



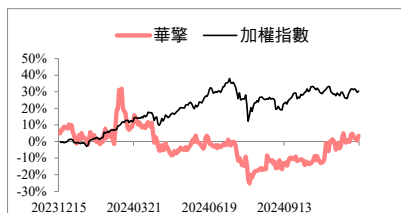
## 核心觀點

VGA、MB 受惠於電競換機潮將有高個位數增長，且 AI 伺服器加入產品線為 2025 年主要成長動能，惟 AI 伺服器衝擊獲利能力，目前評價合理，維持「逢低買進」評等。

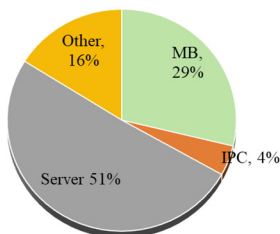
## 交易資料

收盤價	242.00
市值(億元)	299.80
流通在外股數(百萬股)	123.90
本益比(2025F)	16.50
股價淨值比	3.31
240 日股價(低/均/高)	166/228.8/311.5
60 日均成交額(百萬元)	230.58

## 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	2024 排名	2023 排名	平均總分	公司治理	社會承諾	環境參與	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	51%至 65%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	61%至 100%

資料來源：證基會

研究員：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

## 研究報告

## 華擎(3515.TT)

## 逢低買進(維持)

TP：260

AI 伺服器為明年主要成長動能，惟毛利率較低拖累獲利能力

## 重要訊息

華擎召開法說會，說明24Q3營運及未來展望。

## 玉山觀點

**AI伺服器挹注營收大幅跳增，惟毛利率下滑、費用提升拖累獲利不如預期。**24Q3營收62.7億元，QoQ+19.9%、YoY+27.8%，營收達成率113%，大幅優於預期，主因華擎AI伺服器產品於6月出貨，Q3進入放量，另外，傳統伺服器適逢客戶更新機種，帶動營收大幅成長，毛利率則受制於AI伺服器占比快速提升而下滑至20.09%，費用7.96億元，則是因應AI伺服器需求而擴增人力與研發費用，稅後EPS為2.46元，不如預期。

**VGA、MB、AI伺服器為2025年成長動能。**展望2025年，顯示卡部分，我們看好25Q1 Nvidia、AMD相繼推出RTX 50與RX 8000系列遊戲顯卡，有鑒於前代顯卡換機潮不如預期，且遊戲迎來近幾期大作最密集的一年，預期將帶動電競換機潮，惟華擎主要銷售AMD、Intel顯卡，推測將受Nvidia RTX 50系列所排擠，預估VGA營收成長高個位數。主機板部分，Intel、AMD已相繼於24Q3發布Arrow Lake、Ryzen 7 9800X3D桌上型電腦處理器，雖然目前銷售較為平淡，不過我們看好顯示卡換機潮帶動處理器需求，預估MB營收成長高個位數。AI伺服器部分，華擎AI伺服器已進入放量，10、11月營收分別年增66.7%、58.6%，目前為H100/H200轉換期，預期25H1出貨以H200為主，25H2則以B300伺服器為主要成長動能，GB200部分，則將於25Q2才會推出樣機，推測最快也要於25Q4才有望貢獻營收，AI伺服器客戶為Teir 2雲端廠。綜合以上，我們上修2025年營收至348億元，主要成長動能來自AI伺服器，不過推測AI伺服器毛利率僅中高個位數，故下修全年毛利率至17.14%，稅後EPS為14.66元。

## 投資建議

VGA、MB受惠於電競換機潮將有高個位數增長，且AI伺服器加入產品線為2025年主要成長動能，預估全年AI伺服器占比為34%，惟AI伺服器衝擊毛利率下滑至17.14%，預估稅後EPS為14.66元，目前評價合理維持「逢低買進」評等，目標價260元(18倍PER\*2025EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	4,953	5,224	6,266	9,260	25,704	34,844
YoY	12.70%	27.84%	27.82%	65.12%	35.34%	35.56%
毛利率	20.43%	22.55%	20.09%	17.02%	19.55%	17.14%
營益率	6.06%	7.25%	7.39%	8.13%	7.37%	7.83%
稅後淨利	308	264	305	483	1,360	1,817
EPS(元)	2.53	2.17	2.46	3.90	10.98	14.66

