



# 微星

(2377.TW/2377 TT)



## 持有 · 維持

收盤價 March 15 (NT\$)	169.5
12 個月目標價 (NT\$)	175.0
前次目標價 (NT\$)	176.0
調降 (%)	0.6
上漲空間 (%)	3.2

## 焦點內容

- 4Q23 EPS 0.88 元，低於凱基與市場預期。
- 2024 年 PC 出貨量年增高個位數，主機板與顯卡出貨量年增雙位數。
- 2025-26 年伺服器與車用營收比重將顯著擴張。

## 交易資料表

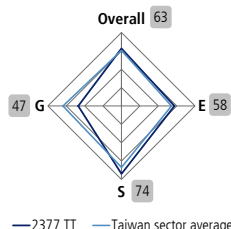
市值：(NT\$bn/US\$m)	143.2 / 4,532
流通在外股數 (百萬股)：	845
外資持有股數 (百萬股)：	271.6
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.58
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	140.0 -211.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-5.3	-1.2	21.9
相對表現 (%)	-16.7	-17.5	-6

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	5.64	3.60	1.91	0.64
2023	2.92	2.34	2.78	0.88
2024	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

## 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

## 4Q23 EPS 低於預估；獲利率復甦進度較緩慢

### 重要訊息

4Q23 EPS 0.88 元低於我們及市場預期，主因利潤率較低加上認列匯損。管理層展望 2024 年各業務營收將年增。

### 評論及分析

**4Q23 獲利不如預期。**4Q23 EPS 0.88 元 (年增 36%但季減 69%)，低於我們預估，主因利潤率較低。4Q23 毛利率與營利率季減至 10.8%、2.8%，低於預期主因商務 PC 比重較高使產品組合較不利、台幣兌美金升值以及市場競爭使促銷費用較高。再加上認列匯損 6.53 億元，4Q23 獲利低於預期。儘管 2023 年板卡 OEM 營收比重下降至 20% 以下，獲利率仍年減，使 2023 年 EPS 年減 24% 至 8.92 元。2023 年營收年增 1%，動能來自電競 PC 出貨量年增雙位數，主機板出貨量年增 9%，抵銷顯卡出貨量年減 20% 之影響。公司宣布現金股利每股 5.4 元，配發率 60.5%，現金殖利率約 3.2%。

**1Q24 營收展望優於預期。**1-2 月累積營收年增 15%，動能來自 Nvidia (美) RTX40 SUPER 系列顯卡推出後使顯卡需求強勁。儘管 PC 處於淡季，我們預估 1Q24 微星主機板出貨量季增 4%、顯卡出貨量季增 10%，將帶動 1Q24 營收季持平。然而，GPU 供給與航運時程可能為短期營收受限因子。儘管 2Q24 仍將季減，但幅度有望小於過往季節性，主因顯卡動能強勁。不過雖營收展望優於預期，但我們仍下修獲利率預估與 1Q24 EPS 至 2.38 元。

**2024 年營收成長，但獲利率回升速度較緩。**管理層預期 2024 年 PC 出貨量年增高個位數，而主機板與顯卡出貨量將年增雙位數，優於我們預期。公司預期 AI PC 發表與 Nvidia RTX50 系列新顯卡推出將為 2H24 營收成長動能。我們上修 2024 年營收預估至年增 12%。儘管 1Q24 毛利率將季增，但我們認為 2024 年毛利率回升幅度將低於我們原估，主因公司積極切入商務 PC 市場，而較多標案性質可能使毛利率短期內較難回到過往 13-14% 水準。我們認為須待營收規模進一步提升後，商務產品毛利率回升幅度才較明顯。我們因此下修 2024 年毛利率、營利率預估，並下修 2024 年 EPS 至 11.42 元，年增 28%。長期公司將擴充高獲利率之伺服器、車用業務 (目前營收比重各自為低個位數)，預期上述兩業務新案於認證通過後，2025-26 年營收成長將更明顯。

