

## 華碩 (2357 TT) Asustek

AI Server 成長優於預期且積極導入 AI PC，未來展望樂觀

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$485.0

收盤價 (2024/03/15)：NT\$429.0

隱含漲幅：13.1%

## 營收組成 (2023)

PC 63%、手機 1%、零組件 36%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	485.0	465.0
2024年營收 (NT\$/十億)	524.2	511.8
2024年EPS	31.4	31.1

## 交易資料表

市值	NT\$318,660百萬元
外資持股比率	56.3%
董監持股比率	5.5%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$303.41
負債比	46.0%
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	537,192	482,314	524,187	563,016
營業利益	12,982	11,164	23,762	26,483
稅後純益	14,691	15,928	23,321	25,799
EPS (元)	19.78	21.44	31.40	34.73
EPS YoY (%)	-67.0	8.4	46.4	10.6
本益比 (倍)	21.7	20.0	13.7	12.4
股價淨值比 (倍)	1.5	1.5	1.4	1.4
ROE (%)	7.1	7.4	10.4	11.1
現金殖利率 (%)	3.5%	4.0%	5.6%	6.3%
現金股利 (元)	15.00	17.00	24.00	27.00

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuanta.com

余鈴華

liz.yu@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 4Q23 EPS 5.29 元，季減 65%，年對年由虧轉盈，低於元大/市場預期 42%/24%，主因季節性行銷費用增加，造成本業獲利不佳。

◆ 華碩 Server 技術領先，已開始出 H100、L40S 等 AI Server，目前產品供不應求，估 2024 年 AI Server 可貢獻整體營收比重 3.6%。

◆ 積極導入 AI Server/AI PC，未來展望佳，維持買進評等。目標價 485 元係以 2H24~1H25EPS 32.36 元(原以 2024 年)，15 倍本益比推得。

**4Q23 EPS 5.29 元，季減 65%，年對年由虧轉盈，低於元大/市場預期 42%/24%，主因季節性行銷費用增加**

4Q23 營收季減 11%，年減 5%，規模經濟下滑，毛利率季減 2 百分點至 15.4%，符合預期，但季節性行銷費用增加，造成營業利益 23.4 億元，季減 72%，低於元大/市場預期 65%/50%。業外在匯兌收益、投資收益及利息收入等挹注下，獲利 32.5 億元，高於預期。EPS 5.29 元，季減 65%，年對年由虧轉盈，低於元大/市場預期 42%/24%。

**第一季淡季不淡，預估營收季增 2%，EPS 5.59 元，季增 6%**

第一季 PC 產品進入淡季，華碩預期營收季減 10%，但零組件 (MB、VGA) 受惠大陸農曆年小旺季加上 AI Server 量產，估營收季增 20%，推估公司營收季增 2%至 1,143 億元，年增 12%。預估毛利率同去年第四季水準 15.4%。EPS 5.59 元，季增 6%，比先前預估調高 18%，主因上修營收。

**AI Server 出貨佳，2024 年展望樂觀**

華碩 Server 技術領先，已開始出 H100、L40S 等 AI Server，目前產品供不應求。2023 年 Server 營收成長 50%，營收達 195 億元，占營收比重 4.4%。2024 年可望再成長 50%至 293 億元(占營收比重 6%)，估 2023/24 年 AI 占 Server 比重 35%/60% (2024 年 AI Server 占整體營收比重 3.6%)。華碩對 Server 營收目標 2027 年前每年 CAGR 40%，比目前成長 5 倍。

2023 年存貨調整結束，但上半年 NB 需求不強，呈現衰退，而眾所矚目 AI PC 需下半年才有量，因此估 2024 年華碩 PC 營收衰退 7%；MB 及 VGA 景氣恢復較明顯且 AI Server 出貨快速成長下，估零組件部門成長 36%。合計 2024 年營收年增 8%，毛利率升至正常 15.6%，EPS 31.4 元，年增 46%，比先前預估上修 1%，主因上調零組件部門營收。

## 營運分析

**4Q23 EPS 5.29 元，季減 65%，年對年由虧轉盈，低於元大/市場預期 42%/24%，主因季節性行銷費用增加**

4Q23 亞洲及美洲的需求不強，PC 產品受影響，華碩營收季減 11%至 1,119 億元，年減 5%。第四季規模經濟下滑且存貨跌價損失回轉下降，毛利率季減 2 百分點至 15.4%，符合預期，但季節性行銷費用增加，造成營業利益 23.4 億元，季減 72%，年對年由虧轉盈，低於元大/市場預期 65%/50%。業外在匯兌收益 14.1 億元、投資收益 6.1 億元及利息收入 7 億元等挹注下，獲利 32.5 億元，高於預期。合計稅後獲利 39.3 億元，季減 65%，年對年由虧轉盈，EPS 5.29 元，低於元大/市場預期 42%/24%。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧(品牌)

(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	117,359	126,236	111,943	-11.3%	-4.6%	115,546	111,745	-3.1%	0.2%
營業毛利	9,591	21,932	17,283	-21.2%	80.2%	18,295	16,849	-5.5%	2.6%
營業利益	-4,972	8,442	2,341	-72.3%	—	6,740	4,724	-65.3%	-50.4%
稅前利益	-3,937	13,345	5,591	-58.1%	—	8,041	5,524	-30.5%	1.2%
稅後淨利	-3,823	11,097	3,927	-64.6%	—	6,803	5,158	-42.3%	-23.9%
調整後 EPS (元)	-5.15	14.94	5.29	-64.6%	—	9.16	6.94	-42.3%	-23.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	8.2%	17.4%	15.4%	-1.9	7.3	15.8%	15.1%	-0.4	0.4
營業利益率	-4.2%	6.7%	2.1%	-4.6	6.3	5.8%	4.2%	-3.7	-2.1
稅後純益率	-3.3%	8.8%	3.5%	-5.3	6.8	5.9%	4.6%	-2.4	-1.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

