

微星 (2377 TT) Micro-Star International

1Q25 輝達 50 系列 GPU 推出有助電競銷售，但短期供應不順

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$175.0

收盤價 (2025/03/14)：NT\$171.0
隱含漲幅：2.3%

營收組成 (2024)

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	175
2025年營收 (NT\$/十億)	220.6	221.2
2025年EPS	12.3	12.3

交易資料表

市值	NT\$144,480百萬元
外資持股比率	25.5%
董監持股比率	11.2%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$69.59
負債比	45.3%
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	197,872	220,581	242,698
營業利益	8,810	7,117	11,509	12,694
稅後純益	7,533	6,793	10,357	11,304
EPS (元)	8.92	8.04	12.26	13.38
EPS YoY (%)	-24.4	-9.8	52.5	9.1
本益比 (倍)	19.2	21.3	14.0	12.8
股價淨值比 (倍)	2.9	2.7	2.5	2.3
ROE (%)	15.3	12.9	17.6	17.8
現金殖利率 (%)	3.2%	2.9%	4.4%	4.8%
現金股利 (元)	5.40	5.00	7.50	8.20

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuanta.com

余羚華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q24 EPS 0.55 元，季減 73%，低於元大/市場預期 76%/78%，主因北美電競 NB 市場競爭壓力及輝達 50 系列 GPU 延後推出。

◆ 1Q25 受惠 Nvidia 50 系列新品，加上大陸農曆年 MB 小旺季，原估營收季增 3%，但因 GPU 供應不順，略下修至季減 1%，年增 7%。

◆ 雖有輝達新顯卡推出利多，但供應不順，業績承壓，加上評價合理，維持中立。目標價 175 元係根據 2025 年 EPS、14 倍本益比推得。

4Q24 EPS 0.55 元，季減 73%，低於元大/市場預期 76%/78%

4Q24 營收季減 1%至 515 億元，年增 5%，受北美電競 NB 市場競爭壓力及輝達 50 系列 GPU 延後推出，毛利率季減 2.4 百分點至 10.3%，低於預期，加上行銷推廣費用季增 3 億元 (促銷舊品)，造成營業利益僅 5.6 億元，季減 74%，年減 60%，低於元大/市場預期 72%/77%。業外有匯損 1.57 億元，但在利息收入及其他收益挹注下，獲利 0.72 億元。合計稅後 4.6 億元，季減 73%，年減 38%，EPS 0.55 元，低於元大/市場預期 76%/78%。

1Q25 輝達 50 系列 GPU 新品推出，但短期供應不順

輝達 50 系列除最頂規 5090 維持往年性價比 2 以外，中低規產品 5080/5070Ti/5070 等採取降價 6~17%策略，但效能比 40 系列產品效能高 25%，性價比佳。但上半年受輝達 GPU 供應不順，初期 5090/80/70Ti 顯卡先推出，但電競 NB 銷售由 3 月延至 4 月，短期對 1Q25 營收略不利，公司希望第二季業績彌補回來。在輝達 50 系列 GPU 新品帶動下，估微星 2025 年電競 NB 營收年增 13%。1Q25 受惠 Nvidia 50 系列新品，加上大陸農曆年 MB 小旺季，原估營收季增 3%，但因 GPU 供應不順，略下修至季減 1%，年增 7%。EPS 2.29 元，季增 320%，年減 22%，比前次預估下修 12%。

受惠新品效應，2025 年獲利恢復成長

2024 年為 PC 景氣復甦年，MB/VGA 營收分別年增 8%/5%。2025 年 NVIDIA 推出 50 系列大改款 GPU，有助 VGA 出貨增加，估 2025 年 MB/VGA 營收成長 4%/17%。

預估 2025 年整體營收年增 11%，輝達 50 系列新品剛推出，價格較佳，促銷活動減少，估毛利率年增 1.13 百分點至 13.36%，營業利益 115 億元，年增 62%，2025 年 EPS 12.26 元(下修 1%)，年增 52%。微星今年有輝達新顯卡推出利多，但短期供應不順，業績恐有壓力，加上評價合理，維持中立。

營運分析

4Q24 EPS 0.55 元，季減 73%，年減 38%，低於元大/市場預期 76%/78%

4Q24 營收季減 1%至 515 億元，年增 5%，受北美電競 NB 市場競爭壓力及輝達 50 系列 GPU 延後推出，毛利率季減 2.4 百分點至 10.3%，低於預期，加上行銷推廣費用季增 3 億元(促銷舊品)，造成營業利益僅 5.6 億元，季減 74%，年減 60%，低於元大/市場預期 72%/77%。業外有匯損 1.57 億元，但在利息收入及其他收益挹注下，獲利 0.72 億元。合計稅後 4.6 億元，季減 73%，年減 38%，EPS 0.55 元，低於元大/市場預期 76%/78%。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

