

華碩(2357)

■台灣 50 □中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 王琮生 Jason Wang

tswang888@masterlink.com.tw

評等

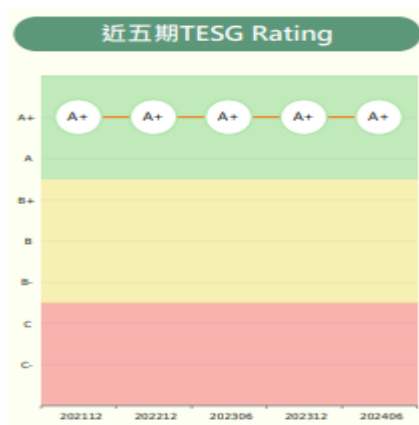
日期:	2024/8/12
目前收盤價 (NT\$):	505.0
目標價 (NT\$):	600
52 週最高最低(NT\$):	334-540
加權指數:	21469

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	7,428
市值 (NT\$/mn):	375,110
市值 (US\$/mn):	12,504
20 日平均成交量(仟股):	5,015
PER ('24):	11.36
PBR ('24):	1.43
外資持股比率:	52.93
TCRI	2

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	3.8	6.3	11.7
加權指數報酬率(%)	-10.2	4.4	18.6

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	600	600
營業收入 (NT\$/mn)	585,977	555,424
毛利率 (%)	17.38	16.92
營運毛利率 (%)	5.57	4.44
EPS (NT\$)	44.47	31.76
BVPS(NT\$)	313.53	313.53



2Q 獲利及 3Q 動能優預期，全年獲利上修，PE 偏低

- **2Q24 獲利優於預期，進而上修全年獲利，PE 偏低，華碩仍是 Edge AI 佈局首選之一：**元富預估 2024、2025 年稅後 EPS 44.47 元、48.3 元。目前股價 505 元，PER 11X 及 10X 相對其他品牌或 ODM 偏低，BVPS 高達 350 元，營運重回正軌，股價最壞時期已過，2024 年隨產業迎來成長，2H24 AI Server 及 AI PC 將迎來新一輪成長周期。隨著市場終端 AI 手機及 PC 下半年將陸續推出算力達標的 CPU 新平台，AI PC 下半年進入新品周期，且 2024 年僅是初期，升級周期將會橫跨數年，華碩仍是佈局 Edge AI 的首選之一，元富評等維持買進，目標價維持 600 元。
- **展望 3Q24，PC 季增 15~20%、零組件&Server 季增 5~10%，合併營收季增約 16%，單季稅後 EPS 上修至 14.42 元：**展望 3Q24，預期 PC 系統 QoQ +15~20%，零組件&Server QoQ +5~10%。3Q24 進入新產品周期，包括 AI PC、Copilot+PC 及板卡等 3Q24 驅動新產品周期開始，故預期 PC 系統季增 15~20%。零組件&Server 因 2Q24 Server 出貨基期已相對較高，故預期高個位數成長。元富預估 2Q24 營收 1,680 億元(原 1,511 億元)、稅後 EPS 14.42 元(原 11.62 元)。
- **展望 2024 年，營運成長動能主要以 AI PC 及 AI Server 為主，2H24 將進入新品周期，稅後 EPS 上修至 44.47 元：**展望 2024 年，營運成長動能主要以 AI PC 及 AI Server 為主。華碩樂觀預期 2025~2026 年 AI PC 占比將會大幅上升，2026 年有 60% 以上的滲透率。Server 方面，1Q24 AI Server 占 Server 營收比重約 7~8 成，而 Server 占總營收比重約高個位數(<10%)，2Q24 整體 Server 占品牌營收 10~15%，且 AI Server 占其中的 8~9 成，預期未來比重將會持續提升。元富預估 2024 年營收 5,859 億元(原 5,554 億元)、YoY 21%，其中 PC 營運表現仍依循過去優於產業約 10pts，挹注營運年增率約 10~15%，Server 營收有機會挑戰 500 億元(原 300~400 億元)，挹注營運年增率約 10%，稅後 EPS 44.47 元(原 31.76 元)。同時預估 2025 年營收 6,796 億元、YoY 16%，稅後 EPS 48.3 元。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



