

微星

(2377.TW/2377 TT)



持有 · 調降

收盤價 November 10 (NT\$)	174.5
12 個月目標價 (NT\$)	176.0
前次目標價 (NT\$)	210.0
調降 (%)	16.2
上漲空間 (%)	0.9

焦點內容

3Q23 EPS 2.78 元低於我們及市場預期，主因利潤率較低。我們預期消費性產品需求復甦將帶動 2024 年營收成長，但獲利率回升速度可能低於我們原估。我們認為近期股價已反映 2024 年需求回溫之預期。因 4Q23-1H24 獲利率回升幅度弱於我們原估且股價上檔空間有限，評等調降至「持有」，目標價下修至 176 元，基於 14 倍(原 15 倍) 2024 年 EPS 預估。

交易資料表

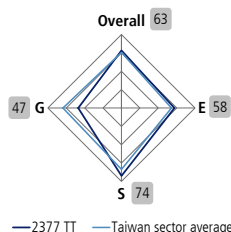
市值：(NT\$bn/US\$m)	147.4 / 4,563
流通在外股數 (百萬股)：	845
外資持有股數 (百萬股)：	311.1
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.30
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	116.0 - 211.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-6.9	20.3	45.4
相對表現 (%)	-7.2	13.6	21.9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	5.64A	3.60A	1.91A	0.64A
2023	2.92A	2.34A	2.78A	2.68F
2024	2.64F	2.68F	3.76F	3.52F

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

3Q23 EPS 低於預估；2024 年營收回升但獲利率復甦較緩

重要訊息

3Q23 EPS 2.78 元低於我們及市場預期，主因利潤率較低。我們預期消費性產品需求復甦將帶動 2024 年營收成長，但獲利率回升速度可能低於我們原估。

評論及分析

獲利率較弱使 3Q23 獲利不如預期。3Q23 EPS 2.78 元(季增 19%、年增 46%)，低於我們預估，主因利潤率低於預期。儘管需求復甦使 3Q23 主機板出貨季增 19%、年增 31%、顯卡季增及年增 19%，帶動 3Q23 營收年增與季增強勁。然而毛利率季減至 11.8%，低於我們與市場預估 2ppts，主因產品組合較不利(商務營收比重較高)加上促銷費用較高。因此，儘管營收規模擴張(季增 19%，年增 27%)，營利率 4.5% 不如我們預期。加上匯兌收益 7.1 億元，EPS 仍不如預期。1-3Q23 EPS 年減 28% 至 8.04 元，主因 1H22 顯卡需求仍然暢旺且具溢價使基期較高，顯卡出貨與毛利率下滑為前三季獲利年減之主要原因。

4Q23 營收較強勁，但獲利率僅微幅復甦。10 月營收 191 億元(月增 6%，年增 40%)，主機板出貨 80-90 萬片(月減 10%)，顯卡出貨量 40-50 萬片(月持平)。管理層展望 11 月主機板與顯卡出貨量將月減 0-10%。我們預估 4Q23 主機板出貨量將季減 7%，顯卡出貨量季持平，加上 PC 需求復甦，預估 4Q23 整體營收季增 3%。然而，我們預估 4Q23 毛利率僅略為季增至 12.2%，主因市場競爭使促銷持續。反映獲利率低於預期，2023 年 EPS 下修至 10.71 元，年減 9%。

2024 年營收成長，短期利潤率回升較緩。我們預期 2024 年全球 PC 需求回溫，主機板(動能為新 CPU 上市)與顯卡(40 系列 SUPER 顯卡於明年推出)出貨量亦將成長，將帶動 2024 年微星整體營收年增 8%。而電競 PC 需求較強加上 40 系列顯卡滲透率提高將為 2024 年獲利率成長動能。然而，於需求回溫階段，短期市場競爭者為鞏固市占率，促銷競爭較激烈，我們認為微星未來 1-2 季毛利率將較受壓力。反映 1H24 獲利率低於原估，2024 年 EPS 下修至 12.59 元(年增 18%)。

投資建議

我們認為近期股價已反映 2024 年需求回溫之預期。因 4Q23-1H24 獲利率回升幅度弱於我們原估且股價上檔空間有限，評等調降至「持有」，目標價下修至 176 元，基於 14 倍(原 15 倍) 2024 年 EPS 預估。