### 投資建議

反映獲利預估下修，目標價由 176 元下修至 175 元 (14x 2024-25F EPS)。考量短期獲利率回升較緩慢，評等維持「持有」。

### 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-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	201,810	180,411	182,966	205,421	226,281
營業毛利 (NT\$百萬)	38,244	25,728	22,846	26,424	30,171
營業利益 (NT\$百萬)	19,975	10,696	8,810	10,892	13,187
稅後淨利 (NT\$百萬)	16,921	9,963	7,533	9,652	11,508
每股盈餘 (NT\$)	20.03	11.79	8.92	11.42	13.62
每股現金股利 (NT\$)	10.50	6.60	5.40	6.92	8.25
每股盈餘成長率 (%)	112.6	(41.1)	(24.4)	28.1	19.2
本益比 (x)	8.5	14.4	19.0	14.8	12.4
股價淨值比 (x)	3.0	3.0	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA (x)	5.6	9.4	11.3	9.5	7.7
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	6.2	3.9	3.2	4.1	4.9
股東權益報酬率 (%)	41.0	20.9	15.3	18.5	20.5

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 1：4Q23 財報與 1Q24 財測調整暨市場共識比較

百萬元	4Q23							1Q24F						
	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	49,155	50,386	(2.4)	0.5	20.5	51,000	(3.6)	49,155	46,355	6.0	0.0	12.7	48,492	1.4
毛利	5,292	6,147	(13.9)	(8.6)	60.1	6,565	(19.4)	5,997	5,980	0.3	13.3	(1.4)	6,418	(6.6)
營業利益	1,371	2,469	(44.5)	(38.3)	270.0	2,759	(50.3)	2,163	2,410	(10.3)	57.7	(22.2)	2,773	(22.0)
稅前淨利	801	2,775	(71.1)	(72.1)	55.0	2,956	(72.9)	2,452	2,721	(9.9)	206.2	(17.1)	3,047	(19.5)
稅後淨利	740	2,261	(67.3)	(68.5)	35.7	2,346	(68.5)	2,011	2,231	(9.9)	171.9	(18.4)	2,442	(17.7)
每股盈餘(元)	0.88	2.68	(67.3)	(68.5)	35.7	2.78	(68.5)	2.38	2.64	(9.9)	171.9	(18.4)	2.89	(17.7)
毛利率(%)	10.8	12.2	(1.4)ppts	(1.1)ppts	2.7 ppts	12.9	(2.1)ppts	12.2	12.9	(0.7)ppts	1.4 ppts	(1.7)ppts	13.2	(1.0)ppts
營業利益率(%)	2.8	4.9	(2.1)ppts	(1.8)ppts	1.9 ppts	5.4	(2.6)ppts	4.4	5.2	(0.8)ppts	1.6 ppts	(2.0)ppts	5.7	(1.3)ppts
淨利率(%)	1.5	4.5	(3.0)ppts	(3.3)ppts	0.2 ppts	4.6	(3.1)ppts	4.1	4.8	(0.7)ppts	2.6 ppts	(1.6)ppts	5.0	(0.9)ppts

資料來源：Bloomberg：凱基預估

圖 2：2023 年財報結果與 2024-25 年財測調整暨市場共識比較

百萬元	2023						2024F						2025F					
	實際值	凱基預估	差異(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	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	182,966	184,196	(0.7)	1.4	184,558	(0.9)	205,421	198,503	3.5	12.3	200,665	2.4	226,281	210,523	7.5	10.2	216,569	4.5
毛利	22,846	23,701	(3.6)	(11.2)	24,210	(5.6)	26,424	27,168	(2.7)	15.7	28,027	(5.7)	30,171	29,823	1.2	14.2	30,640	(1.5)
營業利益	8,810	9,908	(11.1)	(17.6)	10,493	(16.0)	10,892	12,118	(10.1)	23.6	13,213	(17.6)	13,187	13,791	(4.4)	21.1	14,890	(11.4)
稅前淨利	9,177	11,151	(17.7)	(25.3)	11,374	(19.3)	11,799	13,010	(9.3)	28.6	13,992	(15.7)	14,069	14,571	(3.4)	19.2	15,861	(11.3)
稅後淨利	7,533	9,055	(16.8)	(24.4)	9,456	(20.3)	9,652	10,642	(9.3)	28.1	11,444	(15.7)	11,508	11,919	(3.4)	19.2	12,879	(10.6)
每股盈餘(元)	8.92	10.71	(16.8)	(24.4)	11.19	(20.3)	11.42	12.59	(9.3)	28.1	13.55	(15.7)	13.62	14.10	(3.4)	19.2	15.24	(10.6)
毛利率(%)	12.5	12.9	(0.4)ppts	(1.8)ppts	13.1	(0.6)ppts	12.9	13.7	(0.8)ppts	0.4 ppts	14.0	(1.1)ppts	13.3	14.2	(0.8)ppts	0.5 ppts	14.1	(0.8)ppts
營業利益率(%)	4.8	5.4	(0.6)ppts	(1.1)ppts	5.7	(0.9)ppts	5.3	6.1	(0.8)ppts	0.5 ppts	6.6	(1.3)ppts	5.8	6.6	(0.7)ppts	0.5 ppts	6.9	(1.0)ppts
淨利率(%)	4.1	4.9	(0.8)ppts	(1.4)ppts	5.1	(1.0)ppts	4.7	5.4	(0.7)ppts	0.6 ppts	5.7	(1.0)ppts	5.1	5.7	(0.6)ppts	0.4 ppts	5.9	(0.9)ppts

