

## 佳世達 (2352 TT) Qisda Corp

網通及智能方案事業谷底將盡 惟 IT 事業僅緩和回溫

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$38.0

收盤價 (2024/11/06) : NT\$37.0

隱含漲幅 : 2.7%

## 營收組成 (3Q24)

資通訊 ICT 56%、醫療 Medical 13%、智能方案 BSG 15%、網路通訊 NCG 10%、其他(偏光片) 6%。

## 本次報告更新重點

| 項目                | 本次      | 前次      |
|-------------------|---------|---------|
| 評等                | 持有-超越同業 | 持有-超越同業 |
| 目標價 (NT\$)        | 38.0    | 33.0    |
| 2024年營收 (NT\$/十億) | 199.3   | 208.4   |
| 2024年EPS          | 1.4     | 1.9     |

## 交易資料表

|                        |               |
|------------------------|---------------|
| 市值                     | NT\$72,770百萬元 |
| 外資持股比例                 | 9.8%          |
| 董監持股比例                 | 12.1%         |
| 調整後每股淨值 (2024F)        | NT\$18.94     |
| 負債比                    | 68.0%         |
| 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 | 199,266 | 209,850 |
| 營業利益        | 5,852   | 5,011   | 4,590   | 6,400   |
| 稅後純益        | 8,252   | 2,976   | 2,804   | 4,082   |
| EPS (元)     | 4.20    | 1.51    | 1.43    | 2.08    |
| EPS YoY (%) | -0.7    | -63.9   | -5.8    | 45.6    |
| 本益比 (倍)     | 8.8     | 24.5    | 26.0    | 17.8    |
| 股價淨值比 (倍)   | 1.8     | 2.0     | 2.0     | 1.8     |
| ROE (%)     | 16.5    | 6.8     | 7.5     | 10.2    |
| 現金殖利率 (%)   | 5.4%    | 3.2%    | 2.7%    | 3.8%    |
| 現金股利 (元)    | 2.00    | 1.20    | 1.01    | 1.41    |

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

3Q24 獲利低於預期 15%，EPS 為 0.54 元，季增 59%但年減 12%；季增主因 3Q 業外配息；IT 事業旺季不旺且網通事業季減。

高附加價值事業中，網通事業持續受景氣負面影響至 2025 年，智能方案之海外子公司庫存調整至 1H25；二者回溫略低於原預期。

NCG 及 BSG 事業持續調整，故下修 2025 年獲利預估 5%，EPS 為 2.08 元；谷底將盡惟顯示器比重高故動能不顯著，給予持有評等。

## 3Q24 獲利低於預期 15%，主因 NCG 及 BSG 事業低於預期

3Q24 營收 508 億元，年增 0.8%且季增 1.9%；營業利益為 12.5 億元，年減 8%但季增 5%，低於本中心預期 29%，其中占營收 11%的 NCG 事業(網通事業，即明泰)營收 50 億元，季減 13%且年減 9%，持續受景氣負面影響；該季 EPS 為 0.54 元，低於原預期 15%，季增 59%主因業外配息集中於 3Q。IT 事業中的顯示器季增 5%，旺季不旺且商用市場不如預期；投影機以標案急單為主。醫療事業(Medical)季增 1%但獲利季減，主因該季產品組合以醫材等產品占比提升。智能方案(BSG)事業季增 5%，其中工業電腦(IPC)逐季回溫但邁達特獲利回溫仍低於原預期。IT 回溫緩慢，估 4Q24 營收季增 2%。

## 諾貝兒旗下丁丁藥局可望於 2025 年併表，POS 產品具機會

醫療事業(Medical)旗下諾貝兒自佳世達 2023 年入股後目前持有 26.72%股權，以權益法認列獲利，規劃將再收購 13.95%股權至持股 40.67%而併入合併報表，到時可望認為 40 億營收/年，惟貢獻時點估計在 2025 年。此外，智能方案(BSG)事業旗下 POS 機廠商拍檔科技持續在朝東南亞市場 POS 領域佈局，長期可望規劃掛牌；益欣科技以提供 AI 解決方案予零售、娛樂產業，長期亦朝掛牌方向佈局。

## 高附加價值事業谷底將盡，惟 IT 事業仍占比 5 成動能不顯著

2025 年估計營收下修 11.4%至 2,099 億元，年增 5%；下修營業利益 23%至 64 億元，年增 39%；EPS 下修 5%至 2.08 元，年增 46%；其中智能方案(BSG)事業仍需時間調整，且網通(NCG)事業雖受景氣影響但即將開始出貨印度訂單，惟明基材偏光片事業下修為年持平。由於 2024 年為高附加價值事業谷底，NCG 及 BSG 均將回復成長，惟 IT 事業仍占比達 5 成使動能不顯著；本中心採 2025 年預估 EPS 及 18 倍目標本益比(前次採 2024 年 17 倍目標本益比)，目標價 38 元，目前股價處於合理區間，評等為持有。

## 營運分析

### 3Q24 營業利益低於預期 15%，NCG 較原估計疲弱

3Q24 營收 508 億元，年增 0.8%且季增 1.9%；毛利率/營益率為 16.8%/2.5%，毛利率季增 0.1ppt 且年增 0.1ppt；營業利益為 12.5 億元，年減 8%但季增 5%，低於本中心預期 29%，其中占營收 11%的 NCG 事業(網通事業，即明泰)營收 50 億元，季減 13%且年減 9%，持續受景氣負面影響，公司已佈局印度產能且預期 12 月開始出貨當地客戶；該季 EPS 為 0.54 元，低於原預期 15%。

