

## 華碩 (2357.TW/2357 TT)

### 2024 年 PC 營收復甦且獲利率展望強勁

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

#### 增加持股 · 維持

收盤價 November 13 (NT\$)	360.0
12 個月目標價 (NT\$)	454.0
前次目標價 (NT\$)	435.0
調升 (%)	4.4
上漲空間 (%)	26.1

#### 焦點內容

- 3Q23 EPS 優於預期，主因營利率復甦較預期強勁。
- 2024 年 PC 需求復甦，營利率展望回升至 4-5%，優於預期。
- AI 伺服器將佔 2024 年伺服器營收逾 50%，隱含佔整體營收 2-3%。

#### 交易資料表

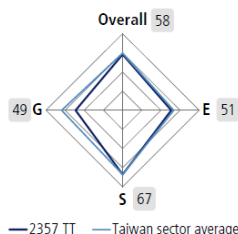
市值：(NT\$bn/US\$mn)	267.4 / 8,275		
流通在外股數 (百萬股)：	743		
外資持有股數 (百萬股)：	409.1		
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.54		
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	248.0 - 428.0		

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-2.2	27.9	44.6
相對表現 (%)	-3.6	19.3	24.4

#### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	14.04A	2.55A	8.34A	(5.15)A
2023	(2.26)A	3.48A	14.94A	6.22F
2024	3.09F	4.59F	13.48F	9.08F

#### ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv；凱基

#### 重要訊息

3Q23 EPS 14.94 元優於我們及市場共識預估。管理層展望 2024 年 PC 產業將呈現年增低~中個位數，營利率目標回升至 4-5%，優於我們預期。

#### 評論及分析

**利潤率較高使 3Q23 EPS 優於預期。** 3Q23 EPS 14.94 元優於我們預估與市場共識約 70-80%，主因利潤率復甦優於預期。品牌毛利率與營利率分別季增至 17.4% 與 6.7%，優於我們預期，主因產品組合較佳（新 PC 上市、RTX 40 系列顯卡滲透率提升）、3Q23 銷貨折讓降低至 15.4%（2Q23 為 17.7%）與庫存跌價損失回沖較高（佔 3Q23 營收 3.1%，2Q23 為 2.6%）。1-3Q23 EPS 16.16 元，年減 35% 主因 1H23 庫存去化使營利率衰退。**4Q23 利潤率展望較預期強勁。** 管理層展望 4Q23 PC 營收將季減 15%（3Q23 PC 營收季增 23% 使基期較高），低於我們原估，主因美國與亞洲需求疲軟，但目前通路庫存水準健康。華碩展望零組件營收季增 5%，動能來自顯卡（Nvidia 主流機種滲透率提升）與伺服器營收季增。因此，我們下修 4Q23 品牌營收預估至季減 8%。然而，公司展望 4Q23 營利率將年增至 4-5%，優於我們原估。綜上，我們大致維持 4Q23 EPS 預估，反映 3Q23 獲利較強，上修 2023 年至 22.36 元（年增 13%）。

**2024 年 PC 需求復甦；AI 伺服器成長快速。** 管理層展望 2024 年 PC 產業出貨量年增低~中個位數（自 2023 年之年減 15% 復甦），但較先前展望之高個位數下修，主因總體經濟不確定性。PC 需求復甦動能來自換機需求、Windows 新系統與 AI PC 上市，而電競 PC 表現優於整體產業。華碩預期 2024 年 AI PC 滲透率達個位數，將推升產品均價。此外，公司展望 1Q24 PC 市場小幅季減，優於我們預期。伺服器方面，公司目標整體伺服器營收 2023 年營收比重低個位數、2024 年中個位數、2025 年達雙位數（隱含伺服器營收將成長至 500-600 億元，相較 2022 年約 100 億元）。AI 伺服器將為 2024 年主要成長動能，可望佔伺服器營收逾 50%（約 100-150 億元）。管理層展望 2024 年營利率將回升至 4-5%（相較 2023 年 2.7%）。隨 PC 需求復甦、整體伺服器營收比重提升（佔整體營收 4-6%），且利潤率展望較佳，我們上修 2024 年 EPS 至 30.23 元（年增 35%）。

#### 投資建議

基於 2024 年 PC 與伺服器營收擴張，且利潤率復甦優於預期，維持「增加持股」評等。反映獲利預估上修，目標價調升至 454 元（15x 2024F EPS）。

#### 投資風險

筆電需求疲弱；匯率波動。

#### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	535,239	537,192	485,050	548,674	606,993
營業毛利 (NT\$百萬)	110,316	74,141	71,452	84,758	95,554
營業利益 (NT\$百萬)	49,326	12,982	13,225	23,846	27,644
稅後淨利 (NT\$百萬)	44,550	14,691	16,613	22,459	25,248
每股盈餘 (NT\$)	59.98	19.78	22.36	30.23	33.99
每股現金股利 (NT\$)	42.00	15.00	15.66	21.17	23.79
每股盈餘成長率 (%)	67.7	(67.0)	13.1	35.2	12.4
本益比 (x)	6.0	18.2	16.1	11.9	10.6
股價淨值比 (x)	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	1.8	8.6	6.5	3.7	3.5
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	11.7	4.2	4.3	5.9	6.6
股東權益報酬率 (%)	20.5	6.6	7.7	10.1	11.0

