

2024 年 8 月 9 日

研究員：涂憶君 A51619@cim.capital.com.tw

前日收盤價 701.00 元

目標價

3 個月 820.00 元

12 個月 820.00 元

國巨(2327 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

各大產品線需求回溫，AI 為長線成長題材。

投資建議：考量被動元件於各領域需求逐步增溫，尤其 AI 相關產品滲透率增加，有利國巨產能利用率持續提升，研究部以近 5 年平均本益比 9-16 倍之中上緣 14 倍評價，目標價 820 元(2025 EPS X 14 PER)，投資建議為 Buy。

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	4,231
市值(億元)	2,966
目前每股淨值(元)	322.55
外資持股比(%)	55.26
投信持股比(%)	2.90
董監持股比(%)	0.76
融資餘額(張)	4,694
現金股息配發率(%)	47.78

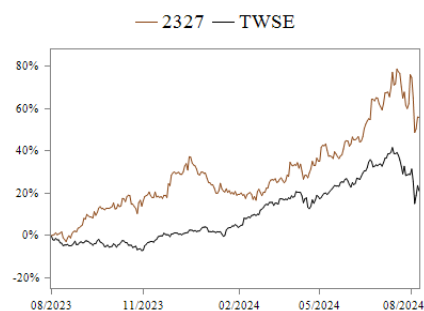
產品組合



3Q24 營收、毛利率將呈低個位數成長：07/2024 營收 110 億元，MoM+10%/YoY+23.8%，創下單月歷史新高，3Q24 隨著 AI、通信、消費性產品需求穩定成長，標準型產品產能利用率將由 2Q24 之 55% 提升至 65%、利基型產品則由 70% 提升至 75%，加上成本控管得宜，公司給出 3Q24 營收、毛利率、營益率皆將季增低個位數之指引；綜合以上，研究部預估 3Q24 營收 323.6 億元，QoQ+3%/YoY+18.1%，毛利率 36.13%，稅後純益 57.87 億元，QoQ+6.1%/YoY+19.3%，EPS 13.68 元。

2024/2025 各應用逐步回溫，AI 將成穩定成長題材：展望 2024，隨著各大終端應用需求成長，2H24 營運有望回溫，且 AI 應用有利於利基型產品產能利用持率持續拉高，預估國巨 2024 營收達 1239.9 億元，YoY+15.23%，毛利率 35.31%，稅後純益 214.62 億元，YoY+22.86%，EPS 50.73 元。2025 車用、網通等市場可望復甦外，研究部看好 AI sever、AI PC、AI 手機滲透率提升，分別將帶動 MLCC 等被動元件用量提升 1 成至數倍不等，挹注 computing & enterprise 產品項 YoY+25%起跳，毛利率則相隨著產能利用率增加持續向上，預估 2025 營收 1377.6 億元，YoY+11.1%，毛利率 36.32%，稅後純益 248.34 億元，YoY+15.71%，EPS 58.7 元。

股價相對大盤走勢



(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	107,609	123,999	137,763	26,757	27,396	27,361	28,505	31,419	32,361	31,714	29,941	32,941
營業毛利淨額	36,026	43,781	50,039	8,877	9,106	9,431	9,634	11,038	11,692	11,417	10,482	11,925
營業利益	20,472	25,377	30,537	5,085	5,391	5,075	4,964	6,482	7,064	6,866	6,141	7,247
稅後純益	17,469	21,462	24,834	3,730	4,851	4,757	4,609	5,453	5,787	5,613	5,062	5,910
稅後 EPS(元)	41.29	50.73	58.70	8.82	11.46	11.24	10.89	12.89	13.68	13.27	11.96	13.97
毛利率(%)	33.48%	35.31%	36.32%	33.18%	33.24%	34.47%	33.80%	35.13%	36.13%	36.00%	35.01%	36.20%
營業利益率(%)	19.02%	20.47%	22.17%	19.01%	19.68%	18.55%	17.41%	20.63%	21.83%	21.65%	20.51%	22.00%
稅後純益率(%)	16.23%	17.31%	18.03%	13.94%	17.71%	17.39%	16.17%	17.36%	17.88%	17.70%	16.91%	17.94%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-11.13%	15.23%	11.10%	2.53%	2.39%	-0.13%	4.18%	10.22%	3.00%	-2.00%	-5.59%	10.02%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-23.15%	22.86%	15.71%	-9.72%	30.05%	-1.93%	-3.11%	18.32%	6.12%	-3.00%	-9.82%	16.76%

