

研究員：陳長榮 [cj.chen@capital.com.tw](mailto:cj.chen@capital.com.tw)

前日收盤價	37.00 元
目標價	
3 個月	41.00 元
12 個月	41.00 元

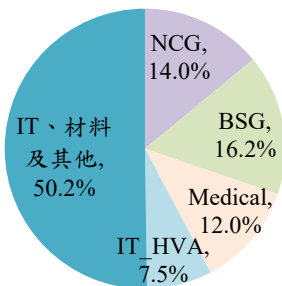
## 近期報告日期、評等及前日股價

08/23/2024	到達目標價	35.30
08/08/2024	Trading Buy	32.50
08/05/2024	Neutral	30.95
05/09/2024	Trading Buy	39.60
03/18/2024	Trading Buy	42.55

## 公司基本資訊

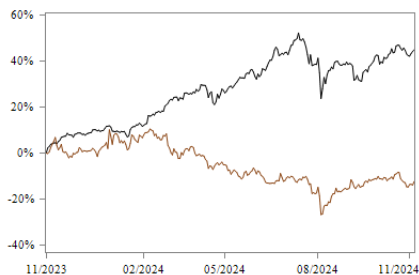
目前股本(百萬元)	19,668
市值(億元)	728
目前每股淨值(元)	18.54
外資持股比(%)	9.84
投信持股比(%)	1.40
董監持股比(%)	12.07
融資餘額(張)	19,272
現金股息配發率(%)	79.47

## 產品組合



## 股價相對大盤走勢

— 2352 — TWSE



## 佳世達(2352 TT)

Trading Buy

考量 2025 年業績重拾成長動能，評等為 Trading Buy。

**投資建議：**雖然 4Q24 獲利展望不及 3Q24，不過，由於 medical 營收動能佳，加上 BSG、NCG 業績逐漸走出產業空頭循環，預估 2025 年營收重拾成長動能，此外，醫院業務將掛牌，亦為有利股價表現的題材，故群益對佳世達的投資建議為 Trading Buy。

**3Q24 稅後淨利 10.53 億元，QoQ+58.79%：**由於 display 產品、BSG 相關需求增溫，3Q24 佳世達的營收 507.94 億元，QoQ+1.88%，加上 3Q24 的毛利率 16.76%，略高於 2Q24 的 16.69%(原因之一在於 BSG 的毛利率區間由 2Q24 的 15~20% 提高至 3Q24 的 20~25%)，營業利益 QoQ+5.03%，然而，受惠於股利收入、所得稅利益，3Q24 稅後淨利增加至 10.53 億元，QoQ+58.79%(2Q24 稅後淨利基期不高，為 3Q24 稅後淨利 QoQ 超過 50% 的另一關鍵)。

若就 3Q24 佳世達的產品結構而言，display 產品營收比重提高至 39%(2Q24 為 37%)，惟景氣復甦進度低於佳世達先前預估；至於 NCG 產品則受客戶持續調整庫存影響，相關營收 QoQ-13%，營收比重則由 2Q24 的 11% 降低至 3Q24 的 10%。

**預估 2025 年營收 YoY+9.74%：**展望 4Q24，由於 BSG 接單狀況逐漸回溫，b/b ratio 提高至 1 以上，加上 NCG 拓展印度市場成效逐漸顯現，企業級交換機新產品已接獲當地電信業者訂單，預估最快自 4Q24 開始出貨，故預估佳世達營收較 3Q24 增加，不過，由於多數股利收入通常於 3Q 認列，4Q24 業外將減少，故預估獲利表現不及 3Q24。