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-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	201,810	180,411	184,196	198,503	210,523
營業毛利 (NT\$百萬)	38,244	25,728	23,701	27,168	29,823
營業利益 (NT\$百萬)	19,975	10,696	9,908	12,118	13,791
稅後淨利 (NT\$百萬)	16,921	9,963	9,055	10,642	11,919
每股盈餘 (NT\$)	20.03	11.79	10.71	12.59	14.10
每股現金股利 (NT\$)	10.50	6.60	6.00	7.05	7.90
每股盈餘成長率 (%)	112.6	(41.1)	(9.2)	17.5	12.0
本益比 (x)	8.7	14.8	16.3	13.9	12.4
股價淨值比 (x)	3.1	3.0	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA (x)	5.8	9.7	10.4	8.2	6.9
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	6.0	3.8	3.4	4.0	4.5
股東權益報酬率 (%)	41.0	20.9	18.0	19.4	20.0

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 1：3Q23 財報與 4Q23 財測調整暨市場共識比較

百萬元	3Q23							4Q23F						
	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	48,918	45,008	8.7	18.5	26.8	46,211	5.9	50,386	48,159	4.6	3.0	23.5	47,633	5.8
毛利	5,787	6,481	(10.7)	1.7	17.9	6,709	(13.7)	6,147	6,935	(11.4)	6.2	85.9	6,911	(11.1)
營業利益	2,221	2,971	(25.2)	(8.9)	44.1	3,094	(28.2)	2,469	3,082	(19.9)	11.2	566.1	3,315	(25.5)
稅前淨利	2,867	3,246	(11.7)	12.4	38.1	3,304	(13.2)	2,775	3,278	(15.3)	(3.2)	437.0	3,530	(21.4)
稅後淨利	2,350	2,597	(9.5)	18.7	46.1	2,656	(11.5)	2,261	2,706	(16.4)	(3.8)	314.9	2,899	(22.0)
每股盈餘 (元)	2.78	3.07	(9.5)	18.7	46.1	3.14	(11.5)	2.68	3.20	(16.4)	(3.8)	318.1	3.43	(22.0)
毛利率 (%)	11.8	14.4	(2.6)ppts	(1.9)ppts	(0.9)ppts	14.5	(2.7)ppts	12.2	14.4	(2.2)ppts	0.4 ppts	4.1 ppts	14.5	(2.3)ppts
營業利益率 (%)	4.5	6.6	(2.1)ppts	(1.4)ppts	0.5 ppts	6.7	(2.2)ppts	4.9	6.4	(1.5)ppts	0.4 ppts	4.0 ppts	7.0	(2.1)ppts
淨利率 (%)	4.8	5.8	(1.0)ppts	0.0 ppts	0.6 ppts	5.7	(0.9)ppts	4.5	5.6	(1.1)ppts	(0.3)ppts	3.2 ppts	6.1	(1.6)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2023-25 年財測調整暨市場共識比較

百萬元	2023F						2024F						2025F			
	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(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	184,196	178,059	3.4	2.1	179,945	2.4	198,503	198,101	0.2	7.8	193,666	2.5	210,523	6.1	211,885	(0.6)
毛利	23,701	25,183	(5.9)	(7.9)	25,556	(7.3)	27,168	28,804	(5.7)	14.6	28,554	(4.9)	29,823	9.8	31,848	(6.4)
營業利益	9,908	11,270	(12.1)	(7.4)	11,379	(12.9)	12,118	13,605	(10.9)	22.3	13,505	(10.3)	13,791	13.8	15,426	(10.6)
稅前獲利	11,151	12,033	(7.3)	(9.2)	11,961	(6.8)	13,010	14,411	(9.7)	16.7	14,329	(9.2)	14,571	12.0	17,115	(14.9)
稅後淨利	9,055	9,747	(7.1)	(9.1)	9,966	(9.1)	10,642	11,817	(9.9)	17.5	11,630	(8.5)	11,919	12.0	13,472	(11.5)
每股盈餘 (元)	10.71	11.54	(7.1)	(9.2)	11.79	(9.1)	12.59	13.99	(9.9)	17.5	13.76	(8.5)	14.10	12.0	15.94	(11.5)
毛利率 (%)	12.9	14.1	(1.3)ppts	(1.4)ppts	14.2	(1.3)ppts	13.7	14.5	(0.9)ppts	0.8 ppts	14.7	(1.1)ppts	14.2	0.5 ppts	15.0	(0.9)ppts
營業利益率 (%)	5.4	6.3	(1.0)ppts	(0.5)ppts	6.3	(0.9)ppts	6.1	6.9	(0.8)ppts	0.7 ppts	7.0	(0.9)ppts	6.6	0.4 ppts	7.3	(0.7)ppts
淨利率 (%)	4.9	5.5	(0.6)ppts	(0.6)ppts	5.5	(0.6)ppts	5.4	6.0	(0.6)ppts	0.4 ppts	6.0	(0.6)ppts	5.7	0.3 ppts	6.4	(0.7)ppts