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 42.31 億元計算。

2024 年 8 月 9 日

ESG

國巨公司基於對社會責任的自覺、對環保意識的認同，自我要求擔負起企業對環境應負之責任，大力採用環保產品、施行降低污染措施，並積極參與環保相關活動且嚴守國內各項環保法規，並以國際環保公約嚴格自律。從原物料採購、人員管理、產品研發、品管活動、客戶服務、製程，污染防治措施管理、緊急應變措施等，皆遵循公司所制訂的「環境政策」；建置並執行環境管理系統，落實污染防治，致力追求企業永續發展及對環境持續改善，全員積極參與環境保護活動，執行能源節約、工業減廢、資源回收與再利用及環境禁用物質不使用與削減。公司多年來致力於環保所獲得之部分認證如下：1. ISO14001 認證。2. Sony 綠色夥伴認證。3. ASUS Green management system 認證。4. SAMSUNG Eco-Partner 認證。

2Q24 營收優於預期，毛利率提升

2Q24 營收 314.18 億元，QoQ+10.2%/YoY+17.4%，優於公司原先預期，主要是 AI 相關應用與消費性產品需求佳，毛利率 35.13%，QoQ+1.33ppt，主要是產能利用率穩步提升，且因費用控管得宜，使營益率來到 20.63%，QoQ+3.22ppt，綜合以上，稅後純益 54.53 億元，QoQ+18.3%/YoY+46.2%，EPS 13.02 元。

3Q24 營收、毛利率將呈低個位數成長

07/2024 營收 110 億元，MoM+10%/YoY+23.8%，創下單月歷史新高，3Q24 隨著 AI、通信、消費性產品需求穩定成長，標準型產品產能利用率將由 2Q24 之 55% 提升至 65%、利基型產品則由 70% 提升至 75%，加上成本控管得宜，公司給出 3Q24 營收、毛利率、營益率皆將季增低個位數之指引；綜合以上，研究部預估 3Q24 營收 323.6 億元，QoQ+3%/YoY+18.1%，毛利率 36.13%，稅後純益 57.87 億元，QoQ+6.1%/YoY+19.3%，EPS 13.68 元。

2024/2025 各應用逐步回溫，AI 將成穩定成長題材

展望 2024，隨著各大終端應用需求成長，2H24 營運有望回溫，且 AI 應用有利於利基型產品產能利用持率持續拉高，預估國巨 2024 營收達 1239.9 億元，YoY+15.23%，毛利率 35.31%，稅後純益 214.62 億元，YoY+22.86%，EPS 50.73 元。2025 車用、網通等市場可望復甦外，研究部看好 AI sever、AI PC、AI 手機滲透率提升，分別將帶動 MLCC 等被動元件用量提升 1 成至數倍不等，挹注 computing & enterprise 產品項 YoY+25% 起跳，毛利率則相隨著產能利用率增加持續向上，預估 2025 營收 1377.6 億元，YoY+11.1%，毛利率 36.32%，稅後純益 248.34 億元，YoY+15.7%，EPS 58.7 元。

投資建議

考量被動元件於各領域需求逐步增溫，尤其 AI 相關產品滲透率增加，有利國巨產能利用率持續提升，長線成長動能明確，研究部以近 5 年平均本益比 9-16 倍之中上緣 14 倍與以評價，目標價 820 元(2025 EPS X 14 PER)，投資建議為 Buy。

