

華碩(2357)

BUY

■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:	2025/3/12
目前收盤價 (NT\$):	654.0
目標價 (NT\$):	750
52 週最高最低(NT\$):	407.5-709
加權指數:	22071.09

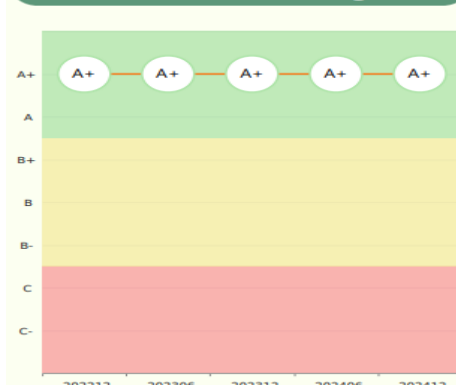
公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	7,428
市值 (NT\$/mn):	485,790
市值 (US\$/mn):	16,193
20 日平均成交量(仟股):	2,929
PER ('25):	13.65
PBR ('25):	1.83
外資持股比率:	49.16
TCRI	2

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-1.7	8.3	25.1
加權指數報酬率(%)	-5.6	-3.6	5.0

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	750	740
營業收入 (NT\$mn)	665,609	681,170
毛利率 (%)	17.00	17.00
營運毛利率 (%)	5.68	5.64
EPS (NT\$)	47.92	49.34
BVPS(NT\$)	358.25	358.25

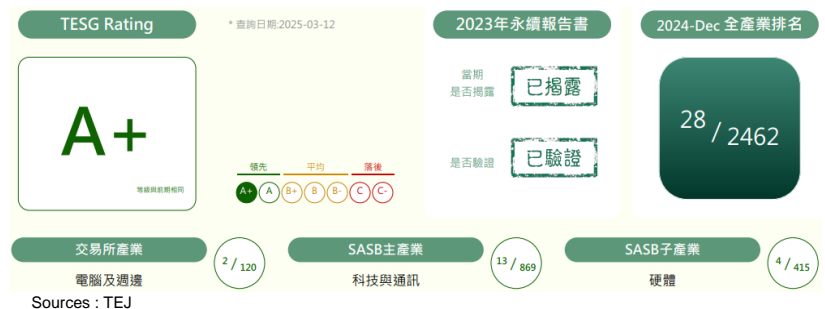
近五期TESG Rating



1Q25 谷底，逐季向上，PER 不高且殖利率逾 5%

- **1Q25 谷底，逐季向上，PER 不高，加上殖利率逾 5%，下方風險有限：**
元富預估 2025 年稅後 EPS 47.92 元。目前股價 654 元，PER 14X 不高，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、AI PC、Gaming 及商用 NB 等成長動能，將推動營運持續迎來成長。短期股價或因 2024 年提列呆帳致獲利不如預期而下跌，但 2025 年呆帳有機會回沖，獲利更上層樓，加上殖利率逾 5%，下方風險有限，華碩仍是佈局 Edge AI 的首選之一，故元富評等維持買進，目標價 750 元(原 740 元)。
- **展望 1H25，1Q25 傳統淡季，關稅影響供應鏈調整，新產品無法完全展現，為營運谷底，2Q25 調整進入穩態，大環境有利成長，營收顯著成長，挑戰季增 2 成以上：**展望 1H25，華碩預期 1Q25 PC 系統 QoQ -20%，零組件&Server QoQ -10%，元富推估 1Q25 合併營收 1,296 億元(原 1,481 億元)、QoQ -16%、YoY +6%，1Q25 是傳統淡季，加上關稅造成供應鏈應對的不確定性及調整於 1Q25 最劇烈，2Q25 才有機會進入穩態，面對 NVIDIA 2 年循環的 PC GPU 大改版 RTX 50XX 系列推出，有利於 VGA 及 Gaming NB 的需求，惟 1Q25 新品效益仍還沒充分展現，2Q25 才有機會充分展現，故華碩同時預期 2Q25 PC 系統 QoQ +30%，零組件& Server QoQ +10%，強勁的營運動能，除了上述 1) NV RTX 50XX 帶動 VGA 及 Gaming NB；2) 預期 2Q25 AI PC 的新平台更完整，進入主流價格的平台會更完整；3) Microsoft Windows 10 將在 3Q25 正式停止支援，有機會帶來換機需求，元富推估 2Q25 合併營收 1,576 億元(原 1,643 億元)、QoQ 22%、YoY 9%，單季稅後 EPS 12.47 元(原 13.68 元)。
- **展望 2025 年，1Q25 谷底，隨後營運逐季成長，動能涵蓋 AI PC、VGA、Gaming NB、商用 NB、AI Server，推估稅後 EPS 47.92 元，若呆帳回沖，獲利將更上層樓**

