

## 微星 (2377 TT) Micro-Star International

NVIDIA 即將推出二年一次 GPU 大改款，電競需求看好

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$205.0

收盤價 (2024/03/15)：NT\$169.5  
隱含漲幅：20.9%

## 營收組成 (2023)

Gaming NB 43%、Regular NB 4%、MB 13%、VGA 21%、Others 19%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	205.0	210.0
2024年營收 (NT\$/十億)	200.7	204.2
2024年EPS	13.6	14.0

## 交易資料表

市值	NT\$143,210百萬元
外資持股比率	32.1%
董監持股比率	13.4%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$67.34
負債比	44.6%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	180,411	182,966	200,704	216,505
營業利益	10,696	8,810	12,932	14,305
稅後純益	9,963	7,533	11,503	12,579
EPS (元)	11.79	8.92	13.62	14.90
EPS YoY (%)	-41.1	-24.4	52.7	9.4
本益比 (倍)	14.4	19.0	12.4	11.4
股價淨值比 (倍)	3.0	2.9	2.5	2.3
ROE (%)	20.9	15.0	20.2	20.2
現金殖利率 (%)	3.9%	3.2%	4.9%	5.4%
現金股利 (元)	6.60	5.40	8.30	9.20

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuant.com

余鈴華

liz.yu@yuant.com

## 元大觀點

◆ 4Q23 稅後 7.4 億元，季減 69%，年增 36%，EPS 0.88 元，低於元大/市場預期 72%/68%，主因促銷活動較大及台幣升值 4.9%影響。

◆ 2024 年 AI 應用增加以及 NVIDIA 可望推出二年一次大改款 GPU 50 系列，有助電競市場需求增加，估微星今年電競 NB 營收年增 12%。

◆ PC 景氣回溫及電競需求穩定向上，微星未來展望樂觀，維持買進。目標價 205 元係根據 2024 年 EPS 13.62 元、15 倍本益比推得。

## 4Q23 獲利表現不佳，主因促銷活動較大及台幣升值影響

4Q23 營收季增 0.5%至 492 億元，年增 21%，毛利率受促銷活動及台幣升值 4.9%影響，季減 1.06 百分點至 10.77%，不如預期。營業利益 13.7 億元，季減 38%，年增 270%，低於元大/市場預期 52%/50%。業外受匯損影響，共虧損 5.7 億元，亦不如預期。合計稅後 7.4 億元，季減 69%，年增 36%，EPS 0.88 元，低於元大/市場預期 72%/68%。第一季雖然 MB 有大陸農曆年小旺季及顯卡 40 Super 系列推出，但電競 NB 為傳統淡季，估營收季減 4%至 474 億元，年增 9%。

## 電競 NB 出貨穩定向上

電競 NB 屬於利基性市場，走向休閒風，消費者接受度高，2022/23 年全球一般 PC 出貨呈現衰退，唯有電競 NB 出貨仍穩定向上。2024 年 NB 廠商將陸續推出 Intel Core Ultra 推論功能的筆電，提供消費者更多 AI 應用，加上 4Q24 NVIDIA 可望推出二年一次大改款 GPU 50 系列，有助整體電競市場需求增加，估微星 2024 年電競 NB 營收持續年增 12%。

## PC 景氣回溫，未來展望仍樂觀

2023 年 MB 產品客戶開始回補庫存，營收成長 8%，2024 年在基期墊高下，估年增 2%。2023 年 VGA 卡受上游 NVIDIA GPU 庫存調整較慢，加上舊產品 30 系列市場競爭激烈，營收年減 18%，2024 年全球景氣復甦，NVIDIA 可望推出二年一次大改款 GPU，估營收成長 10%。合計 2024 年營收年增 10%，今年促銷活動減少，估毛利率年增 1.25%至 13.74%，2024 年 EPS 13.62 元，年增 53%，較前次下修 3%。2025 年受惠 AI PC 滲透率提升及電競 NB 需求穩定向上，估營收成長 8%至 2,165 億元，毛利率略增至 14%，EPS 14.9 元，年增 9%，較前次下修 3%。

## 營運分析

**4Q23 稅後 7.4 億元，季減 69%，年增 36%，EPS 0.88 元，低於元大/市場預期 72%/69%，主因促銷活動較大及台幣升值 4.9%影響**

微星 4Q23 營收季增 0.5%至 492 億元，年增 21%，毛利率受促銷活動及台幣升值 4.9%影響，季減 1.06 百分點至 10.77%，不如預期。造成營業利益 13.7 億元，季減 38%，年增 270%，低於元大/市場預期 52%/50%。業外受匯損影響，共虧損 5.7 億元，亦不如預期。合計稅後 7.4 億元，季減 69%，年增 36%，EPS 0.88 元，低於元大/市場預期 72%/69%。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	40,790	48,918	49,155	0.5%	20.5%	52,729	51,000	-6.8%	-3.6%
營業毛利	3,306	5,787	5,292	-8.6%	60.1%	6,668	6,565	-20.6%	-19.4%
營業利益	371	2,221	1,371	-38.3%	269.9%	2,871	2,759	-52.2%	-50.3%
稅前利益	517	2,867	801	-72.1%	55.0%	3,175	2,956	-74.8%	-72.9%
稅後淨利	545	2,350	740	-68.5%	35.7%	2,651	2,346	-72.1%	-68.5%
調整後 EPS (元)	0.65	2.78	0.88	-68.5%	35.7%	3.14	2.78	-72.1%	-68.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	8.1%	11.8%	10.8%	-1.1	2.7	12.7%	12.9%	-1.9	-2.1
營業利益率	0.9%	4.5%	2.8%	-1.8	1.9	5.5%	5.4%	-2.7	-2.6
稅後純益率	1.3%	4.8%	1.5%	-3.3	0.2	5.0%	4.6%	-3.5	-3.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