### IT 事業旺季不旺且網通事業季減 13%，工業電腦逐季緩和回溫

IT 事業中的顯示器季增 5%，反映顯示器市場旺季不旺的疲弱，且商用市場銷售不如預期；投影機客戶以標案居多而以急單方式生產。醫療事業(Medical)季增 1%但營業淨利季減，主因該季產品組合醫材占比提升，醫材業務在中國及印度在地製造計劃已啟動。智能方案(BSG)事業季增 5%，其中工業電腦(IPC)逐季回溫且其陽開始出貨液冷產品，拍檔科技持續朝向東南亞市場 POS 領域佈局，未來有機會掛牌；惟邁達特回溫低於預期。網通事業(NCG；即明泰)季減 13%，該事業自 2023 年下半年庫存調節，公司布局印度市場且將於 12 月開始當地量產，旗下仲琦已於 6 月回到成長軌道。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

| (百萬元)       | 3Q23A  | 2Q24A  | 3Q24A  | 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 | 50,794 | 1.9%  | 0.8%   | 54,050 | 53,079 | -6.0%  | -4.3%  |
| 營業毛利        | 8,377  | 8,319  | 8,512  | 2.3%  | 1.6%   | 9,050  | 8,829  | -5.9%  | -3.6%  |
| 營業利益        | 1,350  | 1,185  | 1,245  | 5.0%  | -7.8%  | 1,750  | 1,616  | -28.9% | -23.0% |
| 稅前利益        | 2,125  | 1,343  | 1,445  | 7.5%  | -32.0% | 1,775  | 2,190  | -18.6% | -34.0% |
| 稅後淨利        | 1,202  | 663    | 1,053  | 58.8% | -12.4% | 1,233  | 1,229  | -14.6% | -14.3% |
| 調整後 EPS (元) | 0.61   | 0.34   | 0.54   | 58.8% | -12.4% | 0.63   | 0.62   | -14.6% | -14.3% |
| 重要比率 (%)    |        |        |        | 百分點   | 百分點    |        |        |        |        |
| 營業毛利率       | 16.6%  | 16.7%  | 16.8%  | 0.1   | 0.1    | 16.7%  | 16.6%  | 0.0    | 0.1    |
| 營業利益率       | 2.7%   | 2.4%   | 2.5%   | 0.1   | -0.2   | 3.2%   | 3.0%   | -0.8   | -0.6   |
| 稅後純益率       | 2.4%   | 1.3%   | 2.1%   | 0.7   | -0.3   | 2.3%   | 2.3%   | -0.2   | -0.2   |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 4Q24 營運下修因 IT 市場回溫緩慢，且 NCG 事業及 BSG 事業仍處於調整期

由於 IT 市場景氣回溫較原估計緩和，網通事業(NCG)及智能解決方案(BSG)較先前保守，本中心下修 4Q24 營收 10%至 517 億元，年增 2%且季增 2%；毛利率/營益率為 16.6%/2.4%；下修營業利益 45%至 12.3 億元，年增 42%但季減 1%；EPS 下修 48%至 0.42 元，年增 95%。4Q 顯示器市場需求平淡保守，投影機客戶仍以標案急單為主；網通(NCG)之企業用交換器需求仍低迷但寬頻產品庫存調整結束將回溫；BSG 旗下的邁達特海外子公司存貨調整已接近尾聲。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

| (百萬元)       | 4Q23A  | 3Q24F  | 4Q24F  | 季增率    | 年增率   | 4Q24F  |        | 預估差異   |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
|             |        |        |        |        |       | 元大預估   | 市場預估   | 元大     | 市場     |
| 營業收入        | 50,667 | 50,794 | 51,700 | 1.8%   | 2.0%  | 57,600 | 55,536 | -10.2% | -6.9%  |
| 營業毛利        | 8,207  | 8,512  | 8,583  | 0.8%   | 4.6%  | 9,582  | 9,250  | -10.4% | -7.2%  |
| 營業利益        | 868    | 1,245  | 1,233  | -1.0%  | 42.1% | 2,232  | 1,927  | -44.7% | -36.0% |
| 稅前利益        | 862    | 1,445  | 1,310  | -9.3%  | 51.9% | 2,309  | 2,013  | -43.2% | -34.9% |
| 稅後淨利        | 426    | 1,053  | 831    | -21.1% | 95.2% | 1,610  | 1202   | -48.4% | -30.9% |
| 調整後 EPS (元) | 0.22   | 0.54   | 0.42   | -21.1% | 95.2% | 0.82   | 0.61   | -48.4% | -30.9% |
| 重要比率 (%)    |        |        |        | 百分點    | 百分點   |        |        | 百分點    | 百分點    |
| 營業毛利率       | 16.2%  | 16.8%  | 16.6%  | -0.2   | 0.4   | 16.6%  | 16.7%  | 0.0    | -0.1   |
| 營業利益率       | 1.7%   | 2.5%   | 2.4%   | -0.1   | 0.7   | 3.9%   | 3.5%   | -1.5   | -1.1   |
| 稅後純益率       | 0.8%   | 2.1%   | 1.6%   | -0.5   | 0.8   | 2.8%   | 2.2%   | -1.2   | -0.6   |

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)<br>till 3Q24   |
|---|---|--|---|---|---|
| IT<br>Information Technology<br>(55%)   | MEDICAL<br>(13%)  | BSG<br>Business Solutions<br>(15%)   | NCG<br>Networking & Communication<br>(11%)  | OTHERS<br>(6%)  |   |
| 81.4 B  | 18.8 B  | 22.4 B   | 15.8 B  | 9.1 B   |   |
| <div>➢ Displays 55.7B (38%)<ul style="list-style-type: none"><li>• Gaming</li><li>• High-end</li><li>• General</li></ul></div> <div>➢ Projectors 7.0B (5%)</div> <div>➢ IT_Other 8.3B (6%)</div> <div>➢ IT_HVA 10.4B (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> |

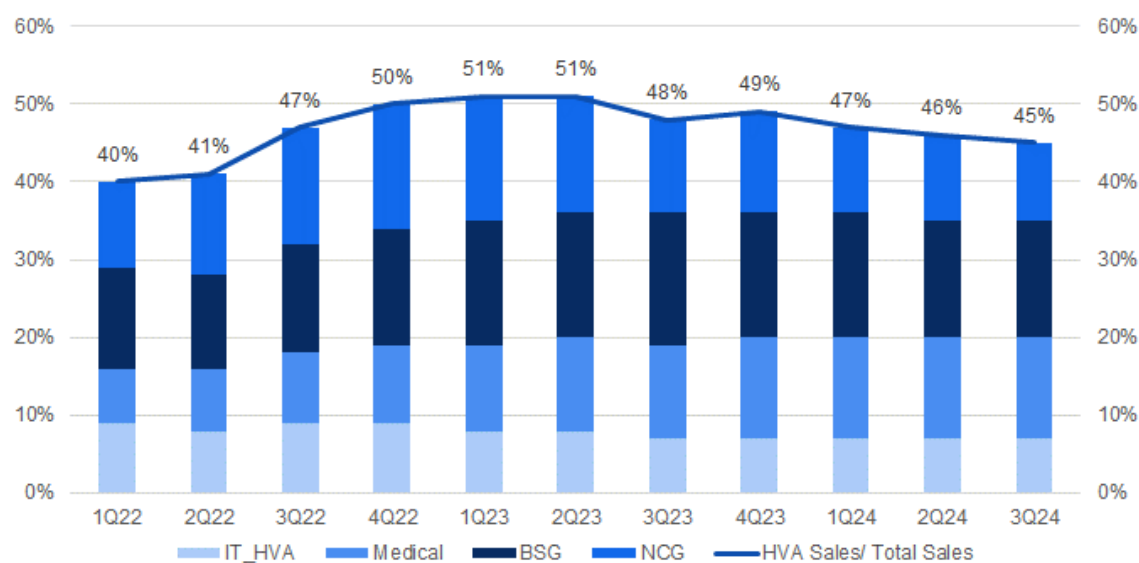
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：佳世達各事業群毛利率區間