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



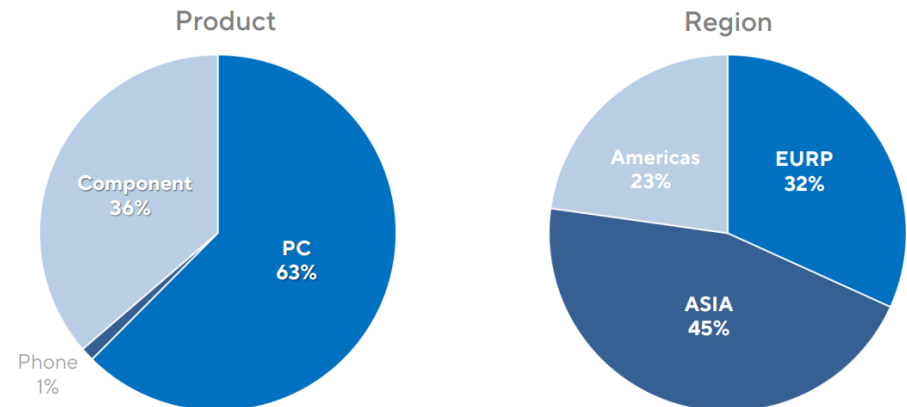
華碩是全球 ICT 品牌大廠

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，3/2025

4Q24 受累印度 CSP 客戶呆帳提列，營業利益達成率 26%，業外投資收益挹注，獲利達成率 31%，單季稅後 EPS 2.21 元

4Q24 受累印度 CSP 客戶呆帳提列，營業利益達成率 26%，業外投資收益挹注，獲利達成率 31%，單季稅後 EPS 2.21 元

華碩公告 4Q24 財報，營收 1,539 億元、QoQ -8%、YoY 28%，其中系統占 60%、QoQ -13%(原-15%)、YoY +30%，略優於預期，零組件產品占 38%、QoQ +3%(原 +5~+10%)、YoY +22%，略低於預期。毛利率 16.92%(原 17.0%)、QoQ -1.02pts、YoY -0.38pts，營業利益 15.7 億元、QoQ -87%、YoY -55%，達成率 26%，其中主要係提列印度 CSP 客戶的 A/R 呆帳金額高達 53.51 億元所致(影響 EPS 約 5.7 元)，營益率 1.02%(原 3.88%)、QoQ -5.99pts、YoY -1.91pts，業外淨收入 17.87 億元(原估 11.7 億元)，其中利息收入 7.2 億元、權益法認列投資利益 10.26 億元所致，稅前淨利 33.62 億元、QoQ -79%、YoY -46%，達成率 47%，稅後淨利 16.38 億元、QoQ -87%、YoY -58%，獲利達成率 31%，單季稅後 EPS 2.21 元(原 7.11 元)。累計 2024 年營收 5,870 億元、YoY 22%，營業利益 295.89 億元、YoY 166%，稅前淨利 421 億元、YoY 91%，稅後淨利 313 億元、YoY 97%，稅後 EPS 42.27 元(原估 47.17 元)。董事會通過擬配發 34 元現金股利，目前股價 654 元，殖利率 5.19%。