**第一季為電競 NB 傳統淡季，估營收季減 4%，年增 9%，EPS 2.6 元，季增 197%，年減 11%**

第一季雖然 MB 有大陸農曆年小旺季及顯卡 40 Super 系列推出，但電競 NB 為傳統淡季，估營收季減 4%至 474 億元，年增 9%。第一季新產品增多且台幣不再升值，估毛利率季增 1.84 百分點至 12.6%。營業利益 24.2 億元，季增 77%，年減 13%。業外在利息收入及其他收益挹注下，估獲利 2.5 億元。合計稅後 22 億元，季增 197%，年減 11%，EPS 2.6 元，比前次預估微幅下調 1%。

圖 2：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23F	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	43,601	49,155	47,370	-3.6%	8.6%	48,114	48,492	-1.5%	-2.3%
營業毛利	6,080	5,292	5,975	12.9%	-1.7%	6,066	6,418	-1.5%	-6.9%
營業利益	2,780	1,371	2,422	76.7%	-12.9%	2,457	2,773	-1.4%	-12.7%
稅前利益	2,957	801	2,674	233.8%	-9.6%	2,709	3,047	-1.3%	-12.2%
稅後淨利	2,464	740	2,195	196.8%	-10.9%	2,224	2,442	-1.3%	-10.1%
調整後 EPS (元)	2.92	0.88	2.60	196.8%	-10.9%	2.63	2.89	-1.3%	-10.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	13.9%	10.8%	12.6%	1.8	-1.3	12.6%	13.2%	0.0	-0.6
營業利益率	6.4%	2.8%	5.1%	2.3	-1.3	5.1%	5.7%	0.0	-0.6
稅後純益率	5.7%	1.5%	4.6%	3.1	-1.0	4.6%	5.0%	0.0	-0.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 電競 NB 受惠 AI 應用增加及 4Q24 NVIDIA 可望推出二年一次大改款 GPU 50 系列，使得公司業績表現優於同業

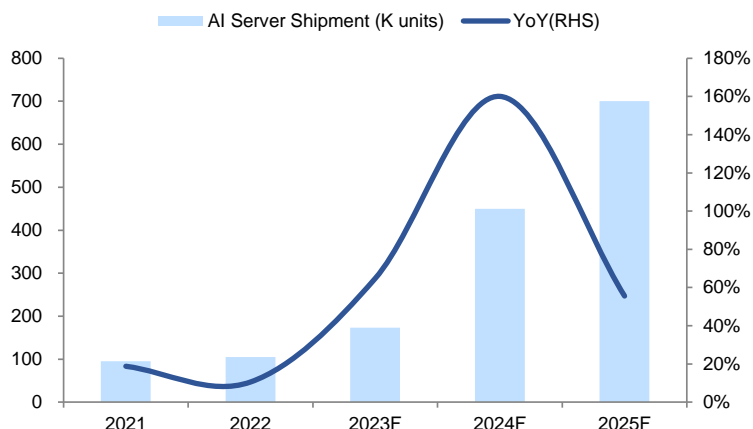
電競 NB 屬於利基性市場，走向休閒風，消費者接受度高，2022/23 年全球一般 PC 出貨呈現衰退，全球唯有電競 NB 出貨年持平，微星電競 NB 營收 2022/23 年增 2%/8%。2023 年受惠全球人工智慧(AI)興起，商用及創作者(Creator)筆電(算進電競 NB 市場)導入 AI 進行場景、圖像生成，已有多位客戶陸續使用相關產品。另外 2024 年 NB 廠商亦將陸續推出 Intel Core Ultra 推論功能的筆電，並提供消費者更多 AI 應用，加上 4Q24 NVIDIA 可望推出二年一次大改款 GPU 50 系列，有助整體電競市場需求增加，估微星 2024 年電競 NB 營收持續年增 12%。

## AI server 布局需要時間，預計 2H25 起才開始發酵

微星過去 server 事業忽略白牌市場，2023 年開始組織重整，會做人力擴充(目前 250 人)，過去專注資安、工廠自動化的 server 客戶，今年 AI Server 還再等待客戶的認證，目前在產品開發階段，目前有規劃 L6/L10/L11，在美國有小工廠服務當地的客戶。

2023 年公司組織調整、取得 RD 及業務人才，目前產品開發不是一般性目的，主要針對客戶需求做開發布局，美國、韓國、日本、歐洲大客戶都有接觸，客製化開發送樣需要 2 年時間，要到 2H25 才會有機會貢獻，目前都是開發和小量送樣階段。未來 L6/L10/L11 都會做。公司目前有點落後，但 3-5 年後布局到位。

