

微星 (2377 TT) Micro-Star International

1Q25 新顯卡上市，有助電競需求向上，惟北美市場競爭壓力仍大

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$175.0

收盤價 (2024/12/25)：NT\$184.5

隱含漲幅：-5.1%

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	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	175.0	170.0
2024年營收 (NT\$/十億)	198.5	197.4
2024年EPS	9.7	9.6

交易資料表

市值	NT\$155,880百萬元
外資持股比率	23.2%
董監持股比率	11.2%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$63.50
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	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	182,966	198,470	221,164	242,698
營業利益	8,810	8,566	11,578	12,694
稅後純益	7,533	8,233	10,417	11,304
EPS (元)	8.92	9.74	12.33	13.38
EPS YoY (%)	-24.4	9.3	26.5	8.5
本益比 (倍)	20.7	18.9	15.0	13.8
股價淨值比 (倍)	3.1	2.9	2.7	2.5
ROE (%)	15.3	15.4	17.7	17.8
現金殖利率 (%)	2.9%	3.2%	4.1%	4.4%
現金股利 (元)	5.40	5.90	7.50	8.20

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuanta.com

余鈴華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

估第四季 EPS 2.25 元，季增 10%，年增 157%，比前次預估上修 7%，主因上調營收 2%及加入匯兌收益 1 億元。

下半年北美 NB 競爭激烈，加上缺乏新品，殺價壓力再現，估 3Q/4Q 毛利率由上半年 13.03%降至 12.68%/12.45%。

雖有新顯卡推出利多，但北美 NB 市場競爭激烈，毛利率承壓，維持中立評等。目標價 175 元係根據 2025 年 EPS、14 倍本益比推得。

第四季 MB 進入淡季，但電競 NB 銷售旺季，估營收季持平

第四季 MB 進入淡季，但電競 NB 銷售旺季，估營收季持平至 521 億元，年增 6%，由於北美 NB 市場價格競爭仍在，估毛利率季減 0.23 百分點至 12.45%。營業利益 20 億元，季減 6%，年增 46%。業外方面，台幣第四季至今貶值 3.2%，估匯兌收益 1 億元，加上在利息收入及其他收益挹注下，估獲利 2.7 億元。合計稅後 19 億元，季增 10%，年增 157%，EPS 2.25 元，比前次預估上修 7% (主因上調營收 2%及加入匯兌收益)。

1Q25 GPU 新品推出，有助電競需求向上

NVIDIA 在美國 CES 展(1/7~1/10)將發表新產品，50 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。另外 AMD 計畫在 CES 2025 上展示一系列產品，其中包含了 RDNA 4 架構 GPU，在 2025 年 1 月至少會推出一款 RX 8000 系列顯示卡。因此估微星 2024/25 年電競 NB 營收年增 12%/13% (前次估為 8%/11%)。明年第一季受惠 Nvidia 50 系列新品，加上大陸農曆年 MB 小旺季，估營收季增 2%，年增 12%。EPS 2.6 元，季增 15%，年減 12%。

下半年北美 NB 市場價格競爭增大，毛利率承壓

下半年北美 NB 競爭激烈，加上缺乏新品，殺價壓力再現，估 3Q/4Q 毛利率由上半年 13.03%降至 12.68%/12.45%。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，估毛利率略回升至 13.46%，年增 0.68 百分點。

預估 2024/25 年整體營收年增 8%/11%，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%，2024/25 年 EPS 9.74/12.33 元，年增 9%/27% (比原估略上修 2%/1%)。

營運分析

第四季 MB 進入淡季，但電競 NB 銷售旺季，估營收季持平，年增 6%

第四季 MB 進入淡季，但電競 NB 銷售旺季，估營收季持平至 521 億元，年增 6%，由於北美 NB 市場價格競爭仍在，估毛利率季減 0.23 百分點至 12.45%。營業利益 20 億元，季減 6%，年增 46%，調高 2.5%。業外方面，台幣第四季至今貶值 3.2%，估匯兌收益 1 億元，加上在利息收入及其他收益挹注下，估獲利 2.7 億元。合計稅後 19 億元，季增 10%，年增 157%，EPS 2.25 元，比前次預估上修 7% (主因上調營收 2%及加入匯兌收益)。

