

和碩 (4938 TT) Pegatron

靜待車用及伺服器業務成長茁壯

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$92.0

收盤價 (2025/03/24) : NT\$91.5
隱含漲幅 : 0.5%

營收組成 (4Q24)

資訊產品 13%、消費性電子產品 7%、通訊產品 71%、其他 9%。

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\$)	92	105
2025年營收 (NT\$/十億)	1177.4	1353.1
2025年EPS	6.1	7.0

交易資料表

市值	NT\$243,610百萬元
外資持股比率	32.7%
董監持股比率	6.1%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$79.30
負債比	64.2%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2023A	2024A	2025F	2026F
營業收入	1,256,783	1,125,349	1,177,384	1,266,154
營業利益	14,753	12,501	16,386	15,599
稅後純益	15,713	16,877	16,301	15,392
EPS (元)	5.89	6.33	6.11	5.77
EPS YoY (%)	4.2	7.4	-3.4	-5.6
本益比 (倍)	15.5	14.5	15.0	15.9
股價淨值比 (倍)	1.3	1.2	1.2	1.1
ROE (%)	8.0	8.2	7.7	7.1
現金殖利率 (%)	4.4%	4.9%	4.6%	4.3%
現金股利 (元)	4.00	4.50	4.16	3.93

蘇子錚

Alex.Su@yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

元大觀點

- ◆ NB 已提前拉貨，加上手機業務淡季效應，預估 1Q25 營收季減 16%。
- ◆ AI 伺服器通過美系中型 CSP 業者認證，最快 2H25 量產。
- ◆ 儘管伺服器及車用業務陸續有斬獲，但 2025 年成長幅度低於預期，下修 2025 年獲利 13%，維持持有評等，目標價 92 元。

消費性產品淡季效應，預估 1Q25 營收季減 16%

和碩 4Q24 營收 3,270 億元，季增 11%、年減 4%；毛利率 3.6%，季減 0.5 個百分點、年減 0.2 個百分點，低於本中心預期 0.5 個百分點，主因產品組合轉差；EPS 1.4 元，符合本中心預期，然低於市場預期 15%。管理層表示，消費性產品進入拉貨淡季，預計 1Q25 及 2Q25 營收皆呈季減，NB 專案提前拉貨，後續觀察關稅影響，預估 2Q25 NB 出貨量重回季增，IoT 及寬頻業務營收成長，預估和碩 1Q25 營收為 2,740 億元，季減 16%，毛利率 4.5%，季減 0.9 個百分點，EPS 1.51 元，季增 8%、年增 24%，下修 3%。

AI 伺服器通過客戶認證，最快 2H25 量產

管理層看好 2025 年營運狀況，認為 2025 年 AI PC 滲透率較 2024 年提升，ASP 可望增加並帶動換機潮，且 AI 伺服器已通過美系中型 CSP 業者認證，2H25 可望出貨。和碩近期已出貨少量的 GB200 給美系客戶，並且通過認證；不過，由於 GB200 零組件供貨較緩影響進度，加上 GB300 即將登場，客戶恐等待 GB300 量產，預計和碩 AI 伺服器訂單恐落在 2026 年；另外，中國手機市場競爭激烈，iPhone 市占率下滑，加上紅色供應鏈積極競爭代工份額，恐衝擊和碩代工份額，預估和碩 2025 年營收 1,177 兆，年增 5%，EPS 6.11 元，年減 3%。

車用營收持續穩定成長，然目前評價合理維持持有評等

儘管近期仍有關稅議題影響，但車用主要客戶並未要求將廠房移至美國生廠，預計將持續在墨西哥製造。和碩持續取得歐系及日系車廠相關車用電腦零組件，預計 2025 年車用營收維持雙位數成長。和碩 2025 年資本支出達 3-3.5 億美元，若後續在美國設廠資本支出會再提高。本中心下修和碩 2025 年營收及獲利 13%及 13%，主要考量手機業務持續競爭影響代工份額，加上車用及伺服器業務成長低於預期；不過，受惠於手機業務未來比重將逐步下降，未來產品組合可望改善，目前股價評價合理，維持持有評等，目標價 92 元以 2025 年預估每股盈餘及 15 倍本益比推得。

營運分析

4Q24 產品組合轉差，毛利率低於預期 0.5 個百分點

和碩 4Q24 營收為 3,270 億元，季增 11%、年減 4%；毛利率 3.6%，季減 0.5 個百分點、年減 0.2 個百分點，主因消費性產品(手機)營收比重提升產品組合轉差，加上海外產能擴充費用較高影響，毛利率低於本中心/市場預期 0.5/0.4 個百分點，營業利益率 0.9%，低於本中心及市場預期 0.2 及 0.5 個百分點，業外收益主要受惠於匯兌利益及投資利得，稅後淨利 37 億元，季減 13%、年減 25%，EPS 1.4 元，季減 13%、年減 25%，符合本中心預期，然低於市場預期 15%。

