17	2.50	15.5%	-1.2%	2.78	2.83	-9.9%	-11.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	20.1%	22.6%	20.1%	-2.5	0	22.1%	22.1%	-2.0	-2.0
營業利益率	5.8%	7.3%	7.4%	0.1	1.6	7.9%	8.0%	-0.5	-0.6
稅後純益率	6.3%	5.1%	4.9%	-0.2	-1.4	5.5%	5.6%	-0.7	-0.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

第四季 Intel、AMD 均有新處理器推出，板卡業務將淡季不淡，加上 AI Server 加速出貨，估營收季增 6%，年增 19%

第四季為 MB 淡季，但 Intel、AMD 均有新品推出，板卡業務將淡季不淡，加上 AI Server 加速出貨，估營收季增 6%至 66.6 億元，年增 19%。受低毛利率 AI Server 出貨增加，估毛利率季減 0.5 百分點至 19.6%。營業利益 5.04 億元，季增 9%，年減 11%。業外在利息收入及其他收入挹注下，估獲利 0.44 億元。合計稅後 3.58 億元，季增 17%，年增 9%，EPS 2.94 元，比原先預估下調 14%，主因低毛利率 AI Server 出貨增加，拉低公司整體毛利率。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24F	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	5,608	6,266	6,662	6.3%	18.8%	6,426	6,384	3.7%	4.4%
營業毛利	1,292	1,259	1,304	3.6%	1.0%	1,410	1,382	-7.5%	-5.7%
營業利益	569	463	504	8.9%	-11.4%	574	563	-12.2%	-10.4%
稅前利益	472	486	549	13.0%	16.4%	619	611	-11.3%	-10.2%
稅後淨利	327	305	358	17.3%	9.4%	415	409	-13.8%	-12.4%
調整後 EPS (元)	2.68	2.50	2.94	17.3%	9.4%	3.41	3.35	-13.8%	-12.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	23.0%	20.1%	19.6%	-0.5	-3.5	21.9%	21.7%	-2.4	-2.1
營業利益率	10.1%	7.4%	7.6%	0.2	-2.6	8.9%	8.8%	-1.4	-1.2
稅後純益率	5.8%	4.9%	5.4%	0.5	-0.5	6.5%	6.4%	-1.1	-1.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

第四季 Intel/AMD 處理器新品，有助 MB 業績上升

Intel 9 月推出新一代 x86 架構的 Intel Core Ultra 200V 系列處理器(內部代號 Lunar Lake)，內建的 Intel Arc GPU 具備多達 8 個第二代 Xe 核心、8 個增強型光線追蹤單元、可支援最高 3 個 4K 顯示器，以及高達 67 TOPS 的全新內建 Intel XMV (Intel Xe Matrix Extensions) AI 引擎。

AMD 10 月推出全新 Ryzen AI PRO 300 系列處理器，AI 運算效能比上一代提升高達 3 倍。採用全新 AMD “Zen 5” 架構，為 Copilot+企業 PC 打造全球強大的商用處理器，AMD Ryzen AI PRO 300 系列處理器整合 XDNA™ 2 架構的 NPU，提供 50+ NPU TOPS(每秒兆次運算)的 AI 處理能力，超出了微軟的 Copilot+ AI PC 要求。新款處理器採用 4 奈米製程及創新的電源管理技術，可延長電池續航力，提升效能和生產力。

第四季為 MB 傳統淡季，但受惠 Intel/AMD 處理器新品上市，估營收季增 3%至 23.3 億元，年持平，2024 年 MB 營收成長 1.4%至 87.8 億元。明年上半年新品效應仍在，可望有較大成長，估 2025 年 MB 營收成長 5.6%至 92.7 億元。

圖 3：英特爾推出全新 Intel Core Ultra 200V 處理器(內部代號 Lunar Lake)



資料來源：Intel

圖 4：AMD 10 月推出 Ryzen AI PRO 300 系列行動處理器

型號	核心 / 執行緒	提升 / 基礎頻率	總快取	AMD 繪圖核心	cTDP	TOPS
AMD Ryzen™ AI 9 HX PRO 375	12C/24T	高達 5.1GHz/2GHz	36MB	Radeon™ 890M 繪圖核心	15-54 瓦	高達 55
AMD Ryzen™ AI 9 HX PRO 370	12C/24T	高達 5.1GHz/2GHz	36MB	Radeon™ 890M 繪圖核心	15-54 瓦	高達 50
AMD Ryzen™ AI 7 PRO 360	8C/16T	高達 5GHz/2GHz	24MB	Radeon™ 880M 繪圖核心	15-54 瓦	高達 50