(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	51,487	-1.2%	4.7%	52,084	52,362	-1.1%	-1.7%
營業毛利	5,292	6,604	5,304	-19.7%	0.2%	6,483	6,832	-18.2%	-22.4%
營業利益	1,371	2,128	555	-73.9%	-59.5%	2,003	2,373	-72.3%	-76.6%
稅前利益	801	2,174	627	-71.2%	-21.7%	2,277	2,584	-72.5%	-75.7%
稅後淨利	740	1,732	461	-73.4%	-37.6%	1,901	2,102	-75.7%	-78.1%
調整後 EPS (元)	0.88	2.05	0.55	-73.4%	-37.6%	2.25	2.49	-75.7%	-78.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	10.8%	12.7%	10.3%	-2.4	-0.5	12.4%	13.0%	-2.1	-2.7
營業利益率	2.8%	4.1%	1.1%	-3.0	-1.7	3.8%	4.5%	-2.8	-3.5
稅後純益率	1.5%	3.3%	0.9%	-2.4	-0.6	3.7%	4.0%	-2.8	-3.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1Q25 輝達 50 系列 GPU 新品推出，有利電競需求向上，但短期供應不順

4Q24 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，相關系列產品第一季陸續全數上市。輝達 50 系列除最頂規 5090 維持往年性價比 2(效能增加 50%，價格提高 25%)以外，中低規產品 5080/5070Ti/5070 等採取降價 6~17%策略，但效能比 40 系列產品效能高 25%，以性價比推估，將有採購潮，有利電競產品銷售。但上半年仍受輝達 GPU 供應不順，初期 5090/80/70Ti 顯卡先推出，但電競 NB 銷售由 3 月延至 4 月，短期對 1Q25 營收略不利，公司希望第二季業績彌補回來。在輝達 50 系列 GPU 新品帶動下，估微星 2025 年電競 NB 營收年增 13%。

圖 2：Nvidia 50 系列 GPU 性價比佳

	RTX 5090	RTX 5080	RTX 5070 Ti	RTX 5070	RTX 4090	RTX 4080	RTX 4070 Ti	RTX 4070
Release Date	Jan-25	Jan-25	Feb-25	Feb-25	Sep-22	Sep-22	Jan-23	Sep-22
Process	TSMC 4nm	TSMC 4nm	TSMC 4nm	TSMC 4nm	TSMC 4nm	TSMC 4nm	TSMC 4nm	TSMC 4nm
Architecture	Blackwell	Blackwell	Blackwell	Blackwell	Ada Lovelace	Ada Lovelace	Ada Lovelace	Ada Lovelace
CUDA cores	21760	10752	8960	6144	16384	9728	7680	5888
AI TOPS	3352	1801	1406	988	1321	780	641	466
Performace	105 TFLOPS	56 TFLOPS	44 TFLOPS	31 TFLOPS	83 TFLOPS	49 TFLOPS	40 TFLOPS	29 TFLOPS
Memory	32 GB GDDR7	16 GB GDDR7	16 GB GDDR7	12 GB GDDR7	24 GB GDDR6X	16 GB GDDR6X	16 GB GDDR6X	12 GB GDDR6X
TDP	575W	360W	300W	250W	450W	320W	285W	200W
Launch Price(Not FE)	US\$1,999	US\$999	US\$749	US\$549	US\$1,599	US\$1,199	US\$799	US\$599

資料來源：NVIDIA、元大投顧整理

1Q25 受惠 Nvidia 50 系列新品，加上大陸農曆年 MB 小旺季，原估營收季增 3%，但因 GPU 供應不順，略下修至季減 1%，年增 7%

1Q25 受惠 Nvidia 50 系列新品，加上大陸農曆年 MB 小旺季，原估營收季增 3%，但因 GPU 供應不順，略下修至季減 1%至 510 億元，年增 7%。新品價格較佳，殺價情況可望緩和，促銷活動減少，估毛利率季增 2.2 百分點至 12.46%。營業利益 20.7 億元，季增 273%，年減 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 19.4 億元，季增 320%，年減 22%，EPS 2.29 元，比前次預估下修 12%。

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	51,487	50,977	-1.0%	7.0%	53,191	53,199	-4.2%	-4.2%
營業毛利	6,040	5,304	6,354	19.8%	5.2%	6,855	7,297	-7.3%	-12.9%
營業利益	2,229	555	2,072	273.3%	-7.1%	2,387	2,939	-13.2%	-29.5%
稅前利益	2,991	627	2,357	275.9%	-21.2%	2,671	3,157	-11.8%	-25.4%
稅後淨利	2,492	461	1,935	319.5%	-22.4%	2,193	3,305	-11.8%	-41.5%
調整後 EPS (元)	2.95	0.55	2.29	319.5%	-22.4%	2.60	3.91	-11.8%	-41.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	12.7%	10.3%	12.5%	2.2	-0.2	12.9%	13.7%	-0.4	-1.3
營業利益率	4.7%	1.1%	4.1%	3.0	-0.6	4.5%	5.5%	-0.4	-1.5
稅後純益率	5.2%	0.9%	3.8%	2.9	-1.4	4.1%	6.2%	-0.3	-2.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

