



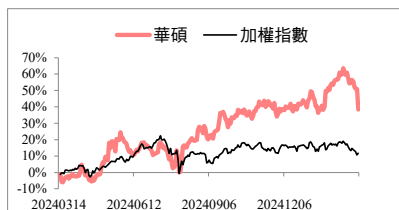
## 核心觀點

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動能於 25Q2 回升，僅小幅調整獲利預估，並維持「買進」評等。

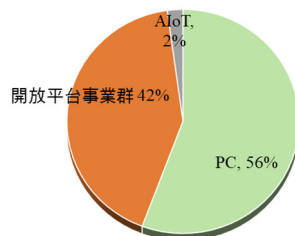
## 交易資料

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

企業類別	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動能於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)

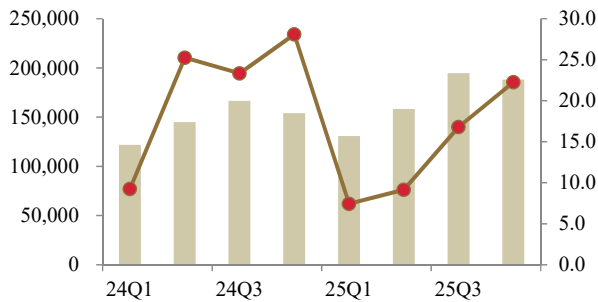
圖表 3、季度財務資訊

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)

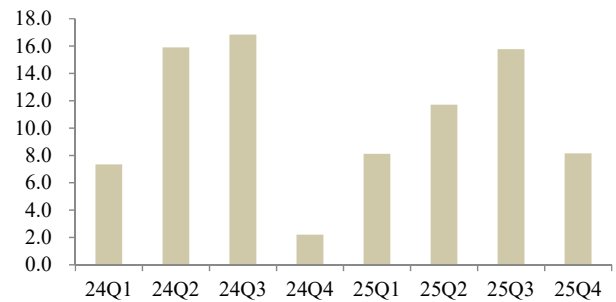
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



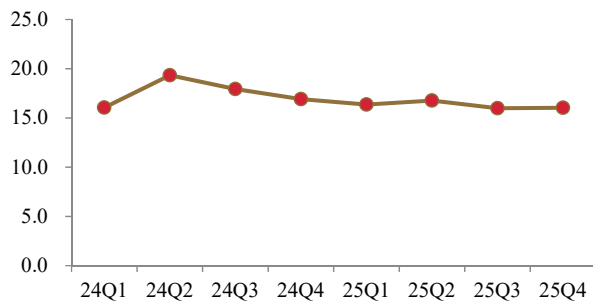
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



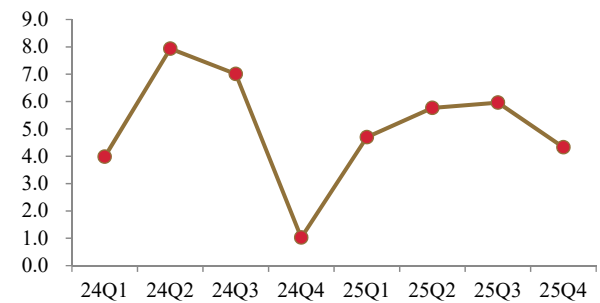
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



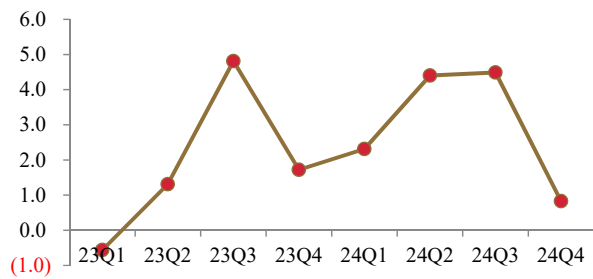
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



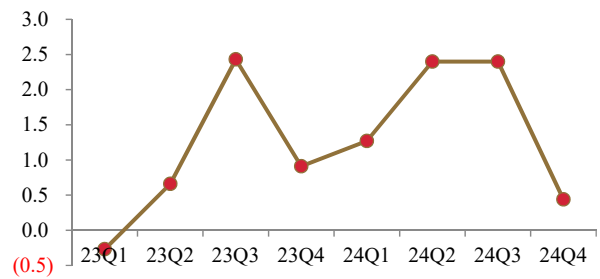
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)

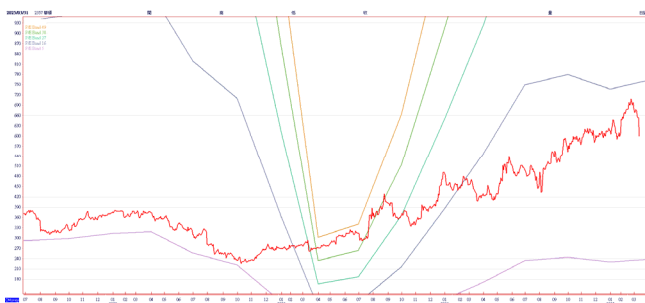


圖表 9、稅後資產報酬率

(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