

2024 年 4 月 19 日

研究員：莊禮誠 dan.chuang@cim.capital.com.tw

前日收盤價 593.00 元
目標價
3 個月 666.00 元
12 個月 666.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

03/23/2023 Trading Buy 520.00

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 4,235
市值(億元) 2,511
目前每股淨值(元) 317.90
外資持股比(%) 51.25
投信持股比(%) 1.40
董監持股比(%) 7.75
融資餘額(張) 4,758
現金股息配發率(%) 47.85

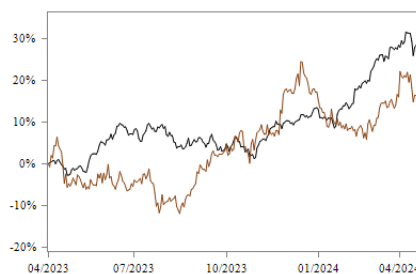
產品組合



■ 磁性元件:29.00%
■ 鉅質電容:22.00%
■ 積層陶瓷電容:20.00%
■ 其他:29.00%

股價相對大盤走勢

— 2327 — TWSE



國巨(2327 TT)

Trading Buy

營運已脫離景氣循環。

投資建議為 Trading Buy：國巨藉由併購，增加產品組合與銷售地區的多樣性，也大幅降低消費性電子需求不振所帶來的負面影響，雖然短期費用較高，但預期能逐步改善；雖然 AI 應用占比並不高，但國巨確定受惠，綜合以上原因，投資建議為 Trading Buy，目標價 666 元，以 2024 年 EPS 42.84 元，給予 15.55 倍本益比。

國巨預估 2Q24 營收、毛利率、營益率有望季增低個位數：1Q24 標準品的稼動率約 50%，利基品約 70%，國巨預估 2Q24 稼動率會有微幅增加。國巨預計 2Q24 營收、毛利率、營益率皆季增低個位數。國巨 2Q24 營運展望正向有以下幾點，第一是看到電腦、手機需求緩步回升；第二是庫存如國巨先期預期的健康；第三是 AI，國巨認為在產品設計能力、與供貨能力，國巨能與 AI 趨勢一起成長。

費用可望逐季降低，預期 2H24 需求轉佳：國巨表示，因 2023 年因併購法國施耐德高階工業感測器事業部，初期費用較高，預計之後逐季改善。國巨認為庫存調整將會在 2Q24 結束，屆時整體稼動率會改善。稼動率主要是看需求，國巨認為需求在 3Q24、4Q24 有望轉佳，如果需求轉好，可以增加稼動率。群益預估 2024 全年營收 1177.56 億元，YoY+9.43%，稅後純益 181.43 億元，YoY+3.86%，稅後 EPS 42.84 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	107,609	117,756	124,286	26,096	26,757	27,396	27,361	28,505	29,400	31,352	28,500	30,112
營業毛利淨額	36,026	41,743	45,866	8,612	8,877	9,106	9,431	9,634	10,500	11,693	9,916	10,883
營業利益	20,472	22,761	25,224	4,920	5,085	5,391	5,075	4,964	5,900	6,400	5,497	5,963
稅後純益	17,469	18,143	17,953	4,132	3,730	4,851	4,757	4,609	4,621	4,474	4,438	4,470
稅後 EPS(元)	41.25	42.84	42.39	9.76	8.81	11.45	11.23	10.88	10.91	10.57	10.48	10.56
毛利率(%)	33.48%	35.45%	36.90%	33.00%	33.18%	33.24%	34.47%	33.80%	35.71%	37.30%	34.79%	36.14%
營業利益率(%)	19.02%	19.33%	20.30%	18.86%	19.01%	19.68%	18.55%	17.41%	20.07%	20.41%	19.29%	19.80%
稅後純益率(%)	16.23%	15.41%	14.44%	15.83%	13.94%	17.71%	17.39%	16.17%	15.72%	14.27%	15.57%	14.84%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-11.13%	9.43%	5.54%	-9.50%	2.53%	2.39%	-0.13%	4.18%	3.14%	6.64%	-9.10%	5.66%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-23.15%	3.86%	-1.05%	-0.77%	-9.72%	30.05%	-1.93%	-3.11%	0.27%	-3.18%	-0.80%	0.72%

