

2024 年 10 月 30 日

研究員：涂憶君 A51619@cim.capital.com.tw

前日收盤價 591.00 元

目標價

3 個月 645.00 元

12 個月 645.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

08/09/2024 Buy 820

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	5,180
市值(億元)	3,061
目前每股淨值(元)	277.90
外資持股比(%)	54.73
投信持股比(%)	2.07
董監持股比(%)	0.74
融資餘額(張)	6,689
現金股息配發率(%)	47.78

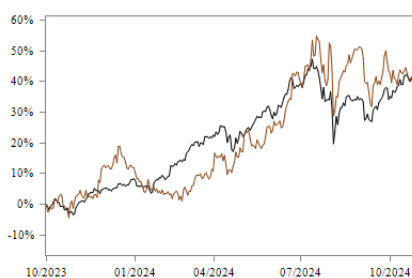
產品組合



- 磁性元件: 35.00%
- 積層陶瓷電容: 22.00%
- 鉅質電容: 16.00%
- 其他: 27.00%

股價相對大盤走勢

— 2327 — TWSE



國巨 (2327 TT)

Trading Buy

4Q24 步入淡季缺乏亮點，工業應用力拚 2025 復甦。

投資建議：考量 4Q24 國巨營運平淡，未具明確亮點，且 industrial 至 1H25 仍屬謹慎，看法明顯轉為保守，另因 3Q24 除權與部分可轉債轉換致使股本膨脹至 51.8 億元，故調降目標價至 645 元 (2025EPS X 14PER)，投資建議調整為 Trading Buy。

3Q24 產品組合轉差，毛利率遜於預期：3Q24 營收 317.38 億元，QoQ+1.02%/YoY+15.85%，符合公司給予營收季增低個位數之指引，惟毛利率 35.22%，與 2Q24 約略持平，遜於公司給予毛利率季增低個位數百分點之指引，主要是 industrial 相關需求仍未起色，QoQ-13.8%，導致產品組合轉差，稅後純益 56.49 億元，QoQ+3.6%/YoY+16.5%，EPS 10.91 元。

4Q24 步入淡季、且工業需求疲軟：隨著 4Q24 進入淡季，且 industrial 相關需求仍持續疲軟，公司給予營收個位數季減、毛利率低個位數百分點季減之指引，稼動率力拚維持與 3Q24 相當，一般型產品為 65%、利基型產品為 75%，未出現稼動率持續回升之景況；綜合以上，研究部同步下調營收與獲利預期，預估 4Q24 營收 301.51 億元，QoQ-5%/YoY+10.2%，毛利率 34.2%，稅後純益 50.09 億元，QoQ-11.3%/YoY+5.3%，EPS 9.67 元。

1H25 占比最高之工業應用仍謹慎看待，態度轉為保守：觀察 2024 年表現，國巨於 3Q24 見到稼動率回升、存貨週轉天數下降等樂觀訊號，惟占比最高之 industrial 歐洲客戶拉貨需求不如預期，影響整體表現，故預估 2024 營收 1218.1 億元，YoY+13.2%，毛利率 34.6%，稅後純益 207.19 億元，YoY+18.6%，EPS 40.73 元；展望 2025 年，國巨認 computing&enterprise system 受惠 AI 需求，是成長性最為看好之應用，惟 industrial 仍具挑戰性，對 1H25 暫持謹慎態度，預期需耗時 3-6 個月，才能見到顯著復甦，故研究部下調 2025 營收與毛利率預期，預估 2025 營收 1336.2 億元，YoY+9.7%，毛利率 35.77%，稅後純益 238.8 億元，YoY+15.3%，EPS 46.12 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	107,609	121,812	133,628	27,396	27,361	28,505	31,418	31,738	30,151	28,907	31,907	36,907
營業毛利淨額	36,026	42,162	47,800	9,106	9,431	9,634	11,038	11,178	10,312	9,828	11,203	13,663
營業利益	20,472	24,067	28,884	5,391	5,075	4,964	6,482	6,636	5,985	5,637	6,672	8,496
稅後純益	17,469	20,720	23,888	4,851	4,757	4,609	5,453	5,649	5,009	4,741	5,545	6,965
稅後 EPS(元)	33.72	40.73	46.12	9.36	9.18	8.90	10.53	10.91	9.67	9.15	10.71	13.45
毛利率(%)	33.48%	34.61%	35.77%	33.24%	34.47%	33.80%	35.13%	35.22%	34.20%	34.00%	35.11%	37.02%
營業利益率(%)	19.02%	19.76%	21.61%	19.68%	18.55%	17.41%	20.63%	20.91%	19.85%	19.50%	20.91%	23.02%
稅後純益率(%)	16.23%	17.01%	17.88%	17.71%	17.39%	16.17%	17.36%	17.80%	16.61%	16.40%	17.38%	18.87%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-11.13%	13.20%	9.70%	2.39%	-0.13%	4.18%	10.22%	1.02%	-5.00%	-4.13%	10.38%	15.67%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-23.15%	18.61%	15.29%	30.05%	-1.93%	-3.11%	18.31%	3.60%	-11.33%	-5.35%	16.97%	25.61%

