

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	42.55 元
目標價	
3 個月	46.50 元
12 個月	46.50 元

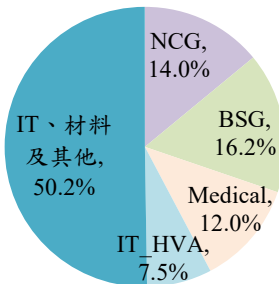
近期報告日期、評等及前日股價

03/07/2024	Buy	45.05
01/02/2024	Buy	48.00
11/14/2023	Trading Buy	44.20
10/18/2023	Trading Buy	43.90
08/08/2023	Trading Buy	48.20

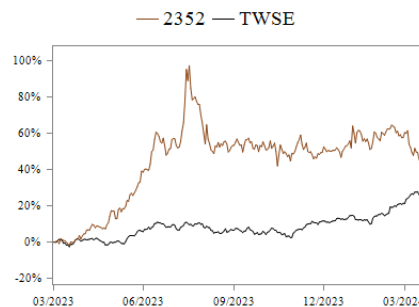
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	19,668
市值(億元)	837
目前每股淨值(元)	18.84
外資持股比(%)	16.65
投信持股比(%)	3.79
董監持股比(%)	17.13
融資餘額(張)	18,672
現金股息配發率(%)	79.47

產品組合



股價相對大盤走勢



佳世達(2352 TT)

Trading Buy

網通客戶需求低於先前於預估，評等調整為 Trading Buy。

投資建議：雖然 2024 年醫療相關營收因疫情過後空床率持續降低、病床數增加、上海血液透析新產能性效應而成長性可期，且佳世達已決議將相關事業赴港交所掛牌，為後續重要股價題材，不過，考量網通產品營收表現受客戶調整庫存影響程度高於群益先前預估，群益將佳世達的投資建議調整為 Trading Buy。

1H24 營收受網通客戶調整庫存影響程度高於先前預估：4Q23 營收 506.67 億元，QoQ+0.59%，但毛利率降低至 16.20%，原因在於網通、高附加價值 IT 產品的毛利率降低，加上 3Q23 業外利益因認列 4.38 億元股利收入、6.97 億元匯兌利益、2.33 億元處分投資利益、2.88 億元投資利益而基期較高，4Q23 稅後淨利 4.26 億元，QoQ-64.58%。

01~02/2024 營收 302.58 億元，YoY-4.03%，群益認為，網通產品出貨表現受客戶調整庫存影響為關鍵，且觀察目前接單狀況，2Q24 前網通產品業績仍缺乏成長動能，預估 1H24 佳世達的營收 YoY-3.62%。

醫療相關事業赴港交所掛牌：佳世達 03/2023 股東臨時會已通過子公司明基醫院集團股份有限公司至港交所掛牌，該子公司旗下擁有南京、蘇州明基醫院等 2 家教學中心等級的大型綜合醫院，並投資廣西貴港東暉醫院。

群益認為，2024 年佳世達最重要的營收成長動能為醫療相關業務，原因主要有三，(1)增加病床數，目前南京、蘇州明基醫院現正進行二期擴建，預計於預估 2024 年年中將病床數由 2,500 床增加至 5,000 床，一般而言，新增病床由設置至滿床通常耗時 2.5~3 年，為推升佳世達 2024 年至 2026 年營收成長的重要動能，(2)南京明基醫院已取得中國三級甲等資格(當地醫院最高等級，類似於台灣的教學醫院)，後續除可獲得政府補助外，亦可從事臨床實驗，有助於提升醫院形象，並預估蘇州明基醫院後續亦將取得此一資格，(3)上海血液透析耗材的新產能效應預估自 2Q~3Q24 開始加速發揮。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	203,595	213,854	227,786	56,117	50,446	52,112	50,370	50,667	47,822	51,018	57,964	57,049
營業毛利淨額	33,076	34,622	37,485	8,766	7,995	8,497	8,377	8,207	7,613	8,240	9,571	9,197
營業利益	5,011	6,204	8,777	1,477	1,350	1,443	1,350	868	970	1,178	2,301	1,754
稅後純益	2,976	3,659	5,461	372	324	1,024	1,202	426	325	765	1,668	900
稅後 EPS(元)	1.51	1.86	2.78	0.19	0.16	0.52	0.61	0.22	0.17	0.39	0.85	0.46
毛利率(%)	16.25%	16.19%	16.46%	15.62%	15.85%	16.31%	16.63%	16.20%	15.92%	16.15%	16.51%	16.12%
營業利益率(%)	2.46%	2.90%	3.85%	2.63%	2.68%	2.77%	2.68%	1.71%	2.03%	2.31%	3.97%	3.07%
稅後純益率(%)	1.46%	1.71%	2.40%	0.66%	0.64%	1.96%	2.39%	0.84%	0.68%	1.50%	2.88%	1.58%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-15.11%	5.04%	6.52%	-6.57%	-10.11%	3.30%	-3.34%	0.59%	-5.61%	6.68%	13.62%	-1.58%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-63.94%	22.95%	49.25%	-94.16%	-12.80%	216.01%	17.39%	-64.58%	-23.57%	135.23%	117.90%	-46.02%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 196.68 億元計算。