| Gross Margin for Business Units | 3Q24 Gross margin | GM YoY   | GM QoQ   |
|---------------------------------|-------------------|----------|----------|
| Medical                         | 20-25%            | flat     | decrease |
| BSG                             | 20-25%            | increase | increase |
| NCG                             | 15-20%            | decrease | flat     |
| IT_HVA                          | 20-25%            | decrease | decrease |
| IT_Non HVA                      | 10-15%            | flat     | flat     |
| Others                          | 20-25%            | increase | increase |

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



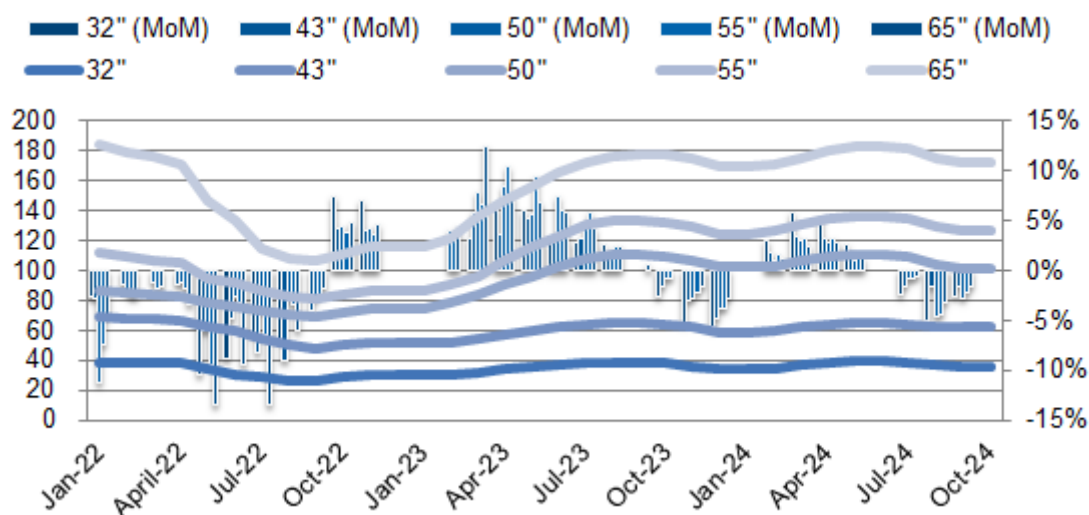
資料來源：公司資料、元大投顧

## 產業概況

### TV 面板報價 10 月由下跌轉為持平，預期 11 月報價不變

Omdia 最新報價顯示 10 月全尺寸 TV 面板價格由下跌 1~3% 轉為持平，優於符合預期之下跌 1%，反映中國大陸家電舊換新補助提升部份電視電板需求，中國 TV 製造商增加 4Q24 備貨量，然而全球其他地區的終端需求維持疲軟，因此價格動能受限，預估 11 月報價持平於前月。

圖 6：TV 面板 10 月報價持平，預期 11 月維持不變

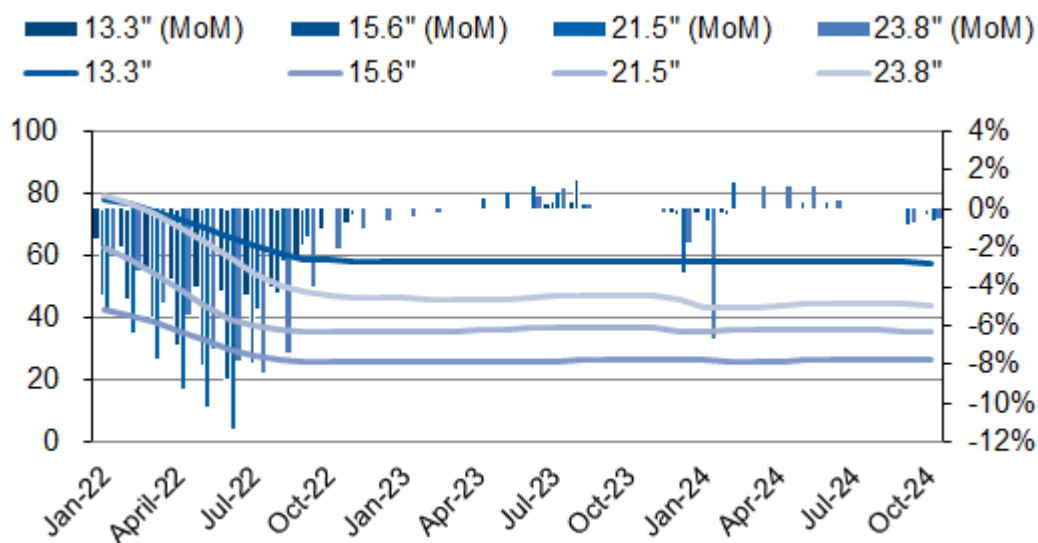


資料來源：Omdia、元大投顧

### IT / Monitor 面板持續下跌，10 月跌幅落在 1% 以內

10 月 IT 與顯示器 Monitor 價格仍延續前月 0-1% 的跌勢，略優於研調機構預期，反映儘管部分品牌廠開始為雙十一、黑色星期五等促銷節日備貨，整體終端需求仍維持疲軟。研調機構 Omdia 預估 11 月份 IT 和 Monitor 面板報價跌幅有望些微收斂至 0.5% 以內。

