



## 智邦

(2345.TW/2345 TT)



## 增加持股 · 維持

|                     |       |
|---------------------|-------|
| 收盤價 August 8 (NT\$) | 491.0 |
| 12 個月目標價 (NT\$)     | 700   |
| 前次目標價 (NT\$)        | 620   |
| 調升 (%)              | 12.9  |
| 上漲空間 (%)            | 42.6  |

## 焦點內容

- 2Q24 營收優於預期。
- AI 營收於 2H24 持續增加。
- 2025 年展望樂觀。

## 交易資料表

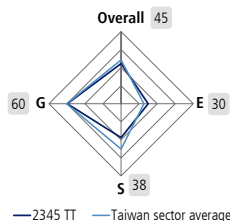
|                        |               |
|------------------------|---------------|
| 市值：(NT\$bn/US\$m)      | 275.2 / 8,446 |
| 流通在外股數 (百萬股)：          | 561           |
| 外資持有股數 (百萬股)：          | 366.7         |
| 3M 平均成交量 (百萬股)：        | 2.68          |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 366.0 - 578   |

| 股價表現     | 3M   | 6M    | 12M  |
|----------|------|-------|------|
| 絕對表現 (%) | 10.3 | -10.4 | 26.5 |
| 相對表現 (%) | 9.5  | -25.7 | 2.8  |

## 每股盈餘

| NT\$ | 1Q    | 2Q    | 3Q    | 4Q    |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 2023 | 3.65A | 4.02A | 4.28A | 4.04A |
| 2024 | 4.02A | 4.62F | 5.79F | 6.36F |
| 2025 | 5.00F | 5.45F | 6.21F | 6.59F |

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

## 凱基投顧

姜兆剛  
886.2.2181.8742  
jackson.chiang@kgi.com

孫瑞隆  
886.2.2181.8745  
sean.sun@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 供給舒緩助益 AI 營收向上

## 重要訊息

智邦公告 2Q24 財報，每股盈餘優於預期。

## 評論及分析

**2Q24 營收優於預期。**2Q24 營收 244 億元，季增 29.5%，年增 21.3%，優於凱基與市場預期。主因 400GbE 產品需求持續強勁以及上游半導體製程相關供給略為舒緩。部分匯率影響下，毛利率為 21.2%。總計每股盈餘為 4.62 元，季增 15%，年增 14.9%，優於凱基與市場預期。

**AI 營收於 2H24 持續增加。**我們認為智邦之客戶需求無虞，然上游半導體製程產能雖於 2Q24 有所改善，但仍是智邦在 AI 相關產品，包括 AI 基礎建設相關產品以及 AI 加速卡等產品出貨量提升之主要瓶頸。由於供給持續舒緩，我們認為 AI 基礎建設相關產品與 AI 加速卡相關產品也將於 2H24 開始逐漸增量，基於 2Q24 財報分別調整 3Q-4Q24 營收至 260 與 288 億元，每股盈餘為 5.79 與 6.36 元。

**2025 年展望樂觀。**我們對智邦 2025 年展望保持樂觀，包括(1)高階交換器將自 400GbE 升級至 800GbE；(2) AI 加速卡相關產品自 3Q24 起持續增量；(3) AI 基礎建設產品已自 3Q24 開始升級至下一代；(4) ODM 產品線逐漸回溫。其中規格升級將驅動單價提升並助益營收，並預期智邦之竹北產能將於 4Q24 開始增產，亦將帶動營收上檔。我們調整智邦 2025 年營收預估至 1,082 億元，每股盈餘預估為 23.3 元。

## 投資建議

我們維持「增加持股」評等，並調整目標價至 700 元，為 30 倍之 2025 年每股盈餘預估換算得出。

## 投資風險

同業競爭加劇；白牌及高速交換器滲透率不如預期；零組件短缺。

## 主要財務數據及估值

|               | Dec-21A  | Dec-22A  | Dec-23A  | Dec-24F  | Dec-25F  |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入 (NT\$百萬) | 59,599   | 77,205   | 84,188   | 98,093   | 108,198  |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 11,345   | 16,518   | 19,263   | 22,101   | 25,327   |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 5,441    | 9,633    | 11,501   | 13,308   | 15,958   |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 4,705    | 8,166    | 8,920    | 11,636   | 13,034   |
| 每股盈餘 (NT\$)   | 8.44     | 14.64    | 15.99    | 20.80    | 23.26    |
| 每股現金股利 (NT\$) | 6.00     | 7.50     | 10.00    | 12.50    | 14.00    |
| 每股盈餘成長率 (%)   | (7.0)    | 73.4     | 9.2      | 30.1     | 11.8     |
| 本益比 (x)       | 58.2     | 33.5     | 30.7     | 23.6     | 21.1     |
| 股價淨值比 (x)     | 17.7     | 13.5     | 10.9     | 9.2      | 7.9      |
| EV/EBITDA (x) | 42.7     | 25.4     | 20.7     | 16.9     | 13.9     |
| 淨負債比率 (%)     | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 殖利率 (%)       | 1.2      | 1.5      | 2.0      | 2.5      | 2.9      |
| 股東權益報酬率 (%)   | 31.3     | 45.4     | 39.1     | 42.3     | 40.2     |

