



玉山投顧

E.SUN Investment Consulting

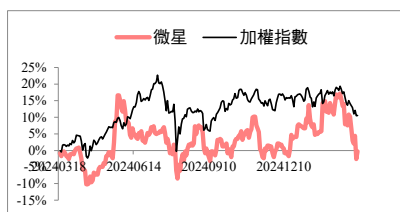
核心觀點

我們仍看好電競需求成長，相關業務有望於25Q2回歸正軌，且伺服器業務於25H2放量，惟25Q1表現不佳，故調降EPS預估，同步下調評等至「逢低買進」。

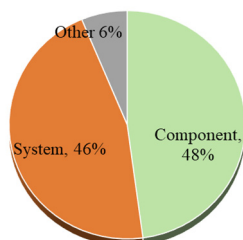
交易資料

收盤價	171.00
市值(億元)	1,444.80
流通在外股數(百萬股)	844.90
本益比	15.23
股價淨值比	2.56
240日股價(低/均/高)	152/177/210
60日均成交額(百萬元)	1,105.26

相對報酬率



2025年產品比重預估



CSR 天下永續公民獎

類別	企業排名	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	21%至35%
項目二	評鑑結果排名
市值100億元以上之電子類	41%至60%

資料來源：證基會

研究員：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

研究報告

微星(2377.TT)

逢低買進(調降)

TP：180

電競業務回歸正軌、伺服器業務傳佳音，惟25Q1表現低於預期

重要訊息

微星召開法說會，說明24Q4營運及未來展望。

玉山觀點

新品遞延加上去年底促銷，拖累獲利表現。24Q4營收515億元，QoQ-1.2%，營收達成率89%，主因RTX 4090/4080等高階顯卡停止供貨，另外，RTX 40系列電競NB促銷降價導致毛利率大幅下滑2.4ppt至10.3%，費用主要用於通路行銷，營益率僅1.1%，稅後EPS為0.55元，遠低於預期。

GPU供貨緊缺，出貨量、ASP提升緩慢，下修25Q1獲利預估。RTX 5090/5080已於1月底上市，而5070、5070Ti分別於2月底、3月初上市，不過因GPU供貨緊缺，導致嚴重的供不應求，銷售主力仍以4060、3060等中階顯卡為主，ASP無明顯提升，導致1、2月營收合計僅年增6.7%，管理層表示，5090/5080晶片供應於3月才會恢復正常，故下修25Q1營收至515億元，毛利率則小幅回升至11.2%，稅後EPS為1.46元。

電競於25Q2回歸正軌、伺服器業務傳佳音。RTX 5090/5980/5070/5070Ti性能較前代明顯提升，而售價增加+25%/-17%/-6%/-8%，加量不加價有望推升電競市場成長，而微星5070/5070Ti以及50系列電競NB產品將於5月放量，新品滲透率將快速成長至6~7成，且ASP明顯提升，將推升營運重回正軌，不過有鑒於25Q1表現不如預期，故下修零組件部門營收年成長至15%。伺服器業務則傳出佳音，AI伺服器將於25H2開始貢獻營收，主要客戶為中小型企業，初期以HGX為主，而一般伺服器客戶為Teir 2 CSP，全年將貢獻營收3~5%，不過因研發費用仍高，2025年尚無法貢獻獲利。綜合以上，雖然電競業務有望於25Q2回歸正軌，且伺服器業務於25H2放量，惟25Q1表現不佳，故下修全年營收至2,302億元，同步下修EPS至11.23元。

投資建議

我們仍看好電競需求成長，相關業務有望於25Q2回歸正軌，且伺服器業務於25H2放量，惟25Q1表現不佳，故調整全年EPS預估至11.23元，目前評價合理，調降評等至「逢低買進」，目標價180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	197,872	51,545	56,928	61,981	59,761	230,215
YoY	8.1%	8.2%	22.0%	19.0%	16.1%	16.3%
毛利率	12.2%	11.2%	13.2%	14.1%	14.0%	13.2%
營益率	3.6%	2.7%	5.1%	6.0%	5.5%	4.9%
稅後淨利	6,793	1,235	2,476	3,034	2,741	9,487
EPS(元)	8.04	1.46	2.93	3.59	3.24	11.23

