



玉山投顧

E.SUN Investment Consulting

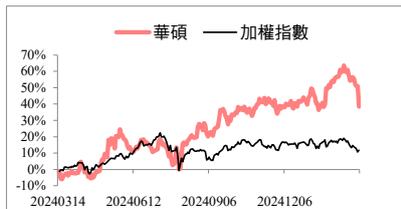
### 核心觀點

雖然公司管理層 25Q1 指引較為保守，不過我們持續看好 AI PC 換機潮、RTX 50 新品、AI 伺服器出貨帶動營運能於 25Q2 回升，僅小幅調整獲利預估，並維持「買進」評等。

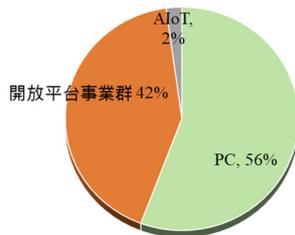
### 交易資料

|                |                |
|----------------|----------------|
| 收盤價            | 600.00         |
| 市值(億元)         | 4,456.80       |
| 流通在外股數(百萬股)    | 742.80         |
| 本益比            | 13.72          |
| 股價淨值比          | 1.62           |
| 240 日股價(低/均/高) | 401/545.25/715 |
| 60 日均成交額(百萬元)  | 2,245.95       |

### 相對報酬率



### 2025 年事業群比重預估



### CSR 天下永續公民獎

| 類別 | 2024 排名 | 2023 排名 | 平均總分 | 公司治理 | 企業承諾 | 社會參與 | 環境永續 |
|----|---------|---------|------|------|------|------|------|
| -  | -       | -       | -    | -    | -    | -    | -    |

資料來源：天下雜誌

### 2023 年公司治理評鑑

| 項目一             | 評鑑結果排名   |
|-----------------|----------|
| 上市公司            | 6%至 20%  |
| 項目二             | 評鑑結果排名   |
| 市值 100 億元以上之電子類 | 11%至 20% |

資料來源：證基會

研究員：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

### 研究報告

## 華碩(2357.TT)

買進(維持)

TP：700

25Q1 展望不佳，下修營收及獲利預估，全年成長仍穩健

#### 重要訊息

華碩召開法說會，說明24Q4營運及未來展望。

#### 玉山觀點

**認列大量呆帳費用拖累EPS驟減。**24Q4營收1,539億元，QoQ-7.6%，表現優於季節性，主因因應美國關稅政策，通路商積極備貨，毛利率16.9%，維持高檔，不過因認列印度CSP客戶53.5億元呆帳費用，導致營益率驟降至1%(影響EPS約7.2元)，拖累稅後EPS僅2.21元。

**PC拉貨動能趨緩、顯卡新品供貨緊缺，故下修25Q1營收及獲利預估。**1、2月營收合計834億元，營收達成率57%，低於預期，受限於前季通路積極備貨，導致PC拉貨動能減弱，而RTX 50顯卡因晶片供貨緊缺使新品出貨不如預期，客戶持續觀望抑制電競需求，另外，AI伺服器面臨產品轉換週期導致拉貨動能放緩，故預估PC、開放平台營收將分別季減19.2%、9.8%，下修營收至1,307億元，稅後EPS 8.11元。

**換機潮帶動PC成長、顯卡新品需求暢旺、GB200獲得訂單，營運穩健。**展望全年，華碩將於25Q2推出數種搭載新平台之AI PC，且Windows 10將於10月停止更新，有望催生換機潮，預估PC全年出貨量將年增3%，AI PC滲透率約20%，而因應AI PC硬體規格升級以及轉嫁部分關稅予消費者，將推升ASP增加約12%，故預估PC營收將年增雙位數。板卡部分，我們樂觀預期顯卡新品供貨將於25Q2緩解，且搭載RTX 50電競NB將同步於第二季推出，預估電競營收將成長雙位數。伺服器部分，華碩目前出貨以H100/200為主，25Q2開始將小量出貨GB200伺服器，25H2放量，預估伺服器營收佔比將由2024年的11%提升至15%。

