

## 持有・調降

收盤價 March 15 (NT\$)	429.0
12 個月目標價 (NT\$)	438.0
前次目標價 (NT\$)	540
調降 (%)	18.9
上漲空間 (%)	2.1

## 焦點內容

1. 營利率較疲軟使 4Q23 EPS 低於我們預期。
2. 1H24 PC 需求黯淡，而伺服器營收展望不變。
3. 1H24 營利率將與 4Q23 水準相似，低於我們與市場預估。

## 交易資料表

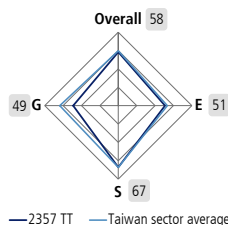
市值：(NT\$bn/US\$m)	318.6/ 10,084
流通在外股數 (百萬股)：	743
外資持有股數 (百萬股)：	418.2
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.48
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	266.0 - 492.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	5.7	17.1	64.1
相對表現 (%)	-5.7	0.8	36.2

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	14.04A	2.55A	8.34A	(5.15)A
2023	(2.26)A	3.48A	14.94A	5.29A
2024	4.20F	3.84F	10.79F	7.72F

## 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)



## 4Q23 EPS 不如預期；1H24 利潤率疲弱

### 重要訊息

4Q23 EPS 5.29 元低於我們預估與市場共識。儘管公司仍預期 2024 年 PC 需求年增，1H24 PC 需求較先前預期疲軟，但 2024 年伺服器營收顯著成長。

### 評論及分析

**利潤率疲軟使 4Q23 EPS 大幅低於預期。**4Q23 EPS 5.29 元，低於我們預估與市場共識 14%，因獲利率較低。品牌毛利率與營利率季減至 15.4%、2.1%，低於原估主因 PC 需求疲軟使銷售折讓季增 (4Q23 佔營收比重 17.9%，相較 3Q23 為 15.4%)，加上銷售費用較高。2023 年 EPS 年增 8%至 21.44 元。公司宣佈發放每股現金股利 17 元，配發率 79%，現金殖利率 4.0%。

**1H24 利潤率展望疲軟。**因季節性淡季，管理層展望 1Q24 PC 營收季減 10%，惟零組件營收有望季增 15-25%，主要動能來自伺服器營收上揚，優於我們原估。我們調升 1Q24 品牌營收至季持平。目前 PC 需求仍較弱，2Q24 PC 營收季增幅可能不顯著，除需求因素外，消費者亦等待 2H24 新 AI PC 機種上市。利潤率展望方面，管理層預估 1H24 品牌營利率將約當 4Q23 水準 (2.1%)，低於我們與市場共識，係因 PC 需求黯淡且銷貨折讓仍高。儘管營收展望較強，我們仍下修 1Q24 EPS 預估至 4.2 元，反映利潤率展望不如預期。

**伺服器為 2024 年亮點；下修 PC 展望。**管理層展望 2024 年 PC 產業將年增低個位數，從先前展望的年增 3-5%下修，主因景氣不確定性，多數成長將位於 2H24，動能來自公司將在下半年推出運算能力較強之 AI PC (TOPS 大於 40)，機種包括 x86 與非 x86 CPU。公司預期 AI PC 滲透率將由 2024 年之低個位數成長至 2026 年的逾 50%，驅動 PC 產業長期成長及品牌廠 ASP 與獲利率擴張。2023 年華碩伺服器營收年增逾 50% (營收比重低個位數)，2024 年成長將進一步加速，營收佔比有望達中高個位數 (1Q24 已達高個位數)，較先前展望強勁。AI 伺服器營收為主要成長動能，佔伺服器營收比重將由 2022-23 年之 10%、35%，成長至 2024 年超過 70%。然而，反映利潤率展望較低，我們下修 2024 年 EPS 預估至 26.55 元 (年增 24%)。2025 年 EPS 將年增 20%至 31.79 元，動能來自伺服器營收擴張、AI PC 上市與顯卡換機潮。伺服器營收將為公司長期動能，預期 2022-27 年伺服器營收將成長 5 倍。

### 投資建議

基於 PC 復甦較疲軟且利潤率展望較弱，我們調降評等至「持有」。反映獲利下修，目標價下修至 438 元，基於 15 倍 2024-25F 平均 EPS (原 16x)。

### 投資風險

筆電需求疲弱；匯率波動。

### 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)	535,239	537,192	482,314	549,368	605,486
營業毛利 (NT\$百萬)	110,316	74,141	72,394	84,122	93,775
營業利益 (NT\$百萬)	49,326	12,982	11,164	19,916	25,013
稅後淨利 (NT\$百萬)	44,550	14,691	15,928	19,720	23,612
每股盈餘 (NT\$)	59.98	19.78	21.44	26.55	31.79
每股現金股利 (NT\$)	42.00	15.00	17.00	18.58	22.25
每股盈餘成長率 (%)	67.7	(67.0)	8.4	23.8	19.7
本益比 (x)	7.2	21.7	20.0	16.2	13.5
股價淨值比 (x)	1.4	1.5	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	2.4	10.5	8.1	5.2	4.2
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	9.8	3.5	4.0	4.3	5.2
股東權益報酬率 (%)	20.5	6.6	7.0	8.1	9.4

