

宜鼎

(5289.TWO/5289 TT)

增加持股・維持

收盤價 October 27 (NT\$)	281.0
12 個月目標價 (NT\$)	425.0
前次目標價 (NT\$)	425.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	51.2

焦點內容

我們參加宜鼎子公司安提 10/24 舉辦的智慧工廠研討會，會議中聚焦 Nvidia 平台與 AI 技術，公司並展示 AOI AI 智造瑕疵檢測解決方案。我們重申宜鼎「增加持股」評等，建議投資人買進該股。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	24.84 / 765
流通在外股數 (百萬股)：	88.40
外資持有股數 (百萬股)：	26.82
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.98
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	164.0 - 361.0

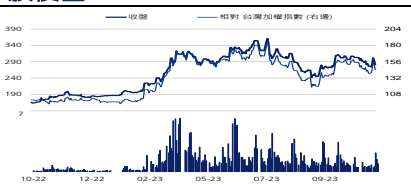
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-7.4	-4.1	69.3
相對表現 (%)	-1	-8.8	44.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	4.64A	6.41A	6.28A	4.47A
2023	4.02A	2.66F	2.81F	3.60F
2024	4.98F	5.67F	6.11F	6.84F

EFATableQEPS]

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

黃柏瑞
886 2 2181 8706
Barry.Huang@kgi.com

許家源
886 2 2181 8707
tom.hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

安提智慧工廠研討會－Nvidia 平台為亮點

重要訊息

我們參加宜鼎子公司安提(台)10 月 24 日舉辦的智慧工廠研討會，會議中聚焦 Nvidia(美)平台與 AI 技術，公司並展示 AOI AI 智造瑕疵檢測解決方案。

評論及分析

AOI AI 智造瑕疵檢測解決方案將加速 AI 專案導入。安提在本次研討會中，與宜鼎及 Nvidia 共同推出智慧工廠 AOI AI 智造瑕疵檢測解決方案，基於 Nvidia Metropolis for Factories 平台，瞄準傳統 AOI 檢測的兩大痛點：(1) 誤判率難降低；(2) 複檢作業員的人力需求(包含人員支出及檢測標準不一致)，提供一站式的軟硬體整合解決方案，將誤判率由傳統的 20% 以上，下降至 5% 以下，大幅減少人工負擔成本。安提並展示宜鼎宜蘭廠 SMT 生產線採用瑕疵檢測方案的實務案例，以 Nvidia 的模型演算法，結合安提與宜鼎的軟硬體整合服務，完成 AI 模型訓練、部署及導入。透過 Nvidia 的預訓練模型，直接與工廠客戶的 AOI 設備連接，在不須改動工廠 SOP 下，將專案導入流程由以往的 12-18 個月，縮減至 3 個月。

AI 專案加速導入，帶動宜鼎 AI 相關營收成長。宜鼎 2022 年 AI 相關營收佔比為 20%，管理層目標在 3-5 年內將比重提高至 35%。2Q23 宜鼎 AIoT 解決方案營收佔比為 5%，相比 2022 年之 7% 下滑，係因安提產品處新舊世代交替期，客戶驗證新產品而延後專案執行。管理層認為此情況已於 3Q23 緩解。我們原先預估宜鼎 2024-25 年 AI 相關營收佔比將達 23%、30%，在專案導入時間縮減下，我們認為 2024-25 年安提 AI 專案開案數與執行速度皆將提升，因此宜鼎 2024-25 年 AI 相關營收成長存上修空間。

投資建議

宜鼎股價自 7 月以來下跌 22%，目前交易於 2024 年 EPS 的 12 倍。我們認為宜鼎 2024-25 年 AI 相關營收存上修空間，重申「增加持股」評等，目標價 425 元(2024 年預估 EPS 23.59 元的 18 倍)，建議投資人買進該股。