群益預估，2025 年佳世達營收 YoY+9.74%，動能主要有三，(1)medical 營收動能仍居冠，除醫院業務穩定成長外，佳世達現正公開收購諾貝兒股權，預估 2025 年將相關連鎖藥局業務計入合併財報，(2)BSG 營運狀況走出產業景氣空頭，且預估以羅昇、其陽、友通的營收成長幅度較高，(3)NCG 拓展印度市場顯現。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	203,595	201,164	220,761	50,370	50,667	46,914	49,857	50,794	53,599	51,570	54,393	57,385
營業毛利淨額	33,076	33,401	37,468	8,377	8,207	7,511	8,319	8,512	9,060	8,813	9,229	9,839
營業利益	5,011	4,752	6,829	1,350	868	927	1,185	1,245	1,395	1,440	1,660	2,027
稅後純益	2,976	2,867	4,314	1,202	426	257	663	1,053	894	659	901	1,610
稅後 EPS(元)	1.51	1.46	2.19	0.61	0.22	0.13	0.34	0.54	0.45	0.33	0.46	0.82
毛利率(%)	16.25%	16.60%	16.97%	16.63%	16.20%	16.01%	16.69%	16.76%	16.90%	17.09%	16.97%	17.15%
營業利率(%)	2.46%	2.36%	3.09%	2.68%	1.71%	1.98%	2.38%	2.45%	2.60%	2.79%	3.05%	3.53%
稅後純益率(%)	1.46%	1.43%	1.95%	2.39%	0.84%	0.55%	1.33%	2.07%	1.67%	1.28%	1.66%	2.81%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-15.11%	-1.19%	9.74%	-3.34%	0.59%	-7.41%	6.27%	1.88%	5.52%	-3.78%	5.47%	5.50%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-63.94%	-3.66%	50.49%	17.39%	-64.58%	-39.64%	158.07%	58.79%	-15.10%	-26.33%	36.77%	78.73%

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 196.68 億元計算。

2024 年 11 月 7 日

## 企業 ESG 資訊揭露：

就企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫而言，佳世達將產品生命週期思維結合於設計流程，且於早期設計階段即納入綠色設計目標，並於各設計階段檢核，確認產品除符合客戶、銷售國法規外，並提升產品的能源效率減少資源的耗用，持續推動「綠色設計 555(節能 5%、減量 5%、減碳 5%)」目標，以降低環境負荷同時提升產品的效能，並提供客戶更優質的產品與建立產品的永續價值。

再就產品碳足跡減量、能效標章而言，首先，佳世達建立碳管理平台，產品於量產後即可產出「搖籃到門口」(Cradle-to-Gate 或稱 Business-to-Business, B2B)之自我宣告產品碳足跡報告(Carbon Footprint of Product Report, 或稱 CFP Report)，且 2012 年起 100%主要機種皆具有碳足跡報告。其次，佳世達要求產品於研發初期即具備綠色設計的思維，評估設計的產品/零件於生命週期各階段中可能對環境的衝擊與風險，並於設計源頭做好管理，著重設計研發階段以減量、有害物質管理、節能、回收為四大綠色設計方向，同時將這一代機種的數據與上一代機種做相比，以確認是否達成節能績效。

## 因本業表現改善、股利收入，3Q24 稅後淨利 10.53 億元，QoQ+58.79%：

佳世達以生產螢幕、投影機等 IT 產品起家，除承接代工訂單外，亦以 BenQ 自有品牌銷售，然而，為因應產品毛利率走低的產業困境，佳世達不但加強耕耘高階市場(IT\_HVA，高附加價值 IT 產品)，更跨足網通(NCG)、智慧方案(BSG)、醫療等高附加價值領域，目前合計營收比重達 40~55%。其中，網通產品的營收多數來自明泰(3380 TT)及其轉投資的仲琦(2419 TT)、互動(6486 TT)，現階段重要經營方向之一為整合明泰無線寬頻產品、仲琦有線寬頻產品的客源，並提高仲琦 Hitron 自有品牌的產品齊全度及銷售規模。

智慧方案產品則涵蓋企業 IT(資訊技術)智慧化(包括高速網路運算、資安/網安、雲地整合、數位轉型等)、企業 OT(營運技術)智慧化(包括綠能、自動化、工業電腦等)、OMO(虛實整合)服務等 3 大垂直市場，並主要由邁達特(6112 TT)、友通(2397 TT)、拍檔(3097 TT)分別負責，目前 BSG 的重要營運目標為整合集團內部的研發、行銷資源，以拉高智慧方案產品的毛利率。

醫療領域的營收來源主要包括醫療服務(南京、蘇州明基醫院)、設備耗材(手術照明、牙科耗材、血液透析耗材等)，後續營運重心除評估新增醫院外，擴大血液透析耗材等發展空間較大的設備耗材產品線更為後續重要成長動能，尤其，設備耗材的毛利率高於醫療服務，對提升佳世達獲利的助益將更勝營收。