圖 3：全球 AI 伺服器出貨量預估

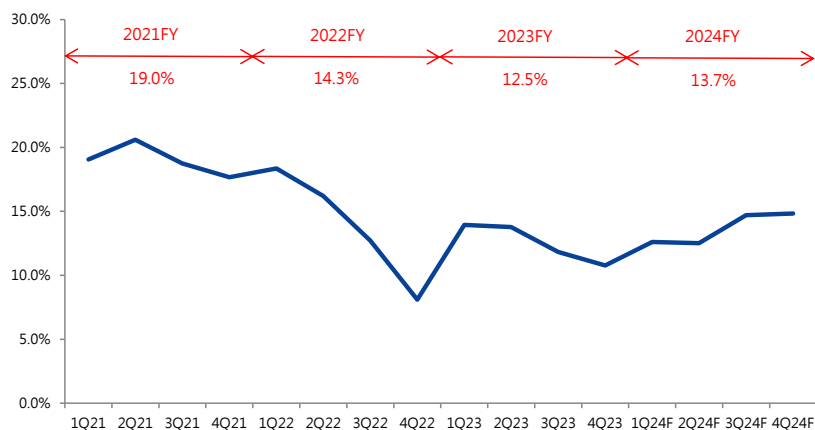


資料來源：元大投顧預估

### 促銷活動逐漸減緩，毛利率回升中

2023 年 PC 市場不景氣，處於衰退狀態，加上同業清庫存，殺價競爭，公司為維持市占率，加大促銷活動，造成毛利率由 1Q23 13.94% 逐季下滑至 4Q23 10.77%。估促銷活動在去年底結束，第一季新產品增加，估毛利率季增 1.84 百分點至 12.61%。2024 年全球景氣復甦，PC 出貨回溫、庫存減輕及促銷活動放緩，估毛利率年增 1.25 百分點至 13.74%。

圖 4：2H23 受促銷活動較大，微星毛利率回升速度較慢



資料來源：TEJ、元大投顧預估

## PC 景氣回溫，2024 年展望仍樂觀

微星 2022 年底庫存調整結束，2023 年 MB 產品客戶開始回補庫存，營收成長 8%，2024 年在基期墊高下，估年增 2%。2023 年 VGA 卡受上游 NVIDIA GPU 庫存調整較慢，40 系列出貨較少，加上舊產品 30 系列市場競爭激烈，營收年減 18%；2024 年全球景氣復甦，NVIDIA 可望推出二年一次大改款 GPU，有助 VGA 出貨增加，估營收成長 10%。

合計 2024 年營收年增 10%至 2,007 億元，今年促銷活動減少，估毛利率年增 1.25%至 13.74%，2024 年 EPS 13.62 元，年增 53%(比原估下修 3%，主因上半年業績表現平淡，下調營收預估 2%)。2025 年受惠 AI PC 滲透率提升及電競 NB 需求穩定向上，估營收成長 8%至 2,165 億元，毛利率略增至 14%，EPS 14.9 元，年增 9%。

## 微星公佈配發現金股息 5.4 元，配發率 60.5%，符合預期

微星 2023 年 EPS 8.92 元，年減 24%。公布現金股息 5.4 元，配發率 60.5%，維持過去水準 60~70%，依目前股價計算，殖利率 3.2%。

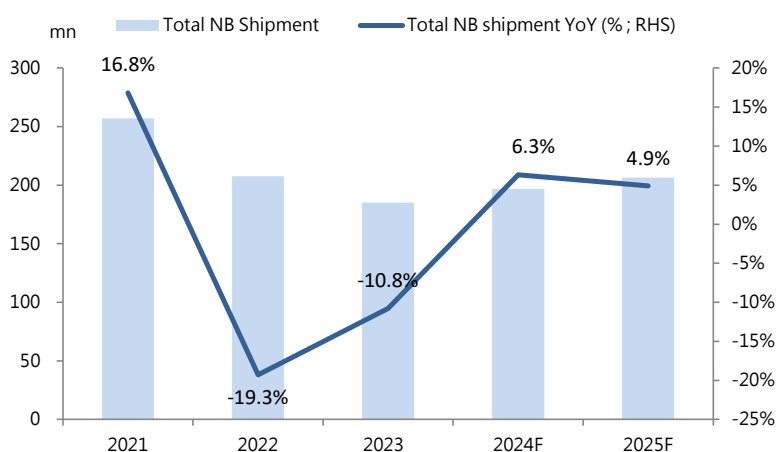
## 產業概況

### 2024 年筆電整體出貨恢復成長，電競 NB 滲透率穩定上升

筆電產品過去二年疫情的遞延訂單在 2022 年第一季出完，加上 2 月俄烏戰爭/高通膨影響需求，居家上班降溫更趨明顯，相關產品如：Chromebook、消費性筆電、主機板等出貨疲弱，下半年各廠商調整庫存，銷售下降快速，全球筆電在 2022 年出貨衰退 19%，2023 年仍年減 11%，2024 年預期全球景氣復甦下，小幅成長 6%。

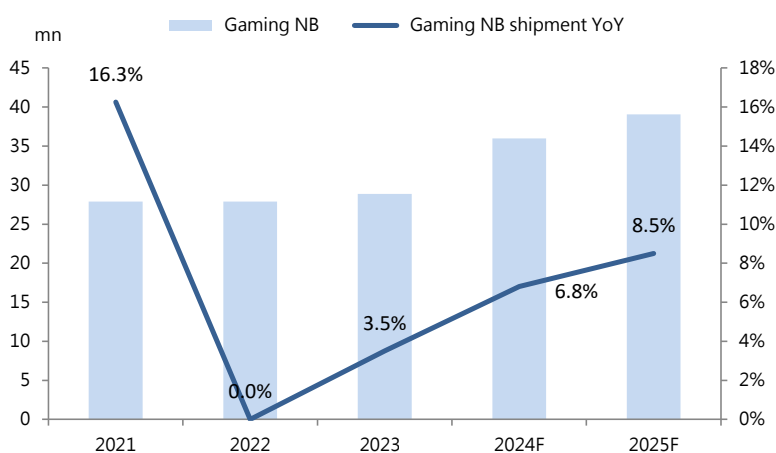
電競筆電在 COVID-19 疫情期間受惠居家人數增加，玩電動時間變長，2020/21 年出貨成長 27%/16%，2022 年居家上班降溫，出貨亦受影響，但 NVIDIA 及 AMD 新 GPU 產品陸續推出，對電競市場有一定刺激作用，2022 年電競筆電出貨約年持平，2023 年恢復成長 4%，2024 年受惠 NVIDIA 二年一次 GPU 大改款，出貨可望年增 7%，是 PC 下游維持成長的產品。微星在電競產品比重逐漸上升，至今已超過 70%，有一定挹注作用，亦為公司未來持續強化營運方向。