投資風險

AI 相關專案成長不如預期。

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)	10,196	10,303	8,636	12,500	14,709
營業毛利 (NT\$百萬)	3,092	3,459	2,956	4,463	5,294
營業利益 (NT\$百萬)	1,949	2,039	1,421	2,688	3,319
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,561	1,850	1,145	2,085	2,601
每股盈餘 (NT\$)	18.94	21.46	12.95	23.59	29.42
每股現金股利 (NT\$)	11.52	13.80	7.10	13.00	16.20
每股盈餘成長率 (%)	65.3	13.3	(39.6)	82.1	24.7
本益比 (x)	14.8	13.1	21.7	11.9	9.6
股價淨值比 (x)	3.9	3.5	3.6	2.9	2.5
EV/EBITDA (x)	10.1	9.3	13.7	7.2	5.6
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.1	4.9	2.5	4.6	5.8
股東權益報酬率 (%)	29.0	28.5	16.4	27.0	28.3

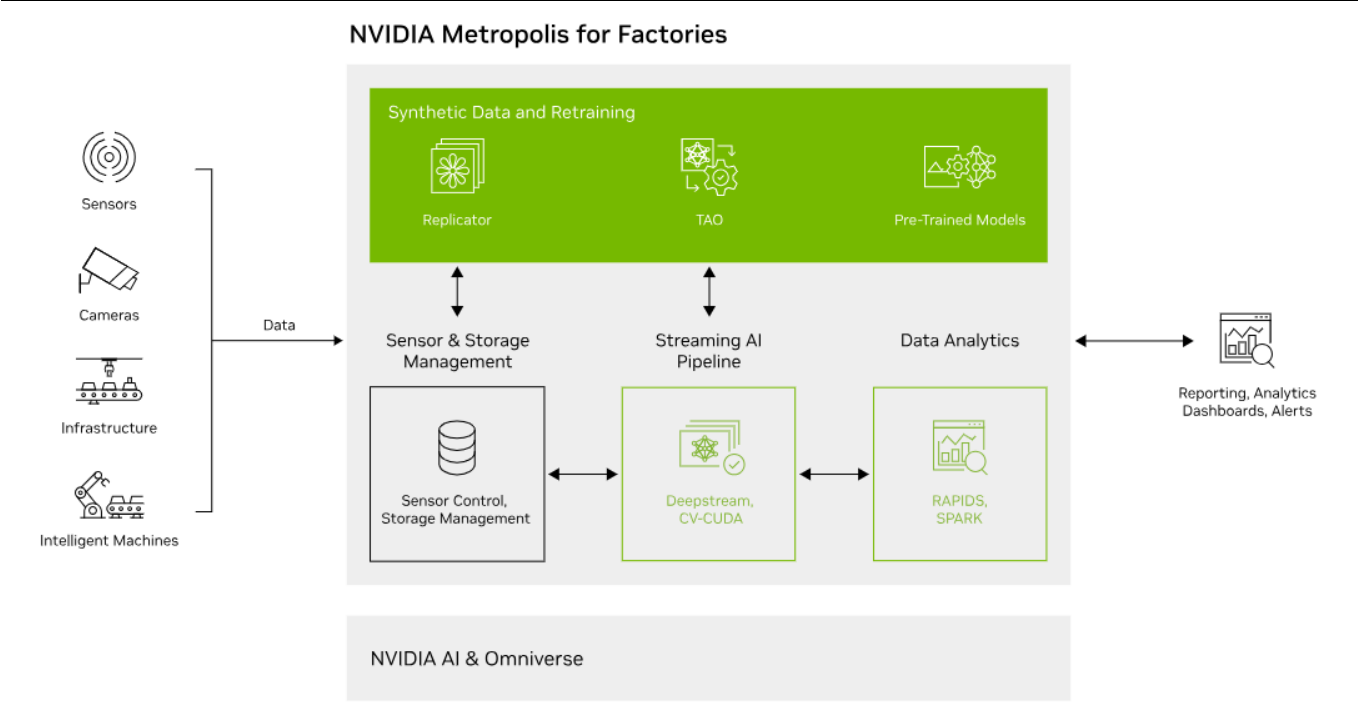
資料來源：公司資料，凱基

圖 1：安提智慧工廠 AOI AI 智造瑕疵檢測解決方案使用之產品組合

公司	AI訓練使用之軟體與硬體	AI推論使用之軟體與硬體
Nvidia - 軟體	Nvidia Metropolis for Factories平台 - Nvidia TAO	Nvidia Metropolis for Factories平台 - Nvidia Triton推論伺服器
