

華碩 (2357 TT) Asustek

DeepSeek 效應可望帶動 AI PC 及顯卡業務增加，華碩為主要受惠股

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$810.0

收盤價 (2025/02/07)：NT\$665.0
隱含漲幅：21.8%

營收組成 (3Q24)

System 64%、Open Platform 34%、AIoT 2%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	810	720
2025年營收 (NT\$/十億)	672.3	655.2
2025年EPS	53.8	51.4

交易資料表

市值	NT\$493,960百萬元
外資持股比率	49.6%
董監持股比率	5.5%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$365.83
負債比	46.8%
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	482,314	585,962	672,271	743,653
營業利益	11,164	34,399	39,351	41,578
稅後純益	15,928	35,828	39,949	43,360
EPS (元)	21.44	48.24	53.79	58.38
EPS YoY (%)	8.4	124.9	11.5	8.5
本益比 (倍)	31.0	13.8	12.4	11.4
股價淨值比 (倍)	2.1	1.9	1.8	1.8
ROE (%)	7.4	13.7	14.7	15.4
現金殖利率 (%)	2.6%	5.7%	6.3%	6.9%
現金股利 (元)	17.00	38.00	42.00	46.00

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

- ◆ DeepSeek 低價 AI 模型上市造成轟動，有助 AI 推廣，消費應用端 AI PC、VGA 卡、IPC、機器人等有利，華碩相關產品占比超過 80%。
- ◆ 1Q25 PC 進入淡季，營收季減 4%，年增 18%，估 EPS 10.65 元，季增 30%，年增 45%，表現仍佳。
- ◆ DeepSeek 效應可望帶動華碩 AI PC 及顯卡業務增加，維持買進評等。目標價 810 元係以 2025 年 EPS 53.79 元、15 倍本益比推得。

DeepSeek 低價 AI 模型上市造成市場轟動，華碩為主要受惠股

DeepSeek 成為中國及美國 Apple Store 免費 App 下載榜榜首，截至目前，DeepSeek 仍名列蘋果應用商店 157 個國家的第一名。DeepSeek 上線 20 天，每日活躍用戶數量(DAU)就突破 2,000 萬，達到 ChatGPT 逾 40%，成為全球 DAU 增速最快的 AI 公司。DeepSeek 使用低成本優勢，開發出便利的 AI 軟體及平台，該公司將程式採取開源策略，消費者免費使用其成果，有利 AI 加速普及，對於消費應用端 AI PC、VGA 卡、IPC、機器人等產業有利，華碩相關業務占營收比重超過 80%，為主要受惠股。

估 1Q25 EPS 10.65 元，季增 30%，年增 45%，表現仍佳

4Q24 PC 進入淡季，營收季減 11%，年增 25%，估 EPS 8.18 元，季減 51%，年增 55%，表現仍強勁(與原預估相當)。1Q25 為 PC 傳統淡季，但因輝達推出 50 系列新 GPU，推升電競業務成長，估品牌營收季減 4%，年增 18%。受輝達新電競產品推出，預估毛利率季持平至 16.3%。估稅後獲利 79.1 億元，季增 30%，年增 45%，EPS 10.65 元，比先前預估調高 1%。

上修 2025 年 EPS 5%，主因 DeepSeek 可望帶動 AI PC 及顯卡業務增加

2024 年 NB 需求上揚，及 DeepSeek 低價 AI 模型效應，帶動 AI PC 出貨提高，估 2024/25 年華碩 PC 營收成長 15%/10%。零組件部門(MB+VGA)受惠輝達 50 系列新產品及 DeepSeek 帶動顯卡效應，估 2024/25 年成長 3%/12%。合計 2024/25 年營收年增 22%/14%，毛利率回升至正常 16.71%/16.73% (2024 年有存貨跌價損失回轉多貢獻毛利率 0.5~1%)，營業利益 319/395 億元，年增 282%/24%，下調 1%/上調 6% (主因 DeepSeek 可望帶動 AI PC 及顯卡業務增加)，EPS 48.24/53.79 元，年增 125%/12%，2025 年比先前預估上修 5%，2024 年則與原預期相當。以 2025 年 EPS 53.79 元、15 倍本益比推得目標價 810 元，維持買進建議。

DeepSeek 低價 AI 模型上市造成市場轟動，華碩為主要受惠股

DeepSeek 成為中國及美國 Apple Store 免費 App 下載榜榜首，部分地區下載量超過 ChatGPT。截至目前，DeepSeek 仍名列蘋果應用商店 157 個國家的第一名。DeepSeek 上線 20 天，每日活躍用戶數量(DAU)就突破 2,000 萬，達到 ChatGPT 逾 40%，成為全球 DAU 增速最快的 AI 公司。

在中國晶片被限制的狀況下，DeepSeek 僅使用 H800 算力較低晶片，560 萬美金完成開源式模型，遠低於 Open AI 開發成本 1 億美金，彰顯其低成本、高效率開發的優勢，導致市場擔憂 OpenAI、Google 等在 AI 模型和資料中心上投入大量資金的意義，也對於是否需要導入 AI Server 高算力產生疑慮。

分析 DeepSeek 成功因素(也是大陸低成本製造普遍做法)：

- 1) **分析 Open AI 的運作模式**：拆解 AI 先驅 Open AI 的運作模式，無論在 ChatGPT-4 的輸入/輸出模式、模型架構、推論邏輯、AI 生成模式...等。
- 2) **降低成本**：DeepSeek 在此使用蒸餾(Distillation)技術。所謂蒸餾技術在 AI 領域是一種模型壓縮技術，主要將一個大型且性能優異的模型(教師模型)中的知識轉移到一個較小的模型(學生模型)中，但學生模型保持教師相似性能且降低算力和電力資源消耗。內容可能包括：
 - a) **強化學習(Reinforcement Learning ; RL)**：不需給機器任何的資料，讓機器直接從互動中去學習，這是最接近大自然與人類原本的學習方式。但機器透過環境的正向、負向回饋(positive/negative reward)，從中自我學習，並逐步形成對回饋刺激(stimulus)的預期。
 - b) **監督式微調(Supervised Fine-Tuning ; SFT)**：電腦從標籤化(labeled)的資訊中分析模式後做出預測的學習方式。標記過的資料好比標準答案，電腦在學習的過程透過對比誤差，一邊修正達到更精準預測。
 - c) **MoE (Mixture of Experts ; 混合專家模型)**：結合多位專門的子模型，類似「專家」的概念，以便在其各自擅長領域發揮作用...等。
 - d) **FP8 精度**：一種浮點數表示格式，代表 8-bit 浮點數，為最新引入的數值精度形式，主要用於深度學習中的 AI 訓練和推論，目的在性能與數據精度之間取得更好的平衡。使用 FP8 可以大幅減少顯存和內存占用，運算速度顯著提升，GPU 能以更低的功耗執行 FP8 運算，相較於 FP16 或 FP32，能效比有顯著改善。
- 3) **開源策略**：相對於 Open AI 採用閉源環境，DeepSeek 改採開源策略，一般消費者可免費進入使用，大大推廣其使用率。