資料來源：AMD

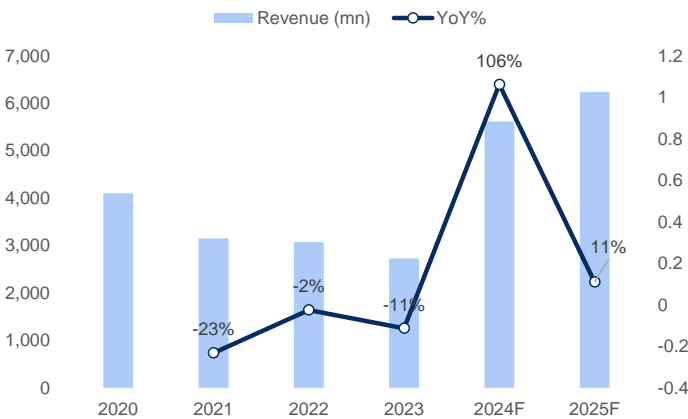
一般型 Server 出貨比預期佳，AI Server 第三季開始放量

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，第二季業績年增 219%至 16.5 億元，占比上升至 31.5%。估 2024 年一般型 Server 成長 106%至 56.2 億元(占營收比重 24.3%)。2025 年在基期墊高下，估成長放緩至 11%。

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，6 月已經有 H100 少量出貨，第三季出貨量持續增加(MI300 也有小量出貨)，因此估 AI 占華擎 2024 年 Server 營收比重 14%，2025 年擴大至 37%，AI Server 2024/25 年占整體營收比重 4%/13%。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。

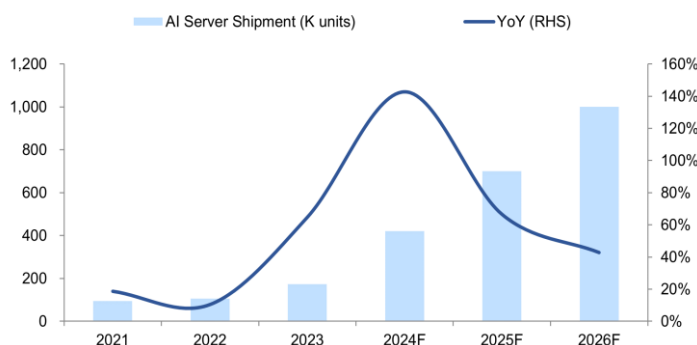
整體 Server (一般型+AI)營收由 2023 年衰退 11% (受全球資本支出縮減影響)至 2024/25 年成長 139%/51%，占比由 2023 年 14.3%上升至 2024/25 年 28.2%/35.6%。

圖 5：華擎一般型 Server 2024 年恢復成長



資料來源：元大投顧預估

圖 6：全球 AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

圖 7：NVIDIA AI Server Roadmap

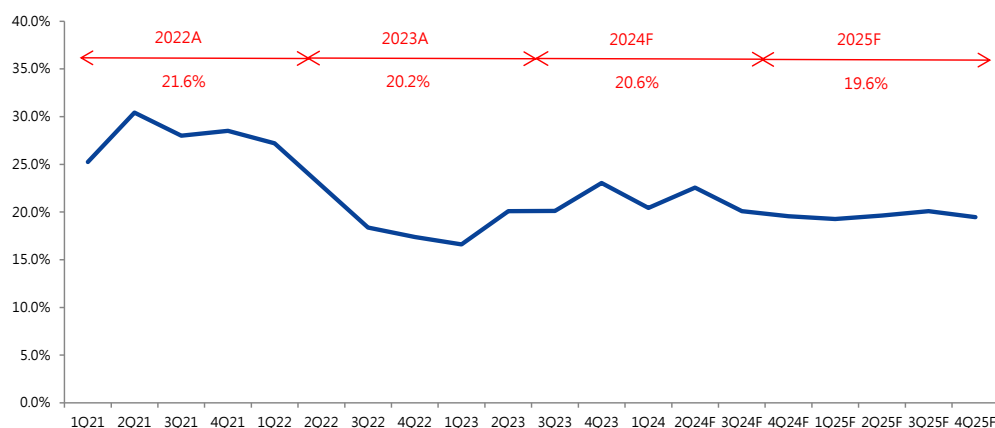
Nvidia Roadmap		3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Old Schedule							
HGX (Server)	Blackwell	B100					
	Blackwell Ultra	B200					
Oberon (Rack)	Blackwell	GB200 NVL36/72					
	Blackwell Ultra					GB200 Ultra NVL36/72	
Revised Schedule							
HGX (Server)	Blackwell	B200 (Low Volume)					
	Blackwell Ultra					B200 Ultra B200A Ultra	
Oberon (Rack)	Blackwell	GB200 NVL36/72					
	Blackwell Ultra					GB200 Ultra NVL36/72 GB200A NVL36 (Air Cool)	