2024 年 3 月 18 日

企業 ESG 資訊揭露：

就企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫而言，佳世達將產品生命週期思維結合於設計流程，且於早期設計階段即納入綠色設計目標，並於各設計階段檢核，確認產品除符合客戶、銷售國法規外，並提升產品的能源效率減少資源的耗用，持續推動「綠色設計 555(節能 5%、減量 5%、減碳 5%)」目標，以降低環境負荷同時提升產品的效能，並提供客戶更優質的產品與建立產品的永續價值。

再就產品碳足跡減量、能效標章而言，首先，佳世達建立碳管理平台，產品於量產後即可產出「搖籃到門口」(Cradle-to-Gate 或稱 Business-to-Business, B2B)之自我宣告產品碳足跡報告(Carbon Footprint of Product Report, 或稱 CFP Report)，且 2012 年起 100%主要機種皆具有碳足跡報告。其次，佳世達要求產品於研發初期即具備綠色設計的思維，評估設計的產品/零件於生命週期各階段中可能對環境的衝擊與風險，並於設計源頭做好管理，著重設計研發階段以減量、有害物質管理、節能、回收為四大綠色設計方向，同時將這一代機種的數據與上一代機種做相比，以確認是否達成節能績效。

網通客戶調整庫存影響程度高於先前預估，預估 1H24 營收 YoY-3.62%：

佳世達以生產螢幕、投影機等 IT 產品起家，除承接代工訂單外，亦以 BenQ 自有品牌銷售，然而，為因應產品毛利率走低的產業困境，佳世達不但加強耕耘高階市場(IT_HVA，高附加價值 IT 產品)，更跨足網路通訊(NCG)、智慧方案(BSG)、醫療等高附加價值領域，目前合計營收比重達 40~55%。其中，網通產品的營收多數來自明泰(3380 TT)及其轉投資的仲琦(2419 TT)、互動(6486 TT)，現階段重要經營方向之一為整合明泰無線寬頻產品、仲琦有線寬頻產品的客源，並提高仲琦 Hitron 自有品牌的產品齊全度及銷售規模。

智慧方案產品則涵蓋企業 IT(資訊技術)智慧化(包括高速網路運算、資安/網安、雲地整合、數位轉型等)、企業 OT(營運技術)智慧化(包括綠能、自動化、工業電腦等)、OMO(虛實整合)服務等 3 大垂直市場，並主要由邁達特(6112 TT)、友通(2397 TT)、拍檔(3097 TT)分別負責，目前 BSG 的重要營運目標為整合集團內部的研發、行銷資源，以拉高智慧方案產品的毛利率。

醫療領域的營收來源主要包括醫療服務(南京、蘇州明基醫院)、設備耗材(手術照明、牙科耗材、血液透析耗材等)，後續營運重心除評估新增醫院外，擴大血液透析耗材等發展空間較大的設備耗材產品線更為後續重要成長動能，尤其，設備耗材的毛利率高於醫療服務，對提升佳世達獲利的助益將更勝營收。

由於網通、高附加價值 IT 產品的毛利率降低，4Q23 毛利率降低至 16.20%(3Q23 為 16.63%)，營業利益隨之減少至 8.68 億元，QoQ-35.76%，加上 3Q23 業外利益因認列 4.38 億元股利收入、6.97 億元匯兌利益、2.33 億元處分投資利益、2.88 億元投資利益而基期較高，4Q23 稅後淨利 4.26 億元，QoQ-64.58%。

01~02/2024 營收 302.58 億元，YoY-4.03%，群益認為，網通產品出貨表現受客戶調整庫存影響為關鍵，且觀察目前接單狀況，2Q24 前網通產品業績

