

# 微星

(2377.TW/2377 TT)



## 增加持股 · 調升

收盤價 May 12 (NT\$)	147.5
12 個月目標價 (NT\$)	170.0
前次目標價 (NT\$)	145.0
調升 (%)	17.2
上漲空間 (%)	15.3

## 焦點內容

1Q23 EPS 2.92 元高於我們及市場預估，主因利潤率優於預期。2Q23 新 GPU 發表將推升其 2H23 顯卡與筆電營收。我們將目標價自 145 元上修為 170 元 (13x 2H23-1H24F EPS)。基於 2H23-2024 營收與獲利回升，評等調升為「增加持股」。

## 交易資料表

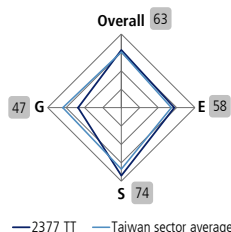
市值：(NT\$bn/US\$m)	124.6 / 4,060
流通在外股數 (百萬股)：	845
外資持有股數 (百萬股)：	276.4
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.91
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	100.00 –

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	14.8	19.9	14.8
相對表現 (%)	15.4	9.2	15.5

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	5.64A	3.60A	1.91A	0.64A
2023	2.92A	2.69F	3.21F	3.26F
2024	3.33F	3.24F	3.81F	3.82F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

## 凱基投顧

余昀澄  
886.2.2181.8013  
alex.a.yu@kgi.com

向子慧  
886.2.2181.8726  
angelah@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 1Q23 EPS 高於預估；預期 2H23 營收反彈

### 重要訊息

凱基研究員異動。公司 1Q23 EPS 2.92 元高於我們及市場預估，主因利潤率優於預期。2Q23 新 GPU 發表將推升其 2H23 顯卡與筆電營收。

### 評論及分析

**1Q23 獲利超出預期。**1Q23 EPS 年減 48%但季增 352%至 2.92 元，高於我們及市場預估，主因利潤率高於預期。受惠於存貨跌價損失回沖(佔 1Q23 營收 0.5%)、銷售折讓減少及運費降低，毛利率 13.9%與營業率 6.4%均高於我們預期，且較 4Q22 的 8.1%與 0.9%提升。加上利息收入較高，1Q23 EPS 優於預期。主機板與顯卡存貨已逐漸回到正常水準，且公司 1Q23 存貨天數進一步季減至 71 天，對比 2Q-3Q22 的高峰 94-96 天。公司 1Q23 主機板出貨量季增 10%，而顯卡出貨量雖季減 8%，但因 Nvidia 新 40 系列 GPU 比重上升，使營收表現優於出貨量表現，並有利 1Q23 毛利率。

**營收集集中於 2H23。**微星四月營收月減 20%、年減 16%，其中主機板與顯卡出貨量分別降為 60-70 萬片 (月減 13%) 與 30-40 萬片 (月減 22%)。管理層預期兩者 5 月出貨量將月持平。受傳統淡季影響，我們預估 2Q23 主機板出貨量與筆電營收可能季減，但受惠於主流 GPU (Nvidia 的 RTX 4060 Ti 與 AMD 的 RX7600) 於 5 月推出，顯卡出貨量可望季持平。2Q23 VGA 營收將較穩健，主因新顯卡將推升平均售價與利潤率。反映利潤率改善，我們上修 2Q23 EPS 預估至 2.69 元。此外，隨更多主流 GPU 上市 (RTX 4060/50 與 RX 7700) 將推升顯卡後續需求，我們預期 3Q23 微星的 VGA 與主機板出貨量將受惠季節性而季增。因 2022 年基期較低，我們預估 2023 年主機板出貨量年增 2%，而顯卡出貨量則年減 2%，主因 1H23 出貨量疲弱，但 2H23 出貨量與營收將較上半年成長。為反映 1Q23 獲利與利潤率改善優於預期，我們上修 2023 年 EPS 預估至 12.08 元 (年增 3%)；因預期 2024 年需求復甦，上修 2024 年 EPS 預估至 14.21 元 (年增 18%)。

### 投資建議

我們將目標價自 145 元上修為 170 元 (13x 2H23-1H24F EPS)。基於 2H23-2024 營收與獲利回升，評等調升為「增加持股」。

### 投資風險

零組件供應緊俏；通膨阻礙需求；均價萎縮。

### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	146,503	201,810	180,411	180,765	200,421
營業毛利 (NT\$百萬)	21,303	38,244	25,728	25,805	29,360
營業利益 (NT\$百萬)	9,188	19,975	10,696	11,567	13,775
稅後淨利 (NT\$百萬)	7,960	16,921	9,963	10,210	12,002
每股盈餘 (NT\$)	9.42	20.03	11.79	12.08	14.21
每股現金股利 (NT\$)	6.10	10.50	6.60	6.76	7.95
每股盈餘成長率 (%)	42.5	112.6	(41.1)	2.5	17.6
本益比 (x)	15.7	7.4	12.5	12.2	10.4
股價淨值比 (x)	3.5	2.6	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA (x)	10.4	4.7	7.9	7.1	5.7
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.1	7.1	4.5	4.6	5.4
股東權益報酬率 (%)	23.9	41.0	20.9	20.2	21.6