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
營收	9,260	8,776	6,520	6,353	42.02	38.15
毛利	1,576	1,588	1,326	1,309	18.86	21.29
營業利益	753	765	550	555	36.88	37.90
稅前淨利	762	791	602	581	26.64	36.13
稅後淨利	483	563	429	419	12.59	34.40
每股盈餘(元)	3.90	4.54	3.52	3.45	10.72	31.71
財務比率(%)						
毛利率	17.02	18.09	20.33	20.61	(16.28)	(12.22)
營益率	8.13	8.72	8.44	8.74	(3.67)	(0.22)
淨利率	8.23	9.01	9.24	9.14	(10.90)	(1.41)

資料來源：玉山投顧(2024/12)

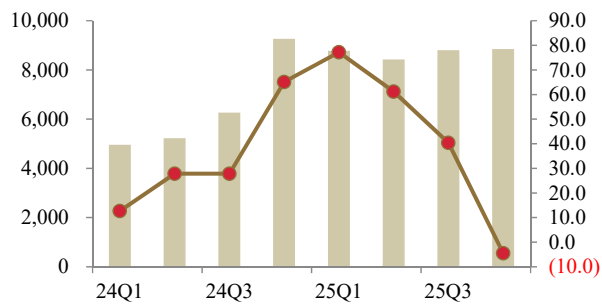
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	4,953	5,224	6,266	9,260	25,704	8,776	8,423	8,800	8,844	34,844
營業毛利	1,012	1,178	1,259	1,576	5,025	1,588	1,387	1,492	1,506	5,973
營業費用	712	799	796	823	3,130	822	825	809	786	3,243
營業利益	300	379	463	753	1,895	765	561	683	720	2,729
淨業外收支	126	69	23	10	228	26	12	9	18	65
稅前淨利	427	447	486	762	2,122	791	573	692	738	2,794
稅後淨利	308	264	305	483	1,360	563	348	438	467	1,817
EPS(元)	2.53	2.17	2.46	3.90	10.98	4.54	2.81	3.54	3.77	14.66
財務比率										
毛利率	20.43	22.55	20.09	17.02	19.55	18.09	16.46	16.96	17.03	17.14
營業利益率	6.06	7.25	7.39	8.13	7.37	8.72	6.66	7.76	8.14	7.83
稅前淨利率	8.61	8.56	7.75	8.23	8.26	9.01	6.81	7.86	8.34	8.02
YoY(%)										
營業收入	12.70	27.84	27.82	65.12	35.34	77.19	61.23	40.43	(4.49)	35.56
營業毛利	38.59	43.46	27.59	22.01	31.21	56.89	17.70	18.56	(4.44)	18.86
營業利益	98.98	163.05	63.29	32.35	65.17	154.95	48.16	47.49	(4.39)	44.04
稅前淨利	169.94	109.79	29.65	61.58	74.26	85.43	28.14	42.37	(3.24)	31.64
稅後淨利	146.3	67.22	(1.25)	47.66	48.01	82.80	31.85	43.68	(3.24)	33.58
QoQ(%)										
營業收入	(11.68)	5.48	19.94	47.78		(5.22)	(4.02)	4.47	0.51	
營業毛利	(21.65)	16.41	6.83	25.23		0.74	(12.67)	7.61	0.93	
營業利益	(47.23)	26.19	22.18	62.66		1.66	(26.66)	21.63	5.44	
稅前淨利	(9.60)	4.91	8.59	56.90		3.74	(27.50)	20.65	6.63	
稅後淨利	(5.82)	(14.25)	15.47	58.34		16.59	(38.15)	25.83	6.63	