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 42.35 億元計算。

ESG：

國巨公司已成立永續發展委員會，由執行長及二位獨立董事並與財務、經濟、環境、公司治理等相關的功能性組織推派管理代表共同推動。永續發展委員會小組成員涵蓋所有單位，包含人事、財會、稽核、法律、資訊、採購、物流、業務、行銷、公關、工廠、生管、環安及品管等的權責主管部門。永續發展委員會定期召開會議檢視組織在實踐永續發展時，對於利害關係人關注之重大議題的績效表現，並依重大性原則，進行各項議題之風險評估，將永續發展融入本公司之經營策略，以有目的、有系統、有組織的方式，長期深耕、達成永續發展之目標。國巨身為全球被動元件產業的領導者，朝以成為永續企業為願景，以環境友善、卓越運營、社會共融作為永續使命，發展企業永續策略。國巨關注各利害關係人對於永續經營之訴求，並於此之上建立更進一步的企業永續策略，包含與客戶及供應鏈共同致力於減碳目標等氣候倡議行動、拓展創新產品組合、維持良好公司治理架構並保持組織高效能運作、培育優秀人才及推廣文化與運動，以實踐國巨企業永續策略並達成企業社會責任之承諾。國巨持續關注員工、客戶、股東、供應商、政府及社會等利害關係人之訴求，以期創造永續經營環境，並為利害關係人創造更高的企業價值。

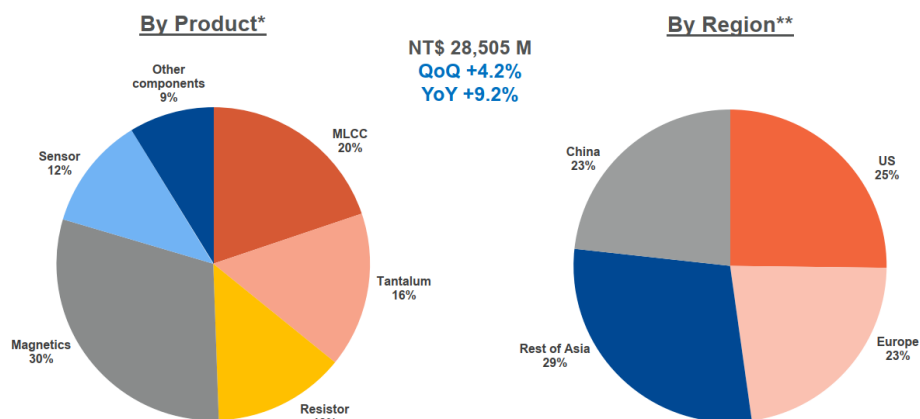
公司簡介：

國巨公司成立於 1977 年，1993 年上市，國巨為全球領先的被動元件完整服務供應商，其生產及銷售據點涵蓋亞洲、歐洲及美洲。國巨公司為提供客戶「一次購足服務」，供應完整的電阻、電容、磁性功率及無線元件等被動元件，以滿足客戶各種不同領域應用的需求。

國巨多元化的產品都瞄準在關鍵的垂直市場，包括汽車應用、工業規格、5G/IoT、醫療、航太、智慧型手機、個人電腦、電源管理、綠電能等。主要客戶群包括全球領先的品牌客戶 EMS/ODM/OEM 和經銷商等。

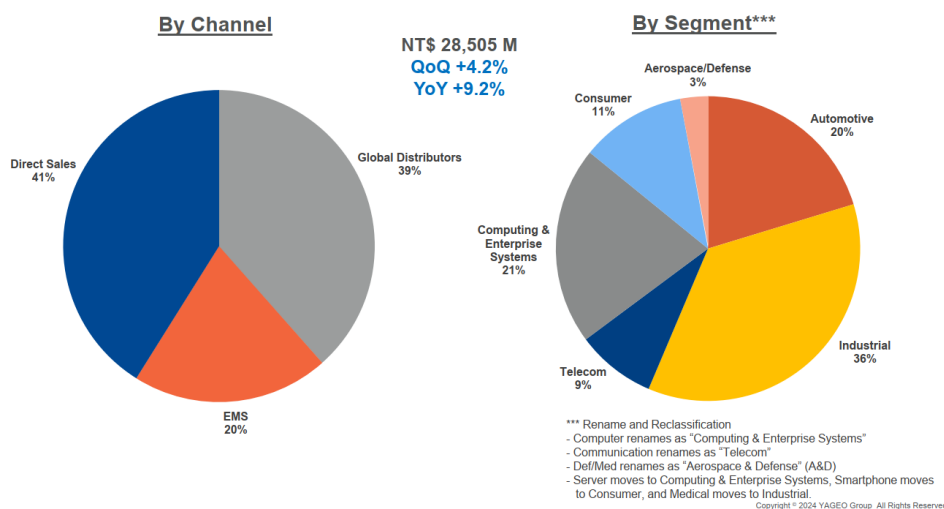
國巨於 2018 年度併購保護元件廠-君耀公司及美國功率/無線元件廠-普思(Pulse)，於 06/2020 併購美國基美(KEMET)，於 2022 年開始認列電感廠奇力新(2456 TT)(已下市)營收，於 11/2023 營收正式合併施耐德工業感測器事業部。

