

## 佳世達 (2352 TT) Qisda Corp

網通及智能方案持續庫存調整 醫療及 IT 正面貢獻

持有-超越同業

目標價 (12 個月) : NT\$33.0

收盤價 (2024/08/07) : NT\$32.5

隱含漲幅 : 1.5%

## 營收組成 (2Q24)

資通訊 ICT 66%、醫療 Medical 5%、智能方案 BSG 12%、網路通訊 NCG 10%、其他(偏光片)7%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-落後同業
目標價 (NT\$)	33.0	39.0
2024年營收 (NT\$/十億)	208.4	211.5
2024年EPS	1.9	2.3

## 交易資料表

市值	NT\$63,920百萬元
外資持股比例	11.0%
董監持股比例	12.1%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$12.46
負債比	67.4%
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	208,422	236,950
營業利益	5,852	5,011	6,094	8,279
稅後純益	8,252	2,976	3,763	4,278
EPS (元)	4.20	1.51	1.91	2.17
EPS YoY (%)	-0.7	-63.9	26.5	13.7
本益比 (倍)	7.8	21.5	17.0	14.9
股價淨值比 (倍)	1.6	1.7	2.6	2.3
ROE (%)	16.5	6.8	15.4	15.5
現金殖利率 (%)	6.2%	3.7%	4.2%	3.9%
現金股利 (元)	2.00	1.20	1.36	1.26

陳玫芬 合格證券投資分析人員 &amp; CFP

Lisa.mf.chen@yuanta.com

柯好璇

Varine.Ko@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 2Q24 營業利益優於預期 17%，主因高毛利率的醫療事業季增 9%，惟單季稅率偏高使獲利低於預期 26%，EPS 為 0.34 元。

◆ IT 事業占營收比重達 5 成，估 3Q24 季增 14%；網通事業估計受終端庫存影響至 2H25，智能方案之北美子公司庫存調整至 1H25。

◆ 產業景氣影響而下修 3Q24 及 2024 年獲利預估 21%及 16%，EPS 為 0.63 元及 1.91 元；目前評價合理給予持有評等。

## 2Q24 營業利益優於預期 17%，獲利低於預期主因稅率提高

2Q24 營收 498.6 億元，年減 4.3%但季增 6.3%；毛利率/營益率為 16.7%/2.4%，高於預期 0.5 ppt/0.4 ppt，營業利益為 11.85 億元，年減 18%但季增 28%，高於預期 17%，主要貢獻來自醫療事業年增 5%且季增 9%，其淨利高於公司平均；單季 EPS 為 0.34 元，低於原預期 26%，主因該季稅率偏高達 40%，估計後續季度回到正常水準，全年為 33%。

## IT 景氣小幅回溫，惟網通事業尚待調整

2Q24 IT 事業中的傳統 IT 占總營收 48%，年增 7%且季增 9%，消費性產品已微增且商務亦將小幅回溫，逐季轉佳；高附加價值 IT 產品占營收 7%，年減 22%但季增 4%；估計整體 IT 事業 3Q 年成長率 21%且季成長 14%。網通事業(即明泰) 2Q24 占營收 11%，2Q24 年減 21%但季增 10%，明泰 2Q24 毛利率 16.3%，較過去五季的 18-20%為低，本中心估計未來四季毛利率落在 16-17%間，至 3Q25 才好轉。

## 智能方案調整期拉長，下修 3Q24 及 2024 年獲利預估

智能方案 2Q24 占營收 15%，2Q24 年減 11%且季減 1%，包含友通、邁達特及其他公司，邁達特本身營運穩健，但其美國子公司之庫存使 2Q24 邁達特獲利僅 870 萬元，低於先前 1-2 億元/季，本中心估計未來三季獲利僅略高於損平。本中心下修 3Q24 營收 4%至 541 億元，年增 7.3%且季增 8.4%；毛利率/營益率為 16.7%/3.2%；下修營業利益 12.5%至 17.5 億元，年增 29.6%且季增 47.6%；EPS 下修 20.7%至 0.63 元，年增 2.6%。2024 年營收下修 1.4%至 2,084 億元，獲利下修 15.7%至 EPS 1.91 元。採 2024 年預估 EPS 及 17 倍目標本益比(與前次同)，目標價為 33 元，評等持有。

## 營運分析

### 2Q24 營業利益優於預期 17%，獲利低於預期主因單季稅率偏高

2Q24 營收 498.6 億元，年減 4.3%但季增 6.3%；毛利率/營益率為 16.7%/2.4%，高於原預期 0.5 ppt/0.4 ppt，毛利率季增 0.7ppt 且年增 0.4ppt；營業利益為 11.85 億元，年減 18%但季增 28%，高於本中心 17%，其中醫療事業年增 5%且季增 9%，淨利高於公司平均；單季 EPS 為 0.34 元，低於原預期 26%，主因該季稅率偏高達 40%，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，估全年平均稅率僅約 33%，後續季度回到正常水準。

### IT 事業的顯示器及投影機開始回溫，網通事業及智能方案均需庫存調整

2Q24 IT 事業占營收比重 55%，季增 9%；傳統 IT 包含傳統顯示器及投影機占總營收 48%，年增 7%且季增 9%，消費性產品已微增且商務亦將小幅回溫，逐季轉佳；投影機雖然 1Q 仍極低迷但 2Q 訂單好轉；高附加價值 IT 產品占營收 7%，年減 22%但季增 4%，近期已接獲戶顯示器及車用新訂單；估計 IT 事業 3Q 年成長率 21%且季成長 14%。