安提 - 硬體產品	邊緣AI訓練伺服器 (AI模型訓練與部署) 安提的AIP-FR68產品 (搭載Intel 13th i9及NVIDIA A6000)	邊緣AI推論伺服器 (AI瑕疵影像辨識推論) 安提的AIP-KQ67產品 (搭載Intel 13th i7及NVIDIA A2)

資料來源：Nvidia；安提

圖 2：Nvidia Metropolis for Factories 工作流程



資料來源：Nvidia

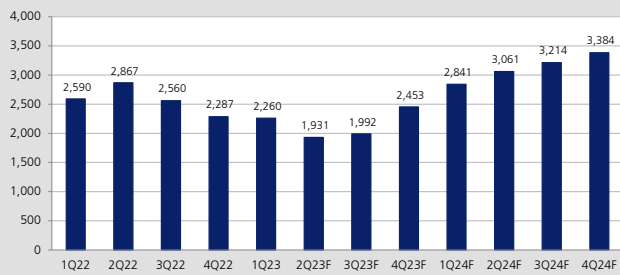
圖 3: 公司概况

宜鼎成立於 2005 年，並於 2013 年正式掛牌上櫃，為一家以服務為導向的工業用儲存裝置供應商，生產基地位於新北汐止及宜蘭。公司專注於企業級、工業、航太、醫療與國防等應用市場，提供工業用嵌入式儲存裝置與工業用動態隨機記憶體模組與相關技術服務，並以自有品牌「Innodisk」行銷全球。宜鼎結合集團旗下公司安提、維新、安捷科、巽晨，產品涵蓋記憶體模組到 AIoT 周邊產品，提供客戶從雲端到邊緣端，一站式完整 AI 解決方案。

資料來源：凱基

圖 5: 季營業收入

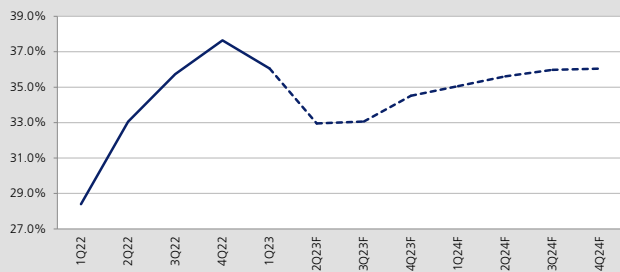
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7: 毛利率

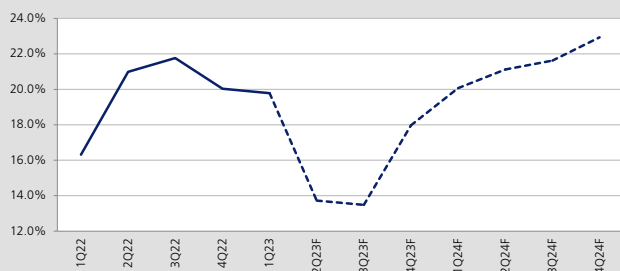
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 營業利潤率

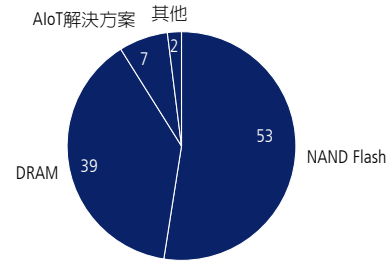
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 4: 記憶體模組佔宜鼎營收大宗