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 1：4Q23 品牌營收年減 5%、季減 11%，主因 PC 需求較弱；1Q24 品牌營收有望季持平

品牌營收 (十億元)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	1Q24公司自估	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
PC	64.3	74.4	88.3	94.3	84.3	76.8	94.3	75.0	60.3	68.7	84.5	65.9	58.6	季減10%	220.4	224.6	247.5	321.4	330.4	279.3	302.2
行動裝置	1.0	3.6	2.5	2.1	1.3	0.5	2.7	2.3	1.0	2.1	1.2	1.1	0.9		37.4	23.5	10.7	9.2	6.7	5.5	6.1
零組件	42.1	41.5	38.8	45.1	42.1	37.7	35.8	39.8	40.8	36.4	40.3	44.7	52.7	季增15-25%	73.0	76.6	120.3	167.5	155.3	162.3	201.0
其他	0.8	0.8	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.1		12.3	7.8	3.9	2.4	1.0	1.0	1.2
總計	108.1	120.4	130.1	141.8	128.0	115.2	132.9	117.4	102.4	107.5	126.2	111.9	112.4		352.5	332.5	382.4	500.4	493.5	448.0	510.6
產品組合 (%)																					
PC	59.5	61.8	67.9	66.5	65.9	66.7	70.9	63.9	58.9	63.9	66.9	58.8	52.2		62.5	67.5	64.7	64.2	67.0	62.3	59.2
移動裝置	0.9	3.0	1.9	1.5	1.0	0.4	2.0	2.0	1.0	2.0	1.0	1.0	0.8		10.6	7.1	2.8	1.8	1.4	1.2	1.2
零組件	38.9	34.5	29.8	31.8	32.9	32.7	26.9	33.9	39.9	33.9	31.9	39.9	46.9		20.7	23.0	31.5	33.5	31.5	36.2	39.4
其他	0.7	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1		3.5	2.4	1.0	0.5	0.2	0.2	0.2
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	100.0	100.0	100.0	100.0
品牌營收季增 (%)																					
PC	(12.0)	15.7	18.7	6.8	(10.6)	(8.9)	22.7	(20.4)	(19.6)	13.9	23.0	(22.0)	(11.0)								
行動裝置	(67.5)	271.2	(31.6)	(13.9)	(39.9)	(64.0)	476.9	(11.7)	(56.4)	110.0	(44.2)	(8.3)	(18.2)								
零組件	14.1	(1.2)	(6.7)	16.3	(6.7)	(10.5)	(5.1)	11.3	2.7	(10.8)	10.5	11.0	18.0								
其他	(2.4)	11.4	(38.2)	(45.5)	(9.8)	(10.0)	15.4	(11.7)	(12.8)	5.0	46.4	(13.7)	(56.0)								
總計	(4.9)	11.4	8.1	9.0	(9.8)	(10.0)	15.4	(11.7)	(12.8)	5.0	17.4	(11.3)	0.4								
品牌營收年增 (%)																					
PC	68.2	34.7	9.1	29.1	31.1	3.3	6.7	(20.5)	(28.5)	(10.6)	(10.4)	(12.2)	(2.8)		(10.6)	1.9	10.2	29.8	2.8	(15.5)	8.2
行動裝置	(58.8)	165.0	(37.3)	(28.9)	31.5	(87.2)	7.6	10.3	(20.0)	366.5	(54.9)	(53.1)	(12.1)		(44.4)	(37.1)	(54.7)	(13.8)	(26.5)	(18.9)	11.4
零組件	89.4	55.0	12.4	22.3	0.1	(9.3)	(7.8)	(11.8)	(3.0)	(3.3)	12.6	12.4	29.1		5.9	4.8	57.2	39.1	(7.2)	4.5	23.9
其他	(38.6)	(49.7)	136.8	(63.4)	(66.2)	(72.7)	(48.9)	(17.3)	(20.0)	(6.7)	18.4	15.7	(41.6)		16.5	(36.5)	(50.1)	(38.4)	(58.9)	2.0	19.3
總計	68.8	41.5	8.8	24.7	18.4	(4.3)	2.2	(17.3)	(20.0)	(6.7)	(5.0)	(4.6)	9.8		(10.3)	(5.7)	15.0	30.8	(1.4)	(9.2)	14.0

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 2：4Q23 財報結果與 1Q24 財測修正與市場共識比較(合併基礎)

