



研究報告

和碩(4938.TT)

逢低買進(維持)

TP：97

營運穩健成長，且有望獲得 GB200 訂單，惟目前評價合理

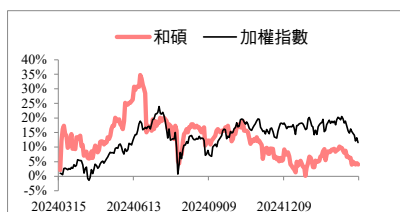
核心觀點

AI PC 換機潮、IoT 新品、Wi-Fi 7 滲透率提升為主要成長動能，而 GB200 或將於 25Q2 小量出貨，營運增添亮點，惟目前評價合理，維持「逢低買進」評等。

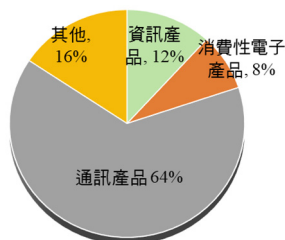
交易資料

收盤價	92.70
市值(億元)	2,468.00
流通在外股數(百萬股)	2,663.20
本益比	14.38
股價淨值比	1.16
240 日股價(低/均/高)	87.5/100.3/122
60 日均成交額(百萬元)	521.82

相對報酬率



2025年產品比重預估



CSR 天下永續公民獎

類別	2024 排名	2023 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：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

重要訊息

和碩召開法說會，說明24Q4營運及未來展望。

玉山觀點

產品組合轉差、研發費用增加拖累獲利能力。24Q4 營收 3,270 億元，QoQ+11%，成長動能來自通訊產品(iPhone)進入拉貨旺季，不過消費性產品因終端需求疲弱，導致表現不如預期，毛利率則因產品組合轉差下滑至 3.6%，研發費用增加拖累營益率下降至 0.89%，稅後 EPS 為 1.4 元。

關稅不確定性壓抑需求，iPhone 進入傳統淡季，下修營收預估。受到關稅不確定性影響，預估 25Q1 NB 出貨將季減高個位數，且通訊產品進入傳統淡季，另外，iPhone 16e 平價機種主要由鴻海代工，消費性產品亦受制於季節性因素而下滑，故下修 25Q1 營收至 2,647 億元，毛利率則因通訊產品比重降低，有望回升至 4%，稅後 EPS 為 1.31 元。

AI PC、Wi-Fi 7 帶動營運穩健成長，GB200 增添亮點。隨著關稅不確定將於 25Q2 緩解，且 Windows 10 將於 10 月停止更新，有望催生換機潮，和碩 NB 客戶為華碩及 Microsoft，我們預估 NB 出貨量將增加低個位數，而 AI PC 零組件規格提升帶動 ASP 增加，預估營收將成長中高個位數。消費性電子因 IoT 新品與新客戶挹注可望穩定向上，網通產品則因 Wi-Fi 7 普及與 5G O-RAN 需求成長。AI 伺服器方面，GB200 將於 25Q1 進行最終驗證，若通過認證，25Q2 將開始小量出貨，25H2 有望穩健成長，另外，和碩 1 月已完成美系 CSP 客戶驗證，將為 2025 年成長動能之一。綜合以上，預估 2025 年營收為 1.19 兆元，毛利率持穩 4% 左右，稅後 EPS 為 6.45 元。

投資建議

AI PC 換機潮、IoT 新品、Wi-Fi 7 滲透率提升為主要成長動能，GB200 或將於 25Q2 小量出貨，並有望切入美系 CSP 客戶為營運增添亮點，預估 2025 年 EPS 為 6.45 元，惟目前評價合理，故維持「逢低買進」評等，目標價 97 元(15 倍 PER*2025 年 EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	1,125,349	264,690	271,330	307,688	344,320	1,188,028
YoY	-10.5%	5.7%	6.9%	4.6%	5.3%	5.6%
毛利率	4.1%	4.0%	4.5%	3.9%	3.7%	4.0%
營益率	1.1%	1.0%	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%
稅後淨利	16,877	3,482	3,627	4,345	5,709	17,164
EPS(元)	6.34	1.31	1.36	1.63	2.14	6.45