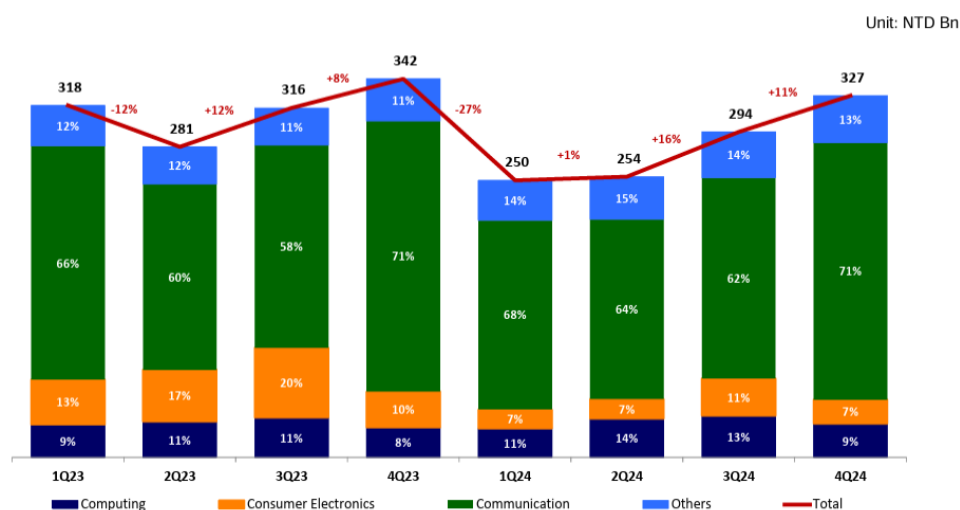
4Q24 產品組合：Computing 13%、Consumer 7%、Communication 71%、Others 9%，資訊產品出貨動能佳，但受淡季影響，季減 19%、年增 13%；消費性電子受終端需求不佳，季減 36%、年減 33%；通訊產品受惠新機發表拉貨，季增 28%、年減 5%。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	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	342,169	294,230	327,004	11.1%	-4.4%	343,444	338,452	-4.8%	-3.4%
營業毛利	13,056	12,040	11,813	-1.9%	-9.5%	14,156	13,738	-16.6%	-14.0%
營業利益	4,458	3,640	2,901	-20.3%	-34.9%	3,905	4,564	-25.7%	-36.4%
稅前利益	7,902	6,578	5,954	-9.5%	-24.6%	6,079	6,764	-2.1%	-12.0%
稅後淨利	4,995	4,296	3,737	-13.0%	-25.2%	3,752	4,410	-0.4%	-15.3%
調整後 EPS (元)	1.87	1.61	1.40	-13.0%	-25.2%	1.41	1.65	-0.4%	-15.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	3.8%	4.1%	3.6%	-0.5	-0.2	4.1%	4.1%	-0.5	-0.4
營業利益率	1.3%	1.2%	0.9%	-0.3	-0.4	1.1%	1.3%	-0.2	-0.5
稅後純益率	1.5%	1.5%	1.1%	-0.3	-0.3	1.1%	1.3%	0.1	-0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：和碩產品組合



資料來源：公司資料

AI 伺服器最快 2H25 量產，然手機業務競爭態勢加劇

管理層看好 2025 年營運狀況，認為 2025 年 AI PC 滲透率較 2024 年提升，ASP 可望增加並帶動換機潮，且 AI 伺服器已通過美系中型 CSP 業者認證，2H25 可望出貨。和碩近期已出貨少量的 GB200 給美系客戶，並且通過認證；不過，由於 GB200 零組件供貨較緩影響進度，加上 GB300 即將登場，客戶恐等待 GB300 量產，預計和碩 AI 伺服器訂單恐落在 2026 年。

另外，根據調查，美系客戶新推出的 iPhone 16e 近期已經出現下修的狀況，預計全年出貨量僅 1,800-2,000 萬支，低於原先展望的 2,400-2,500 萬支，且受到中國需求不如預期影響，預期全年 iPhone 手機出貨量僅年持平。中國手機市場競爭激烈，iPhone 市占率下滑，加上紅色供應鏈積極競爭代工份額，恐衝擊和碩代工份額，預估和碩 2025 年營收 1.177 兆，年增 5%，較前次預估下修 13%；EPS 6.11 元，年減 3%，較前次預估下修 13%。

圖 3：2025 年第 1 季、2025 年第 2 季獲利預估調整

(百萬元)	1Q25 估		2Q25 估		調整幅度	
	調整後	調整前	調整後	調整前	1Q25	2Q25
營業收入	274,043	288,483	269,067	314,677	-5.0%	-14.5%
營業毛利	12,441	12,707	12,819	13,895	-2.1%	-7.7%
營業利益	3,933	4,199	4,368	3,994	-6.3%	9.4%
稅前利益	5,793	6,313	6,228	6,012	-8.2%	3.6%
稅後淨利	4,022	4,130	4,306	3,852	-2.6%	11.8%
調整後 EPS (元)	1.51	1.55	1.62	1.44	-2.6%	11.8%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	4.5%	4.4%	4.8%	4.4%	0.1	0.3
營業利益率	1.4%	1.5%	1.6%	1.3%	0.0	0.4
稅後純益率	1.5%	1.4%	1.6%	1.2%	0.0	0.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估

