

華碩 (2357 TT) Asustek

上半年營收先蹲後跳，DeepSeek 效應的受惠者

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$760.0

收盤價 (2025/03/11)：NT\$654.0

隱含漲幅：16.2%

營收組成 (2024)

System 60%、Open Platform 38%、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\$)	760	810
2025年營收 (NT\$/十億)	642.9	672.3
2025年EPS	50.5	53.8

交易資料表

市值	NT\$485,790百萬元
外資持股比率	49.1%
董監持股比率	5.5%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$360.61
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	587,087	642,867	709,188
營業利益	11,164	29,595	37,293	40,809
稅後純益	15,928	31,394	37,533	41,139
EPS (元)	21.44	42.27	50.53	55.39
EPS YoY (%)	8.4	97.1	19.6	9.6
本益比 (倍)	30.5	15.5	12.9	11.8
股價淨值比 (倍)	2.0	1.9	1.8	1.8
ROE (%)	7.4	12.2	14.0	14.8
現金殖利率 (%)	2.6%	5.2%	6.1%	6.7%
現金股利 (元)	17.00	34.00	40.00	44.00

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuanta.com

余矜華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q24 EPS 2.21 元，季減 87%，年減 58%，低於元大/市場預期 73%/75%，主因提列印度資料中心呆帳損失影響 EPS 約 5.8 元。

◆ 1Q25 輝達推出 50 系列新 GPU，但供應不順，預估華碩上半年營收先蹲後跳，1Q25/2Q25 營收季減 16%(年增 4%)/季增 21%(年增 6%)。

◆ 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 760 元係以 2025 年 EPS 50.53 元，15 倍本益比推得。

4Q24EPS 2.21 元，季減 87%，年減 58%，低於元大/市場預期 73%/75%，主因提列印度資料中心呆帳損失影響 EPS 約 5.8 元

4Q24 PC 產品進入傳統淡季，品牌營收季減 10%至 1,414 億元，年增 26%。規模經濟下滑，毛利率季減 1.1 百分點至 16%，符合預期。但費用部分受提列印度資料中心呆帳損失 53.51 億元，造成營業僅利益 10 億元，季減 91%，年減 58%(扣除印度資料中心呆帳損失，營業利益率 4.5%，符合預期)。4Q24 EPS 2.21 元，季減 87%，年減 58%，低於元大/市場預期 73%/75%。

上半年營收先蹲後跳

1Q25 輝達推出 50 系列新 GPU，但供應不順，華碩預期 PC 營收季減 20%，零組件 (MB、VGA、Server)季減 10%，推估公司整體營收季減 16%至 1,188 億元，年增 4%。規模經濟下滑，預估毛利率季減 0.4 百分點至 15.6%。EPS 8.51 元，季增 286%，年增 16%，比先前預估調降 20%。

2Q25 輝達 50 系列新電競 NB 開始出貨，華碩預期 PC 營收季增 30%，零組件季增 10%，推估公司整體營收季增 21%至 1,443 億元，年增 6%。規模經濟上升且電競 NB 新品加入效應，預估毛利率季增 1.4 百分點至 17%。EPS 12.77 元，季增 50%，年減 20%，與先前預期差距不大。

2025 年獲利仍保持高成長

因輝達新 GPU 供應不順，下修 2025 年營收 5%至 5926 億元，年增 8%，毛利率約維持去年水準 16.6%，營業利益 366 億元，年增 34%。業外在利息收入、股息收益、投資收入貢獻下，估獲利 90 億元，合計稅後 375 億元，年增 20%，EPS 50.53 元(比先前預估下修 6%)，仍處於高成長狀態。由於 DeepSeek 低價 AI 模型，有助推論應用需求增加，華碩 AI PC、VGA 卡、IoT 均可受惠，因此維持買進評等，以 2025 年 EPS 50.53 元，15 倍本益比推得目標價 760 元。

營運分析

4Q24EPS 2.21 元，季減 87%，年減 58%，低於元大/市場預期 73%/75%，主因提列印度資料中心呆帳損失影響 EPS 約 5.8 元

4Q24 PC 產品進入傳統淡季，品牌營收季減 10%至 1,414 億元，年增 26%。規模經濟下滑，毛利率季減 1.1 百分點至 16%，符合預期。但費用部分受提列印度資料中心呆帳損失 53.51 億元，造成營業僅利益 10 億元，季減 91%，年減 58%，低於元大/市場預期 82%/86%(扣除印度資料中心呆帳損失，營業利益率 4.5%，符合預期)。業外方面，雖匯兌損失 6.6 億元，但有利息收入 7.2 億元、投資收益 10.3 億元、其他收入 1.9 億元等挹注，共獲利 12.8 億元。合計稅後獲利 16.4 億元，季減 87%，年減 58%，EPS 2.21 元，低於元大/市場預期 73%/75%，主因印度資料中心呆帳損失影響 EPS 約 5.8 元。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧(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	141,426	-9.8%	26.3%	140,285	145,353	0.8%	-2.7%
營業毛利	17,283	26,833	22,615	-15.7%	30.9%	22,813	22,098	-0.9%	2.3%
營業利益	2,341	11,137	993	-91.1%	-57.6%	5,418	7,010	-81.7%	-85.8%
稅前利益	5,591	15,191	2,272	-85.0%	-59.4%	7,169	8,433	-68.3%	-73.1%
稅後淨利	3,927	12,504	1,638	-86.9%	-58.3%	6,072	6,662	-73.0%	-75.4%
調整後 EPS (元)	5.29	16.83	2.21	-86.9%	-58.3%	8.18	8.97	-73.0%	-75.4%
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%	16.0%	-1.1	0.6	16.3%	15.2%	-0.3	0.8
營業利益率	2.1%	7.1%	0.7%	-6.4	-1.4	3.9%	4.8%	-3.2	-4.1
稅後純益率	3.5%	8.0%	1.2%	-6.8	-2.3	4.3%	4.6%	-3.2	-3.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