圖 7：10 月 IT 與 Monitor 面板報價持續走跌

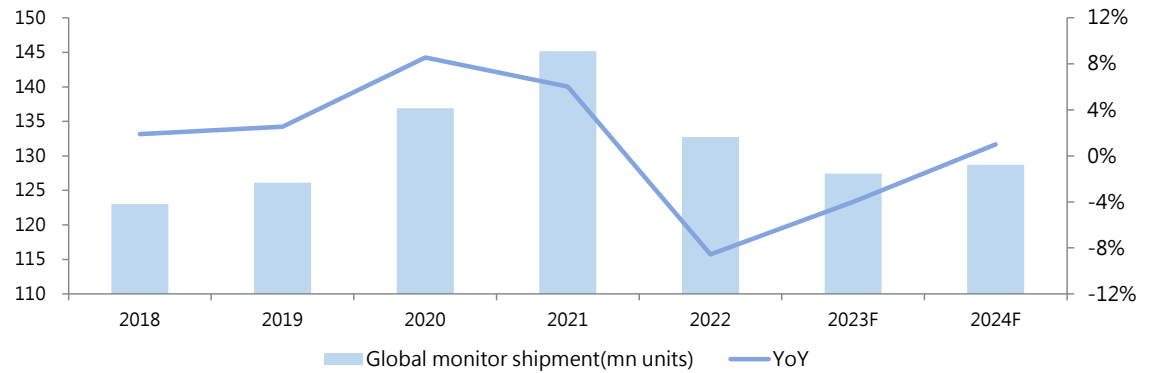


資料來源：Omdia、元大投顧

## 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

### NCG 及 BSG 均於 2025 年回復成長，上調目標本益比至 17 倍給予目標價 38 元

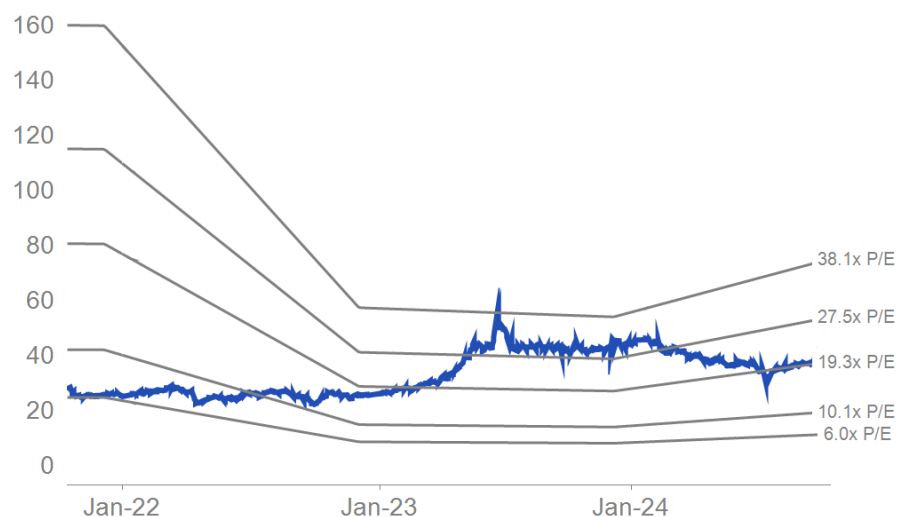
本中心估計 2024 年營收下修 4.4%至 1,993 億元，年減 2%；下修營業利益 25%至 46 億元，年減 8%；EPS 下修 26%至 1.43 元，年減 6%；網通事業(NCG)及智能方案(BSG)仍處於調整期，營收分別年減 16%及 7%，BSG 子公司存貨認列損失亦持續。2025 年估計營收下修 11%至 2,099 億元，年增 5%；下修營業利益 23%至 64 億元，年增 39%；EPS 下修 5%至 2.08 元，年增 46%；其中智能方案事業緩步回溫，且網通事業開始出貨印度訂單，惟明基材偏光片事業下修為估計年持平。由於 2024 年為高附加價值事業谷底，NCG 及 BSG 均回復成長，惟 IT 事業仍占比達 5 成使動能不顯著；本中心採 2025 年預估 EPS 2.08 元(前次採 2024 年 EPS)，參考國內同業本益比給予 18 倍目標本益比(較前次 17 倍上調)，目標價為 38 元(過去三年 PE 為 6-38 倍，國內同業為 15-25 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        | 199,266 | 208,422 | 209,850 | 236,950 | -4.4%  | -11.4% |
| 營業毛利        | 32,924  | 34,461  | 35,200  | 39,869  | -4.5%  | -11.7% |
| 營業利益        | 4,590   | 6,094   | 6,400   | 8,279   | -24.7% | -22.7% |
| 稅前利益        | 4,900   | 6,229   | 6,437   | 7,966   | -21.3% | -19.2% |
| 稅後淨利        | 2,804   | 3,763   | 4,082   | 4,278   | -25.5% | -4.6%  |
| 調整後 EPS (元) | 1.43    | 1.91    | 2.08    | 2.17    | -25.5% | -4.6%  |
| 重要比率 (%)    |         |         |         |         | 百分點    | 百分點    |
| 營業毛利率       | 16.5%   | 16.5%   | 16.8%   | 16.8%   | 0.0    | -0.1   |
| 營業利益率       | 2.3%    | 2.9%    | 3.0%    | 3.5%    | -0.6   | -0.4   |
| 稅後純益率       | 1.4%    | 1.8%    | 1.9%    | 1.8%    | -0.4   | 0.1    |