圖 1：2024 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	52,084	0	6.0%	50,995	52,473	2.1%	-0.7%
營業毛利	5,292	6,604	6,483	-1.8%	22.5%	6,341	6,877	2.2%	-5.7%
營業利益	1,371	2,128	2,003	-5.9%	46.1%	1,955	2,541	2.5%	-21.2%
稅前利益	801	2,174	2,277	4.7%	184.3%	2,131	2,722	6.8%	-16.3%
稅後淨利	740	1,732	1,901	9.8%	157.0%	1,779	2,230	6.8%	-14.7%
調整後 EPS (元)	0.88	2.05	2.25	9.8%	157.1%	2.11	2.64	6.8%	-14.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	10.8%	12.7%	12.5%	-0.2	1.7	12.4%	13.1%	0.0	-0.7
營業利益率	2.8%	4.1%	3.9%	-0.2	1.1	3.8%	4.8%	0.0	-1.0
稅後純益率	1.5%	3.3%	3.7%	0.3	2.2	3.5%	4.2%	0.2	-0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1Q25 GPU 新品推出，有助電競需求向上

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。另外 AMD 計畫在 CES 2025 上展示一系列產品，其中包含了 RDNA 4 架構 GPU，在 2025 年 1 月至少會推出一款 RX 8000 系列顯示卡。因此估微星 2024/25 年電競 NB 營收年增 12%/13% (前次估為 8%/11%)。

明年第一季受惠 Nvidia 50 系列新品，加上大陸農曆年 MB 小旺季，估營收季增 2%至 532 億元，年增 12%

明年第一季受惠 Nvidia 50 系列新品，加上大陸農曆年 MB 小旺季，估營收季增 2%至 532 億元，年增 12%。新品加上規模經濟上升，估毛利率季增 0.44 百分點至 12.89%。營業利益 23.87 億元，季增 19%，年增 7%。業外在利息收入及其他收益挹注下，估獲利 2.8 億元。合計稅後 21.9 億元，季增 15%，年減 12%，EPS 2.6 元，比前次預估上修 2% (主因略上調營收)。

圖 2：Nvidia 40 系列性價比降低，1Q25 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 3：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24F	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	47,627	52,084	53,191	2.1%	11.7%	51,747	52,962	2.8%	0.4%
營業毛利	6,040	6,483	6,855	5.7%	13.5%	6,673	7,287	2.7%	-5.9%
營業利益	2,229	2,003	2,387	19.1%	7.1%	2,326	3,040	2.6%	-21.5%
稅前利益	2,991	2,277	2,671	17.3%	-10.7%	2,611	3,262	2.3%	-18.1%
稅後淨利	2,492	1,901	2,193	15.4%	-12.0%	2,144	2,650	2.3%	-17.2%
調整後 EPS (元)	2.95	2.25	2.60	15.4%	-12.0%	2.54	3.14	2.3%	-17.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	12.7%	12.5%	12.9%	0.4	0.2	12.9%	13.8%	0.0	-0.9
營業利益率	4.7%	3.9%	4.5%	0.6	-0.2	4.5%	5.7%	0.0	-1.3
稅後純益率	5.2%	3.7%	4.1%	0.5	-1.1	4.1%	5.0%	0.0	-0.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

AI server 明年可望貢獻業績

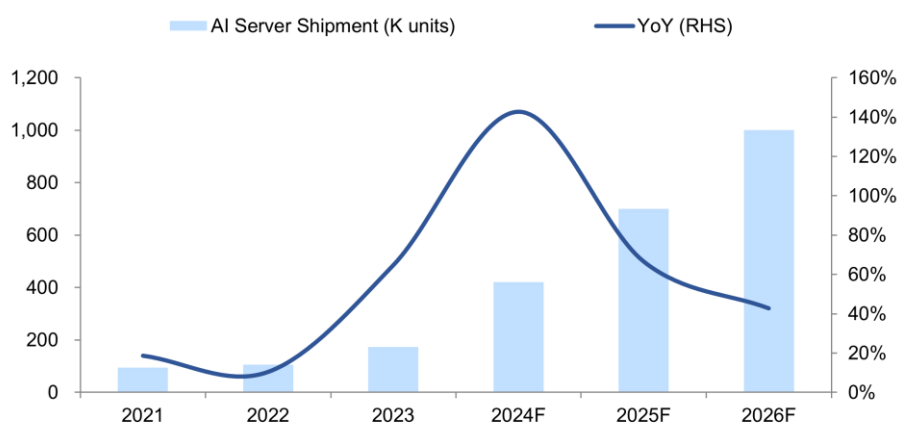
微星過去 server 事業忽略白牌市場，2023 年開始組織重整，在做人力擴充(目前 250 人)，過去專注資安、工廠自動化的 server 客戶，AI Server 目前在產品開發階段，還在等待客戶的認證，目前有規劃 L6/L10/L11，在美國有小工廠服務當地的客戶。

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 推出，估計 2025 年上半年小量生產，下半年開始量產，2025/26 年有機會貢獻營收 3%/5%。