百萬元	4Q23								1Q24F							
	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	120,161	121,318	(1.0)	(11.0)	(5.4)	123,836	(3.0)	118,960	115,252	3.2	(1.0)	6.8	114,824	3.6		
毛利	20,795	19,593	6.1	(15.8)	70.2	20,496	1.5	17,963	17,173	4.6	(13.6)	67.6	17,730	1.3		
營業利益	3,525	5,520	(36.1)	(61.0)	-	5,284	(33.3)	3,450	4,149	(16.9)	(2.1)	-	3,706	(6.9)		
稅前淨利	6,255	6,634	(5.7)	(55.7)	-	6,889	(9.2)	4,641	5,257	(11.7)	(25.8)	-	5,149	(9.9)		
稅後淨利	3,927	4,564	(14.0)	(64.6)	-	5,158	(23.9)	3,117	3,603	(13.5)	(20.6)	-	3,744	(16.8)		
每股盈餘 (元)	5.29	6.14	(14.0)	(64.6)	-	6.94	(23.9)	4.20	4.85	(13.5)	(20.6)	-	5.04	(16.8)		
毛利率 (%)	17.3	16.2	1.2 ppts	(1.0)ppts	7.7 ppts	16.6	0.8 ppts	15.1	14.9	0.2 ppts	(2.2)ppts	5.5 ppts	15.4	(0.3)ppts		
營業利益率 (%)	2.9	4.5	(1.6)ppts	(3.8)ppts	6.3 ppts	4.3	(1.3)ppts	2.9	3.6	(0.7)ppts	(0.0)ppts	5.7 ppts	3.2	(0.3)ppts		
淨利率 (%)	3.3	3.8	(0.5)ppts	(4.9)ppts	6.3 ppts	4.2	(0.9)ppts	2.6	3.1	(0.5)ppts	(0.6)ppts	4.1 ppts	3.3	(0.6)ppts		

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：2023 年財報結果與 2024-25 年財測修正暨市場共識比較(合併基礎)

百萬元	2023						2024F						2025F					
	實際數	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	482,314	483,471	(0.2)	(10.2)	487,662	(1.1)	549,368	554,111	(0.9)	13.9	545,131	0.8	605,486	618,407	(2.1)	10.2	612,352	(1.1)
毛利	72,405	71,197	1.7	(2.3)	71,998	0.6	84,122	85,881	(2.0)	16.2	87,444	(3.8)	93,775	96,477	(2.8)	11.5	97,162	(3.5)
營業利益	11,164	13,154	(15.1)	(14.0)	12,354	(9.6)	19,916	24,988	(20.3)	78.4	24,507	(18.7)	25,013	29,196	(14.3)	25.6	27,988	(10.6)
稅前淨利	22,094	22,467	(1.7)	2.2	22,322	(1.0)	27,781	32,621	(14.8)	25.7	32,448	(14.4)	32,714	36,549	(10.5)	17.8	35,946	(9.0)
稅後淨利	15,928	16,560	(3.8)	8.4	16,832	(5.4)	19,720	23,538	(16.2)	23.8	23,764	(17.0)	23,612	26,637	(11.4)	19.7	26,489	(10.9)
每股盈餘 (元)	21.44	22.29	(3.8)	8.4	22.66	(5.4)	26.55	31.69	(16.2)	23.8	31.99	(17.0)	31.79	35.86	(11.4)	19.7	35.66	(10.9)
毛利率 (%)	15.0	14.7	0.3 ppts	1.2 ppts	14.8	0.2 ppts	15.3	15.5	(0.2)ppts	0.3 ppts	16.0	(0.7)ppts	15.5	15.6	(0.1)ppts	0.2 ppts	15.9	(0.4)ppts
營業利益率 (%)	2.3	2.7	(0.4)ppts	(0.1)ppts	2.5	(0.2)ppts	3.6	4.5	(0.9)ppts	1.3 ppts	4.5	(0.9)ppts	4.1	4.7	(0.6)ppts	0.5 ppts	4.6	(0.4)ppts
淨利率 (%)	3.3	3.4	(0.1)ppts	0.6 ppts	3.5	(0.1)ppts	3.6	4.2	(0.7)ppts	0.3 ppts	4.4	(0.8)ppts	3.9	4.3	(0.4)ppts	0.3 ppts	4.3	(0.4)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

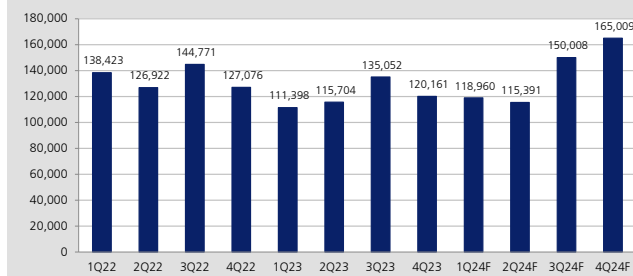
**圖 4：公司概況**

華碩 2023 年位居全球第 5 大 PC 廠，總出貨量 1,710 萬台(年減 17%)，全球市佔率 7.1%。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 年降至 60 萬台，2023 年進一步年減。2023 年品牌各產品線營收占比為 PC(筆電+桌電) 63%、零組件(主機板+繪圖卡) 36%、手機 1%。

