

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:	2024/11/12
目前收盤價 (NT\$):	614.0
目標價 (NT\$):	740
52 週最高最低(NT\$):	377-621
加權指數:	23529.64

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	7,428
市值 (NT\$/mn):	456,080
市值 (US\$/mn):	15,203
20 日平均成交量(仟股):	3,236
PER ('24):	12.87
PBR ('24):	1.71
外資持股比率:	52.68
TCRI	2

股價表現

	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	5.0	21.6	30.5
加權指數報酬率(%)	2.7	9.6	13.6

2024 Key Changes

	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	740	675
營業收入 (NT\$m)	589,065	585,977
毛利率 (%)	17.64	17.38
營運毛利率 (%)	5.85	5.56
EPS (NT\$)	47.71	44.47
BVPS(NT\$)	358.25	358.25



獲利上修，PE 偏低、殖利率高、Edge AI 佈局首選

- 1H25 進入新品循環，加上 AI PC 滲透率提升，PER 偏低，殖利率高，仍是 Edge AI 佈局首選之一：元富預估 2024、2025 年稅後 EPS 47.71 元、49.34 元。目前股價 614 元，PER 13X 相對其他品牌或 ODM 偏低，BVPS 高達 354 元，華碩疫後 2H22、2023 年歷經庫存去化窘境，營運重回正軌，2024 年獲利大幅成長，2025 年 AI Server 及 AI PC 將持續迎來成長。1H25 有 VGA 及 GB200 新產品出貨，加上 AI PC 滲透率將明顯提升，華碩仍是佈局 Edge AI 的首選之一，加上殖利率仍近 6%(配息率 8 成)，元富評等維持買進，目標價 740 元(原 675 元)。
- 展望 4Q24，PC 季衰退 15%、零組件&Server 季增 5~10%，推估合併營收季衰退 6%，單季稅後 EPS 上修至 7.65 元，累計 2024 年稅後 EPS 47.71 元：展望 4Q24，預期 PC 系統 QoQ -15%、YoY >20%，零組件&Server QoQ +5~+10%、YoY >30%。營運基期已高，4Q24 需求不明確，通路討論審慎備貨。由於 AI PC Copilot+ 已有出貨基期，將持續擴大策略，4Q24 會增加研發支出。4Q24 旺季不旺，會進行適當市場促銷，增加通路市場行銷費用。4Q24 是相對平穩的季度，要佈局未來長期成長循環。元富預估 4Q24 營收 1,559 億元(1,512 億元)、QoQ -6%、YoY 30%，單季稅後 EPS 7.65 元(原 6.82 元)。累計 2024 年營收 5,890 億元、YoY 22%，稅後 EPS 47.71 元(原 44.47 元)。
- 展望 2025 年，營運成長動能主要以 AI PC 及 AI Server 為主，1H25 進入 VGA 及 GB200 新品周期，預估 2025 年稅後 EPS 49.34 元：展望 2025 年，1H25 進入 Gaming VGA 升級周期，快速發展的 AI PC 新產品導入，會提前策略佈局，華碩預估全球 PC 出貨量年增約 3~5%，其中 AI PC 滲透率達 20~30%，AI PC 成本比傳統 PC 貴約 100 美元上下，將拉升整體 PC ASP 趨勢向上。Server 仍是公司重點策略的成長項目，會持續從亞洲區擴張至歐美地區，以增長 AI Server 業務，年底會有比較明確的目標，1Q25 公告 4Q24 財報時會再對外詳細說明，1Q25 將出貨 GB200 NVL72 產品。元富預估 2025 年營收 6,811 億元、YoY 16%，稅後 EPS 49.34 元。