資料來源：元大投顧整理

AI Server 下半年開始量產，不利毛利率走勢

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；下半年雖然高毛利率一般 Server 復甦，但低毛利率的 AI Server 開始量產，占比提高，佔毛利率難回升至 4Q23 高點，因此估 2024 年毛利率年增 0.4 百分點至 20.57%。2025 年估營收年增 20%，但成長主要來源為 AI server，因此估毛利率年減 0.94 百分點至 19.63%。

圖 8：AI Server 開始量產，不利毛利率走勢



資料來源：TEJ、元大投顧整理

工業電腦溫和復甦，板卡業務成長趨緩

1) 工業電腦估 2024 年下半年可望恢復下單，2024/25 年景氣回溫而成長 2%/11%；2) **MB/VGA** 因產品較成熟，2024 年成長放緩，估年增 1%/3%，2025 年維持年增 6%/10%(黑神話悟空帶動 VGA 成長略高)。

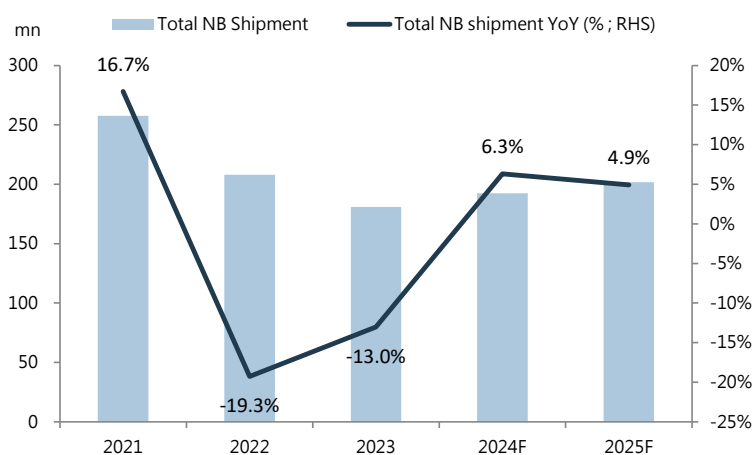
合計預估華擎 2024/25 年營收年增 22%/20%，雖然高毛利率工業電腦/Server 逐漸復甦，但低毛利率 AI Server 占比上升，毛利率維持在低檔 20.6%/19.6%，EPS 10.13/11.71 元，年增 34%/16% (2024/25 年稅後比原估下修 7%/4%，主因低毛利率 AI Server 出貨快速增加)。

2024 年全球筆電出貨恢復成長，電競 NB 滲透率穩定上升

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%。

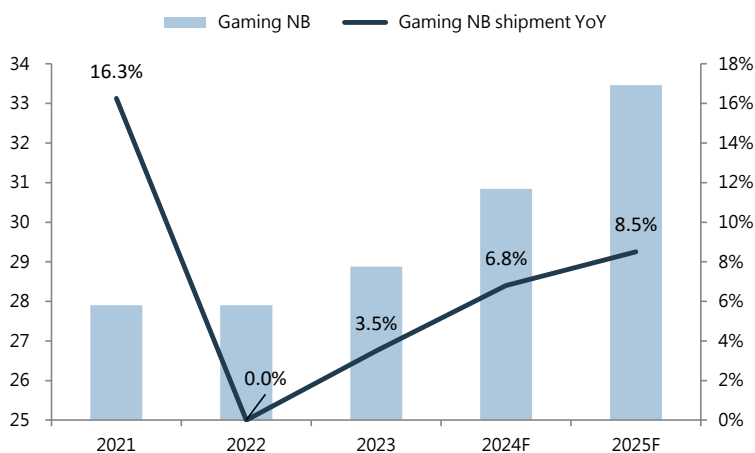
電競筆電 2022 年出貨約年持平，2023 年恢復成長 4%，2024 年受惠 NVIDIA 二年一次 GPU 大改款，出貨可望年增 7%，是 PC 下游維持成長的產品。華擎在電競產品含：主機板、繪圖卡等，比重約 30%，在 PC 不景氣時，銷售具有支撐。