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：1Q23 財報與 2Q23 財測調整暨市場共識比較

百萬元	1Q23							2Q23F						
	實際值	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	43,601	42,830	1.8	6.9	(17.8)	42,230	3.2	41,857	43,686	(4.2)	(4.0)	(12.8)	43,690	(4.2)
毛利	6,080	5,696	6.7	83.9	(37.5)	5,315	14.4	5,860	5,898	(0.6)	(3.6)	(24.7)	6,100	(3.9)
營業利益	2,780	2,056	35.2	650.1	(41.6)	1,956	42.2	2,595	2,184	18.8	(6.7)	(35.5)	2,461	5.4
稅前淨利	2,957	2,201	34.4	472.1	(48.0)	2,143	38.0	2,737	2,329	17.5	(7.4)	(31.7)	2,652	3.2
稅後淨利	2,464	1,826	34.9	352.1	(48.3)	1,642	50.1	2,272	1,933	17.5	(7.8)	(25.3)	2,130	6.7
每股盈餘(元)	2.92	2.16	34.9	352.1	(48.3)	1.94	50.1	2.69	2.29	17.5	(7.8)	(25.3)	2.52	6.7
毛利率(%)	13.9	13.3	0.6 ppts	5.8 ppts	(4.4)ppts	12.6	1.4 ppts	14.0	13.5	0.5 ppts	0.1 ppts	(2.2)ppts	14.0	0.0 ppts
營業利益率(%)	6.4	4.8	1.6 ppts	5.5 ppts	(2.6)ppts	4.6	1.7 ppts	6.2	5.0	1.2 ppts	(0.2)ppts	(2.2)ppts	5.6	0.6 ppts
淨利率(%)	5.7	4.3	1.4 ppts	4.3 ppts	(3.3)ppts	3.9	1.8 ppts	5.4	4.4	1.0 ppts	(0.2)ppts	(0.9)ppts	4.9	0.6 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2023-24 年財測調整暨市場共識比較

百萬元	2023F						2024F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	180,765	181,010	(0.1)	0.2	183,354	(1.4)	200,421	198,551	0.9	10.9	199,972	0.2
毛利	25,805	25,066	2.9	0.3	25,985	(0.7)	29,360	28,198	4.1	13.8	29,886	(1.8)
營業利益	11,567	9,964	16.1	8.1	11,375	1.7	13,775	11,907	15.7	19.1	13,847	(0.5)
稅前淨利	12,375	10,543	17.4	0.7	12,079	2.5	14,548	12,503	16.4	17.6	14,926	(2.5)
稅後淨利	10,210	8,645	18.1	2.5	9,906	3.1	12,002	10,252	17.1	17.6	11,823	1.5
每股盈餘(元)	12.08	10.23	18.1	2.5	11.72	3.1	14.21	12.13	17.1	17.6	13.99	1.5
毛利率(%)	14.3	13.8	0.4 ppts	0.0 ppts	14.2	0.1 ppts	14.6	14.2	0.4 ppts	0.4 ppts	14.9	(0.3)ppts
營業利益率(%)	6.4	5.5	0.9 ppts	0.5 ppts	6.2	0.2 ppts	6.9	6.0	0.9 ppts	0.5 ppts	6.9	(0.1)ppts
淨利率(%)	5.6	4.8	0.9 ppts	0.1 ppts	5.4	0.2 ppts	6.0	5.2	0.8 ppts	0.3 ppts	5.9	0.1 ppts

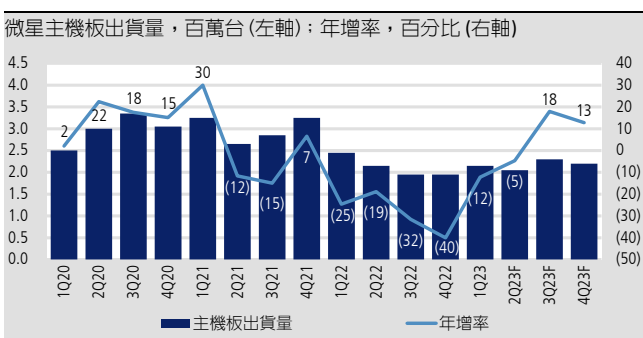
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：2023-24 年主機板出貨量展望年增

出貨量(百萬台)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
主機板	3.3	2.7	2.9	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	2.2	2.1	2.3	2.2	9.2	10.4	11.9	12.0	8.5	8.7	9.0
顯示卡	2.1	2.0	1.8	1.8	1.9	1.9	1.1	1.3	1.2	1.2	1.8	1.8	7.8	6.8	7.6	7.6	6.1	5.9	6.2
出貨量年增率(%)																			
主機板	30.0	(11.7)	(14.9)	6.6	(24.6)	(18.9)	(31.6)	(40.0)	(12.2)	(4.7)	17.9	12.8	(17.1)	13.0	14.4	0.8	(29.2)	2.4	3.0
顯示卡	36.7	2.6	(12.2)	(16.3)	(7.3)	(5.1)	(41.7)	(30.6)	(39.5)	(37.8)	73.3	44.0	(3.7)	(12.6)	11.4	0.0	(20.4)	(2.1)	5.0

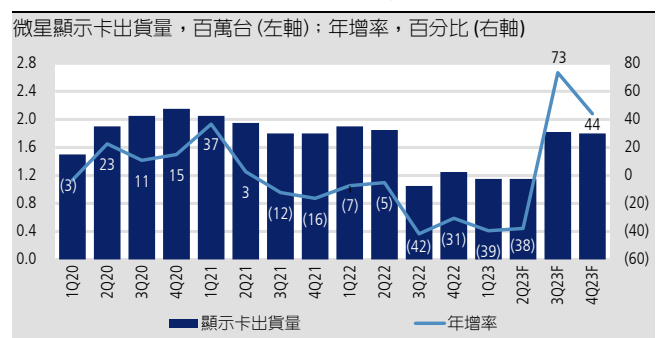
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4：2H23 微星主機板出貨量將恢復年增