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

黑神話悟空對微星顯卡業務較有利

《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。明年初 50 系列顯卡推出，效能提升，加上量擴大，貢獻可望增加。

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

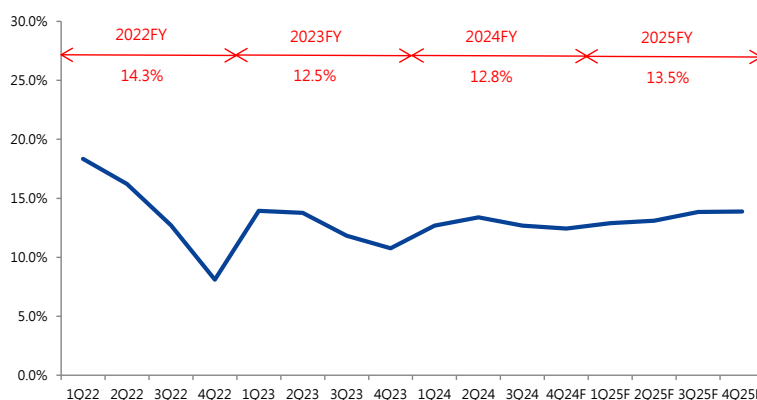


資料來源：網路

下半年北美 NB 市場價格競爭增大，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 NB 競爭激烈，加上缺乏新品，殺價壓力再現，估 3Q/4Q 毛利率再降至 12.68%/12.45%。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 13.46%，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

略上修 2024/25 年稅後 2%/1%

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%/4%。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 50 系列大改款 GPU，有助 VGA 出貨增加，估 2024/25 年 VGA 營收成長 8%/17%。

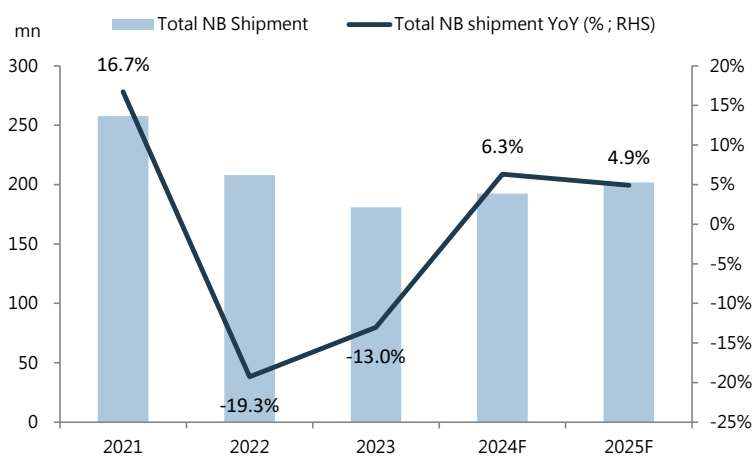
預估 2024/25 年整體營收年增 8%/11%至 1,985/2,212 億元，促銷活動雖減少，但市場競爭仍存在，估毛利率由 2023 年 12.5%略回升至 12.8%/13.5%，營業利益 86/116 億元，年減 3%/年增 35%，2024/25 年 EPS 9.74/12.33 元，年增 9%/27% (比原估上修 2%/1%，主因略上調營收，第四季估入匯兌收益)。

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%。

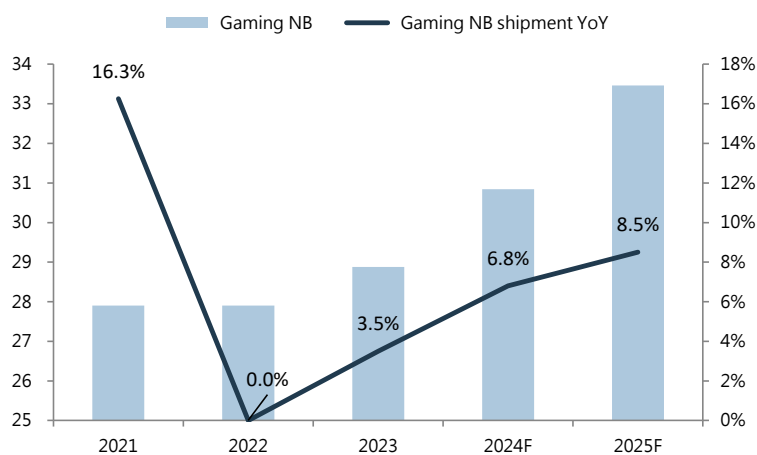
電競筆電具剛性需求，2022 年即使 PC 清庫存，出貨年持平，比其他電腦產品佳。2023 年恢復成長 4%，2024/25 年受惠大陸黑神話悟空熱賣及 NVIDIA 二年一次 GPU 大改款，出貨可望年增 7%/9%，是 PC 下游少數維持成長的產品。微星在電競產品含：NB、主機板、繪圖卡等，目前營收比重超過 70%，在 PC 不景氣時，此部分銷售具有支撐。