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：2Q24 財報與 3Q24 財測修正暨市場共識比較

| 百萬元      | 2Q24   |        |           |           |           |        |           | 3Q24F  |        |          |          |          |        |          |
|----------|--------|--------|-----------|-----------|-----------|--------|-----------|--------|--------|----------|----------|----------|--------|----------|
|          | 修正後    | 修正前    | 調幅(%)     | QoQ (%)   | YoY (%)   | 市場共識   | 差異(%)     | 修正後    | 修正前    | 調幅(%)    | QoQ (%)  | YoY (%)  | 市場共識   | 差異(%)    |
| 營收       | 24,412 | 21,419 | 14.0      | 29.5      | 21.3      | 22,935 | 6.4       | 26,049 | 23,360 | 11.5     | 6.7      | 16.2     | 25,582 | 1.8      |
| 毛利       | 5,185  | 4,855  | 6.8       | 31.8      | 15.3      | 5,095  | 1.8       | 6,235  | 5,505  | 13.3     | 20.3     | 20.7     | 5,821  | 7.1      |
| 營業利益     | 3,048  | 2,842  | 7.2       | 58.6      | 17.2      | 2,984  | 2.1       | 3,972  | 3,413  | 16.4     | 30.3     | 28.9     | 3,623  | 9.6      |
| 稅前淨利     | 3,375  | 2,850  | 18.4      | 21.0      | 9.9       | 3,107  | 8.6       | 3,981  | 3,421  | 16.4     | 17.9     | 17.5     | 3,732  | 6.7      |
| 稅後淨利     | 2,581  | 2,323  | 11.1      | 15.0      | 15.0      | 2,440  | 5.8       | 3,244  | 2,788  | 16.4     | 25.7     | 36.0     | 2,943  | 10.2     |
| 每股盈餘(元)  | 4.62   | 4.16   | 11.2      | 15.0      | 14.9      | 4.34   | 6.5       | 5.79   | 5.00   | 15.8     | 25.2     | 35.4     | 5.27   | 9.8      |
| 毛利率(%)   | 21.2   | 22.7   | (1.4)ppts | 0.4 ppts  | (1.1)ppts | 22.2   | (1.0)ppts | 23.9   | 23.6   | 0.4 ppts | 2.7 ppts | 0.9 ppts | 22.8   | 1.2 ppts |
| 營業利益率(%) | 12.5   | 13.3   | (0.8)ppts | 2.3 ppts  | (0.4)ppts | 13.0   | (0.5)ppts | 15.2   | 14.6   | 0.6 ppts | 2.8 ppts | 1.5 ppts | 14.2   | 1.0 ppts |
| 稅後淨利率(%) | 10.6   | 10.8   | (0.3)ppts | (1.3)ppts | (0.6)ppts | 10.6   | (0.0)ppts | 12.5   | 11.9   | 0.5 ppts | 1.9 ppts | 1.8 ppts | 11.5   | 1.0 ppts |

資料來源：公司資料、Bloomberg，凱基預估

圖 2：2024-25 年財測修正暨市場共識比較

| 百萬元      | 2024F  |        |           |           |        |          | 2025F   |         |           |          |         |           |
|----------|--------|--------|-----------|-----------|--------|----------|---------|---------|-----------|----------|---------|-----------|
|          | 修正後    | 修正前    | 調幅(%)     | YoY (%)   | 市場共識   | 差異(%)    | 修正後     | 修正前     | 調幅(%)     | YoY (%)  | 市場共識    | 差異(%)     |
| 營收       | 98,093 | 91,147 | 7.6       | 16.5      | 95,600 | 2.6      | 108,198 | 102,087 | 6.0       | 10.3     | 114,755 | (5.7)     |
| 毛利       | 22,101 | 20,856 | 6.0       | 14.7      | 21,354 | 3.5      | 25,327  | 23,816  | 6.3       | 14.6     | 26,539  | (4.6)     |
| 營業利益     | 13,308 | 12,343 | 7.8       | 15.7      | 12,775 | 4.2      | 15,958  | 15,064  | 5.9       | 19.9     | 17,084  | (6.6)     |
| 稅前淨利     | 14,523 | 13,238 | 9.7       | 23.8      | 14,019 | 3.6      | 15,993  | 15,099  | 5.9       | 10.1     | 17,535  | (8.8)     |
| 稅後淨利     | 11,636 | 10,759 | 8.1       | 30.4      | 11,164 | 4.2      | 13,034  | 12,306  | 5.9       | 12.0     | 13,882  | (6.1)     |
| 每股盈餘(元)  | 20.80  | 19.28  | 7.9       | 30.1      | 19.97  | 4.2      | 23.26   | 22.05   | 5.5       | 11.8     | 24.74   | (6.0)     |
| 毛利率(%)   | 22.5   | 22.9   | (0.4)ppts | (0.3)ppts | 22.3   | 0.2 ppts | 23.4    | 23.3    | 0.1 ppts  | 0.9 ppts | 23.1    | 0.3 ppts  |
| 營業利益率(%) | 13.6   | 13.5   | 0.0 ppts  | (0.1)ppts | 13.4   | 0.2 ppts | 14.7    | 14.8    | (0.0)ppts | 1.2 ppts | 14.9    | (0.2)ppts |
| 稅後淨利率(%) | 11.9   | 11.8   | 0.1 ppts  | 1.3 ppts  | 11.7   | 0.2 ppts | 12.0    | 12.1    | (0.0)ppts | 0.2 ppts | 12.1    | (0.1)ppts |

資料來源：Bloomberg，凱基預估

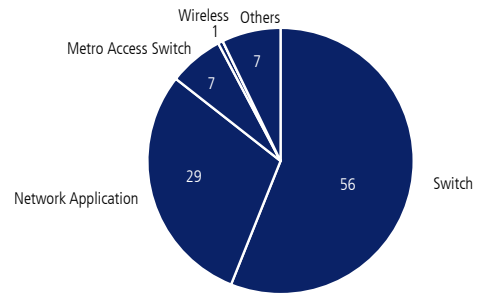
**圖 3：公司概況**

智邦成立於 1988 年 2 月，主要生產電信級與企業級網通產品等，為高階網通、資訊、電信業者提供多元化網通設備及解決方案，生產基包含新竹總部以及大陸深圳廠。1Q24 產品組合為網路交換器(Switch) 56%、網路應用設備(Network Application) 29%、網路接取設備(Metro Access Switch) 7%、無線網路設備(Wireless) 1%、寬頻網路設備(Broadband Access)與其他 7%。

資料來源：公司資料，凱基

**圖 4：1Q24 產品比重**

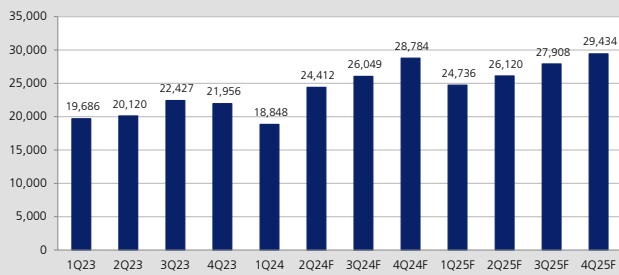
產品比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

