

## 持有・調升

收盤價 May 12 (NT\$)	281.5
12 個月目標價 (NT\$)	295.0
前次目標價 (NT\$)	231.0
調升 (%)	27.7
上漲空間 (%)	4.8

## 焦點內容

華碩 1Q23 每股虧損 2.26 元，低於市場與我們預估。管理層展望 2Q23 品牌營收季增 10% 並轉虧為盈，優於先前預期。我們將目標價調升至 295 元，基於 1x 2023-24F BVPS 平均（隱含 16x 2H23-1H24F EPS）。考量公司獲利復甦優於預期，投資評等上調為「持有」。

## 交易資料表

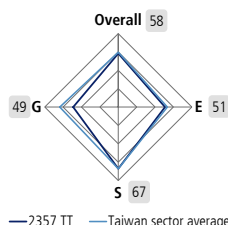
市值：(NT\$bn/US\$m)	209.1 / 6,812
流通在外股數 (百萬股)：	743
外資持有股數 (百萬股)：	320.8
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.38
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	225.0 - 343.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	4.3	13.1	-16.7
相對表現 (%)	4.9	2.4	-16

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	14.04A	2.55A	8.34A	(5.15)A
2023	(2.26)A	0.39F	7.60F	6.74F
2024	3.20F	5.29F	8.72F	7.50F

## 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

# 華碩

(2357.TW/2357 TT)



## 1Q23 持續虧損後，2Q23 提前損平

### 重要訊息

凱基研究員異動。華碩 1Q23 每股虧損 2.26 元，低於市場與我們預估。管理層展望 2Q23 品牌營收季增 10% 並轉虧為盈，優於先前預期。

### 評論及分析

**1Q23 虧損。**1Q23 每股虧損 2.26 元，低於我們和共識預估。儘管認列存貨跌價損失迴轉（佔 1Q23 營收 0.9%），但銷貨折讓增加（佔 1Q23 營收 16%，高於 4Q22 的 13.5%）使品牌毛利率季減至 8.1%。於品牌營收季減 13% 下，營業費用率仍自 4Q22 的 12.4% 季減至 11.6%，但 1Q23 品牌營利率 -3.6% 低於我們預估。儘管業外收入較高（包括匯兌利益、利息收入貢獻），1Q23 整體虧損幅度仍較我們預期大。1Q23 庫存金額季減 13%、年減 40% 至 1,158 億元，且庫存天數由 4Q22 之 130 天季減至 1Q23 之 108 天，符合公司目標。

**可望提前於 2Q23 轉虧為盈。**管理層展望 2Q23 PC 營收季增 20%，動能為消費性與電競筆電需求復甦，且通路庫存已降低，而零組件營收因適淡季將季減 5%，但優於過往季節性之季減 10%。因此，2Q23 品牌營收展望季增 10% 並有望轉虧為盈，主因庫存調整進度較佳及新品推出。華碩認為 1Q23 即為今年營運谷底，且通路庫存已回到較健康水位，但考量目前歐美及亞太地區需求仍疲弱，我們認為 2H23 需求復甦速度將為觀察重點。公司目標 3Q23 PC 出貨量季增雙位數，而我們預估 3Q23 零組件營收將受惠旺季而季增。管理層維持 2023 年 PC 出貨表現優於產業平均 10ppts 之目標，動能來自電競 PC（出貨量展望年持平，相較產業為衰退 10%）。公司亦致力於拓展策略性業務，包括伺服器、AI GPU 及新的電競掌機 (ROG Ally)。儘管上述業務目前的營收貢獻有限，但預期未來幾年將加速成長。反映展望優於預期，我們上修 2023-24 年 EPS 預估至 12.46 元（年減 37%）、24.71 元（年增 98%）。

### 投資建議

我們將目標價調升至 295 元，基於 1x 2023-24F BVPS 平均（隱含 16x 2H23-1H24F EPS）。考量公司獲利復甦優於預期，投資評等上調為「持有」。

### 投資風險

筆電需求疲弱；匯率波動。

### 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)	412,780	535,239	537,192	516,418	554,915
營業毛利 (NT\$百萬)	73,226	110,316	74,141	65,817	82,463
營業利益 (NT\$百萬)	24,957	49,326	12,982	6,983	19,314
稅後淨利 (NT\$百萬)	26,558	44,550	14,691	9,254	18,355
每股盈餘 (NT\$)	35.76	59.98	19.78	12.46	24.71
每股現金股利 (NT\$)	26.00	42.00	15.00	8.72	17.30
每股盈餘成長率 (%)	118.8	67.7	(67.0)	(37.0)	98.3
本益比 (x)	7.9	4.7	14.2	22.6	11.4
股價淨值比 (x)	1.0	0.9	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	2.4	1.2	6.5	7.6	2.8
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	9.2	14.9	5.3	3.1	6.1
股東權益報酬率 (%)	14.0	20.5	6.6	4.3	8.4