2025 年美系 CSP 資本支出在高基期下，年增幅將放緩至 34%

在 ChatGPT 等 AI 應用陸續推出於市場，各大業者紛紛開始研發自有超級大模型，帶動 2024 年 AI 伺服器需求大幅成長，2024 年美國四大 CSP 業者資本支出年增 55%至 2,283 億美元。四大 CSP 業者積極採購 AI 伺服器，2024 年採購量大約達到 10 萬台 H100/H200 伺服器，為了能夠在資料中心放置更多的伺服器，CSP 業者增加許多供電系統、升級基礎設備，並且持續加蓋新資料中心以放置更多 AI 伺服器，強化自家大模型，未來即可推出相關的 AI 服務或軟體。

展望 2025 年，根據四大 CSP 業者的法說會指引，2025 年的資本支出將較 2024 年成長，雖然各業者 2025 年 GB200 採購需求暢旺，總金額可望超過 40 億美元，將帶動資本支出成長，但在高基期下，預期 2025 年增幅將會放緩，預估四大 CSP 2025 年資本支出為 3,051 億美元，年增 34%。

圖 4：CSP 資本支出預估

CAPEX(US\$mn)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Google	31,485	32,251	52,535	75,000	83,542
Microsoft	24,768	35,202	55,552	67,619	74,389
Amazon	63,645	52,729	82,999	100,000	110,882
Meta	31,431	27,266	37,256	62,500	68,141
Total	151,329	147,448	228,342	305,119	336,954
YoY Growth (%)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Google	27.8%	2.4%	62.9%	42.8%	11.4%
Microsoft	6.7%	42.1%	57.8%	21.7%	10.0%
Amazon	4.2%	-17.2%	57.4%	20.5%	10.9%
Meta	68.7%	-13.3%	36.6%	67.8%	9.0%
Total	18.7%	-2.6%	54.9%	33.6%	10.4%

資料來源：元大投顧整理

安菲諾零組件供不應求，GB200 2 月開始小量出貨

B200 晶片在過去幾個月面臨良率挑戰，主因封裝過程中零部件熱膨脹係數不匹配，導致晶片翹曲並引發功能性故障。此外，為提升散熱效率，Blackwell 系列將 Hopper 系列的不鏽鋼環狀 Stiffener 改為石墨烯均熱片，但這在封裝時可能導致散熱膏貼合不良，為解決此問題，均熱片表面設計改為沙漏形，有效降低封裝貼合的不良率，顯著提升良率，上述問題目前皆已解決。

先前出現的各種問題已經解決，但目前仍有幾個問題存在，受到先前 Nvidia 將 Switch Tray HDI 主板改成 PCB 材料，並將 Overpass 數量減少並重新設計排列，該設計花較多時間重新認證，目前材料廠如 CCL 供應商 2024 年 12 月開始才會陸續量產 Switch Tray 用的 CCL，因此現階段組裝廠只有取得少量的 Switch Tray，造成出貨時程大幅遞延。

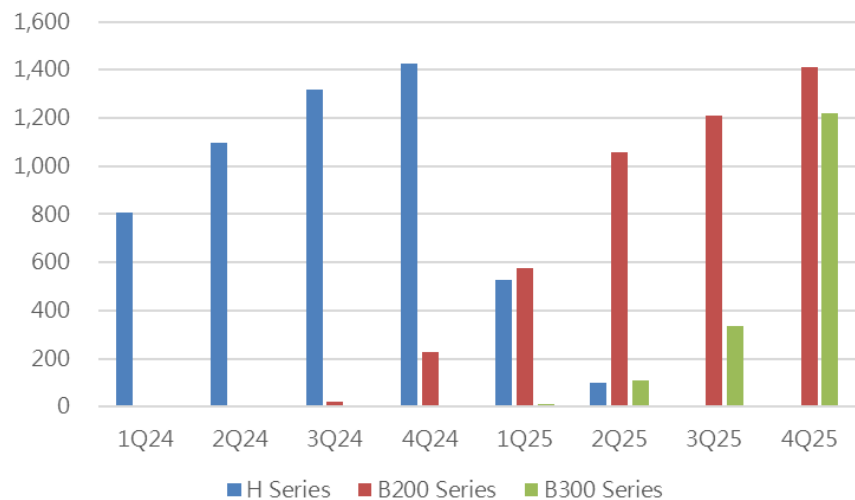
另外，安菲諾獨家供應的連接器(cable cartridge)，是 NV 設計的一種高性能數據傳輸連接器，主要用於 GPU/GPU 或 GPU/CPU 之間高速數據通信。透過 NVLink，Cartridge 能提供比 PCIe 更高的傳輸速率及更低的延遲性，並且可以讓多張 GPU 協助進行運算，共享內存和資源，大幅度提升運算效率，適合應用於 AI 訓練、大數據分析、高性能計算(HPC)等。

根據調查，之前安菲諾生產的 cable cartridge 有效能問題，導致 GPU 無法使用 100%的效能進行平行運算，組裝廠僅有少量的 cartridge 造成多數 GB200 無法大量生產，且先前 Switch Tray 設計變更也讓出貨時程往後遞延。

