

## 佳世達 (2352 TT) Qisda Corp

IT 事業谷底確立 網通及智能方案尚未回溫

持有-落後同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$39.0

收盤價 (2024/05/08) : NT\$39.6

隱含漲幅: -1.5%

## 營收組成 (1Q24)

資通訊 ICT 54%、醫療 Medical 13%、智能方案 BSG 16%、網路通訊 NCG 11%、其他(偏光片)7%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-落後同業	持有-落後同業
目標價 (NT\$)	39.0	42.0
2024年營收 (NT\$/十億)	211.5	220.4
2024年EPS	2.3	2.5

## 交易資料表

市值	NT\$77,890百萬元
外資持股比率	10.9%
董監持股比率	12.1%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$12.88
負債比	67.6%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	239,837	203,595	211,474	253,355
營業利益	5,852	5,011	6,198	9,561
稅後純益	8,252	2,976	4,464	5,760
EPS (元)	4.20	1.51	2.27	2.93
EPS YoY (%)	-0.7	-63.9	50.0	29.0
本益比 (倍)	9.4	26.2	17.5	13.5
股價淨值比 (倍)	1.9	2.1	3.1	2.6
ROE (%)	16.5	8.0	17.6	19.2
現金殖利率 (%)	5.1%	3.0%	4.1%	4.3%
現金股利 (元)	2.00	1.20	1.61	1.70

陳玟芬 合格證券投資分析人員 &amp; CFP

Lisa.mf.chen@yuanta.com

柯妤璇

Varine.Ko@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 1Q24 本業營運約略符合預期，惟單季稅率偏高使獲利低於預期 40%，EPS 為 0.13 元。

◆ 傳統 IT 事業占營收近 50%已見谷底，2Q24 估計年增 2%；醫療事業營運穩健，包含醫材、血液透析等均多元區域布局拓展市場。

◆ 小幅下修 2Q24 及 2024 年獲利，主因網通及及智能解決方案事業占營收 11%及 16%，庫存修正且景氣尚未回溫。

## 1Q24 本業營運約略符合預期，一次性因素使獲利低於預期

1Q24 營收 469.1 億元，年減 7.0%但季減 7.4%；毛利符合預期但營業利益為 9.3 億元，年減 31%但季增 7%，高於本中心/市場預期 44%/7%，因一次性研發費用回沖 3 億元；單季 EPS 為 0.13 元，低於原預期 40%。其中差異因該季稅率偏高達 50%，屬一次性因素，後續將回到正常稅率水準，全年平均稅率與過去約略相同約 29%。

## 傳統 IT 事業已見小幅復甦，醫療事業多元區域布局

傳統 IT 事業占營收比重近 50%，1Q24 年增 1%但季減 8%，其中傳統顯示器於 1Q24 年增 15%且谷底確立，估計逐季轉佳；而投影機雖然 1Q 仍極低迷但 2Q 訂單好轉，故估計 IT 事業 2Q 年增 2%。醫療事業占營收 13%，1Q24 年增 3%但季減 10%，為相對穩定成長之事業部，包含明基醫院、醫材及血液透析等，醫材已於印度及中國設立製造據點，血液透析耗材亦於台灣及中國大陸布局產能且通過認證，於製造地再拓展市場成長可期。

## 網通及智能方案事業尚未回溫，小幅下修 2024 全年獲利

網通事業(即明泰)占營收 11%，1Q24 年減 34%且季減 24%，自 2H23 開始調整庫存且預期下半年仍疲弱，估計 2025 年回到正成長 5%。智能方案占營收 16%，1Q24 年減 8%且年減 6%，包含友通(工業電腦)、邁達特(軟體服務)及其他 IOT 相關公司，估計 2H24 僅緩步回溫而 2025 回到正成長率 5-8%。由於上述二事業尚未回溫，本中心下修 2Q24 營收 4.7%至 505 億元，年減 3.2%，EPS 下修 15%至 0.46 元，年減 12.4%。且 2024 年營收下修 4.0%至 2,115 億元，獲利下修 7.5%至 EPS 2.27 元。本中心採 2024 年預估 EPS 2.27 元，參考國內同業本益比給予其 17 倍目標本益比(與前次同)，目標價為 39 元，目前評價合理，評等為持有。

## 營運分析

### 1Q24 營業利益優於預期 44%，使獲利低於預期 40%主因單季稅率偏高

1Q24 營收 469.1 億元，年減 7.0%但季減 7.4%；毛利率/營益率為 16.0%/2.0%，高於原預期 0.2 ppt/0.6 ppt，毛利率季減 0.2ppt 且年增 0.2ppt；營業毛利為 75.1 億元，僅高於原估計 1.9%，惟營業利益為 9.3 億元，年減 31%但季增 7%，高於本中心 44%，主因該季研發費用僅 15 億元，與過去各季研發費用 17.8-18.3 億元有所不同，主因一次性的費用回沖而未來研發費用會回到過去歷史區間；單季 EPS 為 0.13 元，低於原預期 40%。其間差異因該季稅率偏高達 50%，由於公司生產基地及子公司分布國家別區域較廣，部份所得稅會有季度時間偏差，全年平均稅率僅約 29%，故後續季度回到正常水準且有部份所得稅回沖。

### IT 事業谷底確立且投影機已有較強回升，網通事業持續庫存調整

傳統 IT 事業占營收比重近 50%，1Q24 年增 1%但季減 8%，包含傳統顯示器及投影機；其中傳統顯示器於 1Q24 年增 15%且谷底確立，估計逐季轉佳；而投影機雖然 1Q 仍極低迷但 2Q 訂單好轉，故估計 IT 事業 2Q 年成長率 2%且季成長 2%。網通事業(即明泰)占營收 11%，1Q24 年減 34%且季減 24%，自 2H23 開始調整庫存但至目前尚未回溫，產能持續調整及佈局，包含印度及南亞市場，估計 2025 年回到正成長 5%。智能方案占營收 16%，1Q24 年減 8%且年減 6%，包含友通、邁達特及其他公司，由於企業 IT 智能相關及製造業自動化設備受到景氣負面影響，估計 2H24 緩步回溫而 2025 回到正成長率 5-8%。