**圖 5：季營業收入**

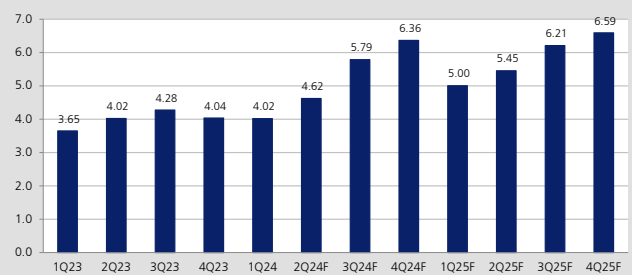
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 6：每股盈利**

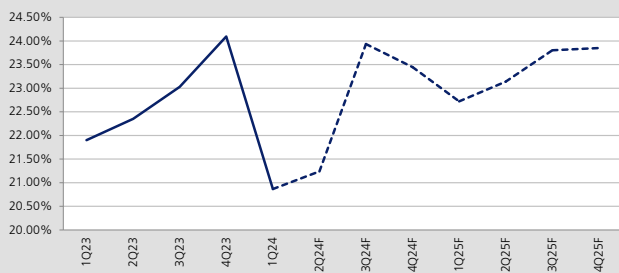
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 7：毛利率**

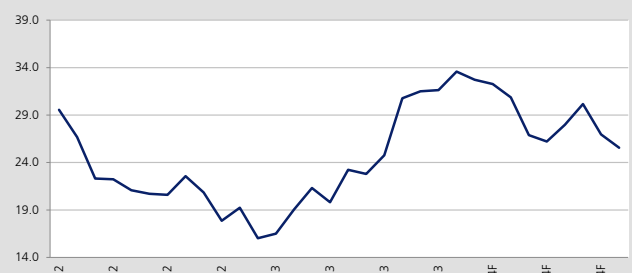
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 8：本益比**

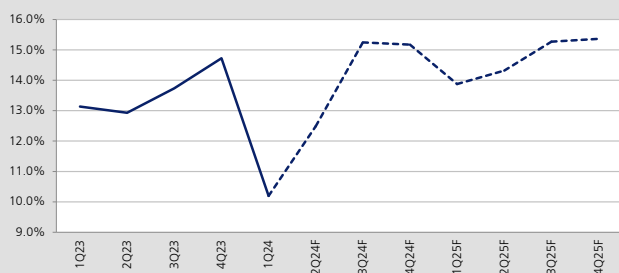
本益比，倍



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 10：股價淨值比**

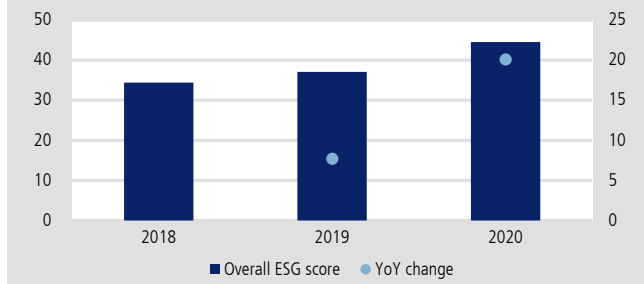
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

**圖 11：ESG 整體分數**

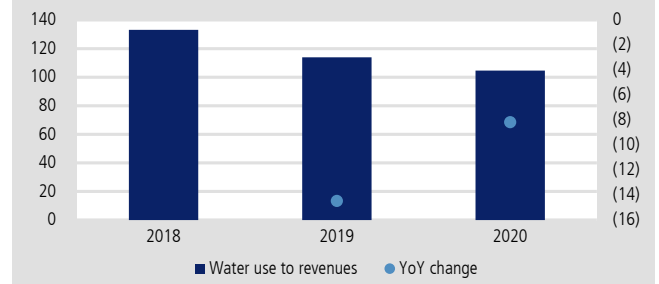
ESG 整體分數(左軸)；年增幅度，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 12：耗水量**

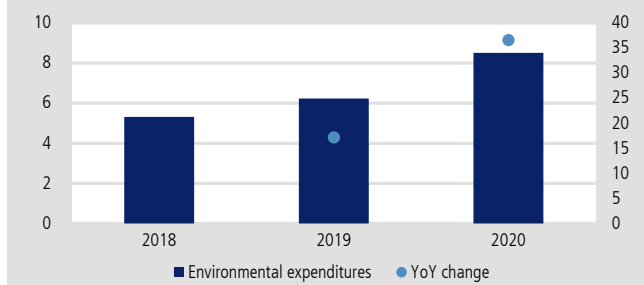
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 13：環境支出**

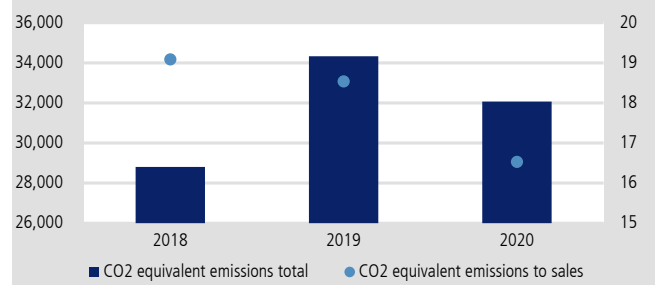
環境支出，百萬元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 14：碳排量**

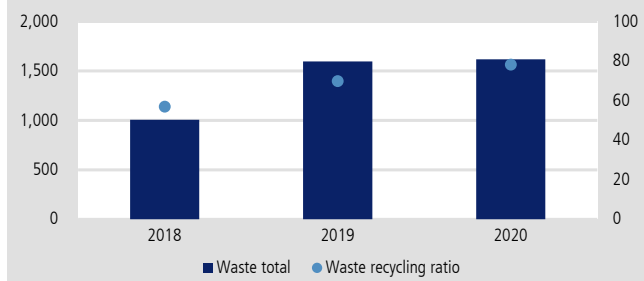
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)；單位營收排碳量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 15：廢棄物總量**

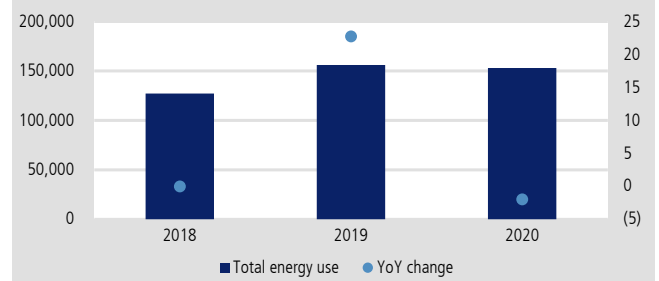
廢棄物總量，噸(左軸)；廢棄物回收比例，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 16：能源消耗**