網通事業(即明泰) 2Q24 占營收 11%，2Q24 年減 21%但季增 10%，自 2H23 開始調整庫存但回溫速度較原預期慢；由於歐美市場網通產業仍低迷，明泰積極及佈局印度市場之產能可望於 2025 年量產，大陸廠產能及越南產能調整有機會提升毛利率，明泰 2Q24 毛利率 16.3%，較過去五季的 18-20%為低，本中心估計未來四季毛利率落在 16-17%間，至 3Q25 才好轉。

智能方案 2Q 占營收 15%，2Q24 年減 11%且季減 1%，包含友通、邁達特及其他公司，原估計企業 IT 智能相關及製造業自動化設備受到景氣負面影響而於 2H24 回溫。邁達特本身代理軟體部份營運穩健，但由於邁達特美國子公司之庫存，現在估計至 2025 才逐步小幅回溫，2Q24 邁達特獲利僅 870 萬元，較先前 1-2 億元/季為不佳，本中心估計未來三季獲利僅略高於損平。邁達特公司 Brainstorm 於 4Q24 正式併購北美子進入合併報表，其為北美特殊應用電腦通路商，代理圖形處理器 (GPU)、工作站及人工智慧 (AI) 伺服器等产品為主，由於其在手庫存高且產業景氣尚疲弱，預期需要數季庫存調整時間。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	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	49,857	6.3%	-4.3%	50,460	50,050	-1.2%	-0.4%
營業毛利	8,497	7,511	8,319	10.8%	-2.1%	8,159	8,065	2.0%	3.2%
營業利益	1,443	927	1,185	27.8%	-17.9%	1,009	1,121	17.4%	5.7%
稅前利益	2,104	802	1,343	67.5%	-36.1%	1,343	1,542	0.0%	-12.9%
稅後淨利	1,024	257	663	158.1%	-35.2%	897	758	-26.1%	-12.5%
調整後 EPS (元)	0.52	0.13	0.34	158.1%	-35.2%	0.46	0.41	-26.1%	-16.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	16.3%	16.0%	16.7%	0.7	0.4	16.2%	16.1%	0.5	0.6
營業利益率	2.8%	2.0%	2.4%	0.4	-0.4	2.0%	2.2%	0.4	0.1
稅後純益率	2.0%	0.5%	1.3%	0.8	-0.6	1.8%	1.5%	-0.4	-0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

3Q24 營運下修因網通事業及智能解決方案事業之市場景氣仍未轉佳

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 3Q24 營收 4.1%至 541 億元，年增 7.3%且季增 8.4%；毛利率/營益率為 16.7%/3.2%；下修營業利益 12.5%至 17.5 億元，年增 29.6%且季增 47.6%；EPS 下修 20.7%至 0.63 元，年增 2.6%。業外因合併報表子公司財務成本較高而調整數字。

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	50,370	49,857	54,050	8.4%	7.3%	56,350	56,640	-4.1%	-4.6%
營業毛利	8,377	8,319	9,050	8.8%	8.0%	9,300	9,358	-2.7%	-3.3%
營業利益	1,350	1,185	1,750	47.6%	29.6%	2,000	2,037	-12.5%	-14.1%
稅前利益	2,125	1,343	1,775	32.1%	-16.5%	2,325	2,586	-23.7%	-31.4%
稅後淨利	1,202	663	1,233	86.0%	2.6%	1,556	1447	-20.7%	-14.8%
調整後 EPS (元)	0.61	0.34	0.63	86.0%	2.6%	0.79	0.75	-20.7%	-16.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	16.6%	16.7%	16.7%	0.1	0.1	16.5%	16.5%	0.2	0.2
營業利益率	2.7%	2.4%	3.2%	0.9	0.6	3.5%	3.6%	-0.3	-0.4
稅後純益率	2.4%	1.3%	2.3%	1.0	-0.1	2.8%	2.6%	-0.5	-0.3

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；其中智能方案包含 AI 軟體代理與智慧製造，可望受惠於市場 AI 產業趨勢。

圖 3：佳世達事業群介紹

Business Groups		Qisda 2352			Revenue (NTD) till 1H2
IT Information Technology (54%)	MEDICAL (13%)	BSG Business Solutions (15%)	NCG Networking & Communication (11%)	OTHERS (6%)	
52.6 B	12.3 B	14.8 B	10.9 B	6.2 B	
<div>➢ Displays 36.1B (37%)<ul style="list-style-type: none"><li>• Gaming</li><li>• High-end</li><li>• General</li></ul></div> <div>➢ Projectors 4.7B (5%)</div> <div>➢ IT_Other 5.1B (5%)</div> <div>➢ IT_HVA 6.7B (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</div> <div>➢ AUO (FVOCI)</div> <div>➢ Darfon, Norbel... (Equity method)</div>