**第一季淡季不淡，預估營收季增 2%，EPS 5.59 元，季增 6%，年對年由虧轉盈，比先前預估調高 18%，主因上修營收**

第一季 PC 產品進入淡季，華碩預期營收季減 10%，但零組件 (MB、VGA)受惠大陸農曆年小旺季加上 AI Server 量產，估營收季增 20%，推估公司營收季增 2%至 1,143 億元，年增 12%。規模經濟維持，預估毛利率同去年第四季水準 15.4%。第一季推廣費用可望降低，估營業利益 38.7 億元，季增 65%，年對年由虧轉盈。業外在投資收益及其他收入挹注，估獲利 13.2 億元。合計稅後獲利 41.5 億元，季增 6%，年對年由虧轉盈，EPS 5.59 元，比先前預估調高 18%，主因上修營收。

圖 2：2024 年第 1 季財測與預估比較(品牌)

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	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	102,376	111,943	114,349	2.1%	11.7%	106,972	103,332	6.9%	10.7%
營業毛利	8,247	17,283	17,590	1.8%	113.3%	15,278	14,310	15.1%	22.9%
營業利益	-3,653	2,341	3,868	65.2%	—	3,191	3,254	21.2%	18.9%
稅前利益	-1,950	5,591	5,191	-7.1%	—	4,414	4,204	17.6%	23.5%
稅後淨利	-1,682	3,927	4,153	5.8%	—	3,531	3,744	17.6%	10.9%
調整後 EPS (元)	-2.26	5.29	5.59	5.8%	—	4.75	5.04	17.6%	10.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	8.1%	15.4%	15.4%	-0.1	7.3	14.3%	13.8%	1.1	1.5
營業利益率	-3.6%	2.1%	3.4%	1.3	7.0	3.0%	3.1%	0.4	0.2
稅後純益率	-1.6%	3.5%	3.6%	0.1	5.3	3.3%	3.6%	0.3	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

積極導入 AI PC，有助毛利率及單價向上

2023/12/14 英特爾正式推出行動 PC 處理器 Core Ultra，是首款採用 Intel 4 製程生產的晶片，採用 3D Foveros 封裝技術，兼具低功耗和高效能的特性，也是首款內建 NPU 加速 AI 推論的處理器，可離線使用。NB 品牌廠包括：華碩、聯想、HP、Dell、微星、技嘉...等均配合推出相關 AI PC。

今年是 AI PC 發展元年，華碩注意到市場 AI PC 趨勢，除與上游微軟、Intel 積極合作，推出 AI PC 產品。AI PC 必要條件是具備足夠的 AI 神經網路(NPU)以及記憶體，AI PC 要具備至少 40 TOPS 算力的 NPU，此部分下半年新產品可望滿足。應用端重要的是 AI copilot 的各種應用程式，但 AI PC 普及需消費者及業者互相激盪、提升學習曲線，並有殺手級 AI 軟體推出，才有機會提升滲透率。有鑑於 AI PC 仍處萌芽階段，尚不成熟，估今年 AI 占華碩 PC 整體出貨量 5%。

由於 AI PC 的要件從硬體規格來看包括 NPU 及記憶體，因此 CPU 的價格肯定會比傳統的高，再加上大語言模型的運算也需要記憶體，AI PC 平均售價一定會比傳統高 0.5~1 倍，毛利率將比傳統的 PC 為高。

圖 3：Core Ultra 與 Core i9、Core i7 比較

名稱	Intel Core i9 (14 <sup>TH</sup> gen)	Intel Core i7 (13 <sup>TH</sup> gen)	Intel Core Ultra (Series 1)
處理器編號	I9-14900HX	i7-13850HX	185H
CPU 核心數量	24	20	16
P-core 數量	8	8	6
E-core 數量	16	12	8
執行緒數量	32	28	22
最大超頻	5.8 GHz	5.3 GHz	5.1 GHz
快取記憶體	36 MB	30 MB	24 MB
處理器基礎功率	55W	55W	45W
渦輪功率上限	157W	157W	115W
最小記憶體容量	8GB	8GB	8GB
記憶體類型	Up to DDR5 5600 MT/s Up to DDR4 3200 MT/s	Up to DDR5 5600 MT/s Up to DDR4 3200 MT/s	Up to LPDDR5/x 7467 MT/s Up to DDR5 5600 MT/s
推出日期	1Q24	1Q23	4Q23
TOPS	-	-	34
Price	679 USD	428 USD	640 USD

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 4：Intel Core Ultra 各處理器用途

推薦用途	 Intel® Core™ Ultra 處理器 9	 Intel® Core™ Ultra 處理器 7	 Intel® Core™ Ultra 處理器 5
AI 強化的 影片編輯	✓		
隨時隨地 暢玩休閒 遊戲	✓		
多工作業	✓	✓	
AI 對視訊 通話的影響	✓	✓	✓

資料來源：網路

圖 5：Intel、Intel Core、Intel Core Ultra 處理器用途差異

推薦用途	 Intel® Core™ Ultra 處理器 <sup>1</sup>	 Intel® Core™ 處理器 (第 14 代) <sup>2</sup>	 Intel® 處理器 <sup>3</sup>
AI 與行動運算	✓		
遊戲	✓	✓	
全方位的卓越效能	✓	✓	✓