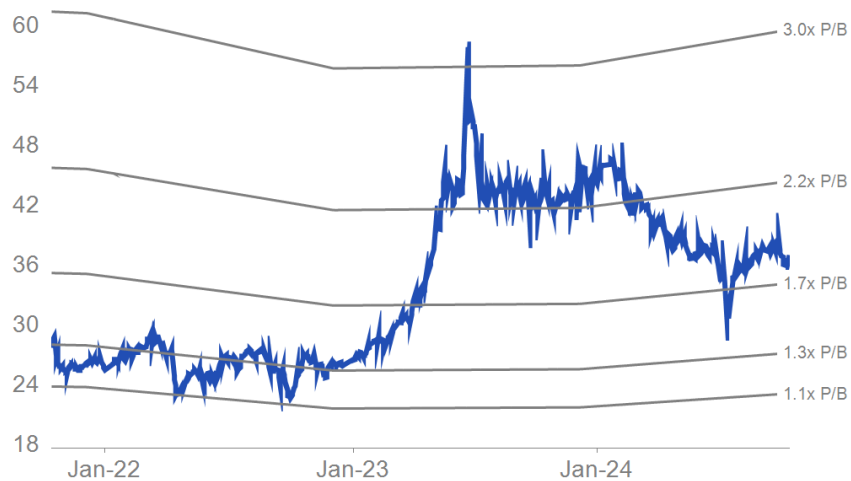
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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<br>(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 | 37.0  | 2,274        | 1.51    | 1.43 | 2.08 | 24.5   | 26.0 | 17.8 | (63.9)        | (5.8) | 45.6 |
| 國內同業   |         |         |       |              |         |      |      |        |      |      |               |       |      |
| 鴻海     | 2317 TT | 持有-超越同業 | 213.5 | 92,791       | 10.3    | 11.7 | 14.8 | 20.8   | 18.3 | 14.5 | 0.4           | 13.9  | 26.5 |
| 仁寶     | 2324 TT | 買進      | 36.2  | 5,002        | 1.8     | 2.4  | 3.1  | 20.6   | 15.4 | 11.6 | 5.2           | 33.5  | 33.2 |
| 鴻準     | 2354 TT | 未評等     | 87.2  | 3,867        | --      | 2.9  | 4.1  | --     | 29.8 | 21.3 | --            | --    | 39.9 |
| 英業達    | 2356 TT | 持有-超越同業 | 52.1  | 5,860        | 1.7     | 2.1  | 2.9  | 30.5   | 24.9 | 18.3 | 0             | 22.3  | 36.4 |
| 廣達     | 2382 TT | 買進      | 320.5 | 38,812       | 10.3    | 15.1 | 19.9 | 31.1   | 21.2 | 16.1 | 37.0          | 46.9  | 31.9 |
| 緯創     | 3231 TT | 未評等     | 119.5 | 10,853       | 4.2     | 6.6  | 8.3  | 28.4   | 18.2 | 14.3 | 4.8           | 56.2  | 27.1 |
| 和碩     | 4938 TT | 持有-超越同業 | 100.0 | 8,351        | 5.9     | 6.0  | 7.4  | 17.0   | 16.6 | 13.6 | 4.2           | 2.2   | 22.3 |
| 國內同業平均 |         |         |       |              | 5.7     | 6.7  | 8.6  | 24.7   | 20.6 | 15.7 | 8.6           | 29.2  | 31.0 |

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<br>(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 | 37.0  | 2,274        | 6.8        | 7.5   | 10.2   | 18.84 | 18.94 | 20.37 | 2.0      | 2.0  | 1.8  |
| 國內同業   |         |         |       |              |            |       |        |       |       |       |          |      |      |
| 鴻海     | 2317 TT | 持有-超越同業 | 213.5 | 92,791       | 9.3        | 10.4  | 12.1   | 107.7 | 112.5 | 121.8 | 2.0      | 1.9  | 1.8  |
| 仁寶     | 2324 TT | 買進      | 36.2  | 5,002        | 702.0      | 836.0 | 1061.0 | 27.1  | 28.1  | 29.5  | 1.3      | 1.3  | 1.2  |
| 鴻準     | 2354 TT | 未評等     | 87.2  | 3,867        | --         | 3.9   | 5.3    | --    | 110.4 | 114.3 | --       | 0.8  | 0.8  |
| 英業達    | 2356 TT | 持有-超越同業 | 52.1  | 5,860        | 10.1       | 12.4  | 16.0   | 17.0  | 16.9  | 17.8  | 3.1      | 3.1  | 2.9  |
| 廣達     | 2382 TT | 買進      | 320.5 | 38,812       | 21.9       | 31.0  | 35.6   | 48.2  | 48.8  | 56.1  | 6.7      | 6.6  | 5.7  |
| 緯創     | 3231 TT | 未評等     | 119.5 | 10,853       | 11.5       | 16.2  | 17.9   | 36.9  | 44.1  | 48.4  | 3.2      | 2.7  | 2.5  |
| 和碩     | 4938 TT | 持有-超越同業 | 100.0 | 8,351        | 8.0        | 8.3   | 9.7    | 70.9  | 72.8  | 76.2  | 1.4      | 1.4  | 1.3  |
| 國內同業平均 |         |         |       |              | 127.1      | 131.2 | 165.4  | 51.3  | 61.9  | 66.3  | 2.9      | 2.5  | 2.3  |

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)

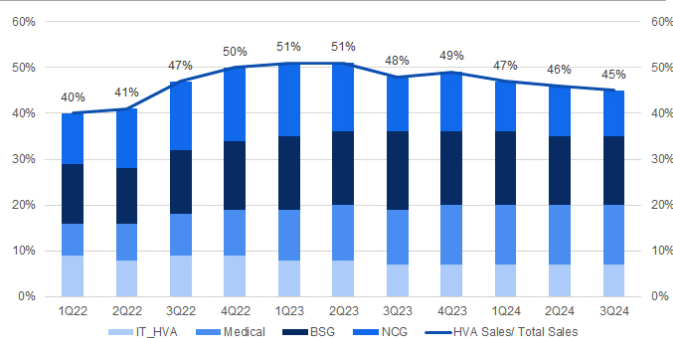
| (NT\$百萬元)      | 1Q2024A  | 2Q2024A  | 3Q2024F  | 4Q2024F  | 1Q2025F  | 2Q2025F  | 3Q2025F  | 4Q2025F  | FY2024F   | FY2025F   |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 營業收入           | 46,914   | 49,857   | 50,794   | 51,700   | 48,750   | 52,000   | 54,500   | 54,600   | 199,266   | 209,850   |
| 銷貨成本           | (39,404) | (41,538) | (42,282) | (43,117) | (41,019) | (43,328) | (45,181) | (45,122) | (166,341) | (174,650) |
| 營業毛利           | 7,511    | 8,319    | 8,512    | 8,583    | 7,731    | 8,672    | 9,319    | 9,478    | 32,924    | 35,200    |
| 營業費用           | (6,583)  | (7,134)  | (7,267)  | (7,350)  | (6,650)  | (7,300)  | (7,400)  | (7,450)  | (28,334)  | (28,800)  |
| 營業利益           | 927      | 1,185    | 1,245    | 1,233    | 1,081    | 1,372    | 1,919    | 2,028    | 4,590     | 6,400     |
| 業外利益           | (125)    | 158      | 200      | 77       | (61)     | (60)     | 105      | 52       | 310       | 37        |
| 稅前純益           | 802      | 1,343    | 1,445    | 1,310    | 1,020    | 1,312    | 2,024    | 2,080    | 4,900     | 6,437     |
| 所得稅費用          | (407)    | (537)    | (248)    | (288)    | (306)    | (354)    | (526)    | (458)    | (1,481)   | (1,644)   |
| 少數股東權益         | 138      | 143      | 143      | 191      | 179      | 155      | 226      | 150      | 615       | 710       |
| 歸屬母公司稅後純益      | 257      | 663      | 1,053    | 831      | 535      | 802      | 1,272    | 1,472    | 2,804     | 4,082     |
| 調整後每股盈餘(NT\$)  | 0.13     | 0.34     | 0.54     | 0.42     | 0.27     | 0.41     | 0.65     | 0.75     | 1.43      | 2.08      |
| 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%    | 16.8%    | 16.6%    | 0.2%     | 0.2%     | 0.2%     | 0.2%     | 16.5%     | 16.8%     |
| 營業利益率          | 2.0%     | 2.4%     | 2.5%     | 2.4%     | 0        | 0        | 0        | 0        | 2.3%      | 3.1%      |
| 稅前純益率          | 1.7%     | 2.7%     | 2.8%     | 2.5%     | 2.1%     | 2.5%     | 3.7%     | 3.8%     | 2.5%      | 3.1%      |
| 稅後純益率          | 0.6%     | 1.3%     | 2.4%     | 2.0%     | 1.5%     | 1.8%     | 2.8%     | 3.0%     | 1.7%      | 2.3%      |
| 有效所得稅率         | 50.8%    | 40.0%    | 17.2%    | 22.0%    | 30.0%    | 27.0%    | 26.0%    | 22.0%    | 30.2%     | 25.5%     |
| 季增率(%)         |          |          |          |          |          |          |          |          |           |           |
| 營業收入           | -7.4%    | 6.3%     | 1.9%     | 1.8%     | -5.7%    | 6.7%     | 4.8%     | 0.2%     |           |           |
| 營業利益           | 6.9%     | 27.8%    | 5.0%     | -1.0%    | -12.3%   | 26.9%    | 39.9%    | 5.7%     |           |           |
| 稅後純益           | -39.6%   | 158.1%   | 58.8%    | -21.1%   | -35.6%   | 49.9%    | 58.6%    | 15.7%    |           |           |
| 調整後每股盈餘        | -39.6%   | 158.1%   | 58.8%    | -21.1%   | -35.6%   | 49.8%    | 58.6%    | 15.7%    |           |           |
| 年增率(%)         |          |          |          |          |          |          |          |          |           |           |
| 營業收入           | -7.0%    | -4.3%    | 0.8%     | 2.0%     | 3.9%     | 4.3%     | 7.3%     | 5.6%     | -2.1%     | 5.3%      |
| 營業利益           | -31.3%   | -17.9%   | -7.8%    | 42.1%    | 16.6%    | 15.8%    | 54.1%    | 64.5%    | -8.4%     | 39.4%     |
| 稅後純益           | -20.7%   | -35.2%   | -12.4%   | 95.2%    | 108.2%   | 20.9%    | 20.8%    | 77.1%    | -24.3%    | 40.2%     |
| 調整後每股盈餘        | -20.7%   | -35.2%   | -12.4%   | 95.2%    | 108.3%   | 21.0%    | 20.8%    | 77.2%    | -5.8%     | 45.6%     |