資料來源：公司資料；凱基預估

**圖 1：3Q23 品牌營收年減 5%但季增 17%，主因 PC 需求回溫；4Q23 品牌營收預估將季減 8%**

品牌營收 (十億元)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	4Q23公司自估	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
PC	64.3	74.4	88.3	94.3	84.3	76.8	94.3	75.0	60.3	68.7	84.5	71.8	季減15%	246.5	220.4	224.6	247.5	321.4	330.4	285.2	314.7
行動裝置	1.0	3.6	2.5	2.1	1.3	0.5	2.7	2.3	1.0	2.1	1.2	1.3		67.3	37.4	23.5	10.7	9.2	6.7	5.7	6.1
零組件	42.1	41.5	38.8	45.1	42.1	37.7	35.8	39.8	40.8	36.4	40.3	42.3	季增5%	69.0	73.0	76.6	120.3	167.5	155.3	159.8	190.2
其他	0.8	0.8	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3		10.6	12.3	7.8	3.9	2.4	1.0	1.0	1.1
總計	108.1	120.4	130.1	141.8	128.0	115.2	132.9	117.4	102.4	107.5	126.2	115.6		392.9	352.5	332.5	382.4	500.4	493.5	451.7	512.1
<b>產品組合 (%)</b>																					
PC	59.5	61.8	67.9	66.5	65.9	66.7	70.9	63.9	58.9	63.9	66.9	62.1		62.8	62.5	67.5	64.7	64.2	67.0	63.1	61.5
移動裝置	0.9	3.0	1.9	1.5	1.0	0.4	2.0	2.0	1.0	2.0	1.0	1.1		17.1	10.6	7.1	2.8	1.8	1.4	1.3	1.2
零組件	38.9	34.5	29.8	31.8	32.9	32.7	26.9	33.9	39.9	33.9	31.9	36.6		17.6	20.7	23.0	31.5	33.5	31.5	35.4	37.1
其他	0.7	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2		2.7	3.5	2.4	1.0	0.5	0.2	0.2	0.2
總計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>品牌營收季增 (%)</b>																					
PC	(12.0)	15.7	18.7	6.8	(10.6)	(8.9)	22.7	(20.4)	(19.6)	13.9	23.0	(15.0)									
行動裝置	(67.5)	271.2	(31.6)	(13.9)	(39.9)	(64.0)	476.9	(11.7)	(56.4)	110.0	(44.2)	8.3									
零組件	14.1	(1.2)	(6.7)	16.3	(6.7)	(10.5)	(5.1)	11.3	2.7	(10.8)	10.5	5.0									
其他	(2.4)	11.4	(38.2)	(45.5)	(9.8)	(10.0)	15.4	(11.7)	(12.8)	5.0	46.4	(15.7)									
總計	(4.9)	11.4	8.1	9.0	(9.8)	(10.0)	15.4	(11.7)	(12.8)	5.0	17.4	(8.4)									
<b>品牌營收年增 (%)</b>																					
PC	68.2	34.7	9.1	29.1	31.1	3.3	6.7	(20.5)	(28.5)	(10.6)	(10.4)	(4.3)		(11.5)	(10.6)	1.9	10.2	29.8	2.8	(13.7)	10.3
行動裝置	(58.8)	165.0	(37.3)	(28.9)	31.5	(87.2)	7.6	10.3	(20.0)	366.5	(54.9)	(44.6)		(13.0)	(44.4)	(37.1)	(54.7)	(13.8)	(26.5)	(15.9)	7.5
零組件	89.4	55.0	12.4	22.3	0.1	(9.3)	(7.8)	(11.8)	(3.0)	(3.3)	12.6	6.3		14.9	5.9	4.8	57.2	39.1	(7.2)	2.9	19.0
其他	(38.6)	(49.7)	136.8	(63.4)	(66.2)	(72.7)	(48.9)	(17.3)	(20.0)	(6.7)	18.4	13.0		(17.8)	16.5	(36.5)	(50.1)	(38.4)	(58.9)	1.3	10.0
總計	68.8	41.5	8.8	24.7	18.4	(4.3)	2.2	(17.3)	(20.0)	(6.7)	(5.0)	(1.5)		(8.4)	(10.3)	(5.7)	15.0	30.8	(1.4)	(8.5)	13.4

資料來源：公司資料；凱基預估

**圖 2：3Q23 財報與 4Q23 財測修正與市場共識比較(合併基礎)**

百萬元	3Q23						4Q23F							
	實際數	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	135,052	134,216	0.6	16.7	(6.7)	136,463	(1.0)	122,897	140,927	(12.8)	(9.0)	(3.3)	144,177	(14.8)
毛利	24,712	20,132	22.7	52.8	34.9	20,776	18.9	19,848	21,703	(8.5)	(19.7)	62.4	22,489	(11.7)
營業利益	9,046	4,966	82.1	427.7	136.7	5,322	70.0	5,592	5,778	(3.2)	(38.2)	-	5,767	(3.0)
稅前淨利	14,133	8,352	69.2	350.8	75.9	8,943	58.0	6,698	6,874	(2.6)	(52.6)	-	7,073	(5.3)
稅後淨利	11,097	5,998	85.0	329.1	79.3	6,397	73.5	4,618	4,629	(0.2)	(58.4)	-	4,940	(6.5)
每股盈餘 (元)	14.94	8.07	85.0	329.1	79.3	8.61	73.5	6.22	6.23	(0.2)	(58.4)	-	6.65	(6.5)
毛利率 (%)	18.3	15.0	3.3 ppts	4.3 ppts	5.6 ppts	15.2	3.1 ppts	16.2	15.4	0.7 ppts	(2.1)ppts	6.5 ppts	15.6	0.6 ppts
營業利益率 (%)	6.7	3.7	3.0 ppts	5.2 ppts	4.1 ppts	3.9	2.8 ppts	4.5	4.1	0.4 ppts	(2.1)ppts	7.9 ppts	4.0	0.6 ppts
淨利率 (%)	8.2	4.5	3.7 ppts	6.0 ppts	3.9 ppts	4.7	3.5 ppts	3.8	3.3	0.5 ppts	(4.5)ppts	6.8 ppts	3.4	0.3 ppts