資料來源：公司資料；凱基整理

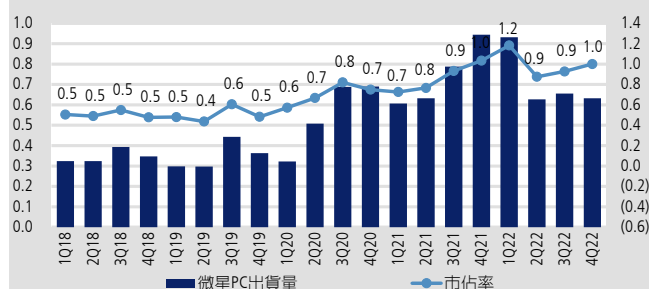
圖 5：2H23 微星顯示卡需求將年增並較 1H23 成長



資料來源：公司資料；凱基整理

**圖 6：3Q-4Q22 微星 PC 市佔率逐季上揚**

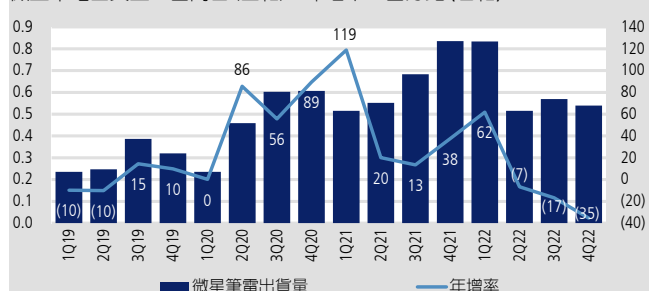
微星 PC 出貨量，百萬台（左軸）；市佔率，百分比（右軸）



資料來源：Gartner；凱基整理

**圖 8：2Q-4Q22 微星筆電出貨量年減**

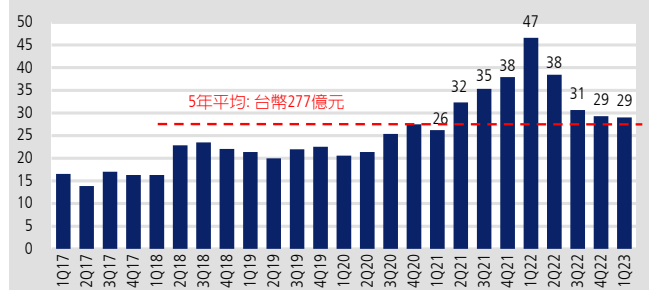
微星筆電出貨量，百萬台（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；凱基整理

**圖 10：2Q21 起庫存金額快速上升，但 2Q22-1Q23 持續下滑**

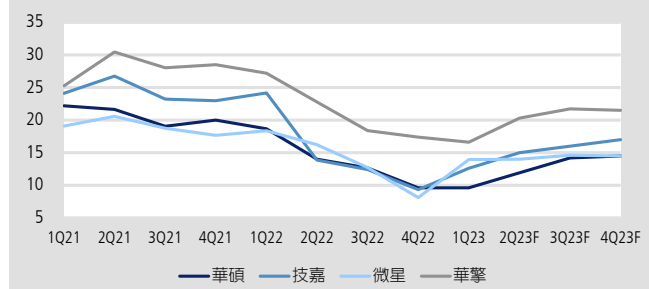
庫存金額，台幣十億元



資料來源：公司資料；凱基整理

**圖 12：庫存去化使 VGA 廠商 2H22 毛利率下滑**

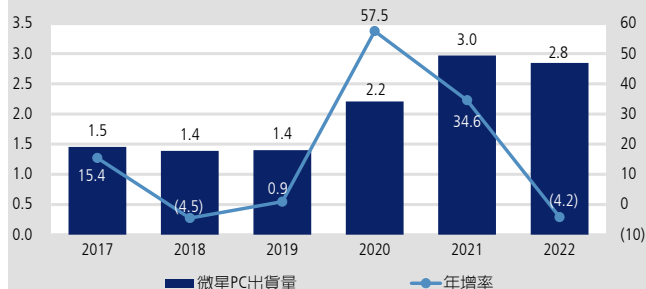
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基整理

**圖 7：2022 年微星 PC 出貨量年減 4%，優於整體產業表現**

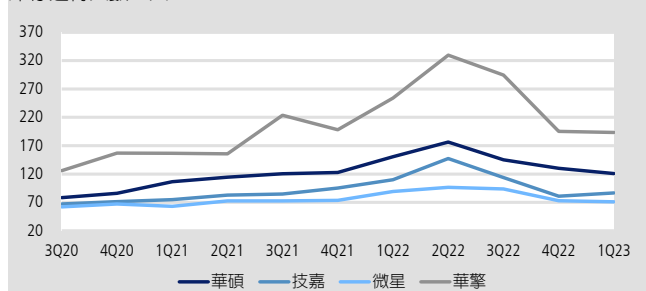
微星 PC 出貨量，百萬台（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Gartner；凱基整理