資料來源：公司資料；凱基

**圖 6：季營業收入**

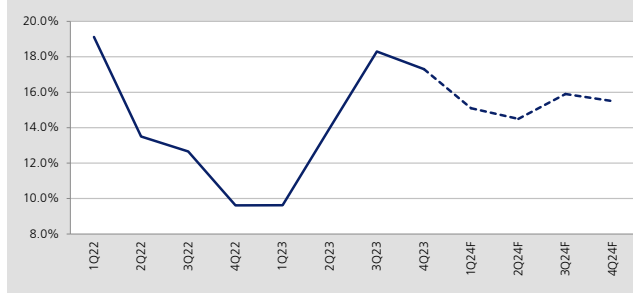
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 8：毛利率**

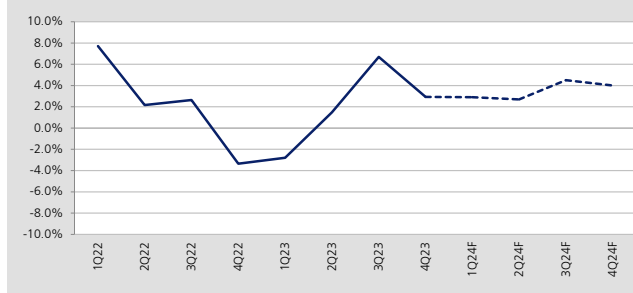
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 10：營業利潤率**

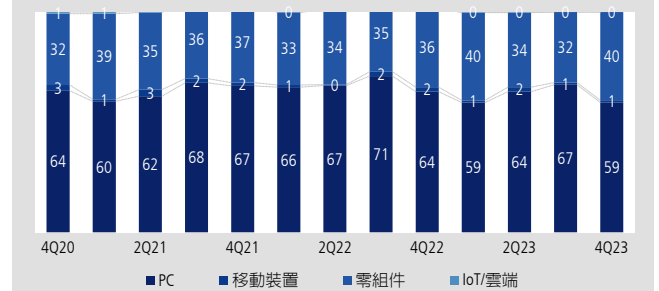
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 5：4Q23 PC 營收比重季減**

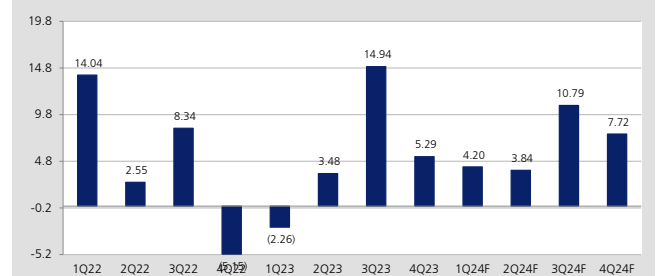
品牌營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 7：每股盈利**

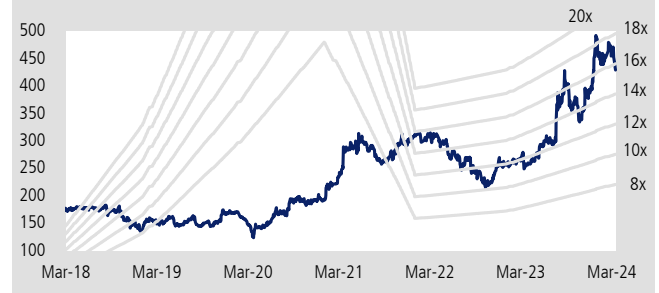
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 9：未來一年預估本益比區間**

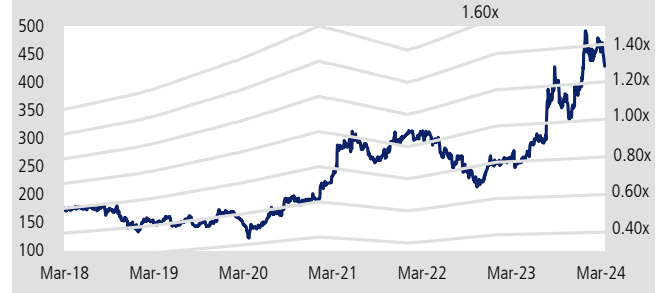
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

**圖 11：未來一年預估股價淨值比區間**

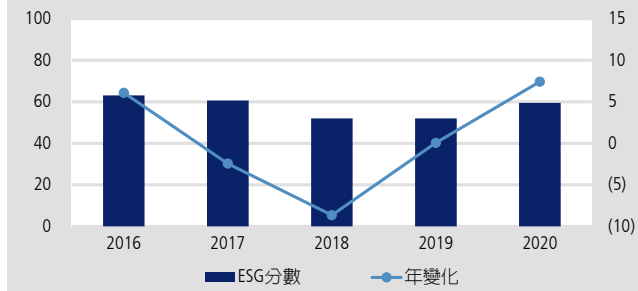
股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 12：ESG 整體分數