Exhibit 3：華碩季報公告與預估差異

華碩(2357)									
unit:NT\$mn	3Q24	4Q24	4Q24(F)	QoQ	YOY	Diff%	2024	2024(F)	累計YOY
Net Sales	166,561	153,923	152,798	-8%	28%	1%	587,087	585,962	22%
Margin%	17.94%	16.92%	17.00%	-1.02	0.38	-0.08	17.62%	17.65%	2.61
Operating Profit	11,676	1,570	5,929	-87%	-55%	-74%	29,589	33,927	166%
Operating Margin	7.01%	1.02%	3.88%	-5.99	-1.91	-2.86	5.04%	5.79%	2.73
Total non-ope inc.	4,230	1,787	1,170				12,595	11,978	
Pre-tax profit	15,904	3,362	7,098	-79%	-46%	-53%	42,190	45,927	91%
Net Profit	12,504	1,638	5,279	-87%	-58%	-69%	31,394	35,034	97%
EPS	16.83	2.21	7.11				42.27	47.17	

Source:華碩，3/2025

Exhibit 4：華碩自有品牌營收比重

營收比重	4Q24	QoQ	YoY	2024	YoY
PC	60%	-13%	30%	60%	16%
Component	38%	3%	22%	38%	28%
AIOT	2%	-8%	156%	2%	143%
合計	100%	-8%	28%	100%	22%

Source:華碩，3/2025

4Q24 認列的呆帳，公司樂觀預期短時間將支付，推估影響稅後 EPS 約 5.7 元

4Q24 認列的呆帳，公司樂觀預期短時間將支付，推估影響稅後 EPS 約 5.7 元
華碩針對印度 CSP 客戶發生的嚴重延遲支付款項，在基於嚴謹的會計原則下，提列高達 53.51 億元的呆帳損失，該印度資料中心客戶營運已有 4~5 年了，華碩係於 2024 年 4~6 月間的 Server 出貨，大多數尚未收款，占 2024 年 Server 營收不超過 10%。華碩持續與該客戶密切聯繫，按照客戶提供的資訊，該客戶已經有好幾個融資項目進行中，樂觀預期會於短時間內取得資金支付華碩的帳款，屆時若能順利在 2025 年取回該款項，則原認列的預期信用減損就有機會回沖，推估影響稅後 EPS 約 5.7 元。

展望 1H25，1Q25 傳統淡季、關稅影響供應鏈調整，新產品無法完全展現，為營運谷底，2Q25 調整進入穩態，大環境有利成長，營收顯著成長，挑戰季增 2 成以上

展望 1H25，1Q25 傳統淡季、關稅影響供應鏈調整，新產品無法完全展現，為營運谷底，2Q25 調整進入穩態，大環境有利成長，營收顯著成長，挑戰季增 2 成以上

展望 1H25，華碩預期 1Q25 PC 系統 QoQ -20%，零組件&Server QoQ -10%，元富推估 1Q25 合併營收 1,296 億元(原 1,481 億元)、QoQ -16%、YoY +6%，1Q25 是傳統淡季，加上關稅造成供應鏈應對的不確定性及調整於 1Q25 最劇烈，2Q25 才有機會進入穩態，面對 NVIDIA 2 年循環的 PC GPU 大改版 RTX 50XX 系列推出，有利於 VGA 及 Gaming NB 的需求，惟 1Q25 新品效益仍還沒充分展現，2Q25 才有機會充分展現，故華碩同時預期 2Q25 PC 系統 QoQ +30%，零組件& Server QoQ +10%，強勁的營運動能，除了上述 1) NV RTX 50XX 帶動 VGA 及 Gaming NB；2) 預期 2Q25 AI PC 的新平台更完整，進入主流價格的平台會更完整；3) Microsoft Windows 10 將在 3Q25 正式停止支援，有機會帶來換機需求，元富推估 2Q25 合併營收 1,576 億元(原 1,643 億元)、QoQ 22%、YoY 9%，毛利率 17%，營益率 5.62%、QoQ 0.03pts，稅後淨利 92.65 億元、QoQ 44%、YoY -22%，單季稅後 EPS 12.47 元(原 13.68 元)。

Exhibit 5：華碩各產品線營收成長預估

營收比重	4Q24	QoQ	YoY	1Q25E	QoQ	YoY	2Q25F	QoQ	YoY
PC	60%	-13%	30%	57%	-20%	10%	61%	30%	18%
Component	38%	3%	22%	41%	-10%	3%	37%	10%	-3%
AIOT	2%	-8%	156%	2%	0%	-16%	2%	20%	-15%
合計	100%	-8%	28%	100%	-16%	6%	100%	22%	9%