圖 5：全球筆電出貨量預估



資料來源：Digitimes、元大投顧整理

圖 6：全球電競筆電出貨量預估



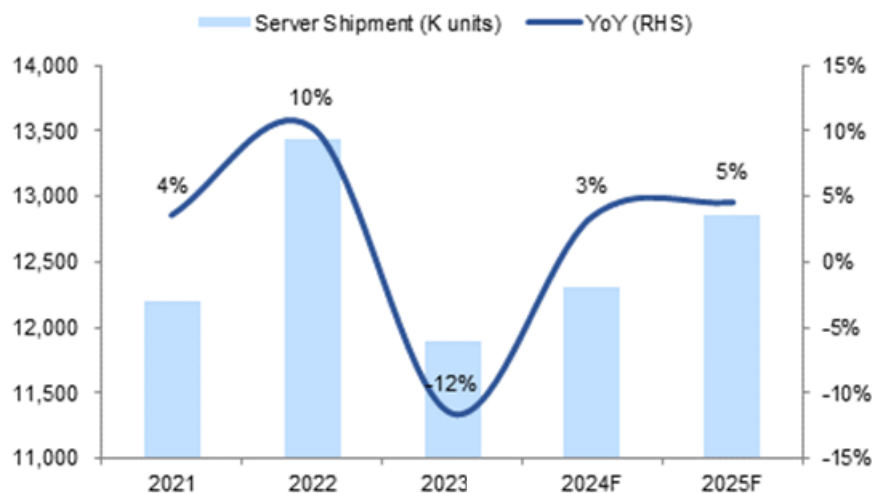
資料來源：Digitimes、元大投顧整理

## 2024 年四大 CSP 資本支出大致符合預期

美國四大 CSP 業者於最新法說會均表示，未來資本支出將會持續提升，主要用於伺服器、AI 伺服器及擴大資料中心建設，其中 AI server 更為建置重心，但一般型伺服器出貨力道恐較原本預期略低，主要被 AI server 支出排擠。

整體而言，2023 年受全球資本支出縮減，一般型伺服器衰退較大，整體伺服器出貨年減 12%，2024/25 年景氣復甦，資本支出增加，加上 AI Server 成長加速，估年增 3%/5%。

圖 7：全球伺服器出貨量預估

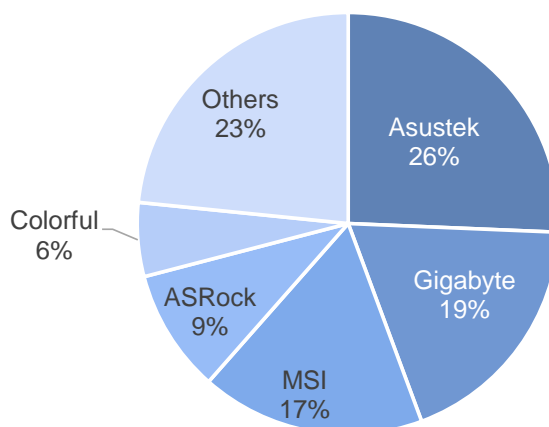


資料來源：元大投顧預估

## 微星為全球第三大 MB 製造商，2023 年 MB 出貨開始反彈

微星為全球第三大 MB 製造商，主攻 DIY 市場，以歐美市場為主，且電競 MB(OBM)占比達 60%，少量為客戶代工(ODM)。2022 年 MB 產業受 WFH 降溫、高通膨等負面因素影響，全球主機板出貨衰退近 20%至 5,300 萬片，其中微星出貨近 890 萬片，市占率約 17%，為全球第三大廠商。2023 年 MB 產業逐漸復甦，微星 MB 出貨年增 9%，擺脫衰退。

圖 8：微星為全球第三大 MB 製造商



資料來源：元大投顧整理

## 獲利調整與股票評價

### 調降 2024/25 年稅後淨利 3%/3%

上半年 PC 需求平淡，淡季仍明顯，因此將 2024/25 年營收下修 2%/1%，加上微星毛利率表現不佳，稅後下調 3%/3%，EPS 13.62/14.90 元，成長 53%/9%。

圖 9：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	200,704	204,200	216,505	217,844	-1.7%	-0.6%
營業毛利	27,583	28,268	30,299	30,848	-2.4%	-1.8%
營業利益	12,932	13,359	14,305	14,749	-3.2%	-3.0%
稅前利益	13,951	14,378	15,359	15,904	-3.0%	-3.4%
稅後淨利	11,503	11,848	12,579	13,023	-2.9%	-3.4%
調整後 EPS (元)	13.62	14.02	14.90	15.41	-2.8%	-3.3%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	13.7%	13.8%	14.0%	14.2%	-0.1	-0.2
營業利益率	6.4%	6.5%	6.6%	6.8%	-0.1	-0.2
稅後純益率	5.7%	5.8%	5.8%	6.0%	-0.1	-0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估