圖 1：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	50,446	50,667	46,914	-7.4%	-7.0%	46,580	47,553	0.7%	-1.3%
營業毛利	7,995	8,207	7,511	-8.5%	-6.1%	7,372	7,586	1.9%	-1.0%
營業利益	1,350	868	927	6.9%	-31.3%	644	867	44.1%	7.0%
稅前利益	1,229	862	802	-7.0%	-34.7%	900	970	-10.9%	-17.3%
稅後淨利	324	426	257	-39.6%	-20.7%	427	348	-39.8%	-26.1%
調整後 EPS (元)	0.16	0.22	0.13	-39.6%	-20.7%	0.22	0.18	-39.8%	-26.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	15.8%	16.2%	16.0%	-0.2	0.2	15.8%	16.0%	0.2	0.1
營業利益率	2.7%	1.7%	2.0%	0.3	-0.7	1.4%	1.8%	0.6	0.2
稅後純益率	0.6%	0.8%	0.5%	-0.3	-0.1	0.9%	0.7%	-0.4	-0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2Q24 營運下修因網通事業及智能解決方案事業尚未回溫，然生產基地多元佈局

由於主要通網事業及智能解決方案較先前保守，本中心下修 2Q24 營收 4.7%至 505 億元，年減 3.2%但季增 7.6%；毛利率/營益率為 16.2%/2.0%；下修營業利益 30%至 10.1 億元，季增 9%然年減 30%；研發費用由 15 億元回到正常 18 億元左右數字，推銷費用由 35.6 億元提升至 38 億元主因隨營收增加而增加；該公司由於營益率百分比比較低，營運規模調整或費用金額季度的上下變動易使營業利益有較明顯波動變動。EPS 下修 15%至 0.46 元，年減 12.4%。公司目前主要生產基地位於台灣、越南、中國大陸，美國亦有小型加工廠及組裝廠以因應客戶需求，海外亦有資料備份方案，未來若客戶對生產地有所需求則再規劃佈局。

圖 2：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	52,112	46,914	50,460	7.6%	-3.2%	52,960	52,736	-4.7%	-4.3%
營業毛利	8,497	7,511	8,159	8.6%	-4.0%	8,600	8,625	-5.1%	-5.4%
營業利益	1,443	927	1,009	8.9%	-30.1%	1,450	1,563	-30.4%	-35.4%
稅前利益	2,104	802	1,343	67.5%	-36.1%	1,794	1,957	-25.1%	-31.3%
稅後淨利	1,024	257	897	249.1%	-12.4%	1,058	1016	-15.2%	-11.7%
調整後 EPS (元)	0.52	0.13	0.46	249.1%	-12.4%	0.54	0.52	-15.2%	-11.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	16.3%	16.0%	16.2%	0.2	-0.1	16.2%	16.4%	-0.1	-0.2
營業利益率	2.8%	2.0%	2.0%	0.0	-0.8	2.7%	3.0%	-0.7	-1.0
稅後純益率	2.0%	0.5%	1.8%	1.2	-0.2	2.0%	1.9%	-0.2	-0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

顯示器為最大營收來源，解決方案事業與醫療事業逐漸開始貢獻營收與獲利

佳世達過去 6 年營收大多來自顯示器，而其他核心事業亦包含投影機(Projectors)與資通產品(ICT)。高附加價值業務如醫療事業(Medical)與智能解決方案(BSG)事業亦於過去 3 年逐漸開始貢獻更多營收與獲利；其中智能方案與智慧製造相關，可望受惠於 AIoT 產業趨勢。

圖 3：佳世達事業群介紹

Business Groups					Qisda 2352		Revenue(NTD) till 1Q24	
IT Information Technology (54%)	MEDICAL (13%)	BSG Business Solutions (16%)	NCG Networking & Communication (11%)	OTHERS (7%)				
25.2 B	5.9 B	7.4 B	5.2 B	3.2 B				
<div>➢ Displays 17.4B (37%)<ul style="list-style-type: none"><li>Gaming</li><li>High-end</li><li>General</li></ul></div> <div>➢ Projectors 2.2B (5%)</div> <div>➢ IT_Other 2.2B (5%)</div> <div>➢ IT_HVA 3.3B (7%)<ul style="list-style-type: none"><li>Prof. Display Module</li><li>Integration Solutions</li><li>High-end Video Surveillance</li></ul></div>	<div>➢ Medical Services<ul style="list-style-type: none"><li>BenQ Medical Center in Nanjing and Suzhou</li><li>Medical Management Consulting</li></ul></div> <div>➢ Equipment &amp; Consumables<ul style="list-style-type: none"><li>Operating Table, Surgical Light</li><li>Ultrasound</li><li>Intraoral Scanner</li><li>Hearing Aids</li><li>Dentistry Consumables</li></ul></div> <div>➢ Dialyzer<ul style="list-style-type: none"><li>Dialysis Equipment &amp; Consumables</li><li>Ethanol Solution</li></ul></div>	<div>➢ IT Intelligence Partner<ul style="list-style-type: none"><li>High Performance Computing</li><li>Network Security</li><li>Cloud Integration</li><li>Digital Transformation</li></ul></div> <div>➢ OT Intelligence Partner<ul style="list-style-type: none"><li>Green Energy</li><li>Automation</li><li>Industrial Computer</li></ul></div> <div>➢ OMO Solution</div>	<div>➢ LAN/MAN<ul style="list-style-type: none"><li>Data Switch</li></ul></div> <div>➢ Wireless Broadband<ul style="list-style-type: none"><li>Small Cell</li><li>Wireless Router</li></ul></div> <div>➢ Digital Multimedia<ul style="list-style-type: none"><li>IP Camera</li></ul></div> <div>➢ Enterprise Mobile Solutions<ul style="list-style-type: none"><li>mmWave Radar</li></ul></div>	<div>➢ Material<ul style="list-style-type: none"><li>Functional Film</li><li>Advanced Battery Materials</li></ul></div> <div>➢ Other Products</div> <div>➢ INVESTMENT<ul style="list-style-type: none"><li>AUO (FVOCI)</li><li>Darfon, Norbel.. (Equity method)</li></ul></div>				