資料來源：公司資料，凱基預估

**圖 1：1Q23 品牌營收季減 13%、年減 20%，但 2Q23 將季增 10%**

品牌營收 (十億元)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23公司自估	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F
PC	64.3	74.4	88.3	94.3	84.3	76.8	94.3	75.0	60.3	季增20%	246.5	220.4	224.6	247.5	321.4	330.4	317.2
行動裝置	1.0	3.6	2.5	2.1	1.3	0.5	2.7	2.3	1.0		67.3	37.4	23.5	10.7	9.2	6.7	8.5
零組件	42.1	41.5	38.8	45.1	42.1	37.7	35.8	39.8	40.8	季減5%	69.0	73.0	76.6	120.3	167.5	155.3	152.2
其他	0.8	0.8	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2		10.6	12.3	7.8	3.9	2.4	1.0	3.0
總計	108.1	120.4	130.1	141.8	128.0	115.2	132.9	117.4	102.4		392.9	352.5	332.5	382.4	500.4	493.5	480.9
<b>產品組合 (%)</b>																	
PC	59.5	61.8	67.9	66.5	65.9	66.7	70.9	63.9	58.9		62.8	62.5	67.5	64.7	64.2	67.0	66.0
移動裝置	0.9	3.0	1.9	1.5	1.0	0.4	2.0	2.0	1.0		17.1	10.6	7.1	2.8	1.8	1.4	1.8
零組件	38.9	34.5	29.8	31.8	32.9	32.7	26.9	33.9	39.9		17.6	20.7	23.0	31.5	33.5	31.5	31.7
其他	0.7	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2		2.7	3.5	2.4	1.0	0.5	0.2	0.6
總計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>品牌營收季增 (%)</b>																	
PC	(12.0)	15.7	18.7	6.8	(10.6)	(8.9)	22.7	(20.4)	(19.6)								
行動裝置	(67.5)	271.2	(31.6)	(13.9)	(39.9)	(64.0)	476.9	(11.7)	(56.4)								
零組件	14.1	(1.2)	(6.7)	16.3	(6.7)	(10.5)	(5.1)	11.3	2.7								
其他	(2.4)	11.4	(38.2)	(45.5)	(9.8)	(10.0)	15.4	(11.7)	(12.8)								
總計	(4.9)	11.4	8.1	9.0	(9.8)	(10.0)	15.4	(11.7)	(12.8)								
<b>品牌營收年增 (%)</b>																	
PC	68.2	34.7	9.1	29.1	31.1	3.3	6.7	(20.5)	(28.5)		(11.5)	(10.6)	1.9	10.2	29.8	2.8	(4.0)
行動裝置	(58.8)	165.0	(37.3)	(28.9)	31.5	(87.2)	7.6	10.3	(20.0)		(13.0)	(44.4)	(37.1)	(54.7)	(13.8)	(26.5)	26.0
零組件	89.4	55.0	12.4	22.3	0.1	(9.3)	(7.8)	(11.8)	(3.0)		14.9	5.9	4.8	57.2	39.1	(7.2)	(2.0)
其他	(38.6)	(49.7)	136.8	(63.4)	(66.2)	(72.7)	(48.9)	(17.3)	(20.0)		(17.8)	16.5	(36.5)	(50.1)	(38.4)	(58.9)	204.0
總計	68.8	41.5	8.8	24.7	18.4	(4.3)	2.2	(17.3)	(20.0)		(8.4)	(10.3)	(5.7)	15.0	30.8	(1.4)	(2.5)

資料來源：凱基預估

**圖 2：1Q22 財報結果與 2Q23 財測修正與市場共識比較 (合併基礎)**

百萬元	1Q23							2Q23F						
	實際數	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	111,398	108,015	3.1	(12.3)	(19.5)	107,012	4.1	123,652	116,656	6.0	11.0	(2.6)	116,630	6.0
毛利	10,721	10,801	(0.7)	(12.3)	(59.5)	10,514	2.0	14,715	13,415	9.7	37.3	(14.1)	12,923	13.9
營業利益	(3,121)	(2,160)	-	-	-	(2,330)	-	247	(350)	-	-	(91.0)	(422)	-
稅前淨利	(1,429)	(1,101)	-	-	-	(1,375)	-	1,064	609	74.7	-	(67.2)	439	142.2
稅後淨利	(1,682)	(1,495)	-	-	-	-1,465	-	290	(144)	-	-	(84.7)	179	61.9
每股盈餘 (元)	(2.26)	(2.01)	-	-	-	(1.97)	-	0.39	(0.19)	-	-	(84.7)	0.24	61.9
毛利率 (%)	9.6	10.0	(0.4)ppts	(9.5)ppts	(12.0)ppts	9.8	(0.2)ppts	11.9	11.5	0.4 ppts	2.3 ppts	(7.1)ppts	11.1	0.8 ppts
營業利益率 (%)	(2.8)	(2.0)	(0.8)ppts	0.6 ppts	(10.5)ppts	(2.2)	(0.6)ppts	0.2	(0.3)	0.5 ppts	3.0 ppts	(2.0)ppts	(0.4)	0.6 ppts
淨利率 (%)	(1.5)	(1.4)	(0.1)ppts	1.5 ppts	(9.0)ppts	(1.4)	(0.1)ppts	0.2	(0.1)	0.4 ppts	1.7 ppts	(1.3)ppts	0.2	0.1 ppts