資料來源：玉山投顧(2024/12)

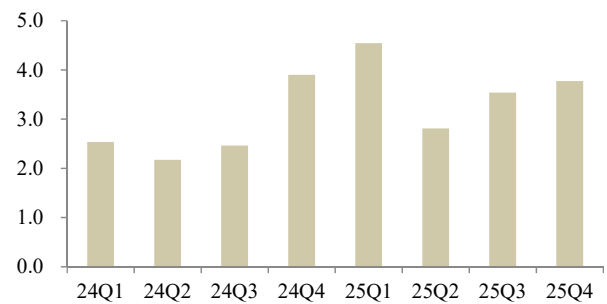
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



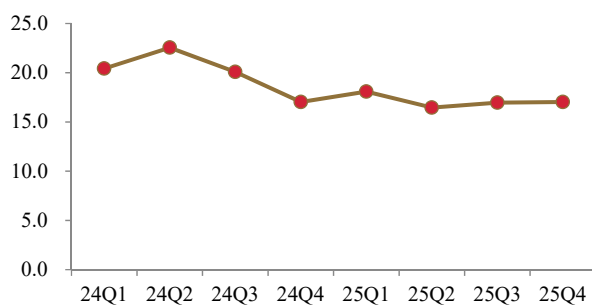
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



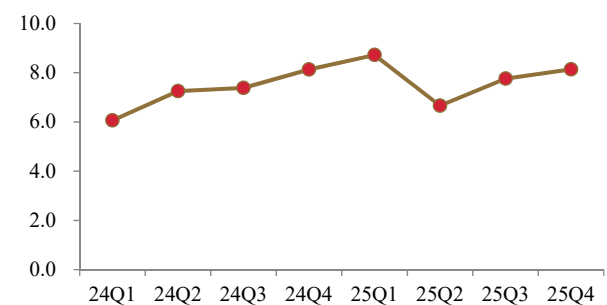
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



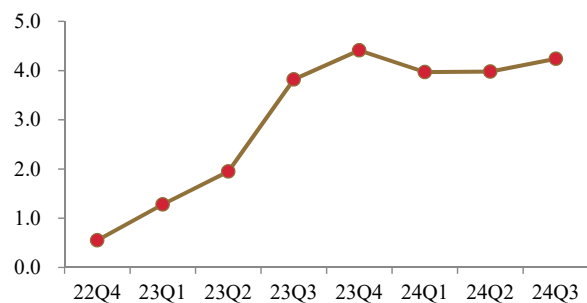
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



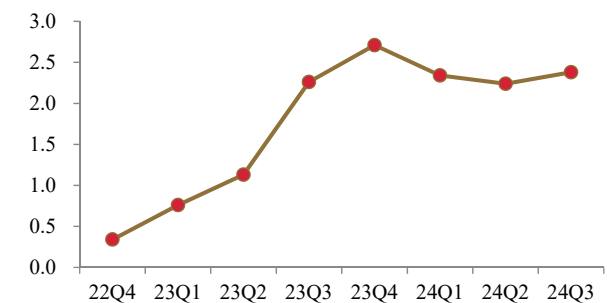
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



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(2024/12)

年損益表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)	
營業收入	17,121	18,992	25,704	34,844	
營業成本	13,420	15,162	20,679	28,871	
營業毛利	3,701	3,830	5,025	5,973	
營業費用	2,516	2,682	3,130	3,243	
營業利益	1,185	1,147	1,895	2,729	
營業外收支淨額	246	71	228	65	
稅前淨利	1,431	1,218	2,122	2,794	
稅後淨利	1,066	919	1,360	1,817	
普通股股本	1,220	1,216	1,239	1,239	
EPS(元)	8.74	7.54	10.98	14.66	
年成長率					
營收	-13.4%	10.9%	35.3%	35.6%	
營業利益	-61.2%	-3.2%	65.2%	44.0%	
稅前淨利	-53.2%	-14.9%	74.3%	31.6%	
母公司稅後淨利	-55.2%	-13.8%	48.0%	33.6%	
獲利能力比率					
毛利率	21.6%	20.2%	19.5%	17.1%	
營業利益率	6.9%	6.0%	7.4%	7.8%	
稅前淨利率	8.4%	6.4%	8.3%	8.0%	
稅後淨利率	6.2%	4.8%	5.3%	5.2%	

