



玉山投顧

E.SUN Investment Consulting

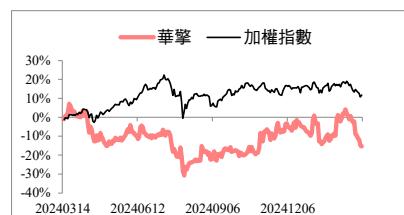
核心觀點

華擎將於 25H2 出貨 BlackWell 平台伺服器，且電源供應器品牌加入帶動電競需求增加，不過，AI 伺服器、VGA 佔比大幅提升拖累毛利率表現，故維持「逢低買進」評等。

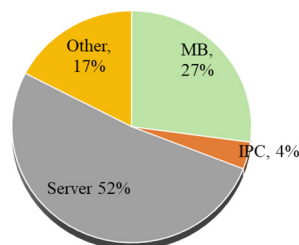
交易資料

收盤價	214.00
市值(億元)	264.50
流通在外股數(百萬股)	123.60
本益比	17.34
股價淨值比	2.63
240 日股價(低/均/高)	166/226.2/279.5
60 日均成交額(百萬元)	222.53

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	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	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：220

AI 伺服器為今年主要成長動能，惟產品組合轉差拖累獲利能力

重要訊息

華擎召開法說會，說明24Q4營運及未來展望。

玉山觀點

AI伺服器帶動營收飛速成長，惟產品組合轉差壓抑獲利能力。24Q4營收92.1億元，QoQ+47%、營收大幅季增係因AI伺服器產進入放量(伺服器業務營收QoQ+74.3%)，且VGA進入年底拉貨旺季，不過因AI伺服器毛利率低於預期，且VGA佔比提升拖累產品組合轉差，導致毛利率大幅下滑4.6ppt，稅後EPS 3.33元，低於預期。

AI伺服器、VGA需求暢旺，惟產品組合轉差持續拖累獲利表現。1、2月營收合計72.8億元，營收達成率83%，遠優於預期，主因伺服器需求持續強勁，且Nvidia RTX 50系列遭遇供應鏈瓶頸，而華擎VGA銷售以AMD為主，RX 9000/9000XT已於3月初問世，帶動市占率於25Q1提升，預估將延續至4月，故我們上修25Q1營收至99.7億元，不過隨著AI伺服器、VGA佔比維持高檔，毛利率將進一步下滑至15.1%，稅後EPS為3.65元。

上修全年營收預估，獲利則受產品組合轉差壓抑。展望2025年，目前華擎AI伺服器以H100/200為主，主要客戶為Teir3/4 CSP廠，25Q2將進入產品轉換期，25H2開始出貨BlackWell伺服器，預估伺服器營收將成長逾1倍，營收佔比達52%。VGA方面，RX 9000系列市場反應優於管理層預期，且華擎於24Q4推出自有品牌電競電源供應器(Phantom Gaming)，產品支援ATX 3.1、PCIe 5.1主流規格，有助於完善電競產品線，故上修VGA營收預估至年增近2成。有鑒於AI伺服器、VGA需求優於預期，上修全年營收至369億元，惟產品組合轉差，大幅下修毛利率至15.3%，稅後EPS為12.34元。

投資建議

華擎將於25H2出貨BlackWell平台伺服器，且電源供應器品牌加入帶動電競需求增加，不過，AI伺服器、VGA佔比大幅提升拖累毛利率表現，故下修稅後EPS為12.34元，目前評價合理，維持「逢低買進」評等，目標價220元(18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	25,654	9,969	8,585	9,192	9,174	36,921
YoY	35.1%	101.3%	64.3%	46.7%	-0.4%	43.9%
毛利率	19.0%	15.1%	15.4%	15.0%	15.6%	15.3%
營益率	6.5%	5.7%	5.6%	5.8%	5.9%	5.8%
稅後淨利	1,289	451	319	366	389	1,525
EPS(元)	10.43	3.65	2.58	2.96	3.15	12.34

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	9,969	8,585	8,776	8,423	13.59	1.93
毛利	1,504	1,323	1,588	1,387	(5.26)	(4.63)
營業利益	570	482	765	561	(25.44)	(14.15)
稅前淨利	596	494	791	573	(24.67)	(13.84)
稅後淨利	451	319	563	348	(19.93)	(8.44)
每股盈餘(元)	3.65	2.58	4.54	2.81	(19.65)	(8.25)
財務比率(%)						
毛利率	15.09	15.41	18.09	16.46	(16.57)	(6.39)
營益率	5.72	5.61	8.72	6.66	(34.39)	(15.77)
淨利率	5.98	5.75	9.01	6.81	(33.66)	(15.56)

資料來源：玉山投顧(2025/03)