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	51,545	56,928	56,458	56,889	(8.70)	0.07
毛利	5,754	7,518	7,741	7,858	(25.67)	(4.33)
營業利益	1,372	2,929	3,789	3,500	(63.79)	(16.31)
稅前淨利	1,544	3,096	3,961	3,656	(61.01)	(15.33)
稅後淨利	1,235	2,476	3,301	2,837	(62.57)	(12.71)
每股盈餘(元)	1.46	2.93	3.91	3.36	(62.60)	(12.76)
財務比率(%)						
毛利率	11.16	13.21	13.71	13.81	(18.58)	(4.37)
營益率	2.66	5.15	6.71	6.15	(60.33)	(16.34)
淨利率	3.00	5.44	7.02	6.43	(57.32)	(15.43)

資料來源：玉山投顧(2025/03)

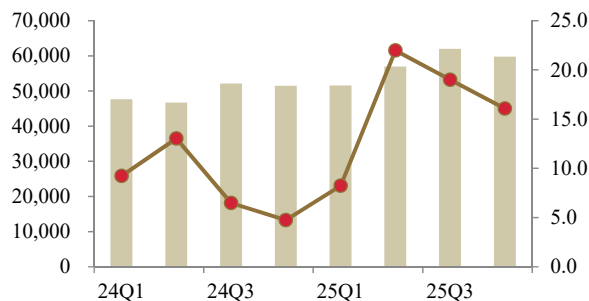
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	47,627	46,672	52,087	51,487	197,872	51,545	56,928	61,981	59,761	230,215
營業毛利	6,040	6,248	6,604	5,304	24,195	5,754	7,518	8,722	8,385	30,379
營業費用	3,811	4,042	4,476	4,749	17,078	4,382	4,589	5,016	5,094	19,081
營業利益	2,229	2,206	2,128	555	7,117	1,372	2,929	3,706	3,291	11,298
淨業外收支	762	511	46	72	1,391	172	167	87	135	560
稅前淨利	2,991	2,716	2,174	627	8,508	1,544	3,096	3,792	3,426	11,858
稅後淨利	2,492	2,107	1,732	461	6,793	1,235	2,476	3,034	2,741	9,487
EPS(元)	2.95	2.49	2.05	0.55	8.04	1.46	2.93	3.59	3.24	11.23
財務比率										
毛利率	12.68	13.39	12.68	10.30	12.23	11.16	13.21	14.07	14.03	13.20
營業利益率	4.68	4.73	4.09	1.08	3.60	2.66	5.15	5.98	5.51	4.91
稅前淨利率	6.28	5.82	4.17	1.22	4.30	3.00	5.44	6.12	5.73	5.15
YoY(%)										
營業收入	9.23	13.03	6.48	4.74	8.15	8.23	21.97	19.00	16.07	16.35
營業毛利	(0.66)	9.85	14.11	0.23	5.91	(4.73)	20.33	32.08	58.09	25.56
營業利益	(19.82)	(9.52)	(4.20)	(59.53)	(19.21)	(38.45)	32.80	74.15	493.06	58.74
稅前淨利	1.16	6.44	(24.18)	(21.69)	(7.28)	(48.37)	13.97	74.43	446.31	39.37
稅後淨利	1.1	6.48	(26.29)	(37.63)	(9.83)	(50.43)	17.52	75.15	494.27	39.66
QoQ(%)										
營業收入	(3.11)	(2.00)	11.60	(1.15)		0.11	10.44	8.88	(3.58)	
營業毛利	14.13	3.45	5.69	(19.68)		8.48	30.66	16.01	(3.86)	
營業利益	62.56	(1.06)	(3.52)	(73.92)		147.21	113.48	26.51	(11.18)	
稅前淨利	273.43	(9.19)	(19.96)	(71.15)		146.22	100.46	22.50	(9.65)	
稅後淨利	236.97	(15.44)	(17.81)	(73.37)		167.84	100.46	22.50	(9.65)	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