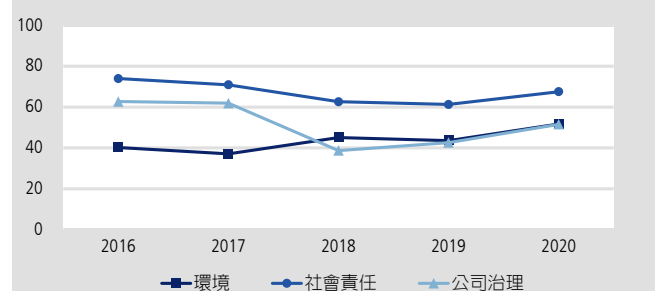
ESG 整體分數 (左軸)：年增幅度，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 13：ESG 各項分數

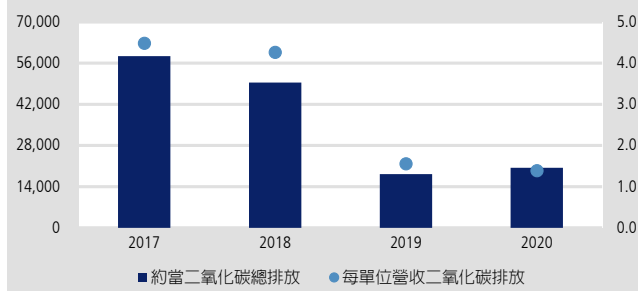
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 14：碳排量

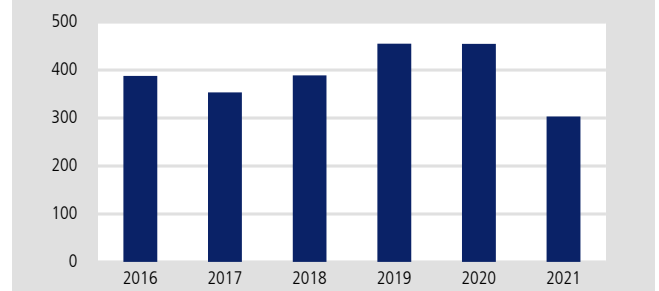
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 15：廢棄物總量

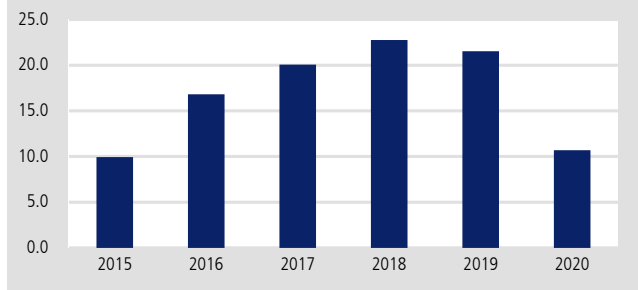
廢棄物總量，噸



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 16：員工流動率

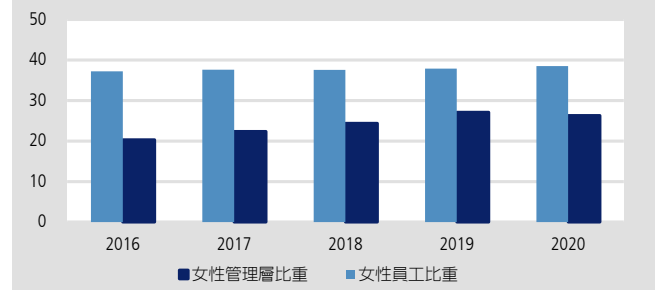
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 17：性別多樣性

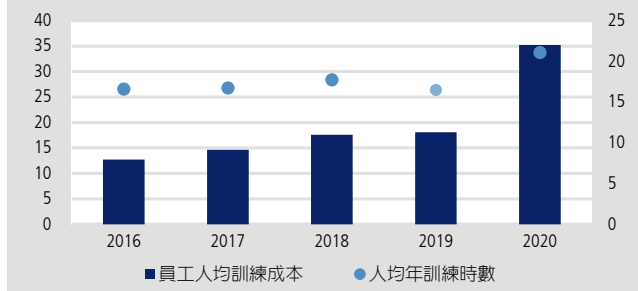
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 18：員工訓練