產品組合與銷售地區：



資料來源：公司，群益投顧彙整。

銷售 Channel 與產品應用：



國巨 1Q24 的產品應用中的 Computing & Enterprise Systems 的占比約 21%，裡面包含了伺服器、NB、PC，國巨產品品項眾多，沒有把這裡的產品組合拆得更細。

資料來源：公司，群益投顧彙整。

國巨 1Q24 營收優於預期：

1Q24 營收 285.05 億元，QoQ+4.18%，略優於先前法說預期的低個位數季增；1Q24 毛利率季減，主要是中國過年，稼動率會比其他月份低；業外包含已實現/未實現的外幣兌換利益的 2.76 億元與利息收入的 5.18 億元；稅後純益 46.09 億元，QoQ-3.11%。

國巨預估 2Q24 營收、毛利率、營益率有望季增低個位數：

1Q24 標準品的稼動率約 50%，利基品約 70%，國巨預估 2Q24 稼動率會有微幅增加。國巨預計 2Q24 營收、毛利率、營益率皆季增低個位數。國巨 2Q24 營運展望正向有以下幾點，第一是看到電腦、手機需求緩步回升；第二是庫存如國巨先期預期的健康；第三是 AI，國巨認為在產品設計能力、與供貨能力，國巨能與 AI 趨勢一起成長。

未來盈餘配發率仍須看營運需求：

近期國巨董事會通過發放 20 元現金股利、2 元股票股利，股利水準創下近五年新高紀錄。國巨資本額將從目前 42.31 億元提升至 50.77 億元，國巨強調，股本在盈餘轉增資而提升之下，仍可望維持年度獲利水準，未來盈餘配發率要看公司營運。

2024 年 CAPEX 可能年減：

國巨 2022 年 CAPEX 約 124 億元、2023 年約 150 億元，用於高雄大發三廠、基美的墨西哥廠、北馬其頓、東南亞…等地的擴廠。2024 年 CAPEX 可能呈現年減。

費用可望逐季降低，預期 2H24 需求轉佳：

國巨表示，因 2023 年因併購法國施耐德高階工業感測器事業部，初期費用

2024 年 4 月 19 日

較高，預計之後逐季改善。國巨認為庫存調整將會在 2Q24 結束，屆時整體稼動率會改善。稼動率主要是看需求，國巨認為需求在 3Q24、4Q24 有望轉佳，如果需求轉好，可以增加稼動率。

群益預估 2024 全年營收 1177.56 億元，YoY+9.43%，稅後純益 181.43 億元，YoY+3.86%，稅後 EPS 42.84 元。

2024 年手機需求看成長：

國巨認為在 2023 年整體手機市場是下降的，但預期 2024 年有個低個位數的成長，無論如何，都會比 2023 年好，現在新的智慧型手機的 MLCC 的用量是增加 10% 以上。

其他補充：

存貨週轉天數 1Q24 為 129 天，4Q23 為 131 天。

1Q24 標準品營收占比約 25%，利基品約 75%，比例並沒有改變太多。

AI PC 或是 AI 伺服器的推出，國巨都會處於有利的地位。

投資建議為 Trading Buy：

國巨藉由併購，增加產品組合與銷售地區的多樣性，也大幅降低消費性電子需求不振所帶來的負面影響，雖然短期費用較高，但預期能逐步改善；雖然 AI 應用占比並不高，但國巨確定受惠，綜合以上原因，投資建議為 Trading Buy，目標價 666 元，以 2024 年 EPS 42.84 元，給予 15.55 倍本益比。

