



## 研究報告

## 和碩(4938.TT)

逢低買進(維持)

TP：105

24Q3 獲利低於預期，明年主要產品恢復年增支撐公司營收回溫

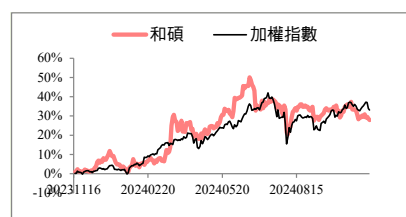
## 核心觀點

明年主要產品恢復年增有利公司營收回溫，其中車用和伺服器業務發展有利長期產品組合改善，預估今明年稅後 EPS 6.37/6.99 元，維持「逢低買進」之投資評等。

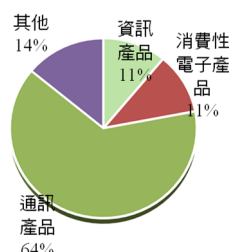
## 交易資料

收盤價	98.70
市值(億元)	2,629.00
流通在外股數(百萬股)	2,666.92
本益比(2025F)	14.11
股價淨值比	1.46
240 日股價(低/均/高)	79.5/96.88/122
60 日均成交額(百萬元)	529.20

## 相對報酬率



## 2025年產品比重預估



## CSR 天下永續公民獎

企業類別	2023 排名	2022 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
------	---------	---------	------	------	------	------	------

資料來源：天下雜誌

## 2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	6%至 20%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	21%至 40%

資料來源：證基會

研究員：陳泳如

kate401124-71795@esunsec.com.tw

## 重要訊息

公司舉辦24Q3法說會。

## 玉山觀點

**24Q3獲利低於預期。**24Q3營收2,942.3億元，季增16%，年減6.8%，反映終端市況疲弱使消費性電子產品出貨明顯放緩，毛利率4.1%，季減0.48ppts，稅後EPS 1.61元，低於預期，因毛利率受到新品開發、海外廠區生產成本較高之衝擊，進而抵銷營收受惠於旺季效應之貢獻。

**24Q4通訊產品維持季增調性，其餘產品別營收轉淡。**因：(1)iPhone 16備貨延續使24Q4通訊產品營收維持季增，符合過往季節性走勢，但全年通訊產品營收因網通產品銷售疲弱、23Q1鄭州廠疫情轉單墊高基期，故呈年減；(2)Q3 NB拉貨高峰已過，加上AI PC短期未有明顯效益，預估本季NB出貨量季減超過20%；(3)消費性電子產品續受終端市況保守且步入淡季，營收恐小幅季減。預估本季營收季增16.4%至3,425.1億元，稅後EPS 1.43元。

**主要產品與伺服器新品齊發挹注明年營收增溫。**展望明年，我們認為主要成長動能包含：(1)通訊產品受惠於iPhone 17 AI功能更完善，有望刺激換機需求，以及網通產品隨5G、6G和WiFi7滲透率提升而出貨回溫；(2)NB品牌廠積極推出AI PC以迎接明年商用換機潮，惟公司商用機種僅佔20%，故我們目前僅預估明年公司NB出貨量年增3~5%；(3)公司持續拓展既有客戶車用產品、增加客戶，維持明年車用目標由今年的4~6%提升至10%；(4)於24Q1開始少量出貨AI伺服器，客戶包含企業與中小型CSP，產品則以MGX平台為主(x86 CPU搭配Nvidia GPU)，公司亦投入明年GB200商機布局，而考量公司表定25Q1出貨水冷整櫃、AI伺服器機櫃，以及潛在GB200營收貢獻，有望挹注明年伺服器延續成長動能，惟目前營收貢獻尚不明顯。

## 投資建議

明年主要產品恢復年增有利公司營收回溫，其中車用和伺服器業務發展有利長期產品組合改善，預估今明年稅後EPS 6.37/6.99元，惟AI營收尚不明顯不利評價提升，故維持「逢低買進」，目標價105元(15倍PER\*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	250,400	253,715	294,230	342,506	1,140,851	1,250,009
YoY	-21.3%	-9.6%	-6.8%	0.1%	-9.2%	9.6%
毛利率	4.2%	4.6%	4.1%	4.0%	4.2%	4.3%
營益率	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.5%
稅後淨利	3,257	5,586	4,296	3,815	16,954	18,651
EPS(元)	1.22	2.10	1.61	1.43	6.37	6.99

