

研究員：涂憶君 A51619@cim.capital.com.tw

前日收盤價 569.00 元

目標價

3 個月 660.00 元

12 個月 660.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

10/30/2024 Trading Buy 591

08/09/2024 Buy 701

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 5,188

市值(億元) 2,952

目前每股淨值(元) 294.74

外資持股比(%) 51.41

投信持股比(%) 2.03

董監持股比(%) 6.37

融資餘額(張) 8,349

現金股息配發率(F)(%) 50.87

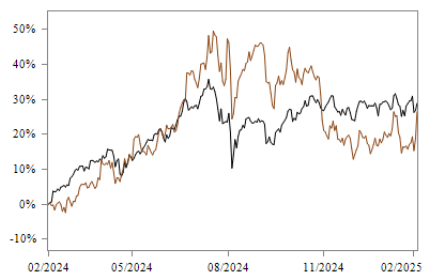
產品組合



- 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)

Buy

擴展併購版圖，產業地位將持續壯大。

投資建議：國巨公告將收購日本上市公司芝浦電子(Shibaura Electronics)，持續壯大產業地位，2025 年營收可望穩定向上，且考量全球 MLCC 龍頭村田(Murata)法說釋出正向訊息，有利資本市場正向看待處復甦階段的被動元件產業，故將投資建議調升為 Buy，目標價 660 元(2025 EPS X 14 PER)。

4Q24 UTR 持平於 3Q24，2024 有望賺 4 個股本：4Q24 營收 300.05 億元，QoQ-5.46%/YoY+9.67%，符合公司給予營收個位數季減之看法，稼動率亦與 3Q24 相當，一般型產品約為 65%、利基型產品約為 75%，毛利率則因營收下滑，公司給予低個位數百分點季減之指引，惟因有望享有匯兌利益，故研究部微幅上調 4Q24 毛利率至 34.5%，稅後純益 50.82 億元，QoQ-10.02%/YoY+6.85%，EPS 9.81 元。2024 年營收 1216.6 億元，YoY+13.06%，毛利率預估 34.69%，稅後純益 207.94 億元，YoY+19.03%，EPS 40.08 元。

1Q25 續淡，然有望為 2025 谷底：1Q25 受農曆年節與傳統淡季影響，研究部認為營收與毛利率將處全年谷底，預估 1Q25 營收 288.98 億元，QoQ-3.69%/YoY+1.38%，毛利率 34%，稅後純益 46.13 億元，QoQ-9.24%/YoY+0.1%，EPS 8.89 元。

2025 併購日廠，有利股價表態：國巨 2025 將受惠 AI 需求，computing&enterprise system 產品項將為成長性最佳之應用，雖 industrial 產品項 1H25 仍具挑戰性，然研究部認為 2H25 終將見到復甦；另外，國巨 02/05/2025 公告，將於 05/07/2025 啟動收購日本上市公司芝浦電子(Shibaura Electronics)，是繼 10/27/2022 公告併購法國施耐德電機後，時隔兩再度開展併購版圖。綜合以上，研究部依據(1)國巨併購前整體營收已可達高個位數成長、毛利率持續穩定提升、(2)芝浦電子近期季度財報數據、(3)02/05/2025 日幣兌新台幣匯率 1:0.21、(4)國巨將於 3Q25 完整併入芝浦電子之財報為假設基礎，預估 2025 年為 1371.3 億元，YoY+12.71%，毛利率 35.55%，稅後純益 243.58 億元，YoY+17.14%，EPS 46.95 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	121,667	137,133	153,633	27,361	28,505	31,418	31,738	30,006	28,898	31,898	38,669	37,669
營業毛利淨額	42,202	48,753	54,661	9,431	9,634	11,038	11,178	10,352	9,825	11,199	14,143	13,586
營業利益	23,933	29,323	33,053	5,075	4,964	6,482	6,636	5,851	5,433	6,638	8,836	8,417
稅後純益	20,794	24,358	27,052	4,757	4,609	5,453	5,649	5,083	4,613	5,555	7,261	6,929
稅後 EPS(元)	40.08	46.95	52.14	9.17	8.88	10.51	10.89	9.80	8.89	10.71	14.00	13.36
毛利率(%)	34.69%	35.55%	35.58%	34.47%	33.80%	35.13%	35.22%	34.50%	34.00%	35.11%	36.57%	36.07%
營業利益率(%)	19.67%	21.38%	21.51%	18.55%	17.41%	20.63%	20.91%	19.50%	18.80%	20.81%	22.85%	22.34%
稅後純益率(%)	17.09%	17.76%	17.61%	17.39%	16.17%	17.36%	17.80%	16.94%	15.96%	17.42%	18.78%	18.39%
營業收入 YoY/QoQ(%)	13.06%	12.71%	12.03%	-0.13%	4.18%	10.22%	1.02%	-5.46%	-3.69%	10.38%	21.23%	-2.59%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	19.03%	17.14%	11.06%	-1.74%	-3.11%	18.31%	3.60%	-10.02%	-9.24%	20.41%	30.71%	-4.58%