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 51.80 億元計算。

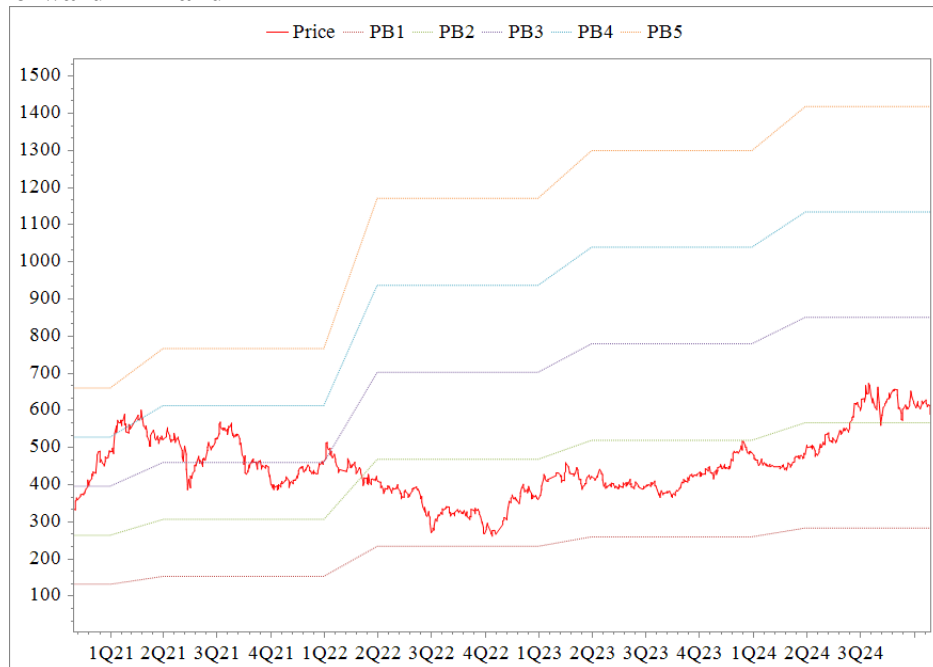
2024 年 10 月 30 日

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 10 月 30 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	242,903	277,186	331,448	358,517	380,976
流動資產	104,829	111,705	130,809	131,000	135,000
現金及約當現金	39,126	39,421	52,951	49,897	53,033
應收帳款與票據	22,300	22,263	20,392	21,000	21,500
存貨	25,198	26,945	26,775	27,000	27,500
採權益法之投資	1,517	3,396	5,386	6,525	7,394
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	209,595	225,430
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	99,711	115,046
權益總計	99,426	121,549	136,599	148,923	155,547
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	102,074	108,698
母公司業主權益	79,417	121,344	134,612	146,881	153,505
負債及權益總計	242,903	277,186	331,448	358,517	380,976

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	27,132	38,151
稅前純益	28,704	31,128	24,399	27,182	31,024
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	2,803	-949	-500
其他營運現金	4,679	195	-4,818	-7,636	-364
投資活動現金	-11,669	-29,514	-53,116	-58,967	-54,589
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	-15,000	-16,000
其他投資現金	-432	-520	26	-26,967	-20,589
籌資活動現金	-3,239	-7,251	36,280	28,781	19,574
長借/公司債變動	380	9,972	20,455	20,201	15,335
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	17,030	21,503
淨現金流量	12,237	294	13,531	-3,054	3,136
期初現金	26,890	39,126	39,421	52,951	49,897
期末現金	39,126	39,421	52,951	49,897	53,033

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	121,812	133,628
營業成本	75,561	75,068	71,584	79,650	85,828
營業毛利淨額	46,618	46,019	36,026	42,162	47,800
營業費用	17,635	17,031	15,554	18,095	18,916
營業利益	28,983	28,988	20,472	24,067	28,884
EBITDA	36,365	38,501	31,485	34,332	38,379
業外收入及支出	-279	579	160	3,115	2,140
稅前純益	28,704	31,128	24,399	27,182	31,024
所得稅	6,966	8,358	6,838	6,408	7,135
稅後純益	22,903	22,730	17,469	20,720	23,888
稅後 EPS(元)	44.21	43.88	33.72	40.00	46.12
完全稀釋 EPS**	44.21	43.88	33.72	40.00	46.12