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
營收	264,690	271,330	268,642	278,816	(1.47)	(2.69)
毛利	10,637	12,278	11,422	12,162	(6.87)	0.95
營業利益	2,646	3,829	3,142	3,572	(15.80)	7.19
稅前淨利	5,052	5,039	5,384	7,849	(6.16)	(35.80)
稅後淨利	3,482	3,627	3,134	5,117	11.12	(29.11)
每股盈餘(元)	1.31	1.36	1.17	1.92	11.76	(29.06)
財務比率(%)						
毛利率	4.02	4.53	4.25	4.36	(5.45)	3.79
營益率	1.00	1.41	1.17	1.25	(14.57)	12.89
淨利率	1.91	1.86	2.00	2.82	(4.56)	(34.14)

資料來源：玉山投顧(2025/03)

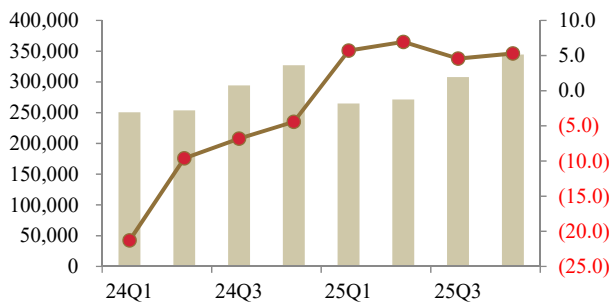
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	250,400	253,715	294,230	327,004	1,125,349	264,690	271,330	307,688	344,320	1,188,028
營業毛利	10,583	11,598	12,040	11,813	46,033	10,637	12,278	12,036	12,762	47,712
營業費用	7,560	8,662	8,399	8,911	33,532	7,991	8,449	8,784	9,039	34,263
營業利益	3,023	2,936	3,640	2,901	12,501	2,646	3,829	3,252	3,723	13,450
淨業外收支	2,167	6,566	2,938	3,053	14,724	2,407	1,210	3,047	4,264	10,928
稅前淨利	5,190	9,502	6,578	5,954	27,224	5,052	5,039	6,299	7,987	24,377
稅後淨利	3,257	5,586	4,296	3,737	16,877	3,482	3,627	4,345	5,709	17,164
EPS(元)	1.22	2.10	1.61	1.40	6.34	1.31	1.36	1.63	2.14	6.45
財務比率										
毛利率	4.23	4.57	4.09	3.61	4.09	4.02	4.53	3.91	3.71	4.02
營業利益率	1.21	1.16	1.24	0.89	1.11	1.00	1.41	1.06	1.08	1.13
稅前淨利率	2.07	3.75	2.24	1.82	2.42	1.91	1.86	2.05	2.32	2.05
YoY(%)										
營業收入	(21.29)	(9.62)	(6.82)	(4.43)	(10.46)	5.71	6.94	4.57	5.30	5.57
營業毛利	2.12	10.16	(0.99)	(9.52)	(0.16)	0.51	5.87	(0.03)	8.03	3.65
營業利益	9.64	(3.81)	(18.84)	(34.92)	(15.27)	(12.48)	30.42	(10.66)	28.31	7.59
稅前淨利	28.20	83.60	(8.41)	(24.64)	12.00	(2.65)	(46.97)	(4.23)	34.13	(10.46)
稅後淨利	8.3	78.63	(6.27)	(25.18)	7.41	6.91	(35.07)	1.15	52.76	1.70
QoQ(%)										
營業收入	(26.82)	1.32	15.97	11.14		(19.06)	2.51	13.40	11.91	
營業毛利	(18.94)	9.59	3.81	(1.88)		(9.96)	15.43	(1.97)	6.03	
營業利益	(32.19)	(2.88)	23.99	(20.30)		(8.81)	44.72	(15.06)	14.47	
稅前淨利	(34.31)	83.08	(30.78)	(9.48)		(15.15)	(0.27)	25.01	26.79	
稅後淨利	(34.78)	71.50	(23.10)	(13.00)		(6.82)	4.16	19.78	31.40	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