上半年營收先蹲後跳

1Q25 NB 產品進入傳統淡季，雖輝達推出 50 系列新 GPU，但供應不順，華碩預期 PC 營收季減 20%，零組件 (MB、VGA、Server)季減 10%，推估公司整體營收季減 16%至 1,188 億元，年增 4%。規模經濟下滑，預估毛利率季減 0.4 百分點至 15.6%。營業利益 61.6 億元，季增 521%，年增 33%，比先前預期調降 23%(主因營收不如預期)。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 63.2 億元，季增 286%，年增 16%，EPS 8.51 元，比先前預估調降 20%，主因營收不如預期。

2Q25 NB 產品逐漸旺季，輝達 50 系列新電競 NB 開始出貨，華碩預期 PC 營收季增 30%，零組件 (MB、VGA、Server)季增 10%，推估公司整體營收季增 21%至 1,443 億元，年增 6%。規模經濟上升且電競 NB 新品加入效應，預估毛利率季增 1.4 百分點至 17%。營業利益 102.1 億元，季增 66%，年減 4%。業外在利息收入、投資收益、其他收入等挹注下，估共獲利 15.4 億元。合計稅後獲利 94.8 億元，季增 50%，年減 20%(去年同期有存貨跌貨損失回沖利益)，EPS 12.77 元，與先前預期差距不大。

圖 2：2025 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	141,426	118,797	-16.0%	4.1%	135,095	130,408	-12.1%	-8.9%
營業毛利	16,953	22,615	18,517	-18.1%	9.2%	22,077	19,394	-16.1%	-4.5%
營業利益	4,636	993	6,162	520.5%	32.9%	8,027	5,832	-23.2%	5.7%
稅前利益	6,302	2,272	7,393	225.4%	17.3%	9,258	7,161	-20.1%	3.2%
稅後淨利	5,447	1,638	6,319	285.8%	16.0%	7,914	5,728	-20.1%	10.3%
調整後 EPS (元)	7.33	2.21	8.51	285.8%	16.0%	10.65	7.71	-20.1%	10.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	14.9%	16.0%	15.6%	-0.4	0.7	16.3%	14.9%	-0.8	0.7
營業利益率	4.1%	0.7%	5.2%	4.5	1.1	5.9%	4.5%	-0.8	0.7
稅後純益率	4.8%	1.2%	5.3%	4.2	0.5	5.9%	4.4%	-0.5	0.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 3：2025 年第 2 季財測與預估比較(品牌)

(百萬元)	2Q24A	1Q25F	2Q25F	季增率	年增率	2Q25F	預估差異
						元大預估	元大
營業收入	136,260	118,797	144,252	21.4%	5.9%	148,790	-3.0%
營業毛利	24,884	18,517	24,490	32.3%	-1.6%	25,363	-3.4%
營業利益	10,684	6,162	10,209	65.7%	-4.4%	10,632	-4.0%
稅前利益	14,688	7,393	11,749	58.9%	-20.0%	12,172	-3.5%
稅後淨利	11,804	6,319	9,482	50.0%	-19.7%	9,823	-3.5%
調整後 EPS (元)	15.89	8.51	12.77	50.0%	-19.7%	13.23	-3.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	18.3%	15.6%	17.0%	1.4	-1.3	17.0%	-0.1
營業利益率	7.8%	5.2%	7.1%	1.9	-0.8	7.1%	-0.1
稅後純益率	8.7%	5.3%	6.6%	1.3	-2.1	6.6%	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

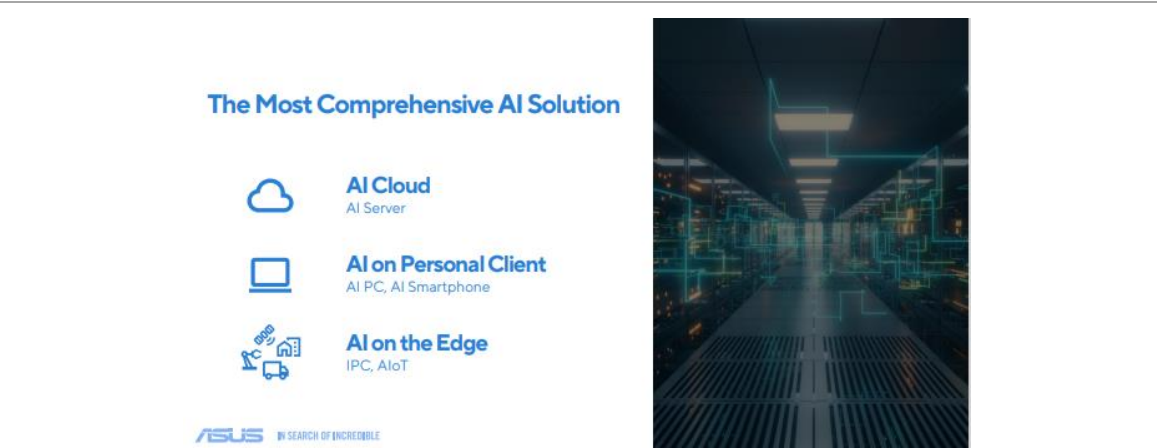
DeepSeek 低價 AI 模型上市的利多，有助推廣推論應用端

2024 年是 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，有助推廣推論應用端，估 AI PC 滲透率進一步提升至 25~30%，有助華碩 PC 銷售向上，2024 年 PC 部門營收成長 16%，估 2025/26 年仍可成長 8%/8%，比產業平均成長 3~5%為佳。