Sources: TEJ

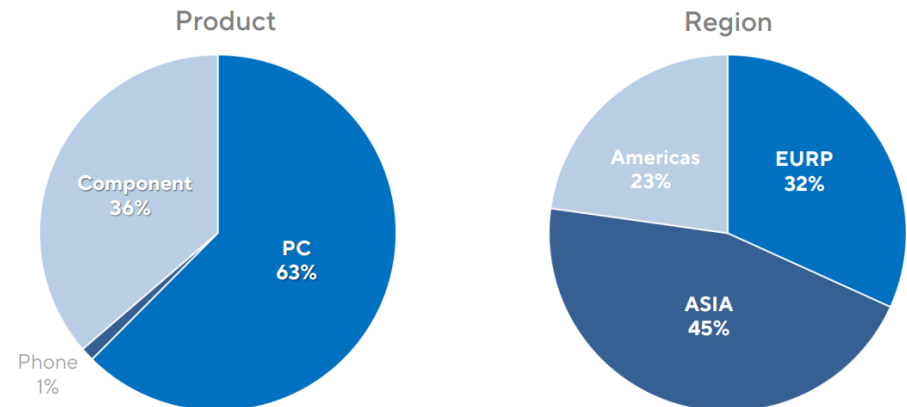
華碩是全球 ICT 品牌大廠

華碩是全球 ICT 品牌大廠，提供高階主機板、高品質的個人電腦、螢幕、顯示卡、路由器及全方位科技解決方案聞名

華碩為國際級 PC/NB 品牌大廠，主要產品線包含 PC(NB、DT)、Mobile(Tablet、Smart Phone)、Component(MB、ODD、Monitor)及 Others(Server、Router、Wearable)等，然而由於 Mobile 業務績效不佳，故於 2018 年 12 月宣布終止 mobile 業務，並一次性提列停業部門損失，未來在手機領域上，會專注聚焦在 Power User 及電競手機領域，耕耘利基高階市場。

2023 年品牌營收比重包括 PC 占 63%、YoY-4pts，Component 占約 36%、YoY+4pts，手機業務占 1%、YoY 持平。2023 年營收區域別包括亞洲 45%、YoY -2pts、歐洲 32%、YoY +2pts 及美國 23%、YoY 持平。2023 營收 4,823 億元、YoY-10%，毛利率 15.01%、YoY +1.21pts，營益率 2.31%、YoY -0.1pts，稅後淨利 159 億元、YoY +8%，稅後 EPS 21.44 元。

Exhibit 2：2023 華碩產品營收比重及區域營收比重



Source:華碩，8/2024

2Q24 毛利率、營益率優於預期，加上業外利息收入、股利收入、匯兌及權益法投資利益挹注，獲利達成率 205%，單季稅後 EPS 15.89 元

2Q24 毛利率、營益率優於預期，加上業外利息收入、股利收入、匯兌及權益法投資利益挹注，獲利達成率 205%，單季稅後 EPS 15.89 元，累計 1H24 稅後 EPS 23.23 元

華碩公告 2Q24 財報，營收 1,449 億元、QoQ +19%、YoY +25%，其中系統占 56%、QoQ +21%(原+10~15%)、YoY +10%、零組件產品占 41%、QoQ +16%(原估持平)、YoY +51%。毛利率 19.34%(原 16.8%)、QoQ +3.29pts、YoY +5.36pts，毛利率除產品營收提升、產品組合改善毛利率、庫存回轉收益(1~2pts)，加上 2Q24 認列 10 億元(影響約 0.69pts)手機通訊關鍵 IP 授權金收入(帳列系統收入)所致，營業利益 114.91 億元、QoQ +137%、YoY +571%，達成率 163%，其中費用率控制得宜僅 11.4%、QoQ -0.67pts、YoY -1.1pts，營益率 7.93%(原 4.88%)、QoQ +3.95pts、YoY +6.45pts，業外淨收入 41.5 億元(原估 14.5 億元)，其中利息收入 6.82 億元、匯兌利益 8.05 億元、權益法認列投資利益 6.68 億元、股利收入 18.06 億元所致，稅前淨利 156.49 億元、QoQ +115%、YoY +399%，達成率 184%，稅後淨利 118.04 億元、QoQ +117%、YoY +356%，獲利達成率 205%，單季稅後 EPS 15.89 元(原 7.75 元)。累計 1H24 營收 2,666 億元、YoY 17%，營業利益 163 億元、YoY 虧轉盈，稅前淨利 229 億元、YoY 1244%，稅後淨利 172 億元、YoY 1808%，稅後 EPS 23.23 元。