Exhibit 1: TESI 企業永續指標



Sources: TEJ

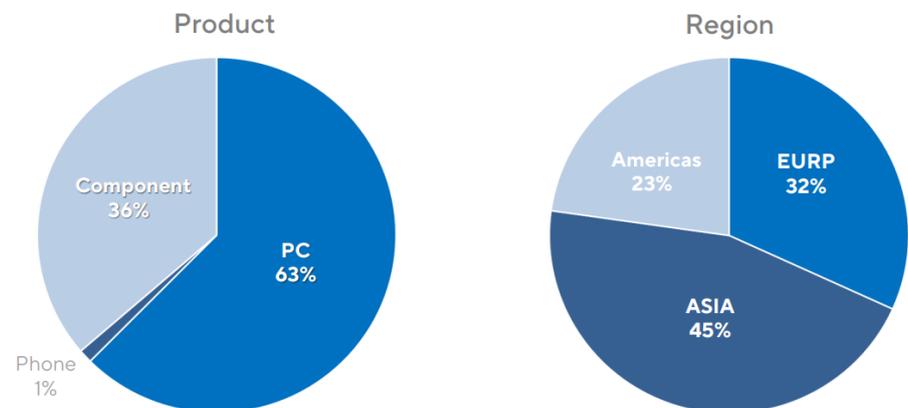
華碩是全球 ICT 品牌大廠

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、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。

華碩 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，11/2024

3Q24 毛利率、營益率優於預期，加上業外匯兌挹注，獲利達成率 117%，單季稅後 EPS 16.83 元，累計前三季稅後 EPS 40.06 元

3Q24 毛利率、營益率優於預期，加上業外匯兌挹注，獲利達成率 117%，單季稅後 EPS 16.83 元，累計前三季稅後 EPS 40.06 元

華碩公告 3Q24 財報，營收 1,665 億元、QoQ 15%、YoY 23%，其中系統占 58%、QoQ +31%(原+15~+20%)、YoY +18%，零組件產品占 34%、QoQ -5%(原+5~+10%)、YoY +31%。毛利率 17.94%(原 17.0%)、QoQ -1.4pts、YoY -0.36pts，上季認列手機 IP 收入基期偏高，營業利益 116.76 億元、QoQ +2%、YoY +29%，達成率 110%，其中費用率控制得宜僅 10.93%、QoQ -0.47pts、YoY -0.67pts，營益率 7.01%(原 6.29%)、QoQ -0.92pts、YoY +0.31pts，業外淨收入 42.3 億元(原估 38.2 億元)，其中利息收入 3.57 億元、匯兌利益 23.3 億元、權益法認列投資利益 6.91 億元、股利收入 10.9 億元所致，稅前淨利 159.04 億元、QoQ +2%、YoY +13%，達成率 111%，稅後淨利 125.04 億元、QoQ +6%、YoY +13%，獲利達成率 117%，單季稅後 EPS 16.83 元(原 14.42 元)。累計前三季營收 4,331 億元、YoY 20%，營業利益 280 億元、YoY 267%，稅前淨利 388 億元、YoY 145%，稅後淨利 297 億元、YoY 148%，稅後 EPS 40.06 元。

Exhibit 3：華碩季報公告與預估差異

華碩(2357)									
unit:NT\$m	3Q23	2Q24	3Q24	3Q24(F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY	
Net Sales	135,052	144,907	166,561	168,092	15%	23%	-1%	20%	
Margin%	18.30%	19.34%	17.94%	17.00%	-1.40	-0.36	0.94		
Operating Profit	9,048	11,491	11,676	10,573	2%	29%	10%	267%	
Operating Margin	6.70%	7.93%	7.01%	6.29%	-0.92	0.31	0.72		
Total non-ope inc.	5,087	4,150	4,230	3,820					
Pre-tax profit	14,133	15,649	15,904	14,391	2%	13%	11%	145%	
Net Profit	11,097	11,804	12,504	10,713	6%	13%	17%	148%	
EPS	14.94	15.89	16.83	14.42					