資料來源：網路

圖 6：華碩將對 AI 產品進行全方位發展



### AI Server 領先取得 NVIDIA 驗證，有利出貨，帶動 Server 高速成長

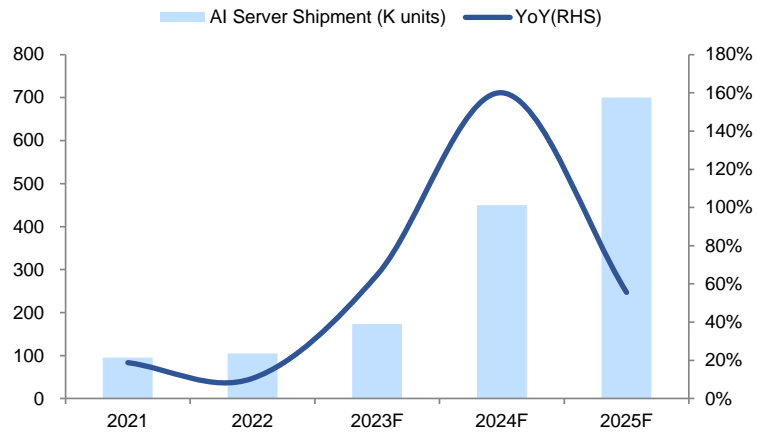
美國商務部對大陸出口晶片管制條例，相關 GPU 包括 A100/A800/H100/H800/L40S 等高階 AI 應用晶片皆需要事先取得美國政府許可後才可出貨，本中心原先預估百度、騰訊、阿里巴巴等中國 CSP 業者 2024 年 AI 伺服器需求為 4-5 萬台，考慮到晶片供貨將受阻，因此將 2024 年全球 AI 伺服器出貨量由 50 萬台下修至 45 萬台，成長 165% (2023 年 AI 伺服器出貨維持 17 萬台，年增 65%)。華碩未來 AI Server 客戶以歐及東南亞市場為主，大陸幾乎未出貨，受禁令影響不大。

華碩 Server 占營收比重低個位數(2022 年約 130 億元，占比 2.6%)，公司與 NVIDIA 關係良好，GPU 取得較容易，加上技術領先，已開始出 H100、L40S 等 AI Server，目前產品供不應求。2023 年 Server 營收成長 50%，營收達 195 億元，占營收比重 4.4%。2024 年可望再成長 50%至 293 億元(占營收比重 6%)，估 2023/24 年 AI 占 Server 比重 35%/60% (2024 年 AI Server 占整體營收比重 3.6%)。華碩對 Server 營收目標 2027 年前每年 CAGR 40%，比目前成長 5 倍。

圖 7：華碩提供全方位的資料中心解決方案



圖 8：全球 AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

### 零組件部門需求強勁，未來展望佳

2023 年存貨調整結束，但上半年 NB 需求不強，呈現衰退，而眾所矚目 AI PC 需下半年才有量，因此估 2024 年華碩 PC 營收衰退 7%；MB 及 VGA 景氣恢復較明顯且 AI Server 出貨快速成長下，估零組件部門成長 36%。合計 2024 年營收年增 8%，毛利率升至正常 15.6%，EPS 31.4 元，年增 46%，比先前預估上修 1%，主因上調零組件部門營收。

2025 年在 AI PC 滲透率提升及 AI Server 高速成長帶動下，估營收成長 7%，毛利率維持今年水準 15.7%，EPS 34.73 元，年增 11%。

### 公佈配發現金股息 17 元，配發率 79%，符合預期

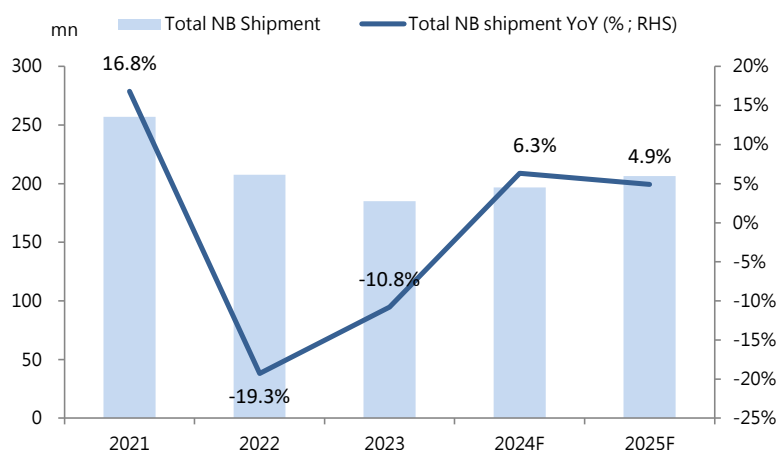
華碩 2023 年 EPS 21.44 元，年增 8%。公布現金股息 17 元，配發率 79%，維持過去 70%~80% 水準，依目前股價計算，殖利率 4%。

### 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%。

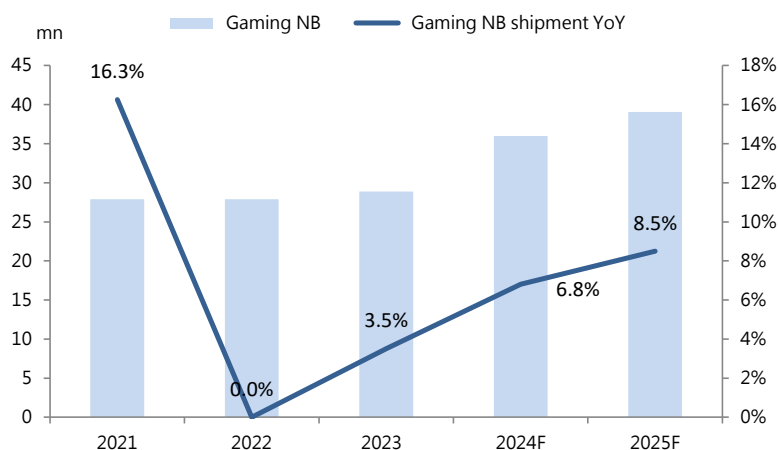
電競筆電在 COVID-19 疫情期間受惠居家人數增加，玩電動時間變長，2020/21 年出貨成長 27%/16%，2022 年居家上班降溫，出貨亦受影響，另外虛擬貨幣從高峰 6.5 萬美金降至近期 3.4 萬美金左右，顯卡已無需求，不利電競繪圖卡出貨，但 NVIDIA 及 AMD 新 GPU 產品陸續推出，對電競市場有一定刺激作用，2022 年電競筆電出貨約年持平，2023 年恢復成長 4%，2024 年受惠 NVIDIA 二年一次 GPU 大改款，出貨可望年增 7%，是 PC 下游維持成長的產品。華碩在電競產品含：NB、主機板、繪圖卡等，目前營收比重 50%，在 PC 不景氣時，此部分銷售具有支撐。

