

華擎(3515)

Upgrade to BUY

□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:	2024/12/13
目前收盤價 (NT\$):	242.0
目標價 (NT\$):	280
52 週最高最低(NT\$):	175-308.5
加權指數:	23046.8

公司基本資料	
股本 (NT\$/mn):	1,239
市值 (NT\$/mn):	29,980
市值 (US\$/mn):	999
20 日平均成交量(仟股):	1,293
PER ('24):	23.40
PBR ('24):	3.58
外資持股比例:	9.33
TCRI	4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	3.9	18.9	8.0
加權指數報酬率(%)	0.3	6.4	4.5

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	HOLD
目標價 (NT\$)	280	220
營業收入 (NT\$/mn)	25,046	23,962
毛利率 (%)	19.36	20.20
營運毛利率 (%)	6.97	7.14
EPS (NT\$)	10.34	10.35
BVPS(NT\$)	67.69	67.69



2025 年各產品同步成長，營收及獲利同步上修

- 2025 年營收、獲利同步上修，惟短期營收及股價處相對高檔區，大增有限，不建議追高，待股價回落再行留意佈局：元富預估 2024、2025 年稅後 EPS 10.34 元及 13.91 元，目前股價 242 元，PER 17X，股價未明顯偏高，惟短期營收連兩季大幅爆衝，後續營收因基期因素，季增率大增有限，而 AI Server 挹注造成的毛利率下滑，不確定仍高，故短期不建議追高，待營收回檔或財報獲利低於市場預期，再考慮佈局，評等給予買進，目標價由 220 元上修至 280 元。
- 展望 4Q24，受惠 MB 新品拉貨及 AI Server 強勁挹注，營收季增 37%，單季稅後 EPS 3.26 元，累計 2024 年稅後 EPS 10.34 元；展望 4Q24，MB 新品拉貨，加上 AI Server 的成長動能，11 月營收 34.75 億元、MoM 13%、YoY 59%，季營收達成率 87%，遠優於預期，其中永擎營收 14.84 億元、MoM 2%，華擎本身營收的板卡為主要成長動能，過往經驗年末 12 月出貨及營收均會回檔，元富預期單季營收在 85~90 億元間，元富調整 4Q24 營收上修至 86.03 億元、QoQ 37%、YoY 53%，單季稅後 EPS 3.26 元(原 3.27 元)，累計 2024 年營收 250 億元、YoY 32%，毛利率 19.46%、YoY -0.71pts，稅後淨利 13.04 億元、YoY 42%，稅後 EPS 10.34 元(原 10.35 元)。
- 展望 2025 年，主要成長動能仍是來自 AI Server，MB 及 VGA 年增個位數，IPC 回復成長，推估全年營收年增約 48%，稅後 EPS 13.91 元；展望 2025 年，1H25 MB 及 VGA 新品表現樂觀期待，預期全年產業有個位數年成長，華擎表現將優於產業；Server 方面，General Server 2024 年大幅成長墊高基期後，2025 年成長趨緩，AI Server 仍是主要的成長動能，推估 Server 營收將由 2024 年 92 億元大幅成長至 202 億元、YoY 120%；IPC 方面，與企業資本支出有關，由於 2024 年基期偏低，2025 年預期有雙位數成長。元富預估 2025 年營收 370 億元、YoY 48%，毛利率 15.71%、YoY -3.65pts，稅後淨利 17.23 億元、YoY 34%，稅後 EPS 13.91 元(原 13.61 元)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