資料來源：Bloomberg：凱基預估

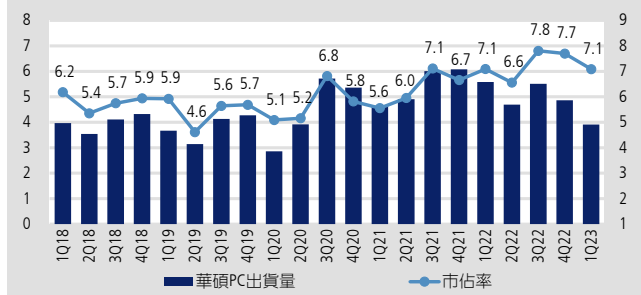
**圖 3：2023-24 年財測修正暨市場共識比較 (合併基礎)**

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	516,418	499,046	3.5	(3.9)	500,086	3.3	554,915	526,984	5.3	7.5	537,243	3.3
毛利	65,817	62,042	6.1	(11.2)	64,026	2.8	82,463	77,928	5.8	25.3	79,421	3.8
營業利益	6,983	4,153	68.1	(46.2)	7,127	(2.0)	19,314	16,330	18.3	176.6	18,724	3.2
稅前獲利	14,499	10,489	38.2	(32.9)	14,192	2.2	26,145	22,955	13.9	80.3	25,295	3.4
稅後淨利	9,254	5,786	59.9	(37.0)	9,873	(6.3)	18,355	15,634	17.4	98.3	19,150	(4.2)
每股盈餘 (元)	12.46	7.79	59.9	(37.0)	13.29	(6.3)	24.71	21.05	17.4	98.3	25.78	(4.2)
毛利率 (%)	12.7	12.4	0.3 ppts	(1.1)ppts	12.8	(0.1)ppts	14.9	14.8	0.1 ppts	2.1 ppts	14.8	0.1 ppts
營利率 (%)	1.4	0.8	0.5 ppts	(1.1)ppts	1.4	(0.1)ppts	3.5	3.1	0.4 ppts	2.1 ppts	3.5	(0.0)ppts
淨利率 (%)	1.8	1.2	0.6 ppts	(0.9)ppts	2.0	(0.2)ppts	3.3	3.0	0.3 ppts	1.5 ppts	3.6	(0.3)ppts

資料來源：Bloomberg：凱基預估

**圖 4：華碩 1Q23 PC 市佔率 7.1%**

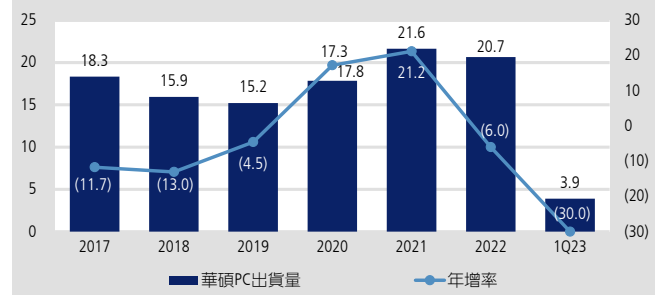
華碩 PC 出貨量，百萬台（左軸）；市佔率，百分比（右軸）



資料來源：Gartner；凱基整理

**圖 5：1Q23 華碩 PC 出貨量年減 30%，約當產業平均**

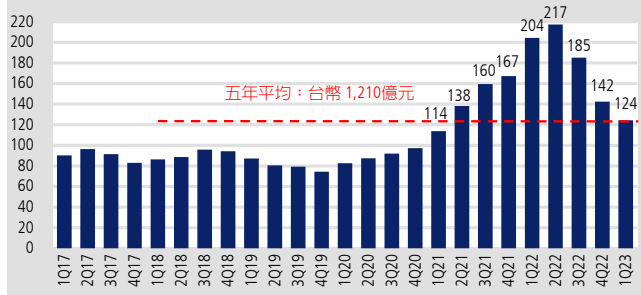
華碩 PC 出貨量，百萬台（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Gartner；凱基整理

**圖 6：3Q22－1Q23 庫存金額持續下滑 (合併基礎)**

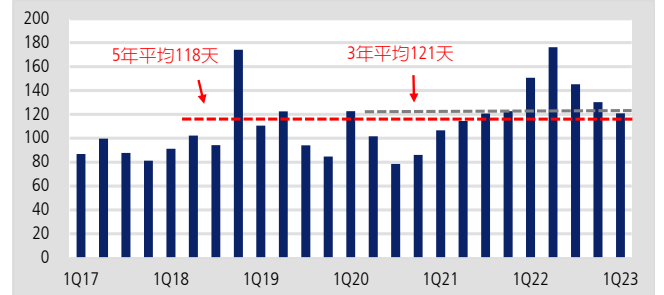
庫存金額，台幣十億元



資料來源：公司資料；凱基整理

**圖 7：1Q23 華碩(合併基礎)存貨週轉天數季減至 121 天**

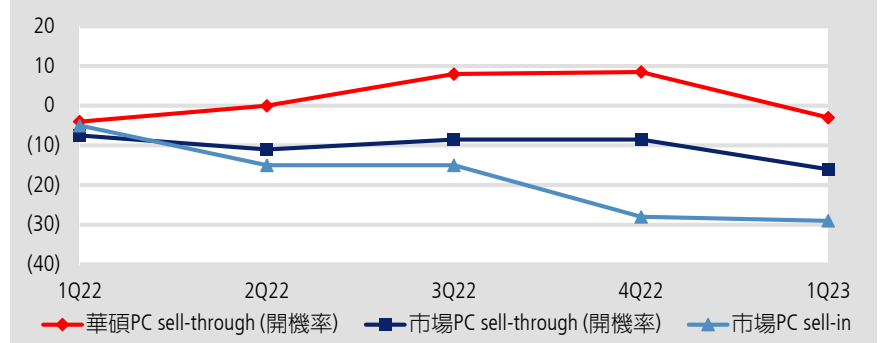
存貨週轉天數，天



資料來源：公司資料；凱基整理

**圖 8：華碩 PC 開機率優於整體市場表現**

PC 出貨量年增率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 9：同業評價比較**

公司	代碼	市值	股價	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 (%)	
		(美金 百萬元)	(當地 貨幣)														
		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\*表示為 Bloomberg 市場預估