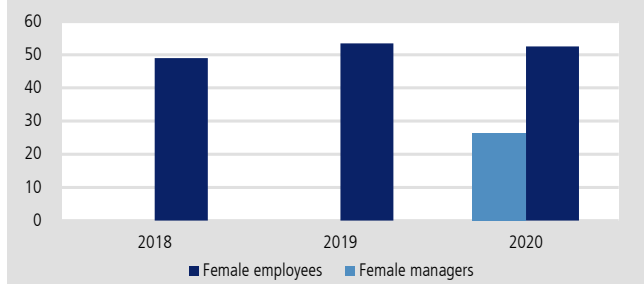
能源消耗，十億焦耳(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 17：性別多樣性**

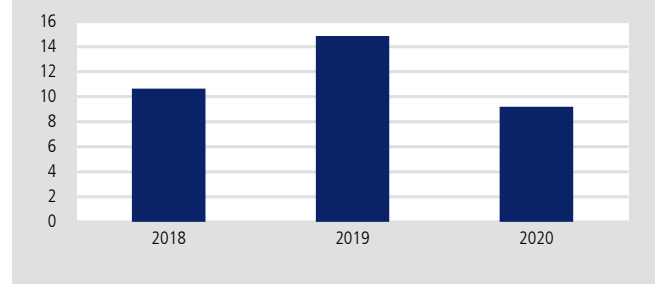
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 18：員工訓練**

人均年訓練時數，小時



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 19 : Refinitiv ESG 中 Communications & Networking 同業之 ESG 分數比較**

| Rank | Company Name                                    | Country | ESG Combined Score | Rank | Company Name                                    | Country | ESG Combined Score |
|------|---|---------|--------------------|------|---|---------|--------------------|
| 1    | Telefonaktiebolaget LM Ericsson                 | SE      | 85.05              | 49   | Basler AG                                       | DE      | 43.06              |
| 2    | Dormakaba Holding AG                            | CH      | 82.97              | 50   | Netas Telekomunikasyon AS                       | TR      | 42.66              |
| 3    | Juniper Networks Inc                            | US      | 77.89              | 51   | Avaya Holdings Corp                             | US      | 40.97              |
| 4    | Oki Electric Industry Co Ltd                    | JP      | 76.32              | 52   | Yealink Network Technology Co Ltd               | CN      | 40.93              |
| 5    | Zhejiang Dahua Technology Co Ltd                | CN      | 74.34              | 53   | Viavi Solutions Inc                             | US      | 40.35              |
| 6    | Allegion PLC                                    | IE      | 73.26              | 54   | Aviat Networks Inc                              | US      | 39.94              |
| 7    | ADVA Optical Networking SE                      | DE      | 71.38              | 55   | Shenzhen Sunway Communication Co Ltd            | CN      | 38.36              |
| 8    | HMS Networks AB                                 | SE      | 69.43              | 56   | Extreme Networks Inc                            | US      | 37.99              |
| 9    | Vtech Holdings Ltd                              | HK      | 68.19              | 57   | Sonim Technologies Inc                          | US      | 36.34              |
| 10   | Ascom Holding AG                                | CH      | 67.77              | 58   | Digi International Inc                          | US      | 35.48              |
| 11   | Spirent Communications plc                      | GB      | 65.66              | 59   | Ituran Location and Control Ltd                 | IL      | 35.39              |
| 12   | Kapsch Trafficcom AG                            | AT      | 64.79              | 60   | Sensys Gatso Group AB                           | SE      | 35.13              |
| 13   | Ciena Corp                                      | US      | 64.47              | 61   | InterDigital Inc                                | US      | 32.98              |
| 14   | Huber+Suhner AG                                 | CH      | 63.92              | 62   | Comtech Telecommunications Corp                 | US      | 32.67              |
| 15   | NETGEAR Inc                                     | US      | 63.91              | 63   | Teleste Oyj                                     | FI      | 32.00              |
| 16   | Arista Networks Inc                             | US      | 63.38              | 64   | TESSCO Technologies Inc                         | US      | 28.74              |
| 17   | Hangzhou Hikvision Digital Technology Co Ltd    | CN      | 63.28              | 65   | Ceragon Networks Ltd                            | IL      | 28.50              |
| 18   | Sierra Wireless Inc                             | CA      | 62.59              | 66   | Aferian PLC                                     | GB      | 28.44              |
| 19   | China Railway Signal & Communication Corp Ltd   | CN      | 61.32              | 67   | Net Insight AB                                  | SE      | 27.80              |
| 20   | Foxconn Industrial Internet Co Ltd              | CN      | 60.24              | 68   | Genasys Inc                                     | US      | 27.60              |
| 21   | Infinera Corp                                   | US      | 58.99              | 69   | Ovzon AB (publ)                                 | SE      | 27.06              |
| 22   | CommScope Holding Company Inc                   | US      | 58.63              | 70   | Clavister Holding AB                            | SE      | 24.97              |
| 23   | Ribbon Communications Inc                       | US      | 58.48              | 71   | Kaile Science and Technology Co Ltd Hubei       | CN      | 24.58              |
| 24   | Plantronics Inc                                 | US      | 57.94              | 72   | Beijing BDStar Navigation Co Ltd                | CN      | 24.47              |
| 25   | Motorola Solutions Inc                          | US      | 57.86              | 73   | Quarterhill Inc                                 | CA      | 24.44              |
| 26   | Fiberhome Telecommunication Technologies Co Ltd | CN      | 57.72              | 74   | ADT Inc   | US      | 23.65              |
| 27   | Viasat Inc                                      | US      | 55.42              | 75   | Zhongji Innolight Co Ltd                        | CN      | 22.61              |
| 28   | Cisco Systems Inc                               | US      | 55.29              | 76   | Vivint Smart Home Inc                           | US      | 22.08              |
| 29   | Maxar Technologies Inc                          | US      | 54.61              | 77   | Inseego Corp                                    | US      | 21.44              |
| 30   | Lumentum Holdings Inc                           | US      | 54.56              | 78   | Calix Inc                                       | US      | 21.10              |
| 31   | Bittium Oyj                                     | FI      | 54.53              | 79   | 8x8 Inc   | US      | 20.90              |
| 32   | ADTRAN Inc                                      | US      | 53.08              | 80   | EchoStar Corp                                   | US      | 19.86              |
| 33   | Taiwan Secom Co Ltd                             | TW      | 52.78              | 81   | Evertz Technologies Ltd                         | CA      | 19.24              |
| 34   | Garmin Ltd                                      | CH      | 50.64              | 82   | Silicom Ltd                                     | IL      | 17.94              |
| 35   | Nokia Oyj                                       | FI      | 50.20              | 83   | Wrap Technologies Inc                           | US      | 15.90              |
| 36   | Harmonic Inc                                    | US      | 50.19              | 84   | Ubiquiti Inc                                    | US      | 15.02              |
| 37   | Batm Advanced Communications Ltd                | IL      | 49.91              | 85   | EMCORE Corp                                     | US      | 14.89              |
| 38   | Iteris Inc                                      | US      | 48.89              | 86   | Airgain Inc                                     | US      | 14.75              |
| 39   | TomTom NV                                       | NL      | 48.27              | 87   | KMW Co Ltd                                      | KR      | 14.44              |
| 40   | PCTEL Inc                                       | US      | 47.11              | 88   | Audinate Group Ltd                              | AU      | 14.22              |
| 41   | Hytera Communications Corp Ltd                  | CN      | 47.02              | 89   | Casa Systems Inc                                | US      | 14.02              |
| 42   | ZTE Corp  | CN      | 46.92              | 90   | London Security PLC                             | GB      | 13.48              |
| 43   | KVH Industries Inc                              | US      | 45.76              | 91   | S1 Corp   | KR      | 12.71              |
| 44   | Cambium Networks Corp                           | US      | 45.50              | 92   | Fujian Star-net Communication Co Ltd            | CN      | 11.32              |
| 45   | Belden Inc                                      | US      | 45.35              | 93   | NAPCO Security Technologies Inc                 | US      | 9.46               |
| 46   | Clearfield Inc                                  | US      | 44.87              | 94   | TianJin 712 Communication & Broadcasting Co Ltd | CN      | 7.71               |
| 47   | Accton Technology Corp                          | TW      | 44.52              | 95   | Irisity AB (publ)                               | SE      | 6.99               |
| 48   | Frequentis AG                                   | AT      | 44.11              |      |   |         |                    |

