

英業達(2356)

HOLD

□台灣 50 ■中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 王琮生 Jason Wang

tswang888@masterlink.com.tw

評等

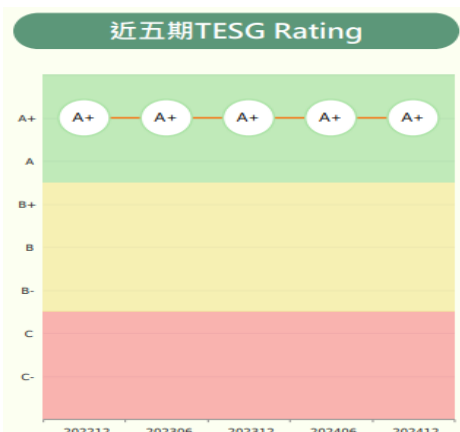
日期:	2024/11/13
目前收盤價 (NT\$):	50.6
目標價 (NT\$):	50
52 週最高最低(NT\$):	40.7-61.1
加權指數:	22981.77

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	35,875
市值 (NT\$/mn):	181,530
市值 (US\$/mn):	6,051
20 日平均成交量(仟股):	44,494
PER ('24):	25.90
PBR ('24):	2.70
外資持股比例:	15.47
TCRI	5

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	14.0	4.8	-11.2
加權指數報酬率(%)	0.4	5.6	11.0

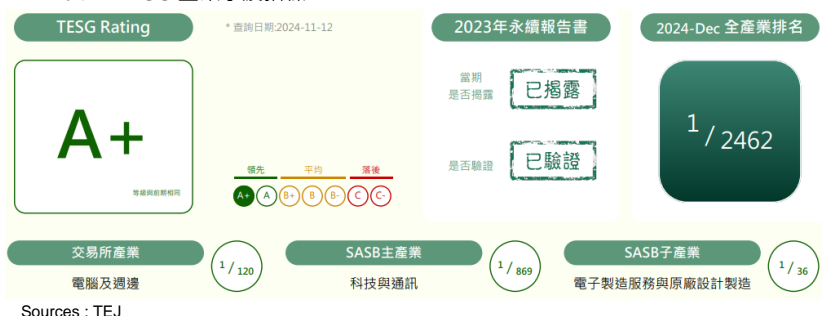
2024 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	50	50
營業收入 (NT\$m)	618,848	609,019
毛利率 (%)	5.25	5.25
營運毛利率 (%)	1.88	1.88
EPS (NT\$)	1.95	1.85
BVPS(NT\$)	18.74	18.74



2025 年營運動能及獲利下修，PER 偏高

- 2025 年營運成長動能低於預期，獲利下修，PER 偏高，投資建議中立：4Q24 受惠 Server 營收大幅季成長，2024 年獲利上修至 1.95 元，2025 年在 PC 及 AI Server 的成長帶動下，合併年營收僅預期個位數成長，雖有機會挑戰雙位數，稅後 EPS 下修至 2.08 元，目前股價 50.6 元，PER 24X 高估，故評等維持中立。
- 展望 4Q24，營運成長以 Server 為主，大幅季成長及年成長，PC 則小幅季衰退，推估合併營收 QoQ 4%、YoY 33%，稅後 EPS 0.59 元，累計 2024 年稅後 EPS 1.95 元；展望 4Q24，單季營收是今年最高峰，預期 PC 小幅季衰退、年成長，Server 大幅季成長、大幅年成長，其中 Server 大部分客戶都成長，AI Server 成長比較多，企業 Server 及美系客戶需求均有成長，中系客戶成長幅度較大。元富預估 4Q24 營收 1,703 億元、QoQ 4%、YoY 33%，其中 10 月營收 646 億元、MoM 15%、YoY 60%，季營收達成率 38%，優於預期，累計營收 YoY 20%，稅後 EPS 0.59 元，累計 2024 年營收 6188 億元、YoY 20%，稅後 EPS 1.95 元。
- 展望 2025 年，PC 成長約雙位數，Server 仍以 AI Server 相對強勁，YoY 60%，General Server 仍受排擠，預估合併營收 YoY 約 10%，稅後 EPS 2.08 元；展望 2025 年，預期營收個位數成長，希望能挑戰雙位數成長，惟年成長幅度將<2024 年(20%)，PC 產業依媒體預估，在 Windows 10 停止支援產生的換機動力來源，PC 產業有機會年增長雙位數，看好整體 PC 產業成長力道。Server 方面，AI Server 仍是主要成長動能，其中 2023 年占 Server 營收比重約 7%，2024 年預期占 Server 營收比重 20~30%、YoY 250%~300%，預期 2025 占 Server 營收比重達 30~40%、YoY 60%，挹注合併營收 YoY 15%，惟受累 General Server 需求相對。AMD 收購 ZT 仍在 Review 尚未定案，1H25 ZT 訂單沒有任何變化，2H25 現在能見度還不準，客戶可能想把單子轉走，但沒這麼快(至少 6~8 個月)。元富預估 2025 年營收 6,795 億元、YoY 10%，稅後 EPS 2.08 元(原 2.6 元)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