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

華碩手機通訊關鍵 IP 累積 10 幾年，自幾年前開始進行手機專利授權，過去幾年每年超過 10 億元授權金收入，2Q24 有比較大的項目確認，所以有 10 億元的收入，接下來每年至少 10 億元以上收入，是少見且珍貴的運營能力，會持續投入並擴大。

華碩 2Q24 存貨金額 1,454 億元、QoQ +13%、YoY +24%，存貨回升係因 AI Server 備貨，加上 3Q24 新產品周期，包括 AI PC、Copilot Plus PC 及板卡等，3Q24 是驅動新品周期開始。

Exhibit 3：華碩季報公告與預估差異

華碩(2357)	unit:NT\$mn	2Q23	1Q24	2Q24	1Q24(F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY
Net Sales		115,704	121,697	144,907	144,859	19%	25%	0%	17%
Margin%		13.98%	16.05%	19.34%	16.80%	3.29	5.36	2.54	
Operating Profit		1,712	4,844	11,491	7,069	137%	571%	63%	虧轉盈
Operating Margin		1.48%	3.98%	7.93%	4.88%	3.95	6.45	3.05	
Total non-ope inc.		1,420	2,429	4,150	1,450				
Pre-tax profit		3,135	7,276	15,649	8,518	115%	399%	84%	1244%
Net Profit		2,586	5,447	11,804	5,759	117%	356%	105%	1808%
EPS		3.48	7.33	15.89	7.75				

Source:華碩，8/2024

2Q24 系統事業 YoY 10%、開放平台事業 YoY 51%，伺服器業務上修

2Q24 系統事業 YoY 10%、開放平台事業 YoY 51%，伺服器業務上修

2Q24 系統事業營收 YoY 10%，通路庫存管理得當，產品組合優化，新產品出貨所致。2Q24 電競 NB 市場維持第一名市佔，領先推出跨平台 Copilot+PC，有信心第一波取得 25%以上的市佔率。2024 年是 AI PC 發展初期，升級週期會橫跨數年。2Q24 開放平台事業(含 Component 及 Server)營收 YoY 51%，其中板卡 YoY 10~15%，Server 年增數位，Server 在品牌營收占比超過雙位數(2Q24 Server 占品牌 10~15%，其中 AI Server 占 Server 8~9 成)，伺服器業務上修，2024 年可以提前達成 5 年成長 5 倍的目標。AIOT 事業群年增 88%，係加入 NUC 產品線，大幅拓展 AIOT 銷售通路及客戶範圍。AI 驅動 NUC 產品。智慧醫療突破進展，內視鏡最佳 AI 輔助軟體解決方案。

Exhibit 4：華碩自有品牌營收比重

營收比重	2Q24	QoQ	YoY	累計	累計YoY
PC	56%	21%	10%	56%	6%
Component	41%	16%	51%	41%	32%
AIOT	3%	19%	88%	3%	133%
合計	100%	19%	25%	100%	17%

Source:華碩，8/2024

展望 3Q24，PC 季增 15~20%、零組件&Server 季增 5~10%，合併營收季增約 16%，單季稅後 EPS 上修至 14.42 元

展望 3Q24，PC 季增 15~20%、零組件&Server 季增 5~10%，合併營收季增約 16%，單季稅後 EPS 上修至 14.42 元

展望 3Q24，預期 PC 系統 QoQ +15~20%，零組件&Server QoQ +5~10%。3Q24 進入新產品周期，包括 AI PC、Copilot+PC 及板卡等 3Q24 驅動新產品周期開始，故預期 PC 系統季增 15~20%。零組件&Server 因 2Q24 Server 出貨基期已相對較高，故預期高個位數成長。元富預估 2Q24 營收 1,680 億元(原 1,511 億

元)、QoQ 16%、YoY 24%、毛利率 17.0%、QoQ -2.34pts、YoY -1.3pts、營
益率 6.29%、QoQ -1.64pts、YoY -0.41pts、稅後淨利 107 億元、QoQ -9%、
YoY -3%、稅後 EPS 14.42 元(原 11.62 元)。