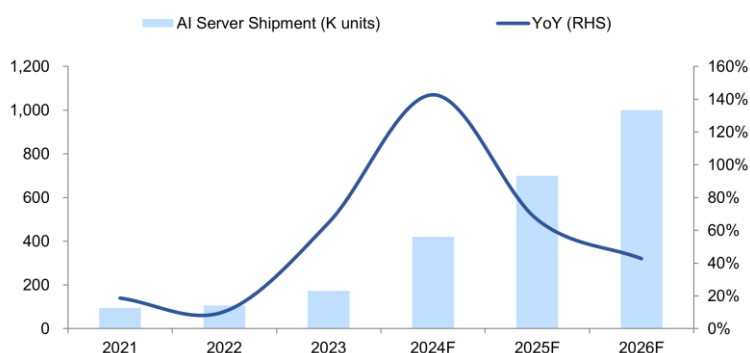
多項非 PC 類新產品推出，其中 AI server 是發展重心

微星未來將積極發展非 PC 類產品，目前已經切入 AI Server、智能協作機器人、家用/商用兒電椅、AI 門禁辨識系統...等，其中 AI Server 是發展重心。

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 400 人)，雖導致去年研發費用增加近 10 億元，未來將逐漸貢獻營收。微星過去專注資安、工廠自動化的 server 客戶，AI Server 在產品開發階段，等待客戶的認證，已規劃 L6/L10/L11，在美國有小工廠服務當地的客戶。

2023 年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。4Q24 有 NVIDIA MGX 架構的 AI 伺服器推出，1H25 亦有新世代 H/B/GB200 推出，估計 2025 年下半年開始量產，微星預期 2025 年有機會貢獻營收 3~5%，2026 年翻倍成長。

圖 4：全球 AI 伺服器出貨量預估

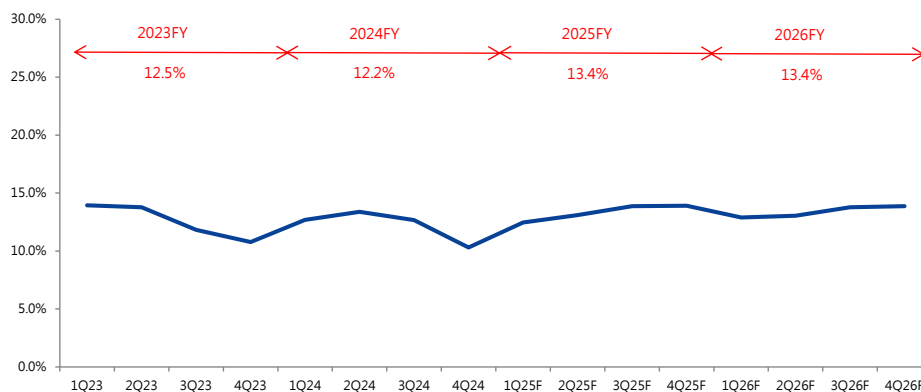


資料來源：元大投顧預估

2025 年受惠 NVIDIA 50 系列新品推出，有助毛利率回升

2024 年 PC 景氣略微回升，1Q24 新產品增加，毛利率季增 1.91 百分點至 12.68%，2Q24 再季增 0.71 百分點至 13.39%。但 2H24 北美 NB 競爭激烈，加上輝達 50 系列新品延至 1Q25 推出，殺價壓力再現，3Q/4Q 毛利率再降至 12.68%/10.30%。合計 2024 毛利率 12.23%，小幅年減 0.26 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 13.36%，年增 1.13 百分點。

圖 5：2025 年受惠 NVIDIA 50 系列新品推出，有助毛利率回升



資料來源：TEJ、元大投顧預估

略下修 2025 年稅後 1%

2024 年為 PC 景氣復甦年，MB/VGA 營收分別年增 8%/5%。2025 年 NVIDIA 推出 50 系列大改款 GPU，有助 VGA 出貨增加，估 2025 年 MB/VGA 營收成長 4%/17%。

預估 2025 年整體營收年增 11%至 2,206 億元，輝達 50 系列新品剛推出，價格較佳，促銷活動可望減少，估毛利率年增 1.13 百分點至 13.36%，營業利益 115 億元，年增 62%，2025 年 EPS 12.26 元，年增 52% (比原估略下修 0.6%，主因輝達 50 系列 GPU 供應不順，略下調營收 0.3%)。