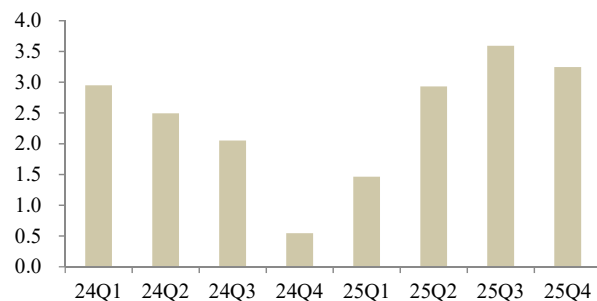
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



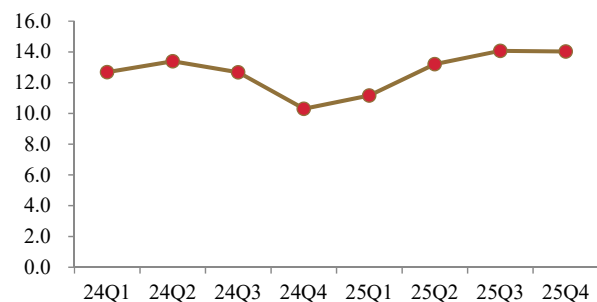
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



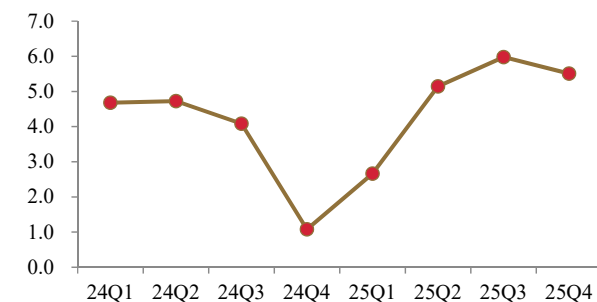
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



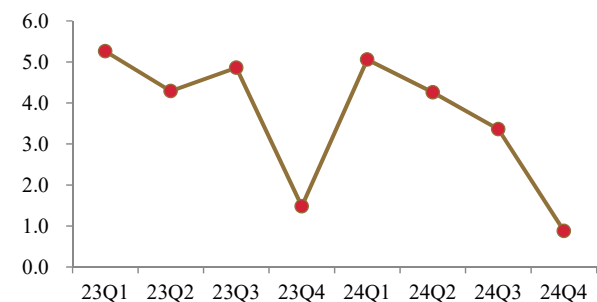
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



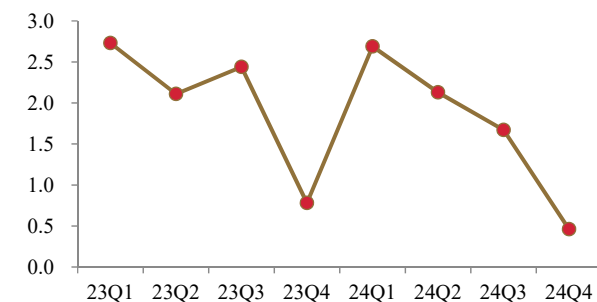
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季末年化)