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 4：華碩將對 AI 產品進行全方位發展



資料來源：公司資料


圖 5：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

- 機身輕量材質：最輕 899 公克
 ●機身輕：1.3 公斤
 ●機身輕：1.36 公斤
- 支援 Windows AI 功能，包括 Recall 回顧、Cocreator 圖像創作、影片即時字幕等等。"
 ●支援 Windows AI 功能，包括 Recall 回顧、Cocreator 圖像創作、影片即時字幕等等。
 ●支援 Windows AI 功能，包括 Recall 回顧、Cocreator 圖像創作、影片即時字幕等等。
- Asus IceCool 散熱技術，雙風扇配備灰塵過濾器。

資料來源：網路、元大投顧

圖 6：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。
- 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%
- 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
- 支援 Windows AI 功能，包括 Recall 回顧、Cocreator 圖像創作、影片即時字幕等等。
- Cooler Boost 5 散熱模組：散熱導管同時通過 CPU 和 GPU
- 預計 1H25 上市

資料來源：網路、元大投顧

4Q24 及 1Q25 為輝達 H 系列與 B 系列/GB200 新舊產品交接，Server 動能較弱

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%。

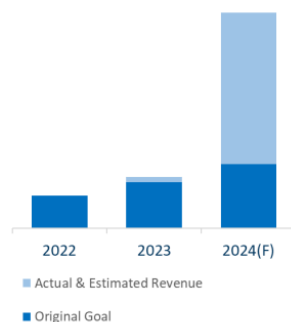
華碩 2022 年 Server 營收約 130 億，占營收比重 2.6%，2023 年 Server 營收成長 50%，營收達 195 億元，占營收比重 4.4%。公司與 NVIDIA 關係良好，GPU 取得較容易，加上技術領先，已開始出 H100、H200、L40S 等 AI Server，未來在 NVIDIA 的 B 系列及 GB200 也不缺席。4Q24 及 1Q25 為輝達 H 系列與 B 系列/GB200 新舊產品交接，Server 動能較弱，但 2Q25 新品銷售後，營收將明顯向上。

2024 年 Server 營收成長 216%至 621 億元(占營收比重 11.3%)，但 2025 年因 DeepSeek 低價 AI 模型效應且新品出貨遞延，略下修高端 AI Server 出貨，由原先 878 億元下調至 804 億元(占營收比重 13.6%)，成長 30%，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 80%/84% (2024/25 年 AI Server 占整體營收比重 9.0%/11.4%)。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 7：華碩 AI Server 出貨成長加速

Server Revenue Growth



Comprehensive AI server solutions for next generation



ESC N8-E11 (H100)/I8-E11 (Gaudi 3)/A8A-E11 (MI300)



ESC NM1-E1



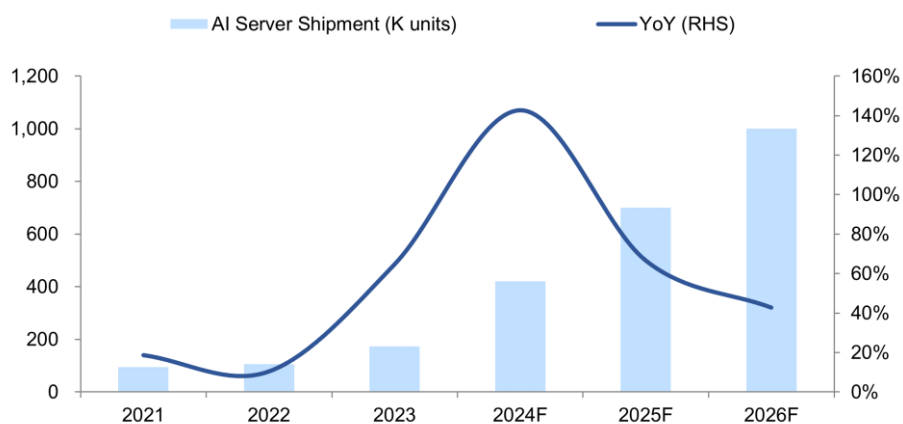
ESC AI POD (GB200 NVL72)

Server Business achievement

- ASUS's server business has shown robust performance and to deliver 5X revenue target in advance in 2024.
- ASUS persistently invests in AI server across all fronts, aiming to achieve a stronger position in the next product cycle.