Source:華碩 · 11/2024

3Q24 系統事業 YoY 18%、開放平台事業 YoY 31%

3Q24 系統事業 YoY 18%、開放平台事業 YoY 31%

3Q24 系統事業營收 QoQ 31%、YoY 18%，執行力及產品力加成，通路庫存管理得當，更新產品出貨周期改善，出貨量 YoY >10%，超越市場同業。3Q24 Gaming NB 市佔維持第一名，優化用戶體驗。3Q24 Copilot+ PC 營收占比中高個位數%，現在是 AI PC 發展初期，受惠 INTEL、AMD 新平台推出，效能達 Microsoft AI PC 定義標準，預期 2025 年滲透率將上看 20~30%，2026 年更有機會上看 60%或更高，未來數年 Microsoft 會推動軟體支援，是未來 AI PC 發展關鍵。3Q24 開放平台事業群(含零組件、板卡、Server)營收 QoQ -5%、YoY 31%，其中板卡營收 YoY 5~10%、Server 營收年增數倍，預期 2024 年 Server 營收將年增 5 倍，2Q24 Server 營收比重 10~15%，3Q24 約 10~12%，其中 AI Server 占比約 8 成上下，預期 4Q24 將會季成長，前三季出貨以 H100 為主，10 月開始出貨 H200，GB200 接到訂單，4Q24 少數樣品出貨驗證，依客戶期望是 1Q25 正式增量出貨，惟仍需根據 NVIDIA 供貨時程的配合。AIOT 事業群，NUC(迷你電腦)從高專業用戶、商業用戶，並拓展到工業應用領域。高性能 AIOT 平台，導入知名半導體設備測試廠商，幫助高速訊號處理測試。

Exhibit 4：華碩自有品牌營收比重

營收比重	3Q24	QoQ	YoY	累計	累計YoY
PC	64%	31%	18%	59%	11%
Component	34%	-5%	31%	39%	31%
AIOT	2%	-23%	147%	3%	137%
合計	100%	15%	23%	100%	20%

Source:華碩 · 11/2024

展望 4Q24，PC 季衰退 15%、零組件&Server 季增 5~10%，推估合併營收季衰退 6%，單季稅後 EPS 上修至 7.65 元，累計 2024 年稅後 EPS 47.71 元

展望 4Q24，PC 季衰退 15%、零組件&Server 季增 5~10%，推估合併營收季衰退 6%，單季稅後 EPS 上修至 7.65 元，累計 2024 年稅後 EPS 47.71 元
 展望 4Q24，預期 PC 系統 QoQ -15%、YoY >20%，零組件&Server QoQ +5~+10%、YoY >30%。3Q24 營運基期已高，4Q24 需求不明確，通路討論審慎備貨。由於 AI PC Copilot+ 已有出貨基期，將持續擴大策略，4Q24 會增加研發支出。4Q24 旺季不旺，會進行適當市場促銷，增加通路市場行銷費用。4Q24 是相對平穩的季度，要佈局未來長期成長循環。元富預估 4Q24 營收 1,559 億元(1,512 億元)、QoQ -6%、YoY 30%，其中 10 月營收 499 億元、MoM -20%、

YoY +19%、季營收達成率 33%、符合預期、毛利率 17%、QoQ -0.94pts、YoY -0.3pts、營益率 4.13%(原 3.76%)、QoQ -2.88pts、YoY +1.2pts、稅後淨利 56.84 億元、QoQ -55%、YoY 45%、單季稅後 EPS 7.65 元(原 6.82 元)。累計 2024 年營收 5,890 億元、YoY 22%、毛利率 17.64%、YoY +2.63pts、營益率 5.85%、YoY 3.53pts、稅後淨利 354 億元、YoY 123%、稅後 EPS 47.71 元(原 44.47 元)。

Exhibit 5：華碩各產品線營收成長預估

營收比重	3Q24	QoQ	YoY	累計	累計YoY	4Q24E	QoQ	YoY
PC	64%	31%	18%	59%	11%	58%	-15%	28%
Component	34%	-5%	31%	39%	31%	40%	10%	30%
AIOT	2%	-23%	147%	3%	137%	2%	-10%	150%
合計	100%	15%	23%	100%	20%	100%	-6%	30%