Sources: TEJ

華擎業務以 MB 為主，而後新增 VGA 業務，並多角化跨足 IPC 及 Server 領域

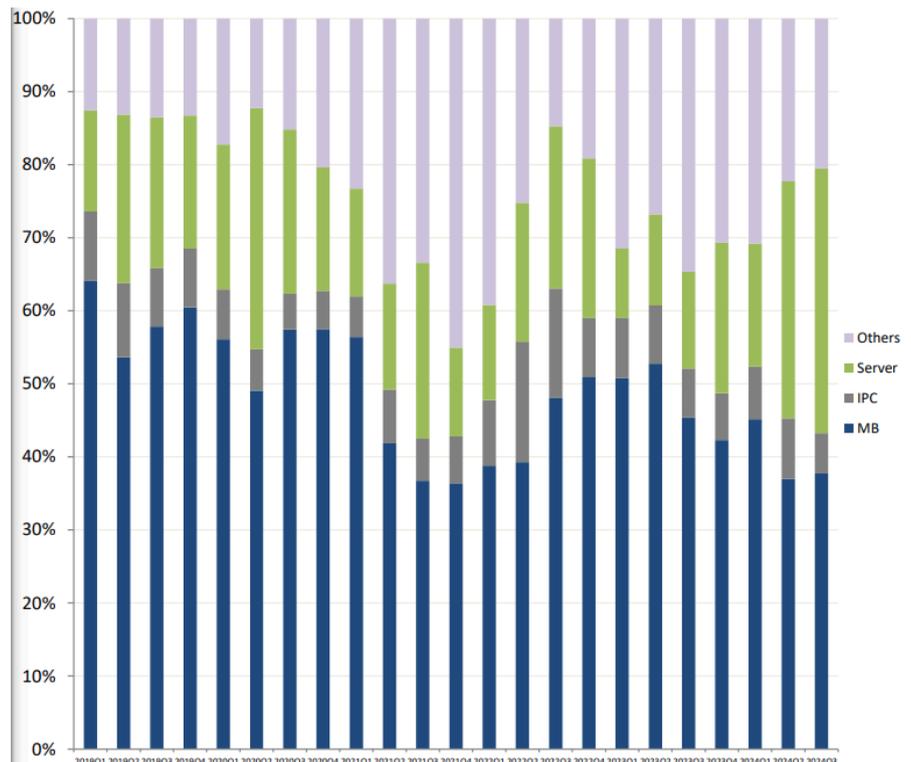
華擎業務以 MB 為主，而後新增 VGA 業務，並多角化跨足 IPC 及 Server 領域。華擎係為華碩集團的一員，透過和碩的華瑋投資持股約 46.55%，業務以主機板銷售、研發設計，而製造則採委外代工模式為主，而後跨足迷你電腦、VGA、MNT 等業務，亦成立子公司永擎(2024/12 已登錄興櫃)、東擎等，分別跨足 Server 及 IPC 等業務，多角化產品線。華擎擁有 MB 自有品牌「ASRok」，2023 年營收比重仍以 MB 占 47% 為最，其次 Server 占約 14%、IPC 占約 7%、其他(DT、MNT 及 VGA)占約 31%。華擎 Server 則包括品牌廠及 Data Center tier 2、3 的客戶群，商業模式委由和碩及其他代工，產品出貨以主板(L3)及準系統(L4)為主(準系統毛利率比主板低)，未來逐步增加 L10 的出貨，且 AI Server 多以 L10 及 L11 為主。2023 年營收 189 億元、YoY +11%，其中主要成長來自 MB 及 VGA 產品，分別年增+18%及+36%，而 Server 衰退 15%，IPC 大幅衰退 31%，毛利率 20.16%、YoY -1.45pts，毛利率下滑，係存貨備抵跌價損失所致，營業率 6.04%、YoY -0.88pts，稅後淨利 9.19 億元、YoY -14%，稅後 EPS 7.56 元。

Exhibit 2：華擎多角化跨足 IPC 及 Server 領域，成立子公司東擎及永擎



Source: 華擎, 12/2024

Exhibit 3：華擎歷年各季營收比重



Source: 華擎, 12/2024

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。

3Q24 毛利率、營益率低於預期，本業達成率 83%，業外受累匯損淨收入低於預期，獲利達成率 76%，單季稅後 EPS 2.51 元，累計前三季稅後 EPS 7.21 元

3Q24 毛利率、營益率低於預期，本業達成率 83%，業外受累匯損淨收入低於預期，獲利達成率 76%，單季稅後 EPS 2.51 元，累計前三季稅後 EPS 7.21 元
華擎 3Q24 營收 62.66 億元、QoQ +20%、YoY 28%，毛利率 20.09%、QoQ -2.46pts、YoY -0.03pts，毛利率低於預期主要來自 AI Server 比重提升所致，營業利益 4.63 億元、QoQ +22%、YoY +63%，達成率 83%，營益率 7.39%、QoQ +0.14pts、YoY +1.61pts，業外淨收入 0.23 億元，其中利息收入 0.32 億元及匯兌損失 0.18 億元，低於預期，稅前淨利 4.86 億元、QoQ 9%、YoY 30%，達成率 80%，稅後淨利 3.05 億元、QoQ 15%、YoY -1%，獲利達成率 76%，單季稅後 EPS 2.51 元(原 3.31 元)。