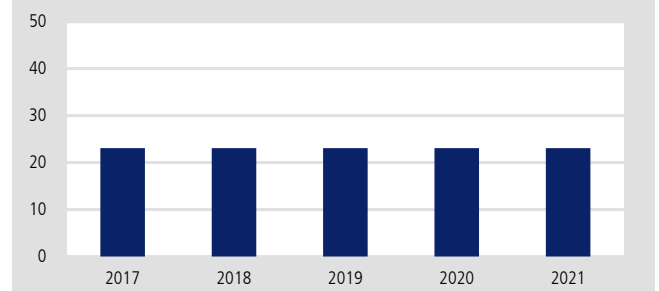
員工人均訓練成本，美元 (左軸)；人均年訓練時數，小時 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 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
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	111,398	115,704	135,052	120,161	118,960	115,391	150,008	165,009	482,314	549,368	605,486
營業成本	(100,682)	(99,528)	(110,339)	(99,371)	(100,997)	(98,659)	(126,157)	(139,433)	(409,920)	(465,245)	(511,710)
營業毛利	10,716	16,175	24,713	20,790	17,963	16,732	23,851	25,576	72,394	84,122	93,775
營業費用	(13,842)	(14,463)	(15,666)	(17,270)	(14,513)	(13,616)	(17,101)	(18,976)	(61,241)	(64,206)	(68,762)
營業利益	(3,121)	1,714	9,046	3,525	3,450	3,116	6,750	6,600	11,164	19,916	25,013
折舊	(538)	(551)	(566)	(596)	(565)	(565)	(565)	(565)	(2,250)	(2,262)	(2,462)
攤提	(118)	(137)	(140)	(126)	(127)	(127)	(127)	(127)	(521)	(507)	(507)
EBITDA	(2,465)	2,402	9,752	4,246	4,142	3,808	7,443	7,293	13,935	22,685	27,982
利息收入	649	716	644	847	561	561	561	561	2,855	2,245	2,063
投資利益淨額	224	282	3,314	159	200	200	2,900	200	3,979	3,500	3,500
其他營業外收入	1,065	585	1,289	1,850	600	600	800	800	4,788	2,800	2,800
總營業外收入	1,938	1,583	5,247	2,855	1,361	1,361	4,261	1,561	11,623	8,545	8,363
利息費用	(246)	(163)	(159)	(125)	(95)	(95)	(95)	(95)	(693)	(380)	(362)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	-	-	-	-	(75)	(75)	(75)	(75)	-	(300)	(300)
總營業外費用	(246)	(163)	(159)	(125)	(170)	(170)	(170)	(170)	(693)	(680)	(662)
稅前純益	(1,429)	3,135	14,133	6,255	4,641	4,307	10,842	7,992	22,094	27,781	32,714
所得稅費用[利益]	149	(52)	(2,430)	(1,871)	(975)	(904)	(2,277)	(1,706)	(4,204)	(5,862)	(6,903)
少數股東損益	(402)	(497)	(605)	(458)	(550)	(550)	(550)	(550)	(1,962)	(2,200)	(2,200)
非常項目稅後純益	(1,682)	2,586	11,097	3,927	3,117	2,852	8,015	5,736	15,928	19,720	23,612
非常項目	(0)	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	(1,682)	2,586	11,097	3,927	3,117	2,852	8,015	5,736	15,928	19,720	23,612
每股盈餘 (NT\$)	(2.26)	3.48	14.94	5.29	4.20	3.84	10.79	7.72	21.44	26.55	31.79
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	9.6	14.0	18.3	17.3	15.1	14.5	15.9	15.5	15.0	15.3	15.5
營業利益率	(2.8)	1.5	6.7	2.9	2.9	2.7	4.5	4.0	2.3	3.6	4.1
EBITDA Margin	(2.2)	2.1	7.2	3.5	3.5	3.3	5.0	4.4	2.9	4.1	4.6
稅前純益率	(1.3)	2.7	10.5	5.2	3.9	3.7	7.2	4.8	4.6	5.1	5.4
稅後純益率	(1.5)	2.2	8.2	3.3	2.6	2.5	5.3	3.5	3.3	3.6	3.9
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(12.3)	3.9	16.7	(11.0)	(1.0)	(3.0)	30.0	10.0			
營業毛利	(12.3)	50.9	52.8	(15.8)	(13.6)	(6.9)	42.6	7.2			
營業收益增長	(26.8)		427.7	(61.0)	(2.1)	(9.7)	116.7	(2.2)			
EBITDA	(31.5)		306.0	(56.5)	(2.5)	(8.1)	95.5	(2.0)			
稅前純益	(57.6)		350.8	(55.7)	(25.8)	(7.2)	151.7	(26.3)			
稅後純益	(56.0)		329.1	(64.6)	(20.6)	(8.5)	181.0	(28.4)			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	(19.5)	(8.8)	(6.7)	(5.4)	6.8	(0.3)	11.1	37.3	(10.2)	13.9	10.2
營業毛利	(58.5)	(9.0)	34.9	70.2	67.6	3.4	(3.5)	23.0	(2.3)	16.2	11.5
營業收益	(129.2)	(37.7)	136.7			81.7	(25.4)	87.2	(14.0)	78.4	25.6
EBITDA	(121.8)	(29.2)	117.6			58.5	(23.7)	71.7	(10.7)	62.8	23.4
稅前純益	(110.4)	(3.4)	75.9			37.4	(23.3)	27.8	2.2	25.7	17.8
稅後純益	(116.1)	36.4	79.3			10.3	(27.8)	46.1	8.4	23.8	19.7