資料來源：Refinitiv

## ESG 圖表定義

| 項目           | 定義   | 說明 |
|--------------|--|----|
| 能源使用         | 直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)<br>- 公司運營範圍內消耗之能源總量<br>- 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量<br>- 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源<br>- 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產)<br>- 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下 |    |
| 購買之再生能源      | Primary 再生能源購買總量(十億焦耳)<br>- 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量<br>- 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源   |    |
| 再生能源使用率      | 再生能源占總能源消耗量之比例   |    |
| CO2 約當排放量    | 直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)<br>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量)<br>- 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)  |    |
| CO2 約當排放量營收比 | 直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比<br>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量)<br>- 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)  |    |
| 廢棄物總量        | 廢棄物總量(公噸)<br>- 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物<br>- 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量<br>- 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內   |    |
| 廢棄物回收率       | 公司呈報的廢棄物回收率<br>- 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100<br>- 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收<br>- 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物   |    |
| 總取水量         | 總取水量(立方公尺)<br>- 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量<br>- 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮  |    |
| 環保支出         | 環保支出總金額<br>- 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出   |    |
| 員工流動率        | 員工流動率<br>- 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期<br>- 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100<br>- 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2<br>- 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數                           |    |
| 女性經理         | 女性經理百分比<br>- 女性經理占公司經理的百分比<br>- 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比<br>- 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100   |    |
| 女性員工         | 女性員工百分比<br>- 女性員工占公司員工總數的百分比<br>- 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100  |    |
| 教育訓練總時數      | 所有員工教育訓練總時數<br>- 僅考慮員工教育訓練時數<br>- 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展)<br>- 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作  |    |
| 每位員工教育訓練時數   | 平均每年每位員工總教育訓練時數  |    |