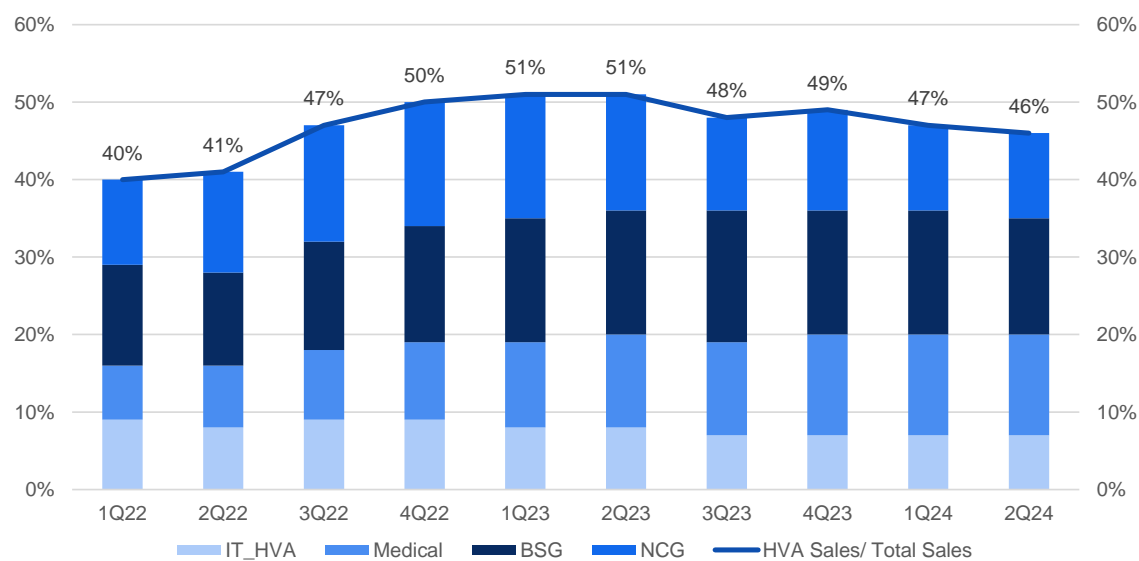
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：佳世達各事業群毛利率區間

Gross Margin for Business Units	2Q24 Gross margin	GM YoY	GM QoQ
Medical	25~30%	increase	increase
BSG	15~20%	flat	flat
NCG	15~20%	flat	flat
IT_HVA	25~30%	flat	increase
IT_Non HVA	10~15%	flat	flat
Others	10~15%	flat	flat

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



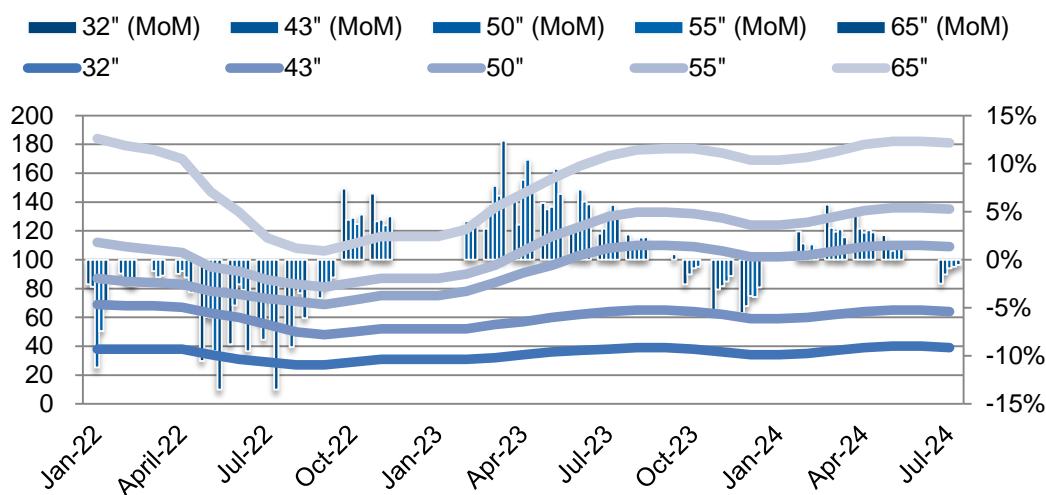
資料來源：公司資料、元大投顧

## 產業概況

### TV 面板報價 7 月下跌 1~3%，預期 8 月跌幅些微擴大

Omdia 最新面板報價顯示 7 月由持平轉為下跌 1~3%，大致符合預期；其中 32 吋(小尺寸)跌幅最深，下跌 2.5%至 39 美元，大尺寸的 65 吋僅下跌 0.5%跌幅最小，主因電視品牌廠商已經為年中三大運動賽事備足庫存，故拉貨動能出現放緩，此外中國 618 銷售表現不如預期，反映終端需求疲軟。估計 8 月電視面板將維持下跌態勢，跌幅落在 1~3%之間。