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

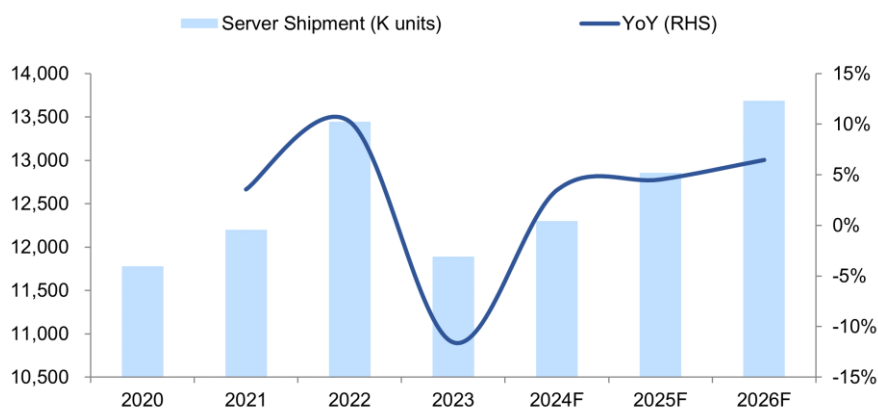


資料來源：Digitimes、元大投顧整理

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 2024/25 年全球伺服器出貨量年增 5% 左右。

圖 11：全球伺服器出貨量預估

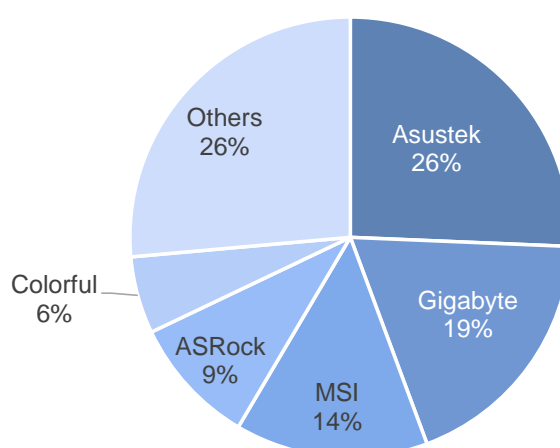


資料來源：元大投顧預估

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。華擎市占率約 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

調降 2024/25 年稅後淨利 7%/4% · 主因下修毛利率

一般型 Server 回升力道比預期佳，加上 AI Server 出貨略提前，調高 2024/25 年營收 2%/4%，但低毛利率 AI Server 出貨快速上升，因此將毛利率由原估 21.8%/21.5% 下調至 20.6%/19.6%，造成稅後下修 7%/4%，EPS 10.13/11.71 元，成長 34%/16%。

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	23,106	22,710	27,745	26,742	1.7%	3.8%
營業毛利	4,753	4,946	5,446	5,740	-3.9%	-5.1%
營業利益	1,646	1,733	1,989	2,061	-5.0%	-3.5%
稅前利益	1,909	2,015	2,162	2,234	-5.3%	-3.2%
稅後淨利	1,235	1,326	1,427	1,486	-6.8%	-4.0%
調整後 EPS (元)	10.13	10.88	11.71	12.19	-6.8%	-4.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	20.6%	21.8%	19.6%	21.5%	-1.2	-1.8
營業利益率	7.1%	7.6%	7.2%	7.7%	-0.5	-0.5
稅後純益率	5.3%	5.8%	5.1%	5.6%	-0.5	-0.4

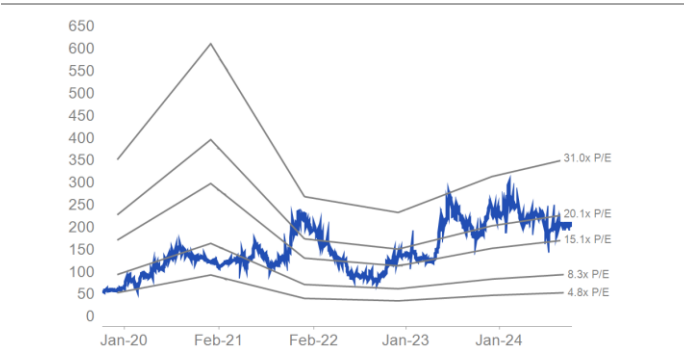
資料來源：公司資料、元大投顧預估

維持「持有-超越同業」，目標價 235 元，潛在上漲空間 1.3%

以 2025 年來看，OBM 同業華碩、宏碁、微星、技嘉平均本益比 15.0 倍，而 ODM 同業仁寶、緯創、和碩等平均本益比為 13.9 倍，均比華擎的 18.1 倍低，因此華擎評價不便宜。