2024 年 3 月 18 日

仍缺乏成長動能，預估 1H24 佳世達的營收 YoY-3.62%。

醫療相關業務 2024 年營收成長性居各重要事業部之冠：

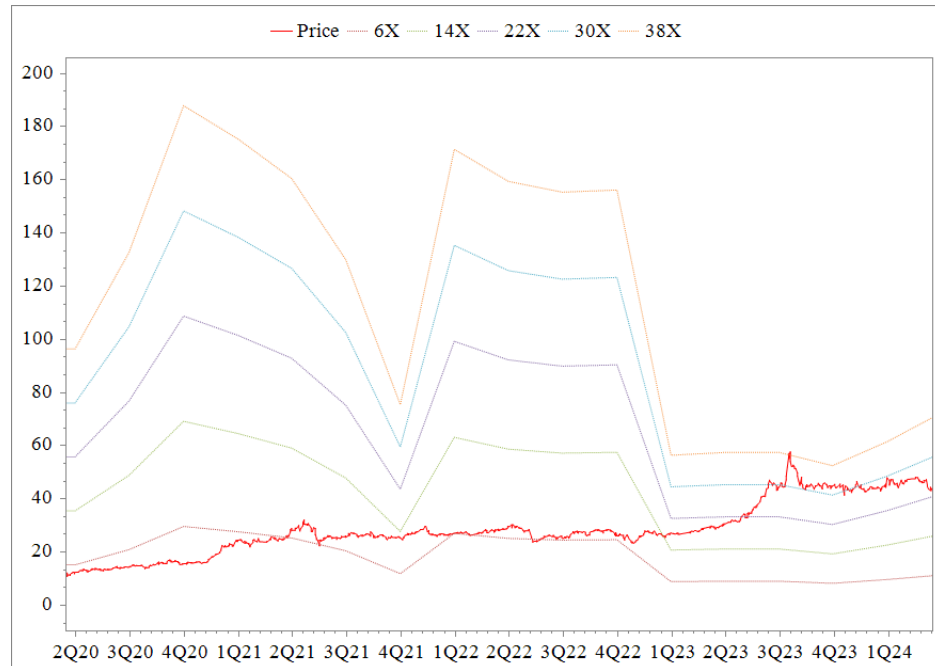
佳世達 03/2023 股東臨時會已通過子公司明基醫院集團股份有限公司至港交所掛牌，該子公司旗下擁有南京、蘇州明基醫院等 2 家教學中心等級的大型綜合醫院，並投資廣西貴港東暉醫院。群益認為，2024 年佳世達最重要的營收成長動能為醫療相關業務，原因主要有三，(1)增加病床數，目前南京、蘇州明基醫院現正進行二期擴建，預計於預估 2024 年年中將病床數由 2,500 床增加至 5,000 床，一般而言，新增病床由設置至滿床通常耗時 2.5~3 年，為推升佳世達 2024 年至 2026 年營收成長的重要動能，(2)南京明基醫院已取得中國三級甲等資格(當地醫院最高等級，類似於台灣的教學醫院)，後續除可獲得政府補助外，亦可從事臨床實驗，有助於提升醫院形象，並預估蘇州明基醫院後續亦將取得此一資格，(3)上海血液透析耗材的新產能效應預估自 2Q~3Q24 開始加速發揮。

雖然醫療相關業務營收展望佳，但考量網通產品近期營收表現受客戶調整庫存影響程度高於群益先前預估，故投資建議調整為 Trading Buy：

雖然 2024 年醫療相關營收因疫情過後空床率持續降低、病床數增加、上海血液透析新產能性效應而成長性可期，且佳世達已決議將相關事業赴港交所掛牌，為後續重要股價題材，不過，考量網通產品營收表現受客戶調整庫存影響程度高於群益先前預估，群益將佳世達的投資建議調整為 Trading Buy。