資料來源：Bloomberg：凱基預估

圖 3：2024 年主機板、顯卡出貨量預估將年增

出貨量(百萬台)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
主機板	2.5	2.2	2.0	2.0	2.2	2.2	2.6	2.5	2.6	9.2	10.4	11.9	12.0	8.5	9.3	10.0
顯示卡	1.9	1.9	1.1	1.3	1.2	1.1	1.3	1.3	1.4	7.8	6.8	7.6	7.6	6.1	4.7	5.3
出貨量年增率(%)																
主機板	(25)	(19)	(32)	(40)	(12)	-	31	26	19	(17)	13	14	1	(29)	9	7
顯示卡	(7)	(5)	(42)	(31)	(39)	(43)	19	-	20	(4)	(13)	11	0	(20)	(22)	12
出貨量季增率(%)																
主機板	(25)	(12)	(9)	-	10	-	19	(4)	4							
顯示卡	6	(3)	(43)	19	(8)	(9)	19	-	10							

資料來源：公司資料：凱基預估

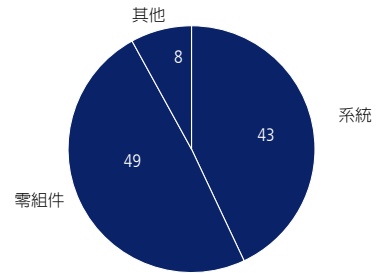
**圖 4：公司概况**

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 2023 年營收的 43%，而零組件營收佔 49%，其他營收（AIoT、伺服器、車用）則佔 8%。按區域別，31%營收來自亞太區域、36%來自 EMEA，33%來自美國。

資料來源：凱基

**圖 5：電競筆電及零組件為營收主要來源**

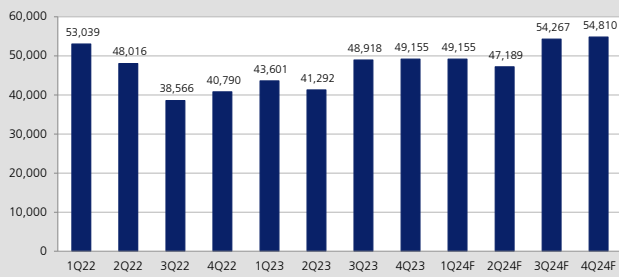
2023 年營收占比，百分比



資料來源：凱基

**圖 6：季營業收入**

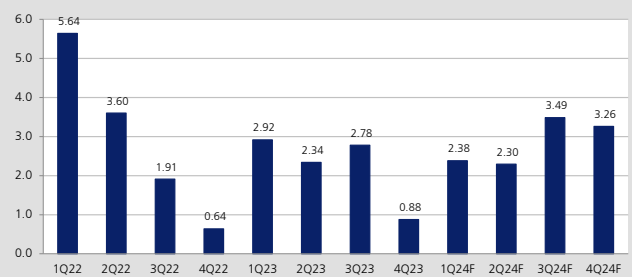
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 7：每股盈利**