資料來源：Bloomberg；凱基預估

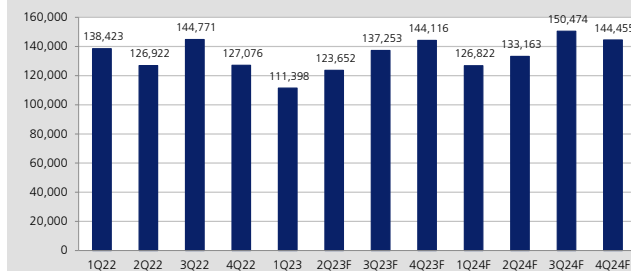
**圖 10: 公司概况**

華碩 2022 年位居全球第 5 大 PC 廠，總出貨量 2,070 萬台(年減 6%)，全球市佔率 7.3%。華碩 2013 年發表的首款智慧手機 ZenFone 系列，在 2015 年創下 2,000 萬支出貨量，年增 135%，2021 年華碩手機出貨縮減至 80 萬台，2022 年進一步年減 30%至 60 萬台。2022 年品牌各產品線營收占比為 PC(筆電+桌電) 67%、零組件(主機板+繪圖卡) 32%、手機 1%。

資料來源：公司資料、凱基

**圖 12: 季營業收入**

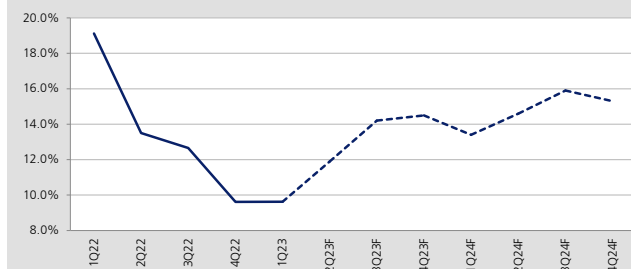
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 14: 毛利率**

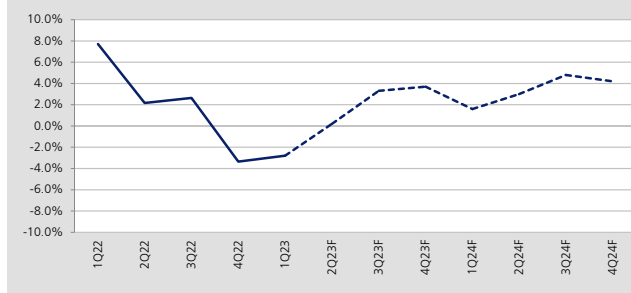
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 16: 營業利潤率**

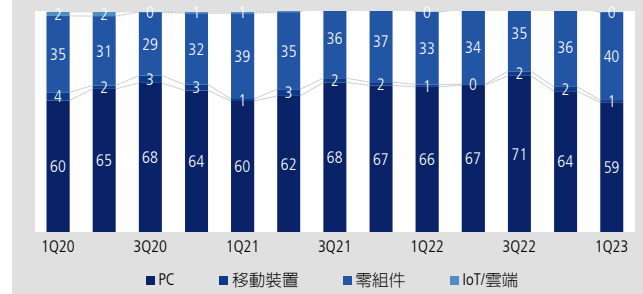
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 11: 4Q22 PC 營收比重季減**

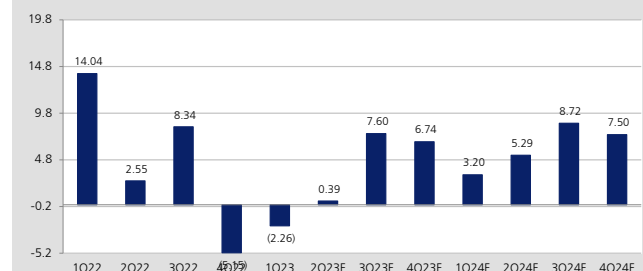
品牌營收比重，百分比



資料來源：公司資料、凱基

**圖 13: 每股盈利**

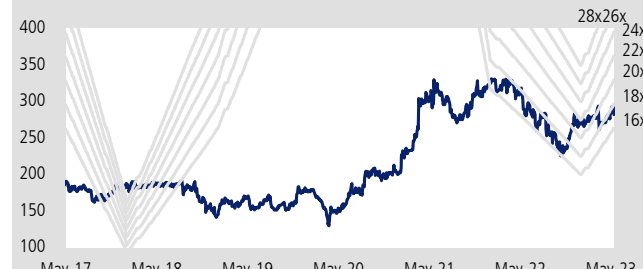
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 15: 未來一年預估本益比區間**