圖 9：全球筆電出貨量預估



資料來源：Digitimes、元大投顧整理

圖 10：全球電競筆電出貨量預估



資料來源：Digitimes、元大投顧整理

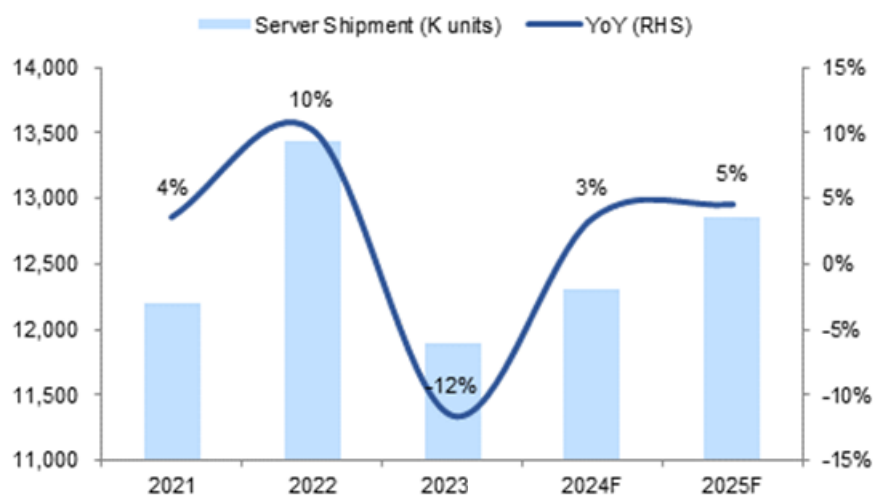


## 2024 年四大 CSP 資本支出大致符合預期

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 11：全球伺服器出貨量預估

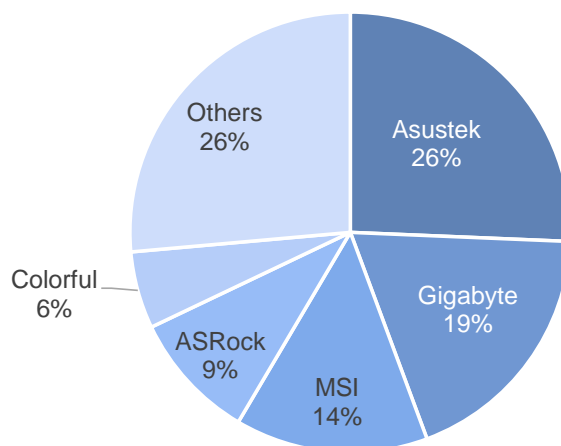


資料來源：元大投顧預估

## 華碩為全球第一大 MB 製造商

華碩集團原本 MB 業務分為二塊，母公司華碩及子公司華擎，華碩專攻中高階產品，華擎則以銷售中、低階主機板為主，之後華碩集團將 OBM (華碩)與 OEM (和碩)分割，華擎併入和碩旗下，從此兩公司正式分家。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，其中華碩出貨近 1,400 萬片，市占率約 26%，為全球第一大廠商。2023 年 MB 產業逐漸復甦，估華碩 MB 出貨可望年增 3%，擺脫衰退。

圖 12：華碩為全球第一大 MB 製造商



資料來源：元大投顧整理



## 獲利調整與股票評價

### 略調升 2024/25 年稅後 1%/2%

由於零組件部門銷售優於預期，因此調升 2024/25 年營收 2%/1%，稅後則上調 1%/2%，EPS 31.40/34.73 元，成長 46%/11%。

圖 13：2024 和 2025 年財務預估調整(品牌)

(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	485,937	474,689	519,286	512,737	2.4%	1.3%
營業毛利	75,600	70,358	81,384	76,453	7.4%	6.4%
營業利益	19,915	19,857	22,547	22,290	0.3%	1.2%
稅前利益	28,834	28,420	31,779	31,126	1.5%	2.1%
稅後淨利	23,321	23,066	25,799	25,337	1.1%	1.8%
調整後 EPS (元)	31.40	31.05	34.73	34.11	1.1%	1.8%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	15.6%	14.8%	15.7%	14.9%	0.7	0.8
營業利益率	4.1%	4.2%	4.3%	4.3%	-0.1	0.0
稅後純益率	4.8%	4.9%	5.0%	4.9%	-0.1	0.0

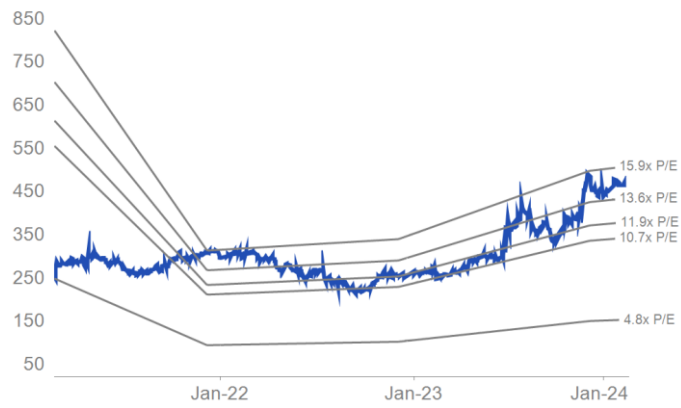
資料來源：公司資料、元大投顧預估

### 維持買進評等，目標價 485 元

以 2024 年來看，華碩本益比 13.7 倍，低於 OBM 同業 HP、LENOVO、宏碁三家公司的平均本益比約 12.6 倍，股價便宜。

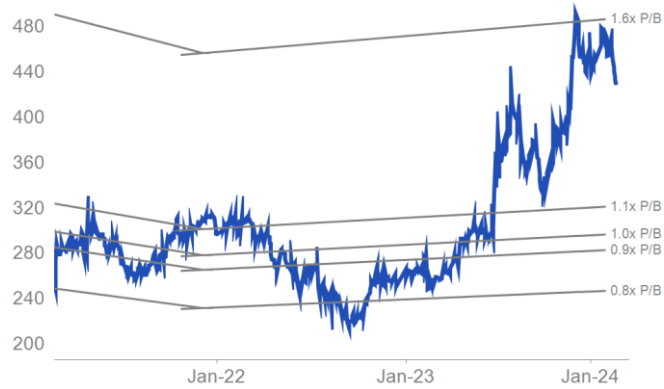
2022 年在全球疫苗注射後，WFH 降溫對業績不利，但華碩實施擴張策略，提升市占率，但毛利率嚴重受侵蝕，4Q22 積極進行營運管理，造成當季及 2023 年第一季虧損，但目前存貨已調整結束，2Q23 之後獲利明顯回升，另外公司積極推出 AI Server/AI PC，成為未來另一成長來源，維持買進評等。目標本益比同先前 15 倍。EPS 計算由 2024 年改以 2H24~1H25 32.36 元計算，目標價 485 元，潛在上漲空間 13.1%。