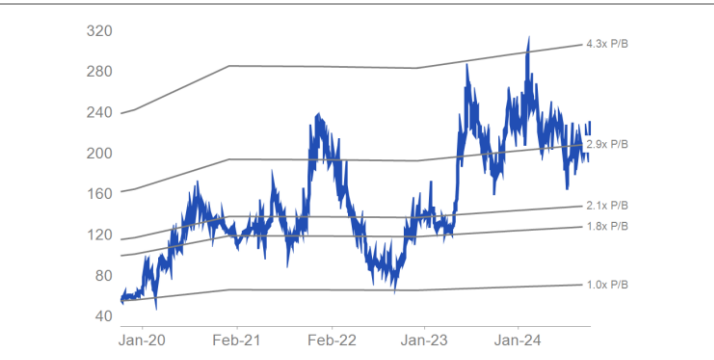
受惠一般型 Server 客戶回補庫存，銷售佳，加上 AI Server 開始量產，2024/25 年營收可望成長近 20%。華擎營收雖逐漸上揚，但下半年低毛利率 AI server 出貨增加，使毛利率承壓，加上目前評價不便宜，維持「持有-超越同業」評等。目標本益比同先前 20 倍，EPS 計算由 2H24~1H25 改為 2025 年 11.71 元，目標價 235 元，潛在上漲空間 1.3%。

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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
華擎	3515 TT	持有-超越同業	232.0	898	7.54	10.13	11.71	30.8	22.9	19.8	(13.2)	34.4	15.6
OBM 同業													
宏碁	2353	持有-超越同業	41.1	3,927	1.6	2.2	2.2	25.0	19.1	18.5	(1.4)	30.8	3.3
華碩	2357	買進	606.0	14,111	21.4	44.1	47.0	28.3	13.7	12.9	8.4	105.8	6.4
微星	2377	買進	189.0	5,006	8.9	13.3	14.4	21.2	14.2	13.1	(24.4)	48.9	8.6
技嘉	2376	買進	303.0	6,363	7.5	16.6	19.5	40.6	18.2	15.5	(27.5)	123.0	17.4
OBM 同業平均					9.9	19.1	20.8	28.8	16.3	15.0	(11.2)	77.1	8.9
ODM 同業													
廣達	2382	買進	320.5	38,812	10.3	15.1	19.9	31.1	21.2	16.1	37.0	46.9	31.9
緯創	3231	未評等	119.5	10,853	4.1	6.6	8.3	29.2	18.2	14.3	2.2	60.1	27.1
仁寶	2324	買進	36.2	5,002	1.8	2.4	3.1	20.6	15.4	11.6	5.2	33.5	33.2
和碩	4938	持有-超越同業	100.0	8,351	5.9	6.0	7.4	17.0	16.6	13.6	4.2	2.2	22.3
ODM 同業平均					5.5	7.5	9.7	24.5	17.9	13.9	12.2	35.7	28.6

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 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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
華擎	3515 TT	持有-超越同業	232.0	898	11.0	14.5	16.1	66.80	69.94	72.91	3.5	3.3	3.2
OBM 同業													
宏碁	2353	持有-超越同業	41.1	3,927	7.5	8.5	8.8	24.5	25.2	25.3	1.7	1.6	1.6
華碩	2357	買進	606.0	14,111	7.4	12.7	13.1	322.9	348.0	358.9	1.9	1.7	1.7
微星	2377	買進	189.0	5,006	15.3	19.8	19.7	59.4	67.0	73.1	3.2	2.8	2.6
技嘉	2376	買進	303.0	6,363	12.9	24.1	25.0	59.0	69.1	78.2	5.1	4.4	3.9
OBM 同業平均					10.8	16.3	16.6	116.4	127.3	133.9	3.0	2.6	2.4
ODM 同業													
廣達	2382	買進	320.5	38,812	21.9	31.0	35.6	48.2	48.8	56.1	6.7	6.6	5.7
緯創	3231	未評等	119.5	10,853	11.4	16.2	17.9	37.1	44.1	48.4	3.2	2.7	2.5
仁寶	2324	買進	36.2	5,002	7.0	8.4	10.6	27.1	28.1	29.5	1.3	1.3	1.2
和碩	4938	持有-超越同業	100.0	8,351	8.0	8.3	9.7	70.9	72.8	76.2	1.4	1.4	1.3
ODM 同業平均					12.1	15.9	18.4	45.8	48.4	52.5	3.2	3.0	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 18：季度及年度簡明損益表 (合併)