**圖 9：顯卡廠商庫存週轉天數於 2Q22 達高峰，並已於 1Q23 回到較健康水位**

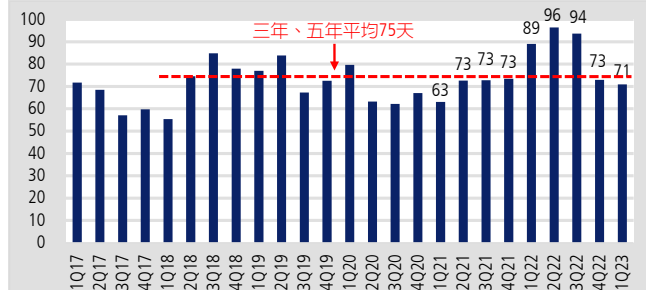
庫存週轉天數，天



資料來源：公司資料；凱基整理

**圖 11：1Q23 微星存貨週轉天數季減至 71 天**

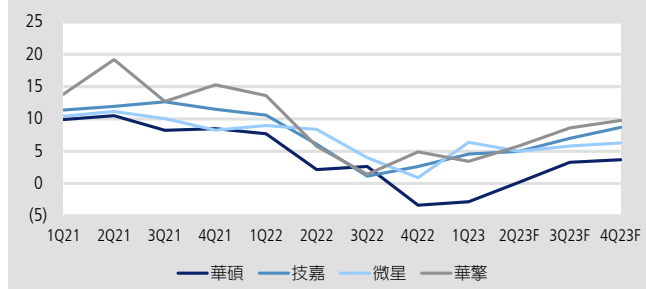
存貨週轉天數，天



資料來源：公司資料；凱基整理

**圖 13：1Q23 多數 VGA 廠商獲利率回升**

營業利益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基整理

圖 13：同業比較表－財務數據

代號	公司	營收YoY (%)			毛利率(%)			營利率(%)			營業利益YoY(%)			EPS (NT\$)			EPS YoY(%)		
		2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
2357 TT	華碩	0.4	(3.9)	7.5	13.8	12.7	14.9	2.4	1.4	3.5	(73.7)	(46.2)	176.6	19.78	12.46	24.71	(67.0)	(37.0)	98.3
2377 TT	微星	(10.6)	0.2	10.9	14.3	14.3	14.6	5.9	6.4	6.9	(46.5)	8.1	19.1	11.79	12.08	14.21	(41.1)	2.5	17.6
2376 TT	技嘉	(12.0)	9.3	9.1	15.5	15.2	16.4	5.4	6.2	7.7	(59.7)	24.4	34.9	10.29	10.29	13.85	(51.0)	0.1	34.5
3515 TT	華擎*	(13.4)	10.5	10.3	21.6	20.1	21.0	6.9	7.1	7.7	(61.2)	13.9	19.5	8.69	8.36	9.72	(55.8)	(3.8)	16.3

標\* 號之預估數係根據 Bloomberg 市場預估

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 14：同業評價比較表

公司	代碼	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	評等	目標 價(元)	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘 年增率 (%)		PE (x)		PB (x)		ROE (%)		現金殖利率 (%)	
						2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2022	2023F
華碩	2357 TT	6,816	281.5	持有	295.0	12.46	24.71	(37.0)	98.3	22.6	11.4	1.0	0.9	4.3	8.4	5.3	3.1
微星	2377 TT	4,062	147.5	增加持股	170.0	12.08	14.21	2.5	17.6	12.2	10.4	2.4	2.1	20.2	21.6	4.5	4.6
技嘉	2376 TT	2,880	139.0	增加持股	168.0	10.29	13.85	0.1	34.5	13.5	10.0	2.3	2.1	17.6	21.9	4.5	4.5
華擎*	3515 TT	529	133.0	未評等	N.A.	8.36	9.72	(3.8)	16.3	15.9	13.7	2.3	2.0	12.6	14.2	6.0	4.4

標\* 號之預估數係根據 Bloomberg 市場預估

資料來源：Bloomberg；凱基預估

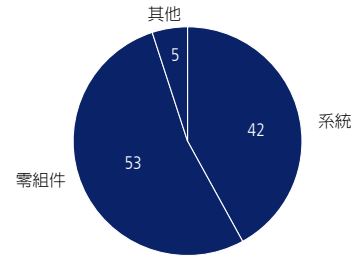
**圖 15：公司概況**

成立於 1986 年的微星是全球首屈一指的主機板品牌與代工廠。公司另外自 2012 年起打入電競筆電市場以來，目前已經是電競筆電的領導品牌。系統營收佔 2022 年營收的 42%，而零組件營收佔 53%，其他營收則佔 5%。按區域別，38% 營收來自亞太區域(台灣營收占比低於 10%)、30% 來自 EMEA，32% 來自美國。

資料來源：凱基

**圖 16：電競筆電及零組件為營收主要來源**

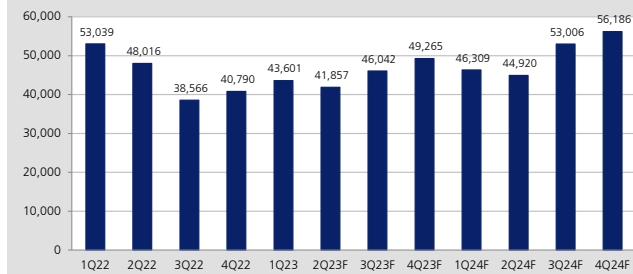
2022 年營收占比，百分比



資料來源：凱基

**圖 17：季營業收入**

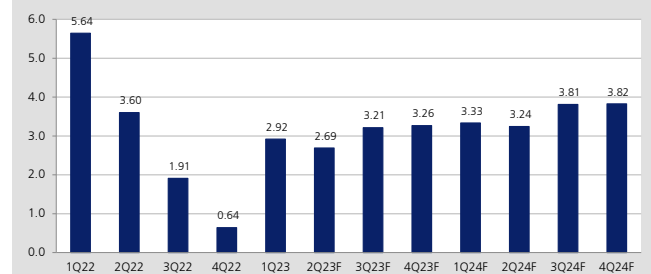
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 18：每股盈利**