資料來源：Refinitiv，公司資料

## 損益表

|               | 季度       |          |          |          |          |          |          |          | 年度       |          |          |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|               | Mar-24A  | Jun-24F  | Sep-24F  | Dec-24F  | Mar-25F  | Jun-25F  | Sep-25F  | Dec-25F  | Dec-23A  | Dec-24F  | Dec-25F  |
| 損益表 (NT\$百萬)  |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 營業收入          | 18,848   | 24,412   | 26,049   | 28,784   | 24,736   | 26,120   | 27,908   | 29,434   | 84,188   | 98,093   | 108,198  |
| 營業成本          | (14,915) | (19,228) | (19,814) | (22,036) | (19,115) | (20,076) | (21,265) | (22,414) | (64,926) | (75,992) | (82,871) |
| 營業毛利          | 3,933    | 5,185    | 6,235    | 6,748    | 5,621    | 6,044    | 6,643    | 7,020    | 19,263   | 22,101   | 25,327   |
| 營業費用          | (2,012)  | (2,137)  | (2,263)  | (2,381)  | (2,188)  | (2,303)  | (2,381)  | (2,497)  | (7,762)  | (8,793)  | (9,369)  |
| 營業利益          | 1,921    | 3,048    | 3,972    | 4,367    | 3,433    | 3,741    | 4,262    | 4,523    | 11,501   | 13,308   | 15,958   |
| 折舊            | (233)    | (416)    | (416)    | (598)    | (492)    | (492)    | (492)    | (492)    | (878)    | (1,662)  | (1,967)  |
| 攤提            | (19)     | (23)     | (23)     | (27)     | (23)     | (23)     | (23)     | (23)     | (75)     | (92)     | (92)     |
| EBITDA        | 2,174    | 3,487    | 4,411    | 4,992    | 3,947    | 4,256    | 4,776    | 5,038    | 12,455   | 15,063   | 18,017   |
| 利息收入          | 212      | 327      | 9        | 9        | 9        | 9        | 9        | 9        | 639      | 557      | 36       |
| 投資利益淨額        | 0        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | 15       | 0        | -        |
| 其他營業外收入       | 39       | -        | 40       | 40       | 40       | 40       | 40       | 40       | 72       | 119      | 160      |
| 總營業外收入        | 251      | 327      | 49       | 49       | 49       | 49       | 49       | 49       | 727      | 677      | 196      |
| 利息費用          | (21)     | -        | (20)     | (20)     | (20)     | (20)     | (20)     | (20)     | (73)     | (61)     | (80)     |
| 投資損失          | (0)      | -        | (0)      | (0)      | (0)      | (0)      | (0)      | (0)      | (3)      | (1)      | (1)      |
| 其他營業外費用       | 640      | -        | (20)     | (20)     | (20)     | (20)     | (20)     | (20)     | (420)    | 600      | (80)     |
| 總營業外費用        | 618      | -        | (40)     | (40)     | (40)     | (40)     | (40)     | (40)     | (496)    | 538      | (161)    |
| 稅前純益          | 2,791    | 3,375    | 3,981    | 4,376    | 3,441    | 3,750    | 4,270    | 4,532    | 11,732   | 14,523   | 15,993   |
| 所得稅費用[利益]     | (547)    | (794)    | (736)    | (810)    | (637)    | (694)    | (790)    | (838)    | (2,812)  | (2,887)  | (2,959)  |
| 少數股東損益        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        |
| 非常項目稅後純益      | 2,244    | 2,581    | 3,244    | 3,567    | 2,805    | 3,056    | 3,480    | 3,693    | 8,920    | 11,636   | 13,034   |
| 非常項目          | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | -        | 0        | 0        |
| 稅後淨利          | 2,244    | 2,581    | 3,244    | 3,567    | 2,805    | 3,056    | 3,480    | 3,693    | 8,920    | 11,636   | 13,034   |
| 每股盈餘 (NT\$)   | 4.02     | 4.62     | 5.79     | 6.36     | 5.00     | 5.45     | 6.21     | 6.59     | 15.99    | 20.80    | 23.26    |
| 獲利率 (%)       |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 營業毛利率         | 20.9     | 21.2     | 23.9     | 23.4     | 22.7     | 23.1     | 23.8     | 23.8     | 22.9     | 22.5     | 23.4     |
| 營業利益率         | 10.2     | 12.5     | 15.2     | 15.2     | 13.9     | 14.3     | 15.3     | 15.4     | 13.7     | 13.6     | 14.7     |
| EBITDA Margin | 11.5     | 14.3     | 16.9     | 17.3     | 16.0     | 16.3     | 17.1     | 17.1     | 14.8     | 15.4     | 16.7     |
| 稅前純益率         | 14.8     | 13.8     | 15.3     | 15.2     | 13.9     | 14.4     | 15.3     | 15.4     | 13.9     | 14.8     | 14.8     |
| 稅後純益率         | 11.9     | 10.6     | 12.5     | 12.4     | 11.3     | 11.7     | 12.5     | 12.5     | 10.6     | 11.9     | 12.0     |
| 季成長率 (%)      |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 營業收入          | (14.2)   | 29.5     | 6.7      | 10.5     | (14.1)   | 5.6      | 6.8      | 5.5      |          |          |          |
| 營業毛利          | (25.7)   | 31.8     | 20.3     | 8.2      | (16.7)   | 7.5      | 9.9      | 5.7      |          |          |          |
| 營業收益增長        | (40.6)   | 58.6     | 30.3     | 10.0     | (21.4)   | 9.0      | 13.9     | 6.1      |          |          |          |
| EBITDA        | (37.7)   | 60.4     | 26.5     | 13.2     | (20.9)   | 7.8      | 12.2     | 5.5      |          |          |          |
| 稅前純益          | 2.1      | 21.0     | 17.9     | 9.9      | (21.4)   | 9.0      | 13.9     | 6.1      |          |          |          |
| 稅後純益          | (0.4)    | 15.0     | 25.7     | 9.9      | (21.4)   | 9.0      | 13.9     | 6.1      |          |          |          |
| 年成長率 (%)      |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 營業收入          | (4.3)    | 21.3     | 16.2     | 31.1     | 31.2     | 7.0      | 7.1      | 2.3      | 9.0      | 16.5     | 10.3     |
| 營業毛利          | (8.8)    | 15.3     | 20.7     | 27.6     | 42.9     | 16.6     | 6.5      | 4.0      | 16.6     | 14.7     | 14.6     |
| 營業收益          | (25.7)   | 17.2     | 28.9     | 35.1     | 78.7     | 22.7     | 7.3      | 3.6      | 19.4     | 15.7     | 19.9     |
| EBITDA        | (22.8)   | 23.1     | 32.9     | 43.1     | 81.6     | 22.1     | 8.3      | 0.9      | 18.6     | 20.9     | 19.6     |
| 稅前純益          | 9.9      | 9.9      | 17.5     | 60.0     | 23.3     | 11.1     | 7.3      | 3.6      | 14.2     | 23.8     | 10.1     |
| 稅後純益          | 10.1     | 15.0     | 36.0     | 58.4     | 25.0     | 18.4     | 7.3      | 3.6      | 9.2      | 30.4     | 12.0     |