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4
營收	294,230	342,506	297,190	362,492	(1.00)	(5.51)
毛利	12,040	13,745	14,149	17,004	(14.91)	(19.17)
營業利益	3,640	4,410	5,607	7,824	(35.08)	(43.63)
稅前淨利	6,578	6,074	6,866	9,068	(4.20)	(33.02)
稅後淨利	4,296	3,815	4,500	5,880	(4.53)	(35.13)
每股盈餘(元)	1.61	1.43	1.69	2.21	(4.51)	(35.11)
財務比率(%)						
毛利率	4.09	4.01	4.76	4.69	(14.05)	(14.45)
營業利率	1.24	1.29	1.89	2.16	(34.42)	(40.34)
淨利率	2.24	1.77	2.31	2.50	(3.24)	(29.11)

資料來源：玉山投顧(2024/11)

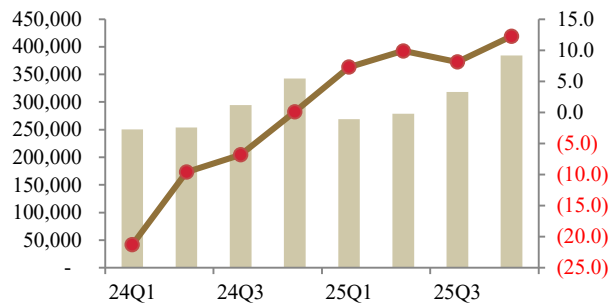
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	250,400	253,715	294,230	342,506	1,140,851	268,642	278,816	318,071	384,480	1,250,009
營業毛利	10,583	11,598	12,040	13,745	47,965	11,422	12,162	13,959	16,785	54,327
營業費用	7,560	8,662	8,399	9,335	33,956	8,280	8,590	8,860	9,817	35,547
營業利益	3,023	2,936	3,640	4,410	14,009	3,142	3,572	5,099	6,968	18,780
淨業外收支	2,167	6,566	2,938	1,664	13,335	2,243	4,277	2,722	1,321	10,563
稅前淨利	5,190	9,502	6,578	6,074	27,344	5,384	7,849	7,821	8,289	29,343
稅後淨利	3,257	5,586	4,296	3,815	16,954	3,134	5,117	5,092	5,309	18,651
EPS(元)	1.22	2.10	1.61	1.43	6.37	1.17	1.92	1.91	1.99	6.99
財務比率										
毛利率	4.23	4.57	4.09	4.01	4.20	4.25	4.36	4.39	4.37	4.35
營業利率	1.21	1.16	1.24	1.29	1.23	1.17	1.28	1.60	1.81	1.50
稅前淨利率	2.07	3.75	2.24	1.77	2.40	2.00	2.82	2.46	2.16	2.35
YoY(%)										
營業收入	(21.29)	(9.62)	(6.82)	0.10	(9.22)	7.29	9.89	8.10	12.26	9.57
營業毛利	2.12	10.15	(0.99)	5.28	4.03	7.93	4.87	15.94	22.12	13.26
營業利益	7.06	(4.50)	(18.84)	(1.08)	(5.60)	3.92	21.67	40.07	58.00	34.06
稅前淨利	26.08	82.50	(8.41)	(23.13)	12.04	3.74	(17.40)	18.90	36.46	7.31
稅後淨利	(0.5)	59.65	(11.12)	(34.29)	(2.63)	(3.80)	(8.41)	18.54	39.16	10.01
QoQ(%)										
營業收入	(26.82)	1.32	15.97	16.41		(21.57)	3.79	14.08	20.88	
營業毛利	(18.94)	9.59	3.81	14.17		(16.91)	6.48	14.77	20.25	
營業利益	(32.19)	(2.88)	23.99	21.15		(28.77)	13.70	42.74	36.66	
稅前淨利	(34.31)	83.08	(30.78)	(7.65)		(11.36)	45.78	(0.36)	5.99	
稅後淨利	(43.89)	71.50	(23.10)	(11.19)		(17.86)	63.29	(0.48)	4.26	