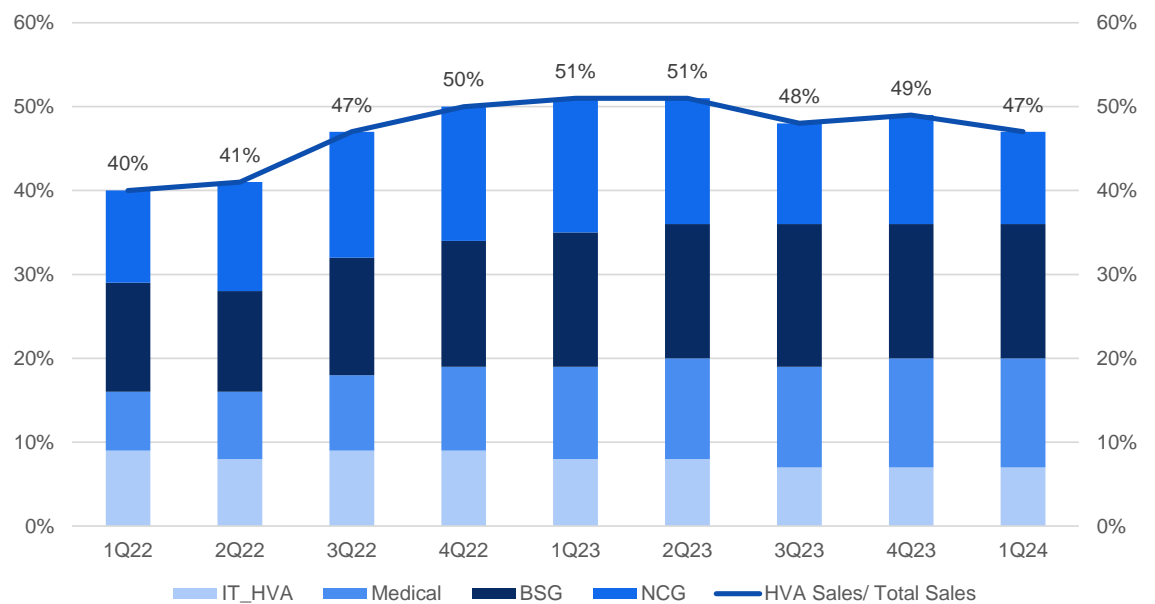
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：佳世達各事業群毛利率區間

Gross Margin for Business Units	1Q24 Gross margin	GM YoY	GM QoQ
Medical	20~25%	flat	flat
BSG	15~20%	flat	decrease
NCG	15~20%	flat	flat
IT_HVA	20~25%	flat	flat
IT_Non HVA	10~15%	flat	flat
Others	10~15%	decrease	decrease

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：高附加價值(HVA)事業佔整體營收高達半數



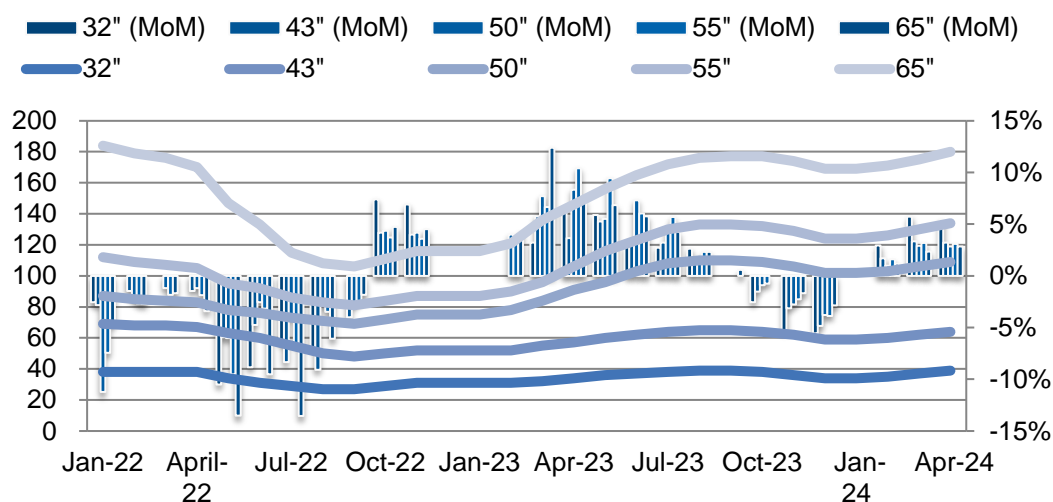
資料來源：公司資料、元大投顧

## 產業概況

### TV 面板報價 4 月漲幅 2-6%，然估計 5 月漲幅稍微收斂

Omdia 最新面板報價顯示 4 月漲幅為 2-6%，維持前月增幅且符合預期；其中 32 吋(小尺寸)漲幅最大，上漲 5.4%至 39 元，50 吋漲幅 2.8%為最小。由於電視品牌廠商希望在 2Q24-3Q24 運動賽事前獲取足量的面板以因應市場需求，故在 1Q-2Q24 積極拉貨，且電視品牌廠亦順勢推出若干大尺寸電視新產品以刺激消費需求，估計 5 月電視面板延續漲勢，然漲幅稍微收斂至 2-3%。