Source:華碩, 11/2024

展望 2025 年，營運成長動能主要以 AI PC 及 AI Server 為主，1H25 進入 VGA 及 GB200 新品周期，預估 2025 年稅後 EPS 49.34 元

展望 2025 年，營運成長動能主要以 AI PC 及 AI Server 為主，1H25 進入 VGA 及 GB200 新品周期，預估 2025 年稅後 EPS 49.34 元

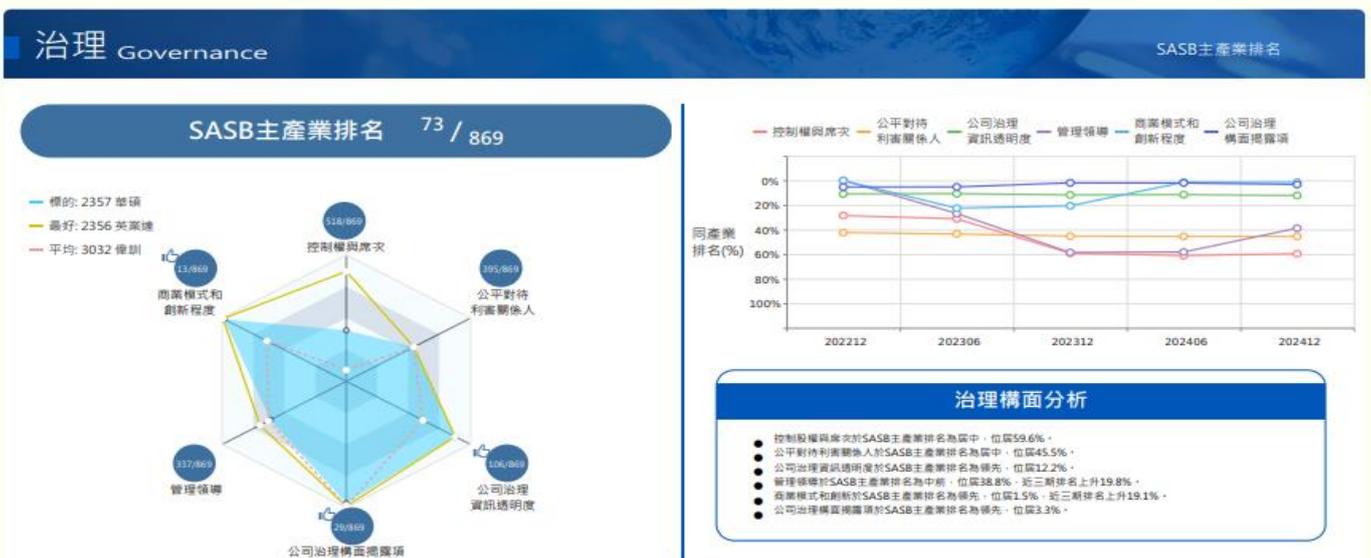
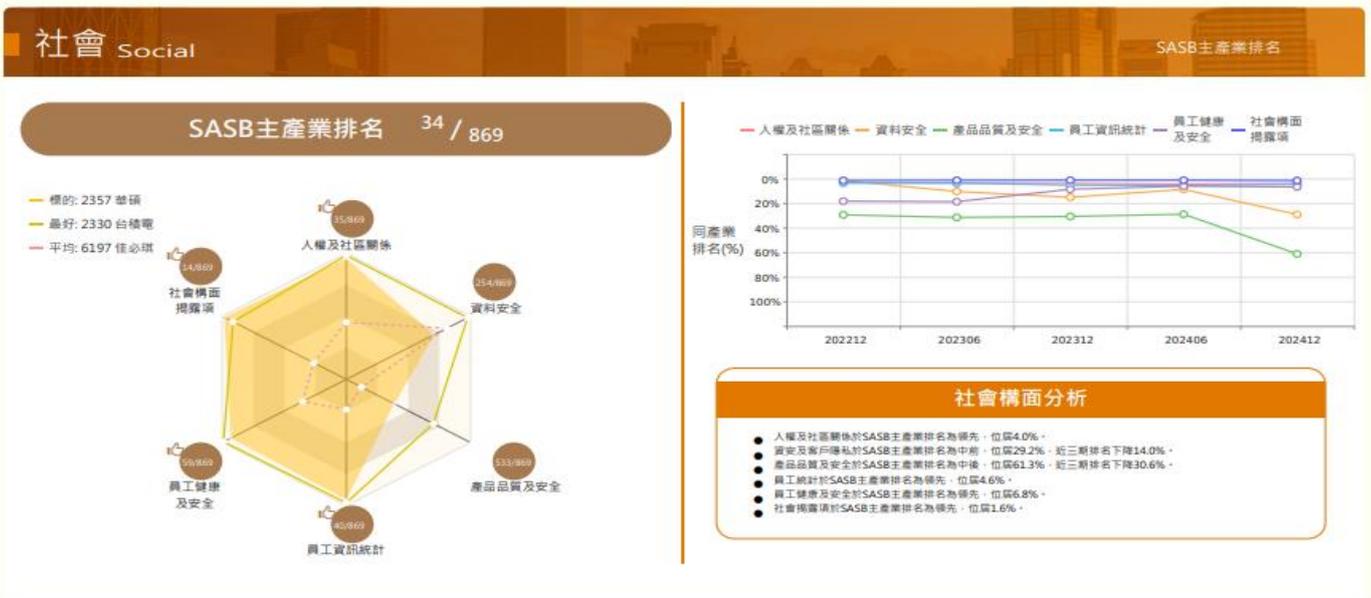
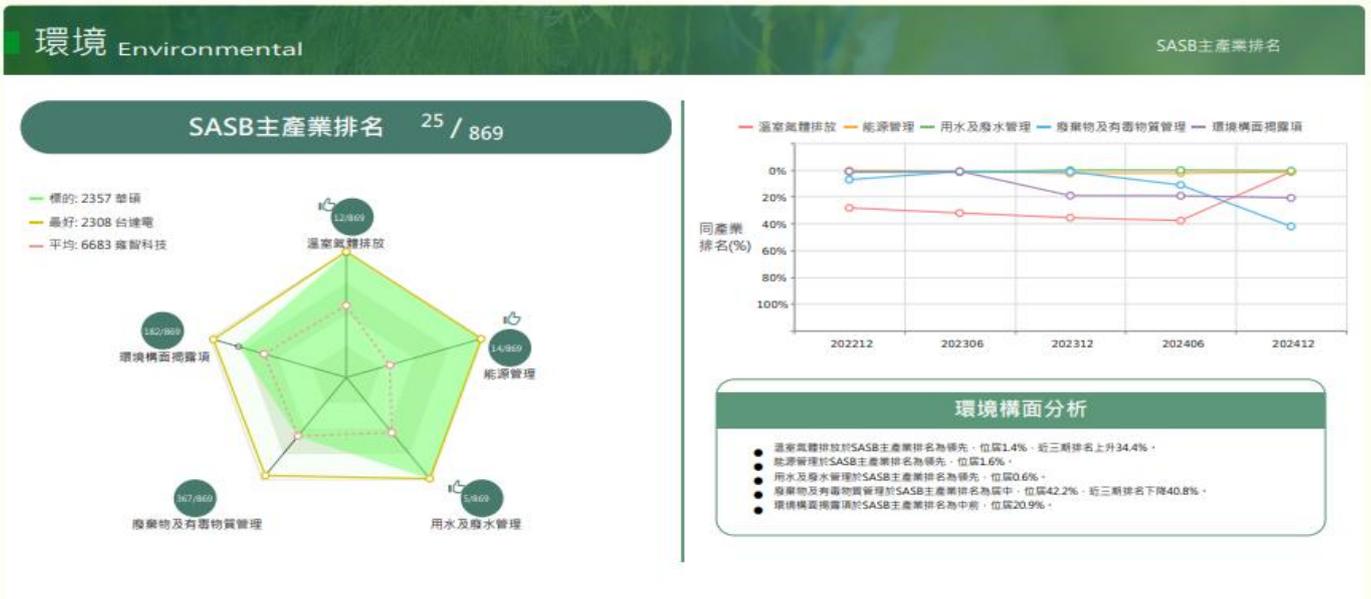
展望 2025 年，1H25 進入 Gaming VGA 升級周期，快速發展的 AI PC 新產品導入，會提前策略佈局，華碩預估全球 PC 出貨量年增約 3~5%，其中 AI PC 滲透率達 20~30%，AI PC 成本比傳統 PC 貴約 100 美元上下，將拉升整體 PC ASP 趨勢向上。Server 仍是公司重點策略的成長項目，會持續從亞洲區擴張至歐美地區，以增長 AI Server 業務，年底會有比較明確的目標，1Q25 公告 4Q24 財報時會再對外詳細說明，1Q25 將出貨 GB200 NVL72 產品。元富預估 2025 年營收 6,811 億元、YoY 16%、毛利率 17%、YoY -0.64pts、營益率 5.64%、YoY -0.21pts、稅後淨利 366 億元、YoY 3%、稅後 EPS 49.34 元。