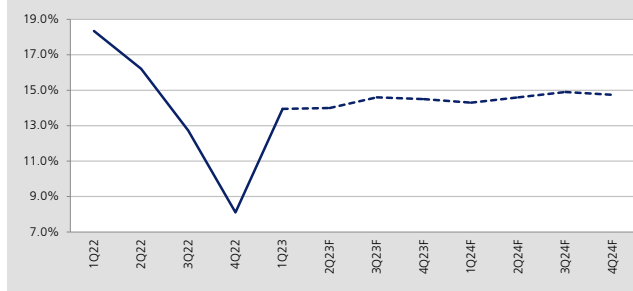
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 19：毛利率**

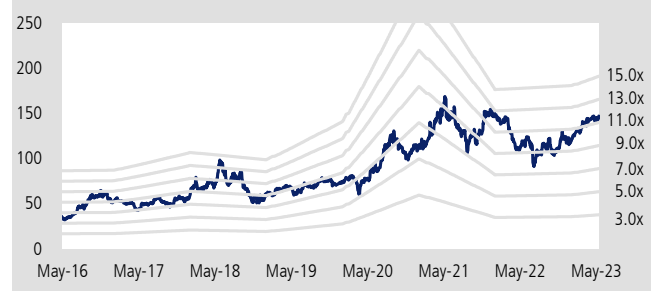
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 20：未來一年預估本益比區間**

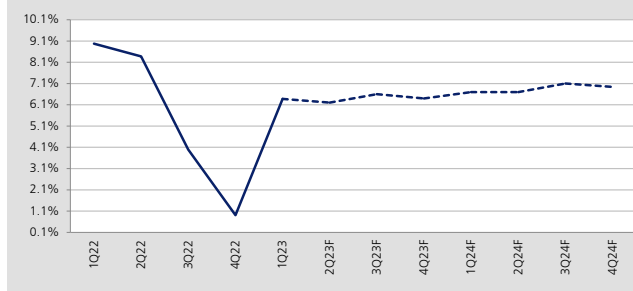
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基

**圖 21：營益率**

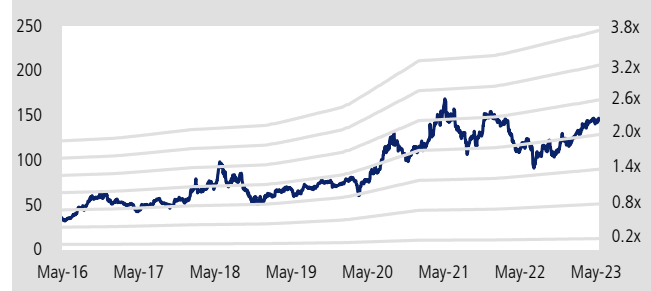
營益率，百分比



資料來源：凱基

**圖 22：未來一年預估股價淨值比區間**

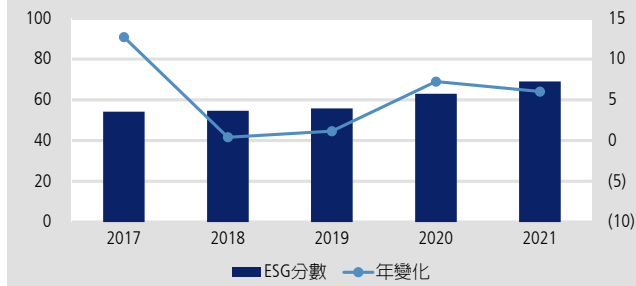
股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基

**圖 23：ESG 整體分數**

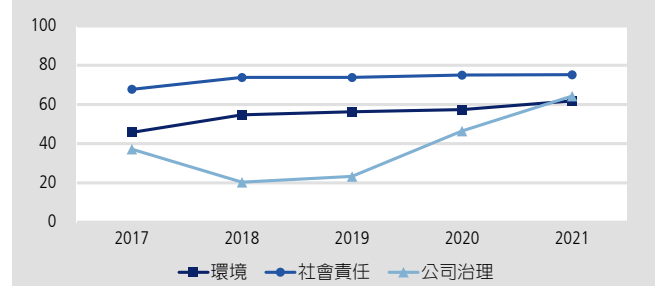
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 24：ESG 各項分數**

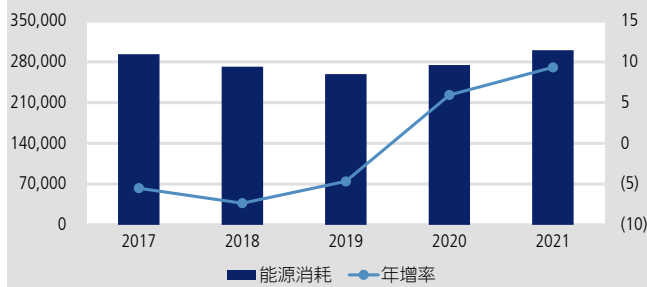
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 25：能源消耗**