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

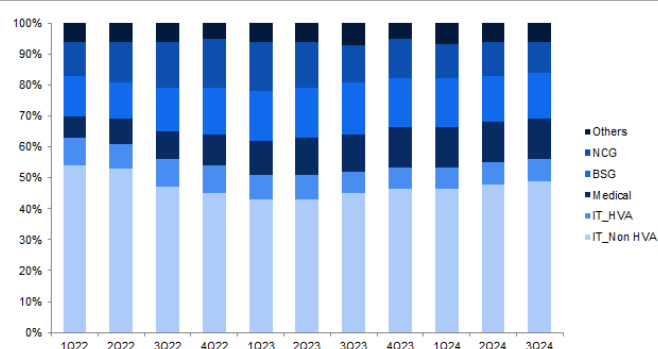
佳世達成立於 1984 年，總部位於桃園，製造基地位於桃園、蘇州、越南河內，研發中心設於桃園、蘇州；越南布局廠房多年，且逐步增加越南比重。公司五大事業包含 1) 資訊產業(含顯示器及投影機)；2) 醫療事業；3) 智能解決方案；4) 網路通訊事業；5) 其他材料；佳世達以聯合艦隊策略，投資集結不同產業之隱形冠軍，合併營收中含明基電通、明基醫院、友通資訊、明泰科技、仲琦科技、明基材等不同專業之轉投資廠商。公司五大事業採全球彈性製造，零組件共同採購，且業務垂直整合並相輔相乘，以強化個別事業競爭力，促進整體艦隊成長。

圖 15：高附加價值營收占比接近五成



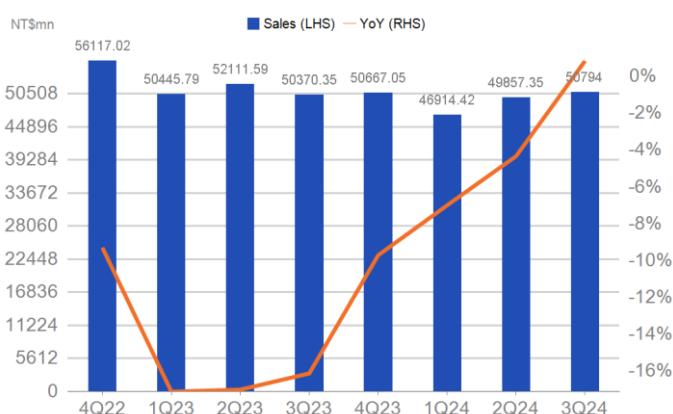
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：營收組成



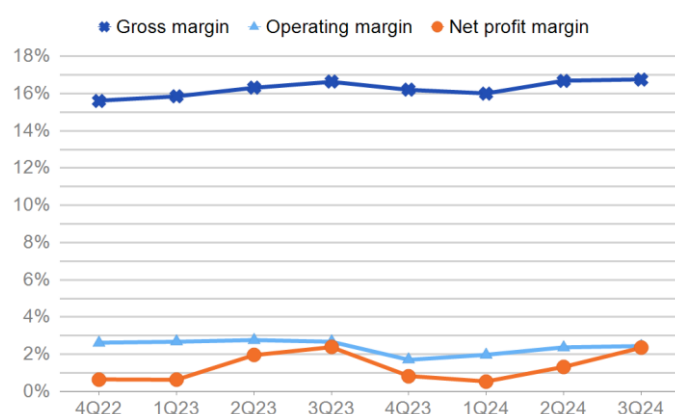
資料來源：公司資料

圖 17：營收趨勢



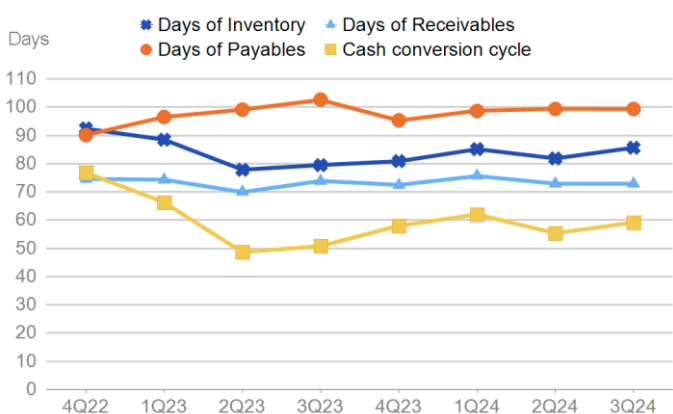
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：毛利率、營益率、淨利率