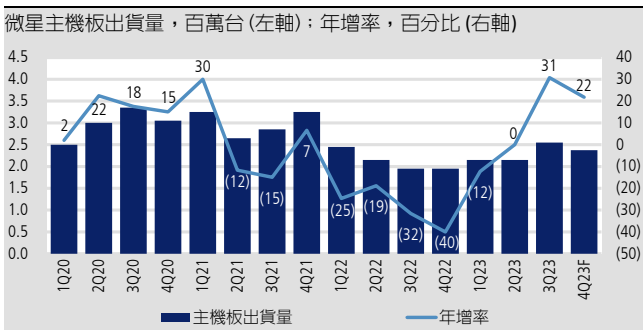
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：2023-24 年主機板出貨量預估將年增

出貨量(百萬台)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	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	2.2	2.6	2.4	9.2	10.4	11.9	12.0	8.5	9.2	9.5
顯示卡	2.1	2.0	1.8	1.8	1.9	1.9	1.1	1.3	1.2	1.1	1.3	1.3	7.8	6.8	7.6	7.6	6.1	4.7	5.0
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)	-	30.8	21.8	(17.1)	13.0	14.4	0.8	(29.2)	8.5	3.0
顯示卡	36.7	2.6	(12.2)	(16.3)	(7.3)	(5.1)	(41.7)	(30.6)	(39.5)	(43.2)	19.0	-	(3.7)	(12.6)	11.4	0.0	(20.4)	(22.3)	7.0

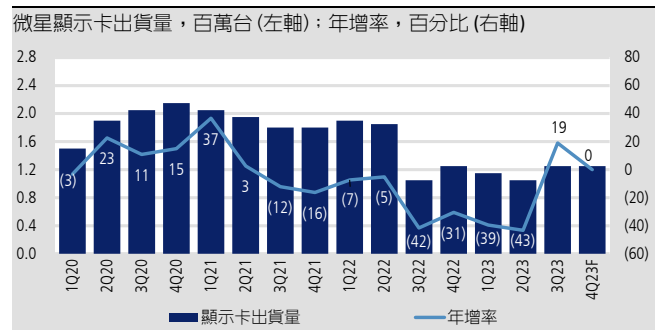
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4：2H23 微星主機板出貨量將恢復年增



資料來源：公司資料；凱基預估

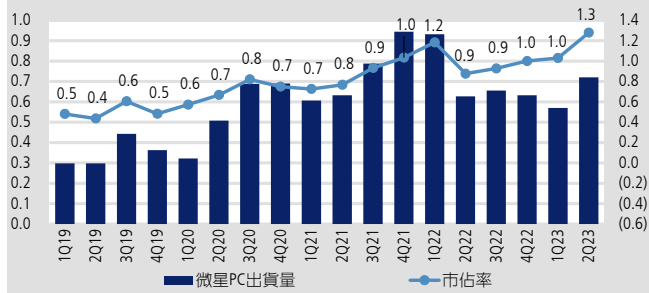
圖 5：2H23 微星顯示卡需求將年增並較 1H23 成長



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 6：2Q23 微星 PC 市佔率上揚至 1.3%

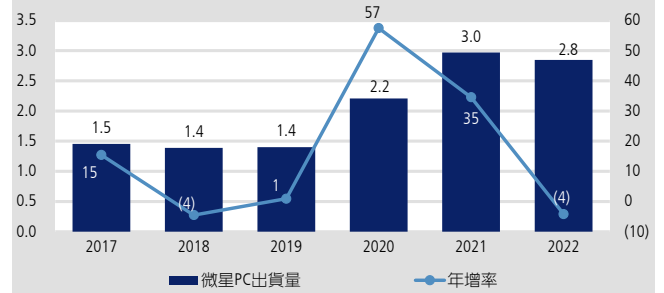
微星 PC 出貨量，百萬台 (左軸)；市佔率，百分比 (右軸)



資料來源：Gartner；凱基

圖 7：2022 年微星 PC 出貨量年減 4%，優於整體產業表現

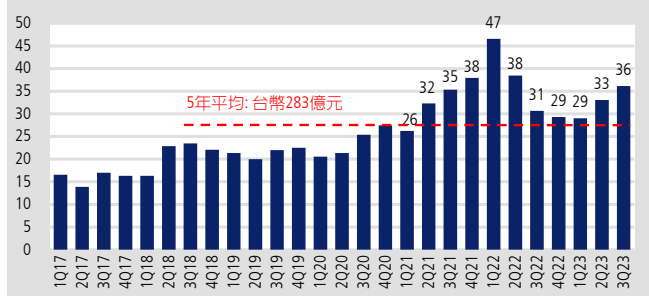
微星 PC 出貨量，百萬台 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Gartner；凱基