累計前三季營收 164 億元、YoY +23%，營業利益 11.42 億元、YoY 97%，稅前淨利 13.6 億元、YoY 82%，稅後淨利 8.77 億元、YoY 48%，稅後 EPS 7.21 元。

Exhibit 4：華擎季財報實際與預估差異

華擎(3515)

unit:NT\$m	3Q23	2Q24	3Q24	3Q24(F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY
Net Sales	4,902	5,224	6,266	6,031	20%	28%	4%	23%
Margin%	20.12%	22.55%	20.09%	23.00%	- 2.46	- 0.03	- 2.91	
Operating Profit	283	379	463	560	22%	63%	-17%	97%
Operating Margin	5.78%	7.25%	7.39%	9.28%	0.14	1.61	- 1.89	
Total non-ope inc.	91	69	23	49				
Pre-tax profit	375	447	486	609	9%	30%	-20%	82%
Net Profit	309	264	305	403	15%	-1%	-24%	48%
EPS	2.53	2.17	2.51	3.31				

Source:華擎, 12/2024

3Q24 除 IPC 季衰退外，餘均季增雙位數，前三季主要成長來自 General Server 及 AI Server 的挹注

3Q24 除 IPC 季衰退外，餘均季增雙位數，前三季主要成長來自 General Server 及 AI Server 的挹注

華擎 3Q24 營收比重，MB 占 38%、QoQ +1pts、YoY -7pts，IPC 占約 5%、QoQ -3pts、YoY -2pts，Server 占約 36%、QoQ +4pts、YoY +23pts，其他占 21%(主要以 VGA 為主，餘為 DT 及 MNT 占低個位數)、QoQ -2pts、YoY -14pts。其中 3Q24 營運四大產品線，MB、Server 及 Others 均季成長，尤以 Server 季增 34%為最，僅 IPC 逆勢季衰退 25%。累計前三季營收比重，MB 占 40%、YoY -1%、IPC 占 7%、YoY +10%、Server 占 29%、YoY 270%、Others 占 24%、YoY -5%。其中 2024 年 Server 為主要成長動能，包括 General Server 的顯著回升及 AI Server 出貨推升。

Exhibit 5：華擎季營收成長及年成長

營收比重	3Q24	QoQ	YoY	累計	累計YoY
MB	38%	23%	8%	40%	-1%
IPC	5%	-25%	-9%	7%	10%
Server	36%	34%	247%	29%	207%
Other DT VGA	21%	11%	-23%	24%	-5%
合計	100%	20%	28%	100%	23%

Source:華擎, 12/2024

各產品營運現況及未來表現

各產品營運現況及未來表現

1) MB=>前三季營運辛苦，9月AMD新品、10月INTEL新品，自10月後AMD新品拿到很好的市佔率，對ASP及GMR均大有助益。MB的AMD市佔率高，高階賣的不錯，相較過去這市場是INTEL主導，目前看來直至1H25高階多仍是AMD的市場。

2) VGA=>價格止穩、毛利率穩定，全年成長，ASP高階領域AMD的市佔率少，故整體的ASP下滑，但對整體營收全年仍是看成長，價格有合理的毛利率。INTEL13日發表新品，華擎仍是獨占，明年INTEL可以多賣一些，價格250美元左右，相較過去200美元以下好。AMD明年新品推出，明年整體VGA產業樂觀，預期NVIDIA不會有殺價搶市的行為，毛利率穩定在合理水準，對華擎來說是好的。1Q25板卡是樂觀的，明年一整年的MB仍是個位數的成長，華擎能比業界再好一些，1Q25、2Q25均會比今年同期好，ASP提升，前兩季板卡算樂觀期待。

3) MNT=>營運持平，今年銷量Double，明年有新的市場及新的客戶加進來，預期會再Double，毛利率仍ok。

4) DT=>今年標案數量變少，出貨量少，明年會有多一些的標案，毛利率還不錯。12. Power Supply 新產品，由高階產品作起，市場反應不錯，進展比MNT還快，MNT是消費性需求，Power Supply是透過INTEL現有的MB一起的通路，RD能有發揮貢獻的地方，市場反應不錯，高中階支援NV 5000系列的卡，新的Power Supply設計，高階有合新卡的規格，比MNT成長更快。2025年除MB、VGA外，Power Supply是另一個成長的動能之一。

