

## 微星 (2377 TT) Micro-Star International

北美市場競爭壓力變大，毛利率不佳

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月)：NT\$170.0

收盤價 (2024/11/13)：NT\$172.0  
隱含漲幅：-1.2%

## 營收組成 (3Q24)

Gaming NB 45%、Regular NB 4%、MB 13%、VGA 20%、Others 18%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	買進
目標價 (NT\$)	170.0	200.0
2024年營收 (NT\$/十億)	197.4	200.7
2024年EPS	9.6	13.3

## 交易資料表

市值	NT\$145,320百萬元
外資持股比率	23.9%
董監持股比率	11.2%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$63.35
負債比	49.9%
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	180,411	182,966	197,380	219,261
營業利益	10,696	8,810	8,518	11,488
稅後純益	9,963	7,533	8,111	10,313
EPS (元)	11.79	8.92	9.60	12.21
EPS YoY (%)	-41.1	-24.4	7.7	27.2
本益比 (倍)	14.6	19.3	17.9	14.1
股價淨值比 (倍)	3.0	2.9	2.7	2.5
ROE (%)	20.9	15.3	15.2	17.6
現金殖利率 (%)	3.8%	3.1%	3.4%	4.4%
現金股利 (元)	6.60	5.40	5.80	7.50

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuantia.com

余鈴華

liz.yu@yuantia.com

## 元大觀點

◆ 第三季稅後 17.3 億元，季減 18%，年減 26%，EPS 2.05 元，低於元大/市場預期 44%/36%，主因毛利率不佳。

◆ NVIDIA 二年一次大改款 GPU 50 系列推出時程略遞延至 1Q25，估 2024/25 年電競 NB 營收年增 11%/13%，仍為成長主要來源。

◆ 下半年受北美 PC 競爭激烈，短期毛利率承壓，降評至中立。目標價 170 元係根據 2025 年 EPS 12.21 元、14 倍本益比推得。

## 第三季 EPS 2.05 元，季減 18%，年減 26%，低於元大/市場預期 44%/36%，主因毛利率不佳

第三季進入 PC 傳統旺季，營收 521 億元，季增 12%，年增 7%，毛利率季減 0.7 百分點至 12.7%，低於預期，其中台幣升值 2.4%影響 0.5~1 百分點，北美市場競爭激烈、中低階產品銷售比重上升(因景氣不強)，造成營業利益 21.3 億元，季減 4%，年減 4%，低於元大/市場預期 37%/33%。業外雖有利息收入及其他收益挹注，但有匯損 0.6 億元，僅小幅獲利 0.5 億元。合計稅後 17.3 億元，季減 18%，年減 26%，EPS 2.05 元，低於元大/市場預期 44%/36%。第四季耶誕鋪貨高峰已過，估營收季減 2%，年增 4%，EPS 2.11 元，季增 3%，年增 141%，比前估下修 50% (主因下調毛利率)。

## NVIDIA 二年一次大改款 GPU 50 系列推出時程略遞延至 1Q25

第四季原為 Nvidia 二年一次大改款 GPU 50 系列推出時程，因 Nvidia 將資源較集中在獲利高的 AI Server 晶片，50 系列推出時點延至 1Q25。新架構、新工藝、加大顯存容量下，50 系列效能可望比 40 系列高出 50~100%，價格提升 0~10%，性價比轉佳，對電競出貨量及獲利率將有幫助。因此估微星 2024/25 年電競 NB 營收年增 11%/13% (前次估為 14%/9%)。

## 毛利率不佳，下修 2024/25 年稅後 28%/15%

下半年北美 PC 競爭激烈，殺價壓力再現，估毛利率由上半年 13%降至 12.6%，合計 2024 年毛利率 12.78%，僅小幅年增 0.3 百分點。2025 年受惠 NVIDIA 50 系列新品推出，有助單價及出貨量上升，估毛利率回升至 13.5% (原估 2024/25 年毛利率 13.9%/14.0%)。

預估 2024/25 年整體營收年增 8%/11%至 1,974/2,193 億元，估毛利率 12.8%/13.5%，EPS 9.60/12.21 元，年增 8%/27% (比原估下修 28%/15%，主因下調毛利率及運費仍高，造成費用率維持高檔)。

## 營運分析

### 第三季稅後 17.3 億元，季減 18%，年減 26%，EPS 2.05 元，低於元大/市場預期 44%/36%，主因毛利率不佳

第三季進入 PC 傳統旺季，營收 521 億元，季增 12%，年增 7%，毛利率季減 0.7 百分點至 12.7%，低於預期，其中台幣升值 2.4% 影響 0.5~1 百分點、北美市場競爭激烈、中低階產品銷售比重上升（因景氣不強），造成營業利益 21.3 億元，季減 4%，年減 4%，低於元大/市場預期 37%/33%。業外雖有利息收入及其他收益挹注，但有匯損 0.6 億元，僅小幅獲利 0.5 億元。合計稅後 17.3 億元，季減 18%，年減 26%，EPS 2.05 元，低於元大/市場預期 44%/36%。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	48,918	46,672	52,087	11.6%	6.5%	51,595	51,484	1.0%	1.2%
營業毛利	5,787	6,248	6,604	5.7%	14.1%	7,473	7,228	-11.6%	-8.6%
營業利益	2,221	2,206	2,128	-3.5%	-4.2%	3,397	3,194	-37.4%	-33.4%
稅前利益	2,867	2,716	2,174	-20.0%	-24.2%	3,710	3,351	-41.4%	-35.1%
稅後淨利	2,350	2,107	1,732	-17.8%	-26.3%	3,072	2,703	-43.6%	-35.9%
調整後 EPS (元)	2.78	2.49	2.05	-17.8%	-26.3%	3.64	3.20	-43.6%	-35.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點				
營業毛利率	11.8%	13.4%	12.7%	-0.7	0.9	14.5%	14.0%	-1.8	-1.4
營業利益率	4.5%	4.7%	4.1%	-0.6	-0.5	6.6%	6.2%	-2.5	-2.1
稅後純益率	4.8%	4.5%	3.3%	-1.2	-1.5	6.0%	5.3%	-2.6	-1.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### NVIDIA 二年一次大改款 GPU 50 系列推出時程略遞延至 1Q25