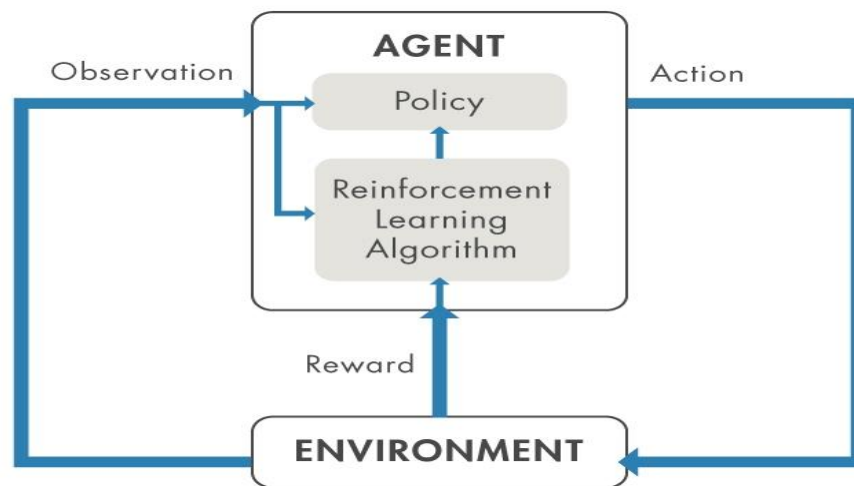
DeepSeek 的模型在程式撰寫、數學、邏輯...等任務中展現出強大的推理能力，能夠舉一反三，解決複雜問題，能力方面不輸給 Open AI，且成本低，造成大眾的喜愛。目前 DeepSeek 對於敏感性政治問題較無法答覆。

開源模型的崛起對消費者而言無疑利多，通常都是免費或低成本，這對於未來進一步推動 AI 技術進入更多消費性產品領域，如：AI PC、VGA 卡、IPC、機器人、資安等軟硬體設備。不僅降低技術普及的門檻，也為 AI 相關行業創造更多可能。

根據傑文斯悖論，資源的使用成本大幅降低，可能會因資源的應用場景大幅增加，導致該資源的市場需求不減反增。DeepSeek 降低成本的模式推廣後，因為普及化程度提高，造成消費者對 AI 需求快速增加，長期發展仍屬有利。

DeepSeek 使用低成本優勢，開發出便利的 AI 軟體及平台，該公司將程式採取開源策略，消費者免費使用其成果，有利 AI 加速普及，對於消費應用端 AI PC、VGA 卡、IPC、機器人等產業有利，華碩相關業務占營收比重超過 80%，為主要受惠股。

圖 1：強化學習示意圖



資料來源：網路

圖 2：DeepSeek AI 模型震撼業界



資料來源：DeepSeek

4Q24 PC 進入淡季，營收季減 11%，年增 25%，估 EPS 8.18 元，季減 51%，年增 55%，表現仍強勁

4Q24 PC 產品進入傳統淡季，品牌營收季減 11%至 1,403 億元，年增 25%。規模經濟下滑，加上 AI Server 出貨較多，預估毛利率季減 0.9 百分點至 16.3%。營業利益 54 億元，季減 51% (華碩每年第四季提列較多市場促銷及研發新產品費用，造成費用率增加較多)，年增 131%，比先前預期調降 7%，主因營收比先前預期略低。業外因台幣貶值 3.6%，估匯兌收益 3.7 億元，加上利息收入、投資收益、其他收入等挹注下，估共獲利 17.5 億元。合計稅後獲利 60.7 億元，季減 51%，年增 55%，EPS 8.18 元，與先前預估相當，主因將匯兌收益考慮進去。

圖 3：2024 年第 4 季財測與預估比較(品牌)

(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	111,943	156,743	140,285	-10.5%	25.3%	146,086	145,353	-4.0%	-3.5%
營業毛利	17,283	26,833	22,813	-15.0%	32.0%	23,919	22,098	-4.6%	3.2%
營業利益	2,341	11,137	5,418	-51.4%	131.4%	5,804	7,010	-6.7%	-22.7%
稅前利益	5,591	15,191	7,169	-52.8%	28.2%	7,185	8,433	-0.2%	-15.0%
稅後淨利	3,927	12,504	6,072	-51.4%	54.6%	6,086	6,662	-0.2%	-8.9%
調整後 EPS (元)	5.29	16.83	8.18	-51.4%	54.6%	8.19	8.97	-0.2%	-8.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	15.4%	17.1%	16.3%	-0.9	0.8	16.4%	15.2%	-0.1	1.1
營業利益率	2.1%	7.1%	3.9%	-3.2	1.8	4.0%	4.8%	-0.1	-1.0
稅後純益率	3.5%	8.0%	4.3%	-3.6	0.8	4.2%	4.6%	0.2	-0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1Q25 PC 進入淡季，營收季減 4%，年增 18%，估 EPS 10.65 元，季增 30%，年增 45%，表現仍佳

1Q25 NB 產品進入傳統淡季，但因輝達推出 50 系列新 GPU，推升電競業務成長，估品牌營收季減 4%至 1,351 億元，年增 18%。雖規模經濟下滑，但受輝達新電競產品推出，預估毛利率季持平至 16.3%。營業利益 80.3 億元，季增 48%，年增 73%，比先前預期調高 1%。業外在利息收入、投資收益、其他收入等挹注下，估共獲利 12.3 億元。合計稅後獲利 79.1 億元，季增 30%，年增 45%，EPS 10.65 元，比先前預估調高 1%。

圖 4：2025 年第 1 季財測與預估比較(品牌)

(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	114,106	140,285	135,095	-3.7%	18.4%	140,857	130,408	-4.1%	3.6%
營業毛利	16,953	22,813	22,077	-3.2%	30.2%	22,772	19,394	-3.1%	13.8%
營業利益	4,636	5,418	8,027	48.2%	73.1%	7,982	5,832	0.6%	37.6%
稅前利益	6,302	7,169	9,258	29.1%	46.9%	9,213	7,161	0.5%	29.3%
稅後淨利	5,447	6,072	7,914	30.3%	45.3%	7,876	5,728	0.5%	38.2%
調整後 EPS (元)	7.33	8.18	10.65	30.3%	45.3%	10.60	7.71	0.5%	38.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	14.9%	16.3%	16.3%	0.1	1.5	16.2%	14.9%	0.2	1.5
營業利益率	4.1%	3.9%	5.9%	2.1	1.9	5.7%	4.5%	0.3	1.5
稅後純益率	4.8%	4.3%	5.9%	1.5	1.1	5.6%	4.4%	0.3	1.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

積極導入 AI PC 及邊緣 AI，並取得成效

2025 年將是 AI PC 發展元年，華碩注意到市場 AI PC 趨勢，除與上游微軟、Intel 積極合作，推出 AI PC 產品。AI PC 必要條件是具備足夠的 AI 神經網路(NPU)以及記憶體，AI PC 要具備至少 40 TOPS 算力的 NPU，此部分 2H24 新產品均可滿足。

由於 AI PC 的要件從硬體規格來看零組件 CPU 及記憶體，因新增 NPU，CPU 的價格肯定會比傳統的高，再加上大語言模型的運算也需要記憶體，AI PC 平均售價比傳統 PC 高 0.5~1 倍，估增加整體毛利率 0.5%。華碩評估 2024 年 Copilot + PC 市佔率高於 25%，營收占比在 PC 系統產品達中高個位數，優於預期，使得公司營收及毛利率表現佳。2025 年在 Intel、AMD、高通等持續導入具 NPU 新平台(均會超過微軟定義 40 TOPS 以上產品)，加上 DeepSeek 低價 AI 模型上市的利多，有助推廣應用端，估 AI PC 滲透率進一步提升至 25~30%，有助華碩 PC 銷售向上，估 2024/25 年 PC 部門營收成長 15%/10%。