圖 6：TV 面板 7 月下跌 1~3%，預期 8 月維持下跌態勢

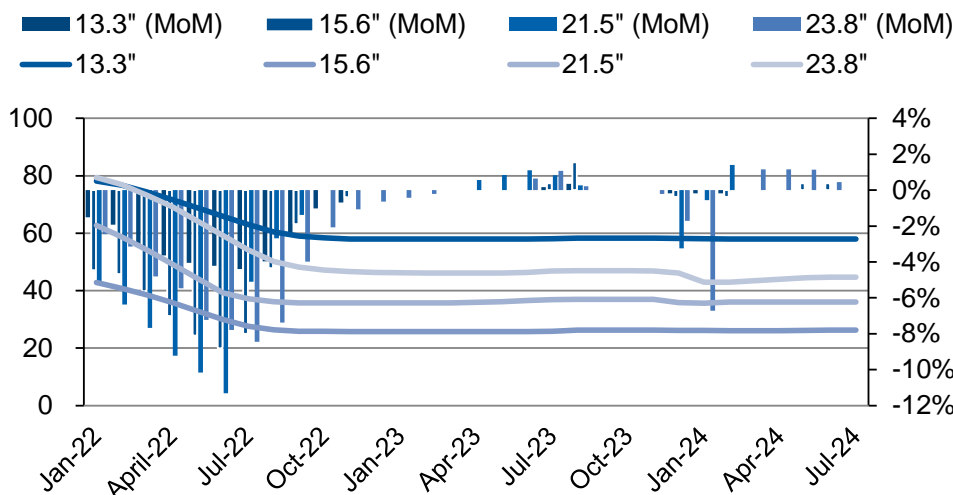


資料來源：Omdia、元大投顧

### IT / Monitor 面板漲幅已收斂，7 月報價與前月持平

7 月 IT 與顯示器 Monitor 價格由前月上漲 0~1%收斂至持平，大致符合研調機構預期，反映下游品牌商已於第二季提前建立庫存，故本月拉貨動能出現放緩，然需留意一些 NB PC 品牌開始為暑假 back-to-school 備貨。研調機構 Omdia 預估 8 月份特定尺寸的 IT 和 Monitor 面板報價有望微幅增長 0.2%。

圖 7：7 月 IT 與 Monitor 面板報價由上漲轉為持平

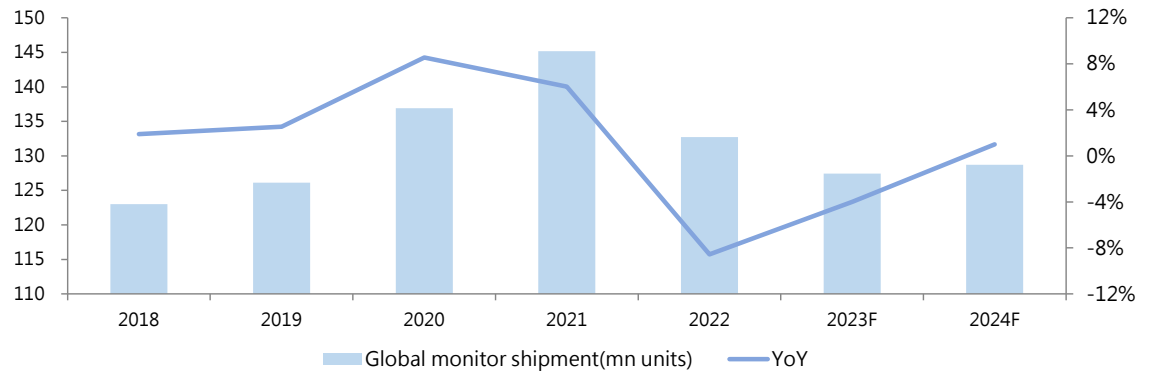


資料來源：Omdia、元大投顧

## 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 年緩步回溫，估計呈現 2%左右的年增率。

圖 8：全球顯示器出貨於 2022 年及 2023 年衰退，1H24 已開始小幅回升



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 33 元，評等持有

本中心將估計 2024 年營收下修 1.4%至 2,084 億元，年增 2.4%；下修營業利益 1.7%至 61 億元，年增 22%；EPS 下修 15.7%至 1.91 元，年增 26.5%。主因網通事業及智能解決方案預期下半年仍處於調整兼，其中網通事業估計 2024 年減 23%，而智能解決方案估計年減 6.5%。2025 年下修獲利 26%，主因智能方案事業營運未如預期，調整期至 3Q25 才緩步回復；而網通事業原估計於 3Q24 庫存調整完畢，調整成為 3Q25 才緩步小幅復甦，二者均較先前估計更為疲弱。

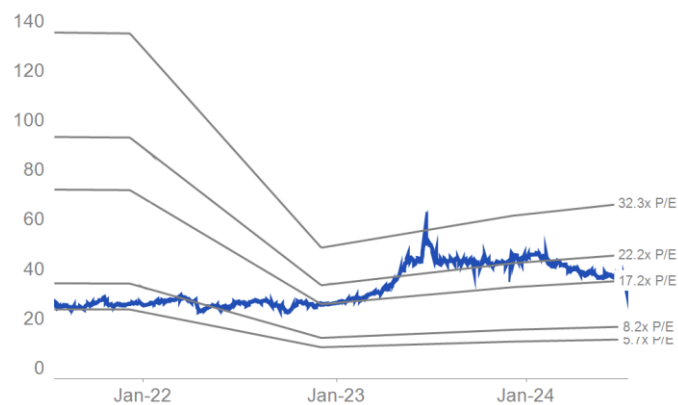
本中心採 2024 年預估 EPS 1.91 元，參考國內同業本益比給予其 17 倍目標本益比(與前次相同)，目標價為 33 元(過去三年 PE 為 6-32 倍，國內同業為 11-18 倍)。目前股價處於合理區間，評等持有。