3Q24 佳世達的營收 507.94 億元，QoQ+1.88%，動能主要來自 display 產品、BSG，兩者營收 QoQ 均為 5%，加上 3Q24 的毛利率 16.76%，略高於 2Q24 的 16.69%(原因之一在於 BSG 的毛利率區間由 2Q24 的 15~20%提高至 3Q24 的 20~25%)，營業利益 QoQ+5.03%，然而，受惠於股利收入、所得稅利益，3Q24 稅後淨利增加至 10.53 億元，QoQ+58.79%(2Q24 稅後淨利基期不高，為 3Q24 稅後淨利 QoQ 超過 50%的另一關鍵)。

若就 3Q24 佳世達的產品結構而言，display 產品營收比重提高至 39%(2Q24 為 37%)，惟景氣復甦進度低於佳世達先前預估；至於 NCG 產品則受客戶持

2024 年 11 月 7 日

續調整庫存影響，相關營收 QoQ-13%，營收比重則由 2Q24 的 11%降低至 3Q24 的 10%。

**預估 2025 年營收 YoY+9.74%，動能來自 medical、BSG、NCG：**

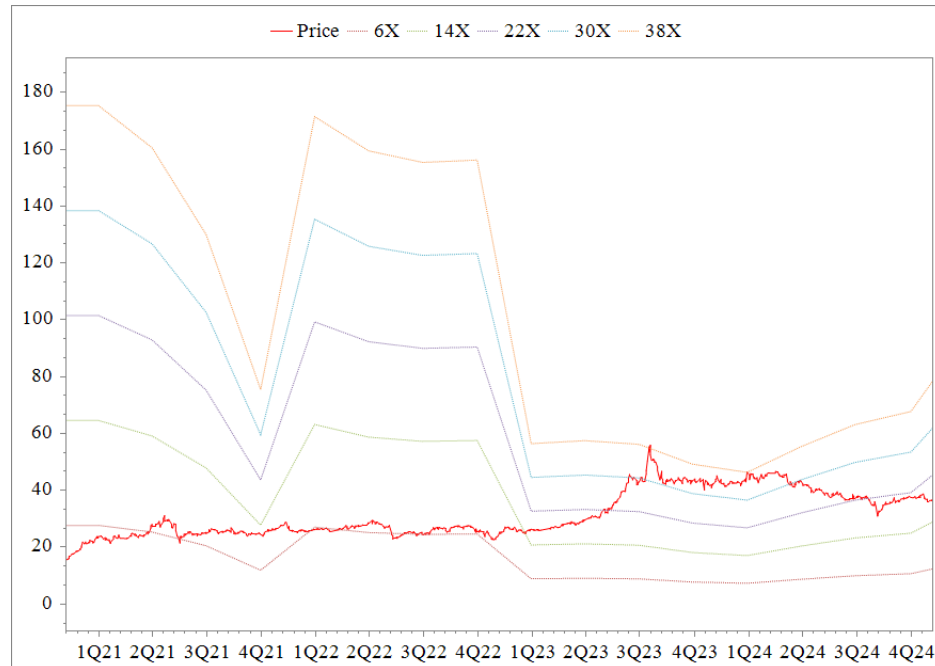
展望 4Q24，由於 BSG 接單狀況逐漸回溫，b/b ratio 提高至 1 以上，加上 NCG 拓展印度市場成效逐漸顯現，企業級交換機新產品已接獲當地電信業者訂單，預估最快自 4Q24 開始出貨，故預估佳世達營收較 3Q24 增加，不過，由於多數股利收入通常於 3Q 認列，4Q24 業外將減少，故預估獲利表現不及 3Q24。

群益預估，2025 年佳世達營收 YoY+9.74%，動能主要有三，(1)medical 營收動能仍居冠，除醫院業務穩定成長外，佳世達現正公開收購諾貝兒股權，預估 2025 年將相關連鎖藥局業務計入合併財報，(2)BSG 營運狀況走出產業景氣空頭，且預估以羅昇、其陽、友通的營收成長幅度較高，(3)NCG 拓展印度市場顯現。