圖 6：TV 面板 4 月報價漲 2-6%，預期 5 月再漲 2-3%

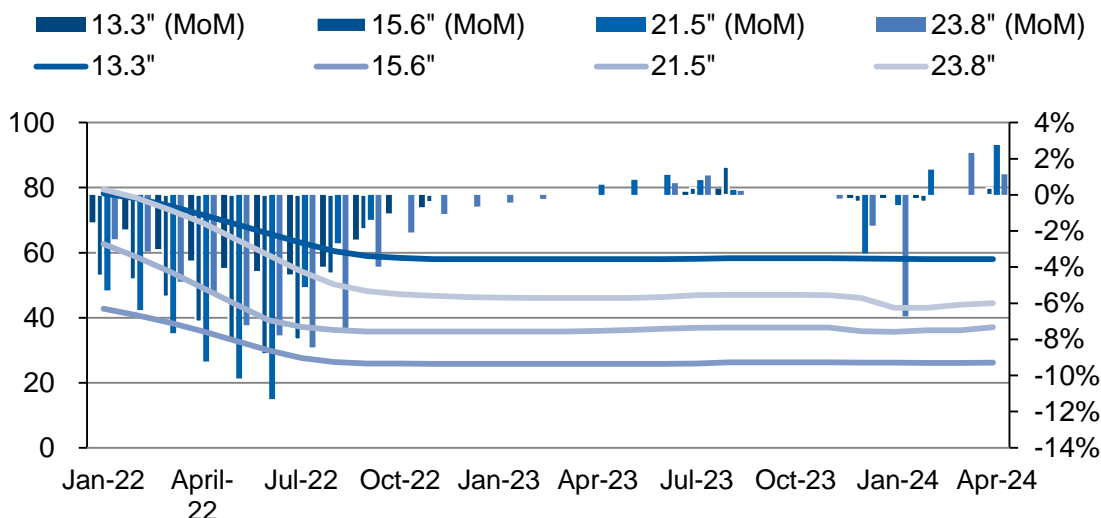


資料來源：Omdia、元大投顧

### IT 面板 – Monitor、NB 及平板電腦持續穩步回溫

繼 3 月份 IT 面板報價已落底，4 月顯示器 Monitor 價格呈 2-3%上漲，優於先前估計之持平，其中 Gaming monitor 漲幅較一般 monitor 更大。漲價反映部份面板廠將 Monitor 產能挪至電視製造亦使 Monitor 產能較緊俏，估計 Monitor 報價 5 月份再上漲 2-4%。筆記型電腦 NB 需求持續疲弱而報價持平，但面板廠亦無意願以降價方式增加出貨，研調機構預估 5 月 NB 面板報價有望微幅增長 1%。

圖 7：4 月 NB 報價持平然估 5 月小增，惟 Monitor 報價漲幅 2-3%，且估 5 月再漲 2-4%

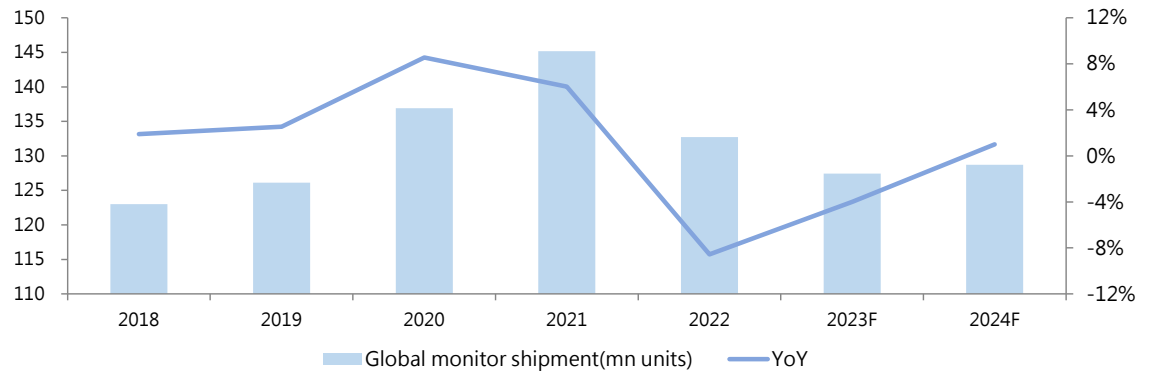


資料來源：Omdia、元大投顧

## 全球顯示器出貨量 2023 年再呈現衰退，2024 年緩步回溫

過去全球顯示器面板市場出貨量受到疫情影響產生較大波動，年出貨量落在 1.2-1.45 億台，在 2020-2021 年有較強需求，2022-2023 年則陷入衰退，然預期 2024 年將緩步回溫，呈現近 2% 的年增率。

圖 8：全球顯示器出貨於 2H22 大幅衰退，1H23 雖亦疲弱但 2H23 可望谷底回升



資料來源：Digitimes、元大投顧

## 獲利調整與股票評價

### 維持與前次相同本益給予目標價 39 元，評等持有

本中心將估計 2024 年營收下修 4.0%至 2,115 億元，年增 4%；下修營業利益 14%至 62 億元，年增 24%；獲利下修 7.5%至 EPS 2.27 元，年增 50%。主因網通事業及智能解決方案下修，其中網通事業估計 2024 年減 23%，而智能解決方案估計年減 5%。