目前 cable cartridge 良率已經調整完成，但生產產能不足影響到 2025 年上半年 GB200 出貨量，預估 1Q25/2Q25 安菲諾僅能供應 4,000/7,500 櫃 GB200，下半年在 TE 加入供應鏈後，供貨量可望翻倍，預估 2025 年 GB200 出貨量約 3.5-4 萬櫃。

另外，目前 GB300 的晶片、NVQD、滑軌、水冷板、BBU 等零組件規格已確定，但由於該版本主要是賣 B300 Socket 給業者自行設計並組裝，目前 ODM 尚未取得 B300 晶片，因此無法測試 GB300 伺服器機櫃，現階段僅初期與客戶合作研發 GB300 系統設計，並沒有看到客戶要求提前 GB300 相關專案，預估最快要 4Q25 才能小量生產，且需要觀察相關新零組件是否有良率問題造成遞延。

圖 5：AI 晶片出貨量預估，B200/B300 分別在上下半年量產



資料來源：元大投顧；*出貨量為千個晶片。

獲利調整與股票評價

維持和碩持有評等，目標價 92 元

和碩持續提升車用及伺服器營收比重，已成為 Nvidia 合作夥伴，可望布局未來 MGX 伺服器產品，並持續推薦自家水冷設計技術，GB200 伺服器機櫃(IT Rack)已順利通過客戶認證，最快 2H25 量產出貨，不過，屆時 GB300 也將進入量產期，客戶有機率等待新產品推出後再拉貨，本中心預估和碩的伺服器營收爆發期落在 2026 年。車用部分，儘管近期仍有關稅議題影響，但車用主要客戶並未要求將廠房移至美國生廠，預計將持續在墨西哥製造，和碩持續取得歐系及日系車廠相關車用電腦零組件，預計 2025 年車用營收維持雙位數成長。

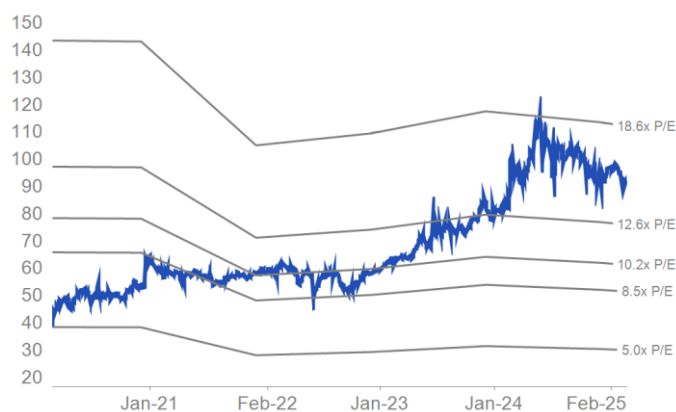
本中心下修和碩 2025 年營收及獲利 13%及 13%，主要考量手機業務持續競爭影響代工份額，加上車用及伺服器業務成長低於預期；不過，受惠於手機業務未來比重將逐步下降，未來產品組合可望改善，目前股價評價合理，維持持有評等，目標價 92 元以 2025 年預估每股盈餘及 15 倍本益比推得。

圖 6：2025 和 2026 年財務預估調整

(百萬元)	2025 估		2026 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2025	2026
營業收入	1,177,384	1,353,130	1,266,154	-	-13.0%	-
營業毛利	53,295	60,966	58,782	-	-12.6%	-
營業利益	16,386	20,557	15,599	-	-20.3%	-
稅前利益	23,926	28,832	23,139	-	-17.0%	-
稅後淨利	16,301	18,740	15,392	-	-13.0%	-
調整後 EPS (元)	6.11	7.03	5.77	-	-13.0%	-
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	4.5%	4.5%	4.6%	-	0.0	-
營業利益率	1.4%	1.5%	1.2%	-	-0.1	-
稅後純益率	1.4%	1.4%	1.2%	-	0.0	-

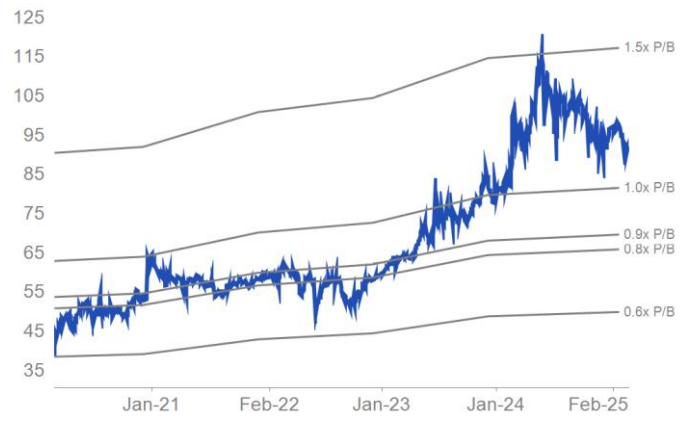
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：12 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 9：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(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
和碩	4938 TT	持有-超越同業	91.5	7,382	6.33	6.11	5.77	14.5	15.0	15.9	7.4	(3.4)	(5.6)
國外同業													
立訊精密	002475 CH	未評等	40.8	39,806	1.9	2.4	3.0	21.8	16.8	13.8	21.7	29.3	22.0
歌爾聲學	002241 CH	未評等	27.1	12,944	0.9	1.1	1.3	28.9	24.6	20.8	193.5	17.5	18.1
藍思科技	300433 CH	未評等	25.8	17,284	0.8	1.1	1.3	31.9	23.5	19.7	32.2	35.7	19.3
比亞迪電子	285 HK	未評等	373.8	154,820	13.5	17.8	22.3	27.7	21.0	16.8	30.7	32.1	25.0
國外同業平均					4.3	5.6	7.0	27.6	21.5	17.8	69.5	28.6	21.1
國內同業													
鴻海	2317 TT	持有-超越同業	163.0	69,433	11.0	14.0	14.4	14.8	11.6	11.4	7.4	27.3	2.4
廣達	2382 TT	買進	249.5	29,954	15.5	20.0	22.3	16.1	12.5	11.2	50.5	29.1	11.3
緯創	3231 TT	未評等	103.5	9,250	6.2	8.4	10.2	16.6	12.3	10.2	52.4	35.5	20.7
仁寶	2324 TT	持有-超越同業	36.4	4,933	2.3	2.8	3.0	15.8	13.1	12.1	30.7	20.9	7.9
英業達	2356 TT	持有-超越同業	46.0	5,162	2.1	2.7	3.1	22.1	17.3	15.1	21.6	28.1	14.7
國內同業平均					7.4	9.6	10.6	17.1	13.4	12.0	32.5	28.2	11.4