資料來源：玉山投顧(2024/11)

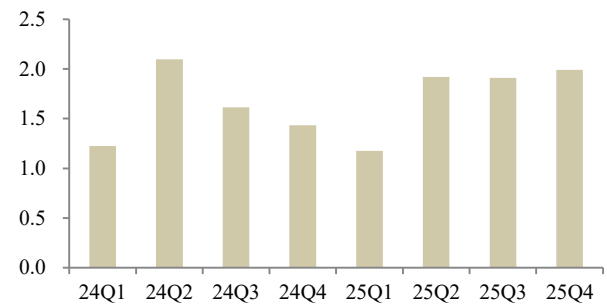
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



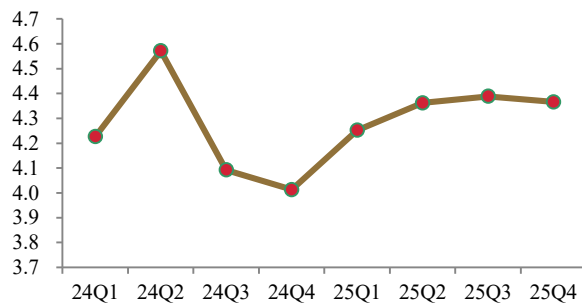
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



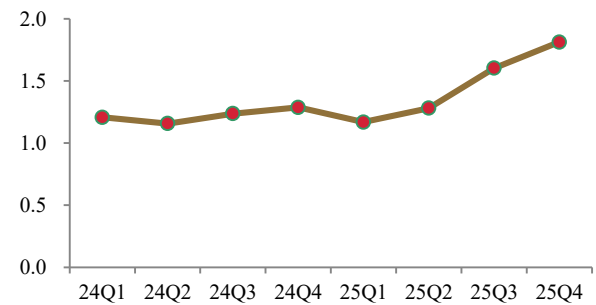
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



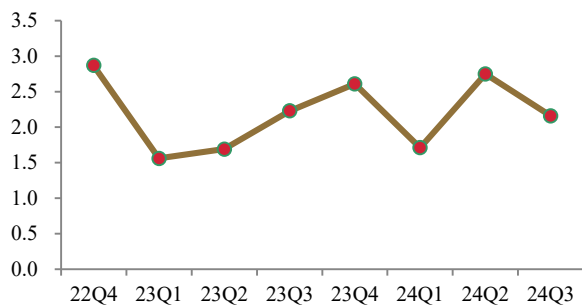
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