1H25 進入新品循環，加上 AI PC 滲透率提升，PER 偏低，殖利率高，仍是 Edge AI 佈局首選之一

1H25 進入新品循環，加上 AI PC 滲透率提升，PER 偏低，殖利率高，仍是 Edge AI 佈局首選之一

元富預估 2024、2025 年稅後 EPS 47.71 元、49.34 元。目前股價 614 元，PER 13X 相對其他品牌或 ODM 偏低，BVPS 高達 354 元，華碩疫後 2H22、2023 年歷經庫存去化窘境，營運重回正軌，2024 年獲利大幅成長，2025 年 AI Server 及 AI PC 將持續迎來成長。1H25 有 VGA 及 GB200 新產品出貨，加上 AI PC 滲透率將明顯提升，華碩仍是佈局 Edge AI 的首選之一，加上殖利率仍近 6%(配息率 8 成)，元富評等維持買進，目標價 740 元(原 675 元)。

ESG 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					Consolidated Balance Sheet												
Year-end Dec. 31	FY22		FY23		FY24E		FY25F		Year-end Dec. 31	FY22		FY23		FY24E		FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	537,192	482,314	589,065	681,165	Cash	69,323	79,227	98,379	122,384								
COGS	463,047	409,910	485,126	565,364	Marketable securities	5,554	3,073	4,075	4,075								
Gross profit	74,145	72,405	103,939	115,801	A/R & N/R	91,311	86,817	108,777	125,784								
Operating expense	61,162	61,241	69,483	77,411	Inventory	142,472	122,790	156,968	182,930								
Operating profit	12,982	11,164	34,456	38,389	Others	13,538	15,270	15,270	15,270								
Total non-operate. Inc.	8,633	10,930	11,978	9,800	Total current asset	322,198	307,177	383,469	450,444								
Pre-tax profit	21,616	22,094	46,434	48,187	Long-term invest.	95,780	118,666	118,666	118,666								
Total Net profit	16,831	17,890	37,889	38,549	Total fixed assets	19,495	20,082	21,545	23,007								
Minority	2,141	1,962	2,449	1,900	Total other assets	23,363	23,204	23,204	23,204								
Net Profit	14,691	15,928	35,440	36,649	Total assets	471,165	480,082	546,884	615,321								
EPS (NT\$)	19.78	21.44	47.71	49.34	Short-term Borrow	48,897	16,239	16,239	16,239								
Y/Y %	FY22	FY23	FY24E	FY25F	A/P & N/P	51,368	56,967	64,107	74,710								
Sales	0.4	(10.2)	22.1	15.6	Other current liab.	122,411	124,346	160,642	208,698								
Gross profit	(32.8)	(2.3)	43.6	11.4	Total current liab.	222,677	197,552	240,988	299,647								
Operating profit	(73.7)	(14.0)	208.6	11.4	L-T borrow s	145	162	168	174								
Pre-tax profit	(63.4)	2.2	110.2	3.8	Other L-T liab.	21,454	23,386	23,386	23,386								
Net profit	(67.0)	8.4	122.5	3.4	Total liability.	244,276	221,100	264,542	323,207								
EPS	(67.0)	8.4	122.5	3.4	Common stocks	7,428	7,428	7,428	7,428								
Margins %	FY22	FY23	FY24E	FY25F	Reserves	11,744	12,381	12,381	12,381								