英業達是全球前五大 PC 代工大廠

英業達是全球前五大 PC 代工大廠

英業達成立於 1975 年，係全球前五大 PC 代工廠，早期從製造計算機、電話機，後來跨入 NB 及 Server 領域，奠定全球 ICT 代工大廠，21 世紀產品佈局以雲端運算、無線通訊、智能裝置及物聯網等領域擴張。2023 營收比重分別是 NB 占 55%、Server 占約 39%、Smart Device 占約 6%。其中 NB 產品中，Commercial 占約 60%、40%的 Consumer；Server 產品中，約有 60%屬於傳統 Enterprise 品牌 Server，40%屬於 Cloud 應用的 Datacenter Server，近年來隨 Cloud 流量大增興起，Datacenter 成為 Server 的主要成長動能之一。2023 年 AI Server 營收占 Server 比重約 7%。英業達 2023 年營收 5,147 億元、YoY -5%，營收比重大致與 2022 年相當，毛利率 5.12%、YoY 0.32pts，營益率 1.45%、YoY 0.22pts，稅後淨利 61.3 億元、YoY 持平，稅後 EPS 1.71 元。

Exhibit 2：英業達年營收比重

營收比重	2021	YoY	2022	YoY	2023	YoY
Server	36%	-3%	42%	22%	39%	-12%
NB	58%	10%	52%	-7%	55%	1%
Smart Device	6%	-22%	6%	3%	6%	-12%
合計	100%	2%	100%	4%	100%	-5%

Source:英業達,11/2024

3Q24 毛利率、營益率低於預期，但業外淨支出及所得稅費用低於預期，獲利達成率 100%，單季稅後 EPS 0.56 元，累計前三季稅後 EPS 1.37 元

3Q24 毛利率、營益率低於預期，但業外淨支出及所得稅費用低於預期，獲利達成率 100%，單季稅後 EPS 0.56 元，累計前三季稅後 EPS 1.37 元

英業達公告 3Q24 財報，營收 1,638 億元、QoQ +6%、YoY +21%，3Q24 營收比重，Server 占 44%、QoQ -5%、YoY +36%，NB 占 53%、QoQ +17%、YoY +21%，Smart Device(SMD)占 3%、QoQ +6%、YoY -55%。毛利率 5.27%(原估 5.3%)、QoQ +0.24pts、YoY +0.06pts，營業利益 31.62 億元、QoQ +21%、YoY +47%，達成率 90%，營益率 1.93%(原估 2.14%)、QoQ +0.24pts、YoY +0.35pts，業外淨支出 6.46 億元(原估 9.09 億元)，主要係利息淨支出 8.97 億元、匯兌收益 1.14 億元所致，稅前淨利 25.15 億元、QoQ +15%、YoY +6%，達成率 97%，稅後淨利 19.98 億元、QoQ -+10%、YoY +7%，獲利達成率 100%，單季稅後 EPS 0.56 元。累計前三季營收 4484 億元、YoY 16%，營業利益 78.99 億元、YoY 61%，稅前淨利 62.23 億元、YoY 18%，稅後淨利 48.98 億元、YoY 18%，稅後 EPS 1.37 元。

Exhibit 3：季報公告與預估差異
英業達(2356)

unit:NT\$m	3Q23	2Q24	3Q24	3Q24(F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY
Net Sales	135,841	154,159	163,815	163,815	6%	21%	0%	16%
Margin%	5.21%	5.03%	5.27%	5.30%	0.24	0.06	-0.03	
Operating Profit	2,146	2,605	3,162	3,506	21%	47%	-10%	61%
Operating Margin	1.58%	1.69%	1.93%	2.14%	0.24	0.35	-0.21	
Total non-ope inc.	218	(421)	(646)	(909)				
Pre-tax profit	2,369	2,181	2,515	2,591	15%	6%	-3%	18%
Net Profit	1,873	1,811	1,998	1,995	10%	7%	0%	18%
EPS	0.52	0.50	0.56	0.56				