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	208,422	211,474	236,950	253,355	-1.4%	-6.5%
營業毛利	34,461	34,581	39,869	41,151	-0.3%	-3.1%
營業利益	6,094	6,198	8,279	9,561	-1.7%	-13.4%
稅前利益	6,229	7,109	7,966	10,865	-12.4%	-26.7%
稅後淨利	3,763	4,464	4,278	5,760	-15.7%	-25.7%
調整後 EPS (元)	1.91	2.27	2.17	2.93	-15.7%	-25.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	16.5%	16.4%	16.8%	16.2%	0.2	0.6
營業利益率	2.9%	2.9%	3.5%	3.8%	0.0	-0.3
稅後純益率	1.8%	2.1%	1.8%	2.3%	-0.3	-0.5

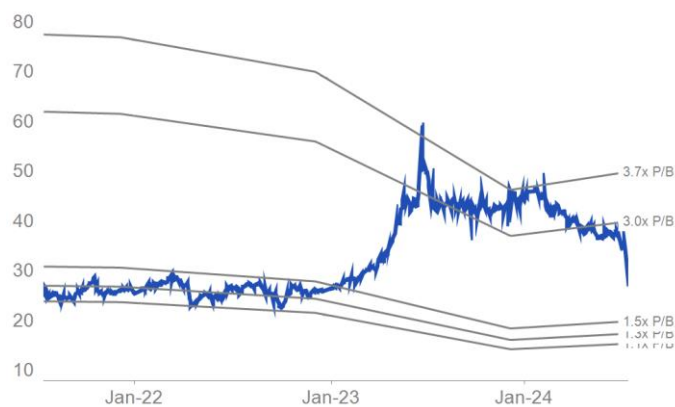
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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-超越同業	32.5	1,936	1.51	1.91	2.17	21.5	17.0	14.9	(63.9)	26.5	13.7
國內同業													
鴻海	2317 TT	持有-超越同業	170.5	44,131	10.3	10.6	14.8	16.6	16.1	11.5	0.4	3.3	39.9
仁寶	2324 TT	買進	31.0	5,280	1.8	2.2	3.1	17.6	13.9	9.9	5.2	26.7	40.8
鴻準	2354 TT	未評等	60.7	2,295	4.3	5.4	--	14.0	11.2	--	43.9	24.7	--
英業達	2356 TT	持有-超越同業	44.7	6,402	1.7	2.1	3.2	26.1	21.2	14.0	0.1	23.4	51.2
廣達	2382 TT	買進	250.0	31,202	10.3	14.3	20.0	24.3	17.5	12.5	37.0	39.0	39.6
緯創	3231 TT	未評等	97.5	10,765	3.6	--	8.4	26.9	--	11.7	(9.4)	--	--
和碩	4938 TT	持有-超越同業	96.2	7,047	5.9	6.3	7.7	16.3	15.3	12.5	4.2	7.1	22.0
國內同業平均					5.4	6.8	9.5	20.3	15.9	12.0	11.6	20.7	38.7

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-超越同業	32.5	1,936	6.8	15.4	15.5	18.84	12.46	14.08	1.7	2.6	2.3
國內同業													
鴻海	2317 TT	持有-超越同業	170.5	44,131	9.5	9.4	12.0	107.7	113.3	123.1	1.6	1.5	1.4
仁寶	2324 TT	買進	31.0	5,280	702.0	796.0	1068.0	27.1	28.0	29.4	1.1	1.1	1.1
鴻準	2354 TT	未評等	60.7	2,295	5.8	7.0	--	110.1	114.9	--	0.6	0.5	--
英業達	2356 TT	持有-超越同業	44.7	6,402	10.0	12.4	17.3	17.0	17.0	18.4	2.6	2.6	2.4
廣達	2382 TT	買進	250.0	31,202	21.9	30.1	36.0	48.2	47.5	55.5	5.2	5.3	4.5
緯創	3231 TT	未評等	97.5	10,765	11.5	16.0	17.7	36.9	42.6	48.6	2.6	2.3	2.0
和碩	4938 TT	持有-超越同業	96.2	7,047	8.0	8.8	10.2	70.9	71.9	75.3	1.4	1.3	1.3
國內同業平均					109.8	125.7	193.5	59.7	62.2	58.4	2.2	2.1	2.1

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)