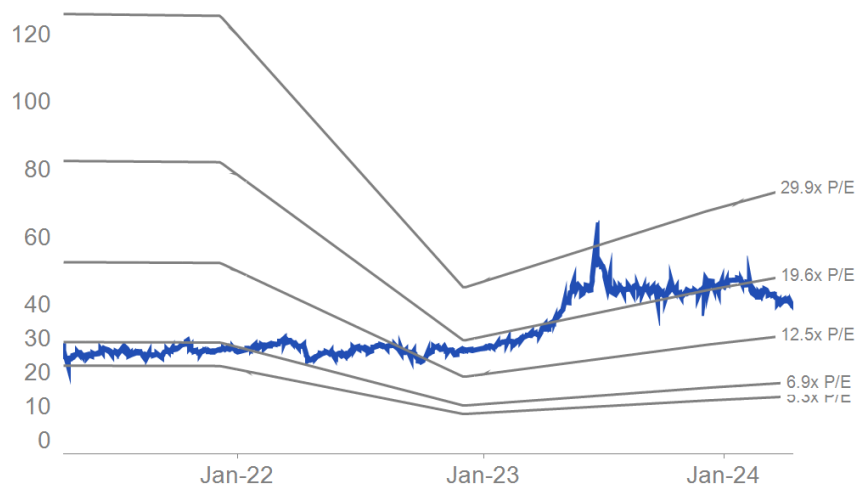
本中心採 2024 年預估 EPS 2.27 元，參考國內同業本益比給予其 17 倍目標本益比(與前次相同)，目標價為 39 元(過去三年 PE 為 6-30 倍，國內同業為 11-25 倍)。目前股價處於合理區間，評等持有。

圖 9：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	211,474	220,380	253,355	253,355	-4.0%	0.0%
營業毛利	34,581	36,096	41,151	41,637	-4.2%	-1.2%
營業利益	6,198	7,198	9,561	10,047	-13.9%	-4.8%
稅前利益	7,109	8,407	10,865	11,350	-15.4%	-4.3%
稅後淨利	4,464	4,826	5,760	5,777	-7.5%	-0.3%
調整後 EPS (元)	2.27	2.45	2.93	2.94	-7.5%	-0.3%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	16.4%	16.4%	16.2%	16.4%	0.0	-0.2
營業利益率	2.9%	3.3%	3.8%	4.0%	-0.3	-0.2
稅後純益率	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	-0.1	0.0

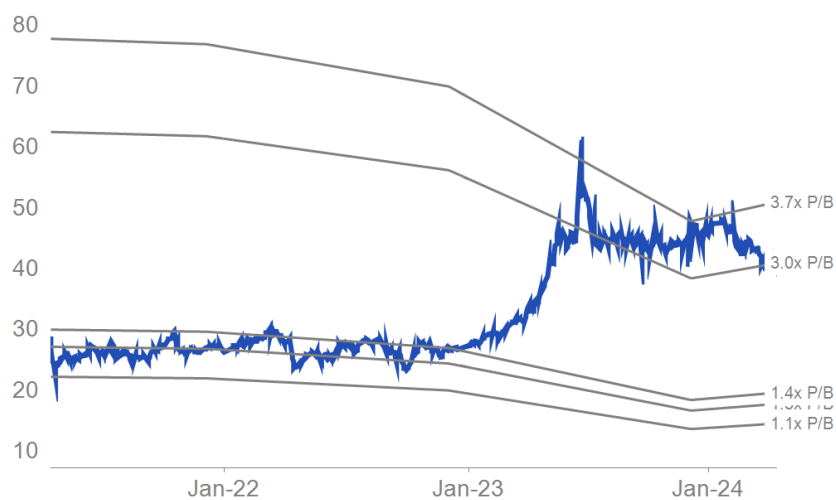
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 10：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney



圖 12：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
佳世達	2352 TT	持有-落後同業	39.6	2,434	1.51	2.27	2.93	26.2	17.5	13.5	(63.9)	50.0	29.0
國內同業													
鴻海	2317 TT	持有-超越同業	169.5	44,131	10.3	11.9	13.4	16.5	14.2	12.7	0.4	16.5	12.1
仁寶	2324 TT	買進	36.0	5,280	0	2.7	3.1	--	13.5	11.6	--	--	16.5
鴻準	2354 TT	未評等	61.3	2,295	4.3	5.4	--	14.1	11.3	--	43.9	24.7	--
英業達	2356 TT	未評等	54.4	6,402	1.6	2.2	2.8	34.1	24.5	19.6	(6.5)	39.1	24.9
廣達	2382 TT	買進	273.5	31,202	10.3	13.5	15.0	26.6	20.2	18.3	37.0	31.5	10.8
緯創	3231 TT	未評等	115.0	10,765	3.6	--	8.4	31.7	--	13.8	(9.4)	--	--
和碩	4938 TT	持有-落後同業	99.7	7,047	5.9	6.8	7.4	16.9	14.7	13.4	4.1	14.9	9.6
國內同業平均					5.1	7.1	8.3	23.3	16.4	14.9	11.6	25.3	14.8

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 13：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
佳世達	2352 TT	持有-落後同業	39.6	2,434	8.0	17.6	19.2	18.84	12.88	15.28	2.1	3.1	2.6
國內同業													
鴻海	2317 TT	持有-超越同業	169.5	44,131	9.2	10.1	10.6	111.1	118.4	126.2	1.5	1.4	1.3
仁寶	2324 TT	買進	36.0	5,280	702.0	903.0	1013.0	27.1	29.6	30.7	1.3	1.2	1.2
鴻準	2354 TT	未評等	61.3	2,295	5.8	7.0	--	110.1	114.9	--	0.6	0.5	--
英業達	2356 TT	未評等	54.4	6,402	9.7	12.8	14.7	16.7	--	17.4	3.3	--	3.1
廣達	2382 TT	買進	273.5	31,202	21.3	24.7	25.7	48.3	54.7	58.4	5.7	5.0	4.7
緯創	3231 TT	未評等	115.0	10,765	11.5	16.0	17.7	36.9	42.6	48.6	3.1	2.7	2.4
和碩	4938 TT	持有-落後同業	99.7	7,047	8.0	8.9	9.4	73.8	76.2	78.7	1.4	1.3	1.3
國內同業平均					109.6	140.4	181.9	60.6	72.7	60.0	2.4	2.0	2.3