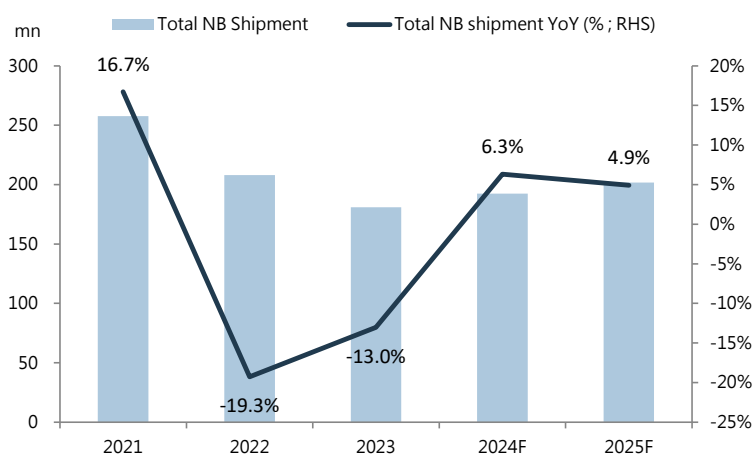
產業概況

電競 NB 滲透率穩定上升，是 PC 下游少數維持成長的產品

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%。

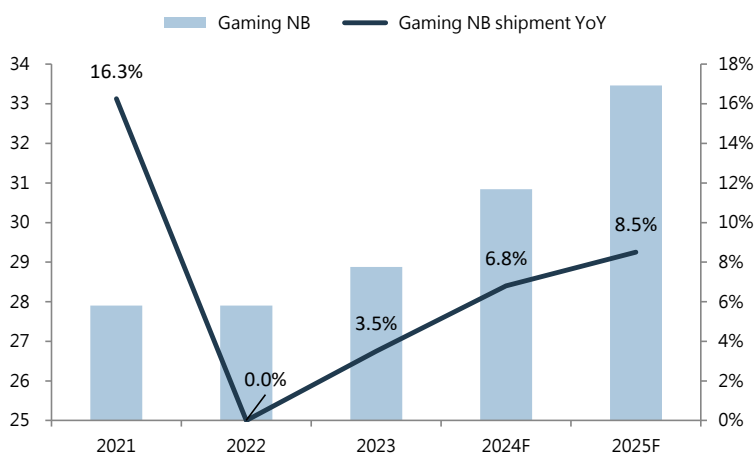
電競筆電具剛性需求，2022 年即使 PC 清庫存，出貨年持平，比其他電腦產品佳。2023 年恢復成長 4%，2024/25 年受惠大陸黑神話悟空熱賣及 NVIDIA 二年一次 GPU 大改款，出貨可望年增 7%/9%，是 PC 下游少數維持成長的產品。微星在電競產品含：NB、主機板、繪圖卡等，目前營收比重超過 70%，在 PC 不景氣時，此部分銷售具有支撐。

圖 6：全球筆電出貨量預估



資料來源：Digitimes、元大投顧整理

圖 7：全球電競筆電出貨量預估

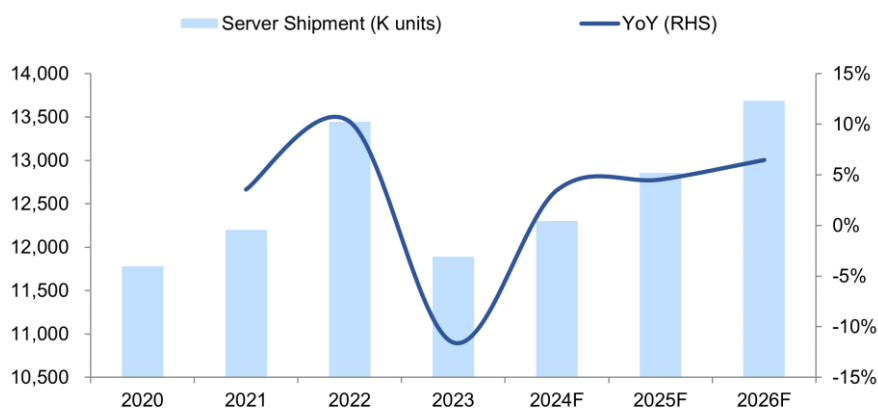


資料來源：Digitimes、元大投顧整理

一般型伺服器需求回溫，2024/25 年出貨量年增約 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 8：全球伺服器出貨量預估

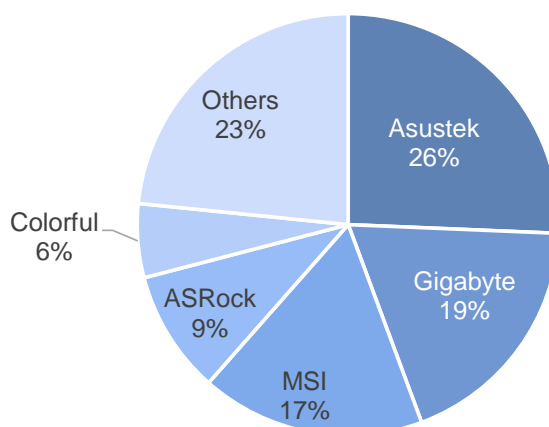


資料來源：元大投顧預估

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 9：微星為全球第三大 MB 製造商



資料來源：元大投顧整理

獲利調整與股票評價

略下修 2025 年稅後獲利 1%

因輝達 50 系列 GPU 供應不順，略下調 2025 年營收 0.3%至 2,206 億元，年增 11%，新品剛推出，價格較佳，促銷活動可望減少，估毛利率年增 1.13 百分點至 13.36%，營業利益 115 億元，年增 62%，2025 年 EPS 12.26 元，年增 52%，比原估略下修 0.6%。

圖 10：2025 和 2026 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	197,872	198,470	220,581	221,164	-0.3%	-0.3%
營業毛利	24,195	25,374	29,470	29,759	-4.6%	-1.0%
營業利益	7,117	8,566	11,509	11,578	-16.9%	-0.6%
稅前利益	8,508	10,158	12,666	12,735	-16.2%	-0.5%
稅後淨利	6,793	8,233	10,357	10,417	-17.5%	-0.6%
調整後 EPS (元)	8.04	9.74	12.26	12.33	-17.5%	-0.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	12.2%	12.8%	13.4%	13.5%	-0.6	-0.1
營業利益率	3.6%	4.3%	5.2%	5.2%	-0.7	0.0
稅後純益率	3.4%	4.1%	4.7%	4.7%	-0.7	0.0