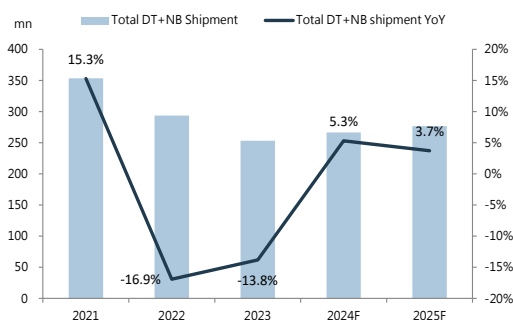
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	4,953	5,224	6,266	6,662	6,501	6,655	7,345	7,244	23,106	27,745
銷貨成本	(3,941)	(4,046)	(5,007)	(5,358)	(5,248)	(5,349)	(5,868)	(5,834)	(18,353)	(22,298)
營業毛利	1,012	1,178	1,259	1,304	1,253	1,306	1,477	1,411	4,753	5,446
營業費用	(712)	(799)	(796)	(799)	(819)	(865)	(903)	(869)	(3,106)	(3,457)
營業利益	300	379	463	504	434	441	573	541	1,646	1,989
業外利益	126	69	23	45	48	47	38	40	263	173
稅前純益	427	447	486	549	482	488	611	581	1,909	2,162
所得稅費用	(80)	(100)	(101)	(99)	(90)	(95)	(110)	(105)	(379)	(400)
少數股東權益	38	84	80	92	65	86	91	93	294	335
歸屬母公司稅後純益	308	264	305	358	327	307	410	383	1,235	1,427
調整後每股盈餘(NT\$)	2.53	2.17	2.50	2.94	2.68	2.52	3.37	3.14	10.13	11.71
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%	22.6%	20.1%	19.6%	19.3%	19.6%	20.1%	19.5%	20.6%	19.6%
營業利益率	6.1%	7.3%	7.4%	7.6%	6.7%	6.6%	7.8%	7.5%	7.1%	7.2%
稅前純益率	8.6%	8.6%	7.8%	8.2%	7.4%	7.3%	8.3%	8.0%	8.3%	7.8%
稅後純益率	6.2%	5.1%	4.9%	5.4%	5.0%	4.6%	5.6%	5.3%	5.4%	5.1%
有效所得稅率	18.9%	22.2%	20.8%	18.0%	18.7%	19.5%	18.0%	18.1%	19.9%	18.5%
季增率(%)										
營業收入	-11.7%	5.5%	19.9%	6.3%	-2.4%	2.4%	10.4%	-1.4%		
營業利益	-47.2%	26.2%	22.2%	8.9%	-13.9%	1.6%	29.9%	-5.6%		
稅後純益	-5.8%	-14.3%	15.5%	17.3%	-8.7%	-6.1%	33.6%	-6.6%		
調整後每股盈餘	-5.8%	-14.3%	15.5%	17.3%	-8.7%	-6.1%	33.6%	-6.6%		
年增率(%)										
營業收入	12.7%	27.8%	27.8%	18.8%	31.2%	27.4%	17.2%	8.7%	21.7%	20.1%
營業利益	99.0%	163.1%	63.3%	-11.4%	44.6%	16.4%	23.8%	7.3%	43.5%	20.8%
稅後純益	146.3%	67.2%	-1.3%	9.4%	6.1%	16.2%	34.4%	7.0%	56.4%	15.2%
調整後每股盈餘	146.3%	67.2%	-1.3%	9.4%	6.1%	16.2%	34.4%	7.0%	34.4%	15.2%