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 14：季度及年度簡明損益表 (合併)

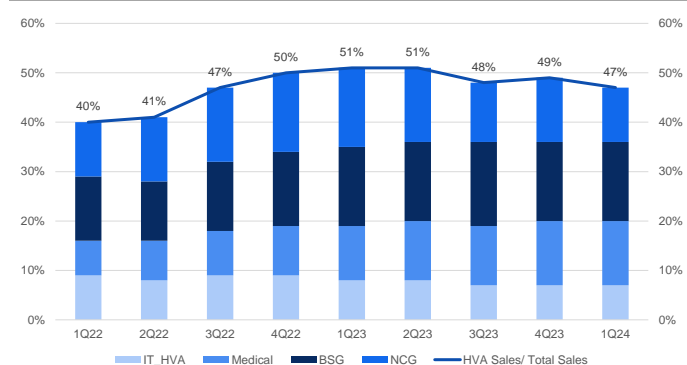
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	50,446	52,112	50,370	50,667	46,914	50,460	56,350	57,750	203,595	211,474
銷貨成本	(42,451)	(43,615)	(41,993)	(42,461)	(39,404)	(42,301)	(47,050)	(48,138)	(170,519)	(176,893)
營業毛利	7,995	8,497	8,377	8,207	7,511	8,159	9,300	9,612	33,076	34,581
營業費用	(6,645)	(7,054)	(7,027)	(7,339)	(6,583)	(7,150)	(7,300)	(7,350)	(28,065)	(28,383)
營業利益	1,350	1,443	1,350	868	927	1,009	2,000	2,262	5,011	6,198
業外利益	(121)	660	774	(5)	(125)	334	325	377	1,309	911
稅前純益	1,229	2,104	2,125	862	802	1,343	2,325	2,639	6,320	7,109
所得稅費用	(472)	(569)	(575)	(188)	(407)	(296)	(511)	(581)	(1,804)	(1,795)
少數股東權益	433	510	347	249	138	151	258	304	1,540	850
歸屬母公司稅後純益	324	1,024	1,202	426	257	897	1,556	1,754	2,976	4,464
調整後每股盈餘(NT\$)	0.16	0.52	0.61	0.22	0.13	0.46	0.79	0.89	1.51	2.27
調整後加權平均股數(百萬股)	1,967	1,967	1,967	1,967	1,967	1,967	1,967	1,967	1,967	1,967
重要比率										
營業毛利率	15.8%	16.3%	16.6%	16.2%	16.0%	16.2%	16.5%	16.6%	16.3%	16.4%
營業利益率	2.7%	2.8%	2.7%	1.7%	2.0%	2.0%	3.5%	3.9%	2.5%	2.9%
稅前純益率	2.4%	4.0%	4.2%	1.7%	1.7%	2.7%	4.1%	4.6%	3.1%	3.4%
稅後純益率	0.6%	2.0%	2.4%	0.8%	0.5%	1.8%	2.8%	3.0%	2.2%	2.5%
有效所得稅率	38.4%	27.1%	27.1%	21.7%	50.7%	22.0%	22.0%	22.0%	28.5%	25.2%
季增率(%)										
營業收入	-10.1%	3.3%	-3.3%	0.6%	-7.4%	7.6%	11.7%	2.5%		
營業利益	-8.6%	6.9%	-6.4%	-35.8%	6.9%	8.9%	98.1%	13.1%		
稅後純益	-12.8%	216.0%	17.4%	-64.6%	-39.6%	249.1%	73.4%	12.8%		
調整後每股盈餘	-12.8%	216.0%	17.4%	-64.6%	-39.6%	249.1%	73.4%	12.8%		
年增率(%)										
營業收入	-17.1%	-17.0%	-16.1%	-9.7%	-7.0%	-3.2%	11.9%	14.0%	-15.1%	3.9%
營業利益	2.0%	-36.2%	71.3%	-41.3%	-31.3%	-30.1%	48.1%	160.7%	-14.4%	23.7%
稅後純益	-39.4%	4.3%	-81.1%	14.6%	-20.7%	-12.4%	29.4%	312.1%	-59.2%	17.7%
調整後每股盈餘	-39.4%	4.3%	-81.1%	14.6%	-20.7%	-12.4%	29.4%	312.1%	-63.9%	50.0%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

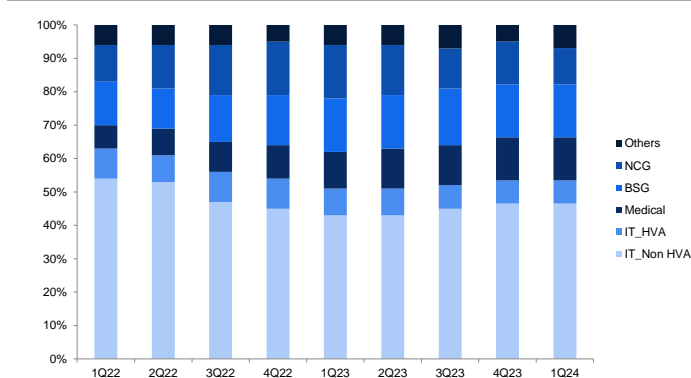
佳世達成立於 1984 年，總部位於桃園，製造基地位於桃園、蘇州、越南河內，研發中心設於桃園、蘇州；越南布局廠房多年，且逐步增加越南比重。公司五大事業包含 1) 資訊產業(含顯示器及投影機)；2) 醫療事業；3) 智能解決方案；4) 網路通訊事業；5) 其他材料；佳世達以聯合艦隊策略，投資集結不同產業之隱形冠軍，合併營收中含明基電通、明基醫院、友通資訊、明泰科技、仲琦科技、明基材等不同專業之轉投資廠商。公司五大事業採全球彈性製造，零組件共同採購，且業務垂直整合並相輔相乘，以強化個別事業競爭力，促進整體艦隊成長。