**2025 年業績重拾成長動能，群益對佳世達的投資建議為 Trading Buy：**

雖然 4Q24 獲利展望不及 3Q24，不過，由於 medical 營收動能佳，加上 BSG、NCG 業績逐漸走出產業空頭循環，預估 2025 年營收重拾成長動能，此外，醫院業務將掛牌，亦為有利股價表現的題材，故群益對佳世達的投資建議為 Trading Buy。

## 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 11 月 7 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	187,239	193,416	188,424	191,578	199,263
流動資產	110,589	121,386	108,010	110,647	113,476
現金及約當現金	18,450	31,203	25,473	27,337	27,407
應收帳款與票據	33,007	40,150	38,042	39,117	40,115
存貨	50,148	43,870	37,931	38,826	39,512
採權益法之投資	4,067	5,479	8,314	8,525	9,637
不動產、廠房設備	33,037	36,507	40,389	39,889	39,389
<b>負債總計</b>	<b>121,076</b>	<b>125,478</b>	<b>124,330</b>	<b>126,411</b>	<b>130,314</b>
流動負債	88,333	84,644	85,269	87,350	89,583
應付帳款及票據	40,785	29,038	30,468	31,122	32,152
非流動負債	32,742	40,835	39,062	38,408	39,047
<b>權益總計</b>	<b>66,163</b>	<b>67,937</b>	<b>64,094</b>	<b>65,166</b>	<b>68,949</b>
普通股股本	<b>19,668</b>	<b>19,668</b>	<b>19,668</b>	<b>19,668</b>	<b>19,668</b>
保留盈餘	20,778	24,185	18,793	19,866	23,649
母公司業主權益	41,456	40,726	37,057	37,564	40,501
<b>負債及權益總計</b>	<b>187,239</b>	<b>193,416</b>	<b>188,424</b>	<b>191,578</b>	<b>199,263</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	2,115	-1,191	13,611	8,351	9,927
稅前純益	12,992	16,623	6,320	4,913	6,894
折舊及攤銷	4,796	5,315	5,700	5,630	5,559
營運資金變動	-11,255	-12,612	9,477	-1,316	-654
其他營運現金	-4,419	-10,517	-7,886	-875	-1,872
<b>投資活動現金</b>	-5,739	8,355	-8,774	-3,406	-4,343
資本支出淨額	-5,715	-6,256	-4,884	-5,000	-5,000
長期投資變動	757	10,187	-2,197	-100	-100
其他投資現金	-780	4,425	-1,692	1,694	757
<b>籌資活動現金</b>	-661	3,336	-10,518	-4,081	-2,514
長借/公司債變動	4,409	8,639	-1,558	-653	638
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-2,950	-4,917	-3,934	-2,360	-1,377
其他籌資現金	-2,120	-386	-5,026	-1,067	-1,776
<b>淨現金流量</b>	-4,759	12,753	-5,730	864	3,070
<b>期初現金</b>	22,540	18,450	31,203	25,473	26,337
<b>期末現金</b>	17,781	31,203	25,473	26,337	29,407

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	225,961	239,837	203,595	201,164	220,761
營業成本	193,404	205,276	170,519	167,764	183,293
<b>營業毛利淨額</b>	32,557	34,561	33,076	33,401	37,468
營業費用	25,196	28,709	28,065	28,649	30,639
<b>營業利益</b>	7,361	5,852	5,011	4,752	6,829
<b>EBITDA</b>	18,208	22,721	12,926	11,443	13,784
業外收入及支出	5,631	10,357	407	160	66
稅前純益	12,992	16,623	6,320	4,913	6,894
所得稅	2,509	5,544	1,804	1,480	1,735
稅後純益	8,308	8,252	2,976	2,867	4,314
稅後 EPS(元)	4.22	4.20	1.51	1.46	2.19
完全稀釋 EPS**	4.22	4.20	1.51	1.46	2.19

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 196.68【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 196.68 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	17.87%	6.14%	-15.11%	-1.19%	9.74%
營業毛利淨額	21.36%	6.16%	-4.30%	0.98%	12.18%
營業利益	11.31%	-20.49%	-14.37%	-5.17%	43.69%
稅後純益	66.53%	-0.67%	-63.94%	-3.66%	50.49%