圖 14：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：12 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 16：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
華碩	2357 TT	買進	429.0	9,958	19.78	21.44	31.40	21.7	20.0	13.7	(67.0)	8.4	46.4
品牌同業													
宏碁	2353	持有-落後 同業	33.8	3,261	1.7	1.8	2.0	20.3	18.5	17.2	(54.1)	9.8	7.7
HP	HPQ US	未評等	27.6	26,525	3.0	3.3	3.4	9.2	8.4	8.0	(44.0)	9.4	4.1
聯想	992 HK	未評等	9.5	14,402	1.4	1.1	0.8	7.0	8.9	12.6	77.8	(21.5)	(29.8)
品牌同業平均					2.0	2.1	2.1	12.1	11.9	12.6	(6.8)	(0.8)	(6.0)

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 17：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
華碩	2357 TT	買進	429.0	9,958	7.1	7.4	10.4	285.92	290.71	303.41	1.5	1.5	1.4
品牌同業													
宏碁	2353	持有-落後 同業	33.8	3,261	8.2	7.5	8.8	21.6	22.0	22.5	1.6	1.5	1.5
HP	HPQ US	未評等	27.6	26,525	--	--	--	(2.9)	(2.6)	(2.5)	--	--	--
聯想	992 HK	未評等	9.5	14,402	47.1	30.7	19.6	3.4	3.9	4.2	2.8	2.4	2.3
品牌同業平均					27.7	19.1	12.7	7.4	7.8	8.1	2.2	2.0	1.9

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 18：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	111,398	115,704	135,052	120,161	123,261	126,181	138,318	136,426	482,314	524,187
銷貨成本	(100,682)	(99,528)	(110,339)	(99,366)	(103,017)	(105,244)	(114,730)	(113,268)	(409,915)	(436,260)
營業毛利	10,716	16,175	24,713	20,795	20,244	20,937	23,588	23,158	72,399	87,928
營業費用	(13,842)	(14,463)	(15,666)	(17,270)	(15,284)	(15,646)	(16,045)	(17,190)	(61,241)	(64,166)
營業利益	(3,121)	1,714	9,046	3,525	4,960	5,291	7,543	5,968	11,164	23,762
業外利益	1,692	1,420	5,087	2,730	1,009	925	4,091	1,369	10,930	7,394
稅前純益	(1,429)	3,135	14,133	6,255	5,969	6,216	11,634	7,337	22,094	31,156
所得稅費用	149	(52)	(2,430)	(1,871)	(1,212)	(1,280)	(1,920)	(1,357)	(4,204)	(5,769)
少數股東權益	402	497	605	458	604	307	170	985	1,962	2,066
歸屬母公司稅後純益	(1,682)	2,586	11,097	3,927	4,153	4,629	9,544	4,995	15,928	23,321
調整後每股盈餘(NT\$)	(2.26)	3.48	14.94	5.29	5.59	6.23	12.85	6.72	21.44	31.40
調整後加權平均股數(百萬股)	743	743	743	743	743	743	743	743	743	743
重要比率										
營業毛利率	9.6%	14.0%	18.3%	17.3%	16.4%	16.6%	17.1%	17.0%	15.0%	16.8%
營業利益率	-2.8%	1.5%	6.7%	2.9%	4.0%	4.2%	5.5%	4.4%	2.3%	4.5%
稅前純益率	-1.3%	2.7%	10.5%	5.2%	4.8%	4.9%	8.4%	5.4%	4.6%	5.9%
稅後純益率	-1.5%	2.2%	8.2%	3.3%	3.4%	3.7%	6.9%	3.7%	3.3%	4.5%
有效所得稅率	--	1.6%	17.2%	29.9%	20.3%	20.6%	16.5%	18.5%	19.0%	18.5%
季增率(%)										
營業收入	-12.3%	3.9%	16.7%	-11.0%	2.6%	2.4%	9.6%	-1.4%		
營業利益	--	--	427.7%	-61.0%	40.7%	6.7%	42.6%	-20.9%		
稅後純益	--	--	329.1%	-64.6%	5.8%	11.5%	106.2%	-47.7%		
調整後每股盈餘	--	--	329.1%	-64.6%	5.8%	11.5%	106.2%	-47.7%		
年增率(%)										
營業收入	-19.5%	-8.8%	-6.7%	-5.4%	10.6%	9.1%	2.4%	13.5%	-10.2%	8.7%
營業利益	--	-37.7%	136.7%	--	--	208.6%	-16.6%	69.3%	-14.0%	112.8%
稅後純益	--	36.4%	79.3%	--	--	79.0%	-14.0%	27.2%	6.3%	41.9%
調整後每股盈餘	--	36.4%	79.3%	--	--	79.0%	-14.0%	27.2%	8.4%	46.4%

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。

圖 19：季度及年度簡明損益表 (品牌)