Source:華碩, 3/2025

展望 2025 年，1Q25 谷底，隨後營運逐季成長，動能涵蓋 AI PC、VGA、Gaming NB、商用 NB、AI Server，推估稅後 EPS 47.92 元，若呆帳回沖，獲利將更上層樓

展望 2025 年，1Q25 谷底，隨後營運逐季成長，動能涵蓋 AI PC、VGA、Gaming NB、商用 NB、AI Server，推估稅後 EPS 47.92 元，若呆帳回沖，獲利將更上層樓

展望 2025 年，研調機構預估整體 PC 產業出貨量 YoY 約 3~5%，但華碩內部目標積極，仍樂觀期待優於產業表現。其中 1) NVIDIA 新的 PC GPU 平台 RTX 50XX，有利於帶動 VGA 卡及 Gaming NB 需求，營收成長動能及利潤率提升均是正向，華碩 Gaming NB 市佔率挑戰目標至少 30% 以上，維持市場的領導地位。2) 2024 年是 AI PC 元年，僅有硬體到位，軟體並未跟上，致滲透率僅有低個位數，隨著 DeepSeek 發佈，有利於解決應用成本過高的問題，加速 Edge AI 的發展，預期滲透率將上看 25~30%，或者更高，2026 年期望有 60%，華碩 2024 年 Copilot+ PC 市佔率 >25%，居市場領導地位，2025 年將更上一層樓，挑戰 30% 以上的目標。3) Server 占 2024 年營收比重約 low teens，預估 2025 年將來到 mid teens，DS 推出後，加上小模型崛起，擴大後訓練及推論的算力需求，華碩除了直接供應 AI Server 外，亦提供平台服務、Enterprise GAI 完整解決方案、Edge AI 及 AI PC，具備完整的 AI 雲到端完整的解決方案。4) Microsoft Windows 10 將於 10 月停止支援，有利於商用機種升級 Windows 11 的換機需求，華碩過去著墨商用市場較少，此部分有選定歐亞特定國家佈署專屬業務，預期將搶占 10% 的市佔目標。5) 2021 年 COVID-19 疫情期間 PC 銷售高峰，歷經 3~4 年將步入換機循環。華碩認為 1Q25 是相對營運谷底期，2Q25 將顯著成長，且逐季成長，全年 4~5% 的營益率目標有信心達成。元富預估 2025 年營收 6,656 億元(原 6,811 億元)、YoY 13%，毛利率 17%、YoY -0.62pts，營益率 5.68%、YoY 0.64pts，稅後淨利 355 億元、YoY 13%，稅後 EPS 47.92 元(原 49.34 元)，若 4Q24 提列的 A/R 呆帳有機會在 2025 年收回，就有機會回沖 53.51 億元的預期信用減損損失，2025 年稅後 EPS 就有機會挑戰 53.62 元。

1Q25 谷底，逐季向上，PER 不高，加上殖利率逾 5%，下方風險有限

1Q25 谷底，逐季向上，PER 不高，加上殖利率逾 5%，下方風險有限
元富預估 2025 年稅後 EPS 47.92 元。目前股價 654 元，PER 14X 不高，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、AI PC、Gaming 及商用 NB 等成長動能，將推動營運持續迎來成長。短期股價或因 2024 年提列呆帳致獲利不如預期而下跌，但 2025 年呆帳有機會回沖，獲利更上層樓，加上殖利率逾 5%，下方風險有限，華碩仍是佈局 Edge AI 的首選之一，故元富評等維持買進，目標價 750 元(原 740 元)。