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

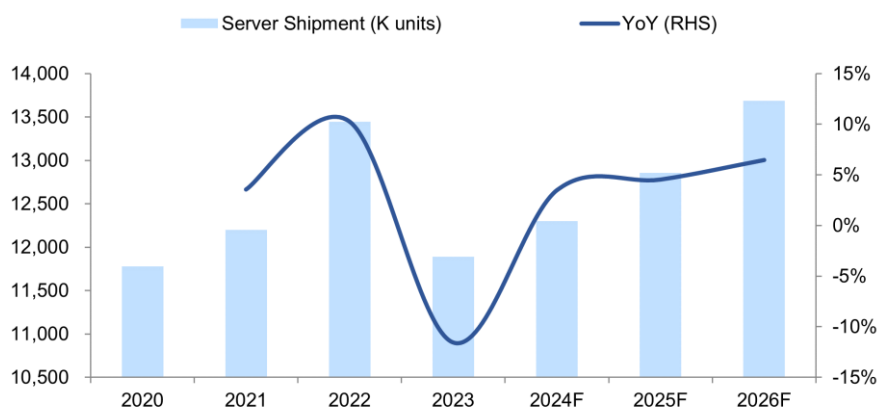


資料來源：Digitimes、元大投顧整理

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

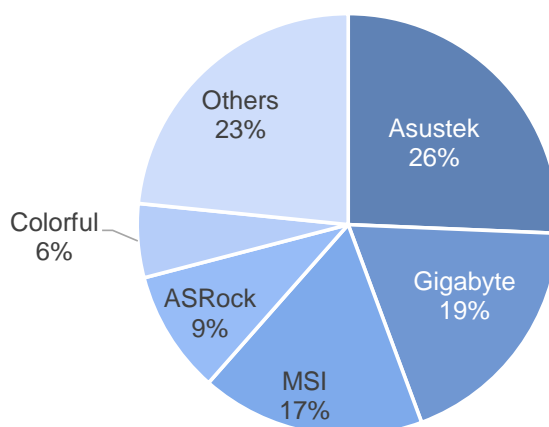


資料來源：元大投顧預估

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

略調升 2024/25 年稅後淨利 2%/1%

第四季電競舊品清庫存，毛利率承壓，但營收可望向上，因此略上調 2024/25 年營收 1%/1%至 1,985/2,212 億元，年增 8%/11%。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 86/116 億元，年減 3%/年增 35%，2024/25 年 EPS 9.74/12.33 元，年增 9%/27% (比原估上修 2%/1%，主因略上調營收，第四季估入匯兌收益 1 億元)。

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	198,470	197,380	221,164	219,261	0.6%	0.9%
營業毛利	25,374	25,232	29,759	29,508	0.6%	0.9%
營業利益	8,566	8,518	11,578	11,488	0.6%	0.8%
稅前利益	10,158	10,012	12,735	12,608	1.5%	1.0%
稅後淨利	8,233	8,111	10,417	10,313	1.5%	1.0%
調整後 EPS (元)	9.74	9.60	12.33	12.21	1.5%	1.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	12.8%	12.8%	13.5%	13.5%	0	0
營業利益率	4.3%	4.3%	5.2%	5.2%	0	0
稅後純益率	4.2%	4.1%	4.7%	4.7%	0	0

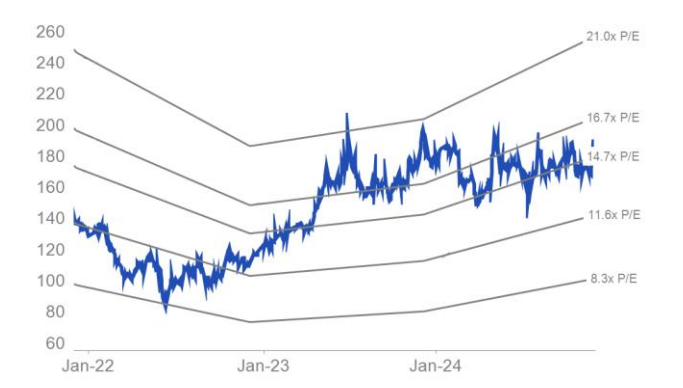
資料來源：公司資料、元大投顧預估

維持“持有-超越同業”，目標價 175 元，潛在下跌空間 5.1%

2025 年來看，微星本益比 15.0 倍，與 OBM 同業華碩、宏碁平均本益比 15.4 倍相當，高於 ODM 同業廣達、仁寶、緯創、和碩等平均本益比 13.2 倍，顯示公司評價合理。