#### 投資建議

雖然公司管理層25Q1指引較為保守，不過我們持續看好AI PC換機潮、RTX 50新品、AI伺服器出貨帶動營運能於25Q2回升，調整2025年營收預估至6,717億元，稅後EPS為43.73元，維持「買進」評等，目標價700元(16倍PER\*2025EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

|        | 2024    | 25Q1(F) | 25Q2(F) | 25Q3(F) | 25Q4(F) | 2025(F) |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營收     | 587,087 | 130,747 | 158,167 | 194,554 | 188,183 | 671,651 |
| YoY    | 21.7%   | 7.4%    | 9.2%    | 16.8%   | 22.3%   | 14.4%   |
| 毛利率    | 17.6%   | 16.4%   | 16.8%   | 16.0%   | 16.0%   | 16.3%   |
| 營益率    | 5.0%    | 4.7%    | 5.8%    | 6.0%    | 4.3%    | 5.2%    |
| 稅後淨利   | 31,394  | 6,022   | 8,693   | 11,712  | 6,053   | 32,480  |
| EPS(元) | 42.27   | 8.11    | 11.70   | 15.77   | 8.15    | 43.73   |

圖表 2、季度財測修正

| 百萬元     | 更新預估    |         | 前次預估    |         | 差異(%)   |         |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|         | 25Q1    | 25Q2    | 25Q1    | 25Q2    | 25Q1    | 25Q2    |
| 營收      | 130,747 | 158,167 | 144,116 | 161,445 | (9.28)  | (2.03)  |
| 毛利      | 21,390  | 26,527  | 25,135  | 28,296  | (14.90) | (6.25)  |
| 營業利益    | 6,137   | 9,124   | 9,135   | 10,396  | (32.82) | (12.24) |
| 稅前淨利    | 8,590   | 11,526  | 10,916  | 11,576  | (21.31) | (0.43)  |
| 稅後淨利    | 6,022   | 8,693   | 7,829   | 8,261   | (23.09) | 5.23    |
| 每股盈餘(元) | 8.11    | 11.70   | 10.54   | 11.12   | (23.08) | 5.24    |
| 財務比率(%) |         |         |         |         |         |         |
| 毛利率     | 16.36   | 16.77   | 17.41   | 17.53   | (6.03)  | (4.33)  |
| 營益率     | 4.69    | 5.77    | 6.33    | 6.44    | (25.84) | (10.43) |
| 淨利率     | 6.57    | 7.29    | 7.56    | 7.17    | (13.10) | 1.64    |

資料來源：玉山投顧(2025/03)