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>504,153</b>	<b>471,165</b>	<b>480,082</b>	<b>501,972</b>	<b>522,336</b>
<b>流動資產</b>	<b>348,705</b>	<b>322,198</b>	<b>307,177</b>	<b>321,076</b>	<b>333,473</b>
現金及短期投資	74,315	74,897	82,299	72,119	70,183
存貨	167,316	142,472	122,790	127,116	140,195
應收帳款及票據	93,243	91,311	86,817	106,571	107,826
其他流動資產	13,832	13,518	15,270	15,270	15,270
<b>非流動資產</b>	<b>155,448</b>	<b>148,967</b>	<b>172,905</b>	<b>180,896</b>	<b>188,863</b>
長期投資	112,826	104,045	126,932	135,184	143,613
固定資產	19,421	19,495	20,082	19,821	19,359
什項資產	23,201	25,426	25,891	25,891	25,891
<b>負債總額</b>	<b>257,716</b>	<b>244,276</b>	<b>221,100</b>	<b>233,723</b>	<b>243,641</b>
<b>流動負債</b>	<b>238,183</b>	<b>222,677</b>	<b>197,552</b>	<b>210,196</b>	<b>220,107</b>
應付帳款及票據	95,730	51,368	56,967	69,914	77,107
短期借款	9,407	48,908	16,273	14,793	14,786
什項負債	133,045	122,401	124,312	125,489	128,214
<b>長期負債</b>	<b>19,534</b>	<b>21,599</b>	<b>23,547</b>	<b>23,527</b>	<b>23,534</b>
長期借款	155	145	162	141	148
其他負債及準備	18,423	20,545	22,401	22,401	22,401
<b>股東權益總額</b>	<b>246,436</b>	<b>226,889</b>	<b>258,982</b>	<b>268,249</b>	<b>278,695</b>
普通股本	7,428	7,428	7,428	7,428	7,428
保留盈餘	135,085	113,873	117,271	123,187	130,271
少數股東權益	14,105	14,508	19,166	21,366	23,566
優先股股東資金	-	-	-	-	-

### 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	29.7%	0.4%	(10.2%)	13.9%	10.2%
營業收益增長	97.6%	(73.7%)	(14.0%)	78.4%	25.6%
EBITDA	86.6%	(70.5%)	(10.7%)	62.8%	23.4%
稅後純益	67.7%	(67.0%)	8.4%	23.8%	19.7%
每股盈餘成長率	67.7%	(67.0%)	8.4%	23.8%	19.7%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	20.6%	13.8%	15.0%	15.3%	15.5%
營業利益率	9.2%	2.4%	2.3%	3.6%	4.1%
EBITDA Margin	9.9%	2.9%	2.9%	4.1%	4.6%
稅後純益率	8.3%	2.7%	3.3%	3.6%	3.9%
平均資產報酬率	9.9%	3.0%	3.3%	4.0%	4.6%
股東權益報酬率	20.5%	6.6%	7.0%	8.1%	9.4%
<b>穩定 / 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	3.9%	21.6%	6.3%	5.6%	5.4%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	346.5	29.3	32.9	74.1	91.3
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.3	0.6	0.6	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	191.1	(20.6)	75.2	8.8	30.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	3.4	(0.3)	3.1	0.2	0.7
流動比率 (x)	1.5	1.4	1.6	1.5	1.5
速動比率 (x)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	(58,250)	(20,270)	(62,792)	(54,112)	(52,176)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	59.98	19.78	21.44	26.55	31.79
每股現金盈餘 (NT\$)	44.01	(21.17)	70.13	4.50	14.99
每股淨值 (NT\$)	312.79	285.93	322.87	332.39	343.49
調整後每股淨值 (NT\$)	312.79	285.93	322.87	332.37	343.49
每股營收 (NT\$)	720.61	723.24	649.35	739.59	815.18
EBITDA/Share (NT\$)	71.24	21.01	18.76	30.54	37.67
每股現金股利 (NT\$)	42.00	15.00	17.00	18.58	22.25
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.19	1.10	1.01	1.12	1.18
應收帳款周轉天數	63.6	62.0	65.7	71.0	65.0
存貨周轉天數	143.7	112.3	109.3	100.0	100.0
應付帳款周轉天數	82.2	40.5	50.7	55.0	55.0
現金轉換周轉天數	125.1	133.9	124.3	116.0	110.0

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>535,239</b>	<b>537,192</b>	<b>482,314</b>	<b>549,368</b>	<b>605,486</b>
營業成本	(424,923)	(463,051)	(409,920)	(465,245)	(511,710)
<b>營業毛利</b>	<b>110,316</b>	<b>74,141</b>	<b>72,394</b>	<b>84,122</b>	<b>93,775</b>
營業費用	(60,980)	(61,162)	(61,241)	(64,206)	(68,762)
<b>營業利益</b>	<b>49,326</b>	<b>12,982</b>	<b>11,164</b>	<b>19,916</b>	<b>25,013</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>11,523</b>	<b>9,699</b>	<b>11,623</b>	<b>8,545</b>	<b>8,363</b>
利息收入	528	920	2,855	2,245	2,063
投資利益淨額	5,087	5,478	3,979	3,500	3,500
其他營業外收入	5,908	3,300	4,788	2,800	2,800
<b>總營業外費用</b>	<b>(1,754)</b>	<b>(1,065)</b>	<b>(693)</b>	<b>(680)</b>	<b>(662)</b>
利息費用	(171)	(763)	(693)	(380)	(362)
投資損失	(683)	-	-	-	-
其他營業外費用	(900)	(303)	-	(300)	(300)
<b>稅前純益</b>	<b>59,094</b>	<b>21,616</b>	<b>22,094</b>	<b>27,781</b>	<b>32,714</b>
所得稅費用[利益]	(12,483)	(4,784)	(4,204)	(5,862)	(6,903)
少數股東損益	(2,056)	(2,141)	(1,962)	(2,200)	(2,200)
非常項目	(6)	(0)	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>44,550</b>	<b>14,691</b>	<b>15,928</b>	<b>19,720</b>	<b>23,612</b>
<b>EBITDA</b>	<b>52,914</b>	<b>15,603</b>	<b>13,935</b>	<b>22,685</b>	<b>27,982</b>
每股盈餘 (NT\$)	59.98	19.78	21.44	26.55	31.79