另外為趕上本波 AI 趨勢，華碩推出完整 AI 供應鏈，Cloud 端有 AI Server，個人消費端則有 AI PC、AI 手機，企業邊緣端則有相關的 IPC、AIoT 產品，可以一站式解決客戶所有問題，並滿足需求。

圖 5：華碩將對 AI 產品進行全方位發展

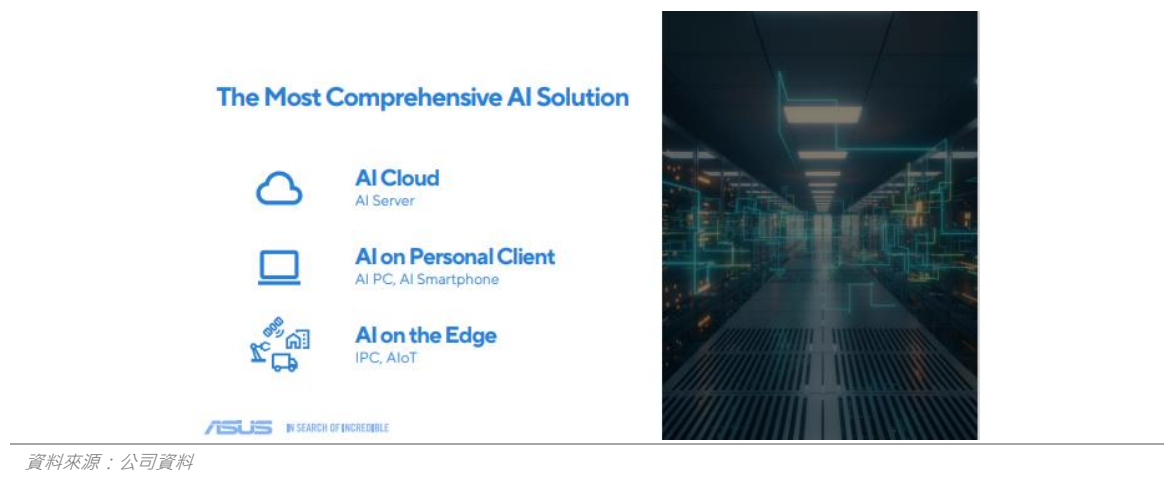



圖 6：NB 品牌大廠持續推出最新款 AI PC

	華碩 Zenbook A14	華碩 Vivobook 14	Acer Swift Go 14 AI
			
處理器	Qualcomm Snapdragon® X series; NPU 最高 45TOPS	Intel Core Ultra 7 ; NPU 最高 47 TOPS	Qualcomm Snapdragon® X series ; NPU 最高 45TOPS
記憶體	32 GB LPDDR5X	32 GB LPDDR5X	32 GB LPDDR5X
儲存 空間	1TB PCIe Gen4	1TB PCIe Gen4	1TB PCIe Gen4
GPU	Qualcomm® Adreno™	Intel Arc	Qualcomm® Adreno™
續航力	32hr	27hr	26hr
螢幕	OLED (1920x1200) 60Hz	OLED 3K (2880x1800) 120Hz	LCD (2560x1600) 120Hz
價格	USD 899 起 (約當 NTD 29,600)	NTD 42,000	NTD 49,900
特色	<div>●機身輕量材質：最輕 899 公克。</div> <div>●支援 Windows AI 功能，包括 Recall 回顧、Cocreator 圖像創作、影片即時字幕等等。</div>		
	<div>●機身輕：1.3 公斤。</div> <div>●支援 Windows AI 功能，包括 Recall 回顧、Cocreator 圖像創作、影片即時字幕等等。</div> <div>●Asus IceCool 散熱技術，雙風扇配備灰塵過濾器。</div>		
	<div>●機身輕：1.36 公斤。</div> <div>●支援 Windows AI 功能，包括 Recall 回顧、Cocreator 圖像創作、影片即時字幕等等。</div>		

資料來源：網路、元大投顧

圖 7：NB 品牌大廠持續推出最新款 AI PC (續)

	MSI Creator A16+	Lenovo ThinkBook Plus Gen 6 Rollable
		
處理器	AMD Ryzen™ AI 300 series ; 高達 50 NPU TOPS (80 total AI TOPS)	Intel Core Ultra 7
記憶體	32 GB LPDDR5	32GB LPDDR5X
儲存 空間	2TB PCIe Gen4	1TB PCIe Gen4
GPU	NVIDIA® GeForce RTX™ 4070 Laptop GPU 8GB GDDR6	Intel Arc
續航力	13hr	-
螢幕	MiniLED 4K UHD (3840x2400) 120Hz	OLED (2000x1600) ; 伸縮後可提升至(2000x2350)
價格	NTD 80,900	USD 3,500 (約當 NTD 115,000)

- 支援 Windows AI 功能，包括 Recall 回顧、Cocreator 圖像創作、影片即時字幕等等。
 - 微星 AI 智慧引擎：針對使用情境(ex 辦公、遊戲、會議等)自動調整硬體設定。
 - Cooler Boost 5 散熱模組：散熱導管同時通過 CPU 和 GPU。
- 可伸縮螢幕：螢幕加入捲動結構，可由原本的 14 吋拉長到 16.7 吋，螢幕空間增加近 50%。
 - 支援 Windows AI 功能，包括 Recall 回顧、Cocreator 圖像創作、影片即時字幕等等。
 - 預計 1H25 上市。

資料來源：網路、元大投顧

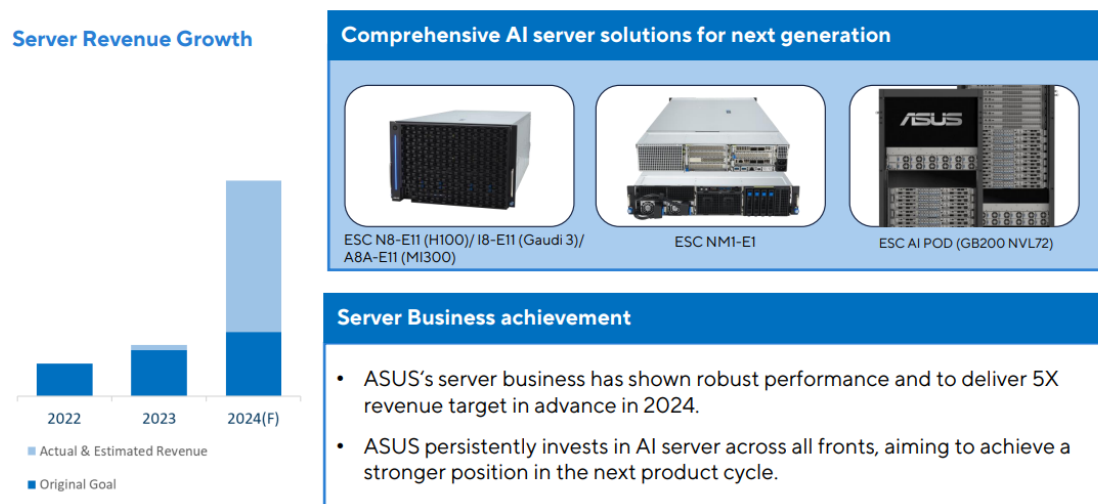
DeepSeek 低價效應，略下修高端 AI Server 出貨，但仍為 2025 年重要成長動能