Nvidia 2022 年 40 系列以 Ada Lovelace 架構採用台積電 4 奈米製程，旗艦款 4090 浮點運算效能提升一倍以上，售價調漲 100 美元至 1,599 美元，4080 調漲 200 美元至 899 美元。性能大幅提升，但價格亦有調漲，由於 PC 需求不振，對電競助益效果降低。

2024 年第四季原為 Nvidia 二年一次大改款 50 系列推出時程，因 Nvidia 將資源較集中在獲利高的 AI Server 晶片，50 系列推出時點延至 1Q25，估計美國 CES 展(1/7~1/10)發表新產品，相關系列產品第一季可望全數上市。新架構、新工藝、加大顯存容量下，50 系列效能可望比 40 系列高出 50~100%，價格提升 0~10%，性價比轉佳，對電競出貨量及獲利率將有幫助。因此估微星 2024/25 年電競 NB 營收年增 11%/13% (前次估為 14%/9%)。

### 第四季耶誕鋪貨高峰已過，加上 Nvidia 新品延至明年第一季推出，估營收季減 2%，年增 4%

第四季耶誕鋪貨高峰已過，加上 Nvidia 新品延至明年第一季推出，估營收季減 2%至 510 億元，年增 4%。規模經濟下滑，估毛利率季減 0.25 百分點至 12.43%。營業利益 19.6 億元，季減 8%，年增 43%。業外在利息收入及其他收益挹注下，估獲利 1.8 億元。合計稅後 17.8 億元，季增 3%(第四季一般有所得稅回沖利益，稅率較低)，年增 141%，EPS 2.11 元，比前次預估下修 50% (主因下調毛利率及運費仍高，造成費用率維持高檔)。

圖 2：Nvidia 40 系列性價比降低，4Q24 50 系列可望提升

	RTX 4090	RTX 4080(16G)	RTX 4080(12G)	RTX 3090	RTX 3080	RTX 2080	RTX 2070
Release Date	Sep-22	Sep-22	Sep-22	Sep-20	Sep-20	Aug-18	Aug-18
Process	TSMC 4nm	TSMC 4nm	TSMC 4nm	Samsung 8nm	Samsung 8nm	TSMC 12nm	TSMC 12nm
Architecture	Ada Lovelace	Ada Lovelace	Ada Lovelace	Ampere	Ampere	Turing	Turing
CUDA cores	16384	9728	7680	10496	8704	2944	2304
Performace	82.58 TFLOPS	48.74 TFLOPS	40.09 TFLOPS	35.6 TFLOPS	29.8 TFLOPS	10.1 TFLOPS	7.5 TFLOPS
Memory	24 GB GDDR6X	16 GB GDDR6X	12 GB GDDR6X	24 GB GDDR6X	10 GB GDDR6X	8 GB GDDR6	8 GB GDDR6
TDP	450W	320W	285W	350W	320W	215W	175W
Launch Price(Not FE)	US\$1,599	US\$1,199	US\$899	US\$1,499	US\$699	US\$699	US\$499

資料來源：元大投顧預估

圖 3：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	49,155	52,087	50,995	-2.1%	3.7%	54,802	54,038	-6.9%	-5.6%
營業毛利	5,292	6,604	6,341	-4.0%	19.8%	8,146	7,679	-22.2%	-17.4%
營業利益	1,371	2,128	1,955	-8.1%	42.6%	3,981	3,402	-50.9%	-42.5%
稅前利益	801	2,174	2,131	-2.0%	166.1%	4,245	3,492	-49.8%	-39.0%
稅後淨利	740	1,732	1,779	2.7%	140.6%	3,545	2,838	-49.8%	-37.3%
調整後 EPS (元)	0.88	2.05	2.11	2.7%	140.6%	4.20	3.36	-49.8%	-37.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	10.8%	12.7%	12.4%	-0.3	1.7	14.9%	14.2%	-2.4	-1.8
營業利益率	2.8%	4.1%	3.8%	-0.3	1.0	7.3%	6.3%	-3.4	-2.5
稅後純益率	1.5%	3.3%	3.5%	0.2	2.0	6.5%	5.3%	-3.0	-1.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## AI server 布局尚需時間，AI PC 貢獻尚不顯著

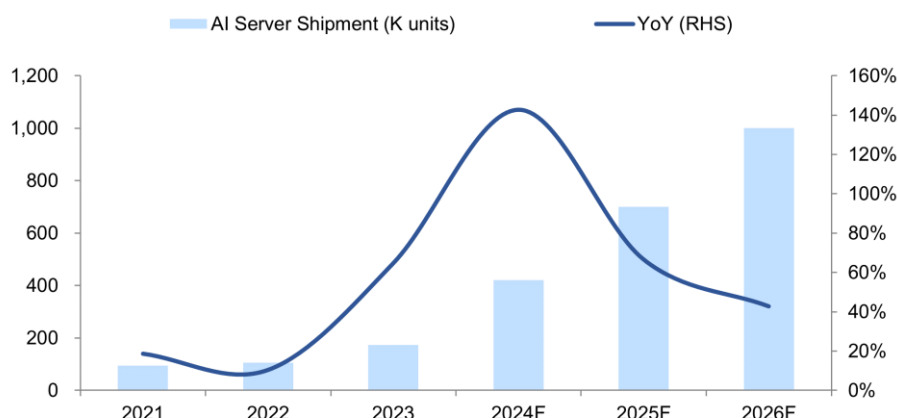
微星過去 server 事業忽略白牌市場，2023 年開始組織重整，在做人力擴充(目前 250 人)，過去專注資安、工廠自動化的 server 客戶，AI Server 目前在產品開發階段，還在等待客戶的認證，目前有規劃 L6/L10/L11，在美國有小工廠服務當地的客戶。