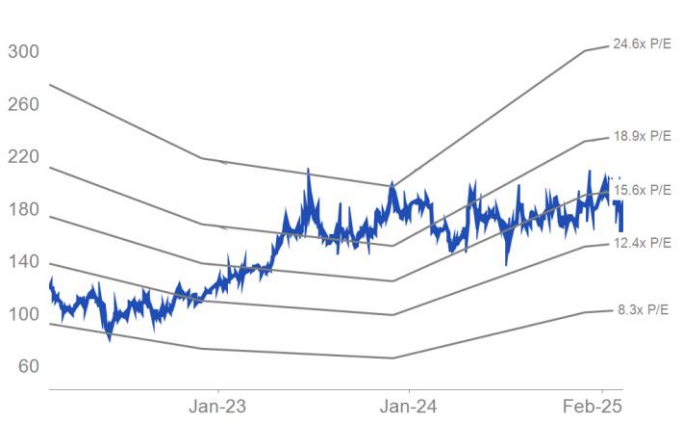
資料來源：公司資料、元大投顧預估

維持「持有-超越同業」，目標價 175 元，潛在上漲空間 2.3%

2025 年來看，微星本益比 14 倍，低於 OBM 同業華碩、宏碁平均本益比 14.9 倍，高於 ODM 同業廣達、仁寶、緯創、和碩等平均本益比 13 倍，與同業水平相當，顯示公司評價尚屬合理。

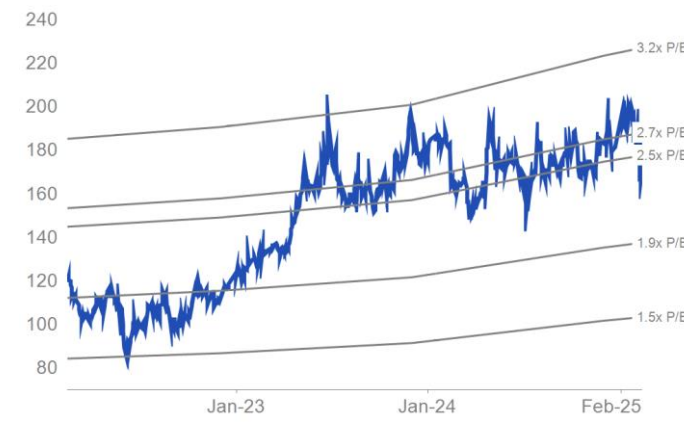
微星 2023 年的促銷活動減緩，2024 年上半年毛利率開始回升，但下半年受北美 PC 市場重啟競爭，加上缺乏新品，毛利率下滑，造成獲利不佳，近期雖有輝達 50 系列推出，毛利率可望回升，但新品 GPU 供應不順，業績仍承壓，維持「持有-超越同業」評等。目標本益比同先前 14 倍，以 2025 年 EPS 12.26 元計算，目標價 175 元，潛在上漲空間 2.3%。

圖 11：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：12 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 13：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	171.0	4,378	8.92	8.04	12.26	19.2	21.3	14.0	(24.4)	(9.8)	52.5
OBM 同業													
宏碁	2353	持有-超越同業	38.0	3,508	1.6	1.9	2.1	23.1	20.4	18.4	(1.4)	13.2	10.8
華碩	2357	買進	608.0	13,696	21.4	42.3	50.5	28.4	14.4	12.0	8.4	97.1	19.5
技嘉	2376	買進	260.0	5,282	7.5	14.2	18.3	34.9	18.3	14.2	(27.5)	90.6	29.0
OBM 同業平均					10.2	19.5	23.6	28.8	17.7	14.9	(6.9)	67.0	19.8
ODM 同業													
廣達	2382	買進	256.5	30,049	10.3	15.5	20.0	24.9	16.6	12.8	37.0	50.5	29.1
緯創	3231	未評等	104.5	9,173	4.1	6.2	8.4	25.6	16.8	12.5	1.7	52.5	34.7
仁寶	2324	持有-超越同業	38.2	5,099	1.8	2.3	2.8	21.7	16.6	13.7	5.2	30.7	20.9
和碩	4938	持有-超越同業	91.0	7,350	5.7	6.3	7.0	16.0	14.4	12.9	0.7	11.2	10.9
ODM 同業平均					5.5	7.6	9.5	22.0	16.1	13.0	11.2	36.2	23.9