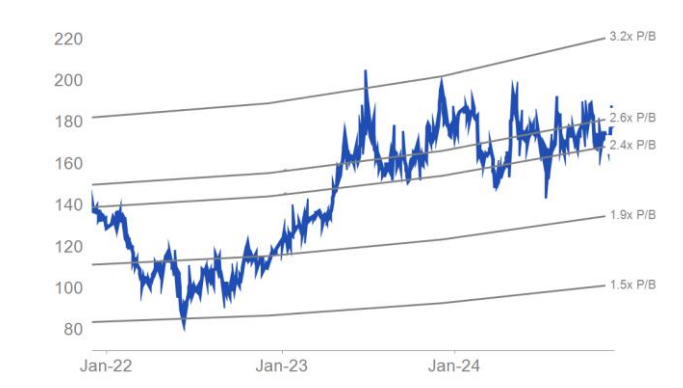
微星經過 2022 年調整庫存後，體質恢復，2023 年營收恢復成長，加上去年的促銷活動減緩，2024 年上半年毛利率開始回升，但下半年受北美 PC 市場重啟競爭，加上缺乏新品，毛利率下滑，造成獲利不佳，短期業績及毛利率承壓，維持「持有-超越同業」評等。目標本益比同先前 14 倍，以 2025 年 EPS 12.33 元計算，目標價 175 元，潛在下跌空間 5.1%。

圖 12：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 13：12 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 14：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	184.5	4,723	8.92	9.74	12.33	20.7	18.9	15.0	(24.4)	9.3	26.5
OBM 同業													
宏碁	2353	持有-超越同業	39.0	3,572	1.6	1.9	2.1	23.7	21.0	18.9	(1.4)	13.2	10.8
華碩	2357	買進	613.0	13,979	21.4	48.3	51.4	28.6	12.7	11.9	8.4	125.0	6.6
技嘉	2376	買進	282.0	5,750	7.5	14.2	18.3	37.8	19.8	15.4	(27.5)	90.6	29.0
OBM 同業平均					10.2	21.4	23.9	30.0	17.8	15.4	(6.9)	76.3	15.4
ODM 同業													
廣達	2382	買進	292.0	34,398	10.3	15.2	20.0	28.4	19.2	14.6	37.0	47.7	31.6
緯創	3231	未評等	108.0	9,529	4.1	6.2	8.6	26.5	17.4	12.6	1.7	52.5	37.4
仁寶	2324	買進	38.1	5,064	1.8	2.6	3.1	21.7	14.9	12.2	5.2	45.5	22.3
和碩	4938	持有-超越同業	92.8	7,531	5.7	6.3	7.0	16.3	14.6	13.2	0.7	11.2	10.9
ODM 同業平均					5.5	7.6	9.7	23.2	16.5	13.2	11.2	39.2	25.5

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 15：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	184.5	4,723	15.3	15.4	17.7	59.39	63.50	69.67	3.1	2.9	2.7
OBM 同業													
宏碁	2353	持有-超越同業	39.0	3,572	7.5	7.5	8.2	24.5	24.9	25.0	1.6	1.6	1.6
華碩	2357	買進	613.0	13,979	7.4	13.7	14.2	322.9	352.1	363.5	1.9	1.7	1.7
技嘉	2376	買進	282.0	5,750	12.9	22.1	24.9	59.0	64.2	73.6	4.8	4.4	3.8
OBM 同業平均					9.3	14.4	15.8	135.4	147.1	154.0	2.8	2.6	2.4
ODM 同業													
廣達	2382	買進	292.0	34,398	21.9	26.4	30.5	48.2	57.5	65.6	6.1	5.1	4.5
緯創	3231	未評等	108.0	9,529	11.4	15.6	19.3	37.1	41.9	46.2	2.9	2.6	2.3
仁寶	2324	買進	38.1	5,064	7.0	8.4	9.9	27.1	30.4	31.6	1.4	1.3	1.2
和碩	4938	持有-超越同業	92.8	7,531	8.0	8.7	9.3	70.9	73.2	76.0	1.3	1.3	1.2
ODM 同業平均					12.1	14.8	17.2	45.8	50.7	54.8	2.9	2.5	2.3

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 16：季度及年度簡明損益表 (合併)