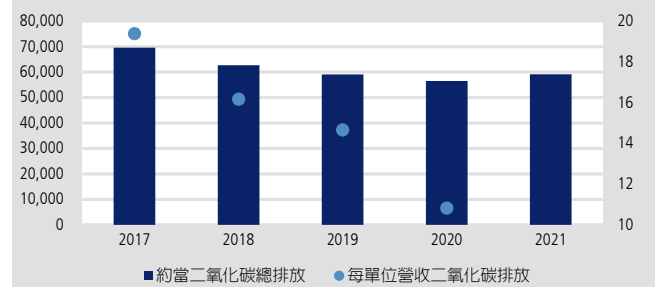
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 26：碳排量**

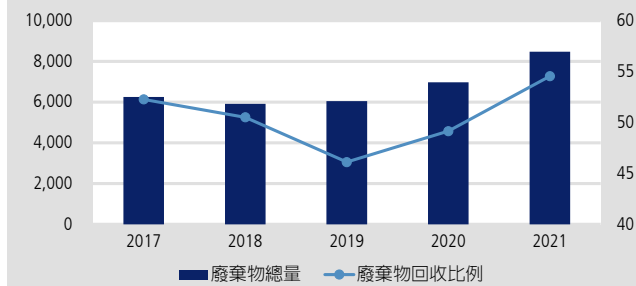
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 27：廢棄物總量**

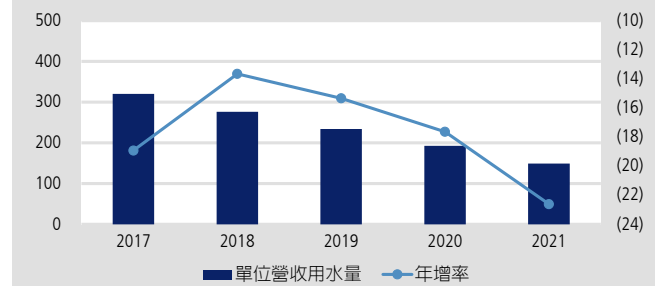
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 28：耗水量**

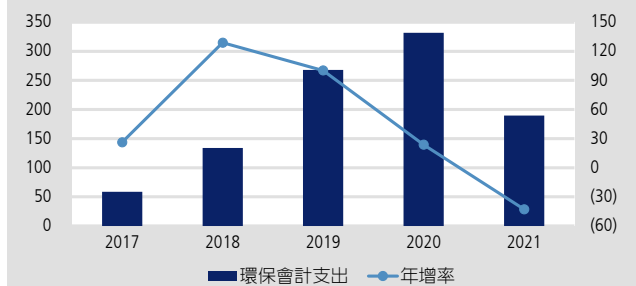
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 29：環境支出**

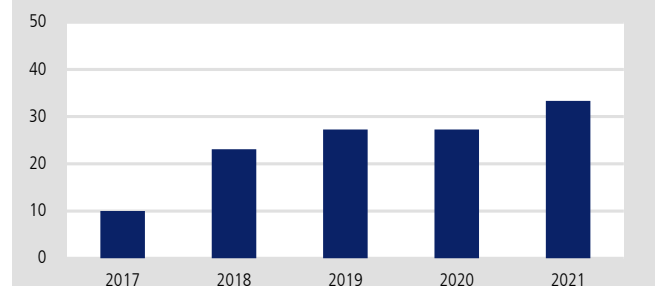
環境支出，百萬元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 30：獨立董事**