美國 ChatGPT 在 2022 年底發行造成全球 AI 大流行，AI Server 變成四大 CSP 業者及全球 Data Center 建置重心，NVIDIA 相關 GPU 包括：A100/H100/L40S 等高階 AI 應用晶片需求暢旺，本中心預估 2024/25 年全球 AI 伺服器出貨量為 42/70 萬台，年增 143%/67%。

華碩 2022 年 Server 營收約 130 億，占營收比重 2.6%，2023 年 Server 營收成長 50%，營收達 195 億元，占營收比重 4.4%。公司與 NVIDIA 關係良好，GPU 取得較容易，加上技術領先，已開始出 H100、H200、L40S 等 AI Server，未來在 NVIDIA 的 B 系列及 GB200 也不缺席。估 2024 年 Server 營收成長 228%至 646 億元(占營收比重 11.8%)，但 2025 年因 DeepSeek 低價 AI 模型效應，略下修高端 AI Server 出貨，由原先 975 億元下調至 878 億元(占營收比重 14.1%)，成長 36%，仍為 2025 年重要成長動能。

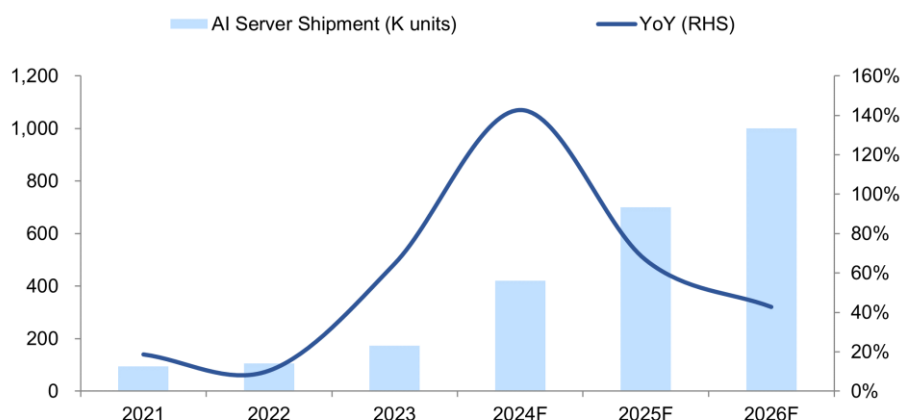
2023 年 AI 占 Server 比重 36%，估 2024/25 年再提高至 81%/85% (2024/25 年 AI Server 占整體營收比重 9.5%/12.0%)。華碩對 Server 營收目標 2027 年前每年 CAGR 40%，比 2022 年成長 5 倍，已在 2024 年提前達成。

圖 8：華碩 AI Server 出貨成長加速



資料來源：公司資料

圖 9：全球 AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

上修 2025 年 EPS 5%，主因 DeepSeek 可望帶動 AI PC 及顯卡業務增加

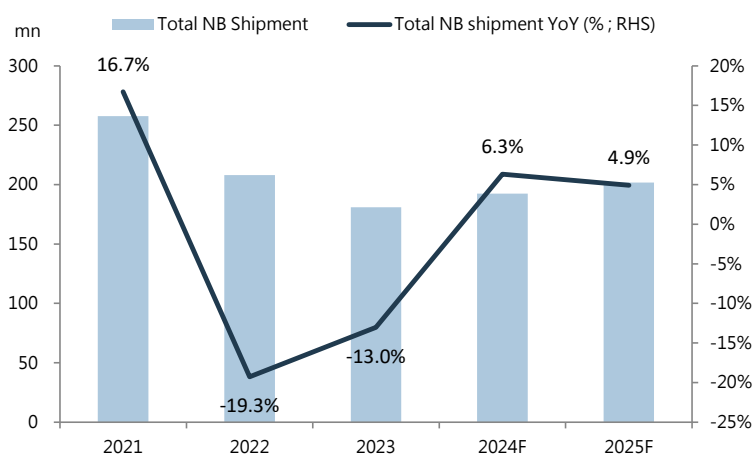
2023 年存貨調整結束，2024 年 NB 需求上揚，AI PC 在 2H24 逐漸放量及 DeepSeek 低價 AI 模型效應，估 2024/25 年華碩 PC 營收成長 15%/10%；零組件部門(MB+VGA)受惠輝達 50 系列新產品及 DeepSeek 帶動顯卡效應，估 2024/25 年成長 3%/12%。合計 2024/25 年營收年增 22%/14%，毛利率回升至正常 16.71%/16.73% (2024 年有存貨跌價損失回轉多貢獻毛利率 0.5~1%)，營業利益 319/395 億元，年增 282%/24%，下調 1%/上調 6% (主因 DeepSeek 可望帶動 AI PC 及顯卡業務增加)，EPS 48.24/53.79 元，年增 125%/12%，2025 年比先前預估上修 5%，2024 年則與原預期相當。

2024/25 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 Covid 19 疫情結束，市場去化庫存，造成 2022 年出貨衰退 19%，2023 年仍年減 13%，2024 年預期全球景氣復甦下，小幅成長 6%。

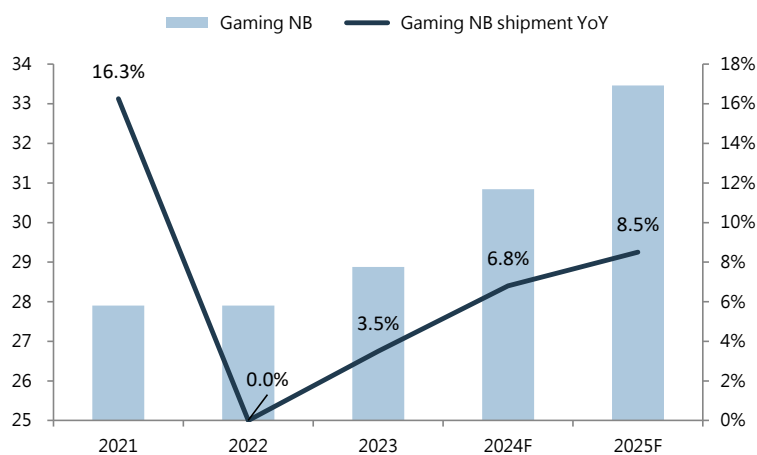
電競筆電具剛性需求，2022/23 年 NB 去庫化時，2022 年出貨約年持平，2023 年恢復成長 4%。2024/25 年受惠景氣穩定及 NVIDIA 50 系列 GPU 大改款，出貨可望年增 7%/9%，是 PC 下游維持成長的產品。華碩在電競產品含：NB、主機板、繪圖卡等，目前營收比重超過 40%，在 PC 不景氣時，此部分銷售具有支撐。