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

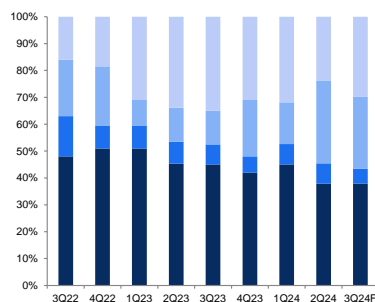
華擎成立於 2002 年 5 月，原為華碩子公司，以銷售中、低階主機板為主，後跨入工業電腦、伺服器等领域。後來華碩、和碩分割後，華擎成為和碩子公司。產品組合(2023) MB 占營收比重最高，約 46%；其次伺服器 14%，工業電腦 7%，其他(含繪圖卡、迷你 PC、監視器) 33%。旗下設二家子公司，分別為永擎(持股 60%；主攻伺服器)、東擎(持股 64%；主打工業電腦)。華擎未設工廠，產品主要交由和碩及陸商(中國、越南設廠)代工。公司未來發展以非 PC 產品為主，有助分散營運風險。

圖 19：全球 PC 銷量預估



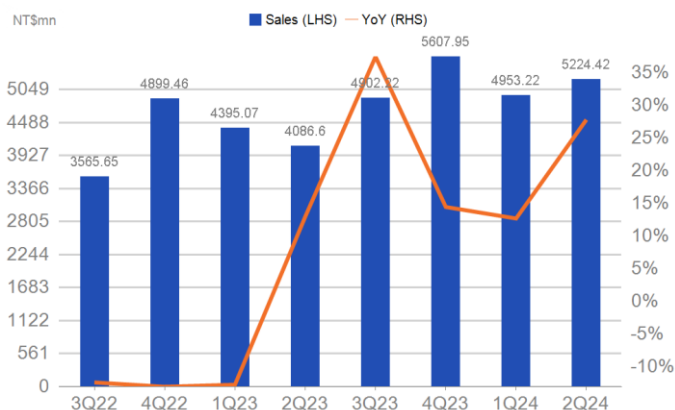
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：營收組成



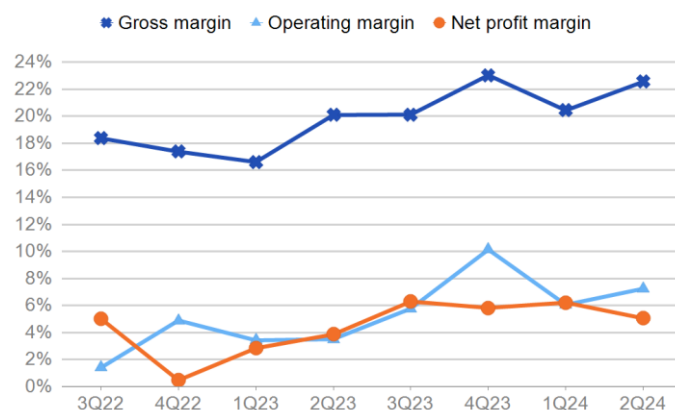
資料來源：公司資料

圖 21：營收趨勢



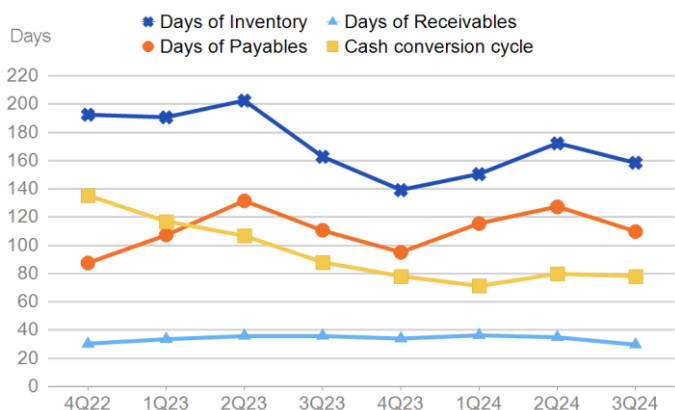
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：毛利率、營益率、淨利率