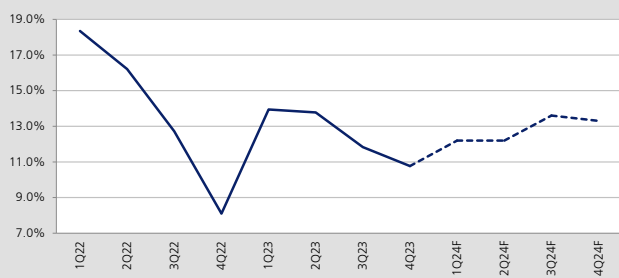
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 8：毛利率**

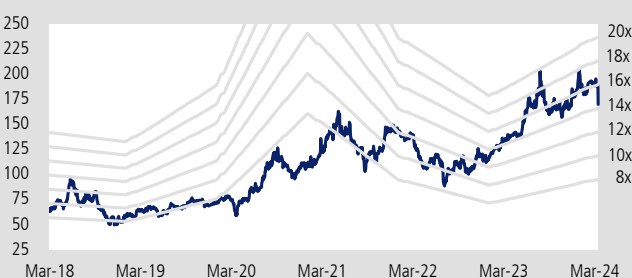
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 9：未來一年預估本益比區間**

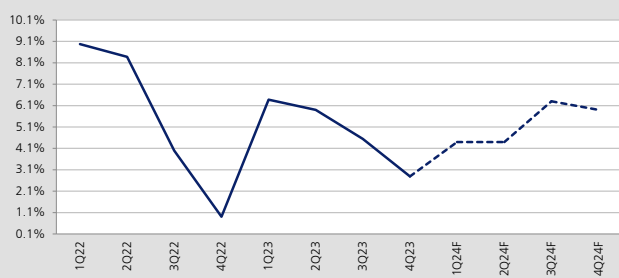
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

**圖 10：營業利潤率**

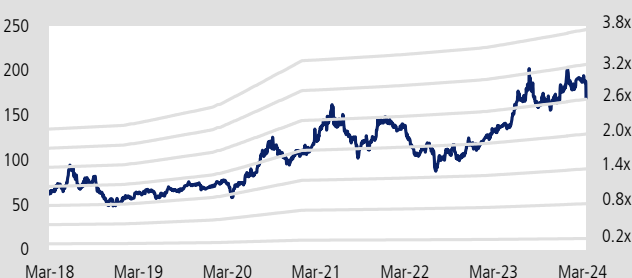
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 11：未來一年預估股價淨值比區間**

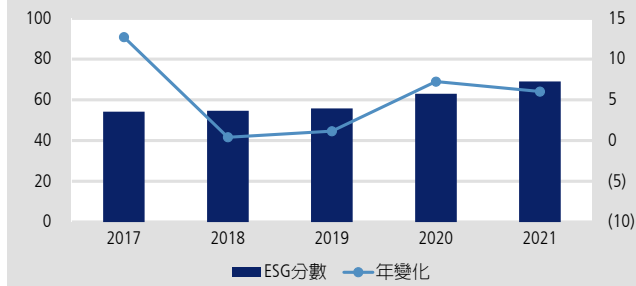
股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 12：ESG 整體分數

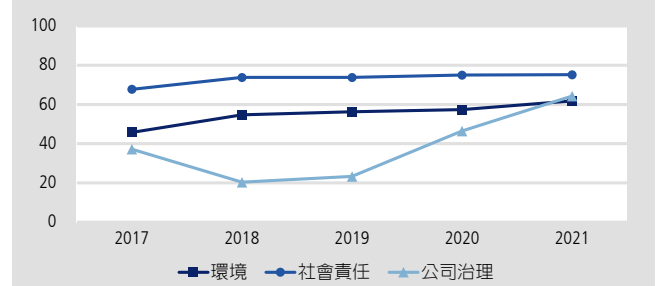
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 13：ESG 各項分數

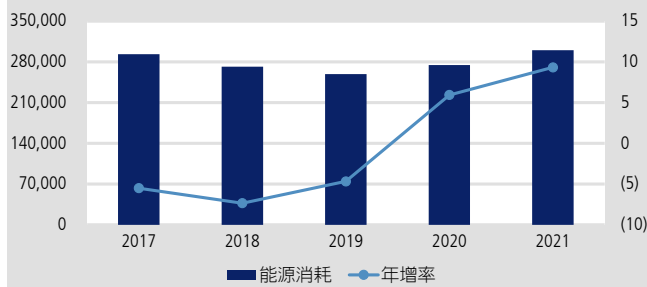
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 14：能源消耗