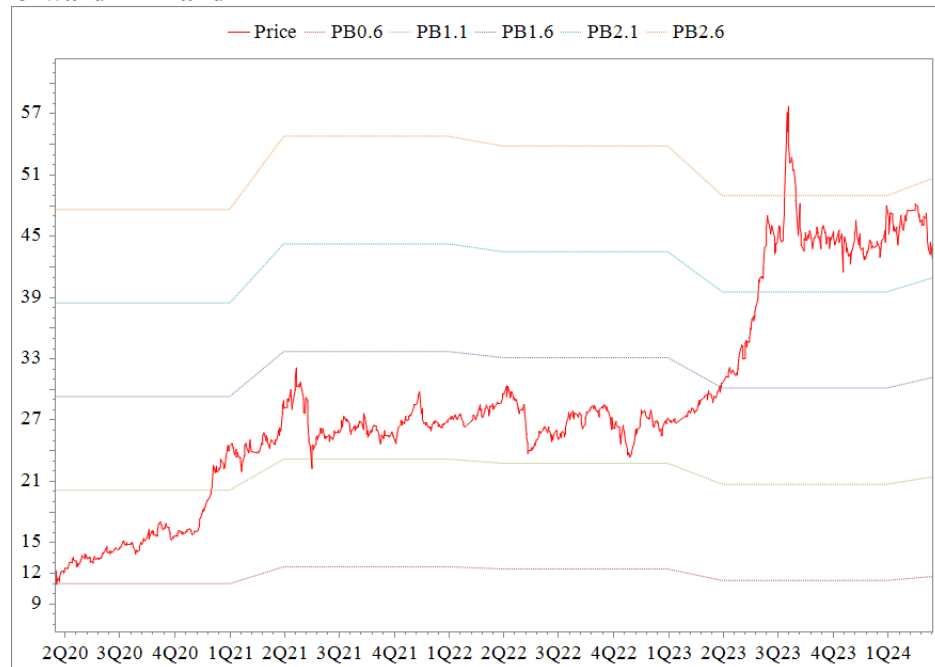
2024 年 3 月 18 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 3 月 18 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	187,239	193,416	188,424	194,204	202,396
流動資產	110,589	121,386	108,010	111,327	113,094
現金及約當現金	18,450	31,203	25,473	27,505	27,316
應收帳款與票據	33,007	40,150	38,042	39,297	40,585
存貨	50,148	43,870	37,931	38,672	39,534
採權益法之投資	4,067	5,479	8,314	8,721	9,952
不動產、廠房設備	33,037	36,507	40,389	40,889	41,389
負債總計	121,076	125,478	124,330	127,467	130,624
流動負債	88,333	84,644	85,269	87,886	89,281
應付帳款及票據	40,785	29,038	30,468	31,404	32,204
非流動負債	32,742	40,835	39,062	38,645	39,607
權益總計	66,163	67,937	64,094	66,737	71,772
普通股股本	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668
保留盈餘	20,778	24,185	18,793	21,436	26,471
母公司業主權益	41,456	40,726	37,057	38,355	42,046
負債及權益總計	187,239	193,416	188,424	194,204	202,396

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	225,961	239,837	203,595	213,854	227,786
營業成本	193,404	205,276	170,519	179,232	190,301
營業毛利淨額	32,557	34,561	33,076	34,622	37,485
營業費用	25,196	28,709	28,065	28,418	28,708
營業利益	7,361	5,852	5,011	6,204	8,777
EBITDA	18,208	22,721	12,926	11,700	14,908
業外收入及支出	5,631	10,357	-503	523	523
稅前純益	12,992	16,623	6,320	6,726	9,300
所得稅	2,509	5,544	1,804	1,723	2,494
稅後純益	8,308	8,252	2,976	3,659	5,461
稅後 EPS(元)	4.22	4.20	1.51	1.86	2.78
完全稀釋 EPS**	4.22	4.20	1.51	1.86	2.78

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 196.68【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 196.68 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	17.87%	6.14%	-15.11%	5.04%	6.52%
營業毛利淨額	21.36%	6.16%	-4.30%	4.67%	8.27%
營業利益	11.31%	-20.49%	-14.37%	23.80%	41.48%
稅後純益	66.53%	-0.67%	-63.94%	22.95%	49.25%
獲利能力分析(%)					
毛利率	14.41%	14.41%	16.25%	16.19%	16.46%
EBITDA(%)	8.06%	9.47%	6.35%	5.47%	6.54%
營益率	3.26%	2.44%	2.46%	2.90%	3.85%
稅後純益率	3.68%	3.44%	1.46%	1.71%	2.40%
總資產報酬率	4.44%	4.27%	1.58%	1.88%	2.70%
股東權益報酬率	12.56%	12.15%	4.64%	5.48%	7.61%

償債能力檢視

負債比率(%)	64.66%	64.87%	65.98%	65.64%	64.54%
負債/淨值比(%)	183.00%	184.70%	193.98%	191.00%	182.00%
流動比率(%)	125.19%	143.41%	126.67%	126.67%	126.67%