圖 8：2Q22-1Q23 庫存金額持續下滑，因旺季備貨，2-3Q23 存貨金額季增

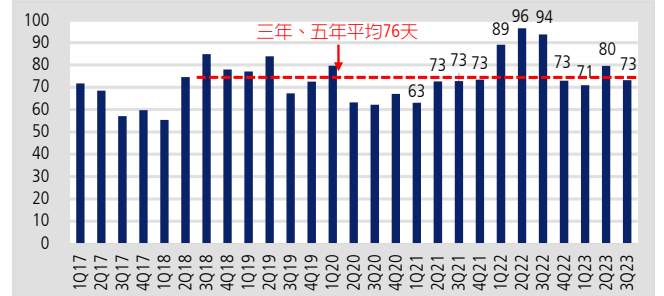
庫存金額，台幣十億元



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：3Q23 微星存貨週轉天數季減至 73 天，主因進入旺季

存貨週轉天數，天



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：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	8,158	355.5	增加持股	435.0	15.51	28.97	(21.6)	86.8	22.9	12.3	1.2	1.2	5.4	9.7	4.2	3.1
微星	2377 TT	4,555	174.5	持有	176.0	10.71	12.59	(9.2)	17.5	16.3	13.9	2.8	2.6	18.0	19.4	3.8	3.4
技嘉	2376 TT	4,527	230.5	增加持股	285.0	7.72	12.47	(24.9)	61.5	29.8	18.5	3.9	3.6	13.3	20.1	2.7	2.0
華擎	3515 TT	695	184.5	持有	228.0	6.67	10.35	(23.3)	55.3	27.7	17.8	2.7	2.5	9.8	14.6	4.3	2.4

資料來源：Bloomberg；凱基預估

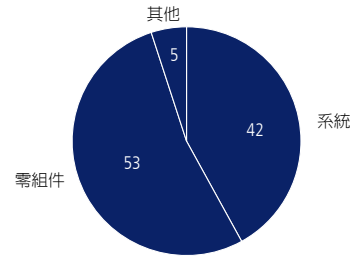
圖 11：公司概況

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 12：電競筆電及零組件為營收主要來源

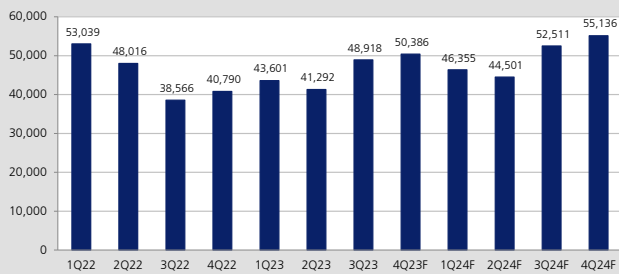
2022 年營收占比，百分比



資料來源：凱基

圖 13：季營業收入

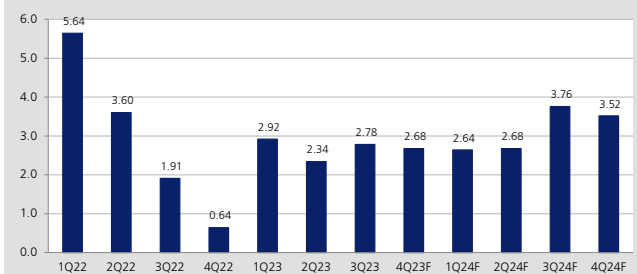
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 14：每股盈利

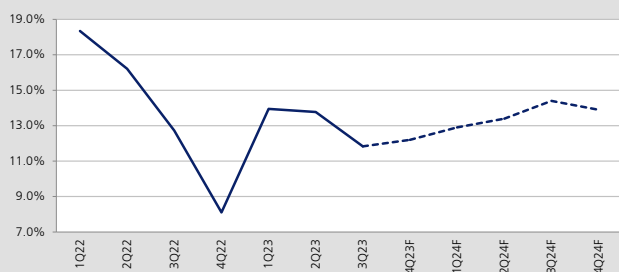
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 15：毛利率

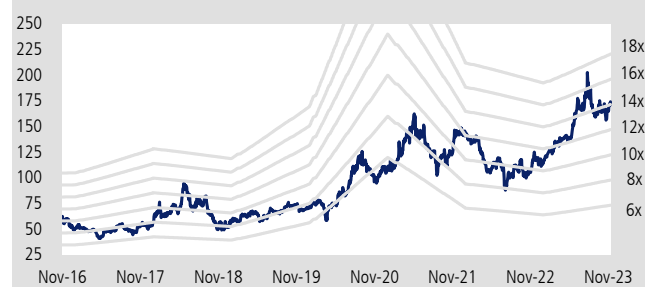
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 16：未來一年預估本益比區間