圖 15：高附加價值營收占比提升



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：營收組成



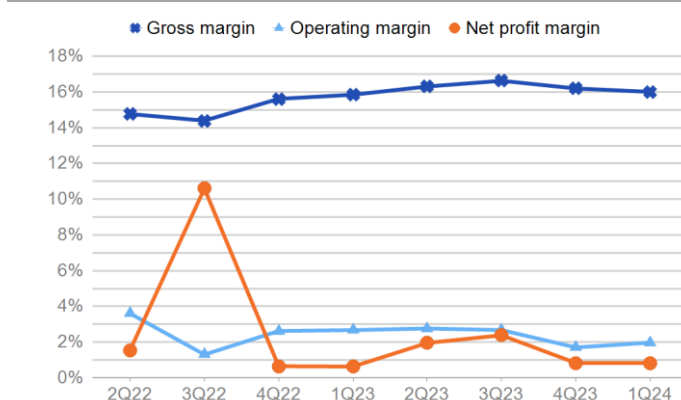
資料來源：公司資料

圖 17：營收趨勢



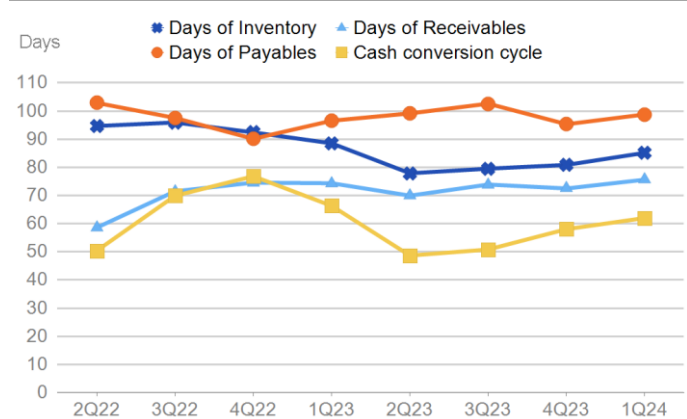
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：毛利率、營益率、淨利率



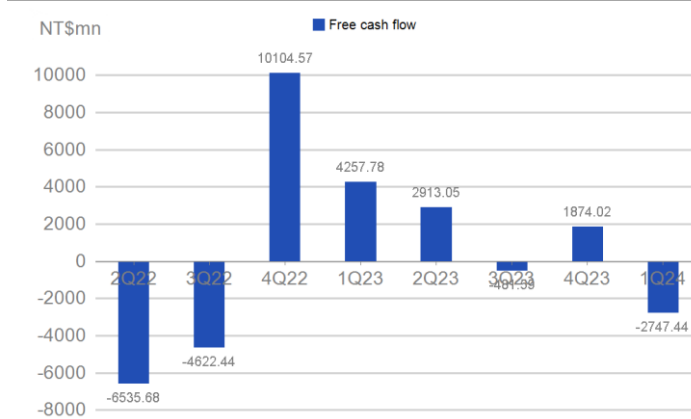
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

# ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**佳世達整體的 ESG 風險評級屬於低等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行在領先的位置，而在科技硬體行業的公司中同樣排名領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**佳世達的整體曝險屬於中等水準，但仍略微落後於科技硬體行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含商業道德、公司數據安全、人力資源等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**佳世達在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬優等。公司積極於 ESG 的揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。此外，公司不曾捲入 ESG 相關的重大爭議事件。

圖 21：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	14.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	35.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	63.5
風險評級	低 <span>★</span>
同業排行(1~100，1 為最佳)	11

資料來源：Sustainalytics (2024/5/8)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

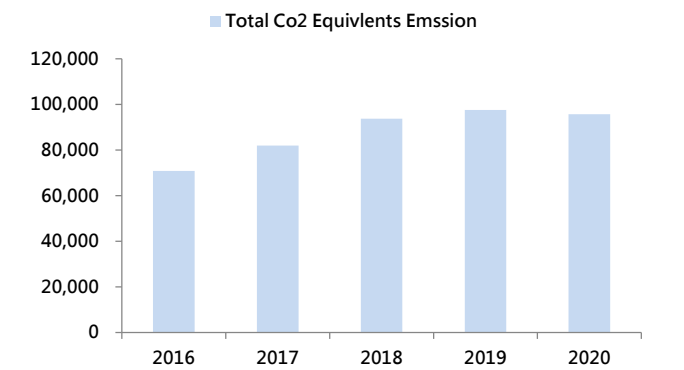
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

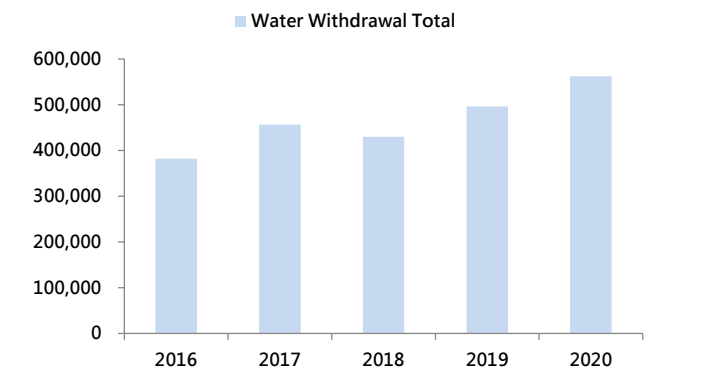
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 22：二氧化碳排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 23：水資源回收量