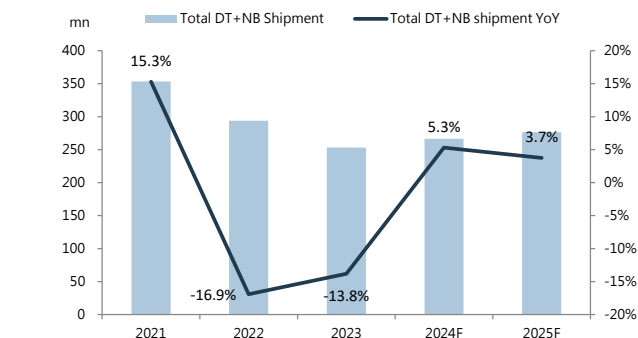
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	47,627	46,672	52,087	52,084	53,191	53,527	57,128	57,318	198,470	221,164
銷貨成本	(41,587)	(40,424)	(45,483)	(45,602)	(46,336)	(46,510)	(49,208)	(49,351)	(173,096)	(191,405)
營業毛利	6,040	6,248	6,604	6,483	6,855	7,017	7,920	7,967	25,374	29,759
營業費用	(3,811)	(4,042)	(4,476)	(4,479)	(4,468)	(4,443)	(4,570)	(4,700)	(16,808)	(18,181)
營業利益	2,229	2,206	2,128	2,003	2,387	2,574	3,350	3,267	8,566	11,578
業外利益	762	511	46	274	284	298	303	272	1,592	1,157
稅前純益	2,991	2,716	2,174	2,277	2,671	2,872	3,653	3,539	10,158	12,735
所得稅費用	(499)	(609)	(442)	(376)	(478)	(592)	(665)	(584)	(1,925)	(2,319)
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	1,901	2,193	2,281	2,988	2,955	8,233	10,417
調整後每股盈餘(NT\$)	2.95	2.49	2.05	2.25	2.60	2.70	3.54	3.50	9.74	12.33
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%	12.5%	12.9%	13.1%	13.9%	13.9%	12.8%	13.5%
營業利益率	4.7%	4.7%	4.1%	3.9%	4.5%	4.8%	5.9%	5.7%	4.3%	5.2%
稅前純益率	6.3%	5.8%	4.2%	4.4%	5.0%	5.4%	6.4%	6.2%	5.1%	5.8%
稅後純益率	5.2%	4.5%	3.3%	3.7%	4.1%	4.3%	5.2%	5.2%	4.2%	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%	0	2.1%	0.6%	6.7%	0.3%		
營業利益	62.6%	-1.1%	-3.5%	-5.9%	19.2%	7.8%	30.1%	-2.5%		
稅後純益	237.0%	-15.4%	-17.8%	9.8%	15.4%	4.0%	31.0%	-1.1%		
調整後每股盈餘	237.0%	-15.4%	-17.8%	9.8%	15.4%	4.0%	31.0%	-1.1%		
年增率(%)										
營業收入	9.2%	13.0%	6.5%	6.0%	11.7%	14.7%	9.7%	10.0%	8.5%	11.4%
營業利益	-19.8%	-9.5%	-4.2%	46.1%	7.1%	16.7%	57.4%	63.1%	-2.8%	35.2%
稅後純益	1.1%	6.5%	-26.3%	157.0%	-12.0%	8.2%	72.5%	55.4%	9.3%	26.5%
調整後每股盈餘	1.1%	6.5%	-26.3%	157.1%	-12.0%	8.2%	72.5%	55.4%	9.3%	26.5%

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

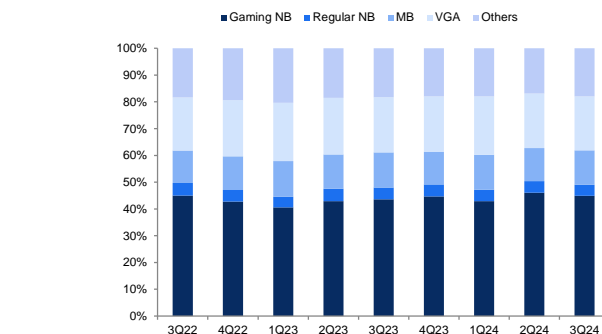
微星成立於 1986 年 8 月，為電腦主機板和顯示卡領導廠商，2000 年科技泡沫後，一度成長放緩。2010 年跨入電競相關產品，業績加速成長。產品組合(2023 年) NB 約 47% (近 90%為電競)，為最大產品項目；其次繪圖卡 21%，主機板 13%，其他(含車用、Server、工業電腦等) 19%。主要工廠設在台灣中和、大陸昆山及深圳，銷售區域：亞太最高，占 38%，其次美洲 32%，歐洲 30%。微星的 MSI 目前為全球第二大電競 NB 品牌，僅次於華碩 ROG。