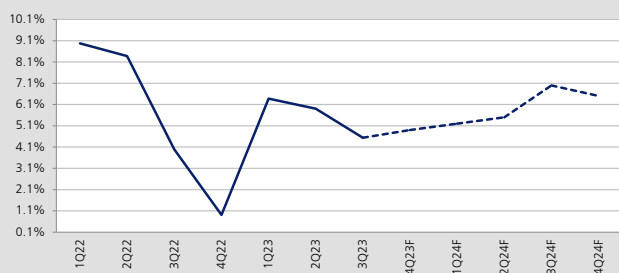
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 17：營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 18：未來一年預估股價淨值比區間

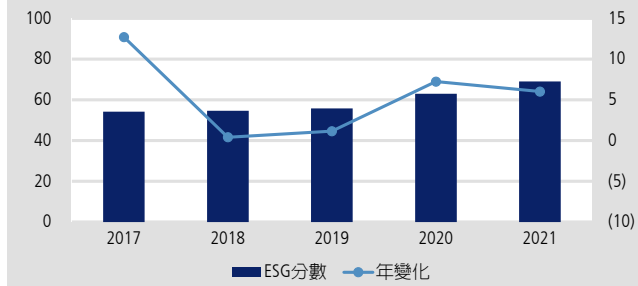
股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 19：ESG 整體分數

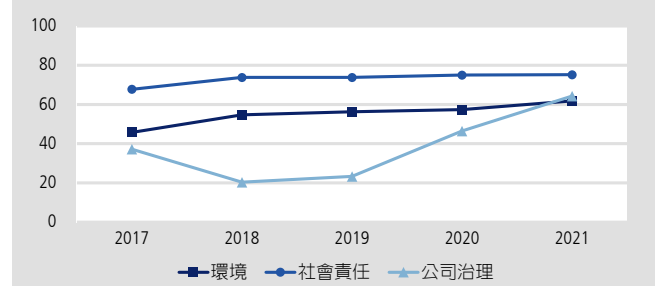
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 20：ESG 各項分數

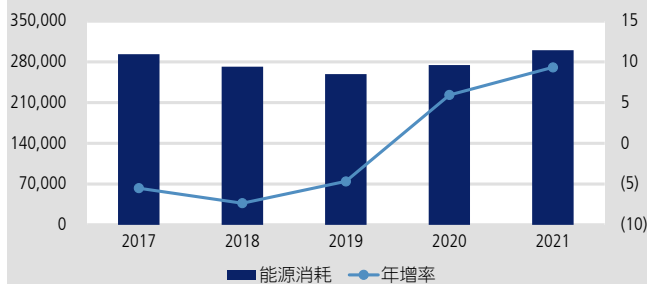
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 21：能源消耗

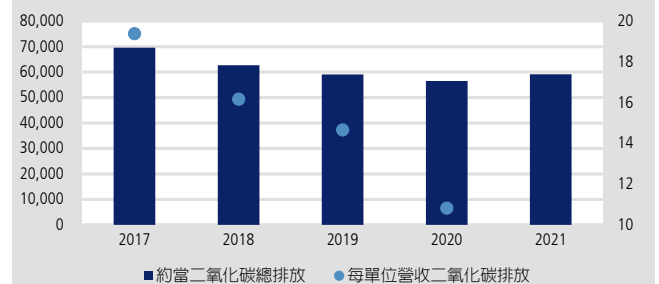
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 22：碳排量

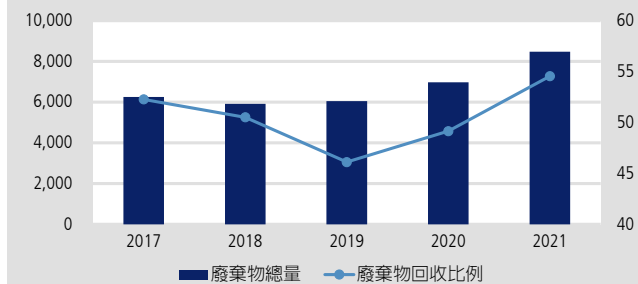
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 23：廢棄物總量