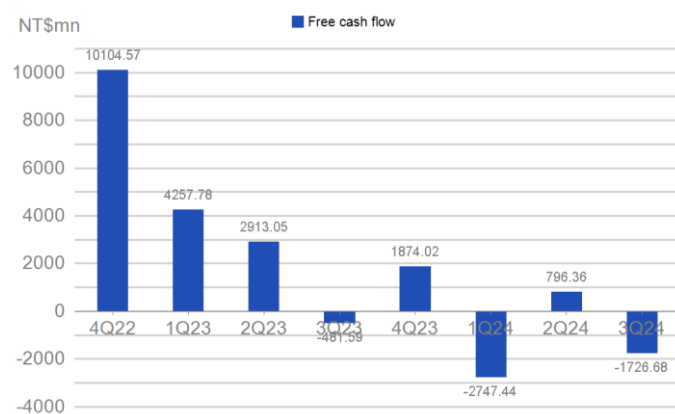
資料來源：CMoney、公司資料

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 (2024/11/6)

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+) |
|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|

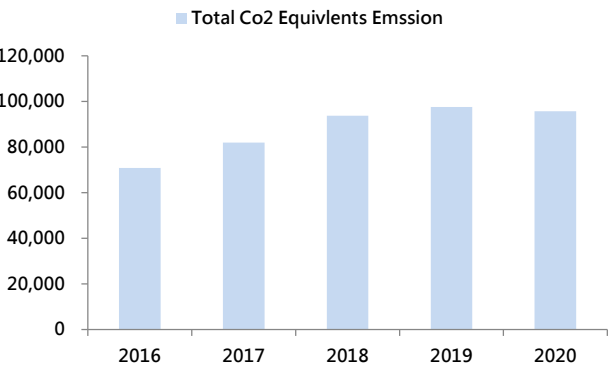
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

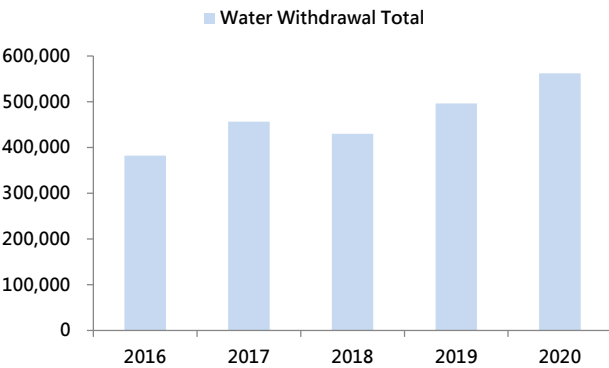
|          |           |            |
|----------|-----------|------------|
| 弱 (0-25) | 中 (25-50) | 強 (50-100) |
|----------|-----------|------------|

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<br>(NT\$ 百萬元) | 2021A   | 2022A   | 2023A   | 2024F   | 2025F   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 現金與短期投資                | 18,450  | 31,203  | 25,473  | 25,866  | 24,383  |
| 存貨                     | 50,148  | 43,870  | 37,931  | 38,750  | 40,817  |
| 應收帳款及票據                | 33,007  | 40,150  | 38,042  | 39,945  | 42,692  |
| 其他流動資產                 | 8,984   | 6,163   | 6,564   | 8,896   | 8,896   |
| 流動資產                   | 110,589 | 121,386 | 108,010 | 113,457 | 116,788 |
| 採用權益法之投資               | 4,067   | 5,479   | 8,314   | 8,590   | 8,590   |
| 固定資產                   | 33,037  | 36,507  | 40,389  | 42,725  | 43,374  |
| 無形資產                   | 10,539  | 10,228  | 9,513   | 10,879  | 10,879  |
| 其他非流動資產                | 29,007  | 19,816  | 22,197  | 22,992  | 22,992  |
| 非流動資產                  | 76,650  | 72,030  | 80,413  | 85,186  | 85,835  |
| 資產總額                   | 187,239 | 193,416 | 188,424 | 198,643 | 202,623 |
| 應付帳款及票據                | 40,785  | 29,038  | 30,468  | 30,961  | 32,139  |
| 短期借款                   | 24,295  | 25,970  | 29,920  | 35,228  | 35,228  |
| 什項負債                   | 23,253  | 29,636  | 24,881  | 23,456  | 23,456  |
| 流動負債                   | 88,333  | 84,644  | 85,269  | 89,645  | 90,823  |
| 長期借款                   | 26,702  | 32,087  | 29,785  | 38,019  | 38,019  |
| 其他負債及準備                | 6,040   | 8,748   | 9,277   | 6,501   | 6,501   |
| 長期負債                   | 32,742  | 40,835  | 39,062  | 44,520  | 44,520  |
| 負債總額                   | 121,076 | 125,478 | 124,330 | 134,165 | 135,343 |
| 股本                     | 19,668  | 19,668  | 19,668  | 19,668  | 19,668  |
| 資本公積                   | 1,844   | 1,949   | 1,984   | 2,138   | 2,138   |
| 保留盈餘                   | 20,778  | 24,185  | 18,793  | 19,065  | 21,156  |
| 什項權益                   | (833)   | (5,076) | (3,388) | (3,615) | (2,905) |
| 歸屬母公司之權益               | 41,456  | 40,726  | 37,057  | 37,256  | 40,057  |
| 非控制權益                  | 24,706  | 27,211  | 27,036  | 27,223  | 27,223  |
| 股東權益總額                 | 66,163  | 67,937  | 64,094  | 64,479  | 67,280  |