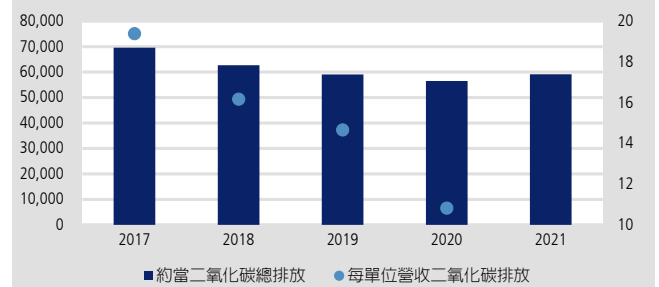
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 15：碳排量

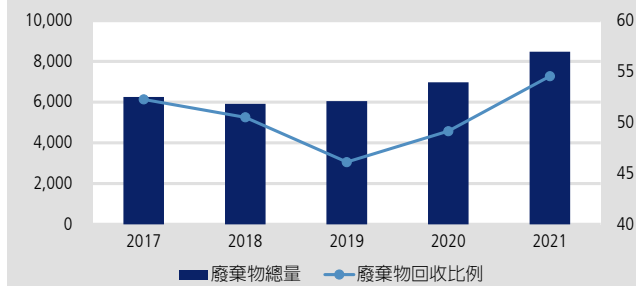
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 16：廢棄物總量

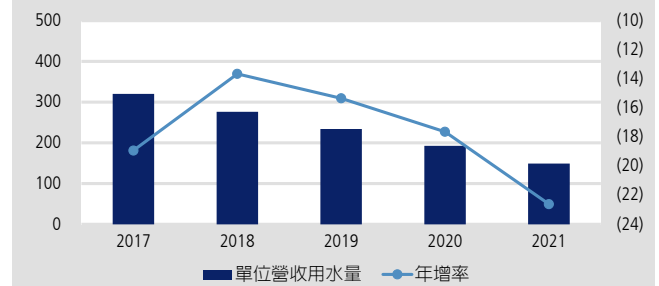
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 17：耗水量

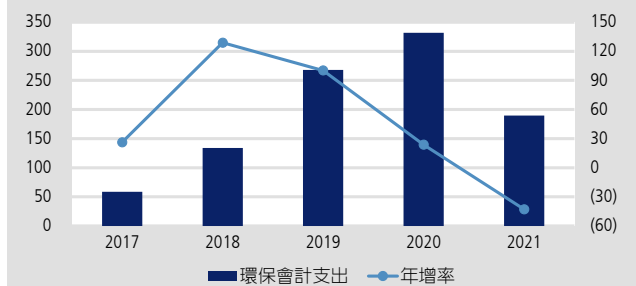
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 18：環境支出