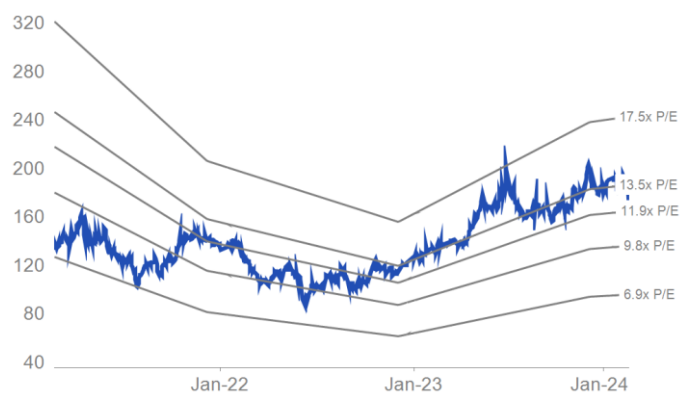
### 維持買進評等，目標價 205 元，潛在上漲空間 20.9%

2024 年來看，OBM 同業華碩、宏碁、技嘉平均本益比 19.3 倍，比微星 12.4 倍高。ODM 同業廣達、仁寶、緯創、和碩等 2024 年平均本益比 15.5 倍，也比微星高，微星股價便宜。

2022 年全球新冠疫苗覆蓋率大幅提升下，WFH 需求下滑，影響最大產品為遠距教學 Chromebook，其次居家上班使用的消費性 NB 及 MB，電競在 NB 市場滲透率持續提升中，需求仍具支撐。微星電競產品比重超過 70%，受高通膨、俄烏戰爭等負面因素影響比同業為小。公司經過 2022 年調整庫存後，體質恢復，2023/24 年營收恢復成長，加上 4Q24 有 NVIDIA 二年一次 GPU 大改款，維持買進評等。目標本益比同先前 15 倍，以 2024 年 EPS 13.62 元計算，目標價 205 元，潛在上漲空間 20.9%。

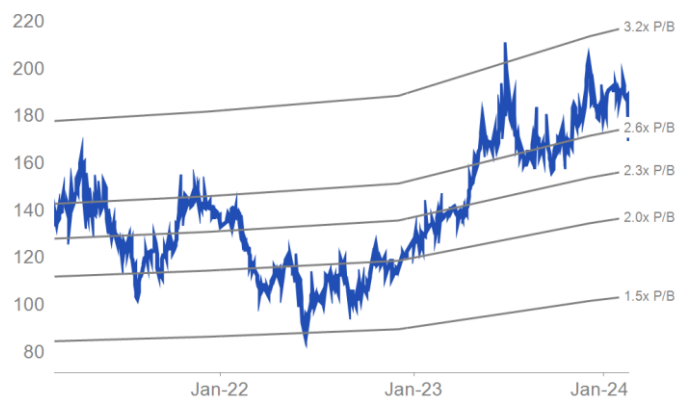


圖 10：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 12：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
微星	2377 TT	買進	169.5	4,475	11.79	8.92	13.62	14.4	19.0	12.4	(41.1)	(24.4)	52.7
OBM 同業													
宏碁	2353	持有-落後 同業	45.9	4,613	1.7	1.8	2.0	27.5	25.5	23.3	(54.1)	8.0	9.4
華碩	2357	買進	429.0	10,669	19.8	25.3	31.1	21.7	17.0	13.8	(67.0)	27.9	22.7
技嘉	2376	持有-超越 同業	313.0	6,224	10.3	8.4	14.9	30.4	37.2	21.0	(51.0)	(18.2)	77.4
OBM 同業平均					10.6	11.8	16.0	26.5	26.5	19.3	(57.4)	5.9	36.5
ODM 同業													
廣達	2382	買進	257.5	31,202	7.5	10.3	13.2	34.3	25.0	19.5	(14.0)	37.0	28.3
緯創	3231	未評等	119.5	10,765	4.0	3.6	--	29.8	32.9	--	6.6	(9.4)	--
仁寶	2324	買進	37.0	5,280	1.7	1.8	2.7	22.1	21.0	13.9	(42.3)	5.2	51.7
和碩	4938	持有-落後 同業	89.1	7,047	5.7	5.9	6.8	15.6	15.1	13.2	(26.0)	3.3	14.9
ODM 同業平均					4.7	5.4	7.5	25.5	23.5	15.5	(18.9)	9.0	31.6

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 13：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
微星	2377 TT	買進	169.5	4,475	20.9	15.0	20.2	57.28	59.37	67.34	3.0	2.9	2.5
OBM 同業													
宏碁	2353	持有-落後 同業	45.9	4,613	8.2	7.5	8.8	21.6	24.5	22.5	2.1	1.9	2.0
華碩	2357	買進	429.0	10,669	7.1	7.4	10.2	285.9	322.9	305.0	1.5	1.3	1.4
技嘉	2376	持有-超越 同業	313.0	6,224	17.8	14.3	21.8	56.5	58.9	68.6	5.5	5.3	4.6
OBM 同業平均					11.0	9.7	13.6	121.4	135.4	132.0	3.1	2.8	2.7
ODM 同業													
廣達	2382	買進	257.5	31,202	17.3	21.9	24.0	43.8	48.2	55.1	5.9	5.3	4.7
緯創	3231	未評等	119.5	10,765	12.8	11.5	16.0	34.6	36.9	42.6	3.5	3.2	2.8
仁寶	2324	買進	37.0	5,280	6.9	7.0	9.0	26.4	27.1	29.6	1.4	1.4	1.3
和碩	4938	持有-落後 同業	89.1	7,047	10.4	8.0	8.9	68.4	73.8	76.2	1.3	1.2	1.2
ODM 同業平均					11.8	12.1	14.5	43.3	46.5	50.9	3.0	2.8	2.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 14：季度及年度簡明損益表 (合併)