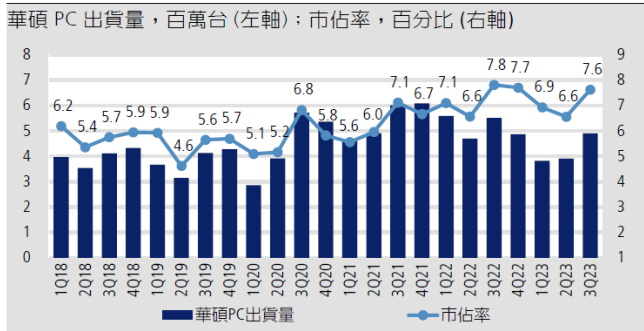
資料來源：Bloomberg；凱基預估

**圖 3：2023-25 年財測修正暨市場共識比較(合併基礎)**

百萬元	2023F					2024F					2025F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	485,050	502,244	(3.4)	(9.7)	504,774	(3.9)	548,674	572,113	(4.1)	13.1	568,895	(3.6)	606,993	10.6	613,335	(1.0)
毛利	71,452	68,726	4.0	(3.6)	69,775	2.4	84,758	85,978	(1.4)	18.6	87,269	(2.9)	95,554	12.7	96,907	(1.4)
營業利益	13,225	9,331	41.7	1.9	9,551	38.5	23,846	22,680	5.1	80.3	22,524	5.9	27,644	15.9	25,344	9.1
稅前淨利	22,531	16,925	33.1	4.2	17,477	28.9	31,253	30,076	3.9	38.7	30,546	2.3	34,789	11.3	33,535	3.7
稅後淨利	16,613	11,524	44.2	13.1	11,933	39.2	22,459	21,530	4.3	35.2	22,176	1.3	25,248	12.4	24,609	2.6
每股盈餘 (元)	22.36	15.51	44.2	13.1	16.06	39.2	30.23	28.97	4.3	35.2	29.85	1.3	33.99	12.4	33.13	2.6
毛利率 (%)	14.7	13.7	1.0 ppts	0.9 ppts	13.8	0.9 ppts	15.4	15.0	0.4 ppts	0.7 ppts	15.3	0.1 ppts	15.7	0.3 ppts	15.8	(0.1)ppts
營業率 (%)	2.7	1.9	0.9 ppts	0.3 ppts	1.9	0.8 ppts	4.3	4.0	0.4 ppts	1.6 ppts	4.0	0.4 ppts	4.6	0.2 ppts	4.1	0.4 ppts
淨利率 (%)	3.4	2.3	1.1 ppts	0.7 ppts	2.4	1.1 ppts	4.1	3.8	0.3 ppts	0.7 ppts	3.9	0.2 ppts	4.2	0.1 ppts	4.0	0.1 ppts

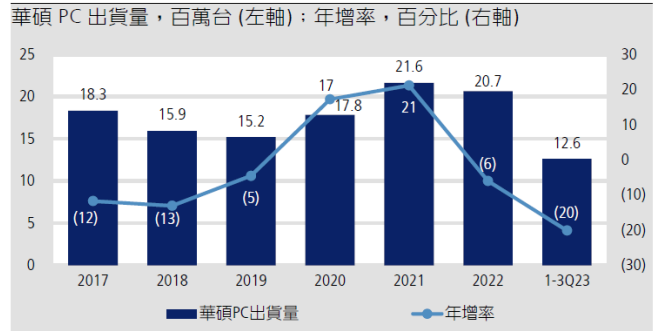
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 4：華碩 3Q23 PC 市佔率季增至 7.6%



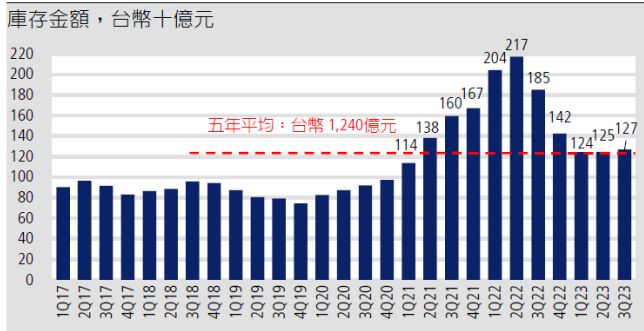
資料來源：Gartner；凱基

圖 5：1-3Q23 華碩 PC 出貨量年減 20%，但電競筆電出貨量仍年增 12%



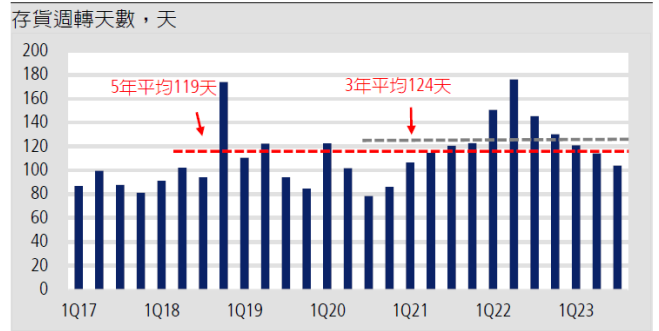
資料來源：Gartner；凱基

圖 6：因旺季庫存備貨，3Q23 庫存金額季增 (合併基礎)