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 51.80【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 51.80 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%	13.20%	9.70%
營業毛利淨額	83.57%	-1.29%	-21.71%	17.03%	13.37%
營業利益	78.69%	0.02%	-29.38%	17.56%	20.01%
稅後純益	90.67%	-0.75%	-23.15%	18.61%	15.29%
獲利能力分析(%)					
毛利率	38.16%	38.00%	33.48%	34.61%	35.77%
EBITDA(%)	29.76%	31.80%	29.26%	28.18%	28.72%
營益率	23.72%	23.94%	19.02%	19.76%	21.61%
稅後純益率	18.75%	18.77%	16.23%	17.01%	17.88%
總資產報酬率	9.43%	8.20%	5.27%	5.78%	6.27%
股東權益報酬率	23.03%	18.70%	12.79%	13.91%	15.36%

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%	113.41%	119.09%	122.73%
其他比率分析					
存貨天數	95.94	126.77	136.96	123.21	115.89
應收帳款天數	54.24	67.17	72.34	62.01	58.04

2024 年 10 月 30 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	26,757	27,396	27,361	28,505	31,418	31,738	30,151	28,907	31,907	36,907	35,907	32,148
營業成本	17,880	18,290	17,930	18,871	20,380	20,560	19,839	19,079	20,704	23,244	22,801	20,896
營業毛利淨額	8,877	9,106	9,431	9,634	11,038	11,178	10,312	9,828	11,203	13,663	13,106	11,252
營業費用	3,801	3,715	4,356	4,670	4,556	4,542	4,327	4,192	4,531	5,167	5,027	4,661
營業利益	5,076	5,391	5,075	4,964	6,482	6,636	5,985	5,637	6,672	8,496	8,079	6,590
業外收入及支出	1,359	893	1,160	1,115	923	556	520	520	530	550	540	520
稅前純益	6,435	6,284	6,235	6,079	7,406	7,192	6,505	6,157	7,202	9,046	8,619	7,110
所得稅	2,732	1,346	1,461	1,450	1,919	1,542	1,496	1,416	1,656	2,081	1,982	1,635
稅後純益	3,721	4,851	4,757	4,609	5,453	5,649	5,009	4,741	5,545	6,965	6,637	5,475
最新股本	5,180	5,180	5,180	5,180	5,180	5,180	5,180	5,180	5,180	5,180	5,180	5,180
稅後EPS(元)	7.18	9.36	9.18	9.20	10.85	11.01	9.67	9.15	10.71	13.45	12.81	10.57

獲利能力(%)

毛利率(%)	33.18%	33.24%	34.47%	33.80%	35.13%	35.22%	34.20%	34.00%	35.11%	37.02%	36.50%	35.00%
營業利益率(%)	18.97%	19.68%	18.55%	17.41%	20.63%	20.91%	19.85%	19.50%	20.91%	23.02%	22.50%	20.50%
稅後純益率(%)	13.91%	17.71%	17.39%	16.17%	17.36%	17.80%	16.61%	16.40%	17.38%	18.87%	18.48%	17.03%

QoQ(%)

營業收入淨額	2.53%	2.39%	-0.13%	4.18%	10.22%	1.02%	-5.00%	-4.13%	10.38%	15.67%	-2.71%	-10.47%
營業利益	3.16%	6.02%	-5.86%	-2.19%	30.58%	2.37%	-9.81%	-5.82%	18.36%	27.34%	-4.91%	-18.43%
稅前純益	18.41%	-2.48%	-0.78%	-2.50%	21.81%	-2.89%	-9.55%	-5.35%	16.97%	25.61%	-4.72%	-17.51%
稅後純益	-9.95%	30.05%	-1.93%	-3.11%	18.31%	3.60%	-11.33%	-5.35%	16.97%	25.61%	-4.72%	-17.51%

YoY(%)

營業收入淨額	-14.58%	-11.04%	-5.11%	9.23%	17.42%	15.85%	10.20%	1.41%	1.56%	16.29%	19.09%	11.21%
營業利益	-35.64%	-29.78%	-14.52%	0.88%	27.70%	23.08%	17.93%	13.56%	2.92%	28.04%	34.99%	16.91%
稅前純益	-23.09%	-23.94%	-3.22%	11.86%	15.08%	14.44%	4.33%	1.27%	-2.75%	25.79%	32.50%	15.48%
稅後純益	-37.23%	-24.18%	14.25%	11.55%	46.56%	16.46%	5.30%	2.86%	1.70%	23.30%	32.50%	15.48%

註1：稅後EPS以股本51.80億元計算

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。

2024 年 10 月 30 日

【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。