圖 10：全球筆電出貨量預估



資料來源：Digitimes、元大投顧整理

圖 11：全球電競筆電出貨量預估

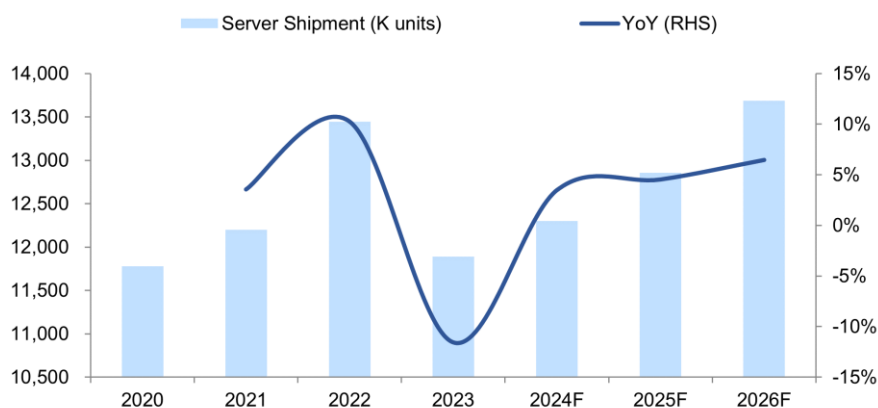


資料來源：Digitimes、元大投顧整理

2024/25 年一般型伺服器出貨逐漸恢復成長

根據調查，部分零組件廠已經看到一般型伺服器需求回溫，且中國及部分美系 CSP 業者需求最為明顯。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%，成長穩健。

圖 12：全球伺服器出貨量預估

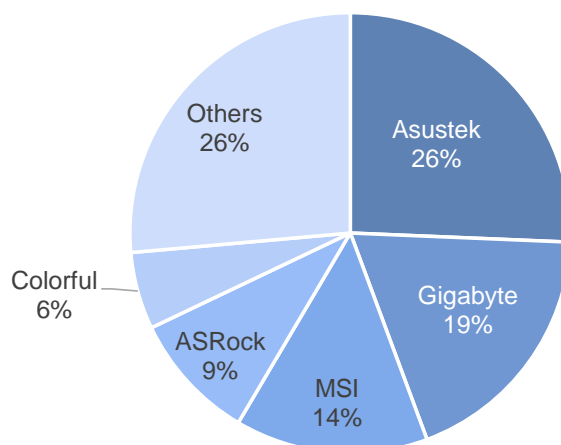


資料來源：元大投顧預估

2023 年 MB 出貨恢復成長，2024/25 年維持年增 3~4%

華碩集團原本 MB 業務分為二塊，母公司華碩及子公司華擎，華碩專攻中高階產品，華擎則以銷售中、低階主機板為主，之後華碩集團將 OBM (華碩)與 OEM (和碩)分割，華擎併入和碩旗下，從此兩公司正式分家。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，其中華碩出貨近 1,400 萬片，市占率約 26%，為全球第一大廠商。2023 年 MB 產業逐漸復甦，華碩 MB 出貨年增 3%，擺脫衰退。估 2024/25 年全球 MB 可望維持 3~4%成長。

圖 13：華碩 MB 全球市占率 26%，全球第一大



資料來源：元大投顧整理

獲利調整與股票評價

調升 2025 年稅後 5%

DeepSeek 可望帶動 AI PC 及顯卡業務增加，上調 2025 年營收 2%至 6,220 億元，年增 14%，毛利率維持 2024 年水準 16.73%，營業利益 395 億元，年增 24%，上調 6%，主因 AI PC 及顯卡的毛利率較佳，EPS 53.79 元，年增 12%，2025 年獲利比先前預估上修 5%。2024 年獲利大致維持先前預期不變。

圖 14：2024 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	547,394	553,195	621,996	608,964	-1.0%	2.1%
營業毛利	91,483	92,589	104,055	101,105	-1.2%	2.9%
營業利益	31,875	32,261	39,513	37,368	-1.2%	5.7%
稅前利益	43,350	43,366	48,519	46,374	0.0%	4.6%
稅後淨利	35,827	35,841	39,949	38,192	0.0%	4.6%
調整後 EPS (元)	48.24	48.25	53.79	51.42	0.0%	4.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	16.7%	16.7%	16.7%	16.6%	0.0	0.1
營業利益率	5.8%	5.8%	6.4%	6.1%	0.0	0.2
稅後純益率	6.5%	6.5%	6.4%	6.3%	0.1	0.2

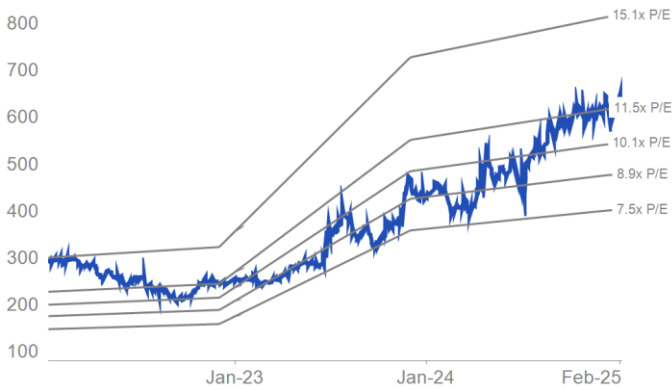
資料來源：公司資料、元大投顧預估

維持買進評等，目標價 810 元

以 2025 年來看，華碩本益比 12.4 倍，低於 OBM 同業 HP、LENOVO、宏碁三家公司的平均本益比約 14.5 倍，股價便宜。

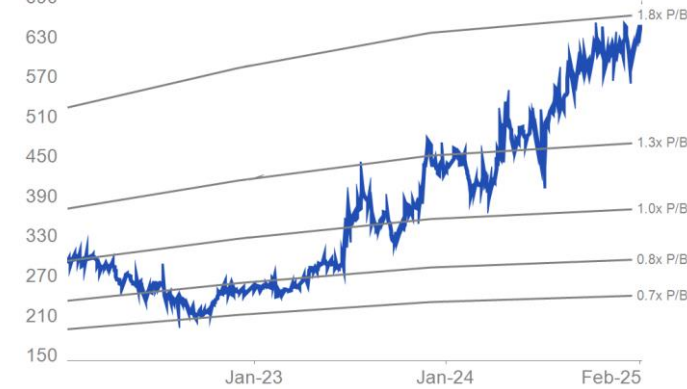
華碩在 1Q23 庫存調整結束後，獲利明顯回升，尤其 2024 年上半年營業利益率站上 4%以上，恢復過去高水準狀態。公司積極推出 AI Server，成為未來另一成長來源，加上輝達 50 系列新品上市及 DeepSeek 低價 AI 模型效應，AI PC 及顯卡貢獻擴大，維持買進評等。目標本益比由先前 14 倍略上修至 15 倍，反應 DeepSeek 利多，以 2025 年 EPS 53.79 元計算，目標價 810 元，潜在上漲空間 21.8%。

圖 15：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 16：12 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 17：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
華碩	2357 TT	買進	665.0	14,968	21.44	48.24	53.79	31.0	13.8	12.4	8.4	124.9	11.5
品牌同業													
宏碁	2353 TT	持有-超越同業	38.7	3,597	1.6	1.9	2.1	23.6	20.8	18.8	(1.4)	13.2	10.8
HP	HPQ US	未評等	32.3	30,263	3.3	3.4	3.6	9.8	9.5	9.0	9.0	2.9	5.8
聯想	992 HK	未評等	12.2	19,457	1.1	0.6	0.8	11.5	20.4	15.6	(22.5)	(43.4)	30.6
品牌同業平均					2.0	2.0	2.1	15.0	16.9	14.5	(5.0)	(9.1)	15.7