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：3Q23 華碩(合併基礎)存貨週轉天數季減



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：華碩於 5 月推出 ROG Ally 遊戲掌機，支援各式主流平台



資料來源：公司資料

圖 9：華碩發表搭載 NVIDIA HGX H100 8 GPU 之伺服器



資料來源：公司資料

圖 10：同業評價比較

領域	公司	代碼	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	評等	目標價 (元)	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘 年增率 (%)		PE (x)		PB (x)		ROE (%)		現金殖利率 (%)	
							2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2022	2023F
主機板/ 顯示卡	技嘉	2376 TT	4,429	225.5	增加持股	285.0	7.72	12.47	(24.9)	61.5	29.2	18.1	3.8	3.5	13.3	20.1	2.7	2.1
	華碩	2357 TT	8,262	360.0	增加持股	454.0	22.36	30.23	13.1	35.2	16.1	11.9	1.2	1.2	7.7	10.1	4.2	4.3
	微星	2377 TT	4,333	166.0	持有	176.0	10.71	12.59	(9.2)	17.5	15.5	13.2	2.7	2.5	18.0	19.4	4.0	3.6
	華擎	3515 TT	705	187.0	持有	228.0	6.67	10.35	(23.3)	55.3	28.0	18.1	2.7	2.6	9.8	14.6	4.3	2.4
伺服器ODM	緯穎	6669 TT	10,480	1,940.0	增加持股	2,200.0	65.65	99.16	(19.0)	51.0	29.5	19.6	7.1	5.7	26.5	32.2	2.6	1.9
	英業達	2356 TT	4,827	43.6	增加持股	53.0	1.57	2.42	(8.1)	54.3	27.8	18.0	2.6	2.5	9.4	14.1	3.4	2.9
	廣達	2382 TT	24,584	206.0	增加持股	310.0	10.13	13.43	34.8	32.6	20.3	15.3	4.5	4.2	22.6	28.4	2.9	3.9
	鴻海精密	2317 TT	41,847	97.7	增加持股	126.0	8.55	10.40	(16.2)	21.6	11.4	9.4	0.9	0.9	8.0	9.3	5.4	4.5

資料來源：Bloomberg；凱基預估

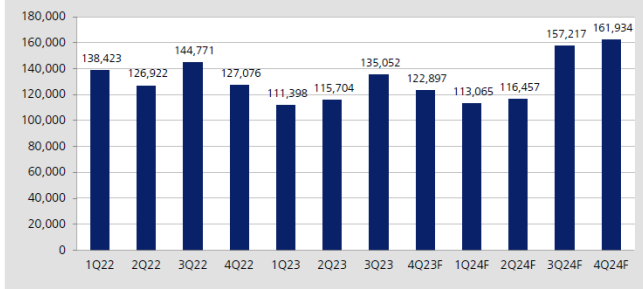
圖 11：公司概況

華碩 2022 年位居全球第 5 大 PC 廠，總出貨量 2,070 萬台(年減 6%)，全球市佔率 7.3%。華碩 2013 年發表的首款智慧手機 ZenFone 系列，在 2015 年創下 2,000 萬支出貨量，年增 135%，2021 年華碩手機出貨縮減至 80 萬台，2022 年進一步年減 30%至 60 萬台。2022 年品牌各產品線營收占比為 PC(筆電+桌電) 67%、零組件(主機板+繪圖卡) 32%、手機 1%。

資料來源：公司資料；凱基

圖 13：季營業收入

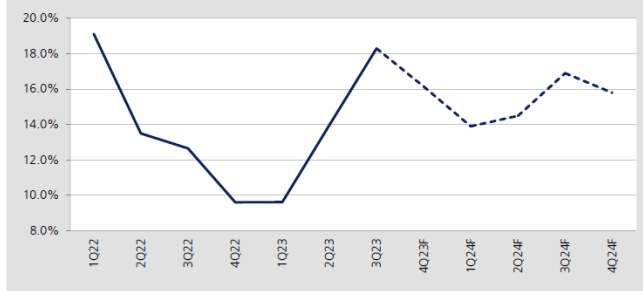
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 15：毛利率

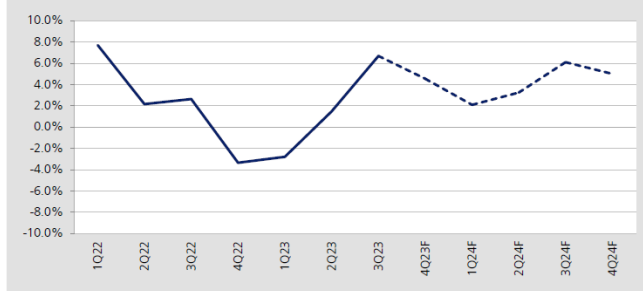
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 17：營業利潤率

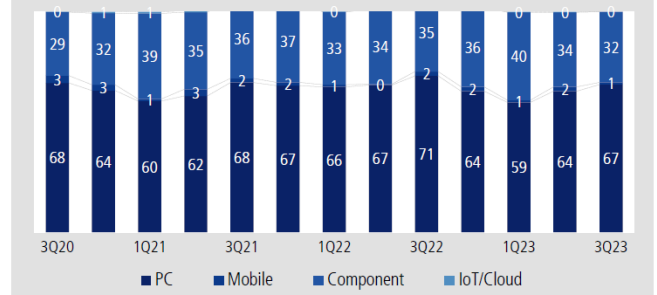
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 12：3Q23 PC 營收比重季增