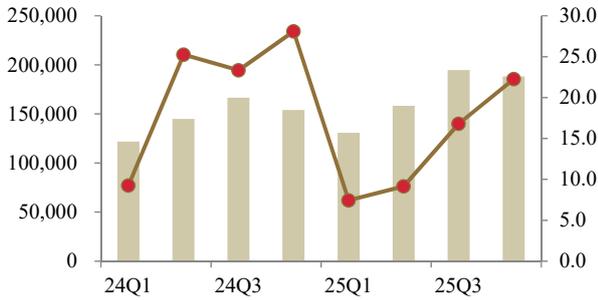
圖表 3、季度財務資訊

| 百萬元    | 24Q1    | 24Q2    | 24Q3    | 24Q4    | 2024    | 25Q1    | 25Q2    | 25Q3    | 25Q4    | 2025    |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入   | 121,697 | 144,907 | 166,561 | 153,923 | 587,087 | 130,747 | 158,167 | 194,554 | 188,183 | 671,651 |
| 營業毛利   | 19,531  | 28,022  | 29,882  | 26,038  | 103,474 | 21,390  | 26,527  | 31,113  | 30,163  | 109,194 |
| 營業費用   | 14,684  | 16,524  | 18,208  | 24,463  | 73,879  | 15,253  | 17,403  | 19,517  | 22,022  | 74,195  |
| 營業利益   | 4,848   | 11,498  | 11,675  | 1,575   | 29,595  | 6,137   | 9,124   | 11,596  | 8,141   | 34,999  |
| 淨業外收支  | 2,429   | 4,150   | 4,229   | 1,787   | 12,595  | 2,453   | 2,403   | 3,702   | 3,102   | 11,660  |
| 稅前淨利   | 7,276   | 15,649  | 15,904  | 3,362   | 42,190  | 8,590   | 11,526  | 15,299  | 11,244  | 46,659  |
| 稅後淨利   | 5,447   | 11,804  | 12,504  | 1,638   | 31,394  | 6,022   | 8,693   | 11,712  | 6,053   | 32,480  |
| EPS(元) | 7.33    | 15.89   | 16.83   | 2.21    | 42.27   | 8.11    | 11.70   | 15.77   | 8.15    | 43.73   |
| 財務比率   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 毛利率    | 16.05   | 19.34   | 17.94   | 16.92   | 17.62   | 16.36   | 16.77   | 15.99   | 16.03   | 16.26   |
| 營業利益率  | 3.98    | 7.93    | 7.01    | 1.02    | 5.04    | 4.69    | 5.77    | 5.96    | 4.33    | 5.21    |
| 稅前淨利率  | 5.98    | 10.80   | 9.55    | 2.18    | 7.19    | 6.57    | 7.29    | 7.86    | 5.97    | 6.95    |
| YoY(%) |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 營業收入   | 9.25    | 25.24   | 23.33   | 28.10   | 21.72   | 7.44    | 9.15    | 16.81   | 22.26   | 14.40   |
| 營業毛利   | 82.18   | 73.22   | 20.92   | 25.21   | 42.91   | 9.52    | (5.34)  | 4.12    | 15.84   | 5.53    |
| 營業利益   | -       | 570.74  | 29.06   | (55.32) | 165.10  | 26.61   | (20.65) | (0.67)  | 416.91  | 18.26   |
| 稅前淨利   | -       | 399.20  | 12.53   | (46.26) | 90.96   | 18.06   | (26.34) | (3.81)  | 234.48  | 10.59   |
| 稅後淨利   | -       | 356.40  | 12.68   | (58.29) | 97.10   | 10.54   | (26.36) | (6.34)  | 269.53  | 3.46    |
| QoQ(%) |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 營業收入   | 1.28    | 19.07   | 14.94   | (7.59)  |         | (15.06) | 20.97   | 23.01   | (3.27)  |         |
| 營業毛利   | (6.08)  | 43.47   | 6.64    | (12.86) |         | (17.85) | 24.01   | 17.29   | (3.05)  |         |
| 營業利益   | 37.51   | 137.20  | 1.53    | (86.51) |         | 289.67  | 48.66   | 27.11   | (29.79) |         |
| 稅前淨利   | 16.32   | 115.07  | 1.63    | (78.86) |         | 155.54  | 34.18   | 32.73   | (26.50) |         |
| 稅後淨利   | 38.71   | 116.69  | 5.93    | (86.90) |         | 267.59  | 44.36   | 34.74   | (48.31) |         |

資料來源：玉山投顧(2025/03)

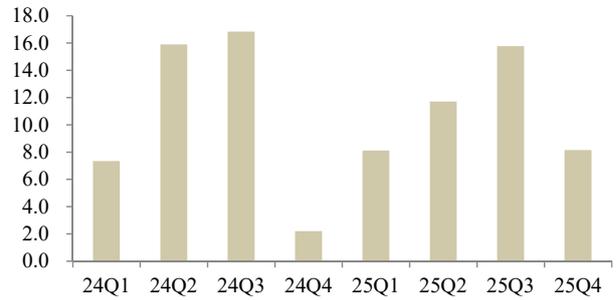
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