5) IPC(東擎)=>今年與去年持平，需求相對疲弱，有看到一些案子，1Q25仍持平，2Q25、3Q25會有標案進來，可能那時才看的到營運回升。

6) Server(永擎)=>AI Server H100平台挹注相對競爭對手晚了2季，自2Q24開始，3Q24底及4Q24才顯著放量，目前進入H100及H200轉換期，1Q25、2Q25出貨仍以H200為主，GB200 2Q25才會推出樣品給客戶，今年營運還不錯，明年是樂觀期待，單價高、毛利率低，H100毛利率較差，H200希望可以維持，General Server明年會成長，不會像今年成長1倍以上，明年的成長性因基期因素，會收斂不會那麼高。AI Server的出貨對象主要是以算力公司為主。

展望4Q24，受惠MB新品拉貨及AI Server強勁挹注，營收季增37%，單季稅後EPS 3.26元，累計2024年稅後EPS 10.34元

展望4Q24，受惠MB新品拉貨及AI Server強勁挹注，營收季增37%，單季稅後EPS 3.26元，累計2024年稅後EPS 10.34元

展望4Q24，MB新品拉貨，加上AI Server的成長動能，11月營收34.75億元、MoM 13%、YoY 59%，季營收達成率87%，遠優於預期，其中永擎營收14.84億元、MoM 2%，華擎本身營收的板卡為主要成長動能，過往經驗年末12月出貨及營收均會回檔，元富預期單季營收在85~90億元間，元富調整4Q24營收上修至86.03億元、QoQ 37%、YoY 53%，單季稅後EPS 3.26元(原3.27元)，累計2024年營收250億元、YoY 32%，毛利率19.46%、YoY -0.71pts，稅後淨利13.04億元、YoY 42%，稅後EPS 10.34元(原10.35元)。

展望 2025 年，主要成長動能仍是來自 AI Server，MB 及 VGA 年增個位數，IPC 回復成長，推估全年營收年增約 48%，稅後 EPS 13.91 元

展望 2025 年，主要成長動能仍是來自 AI Server，MB 及 VGA 年增個位數，IPC 回復成長，推估全年營收年增約 48%，稅後 EPS 13.91 元

展望 2025 年，1H25 MB 及 VGA 新品表現樂觀期待，預期全年產業有個位數年成長，華擎表現將優於產業；Server 方面，General Server 2024 年大幅成長墊高基期後，2025 年成長趨緩，AI Server 仍是主要的成長動能，推估 Server 營收將由 2024 年 92 億元大幅成長至 202 億元、YoY 120%；IPC 方面，與企業資本支出有關，由於 2024 年基期偏低，2025 年預期有雙位數成長。元富預估 2025 年營收 370 億元、YoY 48%，毛利率 15.71%、YoY -3.65pts，營益率 7.02%、YoY 0.05pts，稅後淨利 17.23 億元、YoY 34%，稅後 EPS 13.91 元(原 13.61 元)

Exhibit 6：華擎年營收成長預估

營收比重	4Q24	QoQ	YoY	2024	YoY	2025	YoY
MB	29%	5%	6%	48%	1%	26%	5%
IPC	4%	0%	-7%	8%	6%	4%	15%
Server	51%	95%	279%	48%	238%	55%	120%
Other DT VGA	16%	5%	-22%	28%	-10%	15%	5%
合計	100%	37%	53%	132%	32%	100%	48%