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 10：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)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
和碩	4938 TT	持有-超越同業	91.5	7,382	8.2	7.7	7.1	77.67	79.30	80.93	1.2	1.2	1.1
國外同業													
立訊精密	002475 CH	未評等	40.8	39,806	19.4	20.7	20.9	9.9	12.4	14.3	4.1	3.3	2.8
歌爾聲學	002241 CH	未評等	27.1	12,944	9.5	10.4	11.2	10.0	10.6	11.7	2.7	2.6	2.3
藍思科技	300433 CH	未評等	25.8	17,284	8.4	10.7	11.9	9.7	10.4	11.2	2.7	2.5	2.3
比亞迪電子	285 HK	未評等	373.8	154,820	23.9	25.9	26.0	58.8	73.4	92.1	6.4	5.1	4.1
國外同業平均					15.3	16.9	17.5	22.1	26.7	32.3	4.0	3.4	2.9
國內同業													
鴻海	2317 TT	持有-超越同業	163.0	69,433	9.7	11.0	10.6	118.4	127.6	135.3	1.4	1.3	1.2
廣達	2382 TT	買進	249.5	29,954	28.4	30.7	31.4	57.6	65.1	71.0	4.3	3.8	3.5
緯創	3231 TT	未評等	103.5	9,250	15.5	18.6	19.0	42.3	46.5	55.5	2.5	2.2	1.9
仁寶	2324 TT	持有-超越同業	36.4	4,933	7.7	8.9	9.3	29.9	31.1	32.2	1.2	1.2	1.1
英業達	2356 TT	持有-超越同業	46.0	5,162	11.9	14.3	14.7	18.0	18.9	20.8	2.6	2.4	2.2
國內同業平均					14.6	16.7	17.0	53.2	57.8	62.9	2.4	2.2	2.0

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 11：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	250,400	253,715	294,230	327,004	274,043	269,067	295,191	339,084	1,125,349	1,177,384
銷貨成本	(239,817)	(242,117)	(282,191)	(315,191)	(261,602)	(256,248)	(281,493)	(324,747)	(1,079,316)	(1,124,090)
營業毛利	10,583	11,598	12,040	11,813	12,441	12,819	13,698	14,337	46,033	53,295
營業費用	(7,560)	(8,662)	(8,399)	(8,911)	(8,508)	(8,451)	(9,400)	(10,550)	(33,532)	(36,909)
營業利益	3,023	2,936	3,640	2,901	3,933	4,368	4,298	3,787	12,501	16,386
業外利益	2,167	6,566	2,938	3,053	1,860	1,860	1,910	1,910	14,723	7,540
稅前純益	5,190	9,502	6,578	5,954	5,793	6,228	6,208	5,697	27,224	23,926
所得稅費用	(1,409)	(3,294)	(1,595)	(1,772)	(1,564)	(1,682)	(1,614)	(1,481)	(8,071)	(6,341)
少數股東權益	523	622	687	445	207	240	387	450	2,277	1,284
歸屬母公司稅後純益	3,257	5,586	4,296	3,737	4,022	4,306	4,207	3,766	16,877	16,301
調整後每股盈餘(NT\$)	1.22	2.10	1.61	1.40	1.51	1.62	1.58	1.41	6.33	6.11
調整後加權平均股數(百萬股)	2,666	2,666	2,666	2,666	2,666	2,666	2,666	2,666	2,666	2,666
重要比率										
營業毛利率	4.2%	4.6%	4.1%	3.6%	4.5%	4.8%	4.6%	4.2%	4.1%	4.5%
營業利益率	1.2%	1.2%	1.2%	0.9%	1.4%	1.6%	1.5%	1.1%	1.1%	1.4%
稅前純益率	2.1%	3.8%	2.2%	1.8%	2.1%	2.3%	2.1%	1.7%	2.4%	2.0%
稅後純益率	1.3%	2.2%	1.5%	1.1%	1.5%	1.6%	1.4%	1.1%	1.5%	1.4%
有效所得稅率	27.2%	34.7%	24.3%	29.8%	27.0%	27.0%	26.0%	26.0%	29.6%	26.5%
季增率(%)										
營業收入	-26.8%	1.3%	16.0%	11.1%	-16.2%	-1.8%	9.7%	14.9%		
營業利益	-32.2%	-2.9%	24.0%	-20.3%	35.6%	11.1%	-1.6%	-11.9%		
稅後純益	-34.8%	71.5%	-23.1%	-13.0%	7.6%	7.1%	-2.3%	-10.5%		
調整後每股盈餘	-34.8%	71.5%	-23.1%	-13.0%	7.6%	7.1%	-2.3%	-10.5%		
年增率(%)										
營業收入	-21.3%	-9.6%	-6.8%	-4.4%	9.4%	6.1%	0.3%	3.7%	-10.5%	4.6%
營業利益	9.6%	-3.8%	-18.8%	-34.9%	30.1%	48.8%	18.1%	30.5%	-15.3%	31.1%
稅後純益	8.3%	78.6%	-6.3%	-25.2%	23.5%	-22.9%	-2.1%	0.8%	10.0%	-8.2%
調整後每股盈餘	8.3%	78.6%	-6.3%	-25.2%	23.5%	-22.9%	-2.1%	0.8%	7.4%	-3.4%