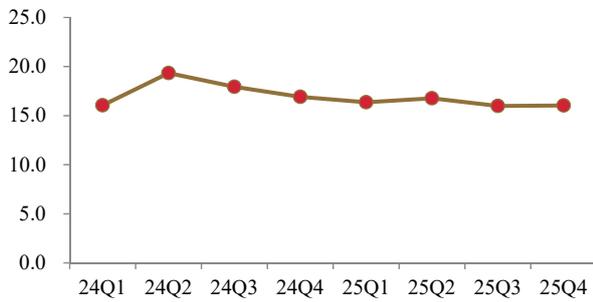
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



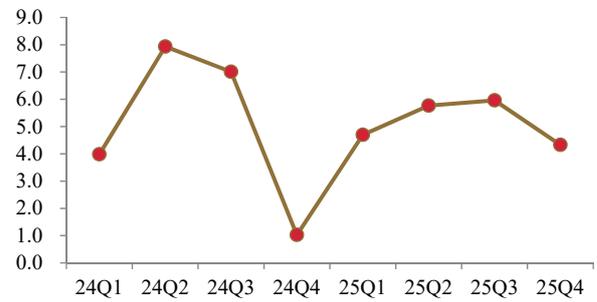
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



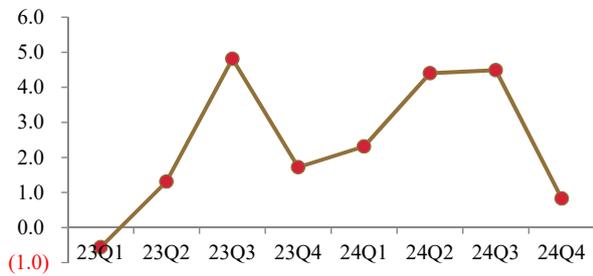
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



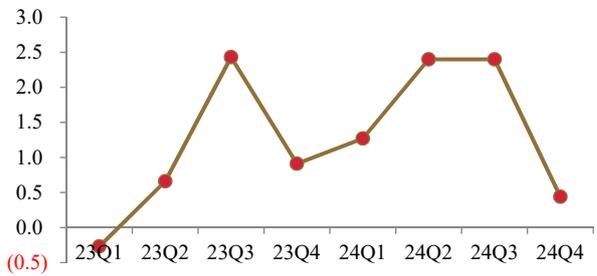
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)

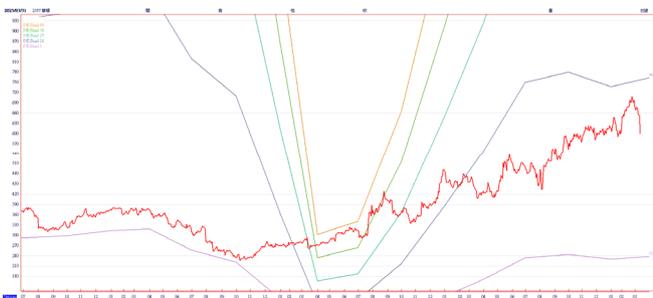


圖表 9、稅後資產報酬率

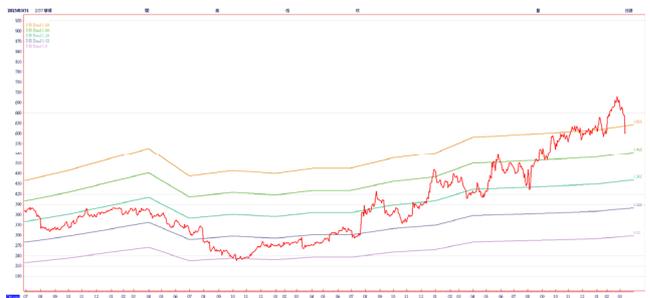
(季未年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2025/03)