圖 17：全球 PC 銷量預估



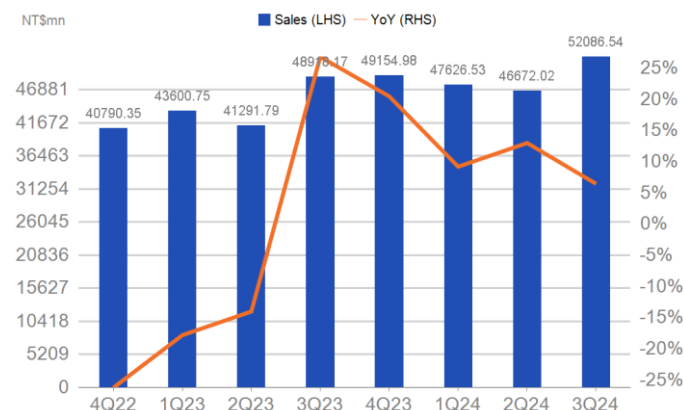
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



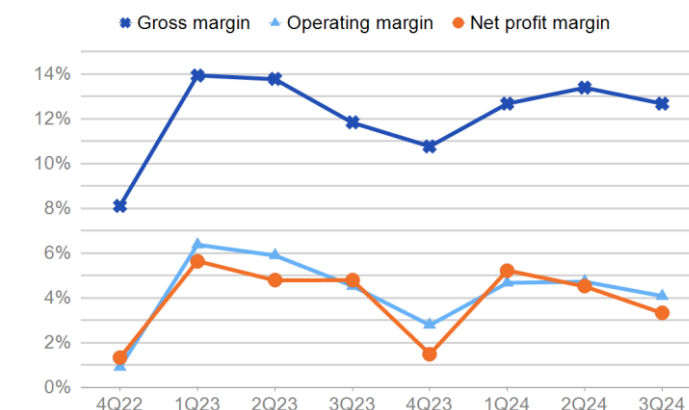
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



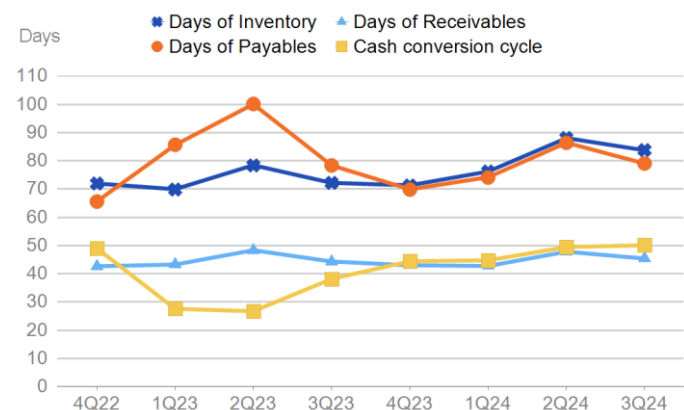
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



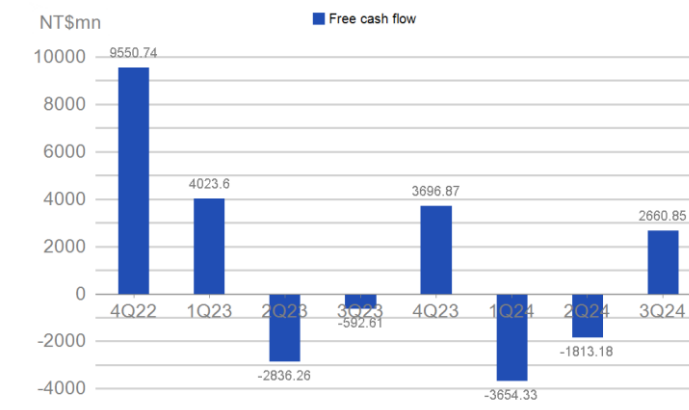
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：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 23：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 (2024/12/25)

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	27,475	25,773	29,125	29,015	32,434
存貨	29,295	33,395	35,843	40,719	43,327
應收帳款及票據	19,006	20,219	22,090	26,385	28,139
其他流動資產	2,822	2,787	2,414	2,289	2,159
流動資產	78,598	82,174	89,473	98,408	106,060
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	5,522	5,239	4,632	4,107	3,592
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	2,732	3,111	3,181	3,256	3,336
非流動資產	8,254	8,350	7,813	7,363	6,928
資產總額	86,853	90,524	97,286	105,771	112,988
應付帳款及票據	24,671	24,435	27,731	31,002	33,472
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	12,970	14,992	14,992	14,992	14,992
流動負債	37,641	39,427	42,723	45,994	48,464
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	814	916	916	916	916
長期負債	814	916	916	916	916
負債總額	38,454	40,344	43,639	46,910	49,380
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	39,848	41,804	45,476	50,906	55,873
什項權益	(703)	(877)	(1,083)	(1,299)	(1,519)
歸屬母公司之權益	48,399	50,180	53,647	58,861	63,608
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	48,399	50,180	53,647	58,861	63,608