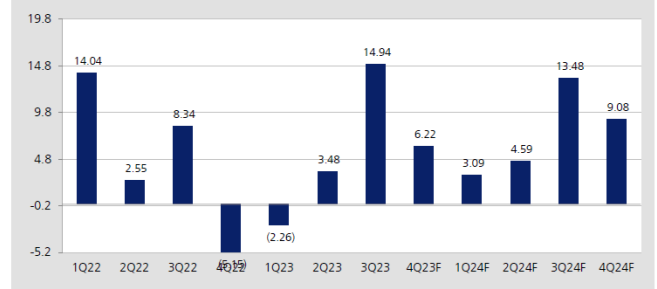
品牌營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 14：每股盈利

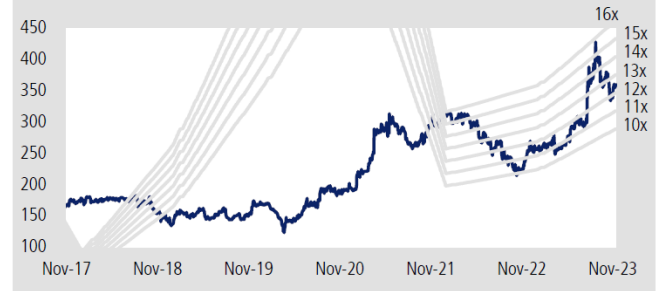
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 16：未來一年預估本益比區間

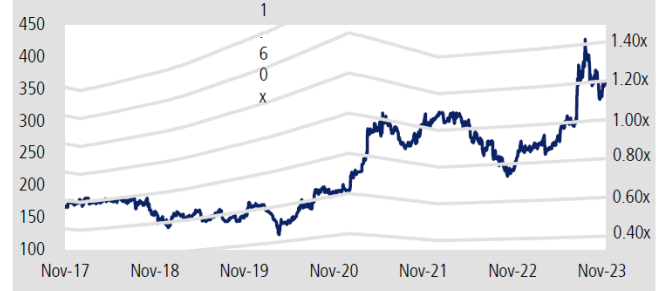
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

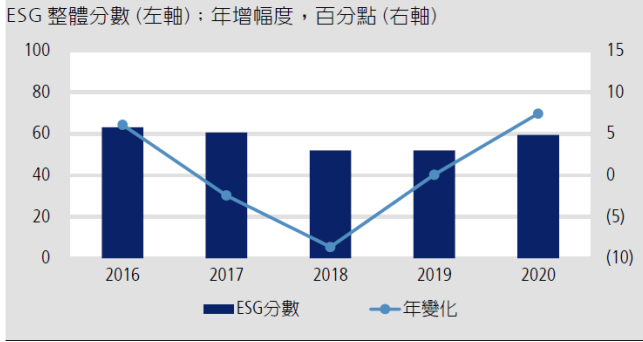
圖 18：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