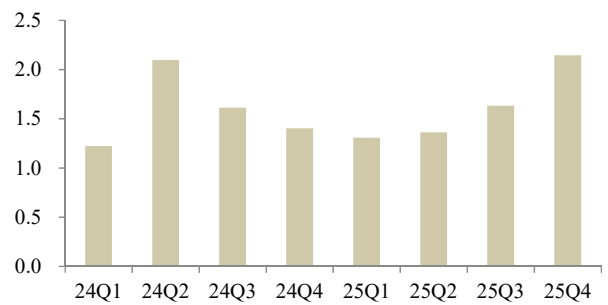
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



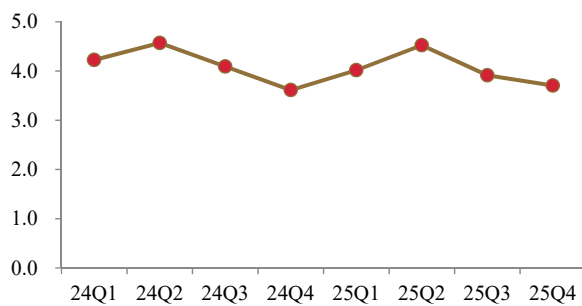
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



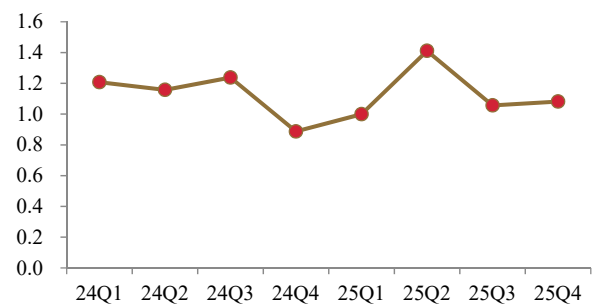
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



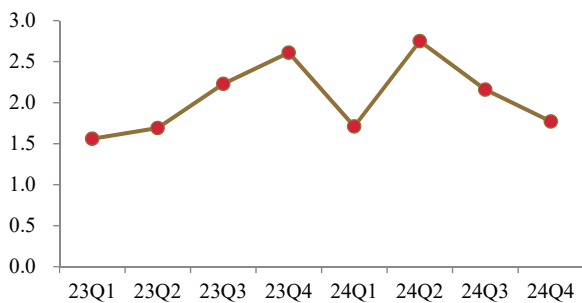
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