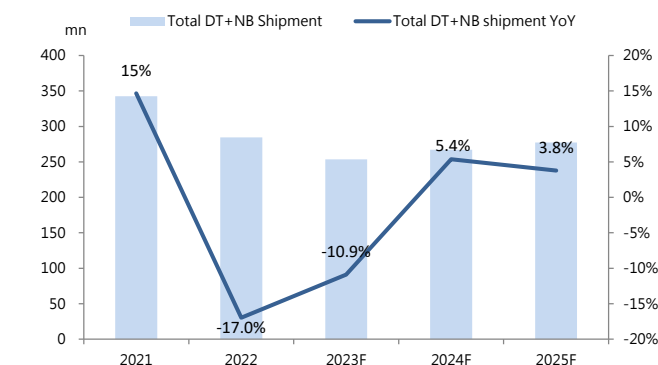
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	102,376	107,488	126,236	111,943	114,349	116,921	128,409	126,258	448,043	485,937
銷貨成本	94,129	94,040	104,304	94,660	96,759	99,260	107,727	106,591	387,133	410,337
營業毛利	8,247	13,448	21,932	17,283	17,590	17,661	20,682	19,667	60,910	75,600
營業費用	11,900	12,229	13,490	14,942	13,722	13,329	13,483	15,151	52,561	55,685
營業利益	(3,653)	1,219	8,442	2,341	3,868	4,332	7,199	4,516	8,349	19,915
業外利益	1,703	1,202	4,903	3,251	1,323	1,572	4,643	1,381	11,059	8,919
稅前純益	(1,950)	2,421	13,345	5,591	5,191	5,904	11,842	5,897	19,408	28,834
所得稅費用	(268)	(165)	2,248	1,665	1,038	1,275	2,297	902	3,480	5,513
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	(1,682)	2,586	11,097	3,927	4,153	4,629	9,544	4,995	15,928	23,321
調整後每股盈餘(NT\$)	(2.26)	3.48	14.94	5.29	5.59	6.23	12.85	6.72	21.44	31.40
調整後加權平均股數(百萬股)	743	743	743	743	743	743	743	743	743	743
重要比率										
營業毛利率	8.06%	12.51%	17.37%	15.44%	15.38%	15.11%	16.11%	15.58%	13.59%	15.56%
營業利益率	-3.57%	1.13%	6.69%	2.09%	3.38%	3.71%	5.61%	3.58%	1.86%	4.10%
稅前純益率	-1.90%	2.25%	10.57%	4.99%	4.54%	5.05%	9.22%	4.67%	4.33%	5.93%
稅後純益率	-1.64%	2.41%	8.79%	3.51%	3.63%	3.96%	7.43%	3.96%	3.56%	4.80%
有效所得稅率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
季增率(%)										
營業收入	-12.77%	4.99%	17.44%	-11.32%	2.15%	2.25%	9.83%	-1.68%		
營業利益	-	-	592.53%	-72.27%	65.24%	11.98%	66.18%	-37.26%		
稅後純益	-	-	329.12%	-64.61%	5.76%	11.45%	106.20%	-47.67%		
調整後每股盈餘	-	-	329.12%	-64.61%	5.76%	11.45%	106.20%	-47.67%		
年增率(%)										
營業收入	-19.99%	-6.70%	-5.04%	-4.61%	11.70%	8.78%	1.72%	12.79%	-9.20%	8.46%
營業利益	-	-37.8%	176.2%	-	-	255.4%	-14.7%	92.9%	-17.48%	138.53%
稅後純益	-	36.4%	79.3%	-	-	79.0%	-14.0%	27.2%	8.41%	46.42%
調整後每股盈餘	-	36.4%	79.3%	-	-	79.0%	-14.0%	27.2%	8.41%	46.42%

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加權平均股數計算。

## 公司簡介

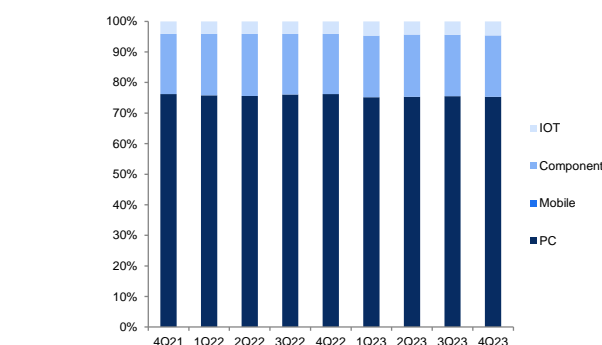
華碩(2357 TT)為全球最大的電腦主機板製造商，亦生產筆電與智慧型手機，並透過華碩品牌銷售產品。其中電競 NB 品牌 ROG 為全球第一大，NB 品牌 ASUS 為全球第五大。產品組合方面(2023)：PC 營收比重最高，達 63%，其次零組件(含 MB、VGA)36%，手機 1%。區域別，亞太 45%，歐洲 32%，美國 23%。華碩無工廠，大部分交由電子五哥代工，少數交陸商製造。轉投資包括：亞旭、研揚(6579 TT)...等。另外華碩與和碩分割後，不斷降低持股，已由原本權益法改列成本法，徹底將集團的品牌與代工分家。

圖 20：全球 PC 銷量預估



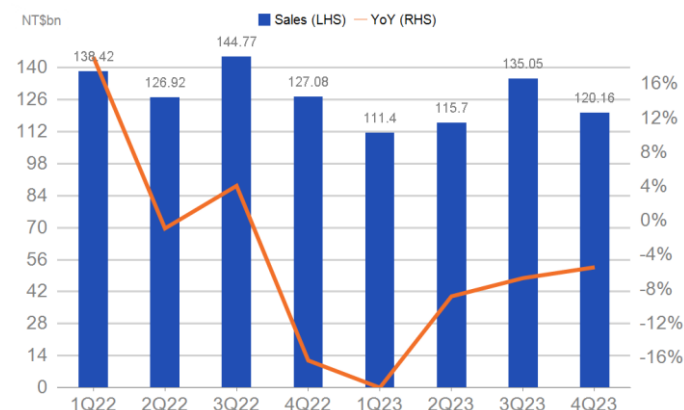
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：營收組成