| 年損益表    |         | 單位:百萬元  |         |         |  |
|---------|---------|---------|---------|---------|--|
|         | 2022    | 2023    | 2024    | 2025(F) |  |
| 營業收入    | 537,192 | 482,314 | 587,087 | 671,651 |  |
| 營業成本    | 463,047 | 409,910 | 483,613 | 562,457 |  |
| 營業毛利    | 74,145  | 72,405  | 103,474 | 109,194 |  |
| 營業費用    | 61,162  | 61,241  | 73,879  | 74,195  |  |
| 營業利益    | 12,982  | 11,164  | 29,595  | 34,999  |  |
| 營業外收支淨額 | 8,633   | 10,930  | 12,595  | 11,660  |  |
| 稅前淨利    | 21,616  | 22,094  | 42,190  | 46,659  |  |
| 稅後淨利    | 14,691  | 15,928  | 31,394  | 32,480  |  |
| 普通股股本   | 7,428   | 7,428   | 7,428   | 7,428   |  |
| EPS(元)  | 19.78   | 21.44   | 42.27   | 43.73   |  |
| 年成長率    |         |         |         |         |  |
| 營收      | 0.4%    | -10.2%  | 21.7%   | 14.4%   |  |
| 營業利益    | -73.7%  | -14.0%  | 165.1%  | 18.3%   |  |
| 稅前淨利    | -63.4%  | 2.2%    | 91.0%   | 10.6%   |  |
| 母公司稅後淨利 | -67.0%  | 8.4%    | 97.1%   | 3.5%    |  |
| 獲利能力比率  |         |         |         |         |  |
| 毛利率     | 13.8%   | 15.0%   | 17.6%   | 16.3%   |  |
| 營業利益率   | 2.4%    | 2.3%    | 5.0%    | 5.2%    |  |
| 稅前淨利率   | 4.0%    | 4.6%    | 7.2%    | 6.9%    |  |
| 稅後淨利率   | 2.7%    | 3.3%    | 5.3%    | 4.8%    |  |

| 資產負債表   |         | 單位:百萬元  |         |         |  |
|---------|---------|---------|---------|---------|--|
|         | 2022    | 2023    | 2024    | 2025(F) |  |
| 流動資產    | 322,198 | 307,177 | 379,243 | 430,195 |  |
| 現金及約當現金 | 69,323  | 79,227  | 94,038  | 107,583 |  |
| 存貨      | 142,472 | 122,790 | 152,620 | 174,603 |  |
| 應收帳款及票據 | 91,311  | 86,817  | 107,078 | 122,502 |  |
| 其他流動資產  | 19,092  | 18,342  | 25,507  | 25,507  |  |
| 長期投資    | 22,172  | 24,884  | 29,830  | 29,830  |  |
| 固定資產    | 19,495  | 20,082  | 20,838  | 19,883  |  |
| 其他長期資產  | 107,309 | 127,948 | 126,622 | 126,622 |  |
| 資產總額    | 471,165 | 480,082 | 556,524 | 606,521 |  |
| 流動負債    | 222,677 | 197,552 | 231,867 | 291,792 |  |
| 應付帳款及票據 | 51,368  | 56,967  | 73,997  | 84,655  |  |
| 短期借款    | 48,897  | 16,239  | 25,201  | 28,831  |  |
| 什項負債    | 122,411 | 124,346 | 132,669 | 166,957 |  |
| 非流動負債   | 21,599  | 23,547  | 27,459  | 38,851  |  |
| 負債總額    | 244,276 | 221,100 | 259,326 | 330,643 |  |
| 普通股股本   | 7,428   | 7,428   | 7,428   | 7,428   |  |
| 資本公積    | 11,744  | 12,381  | 16,783  | 16,783  |  |
| 保留盈餘    | 158,544 | 163,411 | 182,629 | 188,981 |  |
| 股東權益總額  | 212,380 | 239,816 | 269,540 | 275,878 |  |