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。今年第四季有 NVIDIA MGX 架構的 AI 伺服器推出，另外明年上半年亦有新世代 H/B/GB200 系列新品發表，估計 2025 年下半年開始貢獻營收，2026 年產品放量。

今年是 AI PC 發展元年，公司與上游微軟、Intel、AMD 合作，下半年積極推出 AI PC 產品，目前主力在電競 NB，商用 NB 亦會隨之導入。由於 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，估今年占整體出貨量 5%。

由於 AI PC 的要件從硬體規格來看包括 NPU 及記憶體容量提升，再加上算力提高，相關散熱、電源供應器等規格隨之上揚，因此 CPU 的價格肯定會比傳統的高，目前 AI PC 平均售價比傳統高 0.5~1 倍(未來將逐漸降價，提升滲透率)，對今年出貨量貢獻不大，而單價的提升，被同業價格競爭所稀釋，毛利率亦難有助益。

圖 4：全球 AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

## 黑神話悟空及中國家電補貼政策貢獻有限

《黑神話：悟空》熱銷，創造多項遊戲軟體記錄：《黑神話：悟空》遊戲的精緻畫面、流暢戰鬥系統，以及對中國文化的挖掘，引起大陸乃至全球玩家關注。為史上最熱銷的陸製 3A 遊戲、Steam 平台最多人同玩的單機遊戲等。8 月 20 日上市後三日銷售超過 1,000 萬套，一個月達 2,000 萬套。

《黑神話：悟空》需使用中高規格的顯卡、螢幕、電競 PC：《黑神話：悟空》大量使用 3D 環景操作模式與光追技術，畫面均為 4K 畫質，對顯示卡、螢幕等要求較高。最新版配合《黑神話：悟空》電競 PC 如：聯想、華碩、微星等單價在 5 萬元台幣以上，屬於中高規格。黑神話悟空對微星顯卡毛利率有助益，但因公司在 40 系列顯卡存貨不多，量貢獻不大。

另外近期中國家電補貼政策(大陸 8/25 宣布提供 8 類家電產品 15% 的舊換新補貼，其中包含電腦)，主要針對電腦整機，微星在中國表現較好的產品是主機板跟顯卡，所以貢獻有限。

圖 5：《黑神話：悟空》遊戲逼真

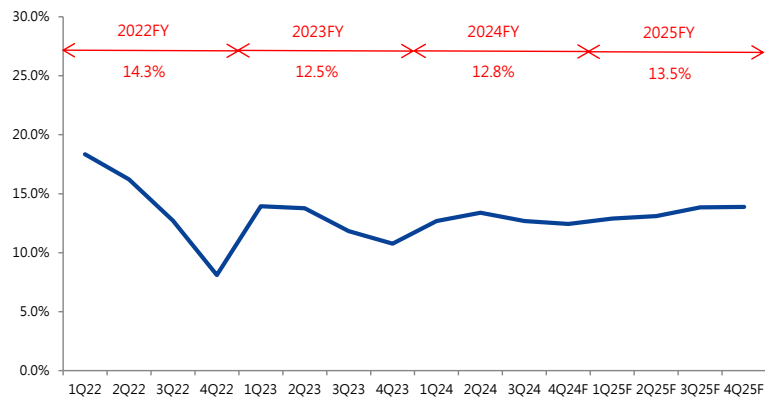


資料來源：網路

### 下半年價格競爭增大，短期毛利率承壓

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%。促銷活動在去年底結束，第一季新產品增加，毛利率季增 1.91 百分點至 12.68%，第二季再季增 0.71 百分點至 13.39%。但下半年北美 PC 競爭激烈，殺價壓力再現，毛利率再降至 12.6%左右。合計 2024 毛利率 12.78%，僅小幅年增 0.3 百分點。2025 年受惠 NVIDIA 50 系列新品推出，有助單價及出貨量上升，估毛利率回升至 13.5%，年增 0.68 百分點。

圖 6：2024 年下半年價格競爭增大，毛利率回升有限



資料來源：TEJ、元大投顧預估

### 毛利率不佳，下修 2024/25 年稅後 28%/15%

2023 年 MB 產品客戶開始回補庫存，營收成長 8%，今年為 PC 景氣復甦年，估 2024/25 年年增 5%/5%。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%；今年全球景氣復甦，客戶開始回補庫存，明年 NVIDIA 將推出二年一次大改款 GPU，有助 VGA 出貨增加，估 2024/25 年 VGA 營收成長 8%/15%。