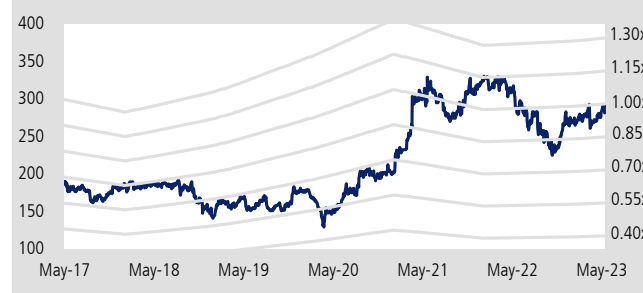
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ、凱基

**圖 17: 未來一年預估股價淨值比區間**

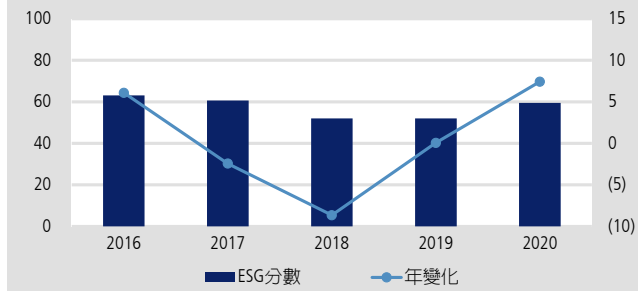
股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ、凱基

**圖 18: ESG 整體分數**

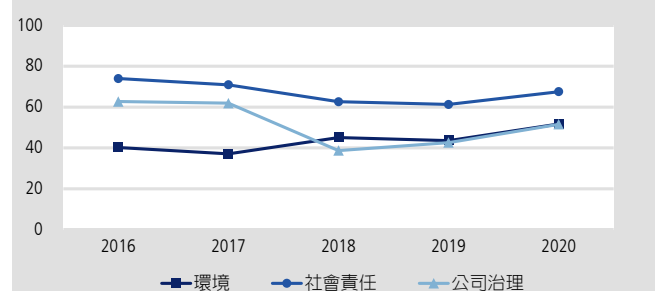
ESG 整體分數 (左軸): 年增幅度, 百分點 (右軸)



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 19: ESG 各項分數**

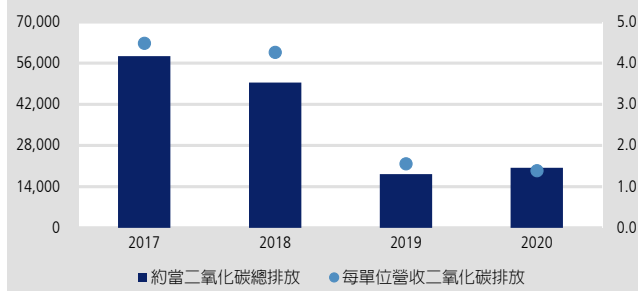
ESG 各項分數



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 20: 碳排量**

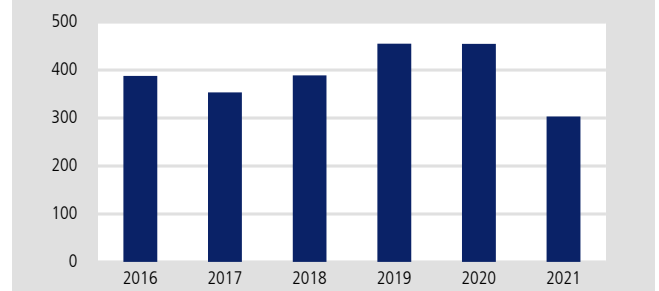
約當二氧化碳排放量, 噸 (左軸); 單位營收碳排放量, 噸/百萬美元 (右軸)