| 現金流量表     |         | 單位:百萬元  |         |         |  |
|-----------|---------|---------|---------|---------|--|
|           | 2022    | 2023    | 2024    | 2025(F) |  |
| 稅前淨利      | 21,616  | 22,094  | 42,190  | 46,659  |  |
| 折舊及攤提費用   | 2,621   | 2,771   | 2,894   | 2,833   |  |
| 本期營運資金變動  | -30,107 | 29,753  | -33,145 | -26,748 |  |
| 其他項目      | -9,850  | -2,530  | -3,909  | -4,472  |  |
| 營運活動之現金流量 | -15,721 | 52,087  | 8,030   | 18,271  |  |
| 資本支出      | -1,524  | -1,688  | -2,068  | -1,878  |  |
| 本期長期投資變動  | -460    | -14     | -117    | 0       |  |
| 其他項目      | 3,429   | 3,909   | -1,006  | 7,383   |  |
| 投資活動之現金流量 | 1,445   | 2,206   | -3,190  | 5,505   |  |
| 短期借款及票券變動 | 39,480  | -32,649 | 8,802   | 3,630   |  |
| 舉措/償還長期借款 | -11     | 40      | 267     | 11,392  |  |
| 發行/償還公司債  | 0       | 0       | 0       | 0       |  |
| 現金增資      | 0       | 0       | 0       | 0       |  |
| 發行現金股利    | -31,196 | -11,141 | -12,627 | -25,254 |  |
| 其他項目      | 493     | 174     | 0       | 0       |  |
| 融資活動之現金流量 | 6,816   | -45,240 | 4,806   | -10,232 |  |
| 匯率影響數     | 8,971   | 851     | 5,166   | 0       |  |
| 本期現金流量    | 1,510   | 9,904   | 14,811  | 13,545  |  |
| 期末現金及約當現金 | 69,323  | 79,227  | 94,038  | 107,583 |  |

| 重要財務比率     |  | 2022   | 2023   | 2024   | 2025(F) |
|------------|--|--------|--------|--------|---------|
| 資產品質比率     |  |        |        |        |         |
| 負債比率       |  | 51.8%  | 46.1%  | 46.6%  | 54.5%   |
| 槓桿比率       |  | 115.0% | 92.2%  | 96.2%  | 119.9%  |
| 流動比率       |  | 144.7% | 155.5% | 163.6% | 147.4%  |
| 速動比率       |  | 80.7%  | 93.3%  | 97.7%  | 87.6%   |
| 存貨週轉率(次)   |  | 2.99   | 3.09   | 3.51   | 3.44    |
| 存貨週轉天數     |  | 120.42 | 116.48 | 102.51 | 104.72  |
| 應收帳款週轉率(次) |  | 3.94   | 4.41   | 4.52   | 5.85    |
| 應收帳款週轉天數   |  | 58.68  | 63.83  | 67.47  | 61.53   |
| 總資產週轉率(次)  |  | 1.14   | 1.00   | 1.05   | 1.11    |
| 淨值週轉率(次)   |  | 2.53   | 2.01   | 2.18   | 2.43    |
| 股東權益報酬率    |  | 6.6%   | 7.0%   | 12.3%  | 11.9%   |
| 總資產報酬率     |  | 3.5%   | 3.8%   | 6.6%   | 5.6%    |
| OCF/流動負債   |  | -6.8%  | 24.8%  | 3.7%   | 7.0%    |
| 每股比率       |  |        |        |        |         |
| 每股淨值(元)    |  | 285.92 | 322.85 | 362.87 | 371.42  |
| 每股營收(元)    |  | 723.24 | 649.35 | 790.41 | 904.26  |
| 每股盈餘(元)    |  | 19.78  | 21.44  | 42.27  | 43.73   |
| 每股現金股利(元)  |  | 15.00  | 17.00  | 34.00  | 35.18   |
| 現金股利配發率    |  | 75.8%  | 79.3%  | 80.4%  | 80.4%   |

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站( [www.esunconsulting.com.tw](http://www.esunconsulting.com.tw) )取閱。

### 研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

### 免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

### 智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

### CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

邀請過去3年內有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法