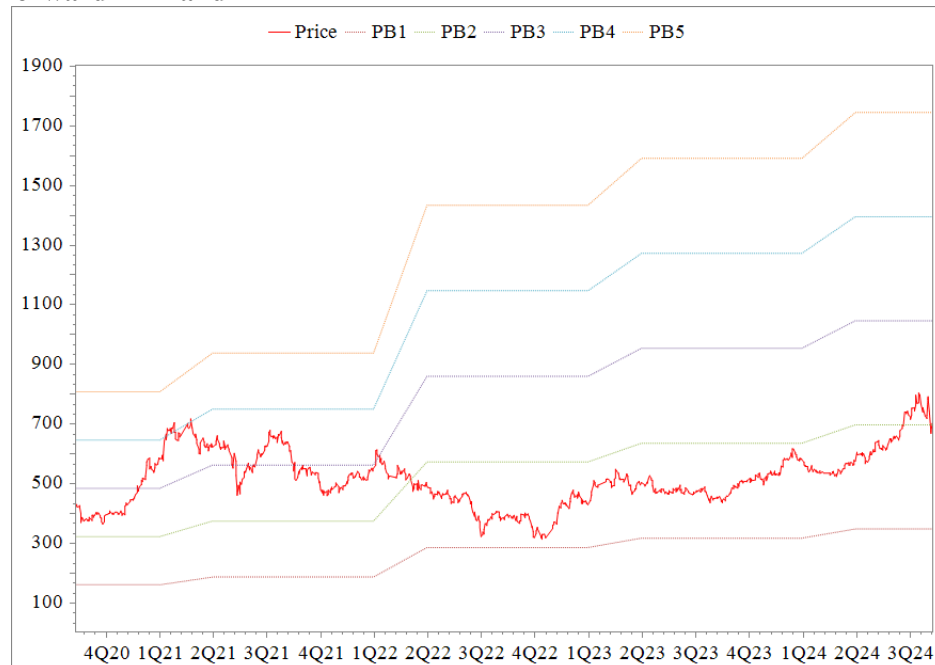
2024 年 8 月 9 日

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 8 月 9 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	242,903	277,186	331,448	360,307	385,114
流動資產	104,829	111,705	131,210	131,000	135,000
現金及約當現金	39,126	39,421	52,951	49,815	52,910
應收帳款與票據	22,300	22,263	20,392	21,000	21,500
存貨	25,198	26,945	27,176	27,000	27,500
採權益法之投資	1,517	3,396	5,386	6,617	7,585
不動產、廠房設備	50,695	59,871	67,772	66,543	63,543
負債總計	143,477	155,636	194,849	210,641	227,878
流動負債	86,170	94,916	115,340	110,000	110,000
應付帳款及票據	18,632	14,354	15,116	15,000	15,500
非流動負債	57,307	60,720	79,510	100,757	117,494
權益總計	99,426	121,549	136,599	149,666	157,236
普通股股本	4,959	4,213	4,231	5,078	5,078
保留盈餘	63,762	77,284	90,596	102,817	110,387
母公司業主權益	79,417	121,344	134,612	147,624	155,194
負債及權益總計	242,903	277,186	331,448	360,307	385,114

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	28,755	39,763
稅前純益	28,704	31,128	24,399	28,486	32,677
折舊及攤銷	7,574	7,675	8,684	8,535	7,991
營運資金變動	-13,390	-5,987	2,402	-548	-500
其他營運現金	4,679	195	-4,418	-7,718	-405
投資活動現金	-11,669	-29,514	-53,116	-47,565	-42,139
資本支出淨額	-10,202	-12,631	-16,021	-17,000	-18,000
長期投資變動	-1,035	-16,362	-37,121	-1,500	-1,300
其他投資現金	-432	-520	26	-29,065	-22,839
籌資活動現金	-3,239	-7,251	36,280	15,674	5,471
長借/公司債變動	380	9,972	20,455	21,247	16,737
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-4,959	-5,400	-4,179	-8,450	-17,264
其他籌資現金	1,340	-11,822	20,004	2,876	5,998
淨現金流量	12,237	294	13,531	-3,137	3,095
期初現金	26,890	39,126	39,421	52,951	49,815
期末現金	39,126	39,421	52,951	49,815	52,910

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	122,179	121,087	107,609	123,999	137,763
營業成本	75,561	75,068	71,584	80,217	87,724
營業毛利淨額	46,618	46,019	36,026	43,781	50,039
營業費用	17,635	17,031	15,554	18,405	19,502
營業利益	28,983	28,988	20,472	25,377	30,537
EBITDA	36,365	38,501	31,485	35,636	40,032
業外收入及支出	-279	579	160	3,108	2,140
稅前純益	28,704	31,128	24,399	28,486	32,677
所得稅	6,966	8,358	6,838	6,969	7,842
稅後純益	22,903	22,730	17,469	21,462	24,834
稅後 EPS(元)	54.13	53.72	41.29	50.73	58.70
完全稀釋 EPS**	54.07	53.67	41.24	50.67	58.63