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

和碩成立於 2007 年，業務包含開發電腦周邊產品、通信技術及消費性電子產品予品牌供應商，從事產品組件的開發、設計和製造，結合 EMS 與 ODM 產業，成為新興 DMS 企業(設計整合服務製造)。主要產品包括手機、筆記型電腦、桌上型電腦、顯示器及車用電子等，營業據點遍布全球，大陸生產廠區包括蘇州、重慶、昆山、上海共四個廠區，台灣則有桃園、新店廠，另有捷克、墨西哥、印尼等廠，此外，北美(墨西哥廠)、印度及越南三座新廠區於 2022 年開始量產。

和碩 4Q24 各產品線營收比重分別為，資訊產品(包括 NB、DT 及 MB) 13%、消費性電子產品(遊戲機、平板及 IoT 相關產品) 7%、通訊產品(手機及網通設備) 71%、其他(華擎、景碩及車用) 9%。

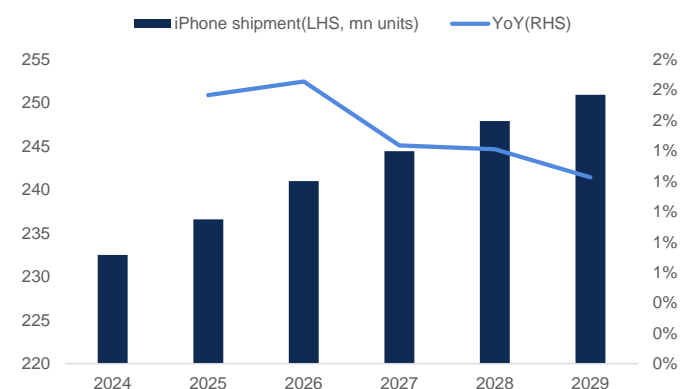
隨美系手機組裝業務利潤率逐漸降低，和碩近年來積極投入 IoT、AI、5G 等相關技術研發與產品設計進行轉型，相關產品應用裝置技術皆有所提升。和碩長期耕耘的車用電子，也切入美系電動車大廠供應鏈，包括高階 ECU (電子控制元件)、車用平板、機構件、線束、通訊模組等陸續發酵，目前對營收的貢獻仍小，隨著歐洲、美洲、亞洲客戶需求穩定成長，預估未來 5-10 年車用電子產品將保持每年雙位數的成長，成長可期。

圖 12：和碩全球據點



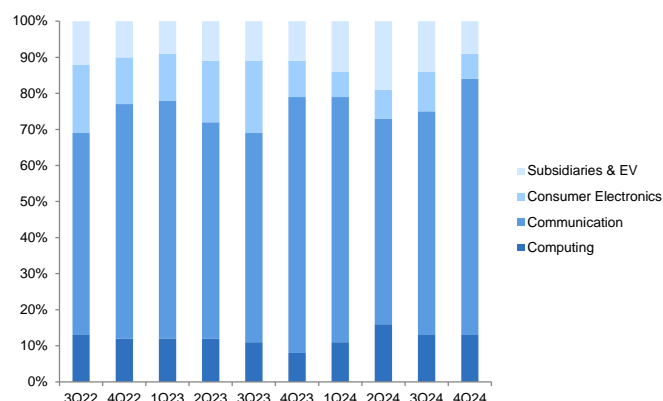
資料來源：公司資料

圖 13：iPhone 出貨量預估



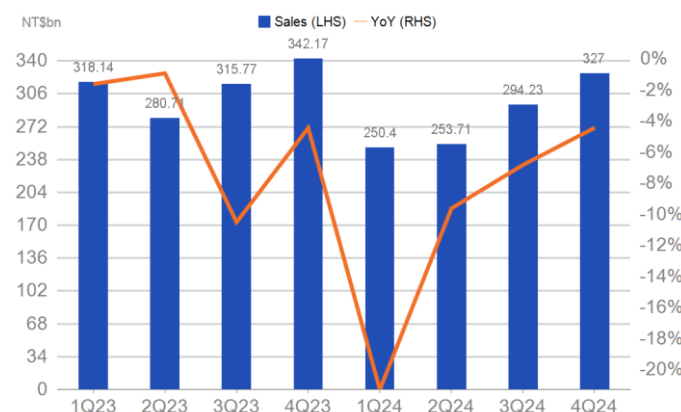
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：營收組成