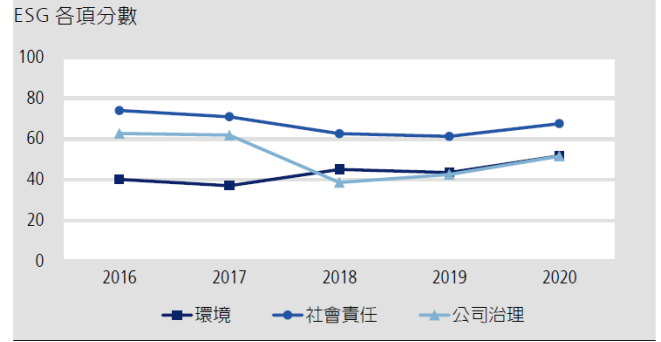
資料來源：TEJ；凱基預估

圖 19 : ESG 整體分數



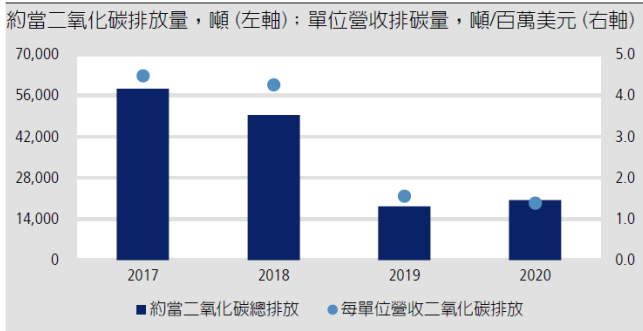
資料來源 : Refinitiv ; 凱基 ; 公司資料

圖 20 : ESG 各項分數



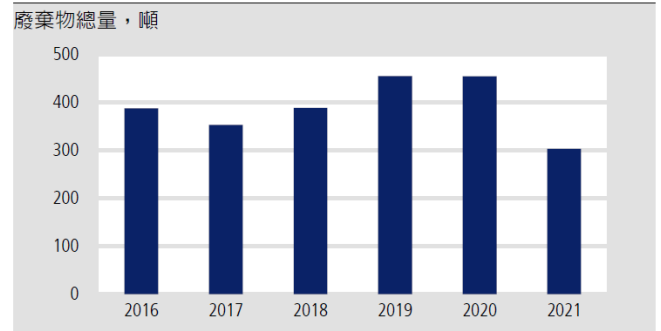
資料來源 : Refinitiv ; 凱基 ; 公司資料

圖 21 : 碳排放量



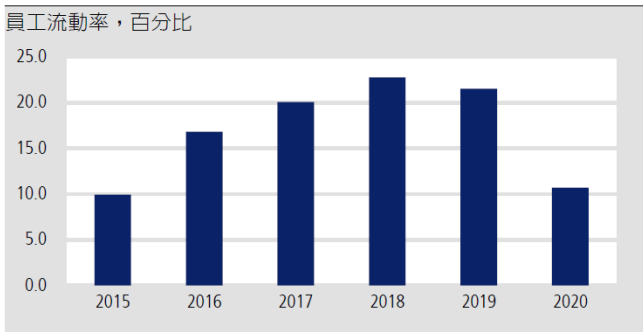
資料來源 : Refinitiv ; 凱基 ; 公司資料

圖 22 : 廢棄物總量



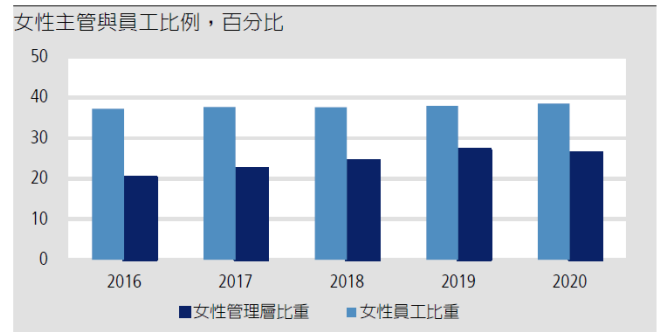
資料來源 : Refinitiv ; 凱基 ; 公司資料

圖 23 : 員工流動率



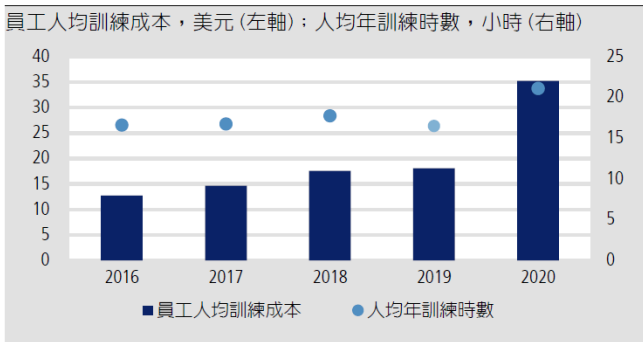
資料來源 : Refinitiv ; 凱基 ; 公司資料

圖 24 : 性別多樣性



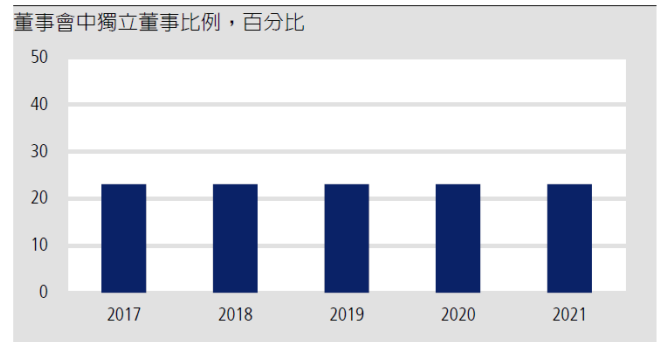
資料來源 : Refinitiv ; 凱基 ; 公司資料

圖 25 : 員工訓練



資料來源 : Refinitiv ; 凱基 ; 公司資料

圖 26 : 獨立董事



資料來源 : Refinitiv ; 凱基 ; 公司資料

## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物公司呈報的廢棄物回收率	
廢棄物回收率	- 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，公司資料

## 損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度				年度				年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	111,398	115,704	135,052	122,897	113,065	116,457	157,217	161,934	485,050	548,674	606,993
營業成本	(100,682)	(99,528)	(110,339)	(103,049)	(97,349)	(99,571)	(130,648)	(136,348)	(413,598)	(463,917)	(511,440)
營業毛利	10,716	16,175	24,713	19,848	15,716	16,886	26,570	25,586	71,452	84,758	95,554
營業費用	(13,842)	(14,463)	(15,666)	(14,256)	(13,342)	(13,101)	(16,979)	(17,489)	(58,226)	(60,912)	(67,909)
營業利益	(3,121)	1,714	9,046	5,592	2,374	3,785	9,590	8,097	13,225	23,846	27,644
折舊	(538)	(551)	(566)	(525)	(593)	(593)	(593)	(593)	(2,180)	(2,372)	(2,572)
攤提	(118)	(137)	(140)	(111)	(127)	(127)	(127)	(127)	(506)	(506)	(506)
EBITDA	(2,465)	2,402	9,752	6,228	3,094	4,505	10,310	8,816	15,912	26,725	30,723
利息收入	649	716	644	636	442	442	442	442	2,645	1,767	1,439
投資利益淨額	224	282	3,314	280	250	250	2,800	200	4,100	3,500	3,500
其他營業外收入	1,065	585	1,289	561	725	725	725	725	3,500	2,900	2,900
總營業外收入	1,938	1,583	5,247	1,478	1,417	1,417	3,967	1,367	10,245	8,167	7,839
利息費用	(246)	(163)	(159)	(172)	(115)	(115)	(115)	(115)	(740)	(460)	(395)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	-	-	-	(200)	(75)	(75)	(75)	(75)	(200)	(300)	(300)
總營業外費用	(246)	(163)	(159)	(372)	(190)	(190)	(190)	(190)	(940)	(760)	(695)
稅前純益	(1,429)	3,135	14,133	6,698	3,601	5,012	13,367	9,273	22,531	31,253	34,789
所得稅費用[利益]	149	(52)	(2,430)	(1,384)	(756)	(1,052)	(2,807)	(1,979)	(3,718)	(6,594)	(7,340)
少數股東損益	(402)	(497)	(605)	(696)	(550)	(550)	(550)	(550)	(2,200)	(2,200)	(2,200)
非常項目前稅後純益	(1,682)	2,586	11,097	4,618	2,295	3,409	10,010	6,745	16,613	22,459	25,248
非常項目	(0)	0	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	(1,682)	2,586	11,097	4,618	2,295	3,409	10,010	6,745	16,613	22,459	25,248
每股盈餘 (NT\$)	(2.26)	3.48	14.94	6.22	3.09	4.59	13.48	9.08	22.36	30.23	33.99
獲利率 (%)											
營業毛利率	9.6	14.0	18.3	16.2	13.9	14.5	16.9	15.8	14.7	15.4	15.7
營業利益率	(2.8)	1.5	6.7	4.5	2.1	3.3	6.1	5.0	2.7	4.3	4.6
EBITDA Margin	(2.2)	2.1	7.2	5.1	2.7	3.9	6.6	5.4	3.3	4.9	5.1
稅前純益率	(1.3)	2.7	10.5	5.5	3.2	4.3	8.5	5.7	4.6	5.7	5.7
稅後純益率	(1.5)	2.2	8.2	3.8	2.0	2.9	6.4	4.2	3.4	4.1	4.2
季成長率 (%)											
營業收入	(12.3)	3.9	16.7	(9.0)	(8.0)	3.0	35.0	3.0			
營業毛利	(12.3)	50.9	52.8	(19.7)	(20.8)	7.4	57.3	(3.7)			
營業收益增長	(26.8)		427.7	(38.2)	(57.5)	59.4	153.4	(15.6)			
EBITDA	(31.5)		306.0	(36.1)	(50.3)	45.6	128.9	(14.5)			
稅前純益	(57.6)		350.8	(52.6)	(46.2)	39.2	166.7	(30.6)			
稅後純益	(56.0)		329.1	(58.4)	(50.3)	48.6	193.6	(32.6)			
年成長率 (%)											
營業收入	(19.5)	(8.8)	(6.7)	(3.3)	1.5	0.7	16.4	31.8	(9.7)	13.1	10.6
營業毛利	(58.5)	(9.0)	34.9	62.5	46.7	4.4	7.5	28.9	(3.6)	18.6	12.7
營業收益	(129.2)	(37.7)	136.7			120.8	6.0	44.8	1.9	80.3	15.9
EBITDA	(121.8)	(29.2)	117.6			87.5	5.7	41.6	2.0	68.0	15.0
稅前純益	(110.4)	(3.4)	75.9			59.9	(5.4)	38.5	4.2	38.7	11.3
稅後純益	(116.1)	36.4	79.3			31.8	(9.8)	46.1	13.1	35.2	12.4