其他比率分析

存貨天數	80.48	83.59	87.55	78.00	75.00
應收帳款天數	56.14	55.67	70.09	66.00	64.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	2,115	-1,191	13,611	13,331	15,080
稅前純益	12,992	16,623	6,320	6,726	9,300
折舊及攤銷	4,796	5,315	5,700	5,771	5,841
營運資金變動	-11,255	-12,612	9,477	-1,060	-1,350
其他營運現金	-4,419	-10,517	-7,886	1,893	1,289
投資活動現金	-5,739	8,355	-8,774	-7,056	-7,195
資本支出淨額	-5,715	-6,256	-4,884	-5,000	-5,000
長期投資變動	757	10,187	-2,197	-500	-500
其他投資現金	-780	4,425	-1,692	-1,556	-4,695
籌資活動現金	-661	3,336	-10,518	-4,743	-2,574
長借/公司債變動	4,409	8,639	-1,558	-416	962
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-2,950	-4,917	-3,934	-2,360	-1,770
其他籌資現金	-2,120	-386	-5,026	-1,966	-1,766
淨現金流量	-4,759	12,753	-5,730	1,532	5,311
期初現金	22,540	18,450	31,203	25,473	27,005
期末現金	17,781	31,203	25,473	27,005	32,316

資料來源：CMoney、群益

2024 年 3 月 18 日

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	60,060	56,117	50,446	52,112	50,370	50,667	47,822	51,018	57,964	57,049	52,329	55,868
營業成本	51,411	47,351	42,451	43,615	41,993	42,461	40,209	42,778	48,393	47,852	43,811	46,658
營業毛利淨額	8,649	8,766	7,995	8,497	8,377	8,207	7,613	8,240	9,571	9,197	8,518	9,211
營業費用	7,861	7,289	6,645	7,054	7,027	7,339	6,643	7,062	7,270	7,443	6,693	7,133
營業利益	788	1,477	1,350	1,443	1,350	868	970	1,178	2,301	1,754	1,825	2,078
業外收入及支出	10,620	-335	-121	660	774	-5	60	176	369	-82	60	176
稅前純益	11,408	1,141	1,229	2,104	2,125	862	1,031	1,354	2,670	1,672	1,885	2,253
所得稅	4,093	126	472	569	575	188	396	241	724	363	724	483
稅後純益	6,364	372	324	1,024	1,202	426	325	765	1,668	900	852	1,423
最新股本	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668
稅後EPS(元)	3.24	0.19	0.16	0.52	0.61	0.22	0.17	0.39	0.85	0.46	0.43	0.72

獲利能力(%)

毛利率(%)	14.40%	15.62%	15.85%	16.31%	16.63%	16.20%	15.92%	16.15%	16.51%	16.12%	16.28%	16.49%
營業利益率(%)	1.31%	2.63%	2.68%	2.77%	2.68%	1.71%	2.03%	2.31%	3.97%	3.07%	3.49%	3.72%
稅後純益率(%)	10.60%	0.66%	0.64%	1.96%	2.39%	0.84%	0.68%	1.50%	2.88%	1.58%	1.63%	2.55%

QoQ(%)

營業收入淨額	-4.35%	-6.57%	-10.11%	3.30%	-3.34%	0.59%	-5.61%	6.68%	13.62%	-1.58%	-8.27%	6.76%
營業利益	-65.18%	87.39%	-8.61%	6.93%	-6.44%	-35.76%	11.85%	21.40%	95.34%	-23.78%	4.05%	13.83%
稅前純益	354.72%	-89.99%	7.68%	71.15%	1.01%	-59.42%	19.54%	31.36%	97.18%	-37.39%	12.79%	19.52%
稅後純益	548.26%	-94.16%	-12.80%	216.01%	17.39%	-64.58%	-23.57%	135.23%	117.90%	-46.02%	-5.38%	67.08%

YoY(%)

營業收入淨額	5.00%	-9.30%	-17.12%	-17.01%	-16.13%	-9.71%	-5.20%	-2.10%	15.08%	12.60%	9.42%	9.51%
營業利益	-60.23%	-15.81%	1.98%	-36.24%	71.34%	-41.26%	-28.11%	-18.38%	70.40%	102.17%	88.07%	76.35%
稅前純益	347.81%	-43.43%	-21.47%	-16.15%	-81.37%	-24.46%	-16.13%	-35.63%	25.66%	93.86%	82.91%	66.43%
稅後純益	356.11%	-62.66%	-39.37%	4.30%	-81.11%	14.55%	0.41%	-25.26%	38.74%	111.49%	161.80%	85.95%

註1：稅後EPS以股本196.68億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。