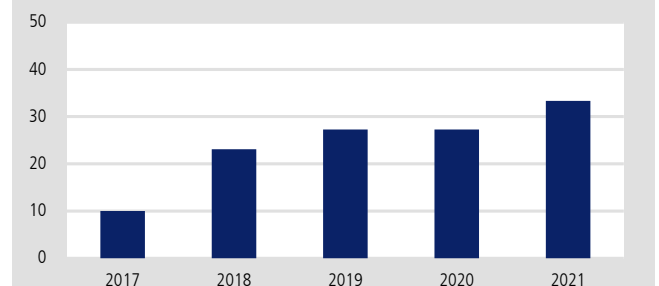
環境支出，百萬元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 19：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-23A	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	43,601	41,292	48,918	49,155	49,155	47,189	54,267	54,810	182,966	205,421	226,281
營業成本	(37,521)	(35,604)	(43,131)	(43,863)	(43,158)	(41,432)	(46,887)	(47,520)	(160,120)	(178,997)	(196,109)
營業毛利	6,080	5,687	5,787	5,292	5,997	5,757	7,380	7,290	22,846	26,424	30,171
營業費用	(3,300)	(3,250)	(3,566)	(3,920)	(3,834)	(3,681)	(3,961)	(4,056)	(14,036)	(15,532)	(16,984)
營業利益	2,780	2,438	2,221	1,371	2,163	2,076	3,419	3,234	8,810	10,892	13,187
折舊	(348)	(353)	(343)	(329)	(275)	(88)	(275)	(461)	(1,374)	(1,099)	(1,223)
攤提	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
EBITDA	3,129	2,791	2,565	1,701	2,438	2,164	3,694	3,695	10,185	11,991	14,410
利息收入	96	120	108	133	94	94	94	94	457	378	352
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	164	273	544	147	220	220	120	240	1,128	800	800
總營業外收入	260	393	652	280	314	314	214	334	1,585	1,178	1,152
利息費用	(4)	(5)	(6)	(13)	(5)	(5)	(5)	(5)	(28)	(20)	(20)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(80)	(273)	-	(837)	(20)	(20)	(80)	(130)	(1,190)	(250)	(250)
總營業外費用	(83)	(279)	(6)	(850)	(25)	(25)	(85)	(135)	(1,218)	(270)	(270)
稅前純益	2,957	2,552	2,867	801	2,452	2,366	3,548	3,433	9,177	11,799	14,069
所得稅費用[利益]	(492)	(573)	(518)	(61)	(441)	(426)	(603)	(677)	(1,644)	(2,147)	(2,560)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	2,464	1,979	2,350	740	2,011	1,940	2,945	2,756	7,533	9,652	11,508
非常項目	(0)	0	0	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	2,464	1,979	2,350	740	2,011	1,940	2,945	2,756	7,533	9,652	11,508
每股盈餘 (NT\$)	2.92	2.34	2.78	0.88	2.38	2.30	3.49	3.26	8.92	11.42	13.62
獲利率 (%)											
營業毛利率	13.9	13.8	11.8	10.8	12.2	12.2	13.6	13.3	12.5	12.9	13.3
營業利益率	6.4	5.9	4.5	2.8	4.4	4.4	6.3	5.9	4.8	5.3	5.8
EBITDA Margin	7.2	6.8	5.2	3.5	5.0	4.6	6.8	6.7	5.6	5.8	6.4
稅前純益率	6.8	6.2	5.9	1.6	5.0	5.0	6.5	6.3	5.0	5.7	6.2
稅後純益率	5.7	4.8	4.8	1.5	4.1	4.1	5.4	5.0	4.1	4.7	5.1
季成長率 (%)											
營業收入	6.9	(5.3)	18.5	0.5	0.0	(4.0)	15.0	1.0			
營業毛利	83.9	(6.4)	1.7	(8.6)	13.3	(4.0)	28.2	(1.2)			
營業收益增長	650.1	(12.3)	(8.9)	(38.3)	57.7	(4.0)	64.7	(5.4)			
EBITDA	338.9	(10.8)	(8.1)	(33.7)	43.3	(11.2)	70.7	0.0			
稅前純益	472.1	(13.7)	12.4	(72.1)	206.2	(3.5)	50.0	(3.2)			
稅後純益	352.1	(19.7)	18.7	(68.5)	171.9	(3.5)	51.8	(6.4)			
年成長率 (%)											
營業收入	(17.8)	(14.0)	26.8	20.5	12.7	14.3	10.9	11.5	1.4	12.3	10.2
營業毛利	(37.5)	(26.9)	17.9	60.1	(1.4)	1.2	27.5	37.8	(11.2)	15.7	14.2
營業收益	(41.6)	(39.4)	44.1	270.0	(22.2)	(14.8)	53.9	135.8	(17.6)	23.6	21.1
EBITDA	(38.9)	(36.3)	35.9	138.6	(22.1)	(22.5)	44.0	117.3	(15.8)	17.7	20.2
稅前純益	(48.0)	(36.4)	38.1	55.0	(17.1)	(7.3)	23.7	328.6	(25.3)	28.6	19.2
稅後純益	(48.3)	(34.9)	46.1	35.7	(18.4)	(2.0)	25.3	272.7	(24.4)	28.1	19.2

