

和碩(4938)

■台灣 50 □中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 王琮生 Jason Wang

tswang888@masterlink.com.tw

評等

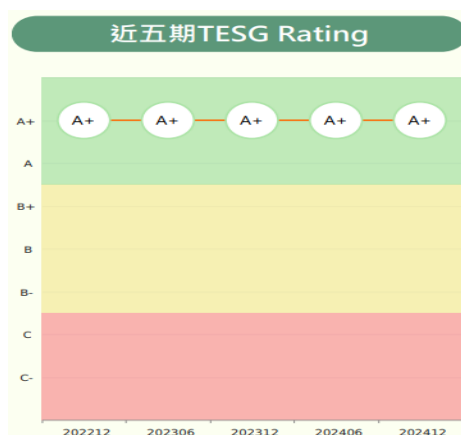
日期:	2024/11/19
目前收盤價 (NT\$):	97.8
目標價 (NT\$):	120
52 週最高最低(NT\$):	80.7-120
加權指數:	22546.54

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	26,630
市值 (NT\$/mn):	259,910
市值 (US\$/mn):	8,664
20 日平均成交量(仟股):	6,072
PER ('24):	14.61
PBR ('24):	1.31
外資持股比例:	31.93
TCRI	4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-6.2	-6.2	-5.7
加權指數報酬率(%)	-4.0	0.9	6.1

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	120	120
營業收入 (NT\$mn)	1,134,062	1,130,988
毛利率 (%)	4.23	4.57
營運毛利率 (%)	1.29	1.55
EPS (NT\$)	6.68	7.12
BVPS(NT\$)	74.26	74.26



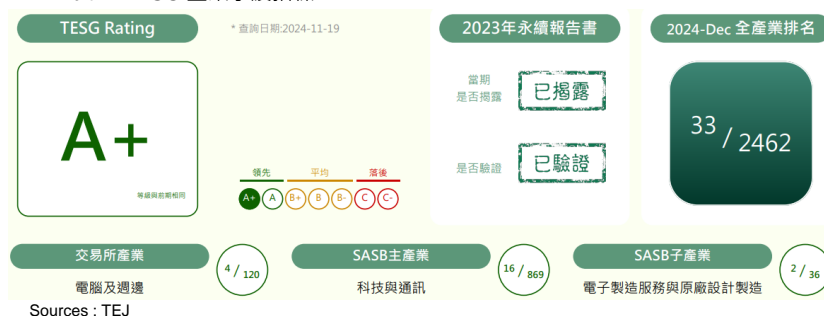
1Q25 新品挹注，PER 不高，具殖利率概念

■ 短期營運將步入傳統淡季，但 1Q25 新品挹注，且 PER 不高、具殖利率概念：元富預估 2024、2025 年稅後 EPS 6.68 元及 7.22 元，股價 97.6 元，PER14X 不高，1H25 雖將進入傳統淡季，但有平價新機，加上 AI Server 於 1Q25 開始挹注，可以期待減緩淡季表現，加上 PER 低，且具殖利率題材(過去配息率 6-7 成，殖利率約 4~5%)，以年獲利介於 7~8 元來看，預期未來一年股價區間在 105~120 元間，故評等維持買進，目標價維持 120 元。

■ 展望 4Q24，資訊產品及消費性電子均步入傳統淡季衰退，僅通訊產品仍處旺季，顯著季成長，合併營收季增 14%，單季稅後 EPS 1.75 元，累計 2024 年稅後 EPS 6.68 元；展望 4Q24，資訊產品經過 3Q24 旺季，4Q24 預期雙位數季衰退，全年成長率持平或小幅成長；消費性產品經過 3Q24 旺季，4Q24 亦是季衰退，全年表現較去年疲弱；通訊產品於 4Q24 是最旺一季，預估季成長，全年年成長率小幅下滑，主要係因網通、消費性產品疲弱，且 1Q23 基期比較高，致整體通訊產品將小幅衰退。元富預估 4Q24 營收 3,357 億元、QoQ 14%、YoY -2%，稅後 EPS 1.75 元。累計 2024 年營收 1.134 兆元、YoY -10%，稅後 EPS 6.68 元。