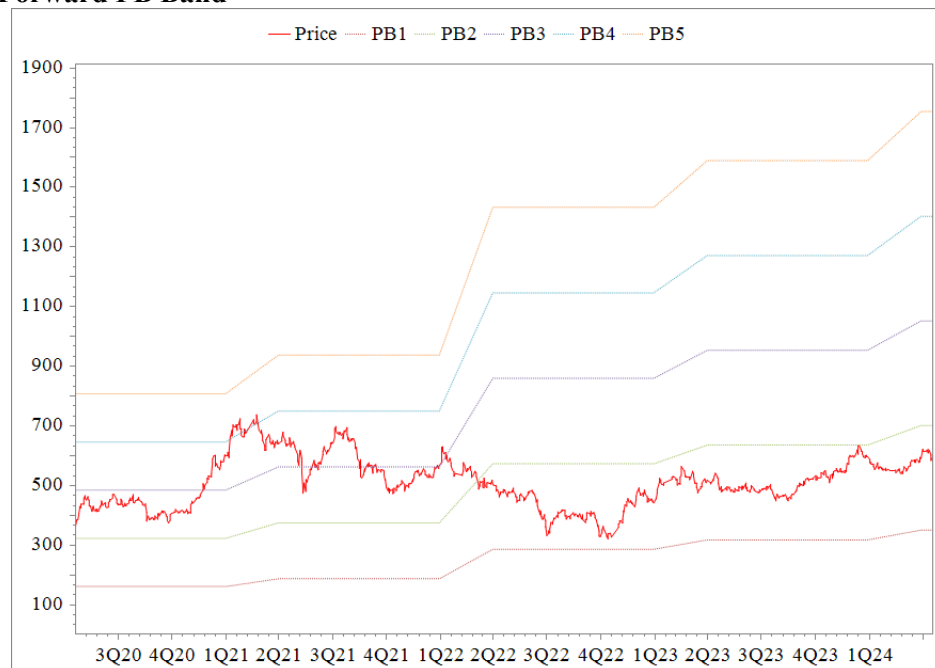
2024 年 4 月 19 日

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 4 月 19 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	242,903	277,186	331,353	391,606	419,286
流動資產	104,829	111,705	131,351	104,162	144,410
現金及約當現金	39,126	39,421	52,951	39,586	56,742
應收帳款與票據	22,300	22,263	20,460	37,611	22,999
存貨	25,198	26,945	27,093	2,063	28,016
採權益法之投資	1,517	3,396	5,386	8,939	8,428
不動產、廠房設備	50,695	59,871	67,488	67,488	67,488
負債總計	143,477	155,636	194,735	240,988	254,860
流動負債	86,170	94,916	115,739	92,179	131,282
應付帳款及票據	18,632	14,354	15,354	30,462	14,656
非流動負債	57,307	60,720	78,996	133,701	124,277
權益總計	99,426	121,549	136,619	150,618	164,426
普通股股本	4,959	4,213	4,231	4,231	4,231
保留盈餘	63,762	77,284	90,624	104,623	118,431
母公司業主權益	79,417	121,344	134,632	148,543	162,264
負債及權益總計	242,903	277,186	331,353	391,606	419,286

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	122,179	121,087	107,609	117,756	124,286
營業成本	75,561	75,068	71,584	76,013	78,420
營業毛利淨額	46,618	46,019	36,026	41,743	45,866
營業費用	17,635	17,031	15,554	18,982	20,642
營業利益	28,983	28,988	20,472	22,761	25,224
EBITDA	36,365	38,501	31,485	39,000	39,654
業外收入及支出	-279	579	160	2,783	2,150
稅前純益	28,704	31,128	24,399	25,544	27,374
所得稅	6,966	8,358	6,838	7,314	9,334
稅後純益	22,903	22,730	17,469	18,143	17,953
稅後 EPS(元)	54.08	53.67	41.25	42.84	42.39
完全稀釋 EPS**	45.11	44.77	34.41	35.74	35.36

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 42.35 【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 50.77 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	80.55%	-0.89%	-11.13%	9.43%	5.54%
營業毛利淨額	83.57%	-1.29%	-21.71%	15.87%	9.88%
營業利益	78.69%	0.02%	-29.38%	11.18%	10.82%
稅後純益	90.67%	-0.75%	-23.15%	3.86%	-1.05%

獲利能力分析(%)

毛利率	38.16%	38.00%	33.48%	35.45%	36.90%
EBITDA(%)	29.76%	31.80%	29.26%	33.12%	31.91%
營益率	23.72%	23.94%	19.02%	19.33%	20.30%
稅後純益率	18.75%	18.77%	16.23%	15.41%	14.44%
總資產報酬率	9.43%	8.20%	5.27%	4.63%	4.28%
股東權益報酬率	23.03%	18.70%	12.79%	12.05%	10.92%

償債能力檢視

負債比率(%)	59.07%	56.15%	58.77%	61.54%	60.78%
負債/淨值比(%)	144.31%	128.04%	142.54%	160.00%	155.00%
流動比率(%)	121.65%	117.69%	113.49%	113.00%	110.00%