資產負債表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)	
流動資產	13,994	13,553	14,773	21,066	
現金及約當現金	3,588	3,046	4,123	5,589	
存貨	8,010	6,376	5,830	9719	
應收帳款及票據	1,633	1,950	2,639	3,578	
其他流動資產	762	2,180	2,180	2,180	
長期投資	0	0	0	0	
固定資產	462	351	240	98	
其他長期資產	321	481	481	481	
資產總額	14,768	14,375	14,882	14,883	
流動負債	5,814	5,380	6,554	5,930	
應付帳款及票據	2,934	3,215	4,351	5,898	
短期借款	625	0	0	0	
什項負債	2,255	2,165	2,382	2,620	
非流動負債	60	112	95	122	
負債總額	5,874	5,492	6,649	6,052	
普通股股本	1,220	1,216	1,239	1,239	
資本公積	3,253	3,188	3,188	3,188	
保留盈餘	3,937	3,886	4,333	4,930	
股東權益總額	8,192	8,123	8,233	8,831	

現金流量表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)	
稅前淨利	1,431	1,218	2,122	2,794	
折舊及攤提費用	134	191	163	177	
本期營運資金變動	199	1,632	993	-3,280	
其他項目	-623	-404	-547	-742	
營運活動之現金流量	1,141	2,636	2,730	-1,051	
資本支出	-88	-16	-52	-34	
本期長期投資變動	0	0	0	0	
其他項目	957	-1,481	-746	3,438	
投資活動之現金流量	869	-1,497	-798	3,404	
短期借款及票券變動	625	-625	0	0	
舉措/償還長期借款	0	0	-16	27	
發行/償還公司債	0	0	0	0	
現金增資	0	0	0	0	
發行現金股利	-1,611	-1,081	-839	-913	
其他項目	-3	0	0	0	
融資活動之現金流量	-1,029	-1,680	-856	-886	
匯率影響數	393	-1	0	0	
本期現金流量	1,374	-542	1,077	1,466	
期末現金及約當現金	3,588	3,046	4,123	5,589	

重要財務比率		2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率					
負債比率		39.8%	38.2%	44.7%	40.7%
槓桿比率		71.7%	67.6%	80.8%	68.5%
流動比率		240.7%	251.9%	225.4%	355.2%
速動比率		102.9%	133.4%	136.4%	191.3%
存貨週轉率(次)		1.51	2.11	3.39	3.71
存貨週轉天數		237.80	170.79	106.25	96.95
應收帳款週轉率(次)		2.64	3.40	11.20	11.21
應收帳款週轉天數		32.29	37.10	32.14	32.12
總資產週轉率(次)		1.16	1.32	1.73	2.34
淨值週轉率(次)		2.09	2.34	3.12	3.95
股東權益報酬率		13.0%	11.3%	16.6%	21.3%
總資產報酬率		8.0%	6.7%	9.3%	12.2%
OCF／流動負債		17.8%	47.1%	45.8%	-16.8%
每股比率					
每股淨值(元)		67.15	66.80	66.43	71.26
每股營收(元)		140.34	156.13	207.41	281.16
每股盈餘(元)		8.74	7.54	10.98	14.66
每股現金股利(元)		5.87	6.90	7.37	9.84
現金股利配發率		67.1%	91.5%	67.1%	67.1%

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、環境永續等指標，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。

邀請過去3年內有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。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

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