Exhibit 5：華碩各產品線營收成長預估

營收比重	2Q24	QoQ	YoY	3Q24E	QoQ	YoY
PC	56%	21%	10%	58%	20%	8%
Component	41%	16%	51%	39%	10%	51%
AIOT	3%	19%	88%	3%	10%	254%
合計	100%	19%	25%	100%	16%	24%

Source:華碩, 8/2024

展望 2024 年，營運成長動能主要
以 AI PC 及 AI Server 為主，2H24
將進入新品周期，稅後 EPS 上修
至 44.47 元

展望 2024 年，營運成長動能主要以 AI PC 及 AI Server 為主，2H24 將進入新
品周期，稅後 EPS 上修至 44.47 元

展望 2024 年，營運成長動能主要以 AI PC 及 AI Server 為主。整體 PC 產業根
據研調機構構預估，2024 年年增率約低個位數成長(IDC 2.3%)，疫情前 PC 產
業出貨量逐年緩步萎縮，但疫情確立 PC 仍是生產力主要的 Device，預期未來
PC 市場維持長期小幅成長的趨勢。然而，AI PC 是產業非常重大變革，INTEL
看好 2024 年搭載 NPU AI PC 將達 40KK 的水準，配合 COVID-19 疫情期間，
PC 出貨高峰至今約 3~4 年，加上 WIN 10 擬予 2025 年停止服務，商用機種會
有換機需求出籠。在軟硬體均到位的預期下，華碩樂觀預期 2025~2026 年 AI PC
占比將會大幅上升，2026 年有 60%以上的滲透率。Server 方面，1Q24 AI Server
占 Server 營收比重約 7~8 成，而 Server 占總營收比重約高個位數(<10%)，2Q24
整體 Server 占品牌營收 10~15%，且 AI Server 占其中的 8~9 成，預期未來比
重將會持續提升。元富預估 2024 年營收 5,859 億元(原 5,554 億元)、YoY 21%、
其中 PC 營運表現仍依循過去優於產業約 10pts，挹注營運年增率約 10~15%，
Server 營收有機會挑戰 500 億元(原 300~400 億元)，挹注營運年增率約 10%，
合併毛利率 17.38%(原 16.92%)、YoY 2.37pts、營益率 5.57%(長期目標 4~5%)、
YoY 3.26pts、稅後淨利 330 億元、YoY 107%、稅後 EPS 44.47 元(原 31.76 元)。
同時預估 2025 年營收 6,796 億元、YoY 16%、稅後 EPS 48.3 元。