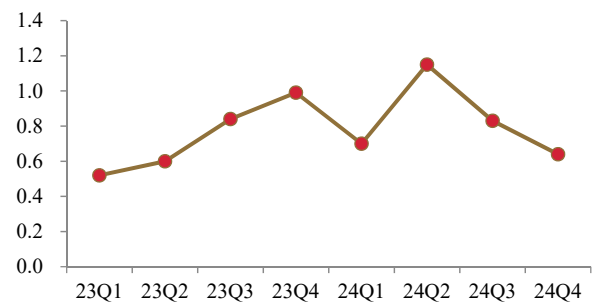
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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(2025/03)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
營業收入	1,317,630	1,256,783	1,125,349	1,188,028
營業成本	1,260,329	1,210,677	1,079,316	1,140,316
營業毛利	57,302	46,106	46,033	47,712
營業費用	32,029	31,354	33,532	34,263
營業利益	25,272	14,753	12,501	13,450
營業外收支淨額	2,878	9,555	14,724	10,928
稅前淨利	28,150	24,307	27,224	24,377
稅後淨利	15,096	15,713	16,877	17,164
普通股股本	26,676	26,642	26,632	26,632
EPS(元)	5.66	5.90	6.34	6.45
年成長率				
營收	4.5%	-4.6%	-10.5%	5.6%
營業利益	46.0%	-41.6%	-15.3%	7.6%
稅前淨利	-1.6%	-13.7%	12.0%	-10.5%
母公司稅後淨利	-26.5%	4.1%	7.4%	1.7%
獲利能力比率				
毛利率	4.3%	3.7%	4.1%	4.0%
營業利益率	1.9%	1.2%	1.1%	1.1%
稅前淨利率	2.1%	1.9%	2.4%	2.1%
稅後淨利率	1.1%	1.3%	1.5%	1.4%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	502,488	420,401	514,817	542,026
現金及約當現金	84,577	97,722	121,625	128,400
存貨	199,442	105,616	101,702	107,367
應收帳款及票據	190,247	154,906	265,171	279,941
其他流動資產	28,222	62,157	26,318	26,318
長期投資	27,861	31,945	49,509	49,509
固定資產	79,690	75,303	79,017	82,555
其他長期資產	26,193	29,429	31,418	31,418
資產總額	636,223	557,069	674,752	705,499
流動負債	365,436	282,256	386,057	448,316
應付帳款及票據	202,467	175,832	204,551	215,944
短期借款	79,589	45,164	23,819	25,145
什項負債	83,379	61,259	157,688	183,117
非流動負債	56,219	53,196	46,996	45,065
負債總額	421,655	335,451	433,053	493,381
普通股股本	26,676	26,642	26,632	26,632
資本公積	83,352	84,196	84,899	84,899
保留盈餘	80,060	85,082	92,031	97,006
股東權益總額	182,489	188,810	207,093	212,118

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	28,150	24,307	27,224	24,377
折舊及攤提費用	14,809	15,331	15,701	15,516
本期營運資金變動	-50,575	74,766	28,365	-9,041
其他項目	26,708	-27,025	-15,343	-16,197
營運活動之現金流量	19,092	87,379	55,948	14,655
資本支出	-19,836	-16,908	-21,200	-19,054
本期長期投資變動	-477	-54	0	0
其他項目	-5,391	-3,838	-66	22,300
投資活動之現金流量	-25,704	-20,800	-21,266	3,246
短期借款及票券變動	-14,434	-34,425	2,789	1,327
舉措/償還長期借款	3,667	3,528	-2,277	-1,930
發行/償還公司債	-2,000	-4,500	-8,000	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-15,720	-13,488	-11,969	-11,984
其他項目	-27	-10	0	0
融資活動之現金流量	-29,953	-48,649	-20,418	-12,588
匯率影響數	10,118	66	6,250	0
本期現金流量	-26,447	17,996	20,513	5,313
期末現金及約當現金	84,577	102,573	123,086	128,400

重要財務比率	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	66.3%	60.2%	64.2%	69.9%
槓桿比率	231.1%	177.7%	209.1%	232.6%
流動比率	137.5%	148.9%	133.4%	120.9%
速動比率	82.9%	111.5%	107.0%	97.0%
存貨週轉率(次)	7.26	7.94	10.41	10.91
存貨週轉天數	49.59	45.36	34.57	33.00
應收帳款週轉率(次)	4.69	5.52	4.03	4.36
應收帳款週轉天數	69.23	61.54	49.69	82.59
總資產週轉率(次)	2.07	2.26	1.67	1.68
淨值週轉率(次)	7.22	6.66	5.43	5.60
股東權益報酬率	8.7%	8.5%	8.5%	8.2%
總資產報酬率	3.2%	2.9%	3.1%	2.5%
OCF/流動負債	4.8%	27.0%	16.7%	3.5%
每股比率				
每股淨值(元)	68.41	70.87	77.78	79.65
每股營收(元)	493.93	471.73	422.56	446.09
每股盈餘(元)	5.66	5.90	6.34	6.45
每股現金股利(元)	4.00	4.00	4.50	4.58
現金股利配發率	70.7%	67.8%	71.0%	71.0%

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)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