資料來源：公司資料

圖 8：全球 AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

2025 年獲利仍保持高成長

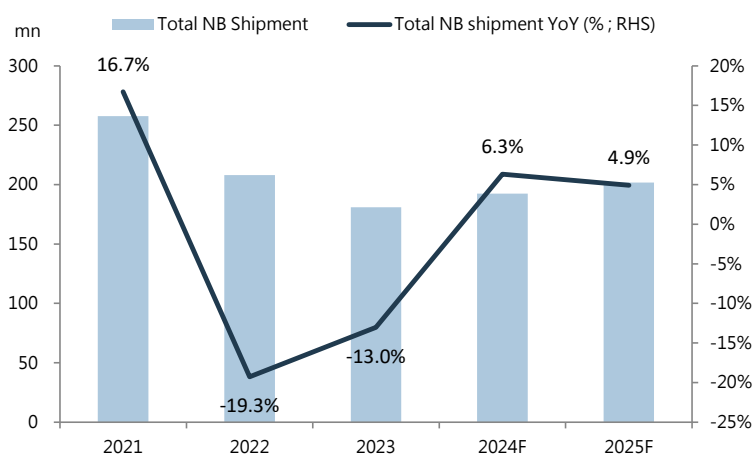
因輝達新 GPU 供應不順，下修 2025 年營收 5%至 5926 億元，年增 8%，毛利率約維持去年水準 16.6%，營業利益 366 億元，年增 34%。業外在利息收入、股息收益、投資收入貢獻下，估獲利 90 億元，合計稅後 375 億元，年增 20%，EPS 50.53 元(比先前預估下修 6%)，仍處於高成長狀態。

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%。

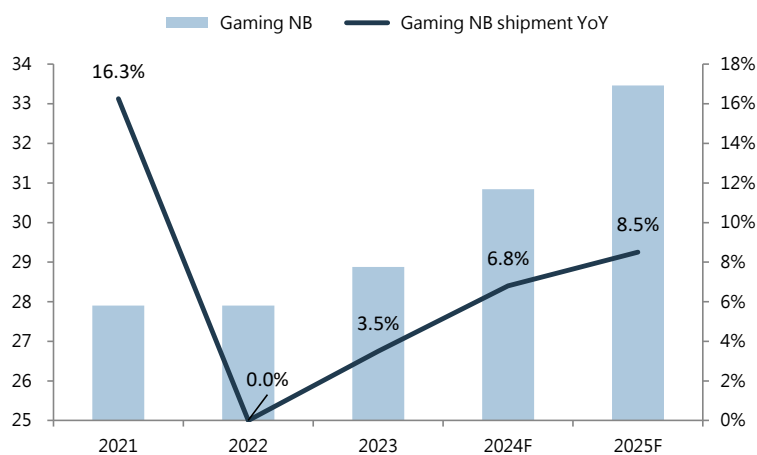
電競筆電具剛性需求，2022/23 年 NB 去庫化時，2022 年出貨約年持平，2023 年恢復成長 4%。2024/25 年受惠景氣穩定及 NVIDIA 50 系列 GPU 大改款，出貨可望年增 7%/9%，是 PC 下游維持成長的產品。華碩在電競產品含：NB、主機板、繪圖卡等，目前營收比重超過 40%，在 PC 不景氣時，此部分銷售具有支撐。

圖 9：全球筆電出貨量預估



資料來源：Digitimes、元大投顧整理

圖 10：全球電競筆電出貨量預估

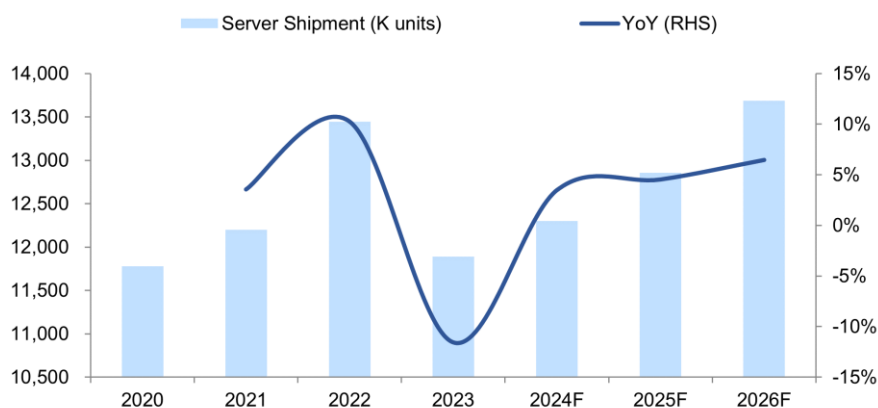


資料來源：Digitimes、元大投顧整理

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 11：全球伺服器出貨量預估

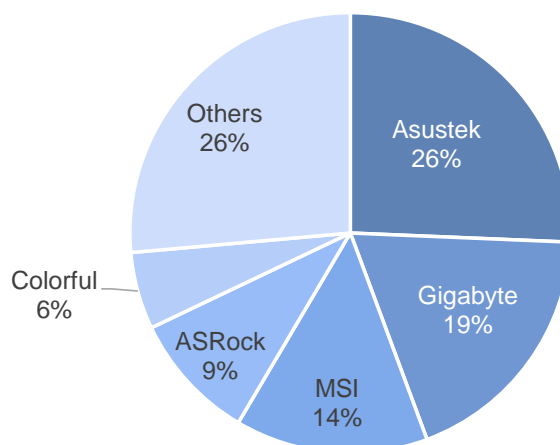


資料來源：元大投顧預估

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 12：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