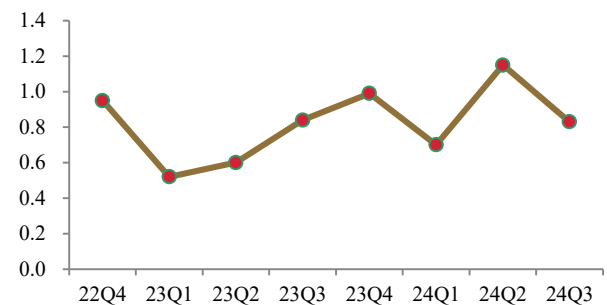
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季末年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2024/11)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	1,318,414	1,256,783	1,140,851	1,250,009
營業成本	1,261,287	1,210,677	1,092,886	1,195,682
營業毛利	57,127	46,106	47,965	54,327
營業費用	32,129	31,354	33,956	35,547
營業利益	24,998	14,753	14,009	18,780
營業外收支淨額	2,958	9,555	13,335	10,563
稅前淨利	27,955	24,307	27,344	29,343
稅後淨利	15,096	15,713	16,954	18,651
普通股股本	26,676	26,642	26,632	26,669
EPS(元)	5.66	5.90	6.37	6.99
年成長率				
營收	4.5%	-4.7%	-13.5%	9.6%
營業利益	44.4%	-41.0%	-44.0%	34.1%
稅前淨利	-2.3%	-13.0%	-2.2%	7.3%
母公司稅後淨利	-26.5%	4.1%	12.3%	10.0%
獲利能力比率				
毛利率	4.3%	3.7%	4.2%	4.3%
營業利益率	1.9%	1.2%	1.2%	1.5%
稅前淨利率	2.1%	1.9%	2.4%	2.3%
稅後淨利率	1.1%	1.3%	1.5%	1.5%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	502,488	420,401	387,601	411,775
現金及約當現金	84,577	97,722	92,368	93,383
存貨	199,442	105,616	95,873	105,046
應收帳款及票據	190,247	154,906	140,617	154,071
其他流動資產	28,222	62,157	58,743	59,274
長期投資	27,861	31,945	32,387	33,842
固定資產	79,690	75,303	75,395	75,905
其他長期資產	26,193	29,429	30,991	31,952
資產總額	636,223	557,069	526,366	553,465
流動負債	365,436	282,256	262,932	286,649
應付帳款及票據	202,467	175,832	159,613	174,885
短期借款	79,589	45,164	40,998	44,921
什項負債	83,379	61,259	62,321	66,843
非流動負債	56,219	53,196	68,927	84,305
負債總額	421,655	335,451	331,859	370,953
普通股股本	26,676	26,642	26,632	26,669
資本公積	83,352	84,196	83,352	83,352
保留盈餘	80,060	85,082	85,829	92,212
股東權益總額	214,568	221,618	194,507	182,512

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	27,955	24,307	27,344	29,343
折舊及攤提費用	13,650	14,809	15,858	16,424
本期營運資金變動	11,807	-50,575	-7,812	7,356
其他項目	9,960	26,903	-24,532	-26,880
營運活動之現金流量	19,092	87,379	10,858	26,243
資本支出	-20,773	-19,836	-15,950	-16,934
本期長期投資變動	0	-477	0	0
其他項目	-4,931	-487	12,504	-15,327
投資活動之現金流量	-25,704	-20,800	-3,446	-32,261
短期借款及票券變動	-14,434	-34,425	-4,166	3,923
舉措/償還長期借款	3,667	3,528	15,731	15,378
發行/償還公司債	-2,000	-4,500	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-15,720	-13,488	-11,185	-12,268
其他項目	-19	-27	0	0
融資活動之現金流量	-29,953	-48,649	379	7,033
匯率影響數	10,118	66	0	0
本期現金流量	-26,447	17,996	7,791	1,015
期末現金及約當現金	84,577	102,573	92,368	93,383

重要財務比率	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	66.3%	60.2%	63.0%	67.0%
槓桿比率	196.5%	151.4%	170.6%	203.2%
流動比率	137.5%	148.9%	147.4%	143.7%
速動比率	82.9%	111.5%	111.0%	107.0%
存貨週轉率(次)	7.26	7.94	8.96	7.85
存貨週轉天數	49.59	45.36	40.18	45.84
應收帳款週轉率(次)	6.00	7.28	5.85	7.26
應收帳款週轉天數	60.04	49.43	61.56	49.58
總資產週轉率(次)	2.07	2.26	2.17	2.26
淨值週轉率(次)	6.14	5.67	5.87	6.85
股東權益報酬率	7.4%	7.2%	8.7%	9.4%
總資產報酬率	2.3%	2.6%	2.8%	3.1%
OCF/流動負債	5.2%	31.0%	4.1%	9.2%
每股比率				
每股淨值(元)	68.41	70.87	73.04	68.44
每股營收(元)	494.23	471.73	428.38	468.71
每股盈餘(元)	5.66	5.90	6.37	6.99
每股現金股利(元)	4.00	4.00	4.20	4.60
現金股利配發率	70.7%	67.8%	66.0%	65.8%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站( [www.esunconsulting.com.tw](http://www.esunconsulting.com.tw) )取閱。

### 研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

### 免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

### 智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

### CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境保護等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

#### 【天下永續100強】

邀請過去3年內（2020-2022年）有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數，並於4組中各選出首次入榜且名次最佳者1席為當年度「新秀獎」。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法