### 獲利能力分析(%)

毛利率	14.41%	14.41%	16.25%	16.60%	16.97%
EBITDA(%)	8.06%	9.47%	6.35%	5.69%	6.24%
營益率	3.26%	2.44%	2.46%	2.36%	3.09%
稅後純益率	3.68%	3.44%	1.46%	1.43%	1.95%
總資產報酬率	4.44%	4.27%	1.58%	1.50%	2.17%
股東權益報酬率	12.56%	12.15%	4.64%	4.40%	6.26%

### 償債能力檢視

負債比率(%)	64.66%	64.87%	65.98%	65.98%	65.40%
負債/淨值比(%)	183.00%	184.70%	193.98%	193.98%	189.00%
流動比率(%)	125.19%	143.41%	126.67%	126.67%	126.67%

### 其他比率分析

存貨天數	80.48	83.59	87.55	83.50	78.00
應收帳款天數	56.14	55.67	70.09	70.00	65.50

2024 年 11 月 7 日

## 季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	52,112	50,370	50,667	46,914	49,857	50,794	53,599	51,570	54,393	57,385	57,412	54,396
營業成本	43,615	41,993	42,461	39,404	41,538	42,282	44,539	42,758	45,164	47,546	47,825	45,027
營業毛利淨額	8,497	8,377	8,207	7,511	8,319	8,512	9,060	8,813	9,229	9,839	9,587	9,368
營業費用	7,054	7,027	7,339	6,583	7,134	7,267	7,665	7,373	7,569	7,812	7,885	7,568
營業利益	1,443	1,350	868	927	1,185	1,245	1,395	1,440	1,660	2,027	1,702	1,800
業外收入及支出	660	774	-5	-125	158	200	-72	-53	-81	258	-58	-53
稅前純益	2,104	2,125	862	802	1,343	1,445	1,323	1,386	1,579	2,285	1,644	1,747
所得稅	569	575	188	407	537	248	287	532	453	393	357	671
稅後純益	1,024	1,202	426	257	663	1,053	894	659	901	1,610	1,145	881
最新股本	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668
稅後EPS(元)	0.52	0.61	0.22	0.13	0.34	0.54	0.45	0.33	0.46	0.82	0.58	0.45

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	16.31%	16.63%	16.20%	16.01%	16.69%	16.76%	16.90%	17.09%	16.97%	17.15%	16.70%	17.22%
營業利益率(%)	2.77%	2.68%	1.71%	1.98%	2.38%	2.45%	2.60%	2.79%	3.05%	3.53%	2.96%	3.31%
稅後純益率(%)	1.96%	2.39%	0.84%	0.55%	1.33%	2.07%	1.67%	1.28%	1.66%	2.81%	2.00%	1.62%

## QoQ(%)

營業收入淨額	3.30%	-3.34%	0.59%	-7.41%	6.27%	1.88%	5.52%	-3.78%	5.47%	5.50%	0.05%	-5.25%
營業利益	6.93%	-6.44%	-35.76%	6.88%	27.82%	5.03%	12.07%	3.20%	15.30%	22.10%	-16.01%	5.76%
稅前純益	71.15%	1.01%	-59.42%	-6.98%	67.46%	7.55%	-8.45%	4.82%	13.93%	44.68%	-28.06%	6.27%
稅後純益	216.01%	17.39%	-64.58%	-39.64%	158.07%	58.79%	-15.10%	-26.33%	36.77%	78.73%	-28.84%	-23.11%

## YoY(%)

營業收入淨額	-17.01%	-16.13%	-9.71%	-7.00%	-4.33%	0.84%	5.79%	9.92%	9.10%	12.98%	7.12%	5.48%
營業利益	-36.24%	71.34%	-41.26%	-31.31%	-17.89%	-7.82%	60.80%	55.26%	40.05%	62.82%	22.02%	25.05%
稅前純益	-16.15%	-81.37%	-24.46%	-34.74%	-36.14%	-32.01%	53.38%	72.82%	17.57%	58.16%	24.29%	26.02%
稅後純益	4.30%	-81.11%	14.55%	-20.70%	-35.24%	-12.40%	109.99%	156.29%	35.83%	52.88%	28.14%	33.74%

註1：稅後EPS以股本196.68億元計算

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。