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	18,450	31,203	25,473	29,787	24,474
存貨	50,148	43,870	37,931	38,628	47,721
應收帳款及票據	33,007	40,150	38,042	39,488	48,292
其他流動資產	8,984	6,163	6,564	8,252	8,252
流動資產	110,589	121,386	108,010	116,154	128,740
採用權益法之投資	4,067	5,479	8,314	8,588	8,588
固定資產	33,037	36,507	40,389	42,298	42,977
無形資產	10,539	10,228	9,513	9,607	9,607
其他非流動資產	29,007	19,816	10,208	10,208	10,208
非流動資產	76,650	72,030	80,413	70,701	71,380
資產總額	187,239	193,416	188,424	186,855	200,120
應付帳款及票據	40,785	29,038	30,468	31,075	39,609
短期借款	24,295	25,970	29,920	36,464	36,464
什項負債	23,253	29,636	24,881	26,801	26,801
流動負債	88,333	84,644	85,269	94,340	102,874
長期借款	26,702	32,087	36,187	43,607	43,607
其他負債及準備	6,040	8,748	2,875	(3,223)	(3,223)
長期負債	32,742	40,835	39,062	40,384	40,384
負債總額	121,076	125,478	124,330	134,724	143,258
股本	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668
資本公積	1,844	1,949	1,984	2,191	2,191
保留盈餘	20,778	24,185	18,793	18,547	21,137
什項權益	(833)	(5,076)	(3,388)	(15,074)	(12,933)
歸屬母公司之權益	41,456	40,726	37,057	25,332	30,062
非控制權益	24,706	27,211	27,036	26,799	26,799
股東權益總額	66,163	67,937	64,094	52,131	56,862

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	10,483	11,079	4,516	5,314	7,900
折舊及攤提	4,796	5,315	5,700	5,719	5,719
本期營運資金變動	(9,759)	(12,635)	9,477	(1,535)	(9,364)
其他營業資產及負債變動	(3,405)	(4,950)	(6,082)	(2,027)	667
營運活動之現金流量	2,115	(1,191)	13,611	7,471	4,922
資本支出	(6,099)	(6,538)	(5,060)	(6,823)	(7,065)
本期長期投資變動	(12,241)	1,412	(1,604)	(1,742)	0
其他資產變動	12,602	13,482	(2,109)	(739)	0
投資活動之現金流量	(5,739)	8,355	(8,774)	(9,305)	(7,065)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	7,315	10,324	2,340	7,420	0
現金增減資	0	0	79	0	0
支付現金股利	(2,950)	(4,917)	(6,493)	(2,351)	(3,170)
其他調整數	(5,025)	(2,071)	(6,444)	374	0
融資活動之現金流量	(661)	3,336	(10,518)	5,444	(3,170)
匯率影響數	(474)	2,252	(49)	704	0
本期產生現金流量	(4,759)	12,753	(5,730)	4,314	(5,312)
自由現金流量	(3,985)	(7,729)	8,551	648	(2,143)

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	225,961	239,837	203,595	211,474	253,355
銷貨成本	(193,404)	(205,276)	(170,519)	(176,893)	(212,204)
營業毛利	32,557	34,561	33,076	34,581	41,151
營業費用	(25,196)	(28,709)	(28,065)	(28,383)	(31,590)
推銷費用	(12,975)	(15,099)	(14,955)	(15,061)	(17,350)
研究費用	(6,260)	(7,192)	(6,944)	(6,891)	(7,240)
管理費用	(5,965)	(6,332)	(6,198)	(6,390)	(7,000)
其他費用	4	(85)	33	(42)	0
營業利益	7,361	5,852	5,011	6,198	9,561
利息收入	269	414	902	660	820
利息費用	(689)	(1,197)	(1,753)	(872)	(600)
利息收入淨額	(419)	(783)	(851)	(212)	220
投資利益(損失)淨額	1,608	367	1,772	720	763
匯兌損益	(24)	54	94	0	0
其他業外收入(支出)淨額	4,467	11,134	294	403	320
稅前純益	12,992	16,623	6,320	7,109	10,865
所得稅費用	(2,509)	(5,544)	(1,804)	(1,795)	(2,964)
少數股權淨利	2,175	2,827	1,540	850	2,140
歸屬母公司之稅後純益	8,308	8,252	2,976	4,464	5,760
稅前息前折舊攤銷前淨利	18,477	23,135	10,711	11,917	15,281
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.22	4.20	1.51	2.27	2.93

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	17.9	6.1	(15.1)	3.9	19.8
營業利益	11.3	(20.5)	(14.4)	23.7	54.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	43.8	25.2	(53.7)	11.3	28.2
稅後純益	64.7	5.7	(59.2)	17.7	48.7
調整後每股盈餘	66.5	(0.7)	(63.9)	50.0	29.0
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	14.4	14.4	16.3	16.4	16.2
營業利益率	3.3	2.4	2.5	2.9	3.8
稅前息前淨利率	5.5	6.4	2.5	2.9	3.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	8.2	9.7	5.3	5.6	6.0
稅前純益率	5.8	6.9	3.1	3.4	4.3
稅後純益率	3.7	3.4	2.2	2.5	3.1
資產報酬率	5.9	5.8	2.4	2.8	4.0
股東權益報酬率	16.8	16.5	8.0	17.6	19.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	183.0	184.7	194.0	258.4	251.9
淨負債權益比(%)	49.2	39.5	63.4	96.5	97.8
利息保障倍數 (倍)	19.9	14.9	4.6	9.2	19.1
流動比率 (%)	125.2	143.4	126.7	123.1	125.1
速動比率 (%)	68.4	91.6	82.2	82.2	78.8
淨負債 (NT\$百萬元)	32,548	26,854	40,633	50,284	55,596
調整後每股淨值 (NT\$)	21.08	20.71	18.84	12.88	15.28
評價指標 (倍)					
本益比	9.4	9.4	26.2	17.5	13.5
股價自由現金流量比	--	--	9.1	120.2	--
股價淨值比	1.9	1.9	2.1	3.1	2.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	4.2	3.4	7.3	6.5	5.1
股價營收比	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

佳世達 (2352 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧  
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

## 總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.