Source:元富預估, 12/2024

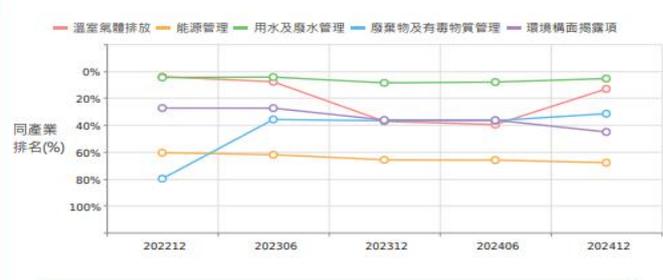
短期營收及股價處相對高檔區，不建議追高，待營收回落或獲利不如預期，再行留意佈局

短期營收及股價處相對高檔區，不建議追高，待營收回落或獲利不如預期，再行留意佈局

元富預估 2024、2025 年稅後 EPS 10.34 元及 13.91 元，目前股價 242 元，PER 17X，股價未明顯偏高，惟短期營收連兩季大幅爆衝，後續營收因基期因素，季增率大增有限，而 AI Server 挹注造成的毛利率下滑，不確定仍高，故短期不建議追高，待營收回檔或財報獲利低於市場預期，再考慮佈局，評等給予買進，目標價由 220 元上修至 280 元。

ESG 企業永續指標(分項指標)

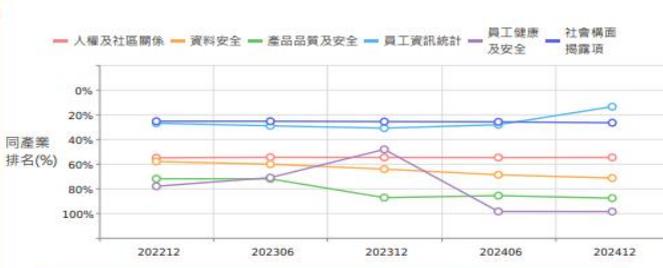
環境 Environmental SASB主產業排名



環境構面分析

- 溫室氣體排放於SASB主產業排名為領先，位序13.2%，近三期排名上升24.0%。
- 能源管理於SASB主產業排名為中後，位序68.0%。
- 用水及廢水管理於SASB主產業排名為領先，位序5.5%。
- 廢棄物及有毒物質管理於SASB主產業排名為中前，位序31.6%，近三期排名上升5.3%。
- 環境構面揭露項於SASB主產業排名為中後，位序45.2%，近三期排名下降8.9%。

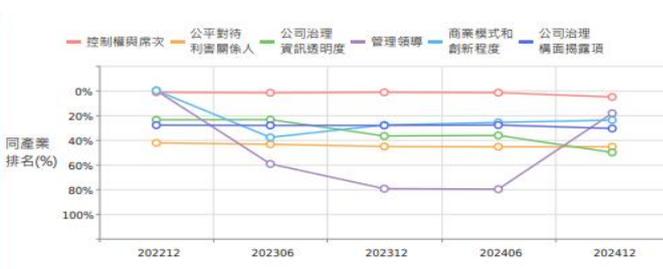
社會 Social SASB主產業排名



社會構面分析

- 人權及社區關係於SASB主產業排名為中後，位序54.8%。
- 資安及客戶隱私於SASB主產業排名為中後，位序71.5%，近三期排名下降7.2%。
- 產品品質及安全於SASB主產業排名為領先，位序87.8%。
- 員工統計於SASB主產業排名為領先，位序13.7%，近三期排名上升17.4%。
- 員工健康及安全於SASB主產業排名為中後，位序98.7%，近三期排名下降50.4%。
- 社會揭露項於SASB主產業排名為中前，位序26.7%。

治理 Governance SASB主產業排名



治理構面分析

- 控制權與席次於SASB主產業排名為領先，位序5.2%。
- 公平對待利害關係人於SASB主產業排名為中前，位序45.5%。
- 公司治理資訊透明度於SASB主產業排名為中前，位序50.1%，近三期排名下降13.3%。
- 管理領導於SASB主產業排名為領先，位序18.4%，近三期排名上升61.1%。
- 商業模式和創新於SASB主產業排名為中前，位序23.9%。
- 公司治理構面揭露項於SASB主產業排名為中前，位序30.7%。