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 21: 廢棄物總量**

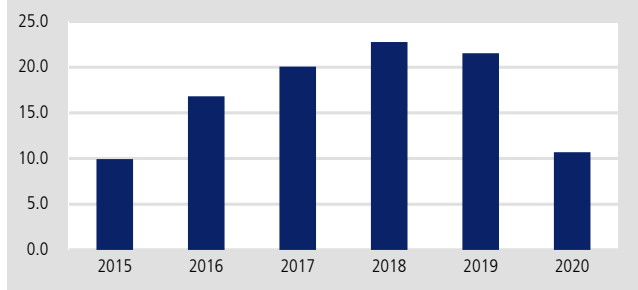
廢棄物總量, 噸



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 22: 員工流動率**

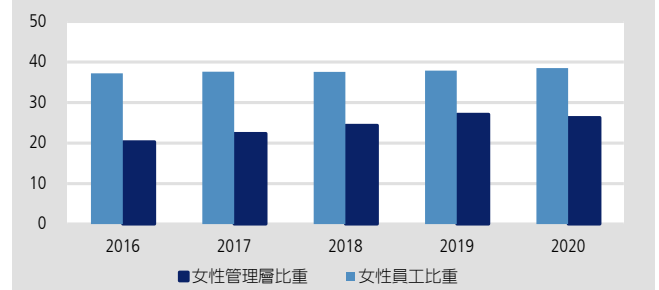
員工流動率, 百分比



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 23: 性別多樣性**

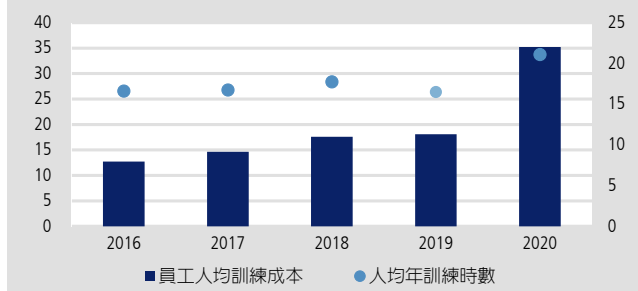
女性主管與員工比例, 百分比



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 24: 員工訓練**

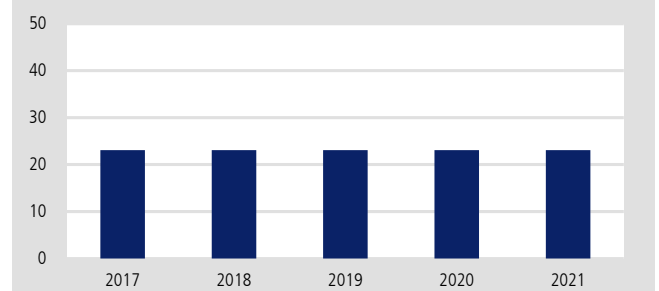
員工人均訓練成本, 美元 (左軸); 人均年訓練時數, 小時 (右軸)



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 25: 獨立董事**

董事會中獨立董事比例, 百分比



資料來源: Refinitiv、凱基

## 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

	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	111,398	123,652	137,253	144,116	126,822	133,163	150,474	144,455	537,192	516,418	554,915
營業成本	(100,682)	(108,937)	(117,763)	(123,219)	(109,828)	(113,721)	(126,549)	(122,354)	(463,051)	(450,602)	(472,452)
營業毛利	10,716	14,715	19,490	20,897	16,994	19,442	23,925	22,102	74,141	65,817	82,463
營業費用	(13,842)	(14,467)	(14,961)	(15,565)	(14,965)	(15,447)	(16,703)	(16,035)	(61,162)	(58,834)	(63,149)
營業利益	(3,121)	247	4,529	5,332	2,029	3,995	7,223	6,067	12,982	6,983	19,314
折舊	(538)	(547)	(547)	(556)	(597)	(597)	(597)	(597)	(2,142)	(2,187)	(2,387)
攤提	(118)	(127)	(127)	(135)	(127)	(127)	(127)	(127)	(479)	(506)	(506)
EBITDA	(2,465)	921	5,203	6,023	2,753	4,718	7,946	6,791	15,603	9,677	22,208
利息收入	649	574	574	499	343	343	343	343	920	2,296	1,374
投資利益淨額	224	200	2,700	576	925	925	925	925	2,351	3,700	3,700
其他營業外收入	1,065	500	500	935	750	750	750	750	6,427	3,000	3,000
總營業外收入	1,938	1,274	3,774	2,010	2,018	2,018	2,018	2,018	9,699	8,996	8,074
利息費用	(246)	(258)	(258)	(269)	(198)	(198)	(198)	(198)	(763)	(1,030)	(793)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	-	(200)	(200)	(50)	(113)	(113)	(113)	(113)	(303)	(450)	(450)
總營業外費用	(246)	(458)	(458)	(319)	(311)	(311)	(311)	(311)	(1,065)	(1,480)	(1,243)
稅前純益	(1,429)	1,064	7,846	7,023	3,737	5,703	8,931	7,775	21,616	14,499	26,145
所得稅費用[利益]	149	(223)	(1,648)	(1,322)	(785)	(1,198)	(1,875)	(1,633)	(4,784)	(3,045)	(5,490)
少數股東損益	(402)	(550)	(550)	(698)	(575)	(575)	(575)	(575)	(2,141)	(2,200)	(2,300)
非常項目稅後純益	(1,682)	290	5,648	5,003	2,377	3,930	6,480	5,567	14,691	9,254	18,355
非常項目	(0)	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	(1,682)	290	5,648	5,003	2,377	3,930	6,480	5,567	14,691	9,254	18,355
每股盈餘 (NT\$)	(2.26)	0.39	7.60	6.74	3.20	5.29	8.72	7.50	19.78	12.46	24.71
獲利率 (%)											
營業毛利率	9.6	11.9	14.2	14.5	13.4	14.6	15.9	15.3	13.8	12.7	14.9
營業利益率	(2.8)	0.2	3.3	3.7	1.6	3.0	4.8	4.2	2.4	1.4	3.5
EBITDA Margin	(2.2)	0.7	3.8	4.2	2.2	3.5	5.3	4.7	2.9	1.9	4.0
稅前純益率	(1.3)	0.9	5.7	4.9	2.9	4.3	5.9	5.4	4.0	2.8	4.7
稅後純益率	(1.5)	0.2	4.1	3.5	1.9	3.0	4.3	3.9	2.7	1.8	3.3
季成長率 (%)											
營業收入	(12.3)	11.0	11.0	5.0	(12.0)	5.0	13.0	(4.0)			
營業毛利	(12.3)	37.3	32.5	7.2	(18.7)	14.4	23.1	(7.6)			
營業收益增長	(26.8)		1731.5	17.7	(61.9)	96.9	80.8	(16.0)			
EBITDA	(31.5)		465.1	15.8	(54.3)	71.4	68.4	(14.5)			
稅前純益	(57.6)		637.6	(10.5)	(46.8)	52.6	56.6	(12.9)			
稅後純益	(56.0)		1845.5	(11.4)	(52.5)	65.3	64.9	(14.1)			
年成長率 (%)											
營業收入	(19.5)	(2.6)	(5.2)	13.4	13.8	7.7	9.6	0.2	0.4	(3.9)	7.5
營業毛利	(58.5)	(17.3)	6.4	71.1	58.6	32.1	22.8	5.8	(32.8)	(11.2)	25.3
營業收益	(129.2)	(91.0)	18.5			1515.4	59.5	13.8	(73.7)	(46.2)	176.6
EBITDA	(121.8)	(72.9)	16.1			412.5	52.7	12.7	(70.5)	(38.0)	129.5
稅前純益	(110.4)	(67.2)	(2.4)			436.1	13.8	10.7	(63.4)	(32.9)	80.3
稅後純益	(116.1)	(84.7)	(8.7)			1253.7	14.7	11.3	(67.0)	(37.0)	98.3