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 14：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	171.0	4,378	15.3	12.9	17.6	59.39	62.58	69.59	2.9	2.7	2.5
OBM 同業													
宏碁	2353	持有-超越同業	38.0	3,508	7.5	7.6	8.2	24.5	25.2	25.0	1.6	1.5	1.5
華碩	2357	買進	608.0	13,696	7.4	12.3	14.0	322.9	362.9	360.6	1.9	1.7	1.7
技嘉	2376	買進	260.0	5,282	12.9	22.1	24.9	59.0	64.2	73.6	4.4	4.1	3.5
OBM 同業平均					9.3	14.0	15.7	135.4	150.8	153.1	2.6	2.4	2.2
ODM 同業													
廣達	2382	買進	256.5	30,049	21.9	28.4	30.7	48.2	57.6	65.1	5.3	4.5	3.9
緯創	3231	未評等	104.5	9,173	11.4	15.5	18.6	37.1	42.3	47.4	2.8	2.5	2.2
仁寶	2324	持有-超越同業	38.2	5,099	7.0	8.1	8.9	27.1	32.3	31.1	1.4	1.2	1.2
和碩	4938	持有-超越同業	91.0	7,350	8.0	8.3	9.3	70.9	77.8	76.0	1.3	1.2	1.2
ODM 同業平均					12.1	15.1	16.9	45.8	52.5	54.9	2.7	2.3	2.1

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 15：季度及年度簡明損益表 (合併)

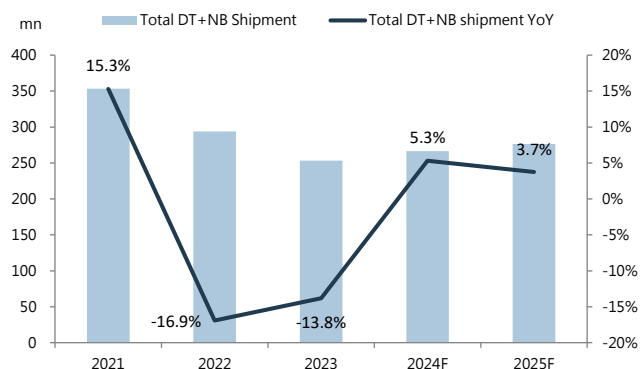
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	47,627	46,672	52,087	51,487	50,977	55,158	57,128	57,318	197,872	220,581
銷貨成本	(41,587)	(40,424)	(45,483)	(46,183)	(44,623)	(47,930)	(49,208)	(49,351)	(173,677)	(191,111)
營業毛利	6,040	6,248	6,604	5,304	6,354	7,229	7,920	7,967	24,195	29,470
營業費用	(3,811)	(4,042)	(4,476)	(4,749)	(4,282)	(4,523)	(4,513)	(4,643)	(17,078)	(17,961)
營業利益	2,229	2,206	2,128	555	2,072	2,706	3,407	3,325	7,117	11,509
業外利益	762	511	46	72	285	298	303	271	1,391	1,157
稅前純益	2,991	2,716	2,174	627	2,357	3,004	3,710	3,596	8,508	12,666
所得稅費用	(499)	(609)	(442)	(166)	(422)	(619)	(675)	(593)	(1,715)	(2,309)
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	461	1,935	2,385	3,035	3,003	6,793	10,357
調整後每股盈餘(NT\$)	2.95	2.49	2.05	0.55	2.29	2.82	3.59	3.55	8.04	12.26
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%	10.3%	12.5%	13.1%	13.9%	13.9%	12.2%	13.4%
營業利益率	4.7%	4.7%	4.1%	1.1%	4.1%	4.9%	6.0%	5.8%	3.6%	5.2%
稅前純益率	6.3%	5.8%	4.2%	1.2%	4.6%	5.5%	6.5%	6.3%	4.3%	5.7%
稅後純益率	5.2%	4.5%	3.3%	0.9%	3.8%	4.3%	5.3%	5.2%	3.4%	4.7%
有效所得稅率	16.7%	22.4%	20.3%	26.5%	17.9%	20.6%	18.2%	16.5%	20.2%	18.2%
季增率(%)										
營業收入	-3.1%	-2.0%	11.6%	-1.2%	-1.0%	8.2%	3.6%	0.3%		
營業利益	62.6%	-1.1%	-3.5%	-73.9%	273.3%	30.6%	25.9%	-2.4%		
稅後純益	237.0%	-15.4%	-17.8%	-73.4%	319.5%	23.3%	27.3%	-1.1%		
調整後每股盈餘	237.0%	-15.4%	-17.8%	-73.4%	319.5%	23.3%	27.3%	-1.1%		
年增率(%)										
營業收入	9.2%	13.0%	6.5%	4.7%	7.0%	18.2%	9.7%	11.3%	8.1%	11.5%
營業利益	-19.8%	-9.5%	-4.2%	-59.5%	-7.1%	22.7%	60.1%	499.1%	-19.2%	61.7%
稅後純益	1.1%	6.5%	-26.3%	-37.6%	-22.4%	13.2%	75.2%	551.4%	-9.8%	52.5%
調整後每股盈餘	1.1%	6.5%	-26.3%	-37.6%	-22.4%	13.2%	75.2%	551.0%	-9.8%	52.5%