下修 2025 年 EPS 6%，主因輝達新 GPU 供應不順，出貨遞延

因輝達新 GPU 供應不順，下修 2025 年營收 5%至 5926 億元，年增 8%，毛利率約維持去年水準 16.6%，營業利益 366 億元，年增 34%，下調 6%。業外在利息收入、股息收益、投資收入貢獻下，估獲利 90 億元，合計稅後 375 億元，年增 20%，EPS 50.53 元，比先前預估下修 6%，主因營收不如先前預期(未考慮印度資料中心呆帳回沖利益)。

圖 13：2024 和 2025 年財務預估調整(品牌)

(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	548,535	547,394	592,576	621,996	0.2%	-4.7%
營業毛利	91,285	91,483	98,162	104,055	-0.2%	-5.7%
營業利益	27,450	31,875	36,635	39,513	-13.9%	-7.3%
稅前利益	38,453	43,350	45,641	48,519	-11.3%	-5.9%
稅後淨利	31,393	35,827	37,533	39,949	-12.4%	-6.0%
調整後 EPS (元)	42.27	48.24	50.53	53.79	-12.4%	-6.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	16.6%	16.7%	16.6%	16.7%	-0.1	-0.2
營業利益率	5.0%	5.8%	6.2%	6.4%	-0.8	-0.2
稅後純益率	5.7%	6.5%	6.3%	6.4%	-0.8	-0.1

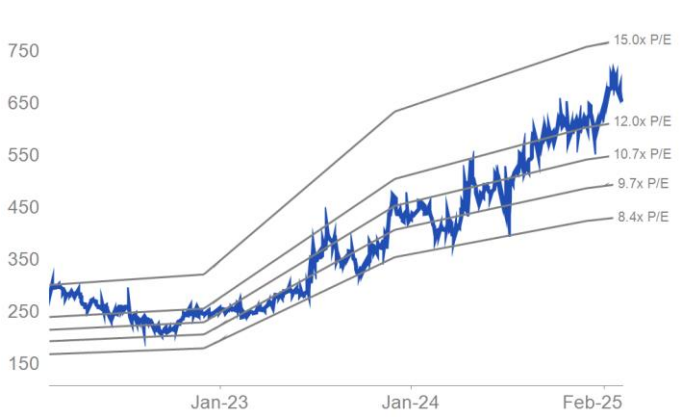
資料來源：公司資料、元大投顧預估

維持買進評等，目標價 760 元

以 2025 年來看，華碩本益比 12.9 倍，相較於 OBM 同業(HP、LENOVO、宏碁)平均本益比的 14.3 倍，評價屬偏低。

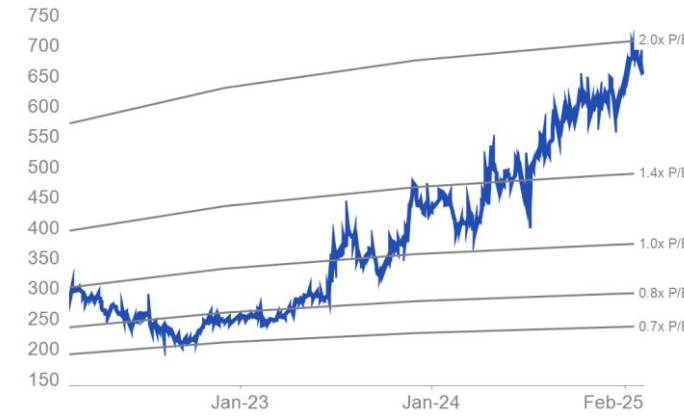
華碩 2024 年上半年營業利益率站上 4%以上，恢復過去高水準狀態。公司積極推出 AI Server，成為未來另一成長來源。近期因輝達 50 系列新品供應不順，造成 1Q25 營收不如預期，但 DeepSeek 低價 AI 模型效應，AI PC 及顯卡貢獻擴大，維持買進評等。目標本益比維持 15 倍，以 2025 年 EPS 50.53 元計算，目標價 760 元，潛在上漲空間 16.2%。