### 現金流量

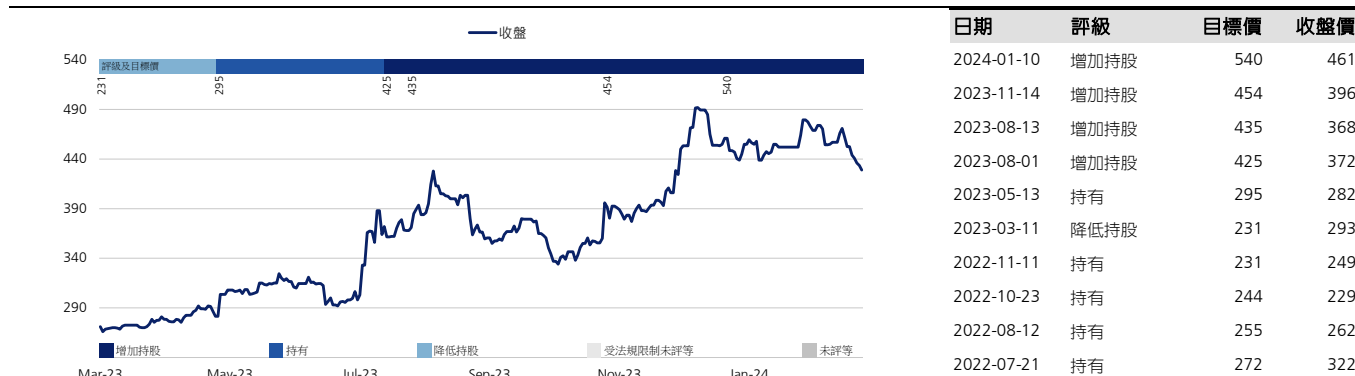
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>32,691</b>	<b>(15,721)</b>	<b>52,087</b>	<b>3,340</b>	<b>11,137</b>
本期純益	44,550	14,691	15,928	19,720	23,612
折舊及攤提	3,588	2,621	2,771	2,769	2,969
本期運用資金變動	(47,177)	(19,145)	29,523	(11,133)	(7,140)
其他營業資產及負債變動	31,731	(13,888)	3,865	(8,015)	(8,303)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,784)</b>	<b>1,445</b>	<b>2,206</b>	<b>(2,744)</b>	<b>(2,633)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(1,610)	(370)	(940)	-	-
本期長期投資變動	(1,543)	(460)	(14)	(237)	(126)
資本支出淨額	(2,178)	(1,524)	(1,688)	(2,000)	(2,000)
其他資產變動	3,547	3,798	4,849	(507)	(507)
<b>自由現金流</b>	<b>(7,290)</b>	<b>(8,417)</b>	<b>39,125</b>	<b>4,842</b>	<b>13,057</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(17,368)</b>	<b>6,816</b>	<b>(45,240)</b>	<b>(10,776)</b>	<b>(10,441)</b>
短期借款變動	3,565	39,480	(32,649)	(1,500)	-
長期借款變動	166	(11)	40	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(19,312)	(31,196)	(11,141)	(12,627)	(13,804)
其他融資現金流	(1,787)	(1,458)	(1,490)	3,351	3,363
<b>匯率影響數</b>	<b>(2,507)</b>	<b>8,971</b>	<b>851</b>		
<b>本期產生現金流量</b>	<b>11,033</b>	<b>1,510</b>	<b>9,904</b>	<b>(10,180)</b>	<b>(1,936)</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	11.4%	11.4%	12.7%	11.7%	11.4%
<b>= 營業利益率</b>	<b>9.2%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.3%</b>	<b>3.6%</b>	<b>4.1%</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>7.9</b>	<b>5.6</b>	<b>7.1</b>	<b>7.1</b>	<b>7.4</b>
營業利益率	9.2%	2.4%	2.3%	3.6%	4.1%
x 資本周轉率	7.9	5.6	7.1	7.1	7.4
x (1 - 有效現金稅率)	78.9%	77.9%	81.0%	78.9%	78.9%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>57.1%</b>	<b>10.5%</b>	<b>13.3%</b>	<b>20.2%</b>	<b>24.1%</b>

資料來源：公司資料：凱基預估

## 華碩 – 以往評級及目標價



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，邇後若有變更時，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。