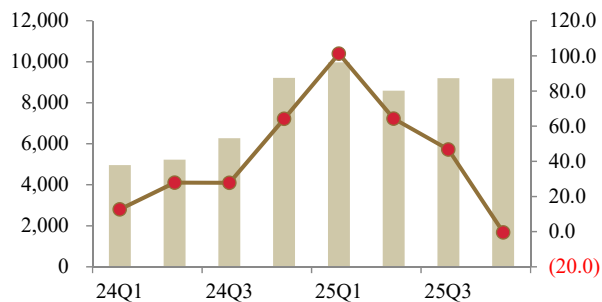
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	4,953	5,224	6,266	9,210	25,654	9,969	8,585	9,192	9,174	36,921
營業毛利	1,012	1,178	1,259	1,423	4,872	1,504	1,323	1,380	1,430	5,637
營業費用	712	799	796	893	3,200	934	841	846	889	3,510
營業利益	300	379	463	530	1,672	570	482	535	540	2,127
淨業外收支	126	69	23	47	266	26	12	9	18	65
稅前淨利	427	447	486	578	1,938	596	494	544	558	2,192
稅後淨利	308	264	305	412	1,289	451	319	366	389	1,525
EPS(元)	2.53	2.17	2.46	3.33	10.43	3.65	2.58	2.96	3.15	12.34
財務比率										
毛利率	20.43	22.55	20.09	15.45	18.99	15.09	15.41	15.02	15.58	15.27
營業利益率	6.06	7.25	7.39	5.76	6.52	5.72	5.61	5.82	5.89	5.76
稅前淨利率	8.61	8.56	7.75	6.28	7.55	5.98	5.75	5.92	6.09	5.94
YoY(%)										
營業收入	12.70	27.84	27.82	64.23	35.08	101.26	64.33	46.70	(0.39)	43.92
營業毛利	38.59	43.46	27.59	10.18	27.22	48.67	12.29	9.67	0.45	15.71
營業利益	98.98	163.05	63.29	(6.74)	45.78	89.99	27.13	15.52	1.86	27.19
稅前淨利	169.94	109.79	29.65	22.50	59.11	39.71	10.34	11.92	(3.41)	13.10
稅後淨利	146.3	67.22	(1.25)	25.80	40.23	46.34	20.62	20.01	(5.38)	18.32
QoQ(%)										
營業收入	(11.68)	5.48	19.94	46.99		8.24	(13.88)	7.07	(0.20)	
營業毛利	(21.65)	16.41	6.83	13.08		5.71	(12.08)	4.35	3.57	
營業利益	(47.23)	26.19	22.18	14.61		7.52	(15.56)	11.02	1.06	
稅前淨利	(9.60)	4.91	8.59	18.95		3.10	(17.15)	10.15	2.65	
稅後淨利	(5.82)	(14.25)	15.47	34.90		9.55	(29.32)	14.88	6.36	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

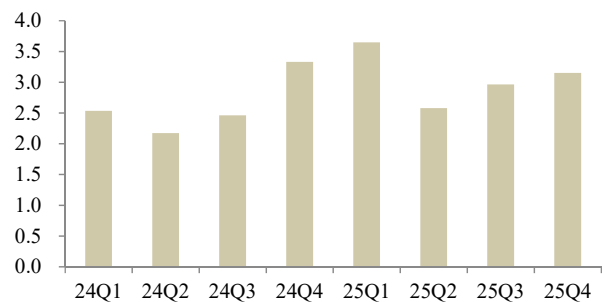
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



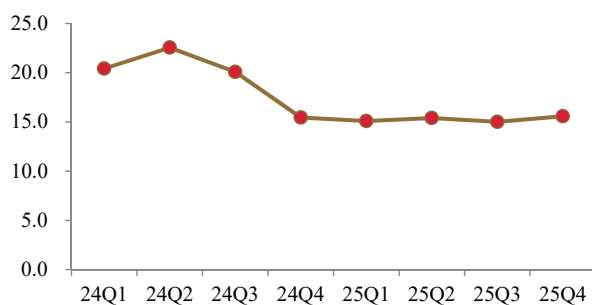
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



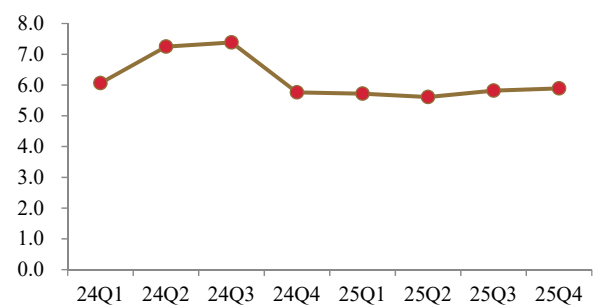
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



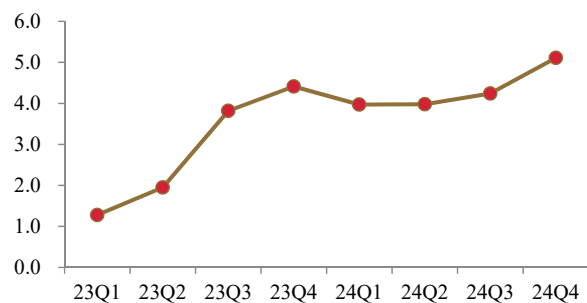
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