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 18：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
華碩	2357 TT	買進	665.0	14,968	7.4	13.7	14.7	322.85	352.09	365.83	2.1	1.9	1.8
品牌同業													
宏碁	2353 TT	持有-超越同業	38.7	3,597	7.5	7.5	8.2	24.5	24.9	25.0	1.6	1.6	1.6
HP	HPQ US	未評等	32.3	30,263	--	--	--	(1.1)	(1.7)	(1.8)	--	--	--
聯想	992 HK	未評等	12.2	19,457	31.2	16.3	21.3	3.7	4.0	4.1	3.3	3.1	3.0
品牌同業平均					19.4	11.9	14.8	9.0	9.0	9.1	2.5	2.3	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 19：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	121,697	144,907	166,561	152,798	148,252	163,077	180,924	180,017	585,962	672,271
銷貨成本	(102,165)	(116,888)	(136,677)	(126,861)	(123,007)	(135,250)	(149,075)	(148,179)	(482,591)	(555,512)
營業毛利	19,532	28,018	29,884	25,937	25,246	27,827	31,848	31,838	103,371	116,759
營業費用	(14,684)	(16,524)	(18,208)	(19,558)	(17,790)	(17,938)	(18,997)	(22,682)	(68,974)	(77,408)
營業利益	4,848	11,498	11,675	6,379	7,455	9,888	12,851	9,156	34,399	39,351
業外利益	2,429	4,150	4,230	1,501	2,319	3,405	5,315	1,448	12,310	12,486
稅前純益	7,276	15,649	15,904	7,880	9,774	13,293	18,166	10,604	46,709	51,837
所得稅費用	(1,059)	(3,128)	(2,837)	(1,458)	(1,613)	(2,698)	(2,997)	(2,121)	(8,482)	(9,429)
少數股東權益	769	717	562	350	247	771	791	649	2,399	2,458
歸屬母公司稅後純益	5,447	11,804	12,504	6,072	7,914	9,823	14,378	7,835	35,828	39,949
調整後每股盈餘(NT\$)	7.33	15.89	16.83	8.18	10.65	13.23	19.36	10.55	48.24	53.79
調整後加權平均股數(百萬股)	743	743	743	743	743	743	743	743	743	743
重要比率										
營業毛利率	16.1%	19.3%	17.9%	17.0%	17.0%	17.1%	17.6%	17.7%	17.6%	17.4%
營業利益率	4.0%	7.9%	7.0%	4.2%	5.0%	6.1%	7.1%	5.1%	5.9%	5.9%
稅前純益率	6.0%	10.8%	9.6%	5.2%	6.6%	8.2%	10.0%	5.9%	8.0%	7.7%
稅後純益率	4.5%	8.2%	7.5%	4.0%	5.3%	6.0%	8.0%	4.4%	6.1%	5.9%
有效所得稅率	14.6%	20.0%	17.8%	18.5%	16.5%	20.3%	16.5%	20.0%	18.2%	18.2%
季增率(%)										
營業收入	1.3%	19.1%	14.9%	-8.3%	-3.0%	10.0%	10.9%	-0.5%		
營業利益	37.5%	137.2%	1.5%	-45.4%	16.9%	32.6%	30.0%	-28.8%		
稅後純益	38.7%	116.7%	5.9%	-51.4%	30.3%	24.1%	46.4%	-45.5%		
調整後每股盈餘	38.7%	116.7%	5.9%	-51.4%	30.3%	24.1%	46.4%	-45.5%		
年增率(%)										
營業收入	9.3%	25.2%	23.3%	27.2%	21.8%	12.5%	8.6%	17.8%	21.5%	14.7%
營業利益	--	570.7%	29.1%	81.0%	53.8%	-14.0%	10.1%	43.5%	208.1%	14.4%
稅後純益	--	356.4%	12.7%	54.6%	45.3%	-16.8%	15.0%	29.0%	113.7%	10.9%
調整後每股盈餘	--	356.5%	12.7%	54.6%	45.3%	-16.8%	15.0%	29.0%	124.9%	11.5%

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。

圖 20：季度及年度簡明損益表 (品牌)

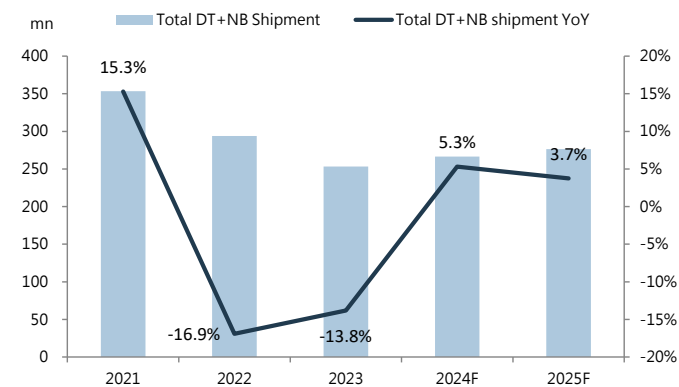
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	114,106	136,260	156,743	140,285	135,095	148,790	172,049	166,062	547,394	621,996
銷貨成本	97,153	111,376	129,910	117,472	113,018	123,427	142,865	138,631	455,911	517,941
營業毛利	16,953	24,884	26,833	22,813	22,077	25,363	29,184	27,431	91,483	104,055
營業費用	12,317	14,200	15,696	17,395	14,050	14,730	16,001	19,761	59,608	64,542
營業利益	4,636	10,684	11,137	5,418	8,027	10,632	13,184	7,670	31,875	39,513
業外利益	1,666	4,004	4,054	1,751	1,231	1,540	4,655	1,580	11,475	9,006
稅前純益	6,302	14,688	15,191	7,169	9,258	12,172	17,839	9,250	43,350	48,519
所得稅費用	855	2,884	2,687	1,097	1,344	2,349	3,461	1,415	7,523	8,569
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	5,447	11,804	12,504	6,072	7,914	9,823	14,378	7,835	35,827	39,949
調整後每股盈餘(NT\$)	7.33	15.89	16.83	8.18	10.65	13.23	19.36	10.55	48.24	53.79
調整後加權平均股數(百萬股)	743	743	743	743	743	743	743	743	743	743
重要比率										
營業毛利率	14.9%	18.3%	17.1%	16.3%	16.3%	17.0%	17.0%	16.5%	16.7%	16.7%
營業利益率	4.1%	7.8%	7.1%	3.9%	5.9%	7.1%	7.7%	4.6%	5.8%	6.4%
稅前純益率	5.5%	10.8%	9.7%	5.1%	6.9%	8.2%	10.4%	5.6%	7.9%	7.8%
稅後純益率	4.8%	8.7%	8.0%	4.3%	5.9%	6.6%	8.4%	4.7%	6.5%	6.4%
有效所得稅率	13.6%	19.6%	17.7%	15.3%	14.5%	19.3%	19.4%	15.3%	17.4%	17.7%
季增率(%)										
營業收入	1.9%	19.4%	15.0%	-10.5%	-3.7%	10.1%	15.6%	-3.5%		
營業利益	98.0%	130.5%	4.2%	-51.4%	48.2%	32.5%	24.0%	-41.8%		
稅後純益	12.7%	116.7%	5.9%	-51.4%	30.3%	24.1%	46.4%	-45.5%		
調整後每股盈餘	38.7%	116.7%	5.9%	-51.4%	30.3%	24.1%	46.4%	-45.5%		
年增率(%)										
營業收入	11.5%	26.8%	24.2%	25.3%	18.4%	21.8%	17.3%	26.0%	22.2%	13.6%
營業利益	-	776.5%	31.9%	131.4%	73.1%	8.7%	25.9%	54.1%	281.8%	24.0%
稅後純益	-	356.5%	12.7%	54.6%	45.3%	-9.6%	23.4%	38.9%	124.9%	11.5%
調整後每股盈餘	-	356.5%	12.7%	54.6%	45.3%	-9.6%	23.4%	38.9%	124.9%	11.5%

