

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	39.60 元
目標價	
3 個月	46.50 元
12 個月	46.50 元

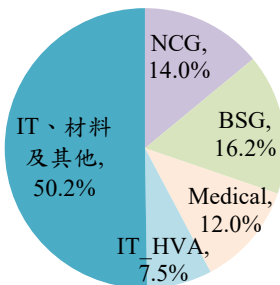
近期報告日期、評等及前日股價

03/18/2024	Trading Buy	42.55
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

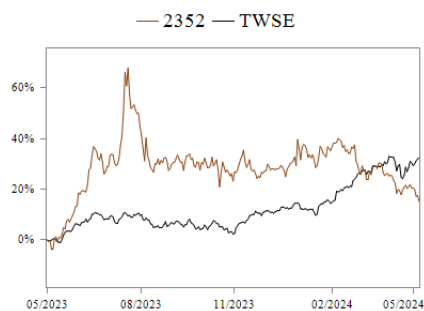
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	19,668
市值(億元)	779
目前每股淨值(元)	18.55
外資持股比(%)	10.98
投信持股比(%)	8.62
董監持股比(%)	12.07
融資餘額(張)	19,645
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

預估 2024 年營收逐季增加，維持 Trading Buy 評等。

投資建議：由於醫療業務營收低點通常為 1Q，加上 IT 產品出貨谷底已過，預估 2Q24 佳世達營收較 1Q24 增加，加上網通、智慧方案產品市況預估 3Q24、4Q24 轉佳，2H24 佳世達旺季效應仍可期，故群益維持對佳世達 Trading Buy 的投資建議。

1Q24 稅後淨利為 2Q20 迄今最低：受到網通、智慧方案客戶持續調整庫存影響，1Q24 營收 469.14 億元，QoQ-7.41%，毛利率亦因高附加價值產品營收比重降低而下跌至 16.01%，加上業外表現不及 4Q23，1Q24 稅後淨利減少至 2.57 億元，QoQ-39.64%，為 2Q20 迄今最低。

若就 1Q24 佳世達的產品結構而言，以醫療營運表現較佳，相關業務營收 YoY+3%，原因在於疫情過後住房率持續提高。此外，網通、智慧方案產品出貨狀況則均受客戶調整庫存影響而欠佳，其中，網通產品營收 YoY-34%，營收比重降低至 11%；智慧方案產品營收 YoY-8%，營收比重為 16%。整體而言，高附加價值產品合計的營收比重由 4Q23 的 49%降低至 1Q24 的 47%。

醫療業務營收成長性居冠：展望 2024 年，藉由擴大醫療服務版圖(增加病床數)、加強耕耘血液透析(洗腎)耗材市場，預估醫療業務營收成長性將居冠，加上 IT 產品庫存在歷經 2 年去化後已回到正常水準，雖商用機種因企業資本支出態度保守而買氣觀望，但消費性機種需求已逐漸回溫，預估將帶動佳世達 2Q24 營收較 1Q24 增加，且 2H24 仍有旺季效應可期。

然而，預估 2024 年網通、智慧方案則較缺乏營收動能，其中，網通產品營運主軸將在擴大電信市場、拓展 5G 商機、佈局低軌道衛星領域，並加速拓展新興市場，惟觀察目前接單狀況，預估多數客戶調整庫存動作最快 4Q24 將陸續告一段落。至於智慧方案產品現階段耕耘重心在資安、AI 運算、新能源、自動化、新基礎建設等垂直市場，預估 3Q24 業績將隨整體產業景氣復甦而轉佳。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	203,595	208,186	222,248	50,446	52,112	50,370	50,667	46,914	51,456	54,577	55,238	52,895
營業毛利淨額	33,076	34,135	36,649	7,995	8,497	8,377	8,207	7,511	8,406	9,084	9,135	8,726
營業利益	5,011	5,713	7,353	1,350	1,443	1,350	868	927	1,344	1,800	1,642	1,824
稅後純益	2,976	3,578	4,601	324	1,024	1,202	426	257	893	1,287	1,140	793
稅後 EPS(元)	1.51	1.82	2.34	0.16	0.52	0.61	0.22	0.13	0.45	0.65	0.58	0.40
毛利率(%)	16.25%	16.40%	16.49%	15.85%	16.31%	16.63%	16.20%	16.01%	16.34%	16.64%	16.54%	16.50%
營業利益率(%)	2.46%	2.74%	3.31%	2.68%	2.77%	2.68%	1.71%	1.98%	2.61%	3.30%	2.97%	3.45%
稅後純益率(%)	1.46%	1.72%	2.07%	0.64%	1.96%	2.39%	0.84%	0.55%	1.74%	2.36%	2.06%	1.50%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-15.11%	2.25%	6.75%	-10.11%	3.30%	-3.34%	0.59%	-7.41%	9.68%	6.07%	1.21%	-4.24%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-63.94%	20.23%	28.60%	-12.80%	216.01%	17.39%	-64.58%	-39.64%	247.66%	44.11%	-11.45%	-30.47%