資料來源：公司資料，凱基預估

**資產負債表**

| NT\$百萬        | Dec-21A       | Dec-22A       | Dec-23A       | Dec-24F       | Dec-25F       |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>資產總額</b>   | <b>35,021</b> | <b>46,061</b> | <b>56,576</b> | <b>64,708</b> | <b>72,056</b> |
| <b>流動資產</b>   | <b>31,782</b> | <b>41,883</b> | <b>49,991</b> | <b>58,173</b> | <b>65,560</b> |
| 現金及短期投資       | 7,592         | 15,015        | 24,333        | 28,447        | 32,985        |
| 存貨            | 13,246        | 12,788        | 13,551        | 15,817        | 17,296        |
| 應收帳款及票據       | 10,316        | 13,139        | 11,119        | 12,920        | 14,290        |
| 其他流動資產        | 628           | 940           | 989           | 989           | 989           |
| <b>非流動資產</b>  | <b>3,239</b>  | <b>4,178</b>  | <b>6,584</b>  | <b>6,534</b>  | <b>6,496</b>  |
| 長期投資          | 207           | 142           | 316           | 331           | 337           |
| 固定資產          | 1,487         | 1,804         | 3,181         | 3,117         | 3,072         |
| 什項資產          | 1,545         | 2,232         | 3,086         | 3,086         | 3,086         |
| <b>負債總額</b>   | <b>19,468</b> | <b>25,633</b> | <b>31,388</b> | <b>34,876</b> | <b>37,036</b> |
| <b>流動負債</b>   | <b>17,643</b> | <b>21,568</b> | <b>29,080</b> | <b>32,634</b> | <b>34,960</b> |
| 應付帳款及票據       | 11,567        | 12,478        | 13,681        | 15,969        | 17,463        |
| 短期借款          | 175           | 926           | 434           | 313           | 290           |
| 什項負債          | 5,901         | 8,164         | 14,964        | 16,352        | 17,207        |
| <b>長期負債</b>   | <b>1,825</b>  | <b>4,065</b>  | <b>2,308</b>  | <b>2,242</b>  | <b>2,076</b>  |
| 長期借款          | 1,003         | 2,605         | 538           | 471           | 305           |
| 其他負債及準備       | 68            | 293           | 389           | 389           | 389           |
| <b>股東權益總額</b> | <b>15,553</b> | <b>20,428</b> | <b>25,188</b> | <b>29,832</b> | <b>35,020</b> |
| 普通股股本         | 5,599         | 5,601         | 5,604         | 5,604         | 5,604         |
| 保留盈餘          | 6,835         | 11,169        | 15,100        | 19,744        | 24,932        |
| 少數股東權益        | -             | -             | -             | -             | -             |
| 優先股股東資金       | -             | -             | -             | -             | -             |

**主要財務比率**

|                              | Dec-21A  | Dec-22A  | Dec-23A  | Dec-24F  | Dec-25F  |
|------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>年成長率</b>                  |          |          |          |          |          |
| 營業收入                         | 9.4%     | 29.5%    | 9.0%     | 16.5%    | 10.3%    |
| 營業收益增長                       | (15.0%)  | 77.0%    | 19.4%    | 15.7%    | 19.9%    |
| EBITDA                       | (12.3%)  | 69.1%    | 18.6%    | 20.9%    | 19.6%    |
| 稅後純益                         | (6.8%)   | 73.6%    | 9.2%     | 30.4%    | 12.0%    |
| 每股盈餘成長率                      | (7.0%)   | 73.4%    | 9.2%     | 30.1%    | 11.8%    |
| <b>獲利能力分析</b>                |          |          |          |          |          |
| 營業毛利率                        | 19.0%    | 21.4%    | 22.9%    | 22.5%    | 23.4%    |
| 營業利益率                        | 9.1%     | 12.5%    | 13.7%    | 13.6%    | 14.7%    |
| EBITDA Margin                | 10.4%    | 13.6%    | 14.8%    | 15.4%    | 16.7%    |
| 稅後純益率                        | 7.9%     | 10.6%    | 10.6%    | 11.9%    | 12.0%    |
| 平均資產報酬率                      | 14.2%    | 20.1%    | 17.4%    | 19.2%    | 19.1%    |
| 股東權益報酬率                      | 31.3%    | 45.4%    | 39.1%    | 42.3%    | 40.2%    |
| <b>穩定 \ 償債能力分析</b>           |          |          |          |          |          |
| 毛負債比率 (%)                    | 7.6%     | 17.3%    | 3.9%     | 2.6%     | 1.7%     |
| 淨負債比率                        | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 利息保障倍數 (x)                   | 136.2    | 152.0    | 161.8    | 239.4    | 200.9    |
| 利息及短期償保障倍數 (x)               | 1.0      | 0.9      | 1.0      | 1.0      | 1.0      |
| Cash Flow Int. Coverage (x)  | 32.3     | 142.9    | 251.8    | 190.6    | 171.7    |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 6.3      | 9.8      | 36.3     | 31.1     | 37.1     |
| 流動比率 (x)                     | 1.8      | 1.9      | 1.7      | 1.8      | 1.9      |
| 速動比率 (x)                     | 1.1      | 1.3      | 1.3      | 1.3      | 1.4      |
| 淨負債 (NT\$百萬)                 | (5,079)  | (5,164)  | (13,099) | (17,401) | (22,127) |
| <b>每股資料分析</b>                |          |          |          |          |          |
| 每股盈餘 (NT\$)                  | 8.44     | 14.64    | 15.99    | 20.80    | 23.26    |
| 每股現金盈餘 (NT\$)                | 2.45     | 17.43    | 32.93    | 20.76    | 24.51    |
| 每股淨值 (NT\$)                  | 27.78    | 36.47    | 44.95    | 53.24    | 62.50    |
| 調整後每股淨值 (NT\$)               | 27.90    | 36.62    | 45.14    | 53.34    | 62.49    |
| 每股營收 (NT\$)                  | 106.90   | 138.40   | 150.88   | 175.38   | 193.06   |
| EBITDA/Share (NT\$)          | 11.13    | 18.82    | 22.32    | 26.93    | 32.15    |
| 每股現金股利 (NT\$)                | 6.00     | 7.50     | 10.00    | 12.50    | 14.00    |
| <b>資產運用狀況</b>                |          |          |          |          |          |
| 資產周轉率 (x)                    | 1.80     | 1.90     | 1.64     | 1.62     | 1.58     |
| 應收帳款周轉天數                     | 63.2     | 62.1     | 48.2     | 48.2     | 48.2     |
| 存貨周轉天數                       | 100.2    | 76.9     | 76.2     | 76.2     | 76.2     |
| 應付帳款周轉天數                     | 87.5     | 75.0     | 76.9     | 76.9     | 76.9     |
| 現金轉換周轉天數                     | 75.9     | 64.0     | 47.5     | 47.5     | 47.5     |