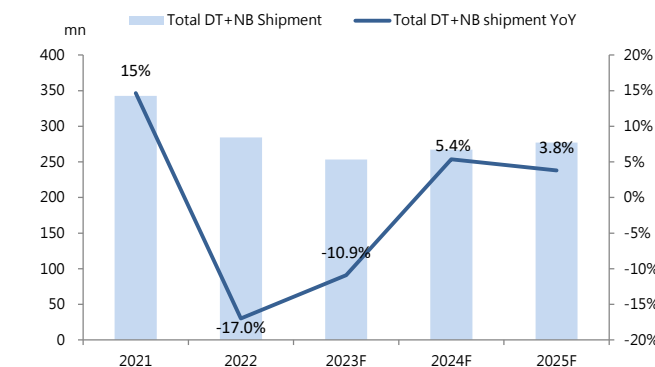
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	43,601	41,292	48,918	49,155	47,370	46,220	52,566	54,547	182,966	200,704
銷貨成本	(37,521)	(35,604)	(43,131)	(43,863)	(41,395)	(40,433)	(44,840)	(46,453)	(160,120)	(173,121)
營業毛利	6,080	5,687	5,787	5,292	5,975	5,788	7,726	8,094	22,846	27,583
營業費用	(3,300)	(3,250)	(3,566)	(3,920)	(3,553)	(3,467)	(3,759)	(3,873)	(14,036)	(14,651)
營業利益	2,780	2,438	2,221	1,371	2,422	2,321	3,968	4,221	8,810	12,932
業外利益	176	114	646	(570)	252	249	283	236	367	1,019
稅前純益	2,957	2,552	2,867	801	2,674	2,570	4,251	4,457	9,177	13,951
所得稅費用	(492)	(573)	(518)	(61)	(479)	(504)	(731)	(735)	(1,644)	(2,449)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	2,464	1,979	2,350	740	2,195	2,066	3,520	3,721	7,533	11,503
調整後每股盈餘(NT\$)	2.92	2.34	2.78	0.88	2.60	2.45	4.17	4.41	8.92	13.62
調整後加權平均股數(百萬股)	844	844	844	844	844	844	844	844	845	845
重要比率										
營業毛利率	13.9%	13.8%	11.8%	10.8%	12.6%	12.5%	14.7%	14.8%	12.5%	13.7%
營業利益率	6.4%	5.9%	4.5%	2.8%	5.1%	5.0%	7.6%	7.7%	4.8%	6.4%
稅前純益率	6.8%	6.2%	5.9%	1.6%	5.6%	5.6%	8.1%	8.2%	5.0%	7.0%
稅後純益率	5.7%	4.8%	4.8%	1.5%	4.6%	4.5%	6.7%	6.8%	4.1%	5.7%
有效所得稅率	16.6%	22.4%	18.1%	7.6%	17.9%	19.6%	17.2%	16.5%	17.9%	17.6%
季增率(%)										
營業收入	6.9%	-5.3%	18.5%	0.5%	-3.6%	-2.4%	13.7%	3.8%		
營業利益	650.1%	-12.3%	-8.9%	-38.3%	76.7%	-4.2%	71.0%	6.4%		
稅後純益	352.1%	-19.7%	18.7%	-68.5%	196.8%	-5.9%	70.4%	5.7%		
調整後每股盈餘	352.3%	-19.7%	18.7%	-68.5%	196.8%	-5.9%	70.3%	5.7%		
年增率(%)										
營業收入	-17.8%	-14.0%	26.8%	20.5%	8.6%	11.9%	7.5%	11.0%	1.4%	9.7%
營業利益	-41.6%	-39.4%	44.1%	269.9%	-12.9%	-4.8%	78.7%	207.9%	-17.6%	46.8%
稅後純益	-48.3%	-34.9%	46.1%	35.7%	-10.9%	4.4%	49.8%	402.8%	-24.4%	52.7%
調整後每股盈餘	-48.3%	-34.9%	46.1%	35.7%	-10.9%	4.4%	49.8%	403.2%	-24.4%	52.7%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

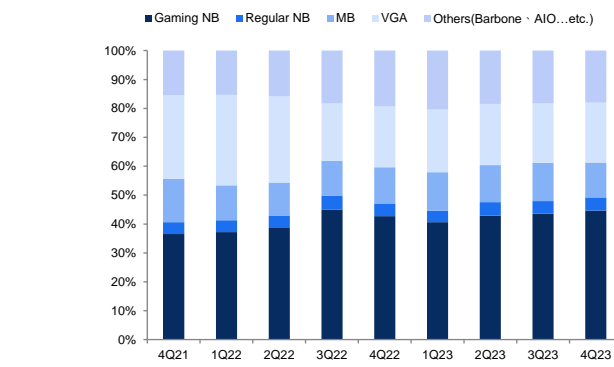
微星成立於 1986 年 8 月，為電腦主機板和顯示卡領導廠商，2000 年科技泡沫後，一度成長放緩。2010 年跨入電競相關產品，業績加速成長。產品組合(2023 年) NB 約 47% (近 90%為電競)，為最大產品項目；其次繪圖卡 21%，主機板 13%，其他(含車用、Server、工業電腦等) 19%。主要工廠設在台灣中和、大陸昆山及深圳，銷售區域：亞太最高，占 38%，其次美洲 32%，歐洲 30%。微星的 MSI 目前為全球第二大電競 NB 品牌，僅次於華碩 ROG。