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加權平均股數計算。

公司簡介

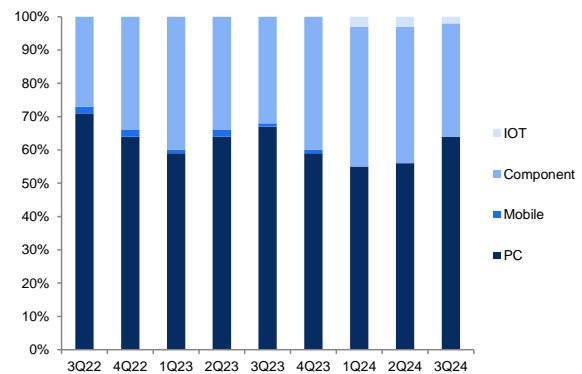
華碩(2357 TT)為全球最大的電腦主機板製造商，亦生產筆電與智慧型手機，並透過華碩品牌銷售產品。其中電競 NB 品牌 ROG 為全球第一大，NB 品牌 ASUS 為全球第五大。產品組合方面(3Q24)：System 64%、Open Platform 34%、AIoT 2%；區域別來看，亞太 48%，歐洲 29%，美國 23%。華碩無工廠，大部分交由電子五哥代工，少數交陸商製造。轉投資包括：亞旭、研揚(6579 TT)...等。另外華碩與和碩分割後，不斷降低持股，已由原本權益法改列成本法，徹底將集團的品牌與代工分家。

圖 21：全球 PC 銷量預估



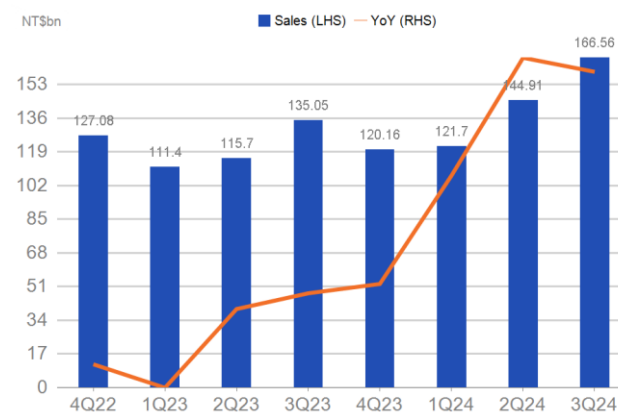
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 22：營收組成



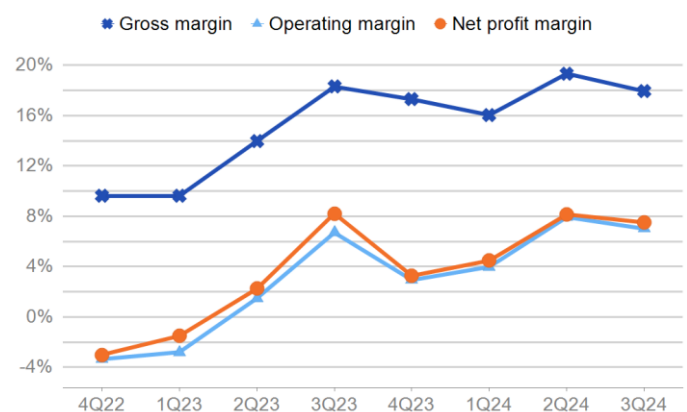
資料來源：公司資料

圖 23：營收趨勢



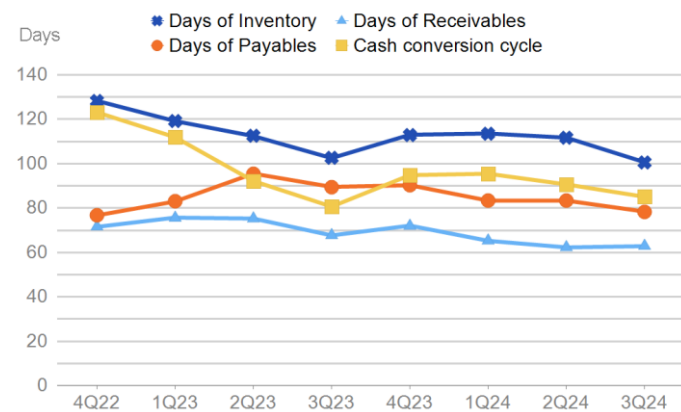
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：毛利率、營益率、淨利率



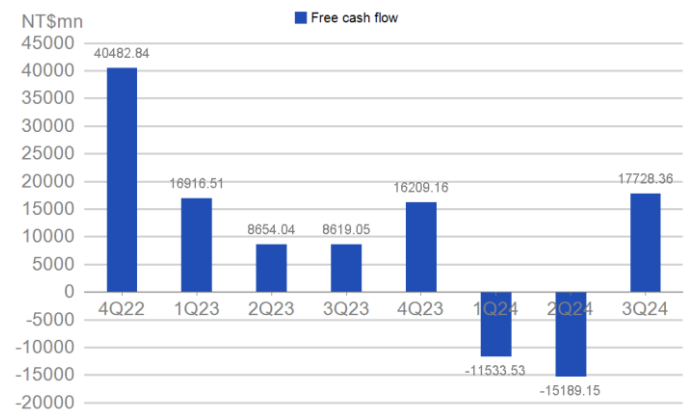
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：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：**華碩整體的 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略微領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**華碩的整體曝險屬於低水準，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 議題包含商業道德、公司資安、人力資源等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**華碩在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬低/中等。公司遵循適當的 ESG 揭露，並且做出具體的 ESG 承諾，也建立了完善的環境與社會供應鏈政策，同時擁有吹哨者制度。

圖 27：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	19.3
在 ESG 議題上的曝險 (A)	33.8
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	45.8
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	29

資料來源：Sustainalytics (2025/2/8)

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	69,323	79,227	85,948	69,106	65,529
存貨	142,472	122,790	146,932	172,677	187,630
應收帳款及票據	91,311	86,817	99,406	117,930	126,558
其他流動資產	19,092	18,342	19,843	23,463	27,363
流動資產	322,198	307,177	352,129	383,176	407,080
採用權益法之投資	22,172	24,884	25,049	25,217	25,389
固定資產	19,495	20,082	19,281	18,468	17,647
無形資產	2,063	2,687	2,167	1,627	1,067
其他非流動資產	105,237	125,252	121,196	117,071	112,946
非流動資產	148,967	172,905	167,693	162,383	157,049
資產總額	471,165	480,082	519,822	545,559	564,129
應付帳款及票據	51,368	56,967	72,605	85,678	92,793
短期借款	48,897	16,239	16,239	16,239	16,239
什項負債	122,411	124,346	124,346	124,346	124,346
流動負債	222,677	197,552	213,190	226,263	233,378
長期借款	145	162	162	162	162
其他負債及準備	21,454	23,386	23,386	23,386	23,386
長期負債	21,599	23,547	23,547	23,547	23,547
負債總額	244,276	221,100	236,738	249,810	256,925
股本	7,428	7,428	7,428	7,428	7,428
資本公積	11,744	12,381	12,381	12,381	12,381
保留盈餘	158,544	163,411	186,609	198,337	210,504
什項權益	34,664	56,596	55,101	53,580	51,994
歸屬母公司之權益	212,380	239,816	261,519	271,725	282,306
非控制權益	14,508	19,166	21,565	24,024	24,898
股東權益總額	226,889	258,982	283,084	295,749	307,204