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-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>101,460</b>	<b>86,853</b>	<b>90,524</b>	<b>98,419</b>	<b>106,768</b>
<b>流動資產</b>	<b>93,388</b>	<b>78,598</b>	<b>82,174</b>	<b>90,435</b>	<b>99,319</b>
現金及短期投資	23,754	27,773	25,906	27,901	30,734
存貨	37,940	29,295	33,395	37,230	40,901
應收帳款及票據	29,272	19,006	20,323	22,755	25,134
其他流動資產	2,422	2,524	2,550	2,550	2,550
<b>非流動資產</b>	<b>8,071</b>	<b>8,254</b>	<b>8,350</b>	<b>7,984</b>	<b>7,449</b>
長期投資	853	823	788	788	788
固定資產	5,711	5,522	5,239	4,873	4,338
什項資產	1,508	1,910	2,324	2,324	2,324
<b>負債總額</b>	<b>54,379</b>	<b>38,454</b>	<b>40,344</b>	<b>44,433</b>	<b>48,243</b>
<b>流動負債</b>	<b>53,706</b>	<b>37,641</b>	<b>39,427</b>	<b>43,517</b>	<b>47,327</b>
應付帳款及票據	33,931	24,671	24,435	27,241	29,927
短期借款	2,000	-	-	-	-
什項負債	17,775	12,970	14,992	16,275	17,400
<b>長期負債</b>	<b>673</b>	<b>814</b>	<b>916</b>	<b>916</b>	<b>916</b>
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	528	455	556	556	556
<b>股東權益總額</b>	<b>47,080</b>	<b>48,399</b>	<b>50,180</b>	<b>53,987</b>	<b>58,525</b>
普通股本	8,449	8,449	8,449	8,449	8,449
保留盈餘	31,718	30,917	32,073	35,879	40,417
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	37.8%	(10.6%)	1.4%	12.3%	10.2%
營業收益增長	117.4%	(46.5%)	(17.6%)	23.6%	21.1%
EBITDA	106.3%	(43.0%)	(15.8%)	17.7%	20.2%
稅後純益	112.6%	(41.1%)	(24.4%)	28.1%	19.2%
每股盈餘成長率	112.6%	(41.1%)	(24.4%)	28.1%	19.2%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	19.0%	14.3%	12.5%	12.9%	13.3%
營業利益率	9.9%	5.9%	4.8%	5.3%	5.8%
EBITDA Margin	10.5%	6.7%	5.6%	5.8%	6.4%
稅後純益率	8.4%	5.5%	4.1%	4.7%	5.1%
平均資產報酬率	18.8%	10.6%	8.5%	10.2%	11.2%
股東權益報酬率	41.0%	20.9%	15.3%	18.5%	20.5%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
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	332.8	584.3	698.4
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	179.4	360.4	464.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	6.2	409.0	179.4	360.4	464.3
流動比率 (x)	1.7	2.1	2.1	2.1	2.1
速動比率 (x)	1.0	1.3	1.2	1.2	1.2
淨負債 (NT\$百萬)	(21,655)	(27,475)	(25,773)	(27,767)	(30,601)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	20.03	11.79	8.92	11.42	13.62
每股現金盈餘 (NT\$)	14.93	18.51	5.87	8.63	11.09
每股淨值 (NT\$)	55.73	57.29	59.40	63.90	69.27
調整後每股淨值 (NT\$)	55.73	57.29	59.40	63.90	69.27
每股營收 (NT\$)	238.87	213.54	216.56	243.14	267.83
EBITDA/Share (NT\$)	25.11	14.32	12.05	14.19	17.06
每股現金股利 (NT\$)	10.50	6.60	5.40	6.92	8.25
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	2.24	1.92	2.06	2.17	2.21
應收帳款周轉天數	52.9	38.5	40.5	40.5	40.5
存貨周轉天數	84.7	69.1	76.1	76.1	76.1
應付帳款周轉天數	75.7	58.2	55.7	55.7	55.7
現金轉換周轉天數	61.9	49.4	61.0	61.0	61.0