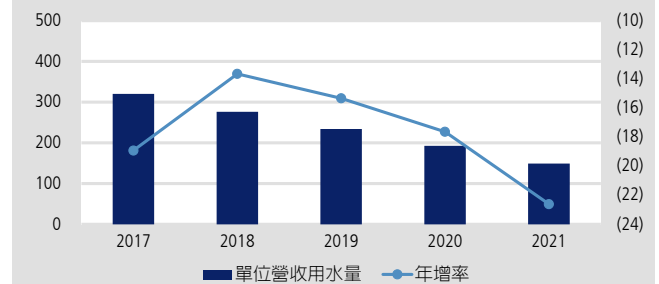
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 24：耗水量

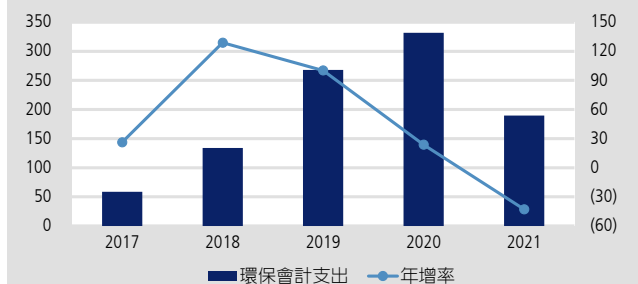
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 25：環境支出

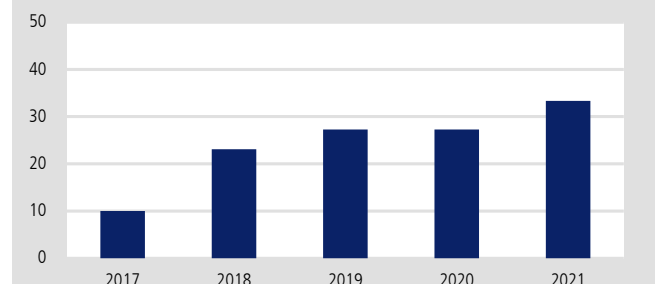
環境支出，百萬元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 26：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

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	43,601	41,292	48,918	50,386	46,355	44,501	52,511	55,136	184,196	198,503	210,523
營業成本	(37,521)	(35,604)	(43,131)	(44,239)	(40,375)	(38,538)	(44,949)	(47,472)	(160,495)	(171,334)	(180,700)
營業毛利	6,080	5,687	5,787	6,147	5,980	5,963	7,562	7,664	23,701	27,168	29,823
營業費用	(3,300)	(3,250)	(3,566)	(3,678)	(3,569)	(3,516)	(3,886)	(4,080)	(13,793)	(15,051)	(16,031)
營業利益	2,780	2,438	2,221	2,469	2,410	2,448	3,676	3,584	9,908	12,118	13,791
折舊	(348)	(353)	(343)	(127)	(341)	(109)	(341)	(573)	(1,172)	(1,364)	(1,549)
攤提	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
EBITDA	3,129	2,791	2,565	2,596	2,752	2,557	4,017	4,157	11,080	13,483	15,340
利息收入	96	120	108	115	115	115	115	115	438	460	447
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	164	273	544	199	220	220	120	140	1,180	700	600
總營業外收入	260	393	652	314	335	335	235	255	1,618	1,160	1,047
利息費用	(4)	(5)	(6)	(5)	(4)	(4)	(4)	(4)	(20)	(17)	(17)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(80)	(273)	-	(2)	(20)	(20)	(80)	(130)	(355)	(250)	(250)
總營業外費用	(83)	(279)	(6)	(7)	(24)	(24)	(84)	(134)	(375)	(267)	(267)
稅前純益	2,957	2,552	2,867	2,775	2,721	2,758	3,826	3,704	11,151	13,010	14,571
所得稅費用[利益]	(492)	(573)	(518)	(514)	(490)	(496)	(650)	(731)	(2,096)	(2,368)	(2,652)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	2,464	1,979	2,350	2,261	2,231	2,262	3,176	2,973	9,055	10,642	11,919
非常項目	(0)	0	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	2,464	1,979	2,350	2,261	2,231	2,262	3,176	2,973	9,055	10,642	11,919
每股盈餘 (NT\$)	2.92	2.34	2.78	2.68	2.64	2.68	3.76	3.52	10.71	12.59	14.10
獲利率 (%)											
營業毛利率	13.9	13.8	11.8	12.2	12.9	13.4	14.4	13.9	12.9	13.7	14.2
營業利益率	6.4	5.9	4.5	4.9	5.2	5.5	7.0	6.5	5.4	6.1	6.6
EBITDA Margin	7.2	6.8	5.2	5.2	5.9	5.7	7.6	7.5	6.0	6.8	7.3
稅前純益率	6.8	6.2	5.9	5.5	5.9	6.2	7.3	6.7	6.1	6.6	6.9
稅後純益率	5.7	4.8	4.8	4.5	4.8	5.1	6.0	5.4	4.9	5.4	5.7
季成長率 (%)											
營業收入	6.9	(5.3)	18.5	3.0	(8.0)	(4.0)	18.0	5.0			
營業毛利	83.9	(6.4)	1.7	6.2	(2.7)	(0.3)	26.8	1.4			
營業收益增長	650.1	(12.3)	(8.9)	11.2	(2.4)	1.5	50.2	(2.5)			
EBITDA	338.9	(10.8)	(8.1)	1.2	6.0	(7.1)	57.1	3.5			
稅前純益	472.1	(13.7)	12.4	(3.2)	(2.0)	1.4	38.7	(3.2)			
稅後純益	352.1	(19.7)	18.7	(3.8)	(1.3)	1.4	40.4	(6.4)			
年成長率 (%)											
營業收入	(17.8)	(14.0)	26.8	23.5	6.3	7.8	7.3	9.4	2.1	7.8	6.1
營業毛利	(37.5)	(26.9)	17.9	85.9	(1.6)	4.8	30.7	24.7	(7.9)	14.6	9.8
營業收益	(41.6)	(39.4)	44.1	566.1	(13.3)	0.4	65.5	45.2	(7.4)	22.3	13.8
EBITDA	(38.9)	(36.3)	35.9	264.2	(12.0)	(8.4)	56.6	60.1	(8.4)	21.7	13.8
稅前純益	(48.0)	(36.4)	38.1	437.0	(8.0)	8.1	33.4	33.5	(9.2)	16.7	12.0
稅後純益	(48.3)	(34.9)	46.1	314.9	(9.5)	14.3	35.2	31.5	(9.1)	17.5	12.0