圖 14：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：12 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 16：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	654.0	14,720	21.44	42.27	50.53	30.5	15.5	12.9	8.4	97.1	19.6
品牌同業													
宏碁	2353	持有-落後同業	38.3	3,559	1.6	1.9	2.1	23.3	20.6	18.6	(1.4)	13.2	10.8
HP	HPQ US	未評等	30.0	28,115	3.3	3.4	3.6	9.1	8.9	8.4	9.0	2.9	5.8
聯想	992 HK	未評等	12.5	19,935	1.1	0.6	0.8	11.8	20.9	16.0	(22.5)	(43.4)	30.6
品牌同業平均					2.0	2.0	2.1	14.7	16.8	14.3	(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 17：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	654.0	14,720	7.4	12.2	14.0	322.85	346.12	360.61	2.0	1.9	1.8
品牌同業													
宏碁	2353	持有-落後同業	38.3	3,559	7.5	7.5	8.2	24.5	24.9	25.0	1.6	1.5	1.5
HP	HPQ US	未評等	30.0	28,115	--	--	--	(1.1)	(1.7)	(1.8)	--	--	--
聯想	992 HK	未評等	12.5	19,935	31.2	16.3	21.3	3.7	4.0	4.1	3.4	3.1	3.1
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 18：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	153,923	130,367	159,048	180,924	172,528	587,087	642,867
銷貨成本	(102,165)	(116,888)	(136,677)	(127,885)	(108,577)	(131,909)	(149,437)	(142,638)	(483,615)	(532,562)
營業毛利	19,532	28,018	29,884	26,038	21,790	27,139	31,486	29,890	103,472	110,306
營業費用	(14,684)	(16,524)	(18,208)	(24,463)	(15,644)	(17,495)	(18,997)	(20,876)	(73,879)	(73,012)
營業利益	4,848	11,498	11,675	1,575	6,146	9,644	12,489	9,014	29,595	37,293
業外利益	2,429	4,150	4,230	1,787	2,318	3,405	5,315	1,448	12,595	12,486
稅前純益	7,276	15,649	15,904	3,362	8,464	13,049	17,804	10,462	42,190	49,779
所得稅費用	(1,059)	(3,128)	(2,837)	(927)	(1,397)	(2,649)	(2,938)	(2,092)	(7,951)	(9,076)
少數股東權益	769	717	562	796	748	918	861	643	2,845	3,171
歸屬母公司稅後純益	5,447	11,804	12,504	1,638	6,319	9,482	14,005	7,727	31,394	37,533
調整後每股盈餘(NT\$)	7.33	15.89	16.83	2.21	8.51	12.77	18.86	10.40	42.27	50.53
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%	16.9%	16.7%	17.1%	17.4%	17.3%	17.6%	17.2%
營業利益率	4.0%	7.9%	7.0%	1.0%	4.7%	6.1%	6.9%	5.2%	5.0%	5.8%
稅前純益率	6.0%	10.8%	9.6%	2.2%	6.5%	8.2%	9.8%	6.1%	7.2%	7.7%
稅後純益率	4.5%	8.2%	7.5%	1.1%	4.9%	6.0%	7.7%	4.5%	5.4%	5.8%
有效所得稅率	14.6%	20.0%	17.8%	27.6%	16.5%	20.3%	16.5%	20.0%	18.8%	18.2%
季增率(%)										
營業收入	1.3%	19.1%	14.9%	-7.6%	-15.3%	22.0%	13.8%	-4.6%		
營業利益	37.5%	137.2%	1.5%	-86.5%	290.2%	56.9%	29.5%	-27.8%		
稅後純益	38.7%	116.7%	5.9%	-86.9%	285.8%	50.1%	47.7%	-44.8%		
調整後每股盈餘	38.7%	116.7%	5.9%	-86.9%	285.8%	50.0%	47.7%	-44.8%		
年增率(%)										
營業收入	9.3%	25.2%	23.3%	28.1%	7.1%	9.8%	8.6%	12.1%	21.7%	9.5%
營業利益	--	570.7%	29.1%	-55.3%	26.8%	-16.1%	7.0%	472.3%	165.1%	26.0%
稅後純益	--	356.4%	12.7%	-58.3%	16.0%	-19.7%	12.0%	371.7%	91.4%	18.9%
調整後每股盈餘	--	356.5%	12.7%	-58.3%	16.0%	-19.7%	12.0%	371.7%	97.1%	19.6%

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 19：季度及年度簡明損益表 (品牌)

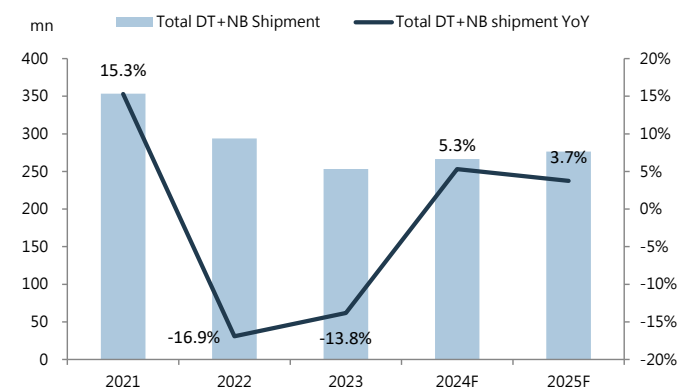
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	114,106	136,260	156,743	141,426	118,797	144,252	166,230	163,297	548,535	592,576
銷貨成本	97,153	111,376	129,910	118,811	100,280	119,762	138,049	136,322	457,250	494,414
營業毛利	16,953	24,884	26,833	22,615	18,517	24,490	28,181	26,975	91,285	98,162
營業費用	12,317	14,200	15,696	21,622	12,355	14,281	15,459	19,432	63,835	61,528
營業利益	4,636	10,684	11,137	993	6,162	10,209	12,721	7,542	27,450	36,635
業外利益	1,666	4,004	4,054	1,279	1,231	1,540	4,655	1,580	11,003	9,006
稅前純益	6,302	14,688	15,191	2,272	7,393	11,749	17,376	9,122	38,453	45,641
所得稅費用	855	2,884	2,687	634	1,073	2,268	3,371	1,396	7,060	8,108
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	1,638	6,319	9,482	14,005	7,727	31,393	37,533
調整後每股盈餘(NT\$)	7.33	15.89	16.83	2.21	8.51	12.77	18.86	10.40	42.27	50.53
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%	16.0%	15.6%	17.0%	17.0%	16.5%	16.6%	16.6%
營業利益率	4.1%	7.8%	7.1%	0.7%	5.2%	7.1%	7.7%	4.6%	5.0%	6.2%
稅前純益率	5.5%	10.8%	9.7%	1.6%	6.2%	8.1%	10.5%	5.6%	7.0%	7.7%
稅後純益率	4.8%	8.7%	8.0%	1.2%	5.3%	6.6%	8.4%	4.7%	5.7%	6.3%
有效所得稅率	13.6%	19.6%	17.7%	27.9%	14.5%	19.3%	19.4%	15.3%	18.4%	17.8%
季增率(%)										
營業收入	1.9%	19.4%	15.0%	-9.8%	-16.0%	21.4%	15.2%	-1.8%		
營業利益	98.0%	130.5%	4.2%	-91.1%	520.5%	65.7%	24.6%	-40.7%		
稅後純益	12.7%	116.7%	5.9%	-86.9%	285.8%	50.0%	47.7%	-44.8%		
調整後每股盈餘	38.7%	116.7%	5.9%	-86.9%	285.8%	50.0%	47.7%	-44.8%		
年增率(%)										
營業收入	11.5%	26.8%	24.2%	26.3%	30.4%	15.5%	15.4%	20.8%	22.4%	8.0%
營業利益	-	776.5%	31.9%	-57.6%	65.7%	1.2%	24.1%	712.3%	228.8%	33.5%
稅後純益	-	356.5%	12.7%	-58.3%	40.7%	-15.1%	22.0%	400.4%	97.1%	19.6%
調整後每股盈餘	-	356.5%	12.7%	-58.3%	40.7%	-15.1%	22.0%	400.4%	97.1%	19.6%