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 5 月 9 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。

受網通、智慧方案客戶持續調整庫存影響，1Q24 稅後淨利為 2Q20 迄今最低：

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)，更跨足網通(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。

1Q24 營收 469.14 億元，QoQ-7.41%，主要係受到網通、智慧方案客戶持續調整庫存所致，毛利率亦因高附加價值產品營收比重降低而下跌至 16.01%(4Q23 為 16.20%)，加上業外表現不及 4Q23，1Q24 稅後淨利減少至 2.57 億元，QoQ-39.64%，為 2Q20 迄今最低。

若就 1Q24 佳世達的產品結構而言，以醫療營運表現較佳，相關業務營收 YoY+3%，原因在於疫情過後住房率持續提高。此外，網通、智慧方案產品出貨狀況則均受客戶調整庫存影響而欠佳，其中，網通產品營收 YoY-34%，

2024 年 5 月 9 日

營收比重降低至 11%；智慧方案產品營收 YoY-8%，營收比重為 16%。整體而言，高附加價值產品合計的營收比重由 4Q23 的 49%降低至 1Q24 的 47%。

表一、近期佳世達各主要產品線的營收比重

營收比重	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
NCG	16%	15%	12%	13%	11%
BSG	16%	16%	17%	16%	16%
Medical	11%	12%	12%	13%	13%
IT_HVA	8%	8%	7%	7%	7%
IT、材料及其他	49%	49%	52%	51%	53%

資料來源：佳世達，群益投顧彙整

醫療業務穩定成長，加以 IT 產品、網通、智慧方案市況漸復甦，預估 2024 年營收逐季增加：

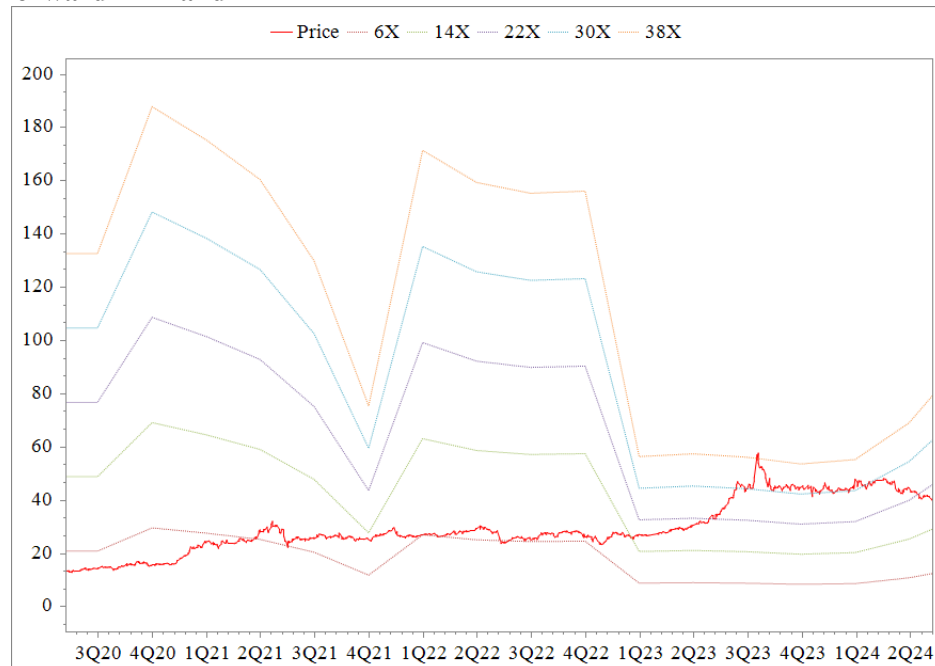
展望 2024 年，藉由擴大醫療服務版圖(增加病床數)、加強耕耘血液透析(洗腎)耗材市場，預估醫療業務營收成長性將居冠，加上 IT 產品庫存在歷經 2 年去化後已回到正常水準，雖商用機種因企業資本支出態度保守而買氣觀望，但消費性機種需求已逐漸回溫，預估將帶動佳世達 2Q24 營收較 1Q24 增加，且 2H24 仍有旺季效應可期。