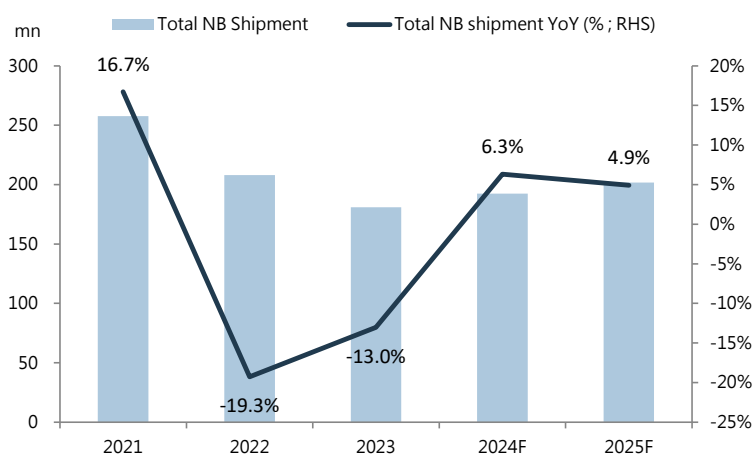
預估 2024/25 年整體營收年增 8%/11%至 1,974/2,193 億元，促銷活動雖減少，但市場競爭仍存在，估毛利率由 2023 年 12.5%略回升至 12.8%/13.5%，營業利益 85/115 億元，年減 3%/年增 35% (比原估下調 28%/17%)，2024/25 年 EPS 9.60/12.21 元，年增 8%/27% (比原估下修 28%/15%，主因下調毛利率及運費仍高，造成費用率維持高檔)。

### 2024 年全球筆電出貨恢復成長，電競 NB 滲透率穩定上升

全球筆電在 2022 年受 WFH 降溫、俄烏戰爭等負面因素影響，出貨衰退 19%，2023 年仍年減 13%，2024/25 年預期全球景氣復甦下，小幅成長 6%/5%。

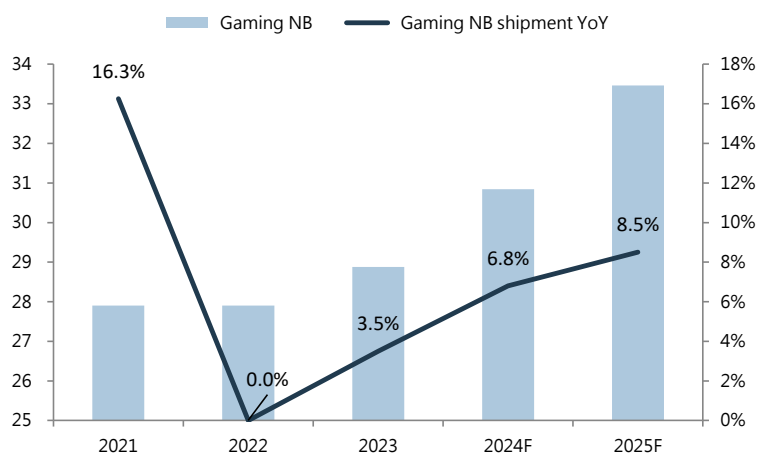
電競筆電具剛性需求，2022 年即使 PC 清庫存，出貨年持平，比其他電腦產品佳。2023 年恢復成長 4%，2024/25 年受惠大陸黑神話悟空熱賣及 NVIDIA 二年一次 GPU 大改款，出貨可望年增 7%/9%，是 PC 下游少數維持成長的產品。微星在電競產品含：NB、主機板、繪圖卡等，目前營收比重超過 70%，在 PC 不景氣時，此部分銷售具有支撐。

圖 7：全球筆電出貨量預估



資料來源：Digitimes、元大投顧整理

圖 8：全球電競筆電出貨量預估



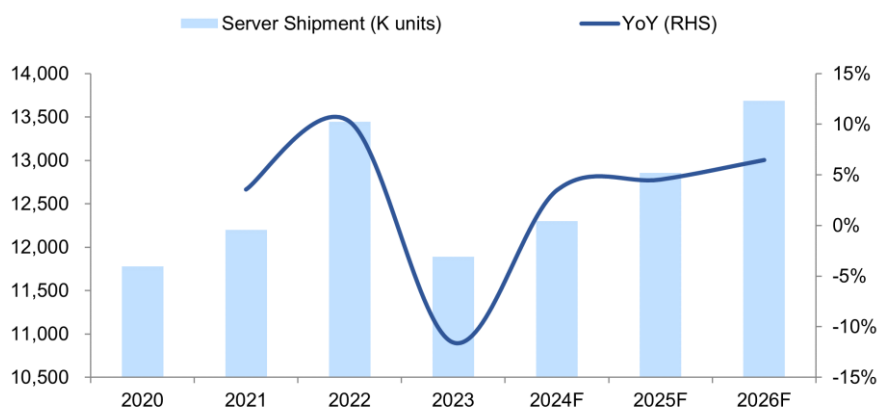
資料來源：Digitimes、元大投顧整理



## 一般型伺服器需求回溫，預估 2024/25 年出貨量年增 5%/5%

一般型伺服器歷經 2023 年的衰退基期較低，1H24 伺服器零組件廠、ODM 陸續看到回溫跡象，其中以中國及部分美系 CSP 業者需求最為明顯。隨中國業者的自研晶片伺服器陸續開出，開始小幅增加一般型伺服器訂單，預估 2024/25 年全球伺服器出貨量年增 5%/5%。