Source:公司, 11/2024

展望 4Q24，營運成長以 Server 為主，大幅季成長及年成長，PC 則小幅季衰退，推估合併營收 QoQ 4%、YoY 33%，稅後 EPS 0.59 元，累計 2024 年稅後 EPS 1.95 元

展望 2025 年，PC 成長約雙位數，Server 仍以 AI Server 相對強勁，YoY 60%，General Server 仍受排擠，預估合併營收 YoY 約 10%，稅後 EPS 2.08 元

展望 4Q24，營運成長以 Server 為主，大幅季成長及年成長，PC 則小幅季衰退，推估合併營收 QoQ 4%、YoY 33%，稅後 EPS 0.59 元，累計 2024 年稅後 EPS 1.95 元

展望 4Q24，單季營收是今年最高峰，預期 PC 小幅季衰退、年成長，Server 大幅季成長、大幅年成長，其中 Server 大部分客戶都成長，AI Server 成長比較多，企業 Server 及美系客戶需求均有成長，中系客戶成長幅度較大。元富預估 4Q24 營收 1,703 億元、QoQ 4%、YoY 33%，其中 10 月營收 646 億元、MoM 15%、YoY 60%，季營收達成率 38%，優於預期，累計營收 YoY 20%，合併毛利率 5.4%、QoQ 0.1pts，營益率 2.2%、QoQ 0.1pts，稅後淨利 21.1 億元、QoQ 6%、YoY 6%，稅後 EPS 0.59 元，累計 2024 年營收 6188 億元、YoY 20%，毛利率 5.2%、YoY 0.1pts，營益率 1.88%、YoY 0.43pts，稅後淨利 70.08 億元、YoY 14%，稅後 EPS 1.95 元。

展望 2025 年，PC 成長約雙位數，Server 仍以 AI Server 相對強勁、YoY 60%，General Server 仍受排擠，預估合併營收 YoY 約 10%，稅後 EPS 2.08 元

展望 2025 年，預期營收個位數成長，希望能挑戰雙位數成長，惟年成長幅度將 <2024 年(20%)，PC 產業依媒體預估，在 Windows 10 停止支援產生的換機動力來源，PC 產業有機會年增長雙位數，看好整體 PC 產業成長力道。Server 方面，AI Server 仍是主要成長動能，其中 2023 年占 Server 營收比重約 7%，2024 年預期占 Server 營收比重 20~30%、YoY 250%~300%，預期 2025 占 Server 營收比重達 30~40%、YoY 60%，挹注合併營收 YoY 15%，惟受累 General Server 需求相對。AMD 收購 ZT 仍在 Review 尚未定案，1H25 ZT 訂單沒有任何變化，2H25 現在能見度還不準，客戶可能想把單子轉走，但沒這麼快(至少 6~8 個月)。元富預估 2025 年營收 6,795 億元、YoY 10%，毛利率 5.3%、YoY 0.1pts，營益率 1.98%、YoY 0.1pts，稅後淨利 74.79 億元、YoY 7%，稅後 EPS 2.08 元(原 2.6 元)。

Exhibit 4：英業達年營收比重

營收比重	2021	YoY	2022	YoY	2023	YoY	2024	YoY	2025	YoY
Server	36%	-3%	42%	22%	39%	-12%	47%	43%	47%	10%
NB	58%	10%	52%	-7%	55%	1%	51%	10%	51%	10%
Smart Device	6%	-22%	6%	3%	6%	-12%	3%	-37%	3%	0%
合計	100%	2%	100%	4%	100%	-5%	100%	20%	100%	10%