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

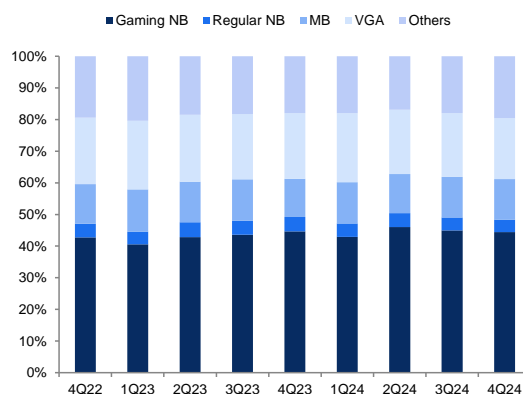
微星成立於 1986 年 8 月，為電腦主機板和顯示卡領導廠商，2000 年科技泡沫後，一度成長放緩。2010 年跨入電競相關產品，業績加速成長。產品組合(2024 年) NB 約 49% (近 90%為電競)，為最大產品項目；其次繪圖卡 20%，主機板 13%，其他(含車用、Server、工業電腦等) 18%。主要工廠設在台灣中和、大陸昆山及深圳，銷售區域：亞太最高，占 37%，其次歐洲 37%，美洲 26%。微星的 MSI 目前為全球第二大電競 NB 品牌，僅次於華碩 ROG。

圖 16：全球 PC 銷量預估



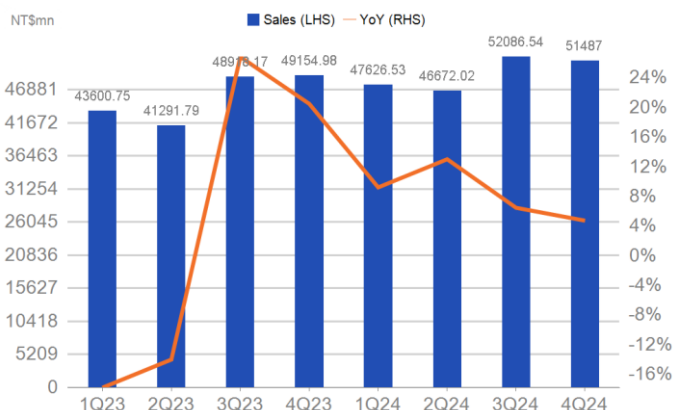
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：營收組成



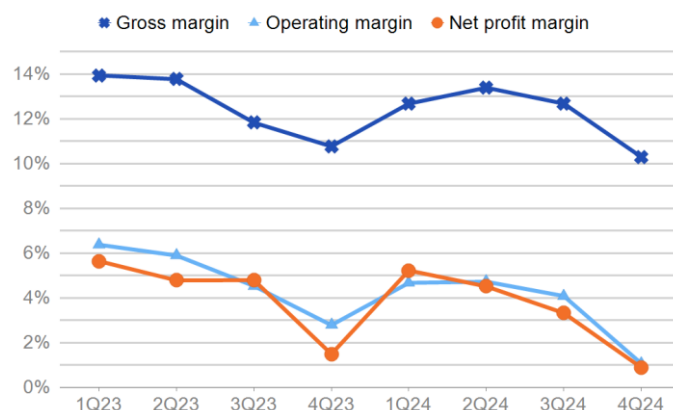
資料來源：公司資料

圖 18：營收趨勢



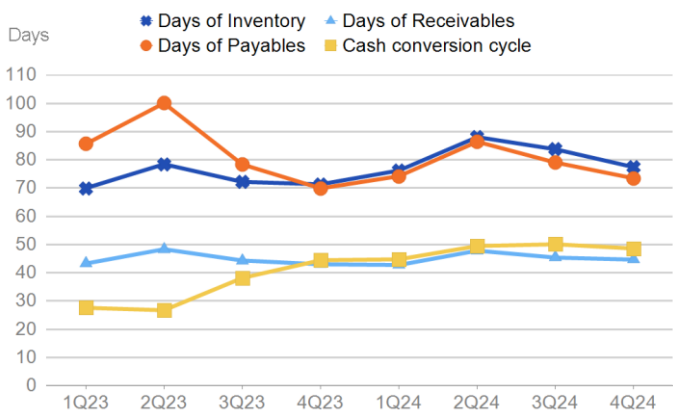
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：毛利率、營益率、淨利率



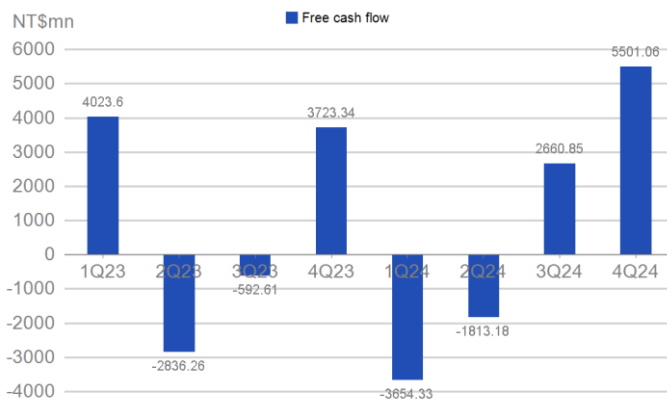
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：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亦排行於領先的位置，在科技硬體行業中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 22：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 (2025/3/15)