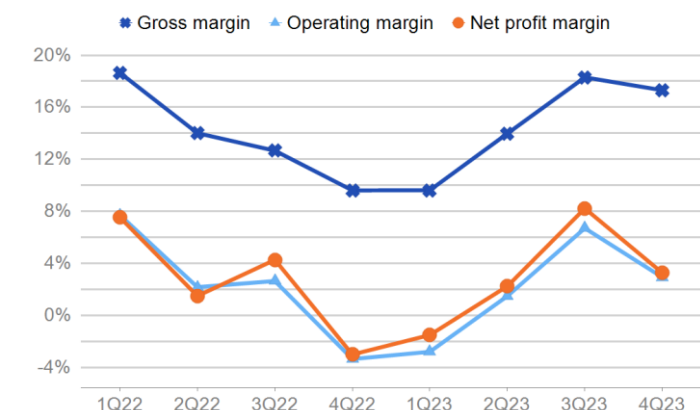
資料來源：公司資料

圖 22：營收趨勢



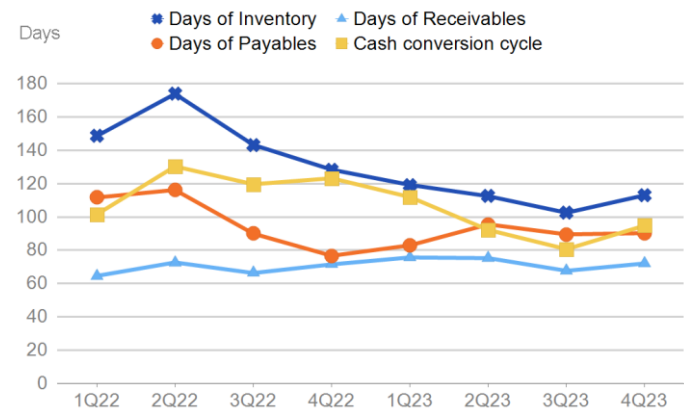
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：毛利率、營益率、淨利率



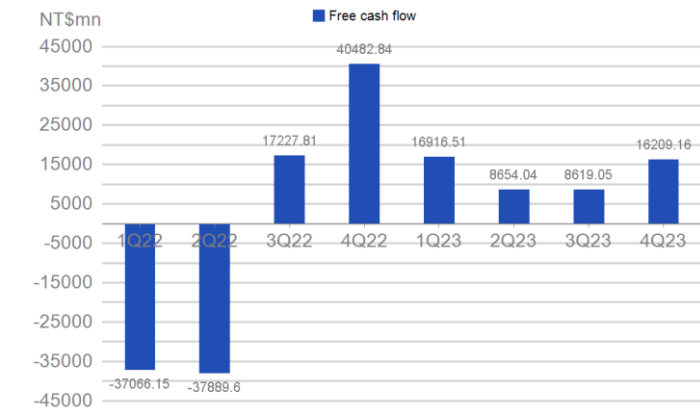
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：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：** 華碩整體的 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略微領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 華碩的整體曝險屬於低水準，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 議題包含商業道德、公司資安、人力資源等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 華碩在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬低/中等。公司遵循適當的 ESG 揭露，並且做出具體的 ESG 承諾，也建立了完善的環境與社會供應鏈政策，同時擁有吹哨者制度。

圖 26：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	19.3
在 ESG 議題上的曝險 (A)	33.8
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	45.8
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	29

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	67,812	69,323	103,277	82,529	91,173
存貨	167,316	142,472	122,569	152,335	147,641
應收帳款及票據	93,243	91,311	75,186	88,533	87,314
其他流動資產	20,335	19,092	24,792	25,050	28,670
流動資產	348,705	322,198	325,824	348,447	354,798
採用權益法之投資	19,891	22,172	22,348	22,513	22,681
固定資產	19,421	19,495	18,985	18,424	17,835
無形資產	2,190	2,063	1,826	1,626	1,416
其他非流動資產	113,946	105,237	103,785	103,517	103,221
非流動資產	155,448	148,967	146,945	146,081	145,154
資產總額	504,153	471,165	472,769	494,527	499,952
應付帳款及票據	95,730	51,368	47,460	57,720	55,091
短期借款	9,397	48,897	48,897	48,897	48,897
什項負債	133,056	122,411	122,411	122,411	122,411
流動負債	238,183	222,677	218,769	229,029	226,400
長期借款	155	145	145	145	145
其他負債及準備	19,379	21,454	21,454	21,454	21,454
長期負債	19,534	21,599	21,599	21,599	21,599
負債總額	257,716	244,276	240,368	250,627	247,999
股本	7,428	7,428	7,428	7,428	7,428
資本公積	9,840	11,744	11,744	11,744	11,744
保留盈餘	175,054	158,544	163,330	174,022	181,996
什項權益	40,009	34,664	33,428	32,170	30,810
歸屬母公司之權益	232,331	212,380	215,931	225,364	231,979
非控制權益	14,105	14,508	16,470	18,536	19,974
股東權益總額	246,436	226,889	232,401	243,900	251,953

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	46,605	16,831	17,890	25,387	27,238
折舊及攤提	3,588	2,621	2,163	2,320	2,436
本期營運資金變動	(47,277)	(15,154)	32,121	(32,853)	3,284
其他營業資產 及負債變動	29,774	(20,020)	(6,523)	(258)	(3,620)
營運活動之現金流量	32,691	(15,721)	45,651	(5,404)	29,338
資本支出	(2,178)	(1,524)	(1,417)	(1,559)	(1,637)
本期長期投資變動	3,423	2,280	(176)	(165)	(168)
其他資產變動	(3,029)	688	1,452	268	296
投資活動之現金流量	(1,784)	1,445	(141)	(1,456)	(1,509)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	3,731	39,469	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(19,312)	(31,196)	(11,142)	(12,630)	(17,825)
其他調整數	(1,787)	(1,458)	(1,236)	(1,258)	(1,360)
融資活動之現金流量	(17,368)	6,816	(12,378)	(13,888)	(19,185)
匯率影響數	(2,507)	8,971	0	0	0
本期產生現金流量	11,033	1,510	33,132	(20,747)	8,644
自由現金流量	30,513	(17,245)	44,234	(6,963)	27,701