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

| 年初至 12 月<br>(NT\$ 百萬元) | 2021A    | 2022A    | 2023A    | 2024F   | 2025F   |
|------------------------|----------|----------|----------|---------|---------|
| 本期純益                   | 10,483   | 11,079   | 4,516    | 3,419   | 4,792   |
| 折舊及攤提                  | 4,796    | 5,315    | 5,700    | 5,882   | 5,986   |
| 本期營運資金變動               | (9,759)  | (12,635) | 9,591    | (2,229) | (3,636) |
| 其他營業資產及負債變動            | (3,405)  | (4,950)  | (6,197)  | (3,089) | 430     |
| 營運活動之現金流量              | 2,115    | (1,191)  | 13,611   | 3,983   | 7,573   |
| 資本支出                   | (6,099)  | (6,538)  | (5,048)  | (5,904) | (7,065) |
| 本期長期投資變動               | (12,241) | 1,412    | 2,834    | (1,994) | 0       |
| 其他資產變動                 | 12,602   | 13,482   | (6,560)  | (1,853) | 0       |
| 投資活動之現金流量              | (5,739)  | 8,355    | (8,774)  | (9,751) | (7,065) |
| 股本變動                   | 0        | 0        | 0        | (706)   | 0       |
| 本期負債變動                 | 7,315    | 10,324   | 2,340    | 10,644  | 0       |
| 現金增減資                  | 0        | 0        | 0        | 0       | 0       |
| 支付現金股利                 | (2,950)  | (4,917)  | (3,934)  | (2,360) | (1,991) |
| 其他調整數                  | (5,025)  | (2,071)  | (8,924)  | (2,239) | 0       |
| 融資活動之現金流量              | (661)    | 3,336    | (10,518) | 5,339   | (1,991) |
| 匯率影響數                  | (474)    | 2,252    | (49)     | 822     | 0       |
| 本期產生現金流量               | (4,759)  | 12,753   | (5,730)  | 393     | (1,483) |
| 自由現金流量                 | (3,985)  | (7,729)  | 8,563    | (1,920) | 508     |

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

| 年初至 12 月<br>(NT\$ 百萬元) | 2021A     | 2022A     | 2023A     | 2024F     | 2025F     |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 營業收入                   | 225,961   | 239,837   | 203,595   | 199,266   | 209,850   |
| 銷貨成本                   | (193,404) | (205,276) | (170,519) | (166,341) | (174,650) |
| 營業毛利                   | 32,557    | 34,561    | 33,076    | 32,924    | 35,200    |
| 營業費用                   | (25,196)  | (28,709)  | (28,065)  | (28,334)  | (28,800)  |
| 推銷費用                   | (12,975)  | (15,099)  | (14,955)  | (15,259)  | (15,650)  |
| 研究費用                   | (6,260)   | (7,192)   | (6,944)   | (6,734)   | (6,800)   |
| 管理費用                   | (5,965)   | (6,332)   | (6,198)   | (6,356)   | (6,350)   |
| 其他費用                   | 4         | (85)      | 33        | 16        | 0         |
| 營業利益                   | 7,361     | 5,852     | 5,011     | 4,590     | 6,400     |
| 利息收入                   | 269       | 414       | 902       | 766       | 820       |
| 利息費用                   | (689)     | (1,197)   | (1,808)   | (1,721)   | (1,680)   |
| 利息收入淨額                 | (419)     | (783)     | (907)     | (955)     | (860)     |
| 投資利益(損失)淨額             | 1,608     | 367       | 405       | 322       | 747       |
| 匯兌損益                   | (24)      | 54        | 94        | 510       | 0         |
| 其他業外收入(支出)淨額           | 4,467     | 11,134    | 1,717     | 434       | 150       |
| 稅前純益                   | 12,992    | 16,623    | 6,320     | 4,900     | 6,437     |
| 所得稅費用                  | (2,509)   | (5,544)   | (1,804)   | (1,481)   | (1,644)   |
| 少數股權淨利                 | 2,175     | 2,827     | 1,540     | 615       | 710       |
| 歸屬母公司之稅後純益             | 8,308     | 8,252     | 2,976     | 2,804     | 4,082     |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利            | 18,477    | 23,135    | 13,828    | 10,472    | 12,386    |
| 調整後每股盈餘 (NT\$)         | 4.22      | 4.20      | 1.51      | 1.43      | 2.08      |

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) | (2.1)  | 5.3    |
| 營業利益           | 11.3   | (20.5) | (14.4) | (8.4)  | 39.4   |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利    | 43.8   | 25.2   | (40.2) | (24.3) | 18.3   |
| 稅後純益           | 64.7   | 5.7    | (59.2) | (24.3) | 40.2   |
| 調整後每股盈餘        | 66.5   | (0.7)  | (63.9) | (5.8)  | 45.6   |
| 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    | 2.3    | 3.1    |
| 稅前息前淨利率        | 5.5    | 6.4    | 2.2    | 2.3    | 3.1    |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率   | 8.2    | 9.7    | 6.8    | 5.3    | 5.9    |
| 稅前純益率          | 5.8    | 6.9    | 3.1    | 2.5    | 3.1    |
| 稅後純益率          | 3.7    | 3.4    | 1.5    | 1.7    | 2.3    |
| 資產報酬率          | 5.9    | 5.8    | 2.4    | 1.7    | 2.4    |
| 股東權益報酬率        | 16.8   | 16.5   | 6.8    | 7.5    | 10.2   |
| 穩定/償債能力分析      |        |        |        |        |        |
| 負債權益比 (%)      | 183.0  | 184.7  | 194.0  | 208.1  | 201.2  |
| 淨負債權益比(%)      | 49.2   | 39.5   | 53.4   | 73.5   | 72.6   |
| 利息保障倍數 (倍)     | 19.9   | 14.9   | 4.5    | 3.9    | 4.8    |
| 流動比率 (%)       | 125.2  | 143.4  | 126.7  | 126.6  | 128.6  |
| 速動比率 (%)       | 68.4   | 91.6   | 82.2   | 83.3   | 83.7   |
| 淨負債 (NT\$百萬元)  | 32,548 | 26,854 | 34,232 | 47,381 | 48,863 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 21.08  | 20.71  | 18.84  | 18.94  | 20.37  |
| 評價指標 (倍)       |        |        |        |        |        |
| 本益比            | 8.8    | 8.8    | 24.5   | 26.0   | 17.8   |
| 股價自由現金流量比      | --     | --     | 8.5    | --     | 143.3  |
| 股價淨值比          | 1.8    | 1.8    | 2.0    | 2.0    | 1.8    |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨   | 3.9    | 3.2    | 5.3    | 7.0    | 5.9    |
| 股價營收比          | 0.3    | 0.3    | 0.4    | 0.4    | 0.4    |

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 仁愛路三段 157 號 4 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>.