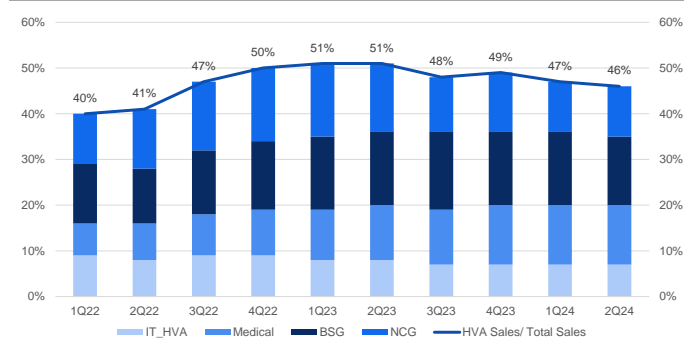
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	46,914	49,857	54,050	57,600	53,650	59,350	61,200	62,750	208,422	236,950
銷貨成本	(39,404)	(41,538)	(45,000)	(48,018)	(45,070)	(49,440)	(50,728)	(51,842)	(173,961)	(197,081)
營業毛利	7,511	8,319	9,050	9,582	8,580	9,910	10,472	10,908	34,461	39,869
營業費用	(6,583)	(7,134)	(7,300)	(7,350)	(7,300)	(7,800)	(8,100)	(8,390)	(28,367)	(31,590)
營業利益	927	1,185	1,750	2,232	1,280	2,110	2,372	2,518	6,094	8,279
業外利益	(125)	158	25	77	(161)	(111)	(95)	52	135	(313)
稅前純益	802	1,343	1,775	2,309	1,119	1,999	2,277	2,570	6,229	7,966
所得稅費用	(407)	(537)	(390)	(508)	(425)	(540)	(592)	(565)	(1,843)	(2,122)
少數股東權益	138	143	151	191	306	433	421	405	623	1,565
歸屬母公司稅後純益	257	663	1,233	1,610	387	1,027	1,264	1,599	3,763	4,278
調整後每股盈餘(NT\$)	0.13	0.34	0.63	0.82	0.20	0.52	0.64	0.81	1.91	2.17
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	16.0%	16.7%	16.7%	16.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	16.5%	16.8%
營業利益率	2.0%	2.4%	3.2%	3.9%	0	0	0	0	2.9%	3.5%
稅前純益率	1.7%	2.7%	3.3%	4.0%	2.1%	3.4%	3.7%	4.1%	3.0%	3.4%
稅後純益率	0.6%	1.6%	2.6%	3.1%	1.3%	2.5%	2.8%	3.2%	2.1%	2.5%
有效所得稅率	50.8%	40.0%	22.0%	22.0%	38.0%	27.0%	26.0%	22.0%	29.6%	26.6%
季增率(%)										
營業收入	-7.4%	6.3%	8.4%	6.6%	-6.9%	10.6%	3.1%	2.5%		
營業利益	6.9%	27.8%	47.7%	27.5%	-42.7%	64.8%	12.4%	6.2%		
稅後純益	-39.6%	158.0%	86.0%	30.6%	-76.0%	165.4%	23.1%	26.5%		
調整後每股盈餘	-39.6%	158.1%	86.0%	30.5%	-75.9%	165.1%	23.2%	26.5%		
年增率(%)										
營業收入	-7.0%	-4.3%	7.3%	13.7%	14.4%	19.0%	13.2%	8.9%	2.4%	13.7%
營業利益	-31.3%	-17.9%	29.6%	157.3%	38.0%	78.1%	35.5%	12.8%	21.6%	35.9%
稅後純益	-20.7%	-35.3%	2.6%	278.2%	50.6%	54.9%	2.5%	-0.7%	-2.9%	33.2%
調整後每股盈餘	-20.7%	-35.2%	2.6%	278.1%	50.7%	54.8%	2.5%	-0.6%	26.5%	13.7%

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

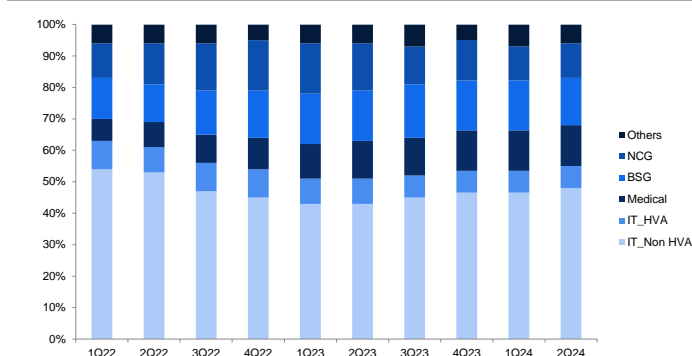
佳世達成立於 1984 年，總部位於桃園，製造基地位於桃園、蘇州、越南河內，研發中心設於桃園、蘇州；越南布局廠房多年，且逐步增加越南比重。公司五大事業包含 1) 資訊產業(含顯示器及投影機)；2) 醫療事業；3) 智能解決方案；4) 網路通訊事業；5) 其他材料；佳世達以聯合艦隊策略，投資集結不同產業之隱形冠軍，合併營收中含明基電通、明基醫院、友通資訊、明泰科技、仲琦科技、明基材等不同專業之轉投資廠商。公司五大事業採全球彈性製造，零組件共同採購，且業務垂直整合並相輔相乘，以強化個別事業競爭力，促進整體艦隊成長。

圖 15：高附加價值營收占比提升



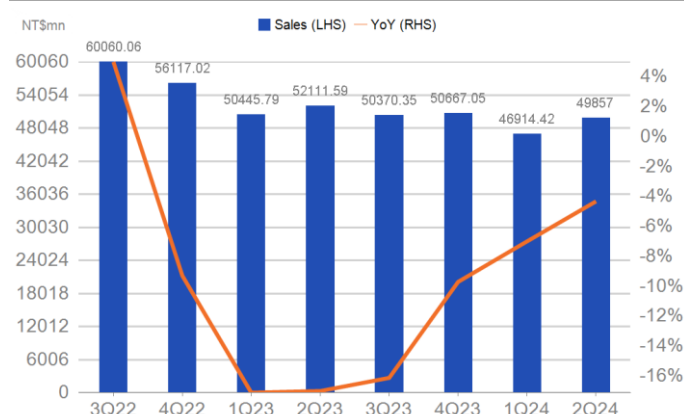
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：營收組成