其他比率分析

存貨天數	95.94	126.77	137.77	70.00	70.00
應收帳款天數	54.24	67.17	72.46	90.00	89.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	27,567	33,010	31,067	52,926	80,503
稅前純益	28,704	31,128	24,399	25,544	27,374
折舊及攤銷	7,574	7,675	8,684	37,119	37,119
營運資金變動	-13,390	-5,987	2,654	22,988	-27,148
其他營運現金	4,679	195	-4,669	-32,725	43,159
投資活動現金	-11,669	-29,514	-53,116	-97,388	9,906
資本支出淨額	-10,202	-12,631	-16,021	-12,500	-1,200
長期投資變動	-1,035	-16,362	-37,121	-1,000	-950
其他投資現金	-432	-520	26	-83,888	12,056
籌資活動現金	-3,239	-7,251	36,280	31,096	-73,254
長借/公司債變動	380	9,972	20,455	54,705	-9,424
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-4,959	-5,400	-4,179	-4,231	-4,231
其他籌資現金	1,340	-11,822	20,004	-19,377	-59,599
淨現金流量	12,237	294	13,531	-13,365	17,155
期初現金	26,890	39,126	39,421	52,951	39,586
期末現金	39,126	39,421	52,951	39,586	56,742

資料來源：CMoney、群益

2024 年 4 月 19 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	28,835	26,096	26,757	27,396	27,361	28,505	29,400	31,352	28,500	30,112	30,988	32,379
營業成本	18,310	17,483	17,880	18,290	17,930	18,871	18,900	19,658	18,584	19,229	19,562	20,128
營業毛利淨額	10,525	8,612	8,877	9,106	9,431	9,634	10,500	11,693	9,916	10,883	11,427	12,250
營業費用	4,588	3,692	3,791	3,715	4,356	4,670	4,600	5,293	4,419	4,921	5,180	5,452
營業利益	5,937	4,920	5,085	5,391	5,075	4,964	5,900	6,400	5,497	5,963	6,247	6,798
業外收入及支出	506	514	1,359	893	1,160	1,133	500	550	600	500	500	550
稅前純益	6,443	5,435	6,445	6,284	6,235	6,097	6,400	6,950	6,097	6,463	6,747	7,348
所得稅	2,275	1,300	2,732	1,346	1,461	1,450	1,764	2,459	1,641	1,973	2,185	2,879
稅後純益	4,163	4,132	3,730	4,851	4,757	4,609	4,621	4,474	4,438	4,470	4,540	4,442
最新股本	4,235	4,235	4,235	4,235	4,235	4,235	4,235	4,235	4,235	4,235	4,235	4,235
稅後EPS(元)	9.83	9.76	8.81	11.45	11.23	10.88	10.91	10.57	10.48	10.56	10.72	10.49

獲利能力(%)

毛利率(%)	36.50%	33.00%	33.18%	33.24%	34.47%	33.80%	35.71%	37.30%	34.79%	36.14%	36.87%	37.84%
營業利益率(%)	20.59%	18.86%	19.01%	19.68%	18.55%	17.41%	20.07%	20.41%	19.29%	19.80%	20.16%	21.00%
稅後純益率(%)	14.44%	15.83%	13.94%	17.71%	17.39%	16.17%	15.72%	14.27%	15.57%	14.84%	14.65%	13.72%

QoQ(%)

營業收入淨額	-6.37%	-9.50%	2.53%	2.39%	-0.13%	4.18%	3.14%	6.64%	-9.10%	5.66%	2.91%	4.49%
營業利益	-22.67%	-17.12%	3.35%	6.02%	-5.86%	-2.19%	18.86%	8.47%	-14.11%	8.47%	4.76%	8.83%
稅前純益	-22.02%	-15.65%	18.58%	-2.48%	-0.78%	-2.22%	4.97%	8.59%	-12.27%	6.00%	4.39%	8.92%
稅後純益	-34.92%	-0.77%	-9.72%	30.05%	-1.93%	-3.11%	0.27%	-3.18%	-0.80%	0.72%	1.57%	-2.15%

YoY(%)

營業收入淨額	-0.27%	-13.40%	-14.58%	-11.04%	-5.11%	9.23%	9.88%	14.44%	4.16%	5.64%	5.40%	3.27%
營業利益	23.45%	-34.28%	-35.52%	-29.78%	-14.52%	0.88%	16.02%	18.71%	8.31%	20.12%	5.87%	6.22%
稅前純益	75.69%	-32.53%	-22.98%	-23.94%	-3.22%	12.19%	-0.69%	10.59%	-2.22%	6.00%	5.41%	5.73%
稅後純益	-12.10%	-33.81%	-37.08%	-24.18%	14.25%	11.56%	23.91%	-7.76%	-6.70%	-3.01%	-1.76%	-0.71%

註1：稅後EPS以股本42.35億元計算

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。