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

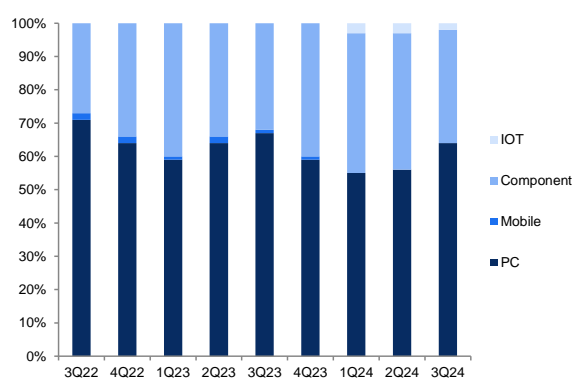
華碩 (2357 TT) 為全球最大的電腦主機板製造商，亦生產筆電與智慧型手機，並透過華碩品牌銷售產品。其中電競 NB 品牌 ROG 為全球第一大，NB 品牌 ASUS 為全球第五大。產品組合方面 (2024)：System 60%、Open Platform 38%、AloT 2%；區域別來看，亞太 47%，歐洲 29%，美國 24%。華碩無工廠，大部分交由電子五哥代工，少數交陸商製造。轉投資包括：亞旭、研揚 (6579 TT)...等。另外華碩與和碩分割後，不斷降低持股，已由原本權益法改列成本法，徹底將集團的品牌與代工分家。

圖 20：全球 PC 銷量預估



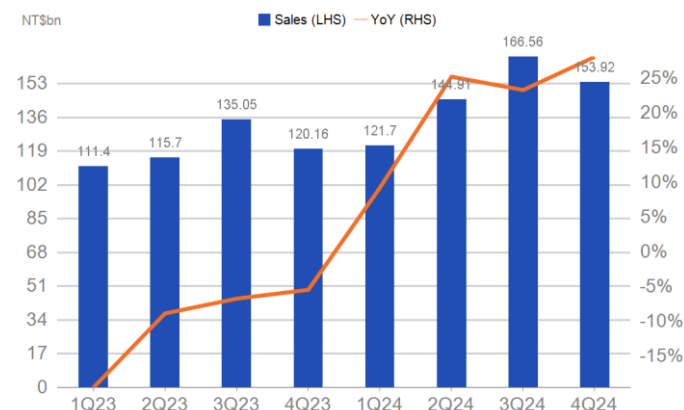
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：營收組成



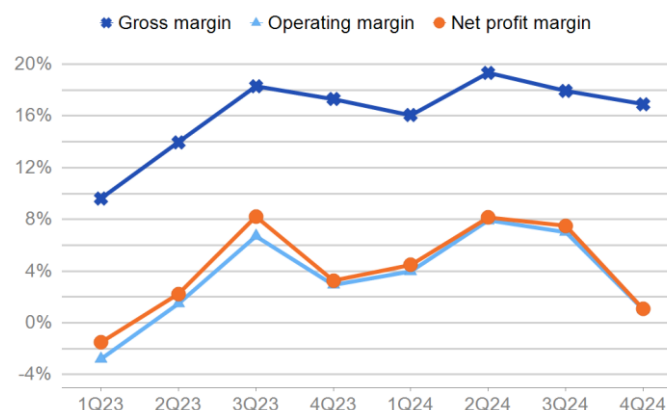
資料來源：公司資料

圖 22：營收趨勢



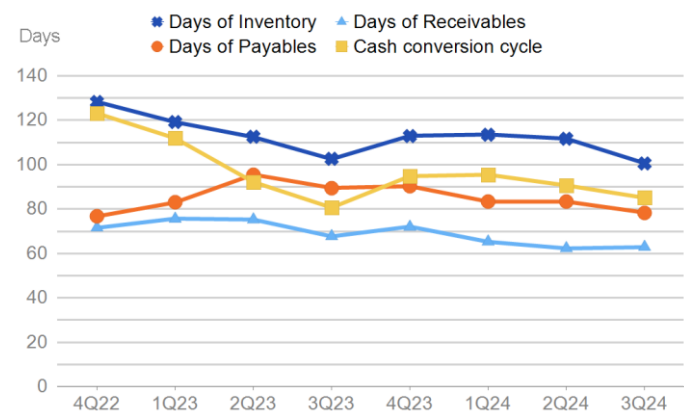
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：毛利率、營益率、淨利率