資料來源：公司資料；凱基預估

## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	504,153	471,165	477,034	482,043	497,051
流動資產	348,705	322,198	317,772	312,870	317,496
現金及短期投資	74,315	74,897	73,295	67,662	47,448
存貨	167,316	142,472	124,646	126,753	140,120
應收帳款及票據	93,243	91,311	106,312	104,938	116,410
其他流動資產	13,832	13,518	13,518	13,518	13,518
非流動資產	155,448	148,967	159,262	169,173	179,555
長期投資	112,826	104,045	114,671	124,954	135,908
固定資產	19,421	19,495	19,165	18,793	18,221
什項資產	23,201	25,426	25,426	25,426	25,426
負債總額	257,716	244,276	242,050	237,201	241,506
流動負債	238,183	222,677	220,489	215,628	219,937
應付帳款及票據	95,730	51,368	73,655	69,714	77,066
短期借款	9,407	48,908	23,946	18,933	13,937
什項負債	133,045	122,401	122,889	126,981	128,933
長期負債	19,534	21,599	21,561	21,573	21,569
長期借款	155	145	107	120	115
其他負債及準備	18,423	20,545	20,545	20,545	20,545
股東權益總額	246,436	226,889	234,984	244,841	255,545
普通股	7,428	7,428	7,428	7,428	7,428
保留盈餘	135,085	113,873	118,857	125,595	133,169
少數股東權益	14,105	14,508	16,708	18,908	21,108
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	29.7%	0.4%	(9.7%)	13.1%	10.6%
營業收益增長	97.6%	(73.7%)	1.9%	80.3%	15.9%
EBITDA	86.6%	(70.5%)	2.0%	68.0%	15.0%
稅後純益	67.7%	(67.0%)	13.1%	35.2%	12.4%
每股盈餘成長率	67.7%	(67.0%)	13.1%	35.2%	12.4%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	20.6%	13.8%	14.7%	15.4%	15.7%
營業利益率	9.2%	2.4%	2.7%	4.3%	4.6%
EBITDA Margin	9.9%	2.9%	3.3%	4.9%	5.1%
稅後純益率	8.3%	2.7%	3.4%	4.1%	4.2%
平均資產報酬率	9.9%	3.0%	3.5%	4.7%	5.2%
股東權益報酬率	20.5%	6.6%	7.7%	10.1%	11.0%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	3.9%	21.6%	10.2%	7.8%	5.5%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	346.5	29.3	31.5	69.0	89.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.3	0.5	0.6	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	191.1	(20.6)	47.0	24.2	1.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	3.4	(0.3)	1.4	0.6	0.1
流動比率 (x)	1.5	1.4	1.4	1.5	1.4
速動比率 (x)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8
淨負債 (NT\$百萬)	(58,250)	(20,270)	(43,668)	(43,035)	(27,821)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	59.98	19.78	22.36	30.23	33.99
每股現金盈餘 (NT\$)	44.01	(21.17)	46.83	14.96	1.01
每股淨值 (NT\$)	312.79	285.93	293.87	304.18	315.63
調整後每股淨值 (NT\$)	312.79	285.93	293.83	304.16	315.62
每股營收 (NT\$)	720.61	723.24	652.94	738.64	817.20
EBITDA/Share (NT\$)	71.24	21.01	21.42	35.98	41.36
每股現金股利 (NT\$)	42.00	15.00	15.66	21.17	23.79
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.19	1.10	1.02	1.14	1.24
應收帳款周轉天數	63.6	62.0	80.0	70.0	70.0
存貨周轉天數	143.7	112.3	110.0	100.0	100.0
應付帳款周轉天數	82.2	40.5	65.0	55.0	55.0
現金轉換周轉天數	125.1	133.9	125.0	115.0	115.0