■ 展望 2025 年，各大產品線均回復成長，車用新品亦有成果顯現，AI Server 亦將在 1Q25 可以出貨，預估合併營收回復成長，稅後 EPS 7.21 元；展望 2025 年，資訊產品受惠 AI PC 滲透率提升，將帶來一定成長；消費性產品將推出不少新品，營運將從 2024 年谷底顯著回升；通訊產品方面，2024 年網通淡，2025 年 5G、6G、WiFi7 都有一些進展，智慧型手機配合客戶需求進行調整，有一定的業績在此。車用產品營收比重 2024 年占約 5%，預期 2025 年有雙位數的高成長，多個客戶佈局，相同客戶產品擴增，預期年營收占比達 10%的目標未有改變。Server 2024 年營收占比仍低，OCP 水冷機櫃 Server 預計 12 月可以把測試機台送到客戶手上作最後驗證，預估 1Q25 開始量產交貨，AI 相關機櫃近幾周開始驗證，目前狀況良好，預計 1Q25 可以出貨。元富預估 2025 年營收 1.228 兆元、YoY 8%，稅後 EPS 7.21 元(原 7.34 元)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



和碩係全球通訊、資訊產品的
DMS 大廠

和碩係全球通訊、資訊產品的 **DMS** 大廠，產能以中國為主，未來持續分散至全球各地

和碩成立於 2007 年，2008 年 1 月自華碩 ODM 部門獨立，後轉為 NB 設計與製造服務(DMS)業者，產品開發與垂直整合方面都有相當經驗與優勢，目前產能亦以中國為主，占比高達 85%，印尼(網通)占低個位、印度(通訊)及越南(消費性電子)占高個位數，且往墨西哥廠(車用)及馬來西亞(消費性電子)擴張產能，未來持續分散中國產能至海外(尚有 10~15%)，中國產能未來降至 70%左右。2023 年合併營收 1.256 兆元、YoY -5%，毛利率 3.67%、YoY-0.66pts，營業利益 147 億元、YoY -41%，營益率 1.17%、YoY-0.73pts，業外淨收入 95.54 億元，稅前淨利 243 億元、YoY -13%，稅後淨利 157 億元、YoY +4%，稅後 EPS 5.9 元。2023 年合併營收中，運算相關產品(筆電、桌電與主機板)合佔約 10%營收，通訊相關產品(智慧手機 90%與寬頻 10%)合佔 64%營收，消費性電子產品(電視、遊戲主機、MP3/4、電子閱讀器)合佔 15%，其他垂直整合業務與策略投資營收合佔 11%。

Exhibit 2：和碩 2023 年營收比重

營收比重	2023	YoY	2022	YoY	備註
資訊	10%	-30%	13%	-6%	NB、DT、MB、Server
消費性電子	15%	-17%	17%	7%	TV、Gameconsole、MP3/4、電子閱讀器
通訊	64%	5%	58%	6%	Smart Phone(90%)、Broadband(10%)
其他	11%	-9%	12%	8%	車用及子公司相關
合計	100%	-5%	100%	4%	

Source:公司、元富投顧整理，11/2024

3Q24 受累新品、新開案成本高，毛利率、營益率均低於預期，惟業外淨收入優於預期，獲利達成率 **101%**，單季稅後 **EPS 1.61 元**

3Q24 受累新品、新開案成本高，毛利率、營益率均低於預期，惟業外淨收入優於預期，獲利達成率 **101%**，單季稅後 **EPS 1.61 元**，累計前三季稅後 **EPS 4.92 元**

和碩公告 3Q24 財報，其中營收 2,942 億元、QoQ +16%、YoY -7%，毛利率 4.1%(原 4.7%)、QoQ -0.48pts、YoY +0.24pts，毛利率顯著下滑，係因新品及新案開發較多，加上擴充海外產能，相關成本較高所致，營業利益 36.4 億元、QoQ +24%、YoY -19%，本業達成率 74%，營益率 1.2%(原 1.7%)、QoQ +0.08pts、YoY -0.18pts，業外淨收入 29.38 億元(原估 17 億元)，其中匯兌收益 1.5 億元、淨利息收入 12.5 億元、其他收入 15.5 億元所致，稅前淨利 65.78 億元、QoQ -31%、YoY -8%，達成率 99%，稅後淨利 42.96 億元、QoQ -23%、YoY -6%，獲利達成率 101%，單季稅後 EPS 1.61 元(原 1.6 元)。累計前三季營收 7,983 億元、YoY -13%，營業利益 108.9 億元、YoY +6%，稅前淨利 213.24 億元、YoY 30%，稅後淨利 131.17 億元、YoY 22%，稅後 EPS 4.92 元。