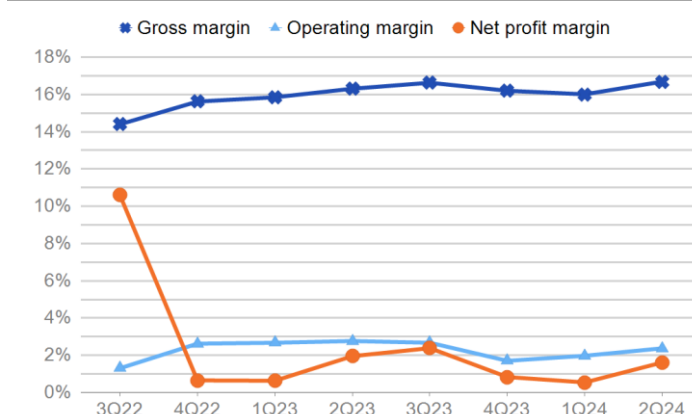
資料來源：公司資料

圖 17：營收趨勢



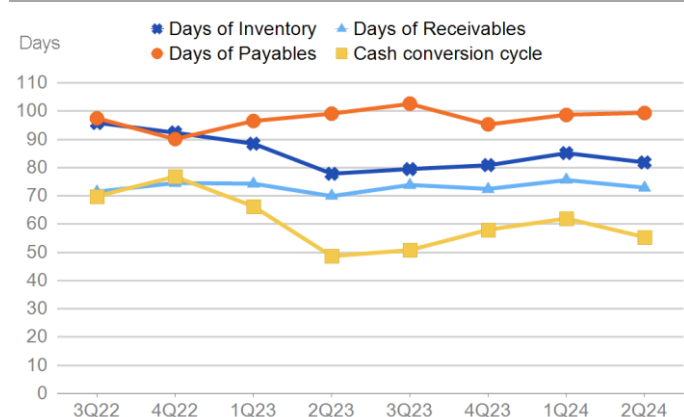
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：毛利率、營益率、淨利率



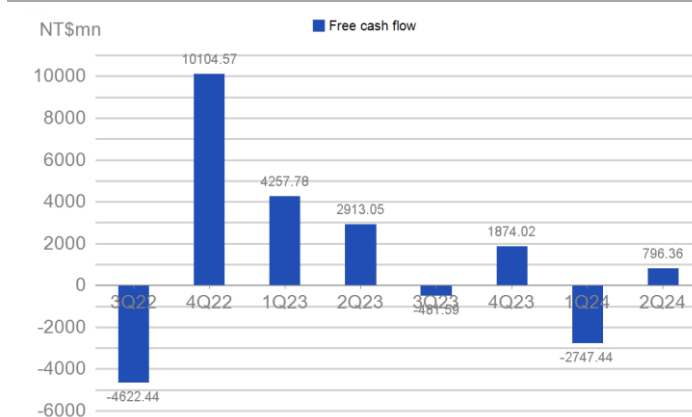
資料來源：CMoney、公司資料

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 (2024/8/8)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

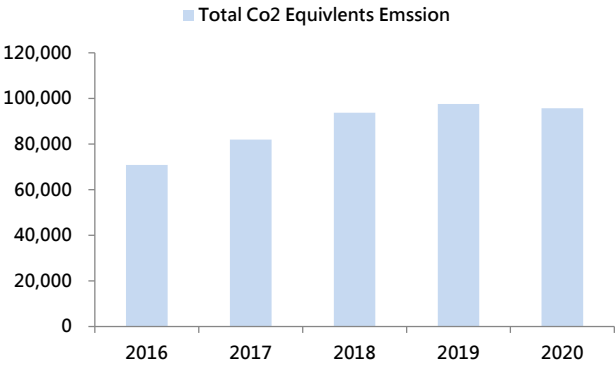
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

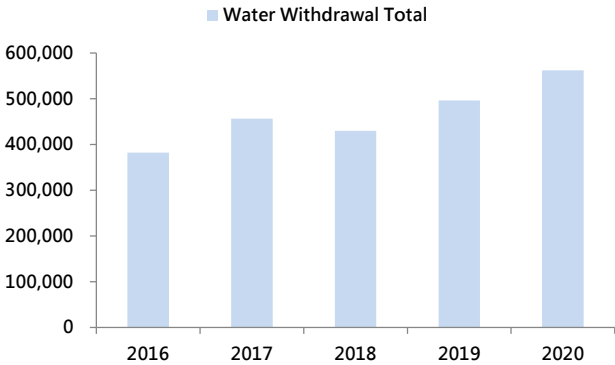
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