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	180,411	182,966	197,872	230,215
營業成本	154,683	160,120	173,677	199,836
營業毛利	25,728	22,846	24,195	30,379
營業費用	15,032	14,036	17,078	19,081
營業利益	10,696	8,810	7,117	11,298
營業外收支淨額	1,588	367	1,391	560
稅前淨利	12,284	9,177	8,508	11,858
稅後淨利	9,963	7,533	6,793	9,487
普通股股本	8,449	8,449	8,449	8,449
EPS(元)	11.79	8.92	8.04	11.23
年成長率				
營收	-10.6%	1.4%	8.1%	16.3%
營業利益	-46.5%	-17.6%	-19.2%	58.7%
稅前淨利	-40.5%	-25.3%	-7.3%	39.4%
母公司稅後淨利	-41.1%	-24.4%	-9.8%	39.7%
獲利能力比率				
毛利率	14.3%	12.5%	12.2%	13.2%
營業利益率	5.9%	4.8%	3.6%	4.9%
稅前淨利率	6.8%	5.0%	4.3%	5.2%
稅後淨利率	5.5%	4.1%	3.4%	4.1%

資產負債表 單位:百萬元

	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	78,598	82,174	87,202	100,811
現金及約當現金	27,475	25,773	23,043	26,810
存貨	29,295	33,395	36,858	42,882
應收帳款及票據	19,006	20,219	23,360	27,179
其他流動資產	2,821	2,787	3,940	3,940
長期投資	0	0	0	0
固定資產	5,522	5,239	6,532	6,671
其他長期資產	2,741	3,120	2,896	2,896
資產總額	86,853	90,524	96,620	110,369
流動負債	37,641	39,427	42,652	52,105
應付帳款及票據	24,671	24,435	28,710	33,403
短期借款	0	0	0	0
什項負債	12,970	14,992	13,941	17,031
非流動負債	814	916	1,095	1,806
負債總額	38,454	40,344	43,746	53,911
普通股股本	8,449	8,449	8,449	8,449
資本公積	805	805	806	806
保留盈餘	39,848	41,804	44,089	47,676
股東權益總額	48,399	50,180	52,874	56,458

現金流量表 單位:百萬元

	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	12,284	9,177	8,508	11,858
折舊及攤提費用	1,403	1,375	1,344	1,359
本期營運資金變動	8,038	-4,609	-1,818	-5,150
其他項目	-6,086	-935	-3,033	-3,528
營運活動之現金流量	15,639	5,008	5,001	4,539
資本支出	-821	-690	-2,307	-1,498
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-21	39	-875	4,238
投資活動之現金流量	-842	-651	-3,182	2,740
短期借款及票券變動	-2,000	0	0	0
舉措/償還長期借款	0	0	0	712
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	-8,870	-5,576	-4,562	-4,224
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-11,135	-5,898	-4,859	-3,513
匯率影響數	159	-161	310	0
本期現金流量	3,821	-1,703	-2,729	3,767
期末現金及約當現金	27,475	25,773	23,043	26,810

重要財務比率

	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	44.3%	44.6%	45.3%	48.8%
槓桿比率	79.5%	80.4%	82.7%	95.5%
流動比率	208.8%	208.4%	204.5%	193.5%
速動比率	131.0%	123.7%	118.0%	111.2%
存貨週轉率(次)	4.60	5.11	4.94	5.01
存貨週轉天數	78.24	70.47	72.81	71.83
應收帳款週轉率(次)	4.27	5.17	5.16	9.11
應收帳款週轉天數	46.58	49.17	39.19	39.52
總資產週轉率(次)	2.08	2.02	2.05	2.09
淨值週轉率(次)	3.73	3.65	3.74	4.08
股東權益報酬率	20.9%	15.3%	13.2%	17.4%
總資產報酬率	10.6%	8.5%	7.3%	9.2%
OCF/流動負債	34.1%	13.0%	12.2%	9.6%
每股比率				
每股淨值(元)	57.28	59.39	62.58	66.83
每股營收(元)	213.54	216.56	234.21	272.49
每股盈餘(元)	11.79	8.92	8.04	11.23
每股現金股利(元)	6.60	5.40	5.00	6.98
現金股利配發率	56.0%	60.6%	62.2%	62.2%

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)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