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	535,239	537,192	482,314	524,187	563,016
銷貨成本	(424,923)	(463,051)	(409,915)	(436,260)	(467,911)
營業毛利	110,316	74,141	72,399	87,928	95,106
營業費用	(60,980)	(61,162)	(61,241)	(64,166)	(68,623)
推銷費用	(32,301)	(30,857)	(29,653)	(31,965)	(34,189)
研究費用	(20,089)	(20,625)	(21,804)	(22,188)	(23,730)
管理費用	(8,590)	(9,680)	(9,784)	(10,013)	(10,704)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	49,326	12,982	11,164	23,762	26,483
利息收入	528	920	2,659	1,986	2,058
利息費用	(171)	(763)	(755)	(897)	(927)
利息收入淨額	357	158	1,904	1,089	1,131
投資利益(損失)淨額	2,256	2,351	4,508	5,134	2,134
匯兌損益	2,752	(5,319)	269	0	0
其他業外收入(支出)淨額	4,399	11,444	4,249	1,171	4,046
稅前純益	59,089	21,616	22,094	31,156	33,794
所得稅費用	(12,483)	(4,784)	(4,204)	(5,769)	(6,556)
少數股權淨利	2,056	2,141	1,962	2,066	1,439
歸屬母公司之稅後純益	44,550	14,691	15,928	23,321	25,799
稅前息前折舊攤銷前淨利	62,848	24,999	9,001	21,442	24,047
調整後每股盈餘 (NT\$)	59.98	19.78	21.44	31.40	34.73

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	29.7	0.4	(10.2)	8.7	7.4
營業利益	97.6	(73.7)	(14.0)	112.8	11.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	60.0	(60.2)	(64.0)	138.2	12.2
稅後純益	64.2	(63.9)	6.3	41.9	7.3
調整後每股盈餘	67.7	(67.0)	8.4	46.4	10.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	20.6	13.8	15.0	16.8	16.9
營業利益率	9.2	2.4	2.3	4.5	4.7
稅前息前淨利率	11.0	3.9	2.3	4.5	4.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	11.7	4.7	1.9	4.1	4.3
稅前純益率	11.0	4.0	4.6	5.9	6.0
稅後純益率	8.3	2.7	3.3	4.5	4.6
資產報酬率	10.4	3.5	3.8	5.1	5.5
股東權益報酬率	20.2	7.1	7.4	10.4	11.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	104.6	107.7	103.4	102.8	98.4
淨負債權益比(%)	(23.6)	(8.9)	(23.3)	(13.7)	(16.7)
利息保障倍數 (倍)	346.5	29.4	30.3	35.8	37.5
流動比率 (%)	146.4	144.7	148.9	152.1	156.7
速動比率 (%)	72.4	75.3	92.9	85.6	91.5
淨負債 (NT\$百萬元)	(58,261)	(20,280)	(54,234)	(33,487)	(42,131)
調整後每股淨值 (NT\$)	312.78	285.92	290.71	303.41	312.32
評價指標 (倍)					
本益比	7.2	21.7	20.0	13.7	12.4
股價自由現金流量比	10.4	--	7.2	--	11.5
股價淨值比	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	5.1	12.7	35.4	14.9	13.3
股價營收比	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

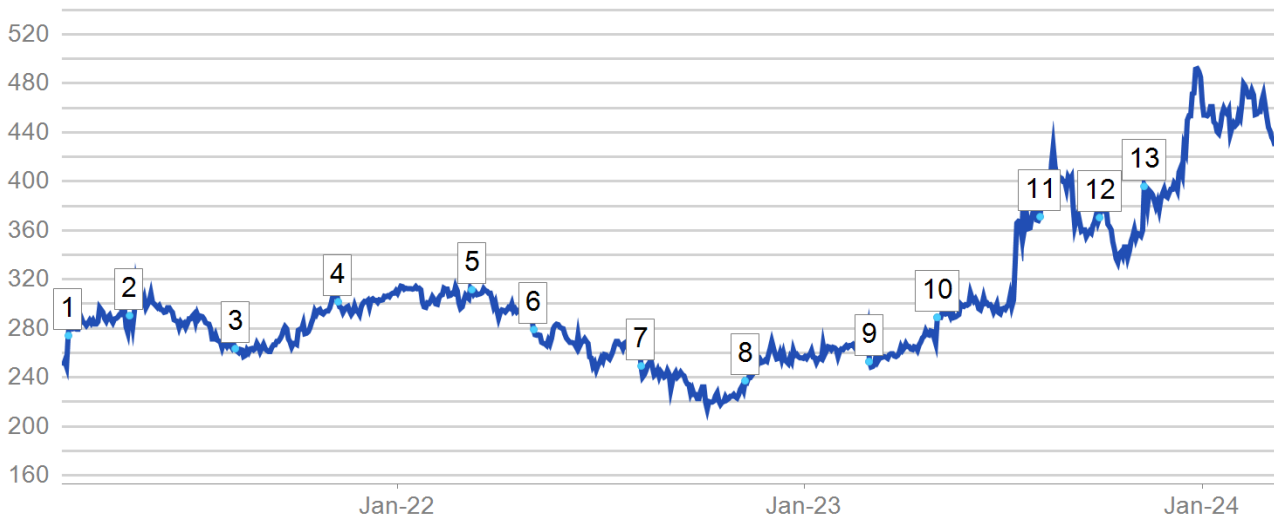
# 附錄：重要揭露事項

## 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。

## 華碩 (2357 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	20210318	325.50	450.00	344.44	買進	魏建發
2	20210513	361.50	590.00	451.60	買進	魏建發
3	20210812	323.00	425.00	351.33	買進	魏建發
4	20211111	377.50	465.00	384.40	買進	魏建發
5	20220317	379.00	480.00	396.80	買進	魏建發
6	20220512	349.50	460.00	380.26	買進	魏建發
7	20220812	282.00	250.00	238.00	持有-落後同業	魏建發
8	20221111	241.00	225.00	214.20	持有-落後同業	魏建發
9	20230313	293.00	225.00	214.20	持有-落後同業	魏建發
10	20230515	281.50	330.00	314.16	買進	魏建發
11	20230814	368.00	445.00	445.00	買進	魏建發
12	20231004	370.50	455.00	455.00	買進	魏建發
13	20231114	360.00	465.00	465.00	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>.