Exhibit 3：鴻海季財報預估與實際差異數
和碩(4938)

unit:NT\$mn	3Q23	2Q24	3Q24	3Q24(F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY
Net Sales	315,770	253,715	294,230	294,231	16%	-7%	0%	-13%
Margin%	3.9%	4.6%	4.1%	4.7%	(0.48)	0.24		
Operating Profit	4,484	2,943	3,640	4,943	24%	-19%	-26%	6%
Operating Margin	1.4%	1.2%	1.2%	1.7%	0.08	(0.18)		
Total non-ope inc.	2,696	6,566	2,938	1,700				
Pre-tax profit	7,182	9,502	6,578	6,631	-31%	-8%	-1%	30%
Net Profit	4,583	5,586	4,296	4,273	-23%	-6%	1%	22%
EPS	1.72	2.10	1.61	1.60				

Source:公司、元富投顧整理,11/2024

3Q24 四大產品線均呈現季成長，其中又以消費性電子季增 **82%** 為最，累計前三季資訊及其他產品均年增個位數，消費性電子及通訊疲弱年衰退 **56%** 及 **8%**

3Q24 四大產品線均呈現季成長，其中又以消費性電子季增 **82%** 為最，累計前三季資訊及其他產品均年增個位數，消費性電子及通訊疲弱年衰退 **56%** 及 **8%**
3Q24 營收比重，資訊產品占 13%、QoQ 8%、YoY 10%，消費性電子產品占 11%、QoQ 82%、YoY -49%，通訊產品占 62%、QoQ 12%、YoY 持平，其他產品占 14%、QoQ 8%、YoY 19%。**3Q24** 四大產品線均呈現季成長，其中資訊產品係因高 ASP 產品比重提升；消費性電子年衰退 49%，係因終端需求疲弱所致；通訊產品處傳統旺季。累計前三季營收比重，資訊產品占 13%、YoY 8%，消費性電子 8%、YoY -56%，通訊占 65%、YoY -8%，其他產品占 14%、YoY 7%。前三季營運仍以消費性電子及通訊產品表現相對疲弱。車用營收比重約中個位數。

Exhibit 4：和碩季營收比重

營收比重	3Q24	QoQ	YoY	累計	累計YoY
資訊	13%	8%	10%	13%	8%
消費性電子	11%	82%	-49%	8%	-56%
通訊	62%	12%	0%	65%	-8%
其他	14%	8%	19%	14%	7%
合計	100%	16%	-7%	100%	-13%

Source:公司、元富投顧整理，11/2024

展望 4Q24，資訊產品及消費性電子均步入傳統淡季衰退，僅通訊產品仍處旺季，顯著季成長，合併營收季增 **14%**，單季稅後 **EPS 1.75** 元，累計 **2024** 年稅後 **EPS 6.68** 元

展望 4Q24，資訊產品及消費性電子均步入傳統淡季衰退，僅通訊產品仍處旺季，顯著季成長，合併營收季增 **14%**，單季稅後 **EPS 1.75** 元，累計 **2024** 年稅後 **EPS 6.68** 元

展望 4Q24，資訊產品經過 3Q24 旺季，4Q24 預期雙位數季衰退，2024 年年成長率持平或小幅成長；消費性產品經過 3Q24 旺季，4Q24 亦是季衰退，2024 年表現較去年疲弱；通訊產品於 4Q24 是最旺一季，預估季成長，2024 年年成長率小幅下滑，主要係因網通、消費性產品疲弱，且 1Q23 基期比較高，致整體通訊產品將小幅衰退。元富預估 4Q24 營收 3357 億元、QoQ 14%、YoY -2%，