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	20,750	14,368
存貨	50,148	43,870	37,931	38,646	45,095
應收帳款及票據	33,007	40,150	38,042	39,580	46,577
其他流動資產	8,984	6,163	6,564	10,727	10,727
流動資產	110,589	121,386	108,010	109,703	116,767
採用權益法之投資	4,067	5,479	8,314	8,533	8,533
固定資產	33,037	36,507	40,389	42,982	43,660
無形資產	10,539	10,228	9,513	9,555	9,555
其他非流動資產	29,007	19,816	22,197	10,206	10,206
非流動資產	76,650	72,030	80,413	71,276	71,953
資產總額	187,239	193,416	188,424	180,979	188,720
應付帳款及票據	40,785	29,038	30,468	30,636	35,206
短期借款	24,295	25,970	29,920	30,187	30,187
什項負債	23,253	29,636	24,881	27,645	27,645
流動負債	88,333	84,644	85,269	88,468	93,038
長期借款	26,702	32,087	29,785	38,234	38,234
其他負債及準備	6,040	8,748	9,277	3,215	3,215
長期負債	32,742	40,835	39,062	41,449	41,449
負債總額	121,076	125,478	124,330	129,917	134,487
股本	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668
資本公積	1,844	1,949	1,984	2,118	2,118
保留盈餘	20,778	24,185	18,793	17,844	19,450
什項權益	(833)	(5,076)	(3,388)	(15,117)	(13,551)
歸屬母公司之權益	41,456	40,726	37,057	24,513	27,684
非控制權益	24,706	27,211	27,036	26,548	26,548
股東權益總額	66,163	67,937	64,094	51,062	54,233

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	4,386	5,843
折舊及攤提	4,796	5,315	5,700	5,807	5,836
本期營運資金變動	(9,759)	(12,635)	9,591	(2,085)	(8,875)
其他營業資產 及負債變動	(3,405)	(4,950)	(6,197)	(3,078)	552
營運活動之現金流量	2,115	(1,191)	13,611	5,030	3,355
資本支出	(6,099)	(6,538)	(5,048)	(6,329)	(7,065)
本期長期投資變動	(12,241)	1,412	2,834	(3,136)	0
其他資產變動	12,602	13,482	(6,560)	(1,162)	0
投資活動之現金流量	(5,739)	8,355	(8,774)	(10,627)	(7,065)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	7,315	10,324	2,340	2,048	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(2,950)	(4,917)	(3,934)	(2,351)	(2,672)
其他調整數	(5,025)	(2,071)	(8,924)	182	0
融資活動之現金流量	(661)	3,336	(10,518)	(121)	(2,672)
匯率影響數	(474)	2,252	(49)	995	0
本期產生現金流量	(4,759)	12,753	(5,730)	(4,723)	(6,382)
自由現金流量	(3,985)	(7,729)	8,563	(1,299)	(3,710)

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	208,422	236,950
銷貨成本	(193,404)	(205,276)	(170,519)	(173,961)	(197,081)
營業毛利	32,557	34,561	33,076	34,461	39,869
營業費用	(25,196)	(28,709)	(28,065)	(28,367)	(31,590)
推銷費用	(12,975)	(15,099)	(14,955)	(15,149)	(17,350)
研究費用	(6,260)	(7,192)	(6,944)	(6,756)	(7,240)
管理費用	(5,965)	(6,332)	(6,198)	(6,451)	(7,000)
其他費用	4	(85)	33	(12)	0
營業利益	7,361	5,852	5,011	6,094	8,279
利息收入	269	414	902	844	820
利息費用	(689)	(1,197)	(1,808)	(1,760)	(1,680)
利息收入淨額	(419)	(783)	(907)	(915)	(860)
投資利益(損失)淨額	1,608	367	405	784	747
匯兌損益	(24)	54	94	509	0
其他業外收入(支出)淨額	4,467	11,134	1,717	(243)	(200)
稅前純益	12,992	16,623	6,320	6,229	7,966
所得稅費用	(2,509)	(5,544)	(1,804)	(1,843)	(2,122)
少數股權淨利	2,175	2,827	1,540	623	1,565
歸屬母公司之稅後純益	8,308	8,252	2,976	3,763	4,278
稅前息前折舊攤銷前淨利	18,477	23,135	13,828	11,900	14,114
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.22	4.20	1.51	1.91	2.17

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)	2.4	13.7
營業利益	11.3	(20.5)	(14.4)	21.6	35.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	43.8	25.2	(40.2)	(13.9)	18.6
稅後純益	64.7	5.7	(59.2)	(2.9)	33.2
調整後每股盈餘	66.5	(0.7)	(63.9)	26.5	13.7
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	14.4	14.4	16.3	16.5	16.8
營業利益率	3.3	2.4	2.5	2.9	3.5
稅前息前淨利率	5.5	6.4	2.2	2.9	3.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	8.2	9.7	6.8	5.7	6.0
稅前純益率	5.8	6.9	3.1	3.0	3.4
稅後純益率	3.7	3.4	1.5	2.1	2.5
資產報酬率	5.9	5.8	2.4	2.4	3.1
股東權益報酬率	16.8	16.5	6.8	15.4	15.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	183.0	184.7	194.0	254.4	248.0
淨負債權益比(%)	49.2	39.5	53.4	93.4	99.7
利息保障倍數 (倍)	19.9	14.9	4.5	4.5	5.7
流動比率 (%)	125.2	143.4	126.7	124.0	125.5
速動比率 (%)	68.4	91.6	82.2	80.3	77.0
淨負債 (NT\$百萬元)	32,548	26,854	34,232	47,671	54,053
調整後每股淨值 (NT\$)	21.08	20.71	18.84	12.46	14.08
評價指標 (倍)					
本益比	7.7	7.8	21.5	17.0	14.9
股價自由現金流量比	--	--	7.5	--	--
股價淨值比	1.5	1.6	1.7	2.6	2.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.5	2.8	4.6	5.4	4.5
股價營收比	0.3	0.3	0.3	0.3	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>.