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 42.31 【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 42.35 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%	15.23%	11.10%
營業毛利淨額	83.57%	-1.29%	-21.71%	21.53%	14.29%
營業利益	78.69%	0.02%	-29.38%	23.96%	20.33%
稅後純益	90.67%	-0.75%	-23.15%	22.86%	15.71%
獲利能力分析(%)					
毛利率	38.16%	38.00%	33.48%	35.31%	36.32%
EBITDA(%)	29.76%	31.80%	29.26%	28.74%	29.06%
營益率	23.72%	23.94%	19.02%	20.47%	22.17%
稅後純益率	18.75%	18.77%	16.23%	17.31%	18.03%
總資產報酬率	9.43%	8.20%	5.27%	5.96%	6.45%
股東權益報酬率	23.03%	18.70%	12.79%	14.34%	15.79%

償債能力檢視

負債比率(%)	59.07%	56.15%	58.79%	58.46%	59.17%
負債/淨值比(%)	144.31%	128.04%	142.64%	140.74%	144.93%
流動比率(%)	121.65%	117.69%	113.76%	119.09%	122.73%

其他比率分析

存貨天數	95.94	126.77	137.98	123.25	113.38
應收帳款天數	54.24	67.17	72.34	60.92	56.30

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	26,096	26,757	27,396	27,361	28,505	31,419	32,361	31,714	29,941	32,941	37,941	36,941
營業成本	17,483	17,880	18,290	17,930	18,871	20,380	20,669	20,297	19,459	21,016	23,903	23,347
營業毛利淨額	8,612	8,877	9,106	9,431	9,634	11,038	11,692	11,417	10,482	11,925	14,038	13,594
營業費用	3,692	3,791	3,715	4,356	4,670	4,556	4,628	4,551	4,341	4,678	5,312	5,172
營業利益	4,920	5,085	5,391	5,075	4,964	6,482	7,064	6,866	6,141	7,247	8,726	8,422
業外收入及支出	514	1,359	893	1,160	1,115	923	550	520	520	530	550	540
稅前純益	5,435	6,445	6,284	6,235	6,079	7,406	7,614	7,386	6,661	7,777	9,276	8,962
所得稅	1,300	2,732	1,346	1,461	1,450	1,919	1,827	1,773	1,599	1,866	2,226	2,151
稅後純益	4,132	3,730	4,851	4,757	4,609	5,453	5,787	5,613	5,062	5,910	7,050	6,811
最新股本	4,231	4,231	4,231	4,231	4,231	4,231	4,231	4,231	4,231	4,231	4,231	4,231
稅後EPS(元)	9.76	8.82	11.46	11.24	10.89	12.89	13.68	13.27	11.96	13.97	16.66	16.10

獲利能力(%)

毛利率(%)	33.00%	33.18%	33.24%	34.47%	33.80%	35.13%	36.13%	36.00%	35.01%	36.20%	37.00%	36.80%
營業利益率(%)	18.86%	19.01%	19.68%	18.55%	17.41%	20.63%	21.83%	21.65%	20.51%	22.00%	23.00%	22.80%
稅後純益率(%)	15.83%	13.94%	17.71%	17.39%	16.17%	17.36%	17.88%	17.70%	16.91%	17.94%	18.58%	18.44%

QoQ(%)

營業收入淨額	-9.50%	2.53%	2.39%	-0.13%	4.18%	10.22%	3.00%	-2.00%	-5.59%	10.02%	15.18%	-2.64%
營業利益	-17.12%	3.35%	6.02%	-5.86%	-2.19%	30.58%	8.99%	-2.81%	-10.56%	18.01%	20.41%	-3.48%
稅前純益	-15.65%	18.58%	-2.48%	-0.78%	-2.50%	21.82%	2.81%	-3.00%	-9.82%	16.76%	19.28%	-3.38%
稅後純益	-0.77%	-9.72%	30.05%	-1.93%	-3.11%	18.32%	6.12%	-3.00%	-9.82%	16.76%	19.28%	-3.38%

YoY(%)

營業收入淨額	-13.40%	-14.58%	-11.04%	-5.11%	9.23%	17.42%	18.12%	15.91%	5.04%	4.84%	17.24%	16.48%
營業利益	-34.28%	-35.52%	-29.78%	-14.52%	0.88%	27.47%	31.04%	35.29%	23.71%	11.80%	23.52%	22.67%
稅前純益	-32.53%	-22.98%	-23.94%	-3.22%	11.86%	14.92%	21.16%	18.46%	9.56%	5.01%	21.83%	21.34%
稅後純益	-33.81%	-37.08%	-24.18%	14.25%	11.55%	46.20%	19.30%	18.00%	9.84%	8.39%	21.83%	21.34%

註1：稅後EPS以股本42.31億元計算

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。