董事會中獨立董事比例，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

## 損益表

損益表	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	43,601	41,857	46,042	49,265	46,309	44,920	53,006	56,186	180,411	180,765	200,421
營業成本	(37,521)	(35,997)	(39,320)	(42,122)	(39,687)	(38,362)	(45,108)	(47,904)	(154,683)	(154,960)	(171,061)
營業毛利	6,080	5,860	6,722	7,143	6,622	6,558	7,898	8,282	25,728	25,805	29,360
營業費用	(3,300)	(3,265)	(3,683)	(3,990)	(3,520)	(3,549)	(4,134)	(4,383)	(15,032)	(14,238)	(15,585)
營業利益	2,780	2,595	3,039	3,153	3,103	3,010	3,763	3,899	10,696	11,567	13,775
折舊	(348)	(293)	(293)	(238)	(341)	(341)	(341)	(341)	(1,403)	(1,172)	(1,364)
攤提	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
EBITDA	3,129	2,888	3,332	3,391	3,444	3,351	4,105	4,241	12,099	12,740	15,140
利息收入	96	86	86	77	78	78	78	78	146	346	311
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	164	120	190	226	220	220	120	140	1,639	700	700
總營業外收入	260	206	276	303	298	298	198	218	1,785	1,046	1,011
利息費用	(4)	(4)	(4)	(5)	(4)	(4)	(4)	(4)	(38)	(17)	(17)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(80)	(60)	(40)	(40)	(20)	(20)	(80)	(100)	(159)	(220)	(220)
總營業外費用	(83)	(64)	(44)	(45)	(24)	(24)	(84)	(104)	(197)	(237)	(237)
稅前純益	2,957	2,737	3,271	3,411	3,376	3,283	3,877	4,013	12,284	12,375	14,548
所得稅費用[利益]	(492)	(465)	(556)	(652)	(560)	(545)	(659)	(782)	(2,321)	(2,166)	(2,546)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	2,464	2,272	2,715	2,758	2,816	2,738	3,218	3,231	9,962	10,210	12,002
非常項目	(0)	-	-	0	-	-	-	-	0	-	-
稅後淨利	2,464	2,272	2,715	2,758	2,816	2,738	3,218	3,231	9,963	10,210	12,002
每股盈餘 (NT\$)	2.92	2.69	3.21	3.26	3.33	3.24	3.81	3.82	11.79	12.08	14.21
獲利率 (%)											
營業毛利率	13.9	14.0	14.6	14.5	14.3	14.6	14.9	14.7	14.3	14.3	14.6
營業利益率	6.4	6.2	6.6	6.4	6.7	6.7	7.1	6.9	5.9	6.4	6.9
EBITDA Margin	7.2	6.9	7.2	6.9	7.4	7.5	7.7	7.5	6.7	7.0	7.6
稅前純益率	6.8	6.5	7.1	6.9	7.3	7.3	7.3	7.1	6.8	6.8	7.3
稅後純益率	5.7	5.4	5.9	5.6	6.1	6.1	6.1	5.8	5.5	5.6	6.0
季成長率 (%)											
營業收入	6.9	(4.0)	10.0	7.0	(6.0)	(3.0)	18.0	6.0			
營業毛利	83.9	(3.6)	14.7	6.3	(7.3)	(1.0)	20.4	4.9			
營業收益增長	650.1	(6.7)	17.1	3.8	(1.6)	(3.0)	25.0	3.6			
EBITDA	338.9	(7.7)	15.4	1.8	1.6	(2.7)	22.5	3.3			
稅前純益	472.1	(7.4)	19.5	4.3	(1.0)	(2.8)	18.1	3.5			
稅後純益	352.1	(7.8)	19.5	1.6	2.1	(2.8)	17.5	0.4			
年成長率 (%)											
營業收入	(17.8)	(12.8)	19.4	20.8	6.2	7.3	15.1	14.0	(10.6)	0.2	10.9
營業毛利	(37.5)	(24.7)	37.0	116.1	8.9	11.9	17.5	15.9	(32.7)	0.3	13.8
營業收益	(41.6)	(35.5)	97.2	750.7	11.6	16.0	23.8	23.7	(46.5)	8.1	19.1
EBITDA	(38.9)	(34.1)	76.6	375.7	10.1	16.0	23.2	25.1	(43.0)	5.3	18.8
稅前純益	(48.0)	(31.7)	57.5	560.0	14.2	19.9	18.5	17.6	(40.5)	0.7	17.6
稅後純益	(48.3)	(25.3)	68.8	406.1	14.2	20.5	18.5	17.1	(41.1)	2.5	17.6

資料來源：公司資料；凱基預估



**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>78,398</b>	<b>101,460</b>	<b>86,853</b>	<b>91,531</b>	<b>100,312</b>
<b>流動資產</b>	<b>71,361</b>	<b>93,388</b>	<b>78,598</b>	<b>83,257</b>	<b>92,397</b>
現金及短期投資	19,790	23,754	27,773	32,342	36,508
存貨	27,483	37,940	29,295	29,348	32,308
應收帳款及票據	21,981	29,272	19,006	19,044	21,057
其他流動資產	2,108	2,422	2,524	2,524	2,524
<b>非流動資產</b>	<b>7,036</b>	<b>8,071</b>	<b>8,254</b>	<b>8,273</b>	<b>7,915</b>
長期投資	559	853	823	823	823
固定資產	5,130	5,711	5,522	5,541	5,182
什項資產	1,347	1,508	1,910	1,910	1,910
<b>負債總額</b>	<b>42,858</b>	<b>54,379</b>	<b>38,454</b>	<b>38,637</b>	<b>42,134</b>
<b>流動負債</b>	<b>42,192</b>	<b>53,706</b>	<b>37,641</b>	<b>37,823</b>	<b>41,320</b>
應付帳款及票據	27,178	33,931	24,671	24,715	27,208
短期借款	3,000	2,000	-	-	-
什項負債	12,015	17,775	12,970	13,108	14,112
<b>長期負債</b>	<b>665</b>	<b>673</b>	<b>814</b>	<b>814</b>	<b>814</b>
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	440	528	455	455	455
<b>股東權益總額</b>	<b>35,540</b>	<b>47,080</b>	<b>48,399</b>	<b>52,894</b>	<b>58,178</b>
普通股	8,449	8,449	8,449	8,449	8,449
保留盈餘	20,626	31,718	30,917	35,413	40,697
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	21.6%	37.8%	(10.6%)	0.2%	10.9%
營業收益增長	54.4%	117.4%	(46.5%)	8.1%	19.1%
EBITDA	50.3%	106.3%	(43.0%)	5.3%	18.8%
稅後純益	42.5%	112.6%	(41.1%)	2.5%	17.6%
每股盈餘成長率	42.5%	112.6%	(41.1%)	2.5%	17.6%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	14.5%	19.0%	14.3%	14.3%	14.6%
營業利益率	6.3%	9.9%	5.9%	6.4%	6.9%
EBITDA Margin	7.0%	10.5%	6.7%	7.0%	7.6%
稅後純益率	5.4%	8.4%	5.5%	5.6%	6.0%
平均資產報酬率	11.5%	18.8%	10.6%	11.4%	12.5%
股東權益報酬率	23.9%	41.0%	20.9%	20.2%	21.6%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	8.4%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	301.4	1,103.9	322.2	711.4	833.8
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	338.9	674.3	409.0	650.8	623.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	3.6	6.2	409.0	650.8	623.2
流動比率 (x)	1.7	1.7	2.1	2.2	2.2
速動比率 (x)	1.0	1.0	1.3	1.4	1.5
淨負債 (NT\$百萬)	(15,586)	(21,655)	(27,475)	(32,045)	(36,211)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	9.42	20.03	11.79	12.08	14.21
每股現金盈餘 (NT\$)	12.81	14.93	18.51	13.42	12.89
每股淨值 (NT\$)	42.07	55.73	57.29	62.61	68.86
調整後每股淨值 (NT\$)	42.07	55.73	57.29	62.61	68.86
每股營收 (NT\$)	173.41	238.87	213.54	213.96	237.23
EBITDA/Share (NT\$)	12.17	25.11	14.32	15.08	17.92
每股現金股利 (NT\$)	6.10	10.50	6.60	6.76	7.95
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	2.11	2.24	1.92	2.03	2.09
應收帳款周轉天數	54.9	52.9	38.5	38.5	38.5
存貨周轉天數	80.3	84.7	69.1	69.1	69.1
應付帳款周轉天數	79.4	75.7	58.2	58.2	58.2
現金轉換周轉天數	55.8	61.9	49.4	49.4	49.4