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	23,043	26,402	26,901
存貨	29,295	33,395	36,858	39,587	44,459
應收帳款及票據	19,006	20,219	23,360	24,986	29,538
其他流動資產	2,822	2,787	3,940	3,815	3,685
流動資產	78,598	82,174	87,202	94,790	104,583
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	5,522	5,239	6,532	6,007	5,492
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	2,732	3,111	2,887	2,962	3,042
非流動資產	8,254	8,350	9,419	8,969	8,534
資產總額	86,853	90,524	96,620	103,759	113,116
應付帳款及票據	24,671	24,435	28,710	29,932	34,541
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	12,970	14,992	13,941	13,941	13,941
流動負債	37,641	39,427	42,652	43,873	48,483
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	814	916	1,095	1,095	1,095
長期負債	814	916	1,095	1,095	1,095
負債總額	38,454	40,344	43,746	44,968	49,578
股本	8,449	8,449	8,449	8,449	8,449
資本公積	805	805	806	806	806
保留盈餘	39,848	41,804	44,089	50,222	55,190
什項權益	(703)	(877)	(469)	(685)	(905)
歸屬母公司之權益	48,399	50,180	52,874	58,791	63,539
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	48,399	50,180	52,874	58,791	63,539

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	6,793	10,357	11,304
折舊及攤提	1,403	1,375	1,344	1,105	1,105
本期營運資金變動	10,097	(5,788)	(2,225)	(3,133)	(4,815)
其他營業資產及負債變動	(5,824)	1,888	(910)	125	130
營運活動之現金流量	15,639	5,008	5,001	8,454	7,724
資本支出	(821)	(690)	(2,307)	(580)	(590)
本期長期投資變動	0	0	58	0	0
其他資產變動	(21)	39	(933)	(75)	(80)
投資活動之現金流量	(842)	(651)	(3,182)	(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)	(4,562)	(4,224)	(6,336)
其他調整數	(265)	(323)	(298)	(216)	(220)
融資活動之現金流量	(11,135)	(5,898)	(4,859)	(4,440)	(6,556)
匯率影響數	159	(161)	310	0	0
本期產生現金流量	3,821	(1,703)	(2,729)	3,359	498
自由現金流量	14,818	4,318	2,694	7,874	7,134

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	197,872	220,581	242,698
銷貨成本	(154,683)	(160,120)	(173,677)	(191,111)	(210,114)
營業毛利	25,728	22,846	24,195	29,470	32,584
營業費用	(15,032)	(14,036)	(17,078)	(17,961)	(19,890)
推銷費用	(8,885)	(8,035)	(10,063)	(10,101)	(11,189)
研究費用	(4,397)	(4,283)	(5,139)	(5,977)	(6,619)
管理費用	(1,704)	(1,700)	(1,806)	(1,882)	(2,081)
其他費用	(46)	(18)	(70)	0	0
營業利益	10,696	8,810	7,117	11,509	12,694
利息收入	146	457	468	441	416
利息費用	0	0	(62)	(29)	(29)
利息收入淨額	146	457	407	412	387
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	1,953	(14)	871	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(511)	(76)	113	745	732
稅前純益	12,284	9,177	8,508	12,666	13,814
所得稅費用	(2,321)	(1,644)	(1,715)	(2,309)	(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	6,793	10,357	11,304
稅前息前折舊攤銷前淨利	13,725	10,579	5,774	10,404	11,589
調整後每股盈餘 (NT\$)	11.79	8.92	8.04	12.26	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	8.1	11.5	10.0
營業利益	(46.5)	(17.6)	(19.2)	61.7	10.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	(37.3)	(22.9)	(45.4)	80.2	11.4
稅後純益	(41.1)	(24.4)	(9.8)	52.5	9.1
調整後每股盈餘	(41.1)	(24.4)	(9.8)	52.5	9.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	14.3	12.5	12.2	13.4	13.4
營業利益率	5.9	4.8	3.6	5.2	5.2
稅前息前淨利率	6.8	5.0	3.6	5.2	5.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	7.6	5.8	2.9	4.7	4.8
稅前純益率	6.8	5.0	4.3	5.7	5.7
稅後純益率	5.5	4.1	3.4	4.7	4.7
資產報酬率	10.6	8.5	7.0	10.0	10.0
股東權益報酬率	20.9	15.3	12.9	17.6	17.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	79.5	80.4	82.7	76.5	78.0
淨負債權益比(%)	(56.8)	(51.4)	(43.6)	(44.9)	(42.3)
利息保障倍數 (倍)	--	--	139.3	442.3	475.7
流動比率 (%)	208.8	208.4	204.5	216.1	215.7
速動比率 (%)	125.1	118.1	118.0	125.8	124.0
淨負債 (NT\$百萬元)	(27,475)	(25,773)	(23,043)	(26,402)	(26,901)
調整後每股淨值 (NT\$)	57.28	59.39	62.58	69.59	75.21
評價指標 (倍)					
本益比	14.5	19.2	21.3	14.0	12.8
股價自由現金流量比	9.8	33.5	53.6	18.3	20.3
股價淨值比	3.0	2.9	2.7	2.5	2.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨	10.5	13.7	25.0	13.9	12.5
股價營收比	0.8	0.8	0.7	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>.