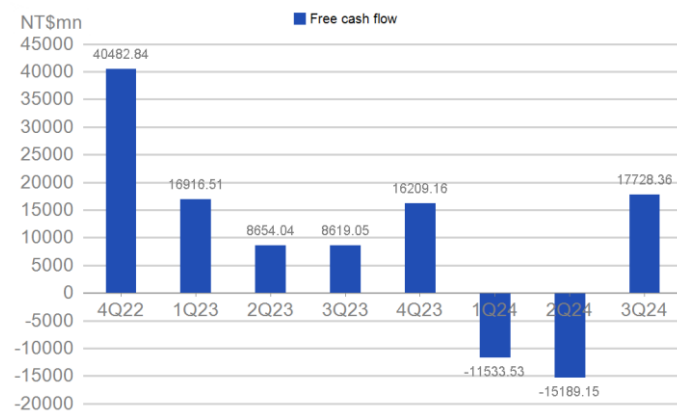
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：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，在科技硬體行業中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 26：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 (2025/3/11)

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	81,305	83,210	66,507
存貨	142,472	122,790	147,504	158,901	184,891
應收帳款及票據	91,311	86,817	99,764	108,067	125,090
其他流動資產	19,092	18,342	19,843	23,463	27,363
流動資產	322,198	307,177	348,416	373,641	403,851
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	516,109	536,024	560,900
應付帳款及票據	51,368	56,967	72,880	78,864	91,426
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	213,465	219,449	232,011
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	237,013	242,996	255,559
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	182,175	194,457	205,884
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	257,085	267,846	277,687
非控制權益	14,508	19,166	22,011	25,182	27,655
股東權益總額	226,889	258,982	279,096	293,028	305,342

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	34,239	40,704	43,611
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	(21,747)	(13,717)	(30,450)
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	12,809	26,356	12,394
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)	(25,251)	(29,711)
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)	(26,772)	(31,297)
匯率影響數	8,971	851	0	0	0
本期產生現金流量	1,510	9,904	1,016	1,904	(16,702)
自由現金流量	(17,245)	50,399	11,250	24,719	10,642

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	587,087	642,867	709,188
銷貨成本	(463,051)	(409,920)	(483,615)	(532,562)	(586,375)
營業毛利	74,141	72,394	103,472	110,306	122,812
營業費用	(61,162)	(61,241)	(73,879)	(73,012)	(82,004)
推銷費用	(30,857)	(29,187)	(37,336)	(36,389)	(40,865)
研究費用	(20,625)	(21,639)	(24,945)	(25,251)	(28,361)
管理費用	(9,680)	(10,415)	(11,598)	(11,372)	(12,777)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	12,982	11,164	29,595	37,293	40,809
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	42,190	49,779	53,295
所得稅費用	(4,784)	(4,204)	(7,951)	(9,076)	(9,684)
少數股權淨利	2,141	1,962	2,845	3,171	2,472
歸屬母公司之稅後純益	14,691	15,928	31,394	37,533	41,139
稅前息前折舊攤銷前淨利	24,999	25,558	32,475	40,283	43,942
調整後每股盈餘 (NT\$)	19.78	21.44	42.27	50.53	55.39

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)	21.7	9.5	10.3
營業利益	(73.7)	(14.0)	165.1	26.0	9.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	(60.2)	2.2	27.1	24.0	9.1
稅後純益	(63.9)	6.3	91.4	18.9	7.1
調整後每股盈餘	(67.0)	8.4	97.1	19.6	9.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	13.8	15.0	17.6	17.2	17.3
營業利益率	2.4	2.3	5.0	5.8	5.8
稅前息前淨利率	3.9	4.4	5.0	5.8	5.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	4.7	5.3	5.5	6.3	6.2
稅前純益率	4.0	4.6	7.2	7.7	7.5
稅後純益率	2.7	3.3	5.4	5.8	5.8
資產報酬率	3.5	3.8	6.6	7.6	7.8
股東權益報酬率	7.1	7.4	12.2	14.0	14.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	107.7	85.4	84.9	82.9	83.7
淨負債權益比(%)	(8.9)	(24.3)	(23.3)	(22.8)	(16.4)
利息保障倍數 (倍)	29.4	32.9	54.8	91.9	98.4
流動比率 (%)	144.7	155.5	163.2	170.3	174.1
速動比率 (%)	75.3	86.4	94.1	97.9	94.4
淨負債 (NT\$百萬元)	(20,280)	(62,826)	(64,905)	(66,809)	(50,106)
調整後每股淨值 (NT\$)	285.92	322.85	346.12	360.61	373.86
評價指標 (倍)					
本益比	33.1	30.5	15.5	12.9	11.8
股價自由現金流量比	--	9.6	43.2	19.7	45.6
股價淨值比	2.3	2.0	1.9	1.8	1.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	19.4	19.0	15.0	12.1	11.1
股價營收比	0.9	1.0	0.8	0.8	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



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>.