資料來源：公司資料，凱基



## 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>396,515</b>	<b>504,153</b>	<b>471,165</b>	<b>461,118</b>	<b>470,787</b>
<b>流動資產</b>	<b>260,585</b>	<b>348,705</b>	<b>322,198</b>	<b>305,306</b>	<b>308,449</b>
現金及短期投資	78,210	74,315	74,897	83,445	87,785
存貨	97,310	167,316	142,472	123,452	116,177
應收帳款及票據	76,102	93,243	91,311	84,891	90,970
其他流動資產	8,963	13,832	13,518	13,518	13,518
<b>非流動資產</b>	<b>135,930</b>	<b>155,448</b>	<b>148,967</b>	<b>155,812</b>	<b>162,338</b>
長期投資	98,849	112,826	104,045	111,078	117,992
固定資產	21,023	19,421	19,495	19,308	18,921
什項資產	16,058	23,201	25,426	25,426	25,426
<b>負債總額</b>	<b>181,873</b>	<b>257,716</b>	<b>244,276</b>	<b>228,797</b>	<b>228,830</b>
<b>流動負債</b>	<b>166,172</b>	<b>238,183</b>	<b>222,677</b>	<b>207,237</b>	<b>207,257</b>
應付帳款及票據	55,470	95,730	51,368	55,554	54,216
短期借款	5,876	9,407	48,908	33,946	28,933
什項負債	104,826	133,045	122,401	117,737	124,108
<b>長期負債</b>	<b>15,701</b>	<b>19,534</b>	<b>21,599</b>	<b>21,561</b>	<b>21,573</b>
長期借款	-	155	145	107	120
其他負債及準備	15,154	18,423	20,545	20,545	20,545
<b>股東權益總額</b>	<b>214,642</b>	<b>246,436</b>	<b>226,889</b>	<b>232,320</b>	<b>241,957</b>
普通股	7,428	7,428	7,428	7,428	7,428
保留盈餘	110,030	135,085	113,873	116,649	122,156
少數股東權益	12,877	14,105	14,508	16,708	19,008
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 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	17.5%	29.7%	0.4%	(3.9%)	7.5%
營業收益增長	114.8%	97.6%	(73.7%)	(46.2%)	176.6%
EBITDA	99.9%	86.6%	(70.5%)	(38.0%)	129.5%
稅後純益	118.8%	67.7%	(67.0%)	(37.0%)	98.3%
每股盈餘成長率	118.8%	67.7%	(67.0%)	(37.0%)	98.3%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	17.7%	20.6%	13.8%	12.7%	14.9%
營業利率率	6.0%	9.2%	2.4%	1.4%	3.5%
EBITDA Margin	6.9%	9.9%	2.9%	1.9%	4.0%
稅後純益率	6.4%	8.3%	2.7%	1.8%	3.3%
平均資產報酬率	7.1%	9.9%	3.0%	2.0%	3.9%
股東權益報酬率	14.0%	20.5%	6.6%	4.3%	8.4%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	2.7%	3.9%	21.6%	14.7%	12.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	200.0	346.5	29.3	15.1	34.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.9	0.3	0.3	0.5
Cash Flow Int. Coverage (x)	(12.6)	191.1	(20.6)	34.5	18.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.3)	3.4	(0.3)	1.0	0.5
流動比率 (x)	1.6	1.5	1.4	1.5	1.5
速動比率 (x)	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	(50,904)	(58,250)	(20,270)	(43,818)	(53,158)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	35.76	59.98	19.78	12.46	24.71
每股現金盈餘 (NT\$)	(2.82)	44.01	(21.17)	47.85	20.09
每股淨值 (NT\$)	271.64	312.79	285.93	290.28	300.16
調整後每股淨值 (NT\$)	271.64	312.79	285.93	290.28	300.16
每股營收 (NT\$)	555.74	720.61	723.24	695.27	747.10
EBITDA/Share (NT\$)	38.18	71.24	21.01	13.03	29.90
每股現金股利 (NT\$)	26.00	42.00	15.00	8.72	17.30
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.10	1.19	1.10	1.11	1.19
應收帳款周轉天數	67.5	63.6	62.0	60.0	60.0
存貨周轉天數	104.9	143.7	112.3	100.0	90.0
應付帳款周轉天數	59.8	82.2	40.5	45.0	42.0
現金轉換周轉天數	112.6	125.1	133.9	115.0	108.0