資料來源：公司資料：凱基預估

## 損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>201,810</b>	<b>180,411</b>	<b>182,966</b>	<b>205,421</b>	<b>226,281</b>
營業成本	(163,566)	(154,683)	(160,120)	(178,997)	(196,109)
<b>營業毛利</b>	<b>38,244</b>	<b>25,728</b>	<b>22,846</b>	<b>26,424</b>	<b>30,171</b>
營業費用	(18,270)	(15,032)	(14,036)	(15,532)	(16,984)
<b>營業利益</b>	<b>19,975</b>	<b>10,696</b>	<b>8,810</b>	<b>10,892</b>	<b>13,187</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>944</b>	<b>1,785</b>	<b>1,585</b>	<b>1,178</b>	<b>1,152</b>
利息收入	72	146	457	378	352
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	872	1,639	1,128	800	800
<b>總營業外費用</b>	<b>(288)</b>	<b>(197)</b>	<b>(1,218)</b>	<b>(270)</b>	<b>(270)</b>
利息費用	(19)	(38)	(28)	(20)	(20)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(269)	(159)	(1,190)	(250)	(250)
<b>稅前純益</b>	<b>20,631</b>	<b>12,284</b>	<b>9,177</b>	<b>11,799</b>	<b>14,069</b>
所得稅費用[利益]	(3,710)	(2,321)	(1,644)	(2,147)	(2,560)
少數股東損益	-	-	0	-	-
非常項目	-	0	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>16,921</b>	<b>9,963</b>	<b>7,533</b>	<b>9,652</b>	<b>11,508</b>
<b>EBITDA</b>	<b>21,215</b>	<b>12,099</b>	<b>10,185</b>	<b>11,991</b>	<b>14,410</b>
每股盈餘 (NT\$)	20.03	11.79	8.92	11.42	13.62

## 現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>12,613</b>	<b>15,639</b>	<b>4,962</b>	<b>7,290</b>	<b>9,367</b>
本期純益	16,921	9,963	7,533	9,652	11,508
折舊及攤提	1,240	1,403	1,375	1,099	1,223
本期運用資金變動	(11,008)	10,011	(5,670)	(3,461)	(3,364)
其他營業資產及負債變動	5,459	(5,737)	1,724	-	(0)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(969)</b>	<b>(842)</b>	<b>(605)</b>	<b>(733)</b>	<b>(689)</b>
投資用短期投資出售[新購]	625	(53)	(12)	-	-
本期長期投資變動	-	-	(644)	(732)	(688)
資本支出淨額	(1,561)	(821)	(644)	(732)	(688)
其他資產變動	(33)	32	50	(1)	(1)
<b>自由現金流</b>	<b>5,055</b>	<b>19,267</b>	<b>2,293</b>	<b>5,815</b>	<b>7,958</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(6,411)</b>	<b>(11,135)</b>	<b>(5,898)</b>	<b>(4,562)</b>	<b>(5,845)</b>
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)	(4,562)	(5,845)
其他融資現金流	(244)	(265)	(323)	(0)	(0)
<b>匯率影響數</b>	<b>(164)</b>	<b>159</b>	<b>(161)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>5,069</b>	<b>3,821</b>	<b>(1,703)</b>	<b>1,995</b>	<b>2,833</b>

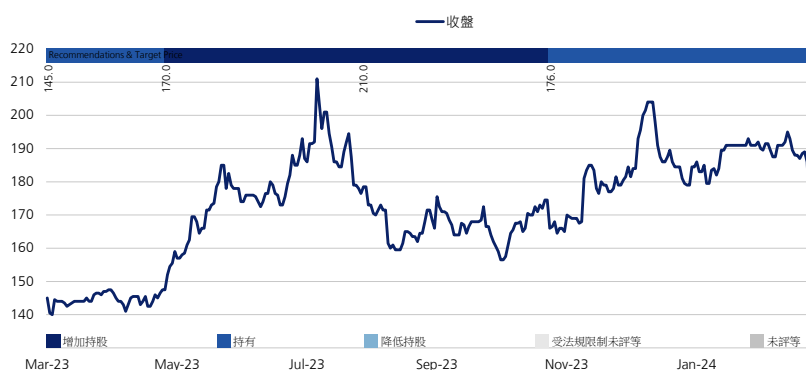
## 投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	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%	7.7%	7.6%	7.5%
<b>= 營業利益率</b>	<b>9.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.8%</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>8.5</b>	<b>9.6</b>	<b>8.2</b>	<b>8.6</b>	<b>8.8</b>
營業利益率	9.9%	5.9%	4.8%	5.3%	5.8%
x 資本周轉率	8.5	9.6	8.2	8.6	8.8
x (1 - 有效現金稅率)	82.0%	81.1%	82.1%	81.8%	81.8%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>69.0%</b>	<b>46.0%</b>	<b>32.6%</b>	<b>37.1%</b>	<b>41.9%</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
2023-11-12	持有	176.0	174.5
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

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。