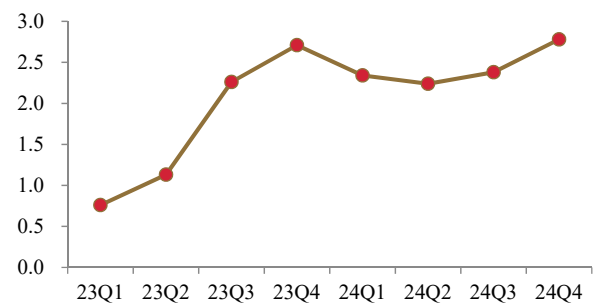
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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(2025/03)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
營業收入	17,121	18,992	25,654	36,921
營業成本	13,420	15,162	20,782	31,284
營業毛利	3,701	3,830	4,872	5,637
營業費用	2,516	2,682	3,200	3,510
營業利益	1,185	1,147	1,672	2,127
營業外收支淨額	246	71	266	65
稅前淨利	1,431	1,218	1,938	2,192
稅後淨利	1,066	919	1,289	1,525
普通股股本	1,220	1,216	1,236	1,236
EPS(元)	8.74	7.56	10.43	12.34
年成長率				
營收	-13.4%	10.9%	35.1%	43.9%
營業利益	-61.2%	-3.2%	45.8%	27.2%
稅前淨利	-53.2%	-14.9%	59.1%	13.1%
母公司稅後淨利	-55.2%	-13.8%	40.2%	18.3%
獲利能力比率				
毛利率	21.6%	20.2%	19.0%	15.3%
營業利益率	6.9%	6.0%	6.5%	5.8%
稅前淨利率	8.4%	6.4%	7.6%	5.9%
稅後淨利率	6.2%	4.8%	5.0%	4.1%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	13,994	13,553	17,674	20,065
現金及約當現金	3,588	3,046	3,581	5,154
存貨	8,010	6,376	9,989	9,719
應收帳款及票據	1,633	1,950	2,477	3,565
其他流動資產	762	2,180	1,627	1,627
長期投資	0	0	0	0
固定資產	462	351	1,477	2,484
其他長期資產	321	481	495	495
資產總額	14,768	14,375	19,637	14,883
流動負債	5,814	5,380	9,188	5,950
應付帳款及票據	2,934	3,215	6,031	8,679
短期借款	625	0	361	520
什項負債	2,255	2,165	2,796	3,075
非流動負債	60	112	88	-1,116
負債總額	5,874	5,492	9,276	4,834
普通股股本	1,220	1,216	1,236	1,236
資本公積	3,253	3,188	3,718	3,718
保留盈餘	3,937	3,886	4,348	5,097
股東權益總額	8,192	8,123	9,300	10,049

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	1,431	1,218	1,938	2,192
折舊及攤提費用	134	191	195	193
本期營運資金變動	199	1,632	-813	1,831
其他項目	-623	-404	-397	-572
營運活動之現金流量	1,141	2,636	922	3,644
資本支出	-88	-16	-1,197	-1,200
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	957	-1,481	791	1,151
投資活動之現金流量	869	-1,497	-407	-49
短期借款及票券變動	625	-625	361	159
舉措/償還長期借款	0	0	0	-1,204
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	-904	-976
其他項目	-3	-3	0	0
融資活動之現金流量	-1,029	-1,680	-265	-2,021
匯率影響數	393	-1	284	0
本期現金流量	1,374	-542	535	1,573
期末現金及約當現金	3,588	3,046	3,581	5,154

重要財務比率	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	39.8%	38.2%	47.2%	32.5%
槓桿比率	71.7%	67.6%	99.7%	48.1%
流動比率	240.7%	251.9%	192.4%	337.2%
速動比率	102.9%	133.4%	83.6%	173.9%
存貨週轉率(次)	1.51	2.11	2.54	3.17
存貨週轉天數	237.80	170.79	141.75	113.40
應收帳款週轉率(次)	2.64	3.40	3.30	12.22
應收帳款週轉天數	32.29	37.10	33.96	29.45
總資產週轉率(次)	1.16	1.32	1.31	2.48
淨值週轉率(次)	2.09	2.34	2.76	3.67
股東權益報酬率	13.0%	11.3%	14.8%	15.8%
總資產報酬率	8.0%	6.7%	9.3%	8.8%
OCF/流動負債	17.8%	47.1%	12.7%	48.1%
每股比率				
每股淨值(元)	67.15	66.80	75.24	81.31
每股營收(元)	140.34	156.13	207.58	298.74
每股盈餘(元)	8.74	7.56	10.43	12.34
每股現金股利(元)	8.00	6.90	7.90	6.27
現金股利配發率	91.5%	91.3%	75.8%	50.8%

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)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