毛利率因新品及新專案仍多，維持與 3Q24 相當約 4.1%、QoQ 0.01pts、YoY 0.28pts，營益率 1.51%、QoQ 0.27pts、YoY 0.21pts，稅後淨利 46.57 億元，QoQ 8%、YoY -7%，稅後 EPS 1.75 元(原 2.19 元)。累計 2024 年營收 1.134 兆元、YoY -10%，毛利率 4.23%、YoY 0.56pts，營益率 1.29%、YoY 0.12pts，稅後淨利 178 億元、YoY 13%，稅後 EPS 6.68 元(原 6.97 元)。

展望 2025 年，各大產品線均回復成長，車用新品亦有成果顯現，AI Server 亦將在 1Q25 可以出貨，預估合併營收回復成長，稅後 EPS 7.22 元

展望 2025 年，各大產品線均回復成長，車用新品亦有成果顯現，AI Server 亦將在 1Q25 可以出貨，預估合併營收回復成長，稅後 EPS 7.22 元

展望 2025 年，資訊產品受惠 AI PC 滲透率提升，將帶來一定成長；消費性產品將推出不少新品，營運將從 2024 年谷底顯著回升；通訊產品方面，2024 年網通淡，2025 年 5G、6G、WiFi7 都有一些進展，智慧型手機配合客戶需求進行調整，有一定的業績在此。車用產品營收比重 2024 年占約 5%，預期 2025 年有雙位數的高成長，多個客戶佈局，相同客戶產品擴增，預期 2025 年營收占比達 10%的目標未有改變。Server 2024 年營收占比仍低，OCP 水冷機櫃 Server 預計 11 月底 12 月初完成高比例測試 12 月可以把測試機台送到客戶手上作最後驗證，預估 1Q25 開始量產交貨，AI 相關機櫃近幾周開始驗證，目前狀況良好，預計 1Q25 可以出貨。元富預估 2025 年營收 1.228 兆元、YoY 8%，毛利率 4.58%、YoY 0.35pts，營益率 1.83%、YoY 0.54pts，稅後淨利 192 億元、YoY 8%，稅後 EPS 7.22 元(原 7.34 元)。

Exhibit 5：和碩 2024、2025 年四大產品線比重推估

營收比重	2025	YoY	2024	YoY	2023	YoY	2022	YoY
資訊	12%	15%	12%	8%	10%	-30%	13%	-6%
消費性電子	8%	15%	8%	-52%	15%	-17%	17%	7%
通訊	64%	5%	66%	-6%	64%	5%	58%	6%
其他	15%	15%	14%	11%	11%	-9%	12%	8%
合計	100%	8%	100%	-10%	100%	-5%	100%	4%