Source:英業達、元富投顧推估,11/2024

2025 年營運成長動能低於預期，獲利下修，PER 偏高，投資建議中立

2025 年營運成長動能低於預期，獲利下修，PER 偏高，投資建議中立

4Q24 受惠 Server 營收大幅季成長，2024 年獲利上修至 1.95 元，2025 年在 PC 及 AI Server 的成長帶動下，合併年營收僅預期個位數成長，雖有機會挑戰雙位數，稅後 EPS 下修至 2.08 元，目前股價 50.6 元，PER 24X 高估，故評等維持中立。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	541,751	514,746	618,848	679,564		Cash	42,451	28,133	13,084	6,606	
COGS	515,748	488,408	586,387	643,687		Marketable securities	1,445	923	9,491	9,491	
Gross profit	26,003	26,338	32,462	35,876		A/R & N/R	89,507	92,207	109,232	119,949	
Operating expense	19,334	18,875	20,854	22,404		Inventory	51,005	59,896	66,574	73,080	
Operating profit	6,669	7,463	11,607	13,473		Others	5,786	11,046	11,046	11,046	
Total non-operate. Inc.	508	-228	-2,674	-3,992		Total current asset	190,194	192,206	209,427	220,171	
Pre-tax profit	7,177	7,235	8,897	9,478		Long-term invest.	4,765	5,972	5,972	5,972	
Total Net profit	6,062	6,021	7,007	7,487		Total fixed assets	31,211	29,612	33,319	37,026	
Minority	-67	-110	-1	8		Total other assets	7,070	6,283	6,283	6,283	
Net Profit	6,129	6,131	7,008	7,479		Total assets	234,216	239,708	255,001	269,453	
EPS (NT\$)	1.71	1.71	1.95	2.08		Short-term Borrow	48,334	43,465	43,465	43,465	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24E	FY25F		A/P & N/P	64,404	81,307	87,471	96,019	
Sales	4.2	(5.0)	20.2	9.8		Other current liab.	43,244	44,530	62,187	76,916	
Gross profit	16.6	1.3	23.2	10.5		Total current liab.	155,983	169,303	193,123	216,400	
Operating profit	41.2	11.9	55.5	16.1		L-T borrow s	12,833	2,992	-7,160	-17,312	
Pre-tax profit	(6.8)	0.8	23.0	6.5		Other L-T liab.	6,593	7,155	7,155	7,155	
Net profit	(6.3)	0.0	14.3	6.7		Total liability.	175,409	179,450	193,118	206,243	
EPS	(6.3)	0.0	14.3	6.7		Common stocks	35,875	35,875	35,875	35,875	
Margins %	FY22	FY23	FY24E	FY25F		Reserves	2,900	2,911	2,911	2,911	
Gross	4.8	5.1	5.2	5.3		Retain earnings	20,032	21,473	23,098	24,424	
Operating	1.2	1.4	1.9	2.0		Total Equity	58,806	60,258	61,884	63,210	
EBITDA	2.4	2.8	2.2	2.0		Total Liab. & Equity	234,216	239,708	255,001	269,453	
Pre-tax	1.3	1.4	1.4	1.4							
Net	1.1	1.2	1.1	1.1							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m	NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F		
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		
Net sales	130,506	154,159	163,815	170,368		Net income	6,129	6,131	7,008	7,479		
Gross profit	6,881	7,747	8,634	9,200		Dep & Amort	2,901	3,512	5,029	5,033		
Operating profit	2,137	2,601	3,161	3,672		Investment income	34	102	-2	0		
Total non-ope inc.	-610	-421	-646	-998		Changes in W/C	13,866	2,318	-17,539	-8,675		
Pre-tax profit	1,527	2,181	2,515	2,674		Other adjustment	-697	-705	-705	-705		
Net profit	1,089	1,811	1,998	2,110		Cash flow – ope.	22,234	11,359	-6,208	3,133		
EPS	0.30	0.50	0.56	0.59		Capex	-4,781	-3,707	-3,707	-3,707		
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E		Change in L-T inv.	-44	-43	0	0		
Net sales	8.6	18.0	20.6	33.0		Other adjustment	-1,219	-5,173	0	0		
Gross profit	16.2	28.7	21.9	25.8		Cash flow –inve.	-6,044	-8,923	-3,707	-3,707		
Operating profit	66.4	76.0	46.9	44.0		Free cash flow	17,453	7,652	-9,915	-574		
Net profit	23.7	30.3	6.7	6.2		Inc. (Dec.) debt	-5,145	-11,052	-7,262	-7,262		
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E		Cash dividend	-5,022	-5,381	-5,383	-6,153		
Net sales	1.9	18.1	6.3	4.0		Other adjustment	4,123	7,510	7,510	7,510		
Gross profit	(5.9)	12.6	11.5	6.5		Cash flow-Fin.	-6,044	-8,923	-5,134	-5,904		
Operating profit	(16.2)	21.7	21.5	16.2		Exchange influence	1,230	-231	0	0		
Net profit	(45.2)	66.2	10.3	5.6		Change in Cash	7,663	-14,318	-15,049	-6,478		
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E		Ratio Analysis						
Gross	5.3	5.0	5.3	5.4		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F		
Operating	1.6	1.7	1.9	2.2		ROA	2.54	2.59	2.83	2.85		
Net	0.8	1.2	1.2	1.2		ROE	10.64	10.30	11.48	11.96		

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.