圖 15：全球 PC 銷量預估



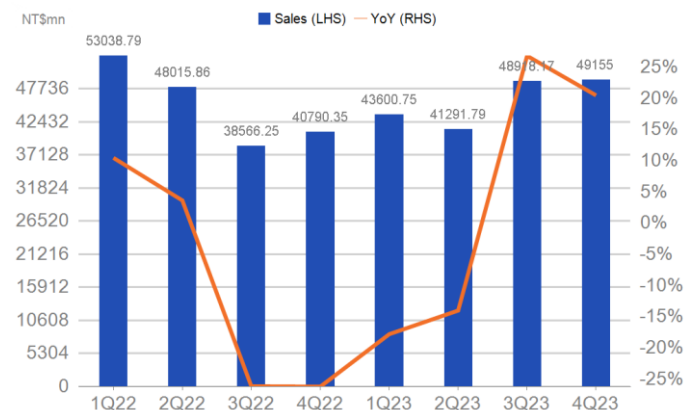
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：營收組成



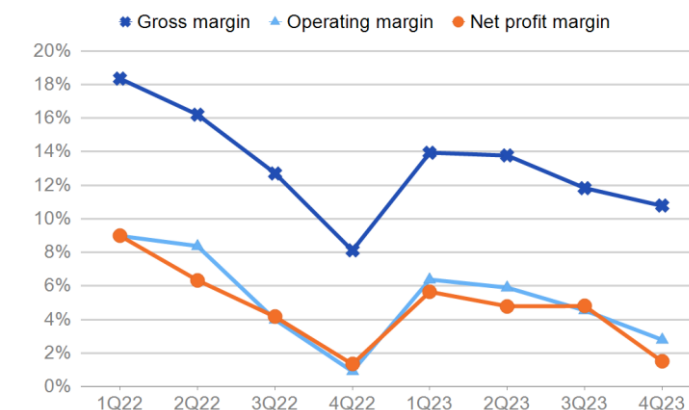
資料來源：公司資料

圖 17：營收趨勢



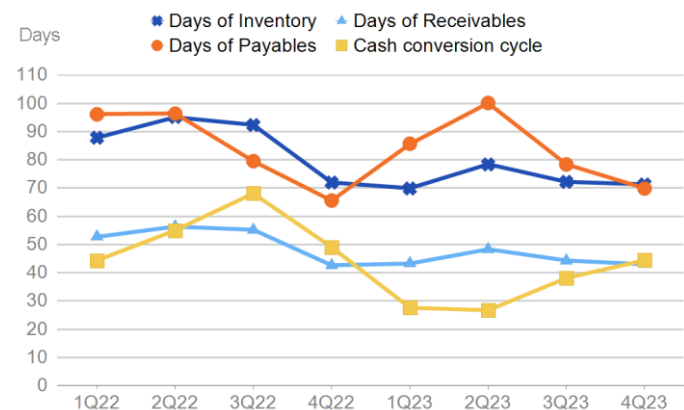
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：毛利率、營益率、淨利率



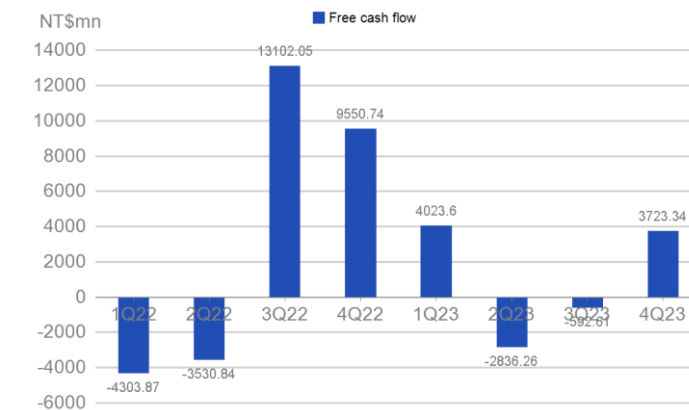
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

# ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：** 微星科技整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，在科技硬體行業中的公司中排名也略微領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 微星科技的整體曝險屬於低等水準，但仍略優於科技硬體行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的碳排、人力資源、商業道德等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 微星科技在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司的 ESG 相關揭露相當完整，對投資者和公眾負責。但其報告不足以評估該領域的權威水準。

圖 21：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	17.3
在 ESG 議題上的曝險 (A)	26.4
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	35.7
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	28

資料來源：Sustainalytics (2024/3/15)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	23,655	27,475	28,251	32,706	36,365
存貨	37,940	29,295	32,121	35,230	37,211
應收帳款及票據	29,683	19,006	20,093	22,797	24,656
其他流動資產	2,522	2,822	2,857	2,588	2,463
流動資產	93,799	78,598	83,323	93,322	100,696
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	5,711	5,522	4,917	4,310	3,785
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	2,360	2,732	2,797	2,867	2,942
非流動資產	8,071	8,254	7,714	7,177	6,727
資產總額	101,871	86,853	91,037	100,500	107,424
應付帳款及票據	33,931	24,671	27,094	29,822	31,396
短期借款	2,000	0	0	0	0
什項負債	18,186	12,970	12,970	12,970	12,970
流動負債	54,118	37,641	40,064	42,792	44,366
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	673	814	814	814	814
長期負債	673	814	814	814	814
負債總額	54,790	38,454	40,878	43,606	45,180
股本	8,449	8,449	8,449	8,449	8,449
資本公積	805	805	805	805	805
保留盈餘	38,729	39,848	41,805	48,745	54,311
什項權益	(902)	(703)	(899)	(1,105)	(1,321)
歸屬母公司之權益	47,080	48,399	50,159	56,894	62,244
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	47,080	48,399	50,159	56,894	62,244