資料來源：公司資料；凱基預估

## 損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	535,239	537,192	485,050	548,674	606,993
營業成本	(424,923)	(463,051)	(413,598)	(463,917)	(511,440)
營業毛利	110,316	74,141	71,452	84,758	95,554
營業費用	(60,980)	(61,162)	(58,226)	(60,912)	(67,909)
營業利益	49,326	12,982	13,225	23,846	27,644
總營業外收入	11,523	9,699	10,245	8,167	7,839
利息收入	528	920	2,645	1,767	1,439
投資利益淨額	5,087	5,478	4,100	3,500	3,500
其他營業外收入	5,908	3,300	3,500	2,900	2,900
總營業外費用	(1,754)	(1,065)	(940)	(760)	(695)
利息費用	(171)	(763)	(740)	(460)	(395)
投資損失	(683)	-	-	-	-
其他營業外費用	(900)	(303)	(200)	(300)	(300)
稅前純益	59,094	21,616	22,531	31,253	34,789
所得稅費用[利益]	(12,483)	(4,784)	(3,718)	(6,594)	(7,340)
少數股東損益	(2,056)	(2,141)	(2,200)	(2,200)	(2,200)
非常項目	(6)	(0)	-	-	-
稅後淨利	44,550	14,691	16,613	22,459	25,248
EBITDA	52,914	15,603	15,912	26,725	30,723
每股盈餘 (NT\$)	59.98	19.78	22.36	30.23	33.99

## 現金流量

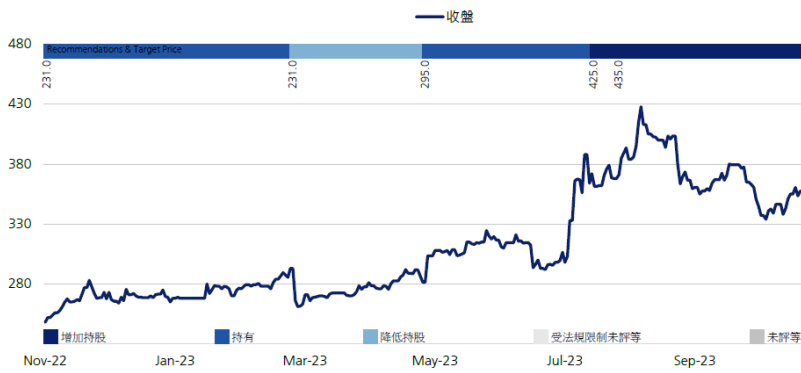
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	32,691	(15,721)	34,786	11,112	751
本期純益	44,550	14,691	16,613	22,459	25,248
折舊及攤提	3,588	2,621	2,686	2,879	3,079
本期運用資金變動	(47,177)	(19,145)	25,111	(4,673)	(17,487)
其他營業資產及負債變動	31,731	(13,888)	(9,624)	(9,552)	(10,089)
投資活動之現金流量	(1,784)	1,445	(3,357)	(3,237)	(3,372)
投資用短期投資出售[新購]	(1,610)	(370)	-	-	-
本期長期投資變動	(1,543)	(460)	(1,001)	(730)	(866)
資本支出淨額	(2,178)	(1,524)	(1,850)	(2,000)	(2,000)
其他資產變動	3,547	3,798	(506)	(506)	(506)
自由現金流	(7,290)	(8,417)	36,484	14,514	4,896
融資活動之現金流量	(17,368)	6,816	(33,031)	(13,509)	(17,592)
短期借款變動	3,565	39,480	(25,000)	(5,000)	(5,000)
長期借款變動	166	(11)	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(19,312)	(31,196)	(11,141)	(11,629)	(15,721)
其他融資現金流	(1,787)	(1,458)	3,111	3,120	3,129
匯率影響數	(2,507)	8,971	-	-	-
本期產生現金流量	11,033	1,510	(1,602)	(5,634)	(20,213)

## 投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	11.4%	11.4%	12.0%	11.1%	11.2%
= 營業利益率	9.2%	2.4%	2.7%	4.3%	4.6%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	7.9	5.6	6.9	7.8	7.1
營業利益率	9.2%	2.4%	2.7%	4.3%	4.6%
x 資本周轉率	7.9	5.6	6.9	7.8	7.1
x (1 - 有效現金稅率)	78.9%	77.9%	83.5%	78.9%	78.9%
= 稅後 ROIC	57.1%	10.5%	15.7%	26.7%	25.5%

資料來源：公司資料；凱基預估



**華碩 – 以往評級及目標價**


日期	評級	目標價	收盤價
2023-08-13	增加持股	435.0	368.0
2023-08-01	增加持股	425.0	372.0
2023-05-13	持有	295.0	281.5
2023-03-11	降低持股	231.0	293.0
2022-11-11	持有	231.0	249.0
2022-10-23	持有	244.0	229.0
2022-08-12	持有	255.0	262.0
2022-07-21	持有	272.0	322.0
2022-05-11	持有	380.0	349.5
2022-03-17	持有	380.0	377.0

資料來源：TEJ；凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明** 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃原於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。