圖 9：全球伺服器出貨量預估

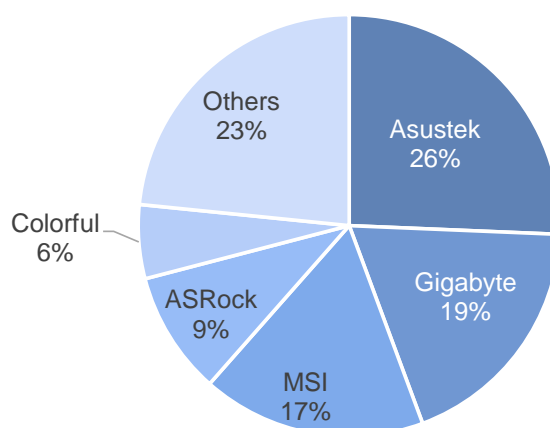


資料來源：元大投顧預估

## 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。由於主機板屬於成熟產品，預估 2024/25 年出貨年增略下滑至 5% 左右。

圖 10：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 28%/15%

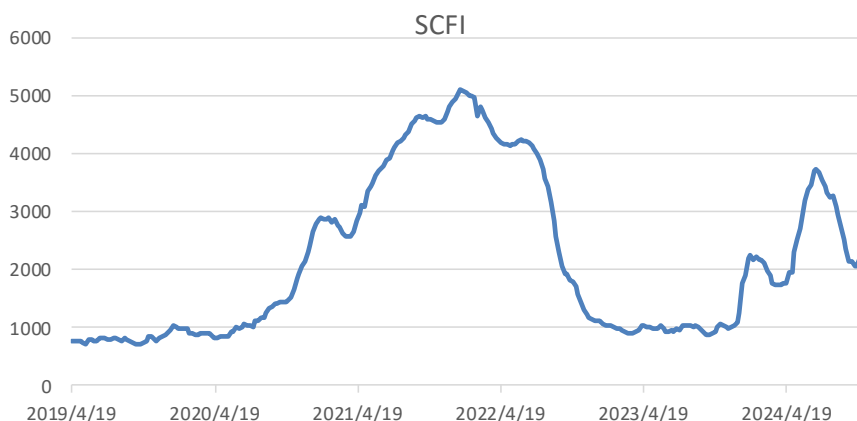
受下半年北美 PC 競爭激烈，殺價壓力再現，因此將 2024/25 年毛利率由原估 13.9%/14.0%調降至 12.8%/13.5%。營業利益 85/115 億元，年減 3%/年增 35% (比原估下調 28%/17%)，2024/25 年 EPS 9.60/12.21 元，年增 8%/27% (比原估下修 28%/15%，除下調毛利率外，運費仍高，造成費用率維持高檔)。

圖 11：2024 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	197,380	200,695	219,261	215,030	-1.7%	2.0%
營業毛利	25,232	27,906	29,508	30,122	-9.6%	-2.0%
營業利益	8,518	11,812	11,488	13,759	-27.9%	-16.5%
稅前利益	10,012	13,662	12,608	14,879	-26.7%	-15.3%
稅後淨利	8,111	11,216	10,313	12,185	-27.7%	-15.4%
調整後 EPS (元)	9.60	13.28	12.21	14.42	-27.7%	-15.4%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	12.8%	13.9%	13.5%	14.0%	-1.1	-0.6
營業利益率	4.3%	5.9%	5.2%	6.4%	-1.6	-1.2
稅後純益率	4.1%	5.6%	4.7%	5.7%	-1.5	-1.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：SCFI 運價指數走勢 - 紅海事件引起近期運價高漲



資料來源：SCFI、元大投顧整理

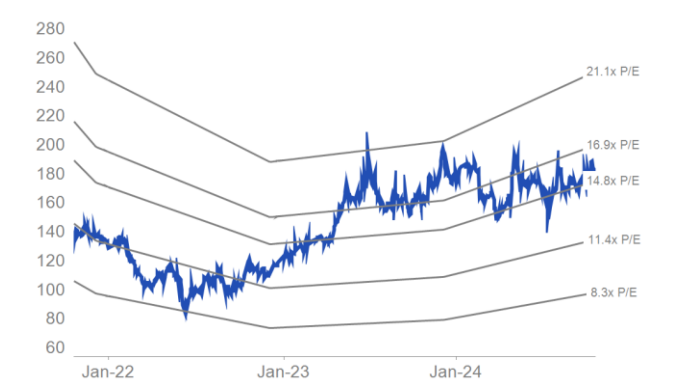
### 降評至中立，目標價 170 元，潛在下跌空間 1.2%

2025 年來看，OBM 同業華碩、宏碁平均本益比 15.3 倍，ODM 同業廣達、仁寶、緯創、和碩等平均本益比 13.9 倍，均與微星 14.1 倍相當，顯示公司評價合理。

微星經過 2022 年調整庫存後，體質恢復，2023 年營收恢復成長，加上去年的促銷活動減緩，2024 年上半年毛利率開始回升，但下半年受北美 PC 市場重啟競爭，毛利率下滑，造成獲利不佳，短期業績及毛利率承壓，降評至「持有-超越同業」。目標本益比由先前 15 倍下調至 14 倍，反應市場價格競爭，EPS 計算由原先 2H24~1H25 調整至 2025 年 12.21 元，目標價 170 元，潛在下跌空間 1.2%。