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	101,460	86,853	91,259	98,487	106,018
流動資產	93,388	78,598	82,985	90,572	98,553
現金及短期投資	23,754	27,773	30,661	34,833	39,628
存貨	37,940	29,295	30,396	32,360	34,222
應收帳款及票據	29,272	19,006	19,405	20,855	22,179
其他流動資產	2,422	2,524	2,524	2,524	2,524
非流動資產	8,071	8,254	8,273	7,915	7,465
長期投資	853	823	823	823	823
固定資產	5,711	5,522	5,541	5,182	4,732
什項資產	1,508	1,910	1,910	1,910	1,910
負債總額	54,379	38,454	38,873	41,416	43,699
流動負債	53,706	37,641	38,060	40,602	42,885
應付帳款及票據	33,931	24,671	25,598	27,252	28,820
短期借款	2,000	-	-	-	-
什項負債	17,775	12,970	12,462	13,350	14,065
長期負債	673	814	814	814	814
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	528	455	455	455	455
股東權益總額	47,080	48,399	52,385	57,071	62,319
普通股本	8,449	8,449	8,449	8,449	8,449
保留盈餘	31,718	30,917	34,904	39,590	44,838
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	37.8%	(10.6%)	2.1%	7.8%	6.1%
營業收益增長	117.4%	(46.5%)	(7.4%)	22.3%	13.8%
EBITDA	106.3%	(43.0%)	(8.4%)	21.7%	13.8%
稅後純益	112.6%	(41.1%)	(9.1%)	17.5%	12.0%
每股盈餘成長率	112.6%	(41.1%)	(9.2%)	17.5%	12.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	19.0%	14.3%	12.9%	13.7%	14.2%
營業利益率	9.9%	5.9%	5.4%	6.1%	6.6%
EBITDA Margin	10.5%	6.7%	6.0%	6.8%	7.3%
稅後純益率	8.4%	5.5%	4.9%	5.4%	5.7%
平均資產報酬率	18.8%	10.6%	10.2%	11.2%	11.7%
股東權益報酬率	41.0%	20.9%	18.0%	19.4%	20.0%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	4.2%	0.0%	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)	1,103.9	322.2	565.8	745.8	837.4
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	674.3	409.0	489.0	586.6	680.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	6.2	409.0	489.0	586.6	680.3
流動比率 (x)	1.7	2.1	2.2	2.2	2.3
速動比率 (x)	1.0	1.3	1.4	1.4	1.5
淨負債 (NT\$百萬)	(21,655)	(27,475)	(30,363)	(34,535)	(39,330)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	20.03	11.79	10.71	12.59	14.10
每股現金盈餘 (NT\$)	14.93	18.51	11.42	12.12	14.02
每股淨值 (NT\$)	55.73	57.29	62.01	67.55	73.76
調整後每股淨值 (NT\$)	55.73	57.29	61.97	67.52	73.73
每股營收 (NT\$)	238.87	213.54	217.92	234.85	249.08
EBITDA/Share (NT\$)	25.11	14.32	13.11	15.95	18.15
每股現金股利 (NT\$)	10.50	6.60	6.00	7.05	7.90
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	2.24	1.92	2.07	2.09	2.06
應收帳款周轉天數	52.9	38.5	38.5	38.5	38.5
存貨周轉天數	84.7	69.1	69.1	69.1	69.1
應付帳款周轉天數	75.7	58.2	58.2	58.2	58.2
現金轉換周轉天數	61.9	49.4	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-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	201,810	180,411	184,196	198,503	210,523
營業成本	(163,566)	(154,683)	(160,495)	(171,334)	(180,700)
營業毛利	38,244	25,728	23,701	27,168	29,823
營業費用	(18,270)	(15,032)	(13,793)	(15,051)	(16,031)
營業利益	19,975	10,696	9,908	12,118	13,791
總營業外收入	944	1,785	1,618	1,160	1,047
利息收入	72	146	438	460	447
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	872	1,639	1,180	700	600
總營業外費用	(288)	(197)	(375)	(267)	(267)
利息費用	(19)	(38)	(20)	(17)	(17)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(269)	(159)	(355)	(250)	(250)
稅前純益	20,631	12,284	11,151	13,010	14,571
所得稅費用[利益]	(3,710)	(2,321)	(2,096)	(2,368)	(2,652)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	16,921	9,963	9,055	10,642	11,919
EBITDA	21,215	12,099	11,080	13,483	15,340
每股盈餘 (NT\$)	20.03	11.79	10.71	12.59	14.10