資料來源：TEJ

Comprehensive income statement					Consolidated Balance Sheet				
Year-end Dec. 31	NT\$m				Year-end Dec. 31	NT\$m			
	FY22	FY23	FY24E	FY25F		FY22	FY23	FY24E	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	17,121	16,478	25,047	37,024	Cash	3,588	3,046	-486	-4,738
COGS	13,420	13,417	20,196	31,204	Marketable securities	339	1,875	1,271	1,271
Gross profit	3,701	3,061	4,850	5,820	A/R & N/R	1,633	1,950	2,723	4,025
Operating expense	2,516	2,682	3,104	3,217	Inventory	8,010	6,376	10,828	16,729
Operating profit	1,185	378	1,746	2,603	Others	423	305	305	305
Total non-operate. Inc.	246	154	262	173	Total current asset	13,994	13,553	14,642	17,593
Pre-tax profit	1,431	1,218	2,003	2,773	Long-term invest.	2	23	23	23
Total Net profit	1,227	686	1,593	2,204	Total fixed assets	462	351	367	384
Minority	161	109	312	480	Total other assets	303	424	424	424
Net Profit	1,066	991	1,282	1,723	Total assets	14,768	14,375	15,456	18,423
EPS (NT\$)	8.74	4.73	10.34	13.91	Short-term Borrow	625	0	0	0
Y/Y %	FY22	FY23	FY24E	FY25F	A/P & N/P	2,934	3,215	4,628	7,150
Sales	(13.4)	(3.8)	52.0	47.8	Other current liab.	2,255	2,165	1,555	1,576
Gross profit	(33.5)	(17.3)	58.5	20.0	Total current liab.	5,814	5,380	6,183	8,726
Operating profit	(61.2)	(68.1)	361.6	49.1	L-T borrow s	0	0	0	0
Pre-tax profit	(53.2)	(14.9)	64.4	38.5	Other L-T liab.	60	112	112	112
Net profit	(55.2)	(7.1)	29.4	34.4	Total liability.	5,874	5,492	6,295	8,838
EPS	(55.3)	(45.9)	118.8	34.4	Common stocks	1,220	1,216	1,239	1,239
Margins %	FY22	FY23	FY24E	FY25F	Reserves	3,253	3,188	3,188	3,188
Gross	21.6	18.6	19.4	15.7	Retain earnings	4,421	4,479	4,734	5,158
Operating	6.9	2.3	7.0	7.0	Total Equity	8,894	8,883	9,161	9,585
EBITDA	8.3	7.3	7.6	6.0	Total Liab. & Equity	14,768	14,375	15,456	18,423
Pre-tax	8.4	7.4	8.0	7.5					
Net	6.2	6.0	5.1	4.7					

Comprehensive Quarterly Income Statement					Consolidated Statement of Cash flow				
	NT\$m				Year-end Dec. 31	NT\$m			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E		FY22	FY23	FY24E	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	4,953	5,224	6,266	8,603	Net income	1,066	991	1,282	1,723
Gross profit	1,012	1,178	1,259	1,402	Dep & Amort	134	191	34	36
Operating profit	300	379	463	599	Investment income	0	0	0	0
Total non-ope inc.	126	69	23	44	Changes in W/C	-9	1,678	-3,812	-4,681
Pre-tax profit	427	447	486	643	Other adjustment	-51	-224	-224	-224
Net profit	308	264	305	405	Cash flow – ope.	1,141	2,636	-2,720	-3,146
EPS	2.49	2.13	2.46	3.26	Capex	-88	-16	-16	-16
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	Change in L-T inv.	0	0	0	0
Net sales	12.7	27.8	27.8	53.4	Other adjustment	957	-1,481	0	0
Gross profit	38.6	43.5	27.6	8.5	Cash flow –inve.	869	-1,497	-16	-16
Operating profit	99.0	163.0	63.3	5.3	Free cash flow	1,053	2,620	-2,736	-3,162
Net profit	146.3	67.2	(1.2)	23.7	Inc. (Dec.) debt	625	-625	0	0
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	Cash dividend	-1,611	-1,081	-1,004	-1,299
Net sales	(11.7)	5.5	19.9	37.3	Other adjustment	1,855	209	209	209
Gross profit	(21.7)	16.4	6.8	11.4	Cash flow -Fin.	869	-1,497	-796	-1,091
Operating profit	(47.2)	26.2	22.2	29.4	Exchange influence	393	-1	0	0
Net profit	(5.8)	(14.2)	15.5	32.6	Change in Cash	1,374	-542	-3,532	-4,253
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	Ratio Analysis				
Gross	20.4	22.5	20.1	16.3	Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F
Operating	6.1	7.3	7.4	7.0	ROA	6.95	6.80	8.59	10.17
Net	6.2	5.1	4.9	4.7	ROE	12.06	11.15	14.21	18.39

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.