資料來源：公司資料，凱基

## 損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>412,780</b>	<b>535,239</b>	<b>537,192</b>	<b>516,418</b>	<b>554,915</b>
營業成本	(339,555)	(424,923)	(463,051)	(450,602)	(472,452)
<b>營業毛利</b>	<b>73,226</b>	<b>110,316</b>	<b>74,141</b>	<b>65,817</b>	<b>82,463</b>
營業費用	(48,253)	(60,980)	(61,162)	(58,834)	(63,149)
<b>營業利益</b>	<b>24,973</b>	<b>49,326</b>	<b>12,982</b>	<b>6,983</b>	<b>19,314</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>10,774</b>	<b>11,523</b>	<b>9,699</b>	<b>8,996</b>	<b>8,074</b>
利息收入	640	528	920	2,296	1,374
投資利益淨額	2,800	5,087	2,351	3,700	3,700
其他營業外收入	7,334	5,908	6,427	3,000	3,000
<b>總營業外費用</b>	<b>(2,611)</b>	<b>(1,754)</b>	<b>(1,065)</b>	<b>(1,480)</b>	<b>(1,243)</b>
利息費用	(166)	(171)	(763)	(1,030)	(793)
投資損失	-	(683)	-	-	(450)
其他營業外費用	(2,445)	(900)	(303)	(450)	(450)
<b>稅前純益</b>	<b>33,120</b>	<b>59,094</b>	<b>21,616</b>	<b>14,499</b>	<b>26,145</b>
所得稅費用[利益]	(7,317)	(12,483)	(4,784)	(3,045)	(5,490)
少數股東損益	(1,829)	(2,056)	(2,141)	(2,200)	(2,300)
非常項目	2,584	(6)	(0)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>26,558</b>	<b>44,550</b>	<b>14,691</b>	<b>9,254</b>	<b>18,355</b>
<b>EBITDA</b>	<b>28,361</b>	<b>52,914</b>	<b>15,603</b>	<b>9,677</b>	<b>22,208</b>
每股盈餘 (NT\$)	35.76	59.98	19.78	12.46	24.71

## 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>(2,094)</b>	<b>32,691</b>	<b>(15,721)</b>	<b>35,541</b>	<b>14,924</b>
本期純益	26,558	44,550	14,691	9,254	18,355
折舊及攤提	3,404	3,588	2,621	2,694	2,894
本期運用資金變動	(31,538)	(47,177)	(19,145)	29,626	(141)
其他營業資產及負債變動	(517)	31,731	(13,888)	(6,032)	(6,183)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(4,587)</b>	<b>(1,784)</b>	<b>1,445</b>	<b>(3,507)</b>	<b>(3,237)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(4,944)	(1,610)	(370)	-	-
本期長期投資變動	(163)	(1,543)	(460)	(1,001)	(730)
資本支出淨額	(2,566)	(2,178)	(1,524)	(2,000)	(2,000)
其他資產變動	3,086	3,547	3,798	(506)	(506)
<b>自由現金流</b>	<b>(11,774)</b>	<b>(7,290)</b>	<b>(8,417)</b>	<b>35,330</b>	<b>15,505</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(11,348)</b>	<b>(17,368)</b>	<b>6,816</b>	<b>(23,486)</b>	<b>(7,347)</b>
短期借款變動	285	3,565	39,480	(15,000)	(5,000)
長期借款變動	-	166	(11)	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(10,399)	(19,312)	(31,196)	(11,141)	(6,478)
其他融資現金流	(1,235)	(1,787)	(1,458)	2,655	4,131
<b>匯率影響數</b>	<b>(4,275)</b>	<b>(2,507)</b>	<b>8,971</b>		
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(22,304)</b>	<b>11,033</b>	<b>1,510</b>	<b>8,548</b>	<b>4,341</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	11.7%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
<b>= 營業利率率</b>	<b>6.0%</b>	<b>9.2%</b>	<b>2.4%</b>	<b>1.4%</b>	<b>3.5%</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	0.1	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>9.3</b>	<b>7.9</b>	<b>5.6</b>	<b>7.3</b>	<b>8.6</b>
營業利率率	6.0%	9.2%	2.4%	1.4%	3.5%
x 資本周轉率	9.3	7.9	5.6	7.3	8.6
x (1 - 有效現金稅率)	77.9%	78.9%	77.9%	79.0%	79.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>43.7%</b>	<b>57.1%</b>	<b>10.5%</b>	<b>7.8%</b>	<b>23.7%</b>

資料來源：公司資料，凱基



## 華碩 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-03-11	降低持股	231.0	293.0
2022-11-11	持有	231.0	249.0
2022-10-23	持有	244.0	229.0
2022-08-12	持有	255.0	262.0
2022-07-21	持有	272.0	322.0
2022-05-11	持有	380.0	349.5
2022-03-17	持有	380.0	377.0
2021-11-11	持有	386.0	365.0
2021-08-11	持有	370.0	323.0
2021-05-13	增加持股	445.0	379.5

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)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	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。
*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，遲後若有變更時，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。