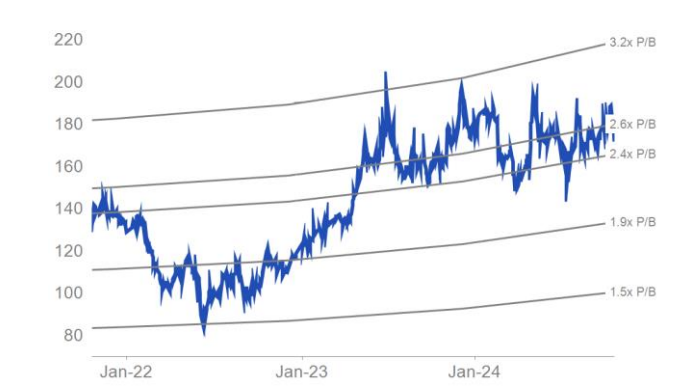


圖 13：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 14：12 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 15：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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
微星	2377 TT	持有-超越同業	172.0	4,541	8.92	9.60	12.21	19.3	17.9	14.1	(24.4)	7.7	27.2
OBM 同業													
宏碁	2353 TT	持有-超越同業	38.3	3,614	1.6	1.9	2.1	23.3	20.6	18.6	(1.4)	13.2	10.8
華碩	2357 TT	買進	611.0	14,038	21.4	48.3	51.4	28.5	12.7	11.9	8.4	125.0	6.6
技嘉	2376 TT	買進	300.5	6,103	7.5	16.6	19.5	40.3	18.1	15.4	(27.5)	123.0	17.4
OBM 同業平均					10.2	22.3	24.3	30.7	17.1	15.3	(6.9)	87.1	11.6
ODM 同業													
廣達	2382 TT	買進	322.0	37,336	10.3	15.1	19.9	31.3	21.3	16.2	37.0	46.9	31.9
緯創	3231 TT	未評等	121.0	10,466	4.1	6.4	8.7	29.7	18.8	13.9	1.7	57.8	34.8
仁寶	2324 TT	買進	37.9	5,015	1.8	2.6	3.1	21.5	14.8	12.1	5.2	45.5	22.3
和碩	4938 TT	持有-超越同業	98.7	8,169	5.7	6.0	7.4	17.3	16.4	13.4	0.7	5.6	22.3
ODM 同業平均					5.5	7.5	9.8	24.9	17.8	13.9	11.2	38.9	27.8

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 16：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
微星	2377 TT	持有-超越同業	172.0	4,541	15.3	15.2	17.6	59.39	63.35	69.50	2.9	2.7	2.5
OBM 同業													
宏碁	2353 TT	持有-超越同業	38.3	3,614	7.5	7.5	8.2	24.5	24.9	25.0	1.6	1.5	1.5
華碩	2357 TT	買進	611.0	14,038	7.4	13.7	14.2	322.9	352.1	363.5	1.9	1.7	1.7
技嘉	2376 TT	買進	300.5	6,103	12.9	24.1	25.0	59.0	69.1	78.2	5.1	4.4	3.8
OBM 同業平均					9.3	15.1	15.8	135.4	148.7	155.6	2.9	2.5	2.4
ODM 同業													
廣達	2382 TT	買進	322.0	37,336	21.9	31.0	35.6	48.2	48.8	56.1	6.7	6.6	5.7
緯創	3231 TT	未評等	121.0	10,466	11.4	15.8	18.9	37.1	43.5	48.1	3.3	2.8	2.5
仁寶	2324 TT	買進	37.9	5,015	7.0	8.4	9.9	27.1	30.4	31.6	1.4	1.3	1.2
和碩	4938 TT	持有-超越同業	98.7	8,169	8.0	8.3	9.7	70.9	72.8	76.2	1.4	1.4	1.3
ODM 同業平均					12.1	15.9	18.5	45.8	48.9	53.0	3.2	3.0	2.7

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 17：季度及年度簡明損益表 (合併)

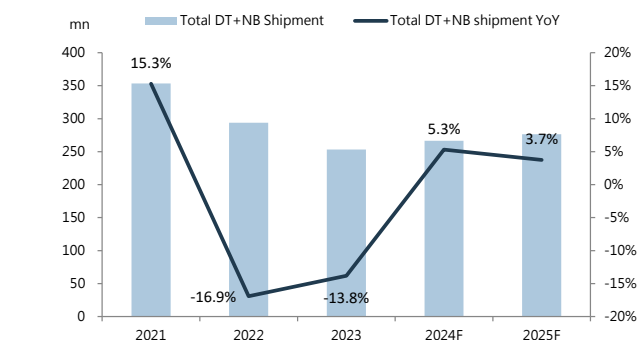
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	47,627	46,672	52,087	50,995	51,747	52,283	57,628	57,603	197,380	219,261
銷貨成本	(41,587)	(40,424)	(45,483)	(44,654)	(45,074)	(45,428)	(49,647)	(49,603)	(172,148)	(189,753)
營業毛利	6,040	6,248	6,604	6,341	6,673	6,855	7,981	8,000	25,232	29,508
營業費用	(3,811)	(4,042)	(4,476)	(4,386)	(4,347)	(4,339)	(4,610)	(4,723)	(16,714)	(18,020)
營業利益	2,229	2,206	2,128	1,955	2,326	2,515	3,370	3,276	8,518	11,488
業外利益	762	511	46	176	285	292	304	240	1,494	1,120
稅前純益	2,991	2,716	2,174	2,131	2,611	2,807	3,674	3,516	10,012	12,608
所得稅費用	(499)	(609)	(442)	(352)	(467)	(578)	(669)	(580)	(1,901)	(2,294)
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	2,492	2,107	1,732	1,779	2,144	2,229	3,005	2,936	8,111	10,313
調整後每股盈餘(NT\$)	2.95	2.49	2.05	2.11	2.54	2.64	3.56	3.47	9.60	12.21
調整後加權平均股數(百萬股)	845	845	845	845	845	845	845	845	845	845
重要比率										
營業毛利率	12.7%	13.4%	12.7%	12.4%	12.9%	13.1%	13.9%	13.9%	12.8%	13.5%
營業利益率	4.7%	4.7%	4.1%	3.8%	4.5%	4.8%	5.9%	5.7%	4.3%	5.2%
稅前純益率	6.3%	5.8%	4.2%	4.2%	5.1%	5.4%	6.4%	6.1%	5.1%	5.8%
稅後純益率	5.2%	4.5%	3.3%	3.5%	4.1%	4.3%	5.2%	5.1%	4.1%	4.7%
有效所得稅率	16.7%	22.4%	20.3%	16.5%	17.9%	20.6%	18.2%	16.5%	19.0%	18.2%
季增率(%)										
營業收入	-3.1%	-2.0%	11.6%	-2.1%	1.5%	1.0%	10.2%	-0.04%		
營業利益	62.6%	-1.1%	-3.5%	-8.1%	19.0%	8.1%	34.0%	-2.8%		
稅後純益	237.0%	-15.4%	-17.8%	2.7%	20.5%	4.0%	34.8%	-2.3%		
調整後每股盈餘	237.0%	-15.4%	-17.8%	2.7%	20.5%	4.0%	34.8%	-2.3%		
年增率(%)										
營業收入	9.2%	13.0%	6.5%	3.7%	8.7%	12.0%	10.6%	13.0%	7.9%	11.1%
營業利益	-19.8%	-9.5%	-4.2%	42.6%	4.3%	14.0%	58.4%	67.6%	-3.3%	34.9%
稅後純益	1.1%	6.5%	-26.3%	140.6%	-14.0%	5.8%	73.5%	65.0%	7.7%	27.1%
調整後每股盈餘	1.1%	6.5%	-26.3%	140.6%	-14.0%	5.8%	73.5%	65.0%	7.7%	27.2%