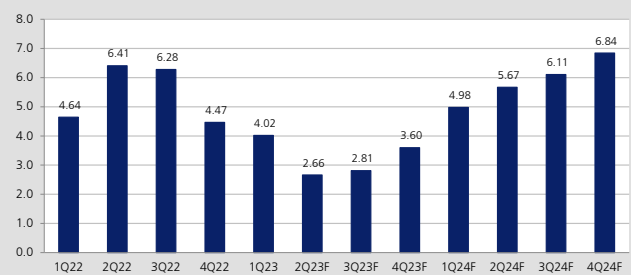
2022 年產品營收比重，百分比



資料來源：公司資料、凱基

圖 6: 每股盈利

每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8: 本益比

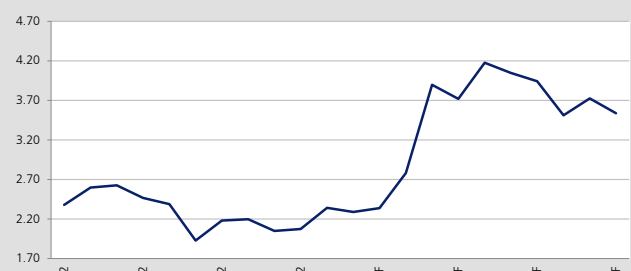
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 10: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	2,260	1,931	1,992	2,453	2,841	3,061	3,214	3,384	8,636	12,500	14,709
營業成本	(1,445)	(1,294)	(1,333)	(1,607)	(1,845)	(1,971)	(2,058)	(2,164)	(5,680)	(8,037)	(9,415)
營業毛利	815	636	659	847	996	1,090	1,156	1,220	2,956	4,463	5,294
營業費用	(368)	(371)	(390)	(406)	(426)	(444)	(462)	(444)	(1,535)	(1,775)	(1,975)
營業利益	447	265	269	441	570	646	695	776	1,421	2,688	3,319
折舊	(35)	(32)	(32)	(29)	(32)	(32)	(32)	(32)	(129)	(129)	(129)
攤提	(7)	(7)	(7)	(6)	(7)	(7)	(7)	(7)	(26)	(26)	(26)
EBITDA	489	304	307	476	609	685	734	815	1,576	2,842	3,474
利息收入	4	14	5	(8)	4	4	4	4	15	15	15
投資利益淨額	-	(1)	(1)	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)	(5)	(5)
其他營業外收入	5	39	45	(9)	(8)	(8)	(8)	(8)	80	(30)	20
總營業外收入	9	52	49	(20)	(5)	(5)	(5)	(5)	90	(20)	30
利息費用	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)	(5)	(5)
投資損失	(2)	-	-	2	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(12)	-	-	12	-	-	-	-	-	-	-
總營業外費用	(16)	(1)	(1)	13	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)	(5)	(5)
稅前純益	441	315	317	434	564	640	689	770	1,506	2,663	3,344
所得稅費用[利益]	(92)	(86)	(63)	(90)	(113)	(128)	(138)	(154)	(331)	(533)	(669)
少數股東損益	(1)	2	(5)	(26)	(11)	(11)	(11)	(11)	(30)	(45)	(75)
非常項目稅後純益	348	231	248	318	440	501	540	605	1,145	2,085	2,601
非常項目	(0)	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	348	231	248	318	440	501	540	605	1,145	2,085	2,601
每股盈餘 (NT\$)	4.02	2.66	2.81	3.60	4.98	5.67	6.11	6.84	12.95	23.59	29.42
獲利率 (%)											
營業毛利率	36.1	32.9	33.1	34.5	35.1	35.6	36.0	36.0	34.2	35.7	36.0
營業利益率	19.8	13.7	13.5	18.0	20.1	21.1	21.6	22.9	16.5	21.5	22.6
EBITDA Margin	21.6	15.7	15.4	19.4	21.4	22.4	22.8	24.1	18.3	22.7	23.6
稅前純益率	19.5	16.3	15.9	17.7	19.8	20.9	21.4	22.7	17.4	21.3	22.7
稅後純益率	15.4	12.0	12.5	13.0	15.5	16.4	16.8	17.9	13.3	16.7	17.7
季成長率 (%)											
營業收入	(1.2)	(14.6)	3.2	23.2	15.8	7.7	5.0	5.3			
營業毛利	(5.3)	(21.9)	3.5	28.6	17.6	9.4	6.1	5.5			
營業收益增長	(2.4)	(40.8)	1.4	64.1	29.4	13.4	7.5	11.7			
EBITDA	(2.1)	(38.0)	1.2	54.9	27.9	12.5	7.1	11.1			
稅前純益	10.5	(28.5)	0.5	37.0	30.0	13.5	7.6	11.8			
稅後純益	(9.6)	(33.7)	7.6	28.0	38.4	13.9	7.8	12.0			
年成長率 (%)											
營業收入	(12.7)	(32.7)	(22.2)	7.3	25.7	58.6	61.4	37.9	(16.2)	44.7	17.7
營業毛利	10.8	(32.9)	(28.0)	(1.6)	22.2	71.4	75.6	44.1	(14.5)	50.9	18.6
營業收益	5.8	(56.0)	(51.8)	(3.8)	27.5	144.0	158.7	76.1	(30.3)	89.1	23.5
EBITDA	6.8	(52.4)	(48.6)	(4.7)	24.4	125.7	138.8	71.2	(28.2)	80.3	22.2
稅前純益	(9.6)	(53.7)	(54.7)	8.7	27.9	103.1	117.5	77.5	(33.5)	76.8	25.6
稅後純益	(9.8)	(57.0)	(54.2)	(17.5)	26.3	117.1	117.4	90.3	(38.1)	82.1	24.7