然而，預估 2024 年網通、智慧方案則較缺乏營收動能，其中，網通產品營運主軸將在擴大電信市場、拓展 5G 商機、佈局低軌道衛星領域，並加速拓展新興市場，惟觀察目前接單狀況，預估多數客戶調整庫存動作最快 4Q24 將陸續告一段落。至於智慧方案產品現階段耕耘重心在資安、AI 運算、新能源、自動化、新基礎建設等垂直市場，預估 3Q24 業績將隨整體產業景氣復甦而轉佳。

預估 2Q24 營收較 1Q24 增加，2H24 旺季效應可期，故群益維持對佳世達 Trading Buy 的投資建議：

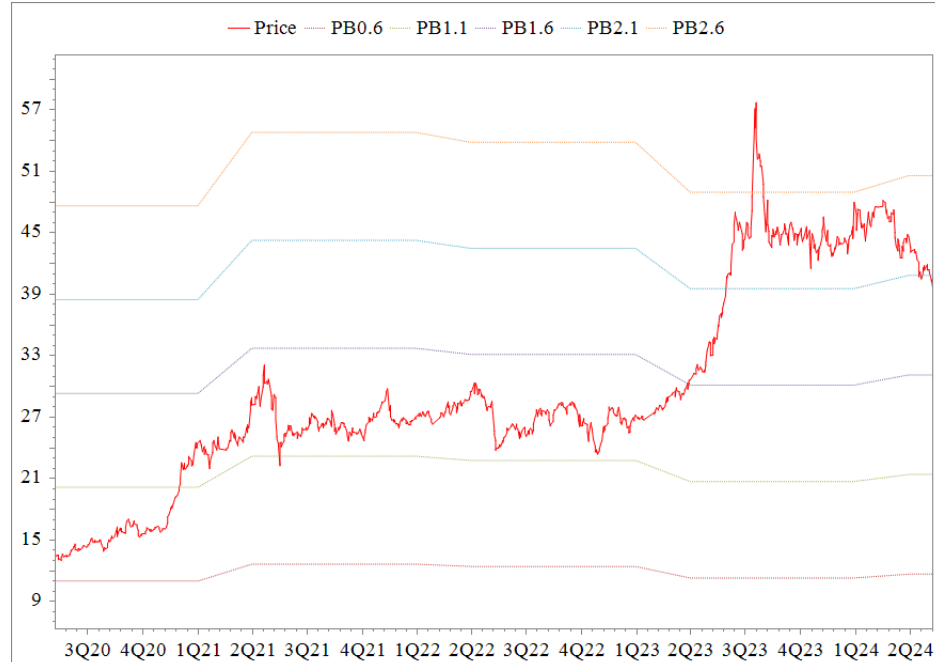
由於醫療業務營收低點通常為 1Q，加上 IT 產品出貨谷底已過，預估 2Q24 佳世達營收較 1Q24 增加，加上網通、智慧方案產品市況預估 3Q24、4Q24 轉佳，2H24 佳世達旺季效應仍可期，故群益維持對佳世達 Trading Buy 的投資建議。

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 5 月 9 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	187,239	193,416	188,424	192,686	199,847
流動資產	110,589	121,386	108,010	109,985	112,262
現金及約當現金	18,450	31,203	25,473	27,173	27,112
應收帳款與票據	33,007	40,150	38,042	38,958	40,199
存貨	50,148	43,870	37,931	38,842	39,465
採權益法之投資	4,067	5,479	8,314	8,684	9,595
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	126,471	129,725
流動負債	88,333	84,644	85,269	86,827	88,625
應付帳款及票據	40,785	29,038	30,468	31,523	32,547
非流動負債	32,742	40,835	39,062	38,589	39,021
權益總計	66,163	67,937	64,094	66,215	70,122
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	20,915	24,821
母公司業主權益	41,456	40,726	37,057	38,274	41,105
負債及權益總計	187,239	193,416	188,424	192,686	199,847

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	13,142	15,117
稅前純益	12,992	16,623	6,320	6,087	7,817
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	-772	-840
其他營運現金	-4,419	-10,517	-7,886	2,057	2,298
投資活動現金	-5,739	8,355	-8,774	-6,916	-6,973
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	-1,416	-1,473
籌資活動現金	-661	3,336	-10,518	-4,525	-3,206
長借/公司債變動	4,409	8,639	-1,558	-472	432
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	-1,692	-1,868
淨現金流量	-4,759	12,753	-5,730	1,700	4,938
期初現金	22,540	18,450	31,203	25,473	27,173
期末現金	17,781	31,203	25,473	27,173	32,112