2Q24 獲利優於預期，進而上
修全年獲利，PE 偏低，華碩
仍是 Edge AI 佈局首選之一

2Q24 獲利優於預期，進而上修全年獲利，PE 偏低，華碩仍是 Edge AI 佈局首
選之一

元富預估 2024、2025 年稅後 EPS 44.47 元、48.3 元。目前股價 505 元，PER 11X
及 10X 相對其他品牌或 ODM 偏低，BVPS 高達 350 元，營運重回正軌，股價最
壞時期已過，2024 年隨產業迎來成長，2H24 AI Server 及 AI PC 將迎來新一輪
成長周期。隨著市場終端 AI 手機及 PC 下半年將陸續推出算力達標的 CPU 新平
台，AI PC 下半年進入新品周期，且 2024 年僅是初期，升級周期將會橫跨數年，
華碩仍是佈局 Edge AI 的首選之一，元富評等維持買進，目標價維持 600 元。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	537,192	482,314	585,978	679,626		Cash	69,323	79,227	97,968	122,794	
COGS	463,047	409,910	484,132	564,087		Marketable securities	5,554	3,073	4,075	4,075	
Gross profit	74,145	72,405	101,846	115,539		A/R & N/R	91,311	86,817	108,207	125,500	
Operating expense	61,162	61,241	69,237	77,373		Inventory	142,472	122,790	156,647	182,517	
Operating profit	12,982	11,164	32,609	38,166		Others	13,538	15,270	15,270	15,270	
Total non-operate. Inc.	8,633	10,930	12,039	10,680		Total current asset	322,198	307,177	382,166	450,156	
Pre-tax profit	21,616	22,094	44,649	48,844		Long-term invest.	95,780	118,666	118,666	118,666	
Total Net profit	16,831	17,890	36,117	39,075		Total fixed assets	19,495	20,082	21,545	23,007	
Minority	2,141	1,962	3,087	3,200		Total other assets	23,363	23,204	23,204	23,204	
Net Profit	14,691	15,928	33,031	35,875		Total assets	471,165	480,082	545,581	615,034	
EPS (NT\$)	19.78	21.44	44.47	48.30							
Y/Y %	FY22	FY23	FY24E	FY25F		Short-term Borrow	48,897	16,239	16,239	16,239	
Sales	0.4	(10.2)	21.5	16.0		A/P & N/P	51,368	56,967	63,976	74,542	
Gross profit	(32.8)	(2.3)	40.7	13.4		Other current liab.	122,411	124,346	161,879	209,936	
Operating profit	(73.7)	(14.0)	192.1	17.0		Total current liab.	222,677	197,552	242,095	300,717	
Pre-tax profit	(63.4)	2.2	102.1	9.4		L-T borrow s	145	162	168	174	
Net profit	(67.0)	8.4	107.4	8.6		Other L-T liab.	21,454	23,386	23,386	23,386	
EPS	(67.0)	8.4	107.4	8.6		Total liability.	244,276	221,100	265,648	324,277	
Margins %	FY22	FY23	FY24E	FY25F		Common stocks	7,428	7,428	7,428	7,428	
Gross	13.8	15.0	17.4	17.0		Reserves	11,744	12,381	12,381	12,381	
Operating	2.4	2.3	5.6	5.6		Retain earnings	207,717	239,174	260,125	270,949	
EBITDA	4.3	4.5	7.7	6.0		Total Equity	226,889	258,982	279,933	290,757	
Pre-tax	4.0	4.6	7.6	7.2		Total Liab. & Equity	471,165	480,082	545,581	615,034	
Net	2.7	3.3	5.6	5.3							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	121,697	144,907	168,092	151,283		Net income	14,691	15,928	33,031	35,875	
Gross profit	19,532	28,022	28,576	25,718		Dep & Amort	2,621	2,771	3,461	3,663	
Operating profit	4,848	11,498	10,571	5,694		Investment income	0	0	-370	0	
Total non-ope inc.	2,429	4,150	3,820	1,640		Changes in W/C	-13,152	34,985	-48,237	-32,598	
Pre-tax profit	7,276	15,649	14,391	7,334		Other adjustment	-19,881	-1,598	-1,598	-1,598	
Net profit	5,447	11,806	10,713	5,067		Cash flow – ope.	-15,721	52,087	-13,713	5,342	
EPS	7.33	15.89	14.42	6.82		Capex	-1,494	-1,462	-1,462	-1,462	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F		Change in L-T inv.	-460	740	0	0	
Net sales	9.2	25.2	24.5	25.9		Other adjustment	3,399	2,929	0	0	
Gross profit	82.3	73.2	15.6	23.7		Cash flow –inve.	1,445	2,206	-1,462	-1,462	
Operating profit	(255.3)	570.7	16.9	61.5		Free cash flow	-17,216	50,625	-15,176	3,880	
Net profit	(423.8)	356.5	(3.5)	29.0		Inc. (Dec.) debt	39,469	-32,609	40	40	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F		Cash dividend	-31,196	-11,141	-12,080	-25,050	
Net sales	1.3	19.1	16.0	(10.0)		Other adjustment	-6,828	45,957	45,957	45,957	
Gross profit	(6.1)	43.5	2.0	(10.0)		Cash flow-Fin.	1,445	2,206	33,917	20,947	
Operating profit	37.5	137.2	(8.1)	(46.1)		Exchange influence	8,971	851	0	0	
Net profit	38.7	116.7	(9.3)	(52.7)		Change in Cash	1,510	9,904	18,741	24,826	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F		Ratio Analysis					
Gross	16.0	19.3	17.0	17.0		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F	
Operating	4.0	7.9	6.3	3.8		ROA	3.01	3.35	6.44	6.18	
Net	4.5	8.1	6.4	3.3		ROE	6.21	6.56	12.26	12.57	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.