資料來源：公司資料・凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	8,231	9,301	9,331	11,034	12,760
流動資產	6,068	6,649	6,331	7,693	9,080
現金及短期投資	2,738	4,000	3,716	5,078	6,464
存貨	1,664	1,158	1,088	1,088	1,088
應收帳款及票據	1,557	1,421	1,420	1,420	1,420
其他流動資產	109	69	108	108	108
非流動資產	2,163	2,652	3,000	3,341	3,681
長期投資	129	171	166	161	156
固定資產	1,617	2,139	2,524	2,896	3,267
什項資產	418	342	310	284	258
負債總額	2,198	2,182	2,205	2,405	2,605
流動負債	1,861	1,691	1,441	1,441	1,441
應付帳款及票據	957	707	505	505	505
短期借款	2	11	16	16	16
什項負債	901	974	919	919	919
長期負債	337	490	764	964	1,164
長期借款	140	310	505	705	905
其他負債及準備	10	6	259	259	259
股東權益總額	6,034	7,119	7,127	8,629	10,156
普通股股本	827	866	867	867	867
保留盈餘	3,317	4,012	4,529	5,465	6,634
少數股東權益	73	107	137	182	257
優先股股東資金	-	-	-	-	-

EFATableCorpBSJ

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	42.6%	1.1%	(16.2%)	44.7%	17.7%
營業收益增長	61.5%	4.6%	(30.3%)	89.1%	23.5%
EBITDA	56.5%	5.9%	(28.2%)	80.3%	22.2%
稅後純益	67.5%	18.5%	(38.1%)	82.1%	24.7%
每股盈餘成長率	65.3%	13.3%	(39.6%)	82.1%	24.7%
獲利能力分析					
營業毛利率	30.3%	33.6%	34.2%	35.7%	36.0%
營業利益率	19.1%	19.8%	16.5%	21.5%	22.6%
EBITDA Margin	20.3%	21.3%	18.3%	22.7%	23.6%
稅後純益率	15.3%	18.0%	13.3%	16.7%	17.7%
平均資產報酬率	21.6%	21.1%	12.3%	20.5%	21.9%
股東權益報酬率	29.0%	28.5%	16.4%	27.0%	28.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	2.4%	4.5%	7.3%	8.4%	9.1%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	661.2	303.8	302.3	533.5	669.9
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	276.8	336.1	241.1	458.0	567.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	159.6	136.0	57.2	108.7	134.6
流動比率 (x)	3.3	3.9	4.4	5.3	6.3
速動比率 (x)	2.4	3.2	3.6	4.6	5.5
淨負債 (NT\$百萬)	(1,995)	(3,679)	(3,195)	(4,357)	(5,543)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	18.94	21.46	12.95	23.59	29.42
每股現金盈餘 (NT\$)	10.03	29.18	13.64	25.91	32.08
每股淨值 (NT\$)	72.11	81.02	79.08	95.57	111.99
調整後每股淨值 (NT\$)	72.32	81.35	79.08	95.57	111.99
每股營收 (NT\$)	123.69	119.52	97.70	141.42	166.41
EBITDA/Share (NT\$)	25.13	25.45	17.83	32.16	39.31
每股現金股利 (NT\$)	11.52	13.80	7.10	13.00	16.20
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.41	1.18	0.93	1.23	1.24
應收帳款周轉天數	55.7	50.4	60.0	41.6	35.2
存貨周轉天數	85.5	61.8	69.9	49.5	42.2
應付帳款周轉天數	49.2	37.7	32.5	23.0	19.6
現金轉換周轉天數	92.1	74.4	97.5	68.1	57.8