TESG 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					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25E		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25E	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	537,192	482,314	587,087	665,610		Cash	69,323	79,227	94,988	125,691	
COGS	463,047	409,910	483,611	552,453		Marketable securities	5,554	3,073	4,075	4,075	
Gross profit	74,145	72,405	103,476	113,156		A/R & N/R	91,311	86,817	108,412	122,912	
Operating expense	61,162	61,241	73,881	75,336		Inventory	142,472	122,790	156,478	178,753	
Operating profit	12,982	11,164	29,595	37,820		Others	13,538	15,270	15,270	15,270	
Total non-operate. Inc.	8,633	10,930	12,595	10,170		Total current asset	322,198	307,177	379,223	446,701	
Pre-tax profit	21,616	22,094	42,190	47,987		Long-term invest.	95,780	118,666	118,666	118,666	
Total Net profit	16,831	17,890	34,239	38,390		Total fixed assets	19,495	20,082	21,545	23,007	
Minority	2,141	1,962	2,845	2,800		Total other assets	23,363	23,204	23,204	23,204	
Net Profit	14,691	15,928	31,394	35,590		Total assets	471,165	480,082	542,638	611,578	
EPS (NT\$)	19.78	21.44	42.27	47.92		Short-term Borrow	48,897	16,239	16,239	16,239	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25E		A/P & N/P	51,368	56,967	63,907	73,004	
Sales	0.4	(10.2)	21.7	13.4		Other current liab.	122,411	124,346	160,642	208,698	
Gross profit	(32.8)	(2.3)	42.9	9.4		Total current liab.	222,677	197,552	240,788	297,941	
Operating profit	(73.7)	(14.0)	165.1	27.8		L-T borrow s	145	162	168	174	
Pre-tax profit	(63.4)	2.2	91.0	13.7		Other L-T liab.	21,454	23,386	23,386	23,386	
Net profit	(67.0)	8.4	97.1	13.4		Total liability.	244,276	221,100	264,342	321,501	
EPS	(67.0)	8.4	97.1	13.4		Common stocks	7,428	7,428	7,428	7,428	
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25E		Reserves	11,744	12,381	12,381	12,381	
Gross	13.8	15.0	17.6	17.0		Retain earnings	207,717	239,174	258,488	270,268	
Operating	2.4	2.3	5.0	5.7		Total Equity	226,889	258,982	278,296	290,077	
EBITDA	4.3	4.5	7.4	6.3		Total Liab. & Equity	471,165	480,082	542,638	611,578	
Pre-tax	4.0	4.6	7.2	7.2							
Net	2.7	3.3	5.3	5.3							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q25E	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25E	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	129,603	157,649	189,179	189,179		Net income	14,691	15,928	31,394	35,590	
Gross profit	22,033	26,800	32,160	32,160		Dep & Amort	2,621	2,771	3,461	3,663	
Operating profit	7,241	8,867	12,129	9,579		Investment income	0	0	-1,608	0	
Total non-ope inc.	1,650	3,590	2,980	1,950		Changes in W/C	-13,152	34,985	-48,342	-27,678	
Pre-tax profit	8,891	12,457	15,109	11,529		Other adjustment	-19,881	-1,598	-1,598	-1,598	
Net profit	6,413	9,266	11,388	8,523		Cash flow – ope.	-15,721	52,087	-16,693	9,978	
EPS	8.63	12.47	15.33	11.48		Capex	-1,494	-1,462	-1,462	-1,462	
Y/Y %	1Q25E	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Change in L-T inv.	-460	740	0	0	
Net sales	6.5	6.5	8.8	13.6		Other adjustment	3,399	2,929	0	0	
Gross profit	12.8	12.8	(4.3)	7.6		Cash flow –inve.	1,445	2,206	-1,462	-1,462	
Operating profit	49.4	49.4	(22.9)	3.9		Free cash flow	-17,216	50,625	-18,156	8,515	
Net profit	17.7	17.7	(21.5)	(8.9)		Inc. (Dec.) debt	39,469	-32,609	40	40	
Q/Q %	1Q25E	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Cash dividend	-31,196	-11,141	-12,080	-23,809	
Net sales	(15.8)	21.6	20.0	0.0		Other adjustment	-6,828	45,957	45,957	45,957	
Gross profit	(15.4)	21.6	20.0	0.0		Cash flow-Fin.	1,445	2,206	33,917	22,188	
Operating profit	359.8	22.5	36.8	(21.0)		Exchange influence	8,971	851	0	0	
Net profit	291.5	44.5	22.9	(25.2)		Change in Cash	1,510	9,904	15,761	30,703	
Margins %	1Q25E	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Ratio Analysis					
Gross	17.0	17.0	17.0	17.0		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25E	
Operating	5.6	5.6	6.4	5.1		ROA	3.01	3.35	6.14	6.17	
Net	4.9	5.9	6.0	4.5		ROE	6.21	6.56	11.69	12.52	

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

©2025 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.