Source:和碩、元富投顧推估,11/2024

短期營運將步入傳統淡季，但 1Q25 新品挹注，且 PER 不高、具殖利率概念

短期營運將步入傳統淡季，但 1Q25 新品挹注，且 PER 不高、具殖利率概念
元富預估 2024、2025 年稅後 EPS 6.68 元及 7.22 元，股價 97.6 元，PER14X 不高，1H25 雖將進入傳統淡季，但有平價新機，加上 AI Server 於 1Q25 開始挹注，可以期待減緩淡季表現，加上 PER 低，且具殖利率題材(過去配息率 6-7 成，殖利率約 4~5%)，以年獲利介於 7~8 元來看，預期未來一年股價區間在 105~120 元間，故評等維持買進，目標價維持 120 元。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	1,318,414	1,312,725	1,134,062	1,228,954		Cash	84,577	97,722	105,652	129,770	
COGS	1,261,287	1,256,691	1,086,078	1,172,662		Marketable securities	9,025	12,178	7,246	7,246	
Gross profit	57,127	56,035	47,984	56,292		A/R & N/R	190,247	154,906	149,089	161,564	
Operating expense	32,129	31,354	33,309	33,750		Inventory	199,442	105,616	131,821	142,330	
Operating profit	24,998	24,681	14,675	22,542		Others	19,197	49,980	49,980	49,980	
Total non-operate. Inc.	2,958	4,699	13,871	7,000		Total current asset	502,488	420,401	443,787	490,889	
Pre-tax profit	27,955	24,307	28,546	29,539		Long-term invest.	31,435	36,221	36,221	36,221	
Total Net profit	21,163	21,290	20,428	21,719		Total fixed assets	79,690	75,303	91,395	107,487	
Minority	6,067	4,853	2,632	2,500		Total other assets	22,351	24,875	24,875	24,875	
Net Profit	15,096	12,516	17,797	19,219		Total assets	636,223	557,069	596,278	659,472	
EPS (NT\$)	5.66	6.16	6.68	7.22		Short-term Borrow	79,589	45,164	45,164	45,164	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24E	FY25F		A/P & N/P	202,467	175,832	163,470	176,502	
Sales	4.3	(0.4)	(13.6)	8.4		Other current liab.	83,379	61,259	114,440	169,507	
Gross profit	22.7	(1.9)	(14.4)	17.3		Total current liab.	365,436	282,256	323,074	391,174	
Operating profit	46.4	(1.3)	(40.5)	53.6		L-T borrow s	44,602	39,170	30,946	22,722	
Pre-tax profit	(2.3)	(13.0)	17.4	3.5		Other L-T liab.	11,616	14,026	14,026	14,026	
Net profit	(28.2)	(17.1)	42.2	8.0		Total liability.	421,655	335,451	368,046	427,922	
EPS	(26.5)	8.9	8.4	8.0		Common stocks	26,676	26,642	26,632	26,632	
Margins %	FY22	FY23	FY24E	FY25F		Reserves	83,352	84,196	84,196	84,196	
Gross	4.3	4.3	4.2	4.6		Retain earnings	104,547	110,780	117,405	120,723	
Operating	1.9	1.9	1.3	1.8		Total Equity	214,568	221,618	228,232	231,551	
EBITDA	3.1	2.8	3.3	2.1		Total Liab. & Equity	636,223	557,069	596,278	659,472	
Pre-tax	2.1	1.9	2.5	2.4							
Net	1.1	1.0	1.6	1.6							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	250,400	253,715	294,230	335,717		Net income	15,096	12,516	17,797	19,219	
Gross profit	10,583	11,598	12,040	13,764		Dep & Amort	14,809	15,331	13,023	13,725	
Operating profit	3,023	2,936	3,640	5,076		Investment income	118	111	-834	0	
Total non-ope inc.	2,167	6,566	2,938	2,200		Changes in W/C	-19,954	57,916	-32,750	-9,952	
Pre-tax profit	5,190	9,502	6,578	7,276		Other adjustment	9,022	1,505	1,505	1,505	
Net profit	3,257	5,586	4,296	4,657		Cash flow – ope.	19,092	87,379	-1,260	24,497	
EPS	1.22	2.10	1.61	1.75		Capex	-18,743	-16,092	-16,092	-16,092	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E		Change in L-T inv.	-477	-54	0	0	
Net sales	(21.3)	(9.6)	(6.8)	(1.9)		Other adjustment	-6,484	-4,654	0	0	
Gross profit	2.1	10.2	(1.0)	5.4		Cash flow –inve.	-25,704	-20,800	-16,092	-16,092	
Operating profit	9.6	(3.8)	(18.8)	13.9		Free cash flow	349	71,287	-17,352	8,405	
Net profit	8.3	78.6	(6.3)	(6.8)		Inc. (Dec.) debt	-10,767	-30,897	3,528	3,528	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E		Cash dividend	-15,720	-13,488	-11,182	-15,901	
Net sales	(26.8)	1.3	16.0	14.1		Other adjustment	784	23,585	28,085	28,085	
Gross profit	(18.9)	9.6	3.8	14.3		Cash flow-Fin.	-25,704	-20,800	20,431	15,713	
Operating profit	(32.2)	(2.9)	24.0	39.5		Exchange influence	10,118	66	0	0	
Net profit	(34.8)	71.5	(23.1)	8.4		Change in Cash	-26,447	17,996	3,079	24,118	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E		Ratio Analysis					
Gross	4.2	4.6	4.1	4.1		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F	
Operating	1.2	1.2	1.2	1.5		ROA	2.30	2.10	3.09	3.06	
Net	1.3	2.2	1.5	1.4		ROE	7.38	5.74	7.91	8.36	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.