EFATableCorpKRJ

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	10,196	10,303	8,636	12,500	14,709
營業成本	(7,103)	(6,845)	(5,680)	(8,037)	(9,415)
營業毛利	3,092	3,459	2,956	4,463	5,294
營業費用	(1,143)	(1,419)	(1,535)	(1,775)	(1,975)
營業利益	1,949	2,039	1,421	2,688	3,319
總營業外收入	58	31	90	(20)	30
利息收入	6	14	15	15	15
投資利益淨額	-	-	(5)	(5)	(5)
其他營業外收入	52	17	80	(30)	20
總營業外費用	(35)	196	(5)	(5)	(5)
利息費用	(3)	(7)	(5)	(5)	(5)
投資損失	(8)	(6)	-	-	-
其他營業外費用	(24)	209	-	-	-
稅前純益	1,972	2,266	1,506	2,663	3,344
所得稅費用[利益]	(390)	(385)	(331)	(533)	(669)
少數股東損益	(21)	(31)	(30)	(45)	(75)
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	1,561	1,850	1,145	2,085	2,601
EBITDA	2,071	2,194	1,576	2,842	3,474
每股盈餘 (NT\$)	18.94	21.46	12.95	23.59	29.42

EFATableCorpISJ

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	827	2,515	1,205	2,290	2,835
本期純益	1,561	1,850	1,145	2,085	2,601
折舊及攤提	122	155	155	155	155
本期運用資金變動	(1,290)	300	345	(522)	(283)
其他營業資產及負債變動	434	210	(439)	572	363
投資活動之現金流量	(615)	38	(500)	(500)	(500)
投資用短期投資出售[新購]	(203)	570	-	-	-
本期長期投資變動	-	4	2	3	3
資本支出淨額	(361)	(480)	(500)	(500)	(500)
其他資產變動	(51)	(56)	(2)	(3)	(3)
自由現金流	9	1,642	1,082	1,257	2,001
融資活動之現金流量	(335)	(701)	(990)	(428)	(949)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	124	178	184	200	200
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(553)	(967)	(1,194)	(628)	(1,149)
其他融資現金流	94	88	21	-	-
匯率影響數	1	10	-	-	-
本期產生現金流量	(122)	1,862	(284)	1,362	1,386

EFATableCorpCFJ

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	11.2%	13.8%	17.8%	14.2%	13.4%
= 營業利益率	19.1%	19.8%	16.5%	21.5%	22.6%
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	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	3.2	3.3	2.2	2.9	3.1
營業利益率	19.1%	19.8%	16.5%	21.5%	22.6%
x 資本周轉率	3.2	3.3	2.2	2.9	3.1
x (1 - 有效現金稅率)	80.2%	83.0%	78.0%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	49.2%	54.4%	27.8%	49.7%	56.8%

EFATableCorpROICJ

資料來源：公司資料，凱基

宜鼎 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-08-07	增加持股	425.0	280.5
2023-07-28	增加持股	425.0	315.5

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號 #13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。