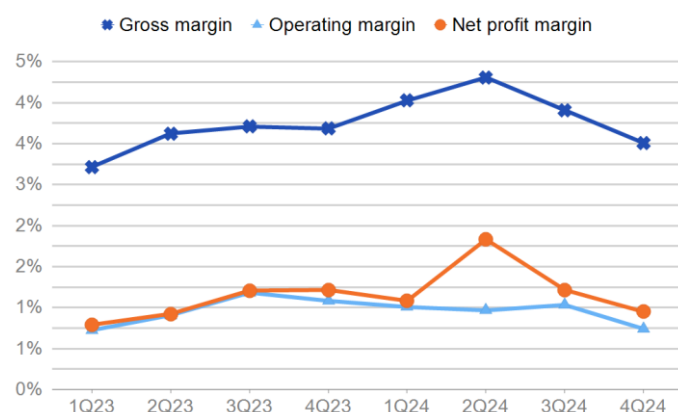
資料來源：公司資料

圖 15：營收趨勢



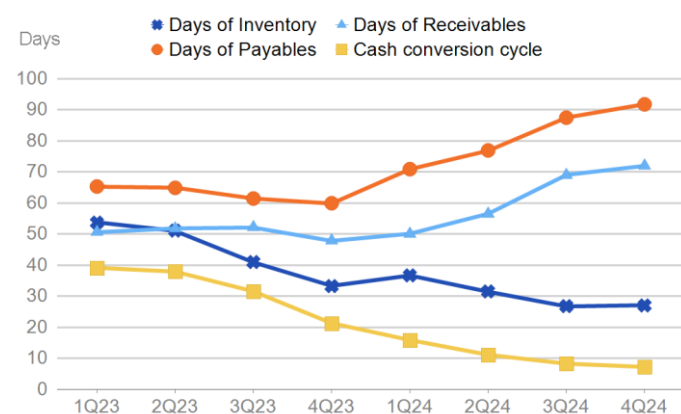
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：毛利率、營益率、淨利率



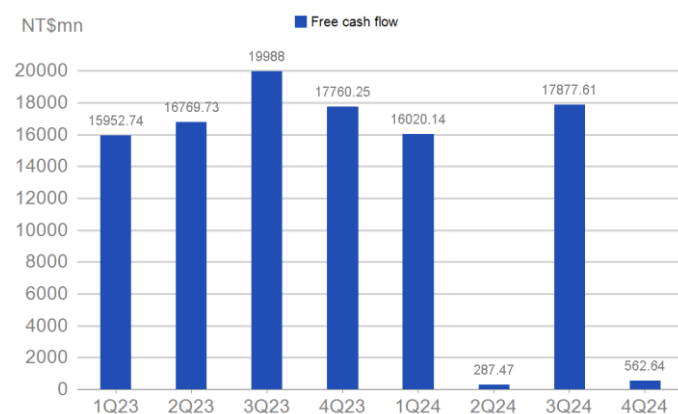
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**和碩聯合整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，在科技硬體行業的公司中排名同樣領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**和碩聯合的整體曝險屬於低等水準，高於科技硬體行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運碳排、人力資源、商業道德等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**和碩聯合在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司清楚揭露 ESG 相關事宜，且積極面對環境保護等議題和確實實施永續供應鏈，例如禁用童工等，表明對投資者和社會的強烈責任感。

圖 19：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	16.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	29.6
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	47.4
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	27

資料來源：Sustainalytics (2025/3/24)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	84,577	97,722	121,625	131,416	141,198
存貨	199,442	105,616	101,702	102,719	103,746
應收帳款及票據	190,247	154,906	265,171	267,823	270,501
其他流動資產	28,222	62,157	26,318	26,318	26,318
流動資產	502,488	420,401	514,817	528,277	541,765
採用權益法之投資	27,861	31,945	53,233	53,233	53,233
固定資產	79,690	75,303	79,017	73,151	67,291
無形資產	225	238	284	298	313
其他非流動資產	25,959	29,182	27,401	27,949	28,508
非流動資產	133,735	136,668	159,935	154,631	149,345
資產總額	636,223	557,069	674,752	682,908	691,110
應付帳款及票據	202,467	176,616	309,314	312,407	315,531
短期借款	79,589	45,164	23,819	24,533	25,269
什項負債	83,379	60,475	52,925	52,925	52,925
流動負債	365,436	282,256	386,057	389,865	393,725
長期借款	14,225	16,786	29,418	29,418	29,418
其他負債及準備	41,993	36,410	17,578	17,578	17,578
長期負債	56,219	53,196	46,996	46,996	46,996
負債總額	421,655	335,451	433,053	436,860	440,720
股本	26,676	26,642	26,632	26,632	26,632
資本公積	83,352	84,196	84,899	84,899	84,899
保留盈餘	80,060	85,082	92,031	96,347	100,667
什項權益	(7,600)	(7,110)	3,532	3,564	3,586
歸屬母公司之權益	182,489	188,810	207,093	211,441	215,783
非控制權益	32,080	32,808	34,606	34,606	34,606
股東權益總額	214,568	221,618	241,699	246,047	250,389