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	16,921	9,963	7,533	11,503	12,579
折舊及攤提	1,240	1,403	1,305	1,210	1,105
本期營運資金變動	(11,241)	10,097	(1,489)	(3,085)	(2,266)
其他營業資產 及負債變動	5,692	(5,824)	(36)	269	125
營運活動之現金流量	12,613	15,639	7,313	9,896	11,542
資本支出	(1,561)	(821)	(700)	(603)	(580)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	592	(21)	(65)	(70)	(75)
投資活動之現金流量	(969)	(842)	(765)	(673)	(655)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(1,014)	(2,000)	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(5,153)	(8,870)	(5,576)	(4,562)	(7,013)
其他調整數	(244)	(265)	(196)	(206)	(216)
融資活動之現金流量	(6,411)	(11,135)	(5,772)	(4,768)	(7,229)
匯率影響數	(164)	159	0	0	0
本期產生現金流量	5,069	3,821	776	4,455	3,659
自由現金流量	11,052	14,818	6,613	9,293	10,962

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	201,810	180,411	182,966	200,704	216,505
銷貨成本	(163,566)	(154,683)	(160,120)	(173,121)	(186,206)
營業毛利	38,244	25,728	22,846	27,583	30,299
營業費用	(18,270)	(15,032)	(14,036)	(14,651)	(15,994)
推銷費用	(11,203)	(8,885)	(7,856)	(8,298)	(8,994)
研究費用	(5,179)	(4,397)	(4,513)	(4,846)	(5,323)
管理費用	(1,873)	(1,704)	(1,678)	(1,506)	(1,676)
其他費用	(13)	(46)	12	0	0
營業利益	19,975	10,696	8,810	12,932	14,305
利息收入	72	146	420	358	361
利息費用	0	0	(23)	(28)	(29)
利息收入淨額	72	146	397	331	332
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(720)	1,953	(718)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	1,304	(511)	688	688	722
稅前純益	20,631	12,284	9,177	13,951	15,359
所得稅費用	(3,710)	(2,321)	(1,644)	(2,449)	(2,780)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	16,921	9,963	7,533	11,503	12,579
稅前息前折舊攤銷前淨利	21,890	13,725	7,505	11,722	13,200
調整後每股盈餘 (NT\$)	20.03	11.79	8.92	13.62	14.90

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	37.8	(10.6)	1.4	9.7	7.9
營業利益	117.4	(46.5)	(17.6)	46.8	10.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	104.1	(37.3)	(45.3)	56.2	12.6
稅後純益	112.6	(41.1)	(24.4)	52.7	9.4
調整後每股盈餘	112.5	(41.1)	(24.4)	52.7	9.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	19.0	14.3	12.5	13.7	14.0
營業利益率	9.9	5.9	4.8	6.4	6.6
稅前息前淨利率	10.2	6.8	4.8	6.4	6.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	10.9	7.6	4.1	5.8	6.1
稅前純益率	10.2	6.8	5.0	7.0	7.1
稅後純益率	8.4	5.5	4.1	5.7	5.8
資產報酬率	18.8	10.6	8.3	11.5	11.7
股東權益報酬率	41.0	20.9	15.0	20.2	20.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	116.4	79.5	81.5	76.6	72.6
淨負債權益比(%)	(46.0)	(56.8)	(56.3)	(57.5)	(58.4)
利息保障倍數 (倍)	--	--	399.8	504.7	536.2
流動比率 (%)	173.3	208.8	208.0	218.1	227.0
速動比率 (%)	99.3	125.1	127.8	135.8	143.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(21,655)	(27,475)	(28,251)	(32,706)	(36,365)
調整後每股淨值 (NT\$)	55.72	57.28	59.37	67.34	73.67
評價指標 (倍)					
本益比	8.5	14.4	19.0	12.4	11.4
股價自由現金流量比	13.0	9.7	21.7	15.4	13.1
股價淨值比	3.0	3.0	2.9	2.5	2.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨	6.5	10.4	19.1	12.2	10.8
股價營收比	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

微星 (2377 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210502	184.50	310.00	259.90	買進	魏建發
2	20210816	137.50	185.00	155.10	買進	魏建發
3	20211112	165.00	210.00	185.29	買進	魏建發
4	20220223	158.50	220.00	194.11	買進	魏建發
5	20220322	138.50	200.00	176.47	買進	魏建發
6	20220509	125.00	185.00	163.23	買進	魏建發
7	20220815	118.50	150.00	132.35	買進	魏建發
8	20221025	112.00	145.00	139.42	買進	魏建發
9	20230316	139.00	165.00	158.65	買進	魏建發
10	20230522	157.00	190.00	182.69	買進	魏建發
11	20230726	211.00	270.00	259.61	買進	魏建發
12	20230818	178.50	225.00	216.34	買進	魏建發
13	20230906	165.00	225.00	225.00	買進	魏建發
14	20231025	164.50	230.00	230.00	買進	魏建發
15	20231114	166.50	210.00	210.00	買進	魏建發

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

## 總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.