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

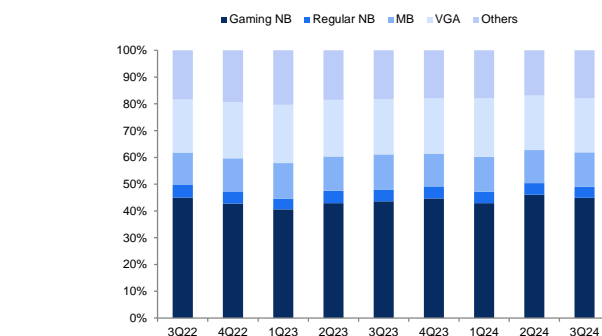
微星成立於 1986 年 8 月，為電腦主機板和顯示卡領導廠商，2000 年科技泡沫後，一度成長放緩。2010 年跨入電競相關產品，業績加速成長。產品組合(2023 年) NB 約 47% (近 90%為電競)，為最大產品項目；其次繪圖卡 21%，主機板 13%，其他(含車用、Server、工業電腦等) 19%。主要工廠設在台灣中和、大陸昆山及深圳，銷售區域：亞太最高，占 38%，其次美洲 32%，歐洲 30%。微星的 MSI 目前為全球第二大電競 NB 品牌，僅次於華碩 ROG。

圖 18：全球 PC 銷量預估



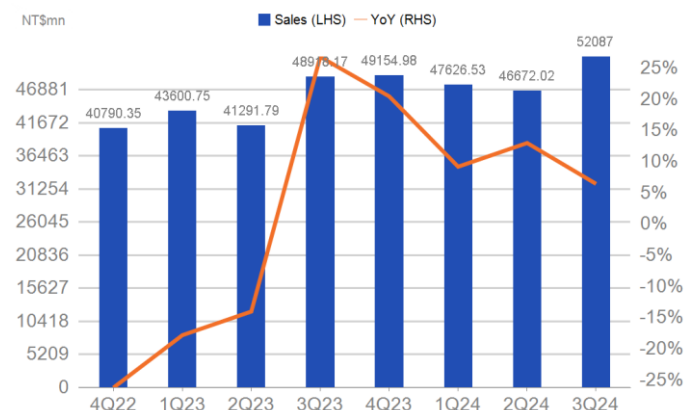
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：營收組成



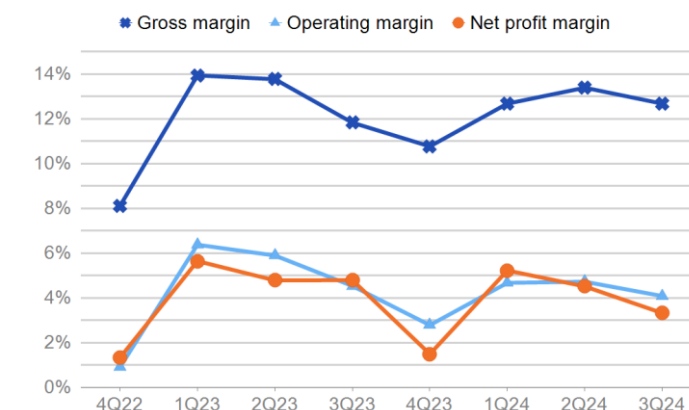
資料來源：公司資料

圖 20：營收趨勢



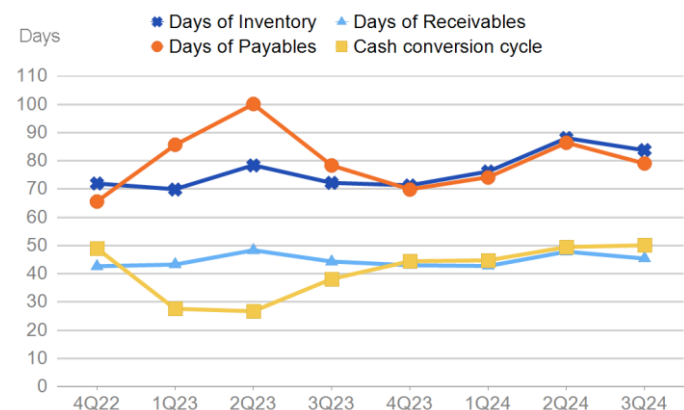
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：毛利率、營益率、淨利率



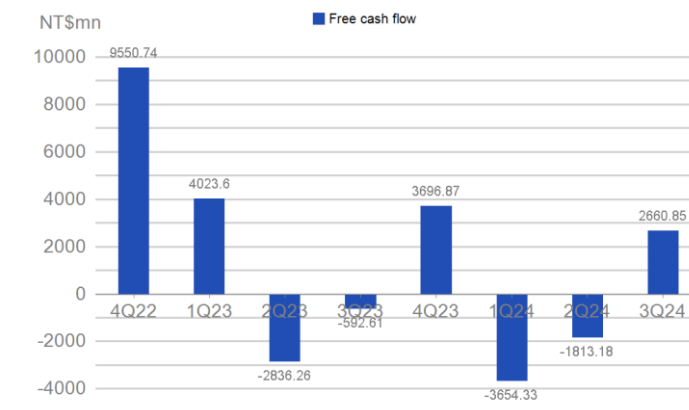
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：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 24：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 (2024/11/13)