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	225,961	239,837	203,595	208,186	222,248
營業成本	193,404	205,276	170,519	174,051	185,598
營業毛利淨額	32,557	34,561	33,076	34,135	36,649
營業費用	25,196	28,709	28,065	28,422	29,297
營業利益	7,361	5,852	5,011	5,713	7,353
EBITDA	18,208	22,721	12,926	11,700	14,908
業外收入及支出	5,631	10,357	407	374	464
稅前純益	12,992	16,623	6,320	6,087	7,817
所得稅	2,509	5,544	1,804	1,605	2,140
稅後純益	8,308	8,252	2,976	3,578	4,601
稅後 EPS(元)	4.22	4.20	1.51	1.82	2.34
完全稀釋 EPS**	4.22	4.20	1.51	1.82	2.34

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%	2.25%	6.75%
營業毛利淨額	21.36%	6.16%	-4.30%	3.20%	7.37%
營業利益	11.31%	-20.49%	-14.37%	14.01%	28.70%
稅後純益	66.53%	-0.67%	-63.94%	20.23%	28.60%
獲利能力分析(%)					
毛利率	14.41%	14.41%	16.25%	16.40%	16.49%
EBITDA(%)	8.06%	9.47%	6.35%	5.62%	6.71%
營益率	3.26%	2.44%	2.46%	2.74%	3.31%
稅後純益率	3.68%	3.44%	1.46%	1.72%	2.07%
總資產報酬率	4.44%	4.27%	1.58%	1.86%	2.30%
股東權益報酬率	12.56%	12.15%	4.64%	5.40%	6.56%
償債能力檢視					
負債比率(%)	64.66%	64.87%	65.98%	65.64%	64.91%
負債/淨值比(%)	183.00%	184.70%	193.98%	191.00%	185.00%
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	80.50	77.00
應收帳款天數	56.14	55.67	70.09	67.50	65.00

2024 年 5 月 9 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	56,117	50,446	52,112	50,370	50,667	46,914	51,456	54,577	55,238	52,895	55,246	56,761
營業成本	47,351	42,451	43,615	41,993	42,461	39,404	43,050	45,494	46,103	44,170	46,158	47,301
營業毛利淨額	8,766	7,995	8,497	8,377	8,207	7,511	8,406	9,084	9,135	8,726	9,088	9,460
營業費用	7,289	6,645	7,054	7,027	7,339	6,583	7,062	7,284	7,492	6,902	7,313	7,429
營業利益	1,477	1,350	1,443	1,350	868	927	1,344	1,800	1,642	1,824	1,775	2,031
業外收入及支出	-335	-121	660	774	-5	-125	158	349	-8	-35	158	349
稅前純益	1,141	1,229	2,104	2,125	862	802	1,502	2,148	1,635	1,789	1,933	2,379
所得稅	126	472	569	575	188	407	261	582	355	687	436	645
稅後純益	372	324	1,024	1,202	426	257	893	1,287	1,140	793	1,149	1,456
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)	0.19	0.16	0.52	0.61	0.22	0.13	0.45	0.65	0.58	0.40	0.58	0.74
獲利能力(%)												
毛利率(%)	15.62%	15.85%	16.31%	16.63%	16.20%	16.01%	16.34%	16.64%	16.54%	16.50%	16.45%	16.67%
營業利益率(%)	2.63%	2.68%	2.77%	2.68%	1.71%	1.98%	2.61%	3.30%	2.97%	3.45%	3.21%	3.58%
稅後純益率(%)	0.66%	0.64%	1.96%	2.39%	0.84%	0.55%	1.74%	2.36%	2.06%	1.50%	2.08%	2.57%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-6.57%	-10.11%	3.30%	-3.34%	0.59%	-7.41%	9.68%	6.07%	1.21%	-4.24%	4.44%	2.74%
營業利益	87.39%	-8.61%	6.93%	-6.44%	-35.76%	6.88%	44.91%	33.94%	-8.74%	11.05%	-2.71%	14.44%
稅前純益	-89.99%	7.68%	71.15%	1.01%	-59.42%	-6.98%	87.20%	43.06%	-23.91%	9.47%	8.00%	23.13%
稅後純益	-94.16%	-12.80%	216.01%	17.39%	-64.58%	-39.64%	247.66%	44.11%	-11.45%	-30.47%	44.95%	26.71%
YoY(%)												
營業收入淨額	-9.30%	-17.12%	-17.01%	-16.13%	-9.71%	-7.00%	-1.26%	8.35%	9.02%	12.75%	7.37%	4.00%
營業利益	-15.81%	1.98%	-36.24%	71.34%	-41.26%	-31.31%	-6.91%	33.27%	89.32%	96.72%	32.07%	12.85%
稅前純益	-43.43%	-21.47%	-16.15%	-81.37%	-24.46%	-34.74%	-28.62%	1.10%	89.57%	123.08%	28.70%	10.76%
稅後純益	-62.66%	-39.37%	4.30%	-81.11%	14.55%	-20.70%	-12.76%	7.10%	167.80%	208.50%	28.62%	13.09%

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。