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	16,831	17,890	38,227	42,408	44,234
折舊及攤提	2,621	2,771	2,880	2,990	3,133
本期營運資金變動	(15,154)	26,487	(21,093)	(31,197)	(16,465)
其他營業資產及負債變動	(20,020)	4,939	(2,563)	(3,620)	(3,900)
營運活動之現金流量	(15,721)	52,087	17,451	10,581	27,002
資本支出	(1,524)	(1,688)	(1,559)	(1,637)	(1,752)
本期長期投資變動	2,280	2,713	(165)	(168)	(172)
其他資產變動	688	1,182	4,056	4,125	4,125
投資活動之現金流量	1,445	2,206	2,332	2,320	2,201
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	39,469	(32,609)	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(31,196)	(11,141)	(12,629)	(28,222)	(31,193)
其他調整數	(1,458)	(1,490)	(1,495)	(1,521)	(1,586)
融資活動之現金流量	6,816	(45,240)	(14,124)	(29,743)	(32,779)
匯率影響數	8,971	851	0	0	0
本期產生現金流量	1,510	9,904	5,659	(16,843)	(3,576)
自由現金流量	(17,245)	50,399	15,892	8,944	25,250

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	537,192	482,314	585,962	672,271	743,653
銷貨成本	(463,051)	(409,920)	(482,591)	(555,512)	(614,543)
營業毛利	74,141	72,394	103,371	116,759	129,110
營業費用	(61,162)	(61,241)	(68,974)	(77,408)	(87,532)
推銷費用	(30,857)	(29,187)	(34,869)	(38,576)	(43,613)
研究費用	(20,625)	(21,639)	(23,243)	(26,771)	(30,270)
管理費用	(9,680)	(10,415)	(10,862)	(12,061)	(13,649)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	12,982	11,164	34,399	39,351	41,578
利息收入	920	2,855	3,226	2,875	2,875
利息費用	(763)	(693)	(785)	(547)	(547)
利息收入淨額	158	2,162	2,441	2,328	2,328
投資利益(損失)淨額	2,351	1,100	4,855	3,412	3,412
匯兌損益	(5,319)	2,965	2,995	0	0
其他業外收入(支出)淨額	11,444	4,702	2,019	6,746	6,746
稅前純益	21,616	22,094	46,709	51,837	54,064
所得稅費用	(4,784)	(4,204)	(8,482)	(9,429)	(9,829)
少數股權淨利	2,141	1,962	2,399	2,458	874
歸屬母公司之稅後純益	14,691	15,928	35,828	39,949	43,360
稅前息前折舊攤銷前淨利	24,999	25,558	37,279	42,341	44,711
調整後每股盈餘 (NT\$)	19.78	21.44	48.24	53.79	58.38

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	0.4	(10.2)	21.5	14.7	10.6
營業利益	(73.7)	(14.0)	208.1	14.4	5.7
稅前息前折舊攤銷前淨利	(60.2)	2.2	45.9	13.6	5.6
稅後純益	(63.9)	6.3	113.7	10.9	4.3
調整後每股盈餘	(67.0)	8.4	124.9	11.5	8.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	13.8	15.0	17.6	17.4	17.4
營業利益率	2.4	2.3	5.9	5.9	5.6
稅前息前淨利率	3.9	4.4	5.9	5.9	5.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	4.7	5.3	6.4	6.3	6.0
稅前純益率	4.0	4.6	8.0	7.7	7.3
稅後純益率	2.7	3.3	6.1	5.9	5.8
資產報酬率	3.5	3.8	7.4	7.8	7.8
股東權益報酬率	7.1	7.4	13.7	14.7	15.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	107.7	85.4	83.6	84.5	83.6
淨負債權益比(%)	(8.9)	(24.3)	(24.6)	(17.8)	(16.0)
利息保障倍數 (倍)	29.4	32.9	60.5	95.7	99.8
流動比率 (%)	144.7	155.5	165.2	169.4	174.4
速動比率 (%)	75.3	86.4	96.3	93.0	94.0
淨負債 (NT\$百萬元)	(20,280)	(62,826)	(69,547)	(52,705)	(49,129)
調整後每股淨值 (NT\$)	285.92	322.85	352.09	365.83	380.08
評價指標 (倍)					
本益比	33.6	31.0	13.8	12.4	11.4
股價自由現金流量比	--	9.8	31.1	55.2	19.6
股價淨值比	2.3	2.1	1.9	1.8	1.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	19.8	19.3	13.3	11.7	11.0
股價營收比	0.9	1.0	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。

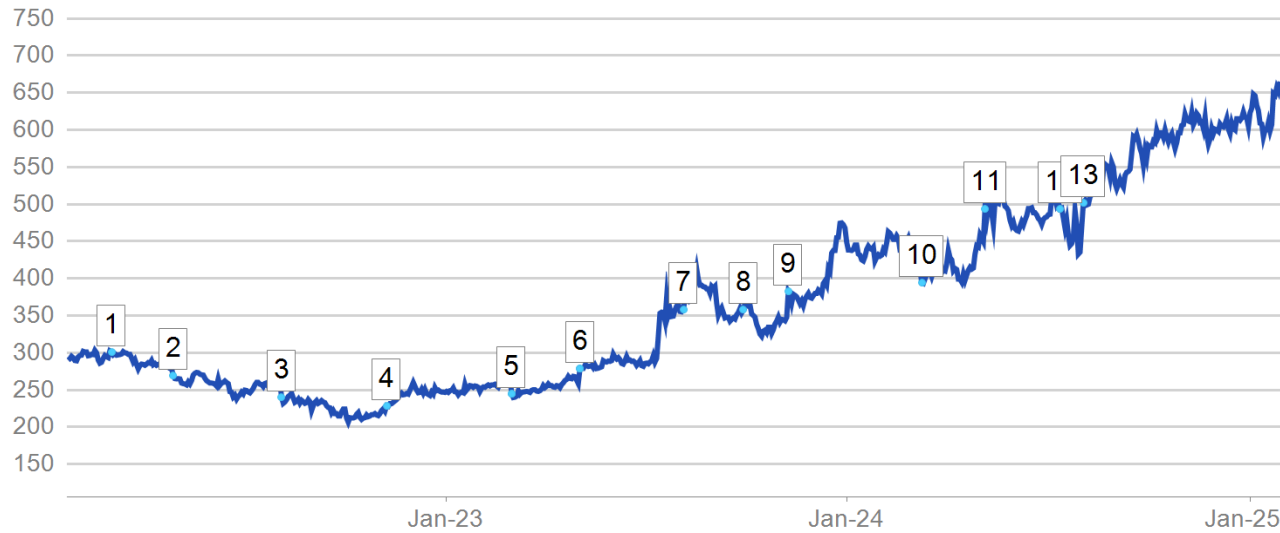
附錄：重要揭露事項

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。

華碩 (2357 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2025 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

© {2025} 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>.