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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	23,655	27,475	25,773	29,330	29,121
存貨	37,940	29,295	33,395	35,464	40,437
應收帳款及票據	29,683	19,006	20,219	21,857	26,200
其他流動資產	2,522	2,822	2,787	2,414	2,289
流動資產	93,799	78,598	82,174	89,065	98,047
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	5,711	5,522	5,239	4,632	4,107
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	2,360	2,732	3,111	3,181	3,256
非流動資產	8,071	8,254	8,350	7,813	7,363
資產總額	101,871	86,853	90,524	96,878	105,410
應付帳款及票據	33,931	24,671	24,435	27,445	30,780
短期借款	2,000	0	0	0	0
什項負債	18,186	12,970	14,992	14,992	14,992
流動負債	54,118	37,641	39,427	42,437	45,773
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	673	814	916	916	916
長期負債	673	814	916	916	916
負債總額	54,790	38,454	40,344	43,353	46,689
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	41,804	45,354	50,767
什項權益	(902)	(703)	(877)	(1,083)	(1,299)
歸屬母公司之權益	47,080	48,399	50,180	53,525	58,722
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	47,080	48,399	50,180	53,525	58,722

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	16,921	9,963	7,533	8,111	10,313
折舊及攤提	1,240	1,403	1,375	1,210	1,105
本期營運資金變動	(11,241)	10,097	(5,788)	(593)	(5,981)
其他營業資產 及負債變動	5,692	(5,824)	1,842	269	125
營運活動之現金流量	12,613	15,639	4,962	8,997	5,563
資本支出	(1,561)	(821)	(644)	(603)	(580)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	592	(21)	39	(70)	(75)
投資活動之現金流量	(969)	(842)	(605)	(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)	(4,560)	(4,901)
其他調整數	(244)	(265)	(323)	(206)	(216)
融資活動之現金流量	(6,411)	(11,135)	(5,898)	(4,766)	(5,117)
匯率影響數	(164)	159	(161)	0	0
本期產生現金流量	5,069	3,821	(1,703)	3,557	(209)
自由現金流量	11,052	14,818	4,318	8,394	4,983

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	201,810	180,411	182,966	197,380	219,261
銷貨成本	(163,566)	(154,683)	(160,120)	(172,148)	(189,753)
營業毛利	38,244	25,728	22,846	25,232	29,508
營業費用	(18,270)	(15,032)	(14,036)	(16,714)	(18,020)
推銷費用	(11,203)	(8,885)	(8,035)	(9,663)	(10,136)
研究費用	(5,179)	(4,397)	(4,283)	(5,241)	(5,996)
管理費用	(1,873)	(1,704)	(1,700)	(1,807)	(1,888)
其他費用	(13)	(46)	(18)	(3)	0
營業利益	19,975	10,696	8,810	8,518	11,488
利息收入	72	146	457	460	426
利息費用	(31)	(69)	(42)	(41)	(29)
利息收入淨額	41	77	415	419	397
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(720)	1,953	(14)	1,028	0
其他業外收入(支出)淨額	1,304	(511)	(76)	47	722
稅前純益	20,631	12,284	9,177	10,012	12,608
所得稅費用	(3,710)	(2,321)	(1,644)	(1,901)	(2,294)
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	8,111	10,313
稅前息前折舊攤銷前淨利	21,890	13,725	10,579	7,308	10,383
調整後每股盈餘 (NT\$)	20.03	11.79	8.92	9.60	12.21

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	37.8	(10.6)	1.4	7.9	11.1
營業利益	117.4	(46.5)	(17.6)	(3.3)	34.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	104.1	(37.3)	(22.9)	(30.9)	42.1
稅後純益	112.6	(41.1)	(24.4)	7.7	27.1
調整後每股盈餘	112.5	(41.1)	(24.4)	7.7	27.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	19.0	14.3	12.5	12.8	13.5
營業利益率	9.9	5.9	4.8	4.3	5.2
稅前息前淨利率	10.2	6.8	5.0	4.3	5.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	10.9	7.6	5.8	3.7	4.7
稅前純益率	10.2	6.8	5.0	5.1	5.8
稅後純益率	8.4	5.5	4.1	4.1	4.7
資產報酬率	18.8	10.6	8.5	8.4	9.8
股東權益報酬率	41.0	20.9	15.3	15.2	17.6
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	116.4	79.5	80.4	81.0	79.5
淨負債權益比(%)	(46.0)	(56.8)	(51.4)	(54.8)	(49.6)
利息保障倍數 (倍)	665.9	178.8	222.1	248.2	440.3
流動比率 (%)	173.3	208.8	208.4	209.9	214.2
速動比率 (%)	99.3	125.1	118.1	126.3	125.9
淨負債 (NT\$百萬元)	(21,655)	(27,475)	(25,773)	(29,330)	(29,121)
調整後每股淨值 (NT\$)	55.72	57.28	59.39	63.35	69.50
評價指標 (倍)					
本益比	8.6	14.6	19.3	17.9	14.1
股價自由現金流量比	13.1	9.8	33.7	17.3	29.2
股價淨值比	3.1	3.0	2.9	2.7	2.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	6.6	10.6	13.7	19.9	14.0
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



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 仁愛路三段 157 號 4 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>.