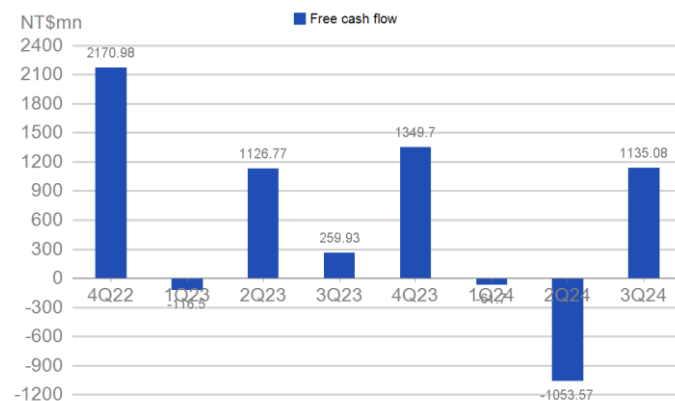
資料來源：CMoney、公司資料

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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	2,214	3,588	3,046	1,784	1,223
存貨	9,719	8,010	6,376	8,709	10,229
應收帳款及票據	1,896	1,633	1,950	2,481	2,840
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	15,306	16,762
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
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	468	491
非流動資產	471	774	823	777	728
資產總額	15,894	14,768	14,375	16,083	17,490
應付帳款及票據	4,457	3,003	3,215	4,227	4,937
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	6,392	7,102
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	6,503	7,214
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	4,282	4,638
什項權益	(737)	(218)	(167)	(161)	(156)
歸屬母公司之權益	8,271	8,192	8,123	8,525	8,886
非控制權益	518	702	760	1,055	1,390
股東權益總額	8,789	8,894	8,883	9,579	10,276

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	1,529	1,762
折舊及攤提	92	134	191	142	144
本期營運資金變動	(2,422)	313	1,582	(1,853)	(1,169)
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	(333)	600
資本支出	(46)	(88)	(16)	(75)	(72)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
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)	(96)	(95)
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)	(1,071)
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)	(1,066)
匯率影響數	(103)	393	(1)	0	0
本期產生現金流量	(549)	1,374	(542)	(1,262)	(561)
自由現金流量	978	1,053	2,620	(408)	528

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	23,106	27,745
銷貨成本	(14,199)	(13,420)	(15,162)	(18,353)	(22,298)
營業毛利	5,564	3,701	3,830	4,753	5,446
營業費用	(2,506)	(2,516)	(2,682)	(3,106)	(3,457)
推銷費用	(815)	(808)	(903)	(1,017)	(1,114)
研究費用	(1,264)	(1,260)	(1,324)	(1,486)	(1,724)
管理費用	(424)	(450)	(440)	(598)	(619)
其他費用	(4)	3	(15)	(5)	0
營業利益	3,058	1,185	1,147	1,646	1,989
利息收入	13	33	127	147	134
利息費用	(1)	(12)	(5)	(3)	(3)
利息收入淨額	12	22	121	144	131
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(49)	188	(84)	71	0
其他業外收入(支出)淨額	39	36	33	47	42
稅前純益	3,060	1,431	1,218	1,909	2,162
所得稅費用	(600)	(204)	(240)	(379)	(400)
少數股權淨利	79	161	59	294	335
歸屬母公司之稅後純益	2,381	1,066	919	1,235	1,427
稅前息前折舊攤銷前淨利	3,153	1,577	1,414	1,504	1,845
調整後每股盈餘 (NT\$)	19.73	8.68	7.54	10.13	11.71

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	21.7	20.1
營業利益	64.6	(61.3)	(3.2)	43.5	20.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	63.0	(50.0)	(10.3)	6.3	22.7
稅後純益	63.1	(50.1)	(20.3)	56.4	15.2
調整後每股盈餘	74.5	(56.0)	(13.2)	34.4	15.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	28.2	21.6	20.2	20.6	19.6
營業利益率	15.5	6.9	6.0	7.1	7.2
稅前息前淨利率	15.5	8.3	6.4	7.1	7.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	16.0	9.2	7.5	6.5	6.7
稅前純益率	15.5	8.4	6.4	8.3	7.8
稅後純益率	12.1	6.2	4.8	5.4	5.1
資產報酬率	17.8	8.0	6.7	9.5	10.1
股東權益報酬率	30.6	13.9	11.0	14.5	16.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	80.8	66.0	61.8	67.9	70.2
淨負債權益比(%)	(25.2)	(33.3)	(34.3)	(18.4)	(11.4)
利息保障倍數 (倍)	3816.4	123.3	227.8	630.3	660.1
流動比率 (%)	219.9	240.7	251.9	239.1	235.3
速動比率 (%)	81.3	102.9	133.4	102.8	91.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(2,214)	(2,963)	(3,046)	(1,759)	(1,174)
調整後每股淨值 (NT\$)	67.30	67.15	66.80	69.94	72.91
評價指標 (倍)					
本益比	11.8	26.7	30.8	22.9	19.8
股價自由現金流量比	29.2	26.9	10.8	--	53.4
股價淨值比	3.5	3.5	3.5	3.3	3.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	9.0	17.9	20.0	18.8	15.3
股價營收比	1.4	1.7	1.5	1.2	1.0

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



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 仁愛路三段 157 號 4 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>.