Gross	13.8	15.0	17.6	17.0	Retain earnings	207,717	239,174	262,534	272,306								
Operating	2.4	2.3	5.8	5.6	Total Equity	226,889	258,982	282,342	292,114								
EBITDA	4.3	4.5	8.1	6.2	Total Liab. & Equity	471,165	480,082	546,884	615,321								
Pre-tax	4.0	4.6	7.9	7.1													
Net	2.7	3.3	6.0	5.4													

Comprehensive Quarterly Income Statement					Consolidated Statement of Cash flow												
	1Q24		2Q24		3Q24		4Q24E		Year-end Dec. 31	FY22		FY23		FY24E		FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	121,697	144,907	166,561	155,901	Net income	14,691	15,928	35,440	36,649								
Gross profit	19,532	28,018	29,884	26,503	Dep & Amort	2,621	2,771	3,461	3,663								
Operating profit	4,848	11,498	11,675	6,436	Investment income	0	0	-1,608	0								
Total non-ope inc.	2,429	4,150	4,229	1,170	Changes in W/C	-13,152	34,985	-48,998	-32,366								
Pre-tax profit	7,276	15,649	15,904	7,606	Other adjustment	-19,881	-1,598	-1,598	-1,598								
Net profit	5,447	11,804	12,504	5,685	Cash flow – ope.	-15,721	52,087	-13,302	6,349								
EPS	7.33	15.89	16.83	7.65	Capex	-1,494	-1,462	-1,462	-1,462								
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	Change in L-T inv.	-460	740	0	0								
Net sales	9.2	25.2	23.3	29.7	Other adjustment	3,399	2,929	0	0								
Gross profit	82.3	73.2	20.9	27.5	Cash flow –inve.	1,445	2,206	-1,462	-1,462								
Operating profit	(255.3)	570.7	29.1	82.6	Free cash flow	-17,216	50,625	-14,765	4,886								
Net profit	(423.8)	356.4	12.7	44.7	Inc. (Dec.) debt	39,469	-32,609	40	40								
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	Cash dividend	-31,196	-11,141	-12,080	-26,878								
Net sales	1.3	19.1	14.9	(6.4)	Other adjustment	-6,828	45,957	45,957	45,957								
Gross profit	(6.1)	43.5	6.7	(11.3)	Cash flow-Fin.	1,445	2,206	33,917	19,119								
Operating profit	37.5	137.2	1.5	(44.9)	Exchange influence	8,971	851	0	0								
Net profit	38.7	116.7	5.9	(54.5)	Change in Cash	1,510	9,904	19,152	24,005								
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	Ratio Analysis												
Gross	16.0	19.3	17.9	17.0	Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F								
Operating	4.0	7.9	7.0	4.1	ROA	3.01	3.35	6.90	6.31								
Net	4.5	8.1	7.5	3.6	ROE	6.21	6.56	13.09	12.76								

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.