現金流量

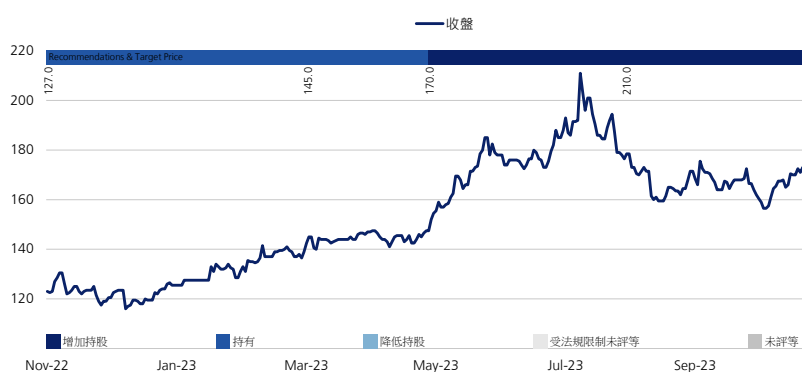
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	12,613	15,639	9,655	10,247	11,850
本期純益	16,921	9,963	9,055	10,642	11,919
折舊及攤提	1,240	1,403	1,173	1,365	1,549
本期運用資金變動	(11,008)	10,011	(573)	(1,760)	(1,617)
其他營業資產及負債變動	5,459	(5,737)	(0)	(0)	-
投資活動之現金流量	(969)	(842)	(1,191)	(1,007)	(1,099)
投資用短期投資出售[新購]	625	(53)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(1,561)	(821)	(1,191)	(1,006)	(1,099)
其他資產變動	(33)	32	(0)	(0)	(0)
自由現金流	5,055	19,267	7,454	8,510	10,114
融資活動之現金流量	(6,411)	(11,135)	(5,576)	(5,068)	(5,956)
短期借款變動	(1,000)	(2,000)	-	-	-
長期借款變動	(14)	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(5,153)	(8,870)	(5,576)	(5,068)	(5,956)
其他融資現金流	(244)	(265)	0	(0)	0
匯率影響數	(164)	159	-	-	-
本期產生現金流量	5,069	3,821	2,887	4,172	4,795

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	9.1%	8.3%	7.5%	7.6%	7.6%
= 營業利益率	9.9%	5.9%	5.4%	6.1%	6.6%
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
= 資本周轉率	8.5	9.6	9.2	9.7	10.1
營業利益率	9.9%	5.9%	5.4%	6.1%	6.6%
x 資本周轉率	8.5	9.6	9.2	9.7	10.1
x (1 - 有效現金稅率)	82.0%	81.1%	81.2%	81.8%	81.8%
= 稅後 ROIC	69.0%	46.0%	40.3%	48.5%	54.0%

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
2023-08-15	增加持股	210.0	176.5
2023-05-13	增加持股	170.0	147.5
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

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	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，週後若有變更時，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。