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	9,963	7,533	8,233	10,417	11,304
折舊及攤提	1,403	1,375	1,210	1,105	1,105
本期營運資金變動	10,097	(5,788)	(920)	(5,899)	(1,893)
其他營業資產 及負債變動	(5,824)	1,842	269	125	130
營運活動之現金流量	15,639	4,962	8,792	5,748	10,646
資本支出	(821)	(644)	(603)	(580)	(590)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(21)	39	(70)	(75)	(80)
投資活動之現金流量	(842)	(605)	(673)	(655)	(670)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(2,000)	0	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(8,870)	(5,576)	(4,560)	(4,987)	(6,337)
其他調整數	(265)	(323)	(206)	(216)	(220)
融資活動之現金流量	(11,135)	(5,898)	(4,766)	(5,203)	(6,557)
匯率影響數	159	(161)	0	0	0
本期產生現金流量	3,821	(1,703)	3,353	(110)	3,419
自由現金流量	14,818	4,318	8,189	5,168	10,056

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	180,411	182,966	198,470	221,164	242,698
銷貨成本	(154,683)	(160,120)	(173,096)	(191,405)	(210,114)
營業毛利	25,728	22,846	25,374	29,759	32,584
營業費用	(15,032)	(14,036)	(16,808)	(18,181)	(19,890)
推銷費用	(8,885)	(8,035)	(9,717)	(10,226)	(11,189)
研究費用	(4,397)	(4,283)	(5,272)	(6,048)	(6,619)
管理費用	(1,704)	(1,700)	(1,816)	(1,907)	(2,081)
其他費用	(46)	(18)	(3)	0	0
營業利益	10,696	8,810	8,566	11,578	12,694
利息收入	146	457	460	441	416
利息費用	(69)	(42)	(56)	(29)	(29)
利息收入淨額	77	415	404	412	387
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	1,953	(14)	1,126	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(442)	(34)	62	745	732
稅前純益	12,284	9,177	10,158	12,735	13,814
所得稅費用	(2,321)	(1,644)	(1,925)	(2,319)	(2,510)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	9,963	7,533	8,233	10,417	11,304
稅前息前折舊攤銷前淨利	13,725	10,579	7,356	10,473	11,589
調整後每股盈餘 (NT\$)	11.79	8.92	9.74	12.33	13.38

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	(10.6)	1.4	8.5	11.4	9.7
營業利益	(46.5)	(17.6)	(2.8)	35.2	9.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	(37.3)	(22.9)	(30.5)	42.4	10.7
稅後純益	(41.1)	(24.4)	9.3	26.5	8.5
調整後每股盈餘	(41.1)	(24.4)	9.3	26.5	8.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	14.3	12.5	12.8	13.5	13.4
營業利益率	5.9	4.8	4.3	5.2	5.2
稅前息前淨利率	6.8	5.0	4.3	5.2	5.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	7.6	5.8	3.7	4.7	4.8
稅前純益率	6.8	5.0	5.1	5.8	5.7
稅後純益率	5.5	4.1	4.2	4.7	4.7
資產報酬率	10.6	8.5	8.5	9.9	10.0
股東權益報酬率	20.9	15.3	15.4	17.7	17.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	79.5	80.4	81.4	79.7	77.6
淨負債權益比(%)	(56.8)	(51.4)	(54.4)	(49.5)	(51.3)
利息保障倍數 (倍)	--	--	182.9	444.7	475.7
流動比率 (%)	208.8	208.4	209.5	214.2	219.2
速動比率 (%)	125.1	118.1	125.7	125.7	129.8
淨負債 (NT\$百萬元)	(27,475)	(25,773)	(29,175)	(29,125)	(32,609)
調整後每股淨值 (NT\$)	57.28	59.39	63.50	69.67	75.29
評價指標 (倍)					
本益比	15.7	20.7	18.9	15.0	13.8
股價自由現金流量比	10.5	36.1	19.0	30.2	15.5
股價淨值比	3.2	3.1	2.9	2.7	2.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	11.4	14.7	21.2	14.9	13.5
股價營收比	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6

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>.