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	21,163	17,413	19,154	17,585	16,892
折舊及攤提	14,809	15,331	15,701	16,050	16,843
本期營運資金變動	(56,549)	77,932	28,503	(576)	(581)
其他營業資產 及負債變動	39,669	(23,297)	(7,409)	(1,284)	(1,500)
營運活動之現金流量	19,092	87,379	55,948	31,775	31,654
資本支出	(19,836)	(16,908)	(21,200)	(10,000)	(10,800)
本期長期投資變動	5,327	4,084	5,080	0	0
其他資產變動	(11,195)	(7,976)	(5,146)	0	0
投資活動之現金流量	(25,704)	(20,800)	(21,266)	(10,000)	(10,800)
股本變動	(15)	(34)	0	0	0
本期負債變動	(12,767)	(35,397)	(7,488)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(15,720)	(13,488)	(11,969)	(11,984)	(11,072)
其他調整數	(1,450)	270	(961)	0	0
融資活動之現金流量	(29,953)	(48,649)	(20,418)	(11,984)	(11,072)
匯率影響數	10,118	66	6,250	0	0
本期產生現金流量	(26,447)	17,996	20,513	9,791	9,782
自由現金流量	(744)	70,471	34,748	21,775	20,854

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	1,318,414	1,256,783	1,125,349	1,177,384	1,266,154
銷貨成本	(1,261,28	(1,210,677	(1,079,316	(1,124,090	(1,207,371
營業毛利	57,127	46,106	46,033	53,295	58,782
營業費用	(32,129)	(31,354)	(33,532)	(36,909)	(43,183)
推銷費用	(5,388)	(4,740)	(4,711)	(5,233)	(5,433)
研究費用	(16,044)	(15,889)	(16,125)	(17,900)	(21,600)
管理費用	(10,697)	(10,725)	(12,696)	(13,776)	(16,150)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	24,998	14,753	12,501	16,386	15,599
利息收入	2,276	4,918	5,562	6,000	6,000
利息費用	(1,971)	(2,920)	(1,193)	(988)	(988)
利息收入淨額	305	1,998	4,369	5,012	5,012
投資利益(損失)淨額	4,281	4,347	2,877	0	0
匯兌損益	(2,050)	(348)	579	0	0
其他業外收入(支出)淨額	421	3,557	6,899	2,528	2,528
稅前純益	27,955	24,307	27,224	23,926	23,139
所得稅費用	(6,792)	(6,894)	(8,071)	(6,341)	(6,248)
少數股權淨利	6,067	1,700	2,277	1,284	1,500
歸屬母公司之稅後純益	15,096	15,713	16,877	16,301	15,392
稅前息前折舊攤銷前淨利	44,698	42,558	28,202	32,436	32,443
調整後每股盈餘 (NT\$)	5.66	5.89	6.33	6.11	5.77

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	4.5	(4.7)	(10.5)	4.6	7.5
營業利益	44.5	(41.0)	(15.3)	31.1	(4.8)
稅前息前折舊攤銷前淨利	4.6	(4.8)	(33.7)	15.0	0
稅後純益	(15.4)	(17.7)	10.0	(8.2)	(3.9)
調整後每股盈餘	(26.6)	4.2	7.4	(3.4)	(5.6)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	4.3	3.7	4.1	4.5	4.6
營業利益率	1.9	1.2	1.1	1.4	1.2
稅前息前淨利率	2.0	1.7	1.1	1.4	1.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	3.4	3.4	2.5	2.8	2.6
稅前純益率	2.1	1.9	2.4	2.0	1.8
稅後純益率	1.2	1.3	1.5	1.4	1.2
資產報酬率	3.2	2.9	2.8	2.6	2.4
股東權益報酬率	10.4	8.0	8.2	7.7	7.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	196.5	151.4	179.2	177.6	176.0
淨負債權益比(%)	4.3	(16.1)	(28.3)	(31.5)	(34.6)
利息保障倍數 (倍)	15.2	9.3	23.8	0	0
流動比率 (%)	137.5	148.9	133.4	135.5	137.6
速動比率 (%)	82.9	111.5	107.0	109.2	111.3
淨負債 (NT\$百萬元)	9,238	(35,771)	(68,389)	(77,465)	(86,512)
調整後每股淨值 (NT\$)	68.41	70.87	77.67	79.30	80.93
評價指標 (倍)					
本益比	16.2	15.5	14.5	15.0	15.9
股價自由現金流量比	--	3.5	7.0	11.2	11.7
股價淨值比	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	5.5	5.7	8.7	7.5	7.5
股價營收比	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

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。

和碩 (4938 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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2025 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

© {2025} 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>.