資料來源：公司資料，凱基預估

**損益表**

| NT\$百萬        | Dec-21A       | Dec-22A       | Dec-23A       | Dec-24F       | Dec-25F        |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>營業收入</b>   | <b>59,599</b> | <b>77,205</b> | <b>84,188</b> | <b>98,093</b> | <b>108,198</b> |
| 營業成本          | (48,254)      | (60,687)      | (64,926)      | (75,992)      | (82,871)       |
| <b>營業毛利</b>   | <b>11,345</b> | <b>16,518</b> | <b>19,263</b> | <b>22,101</b> | <b>25,327</b>  |
| 營業費用          | (5,904)       | (6,886)       | (7,762)       | (8,793)       | (9,369)        |
| <b>營業利益</b>   | <b>5,441</b>  | <b>9,633</b>  | <b>11,501</b> | <b>13,308</b> | <b>15,958</b>  |
| <b>總營業外收入</b> | <b>198</b>    | <b>279</b>    | <b>727</b>    | <b>677</b>    | <b>196</b>     |
| 利息收入          | 32            | 179           | 639           | 557           | 36             |
| 投資利益淨額        | 9             | 13            | 15            | 0             | -              |
| 其他營業外收入       | 157           | 87            | 72            | 119           | 160            |
| <b>總營業外費用</b> | <b>92</b>     | <b>365</b>    | <b>(496)</b>  | <b>538</b>    | <b>(161)</b>   |
| 利息費用          | (42)          | (68)          | (73)          | (61)          | (80)           |
| 投資損失          | (2)           | (1)           | (3)           | (1)           | (1)            |
| 其他營業外費用       | 136           | 434           | (420)         | 600           | (80)           |
| <b>稅前純益</b>   | <b>5,731</b>  | <b>10,276</b> | <b>11,732</b> | <b>14,523</b> | <b>15,993</b>  |
| 所得稅費用[利益]     | (1,026)       | (2,110)       | (2,812)       | (2,887)       | (2,959)        |
| 少數股東損益        | 0             | -             | -             | -             | -              |
| 非常項目          | -             | 0             | (0)           | 0             | 0              |
| <b>稅後淨利</b>   | <b>4,705</b>  | <b>8,166</b>  | <b>8,920</b>  | <b>11,636</b> | <b>13,034</b>  |
| <b>EBITDA</b> | <b>6,207</b>  | <b>10,499</b> | <b>12,455</b> | <b>15,063</b> | <b>18,017</b>  |
| 每股盈餘 (NT\$)   | 8.44          | 14.64         | 15.99         | 20.80         | 23.26          |

**現金流量**

| NT\$百萬           | Dec-21A        | Dec-22A        | Dec-23A        | Dec-24F        | Dec-25F        |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>營運活動之現金流量</b> | <b>1,368</b>   | <b>9,723</b>   | <b>18,371</b>  | <b>11,612</b>  | <b>13,738</b>  |
| 本期純益             | 4,705          | 8,166          | 8,920          | 11,636         | 13,034         |
| 折舊及攤提            | 767            | 867            | 953            | 1,755          | 2,059          |
| 本期運用資金變動         | (3,574)        | (1,670)        | 2,131          | (1,779)        | (1,356)        |
| 其他營業資產及負債變動      | (529)          | 2,361          | 6,366          | 1              | 1              |
| <b>投資活動之現金流量</b> | <b>3,900</b>   | <b>(6,104)</b> | <b>(5,666)</b> | <b>(1,705)</b> | <b>(2,021)</b> |
| 投資用短期投資出售[新購]    | 4,618          | (5,159)        | (3,967)        | -              | -              |
| 本期長期投資變動         | -              | (30)           | -              | (15)           | (8)            |
| 資本支出淨額           | (480)          | (952)          | (2,245)        | (1,598)        | (1,922)        |
| 其他資產變動           | (238)          | 36             | 546            | (92)           | (92)           |
| <b>自由現金流</b>     | <b>1,135</b>   | <b>5,838</b>   | <b>9,509</b>   | <b>8,948</b>   | <b>11,695</b>  |
| <b>融資活動之現金流量</b> | <b>(3,943)</b> | <b>(1,282)</b> | <b>(7,056)</b> | <b>(5,792)</b> | <b>(7,179)</b> |
| 短期借款變動           | -              | -              | 137            | -              | -              |
| 長期借款變動           | -              | 2,325          | (2,701)        | (188)          | (188)          |
| 現金增資             | -              | -              | -              | -              | -              |
| 已支付普通股股息         | (3,622)        | (3,346)        | (4,185)        | (5,604)        | (6,991)        |
| 其他融資現金流          | (320)          | (261)          | (307)          | 0              | (0)            |
| <b>匯率影響數</b>     | <b>38</b>      | <b>101</b>     | <b>(275)</b>   |                |                |
| <b>本期產生現金流量</b>  | <b>1,363</b>   | <b>2,438</b>   | <b>5,375</b>   | <b>4,115</b>   | <b>4,538</b>   |

**投資回報率**

|                  | Dec-21A      | Dec-22A      | Dec-23A       | Dec-24F       | Dec-25F       |
|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 1 - 營業成本/營業收入    |              |              |               |               |               |
| - 銷管費用/營業收入      | 9.9%         | 8.9%         | 9.2%          | 9.0%          | 8.7%          |
| <b>= 營業利益率</b>   | <b>9.1%</b>  | <b>12.5%</b> | <b>13.7%</b>  | <b>13.6%</b>  | <b>14.7%</b>  |
| 1 / (營業運用資金/營業收入 | 0.1          | 0.1          | (0.0)         | (0.0)         | (0.0)         |
| + 淨固定資產/營業收入     | 0.0          | 0.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| + 什項資產/營業收入)     | 0.0          | 0.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| <b>= 資本周轉率</b>   | <b>7.0</b>   | <b>9.3</b>   | <b>95.8</b>   | <b>81.3</b>   | <b>65.1</b>   |
| 營業利益率            | 9.1%         | 12.5%        | 13.7%         | 13.6%         | 14.7%         |
| x 資本周轉率          | 7.0          | 9.3          | 95.8          | 81.3          | 65.1          |
| x (1 - 有效現金稅率)   | 82.1%        | 79.5%        | 76.0%         | 80.1%         | 81.5%         |
| <b>= 稅後 ROIC</b> | <b>52.2%</b> | <b>92.2%</b> | <b>994.8%</b> | <b>883.7%</b> | <b>782.3%</b> |

資料來源：公司資料，凱基預估



## 智邦 – 以往評級及目標價



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<br>郵政編號：200040   |
| 台灣  | 台北 | 104 台北市明水路 700 號<br>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<br>電話 852.2878.6888・傳真 852.2878.6800   |
| 泰國  | 曼谷 | 8th - 11th floors, Asia Centre Building<br>173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand<br>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<br>郵政編號：068807<br>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<br>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                  | 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。 |
| 未評等 (R)                |  |
| *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。