資料來源：公司資料；凱基預估

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>146,503</b>	<b>201,810</b>	<b>180,411</b>	<b>180,765</b>	<b>200,421</b>
營業成本	(125,200)	(163,566)	(154,683)	(154,960)	(171,061)
<b>營業毛利</b>	<b>21,303</b>	<b>38,244</b>	<b>25,728</b>	<b>25,805</b>	<b>29,360</b>
營業費用	(12,115)	(18,270)	(15,032)	(14,238)	(15,585)
<b>營業利益</b>	<b>9,188</b>	<b>19,975</b>	<b>10,696</b>	<b>11,567</b>	<b>13,775</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>666</b>	<b>944</b>	<b>1,785</b>	<b>1,046</b>	<b>1,011</b>
利息收入	89	72	146	346	311
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	577	872	1,639	700	700
<b>總營業外費用</b>	<b>(257)</b>	<b>(288)</b>	<b>(197)</b>	<b>(237)</b>	<b>(237)</b>
利息費用	(32)	(19)	(38)	(17)	(17)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(225)	(269)	(159)	(220)	(220)
<b>稅前純益</b>	<b>9,597</b>	<b>20,631</b>	<b>12,284</b>	<b>12,375</b>	<b>14,548</b>
所得稅費用[利益]	(1,637)	(3,710)	(2,321)	(2,166)	(2,546)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>7,960</b>	<b>16,921</b>	<b>9,963</b>	<b>10,210</b>	<b>12,002</b>
<b>EBITDA</b>	<b>10,284</b>	<b>21,215</b>	<b>12,099</b>	<b>12,740</b>	<b>15,140</b>
每股盈餘 (NT\$)	9.42	20.03	11.79	12.08	14.21

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>10,825</b>	<b>12,613</b>	<b>15,639</b>	<b>11,337</b>	<b>10,887</b>
本期純益	7,960	16,921	9,963	10,210	12,002
折舊及攤提	1,096	1,240	1,403	1,173	1,365
本期運用資金變動	(2,887)	(11,008)	10,011	(46)	(2,480)
其他營業資產及負債變動	4,656	5,459	(5,737)	(0)	(0)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(793)</b>	<b>(969)</b>	<b>(842)</b>	<b>(1,191)</b>	<b>(1,007)</b>
投資用短期投資出售[新購]	200	625	(53)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(971)	(1,561)	(821)	(1,191)	(1,006)
其他資產變動	(22)	(33)	32	(0)	(0)
<b>自由現金流</b>	<b>4,858</b>	<b>5,055</b>	<b>19,267</b>	<b>9,478</b>	<b>9,242</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(2,275)</b>	<b>(6,411)</b>	<b>(11,135)</b>	<b>(5,576)</b>	<b>(5,714)</b>
短期借款變動	1,500	(1,000)	(2,000)	-	-
長期借款變動	(1)	(14)	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(3,548)	(5,153)	(8,870)	(5,576)	(5,714)
其他融資現金流	(225)	(244)	(265)	(0)	-
<b>匯率影響數</b>	<b>120</b>	<b>(164)</b>	<b>159</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>7,877</b>	<b>5,069</b>	<b>3,821</b>	<b>4,569</b>	<b>4,166</b>

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	8.3%	9.1%	8.3%	7.9%	7.8%
<b>= 營業利益率</b>	<b>6.3%</b>	<b>9.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.9%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>8.3</b>	<b>8.5</b>	<b>9.6</b>	<b>9.6</b>	<b>10.1</b>
營業利益率	6.3%	9.9%	5.9%	6.4%	6.9%
x 資本周轉率	8.3	8.5	9.6	9.6	10.1
x (1 - 有效現金稅率)	82.9%	82.0%	81.1%	82.5%	82.5%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>43.3%</b>	<b>69.0%</b>	<b>46.0%</b>	<b>50.9%</b>	<b>57.2%</b>

資料來源：公司資料；凱基預估

## 微星 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-03-16	持有	145.0	142.5
2022-11-11	持有	127.0	123.0
2022-10-23	持有	122.0	107.5
2022-09-07	持有	128.0	110.0
2022-07-21	持有	135.0	120.0
2022-05-07	增加持股	155.0	125.0
2022-03-22	持有	155.0	138.5
2021-11-11	持有	186.0	165.0
2021-08-12	持有	155.0	141.5
2021-04-29	增加持股	230.0	184.5

資料來源：TEJ，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 • 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 • 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 • 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 • 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券集團未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，過後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。