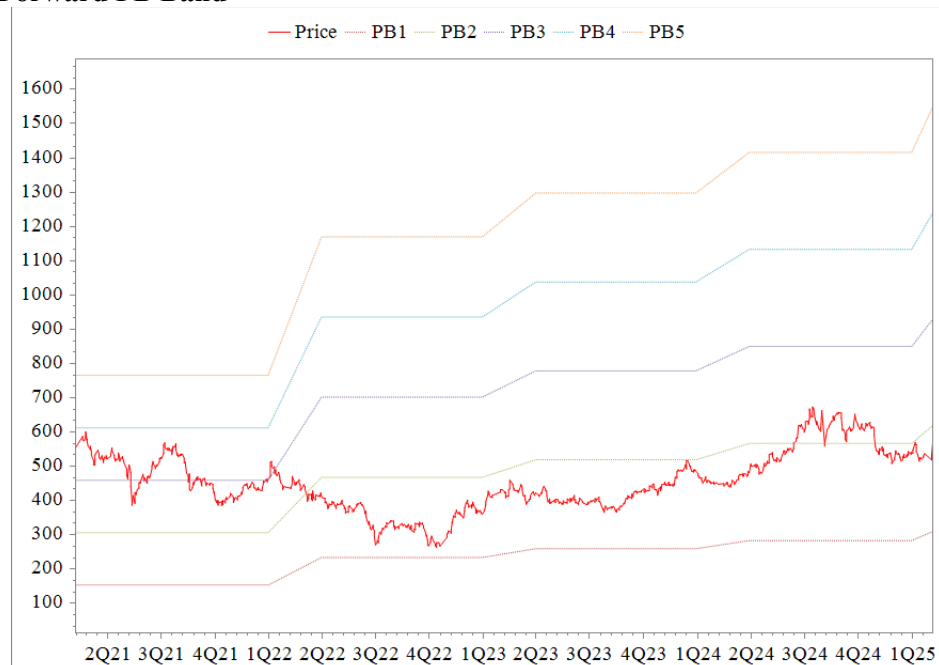
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 51.88 億元計算。

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

2025 年 2 月 6 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	277,186	331,448	358,778	398,767	434,377
流動資產	111,705	130,809	131,000	142,053	146,240
現金及約當現金	39,421	52,951	49,897	55,804	56,611
應收帳款與票據	22,263	20,392	21,000	22,627	22,976
存貨	26,945	26,775	27,000	29,136	28,568
採權益法之投資	3,396	5,386	6,535	7,830	9,225
不動產、廠房設備	59,871	67,772	66,543	63,543	60,543
負債總計	155,636	194,849	209,747	235,957	255,516
流動負債	94,916	115,340	110,000	115,747	109,680
應付帳款及票據	14,354	15,116	15,000	16,416	16,814
非流動負債	60,720	79,510	99,863	118,911	144,137
權益總計	121,549	136,599	149,031	162,810	178,861
普通股股本	4,213	4,231	4,231	4,231	4,231
保留盈餘	77,284	90,596	103,028	116,808	132,858
母公司業主權益	121,344	134,612	146,955	160,735	176,786
負債及權益總計	277,186	331,448	358,778	398,767	434,377

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	33,010	31,067	27,228	40,068	33,198
稅前純益	31,128	24,399	27,278	31,476	35,219
折舊及攤銷	7,675	8,684	8,535	7,991	7,427
營運資金變動	-5,987	2,803	-949	-2,347	618
其他營運現金	195	-4,818	-7,636	2,948	-10,065
投資活動現金	-29,514	-53,116	-51,717	-52,642	-58,026
資本支出淨額	-12,631	-16,021	-4,500	-6,000	-8,000
長期投資變動	-16,362	-37,121	-20,000	-16,000	-17,000
其他投資現金	-520	26	-27,217	-30,642	-33,026
籌資活動現金	-7,251	36,280	21,435	18,481	25,635
長借/公司債變動	9,972	20,455	20,353	19,047	25,226
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-5,400	-4,179	-8,450	-10,579	-11,002
其他籌資現金	-11,822	20,004	9,532	10,012	11,410
淨現金流量	294	13,531	-3,054	5,907	807
期初現金	39,126	39,421	52,951	49,897	55,804
期末現金	39,421	52,951	49,897	55,804	56,611

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	121,087	107,609	121,667	137,133	153,633
營業成本	75,068	71,584	79,465	88,380	98,972
營業毛利淨額	46,019	36,026	42,202	48,753	54,661
營業費用	17,031	15,554	18,269	19,430	21,608
營業利益	28,988	20,472	23,933	29,323	33,053
EBITDA	38,501	31,485	34,428	38,282	41,521
業外收入及支出	579	160	3,345	2,153	2,166
稅前純益	31,128	24,399	27,278	31,476	35,219
所得稅	8,358	6,838	6,396	7,118	8,166
稅後純益	22,730	17,469	20,794	24,358	27,052
稅後 EPS(元)	43.81	33.67	40.08	46.95	52.14
完全稀釋 EPS**	43.81	33.67	40.08	46.95	52.14

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 51.88【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 51.88 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	-0.89%	-11.13%	13.06%	12.71%	12.03%
營業毛利淨額	-1.29%	-21.71%	17.14%	15.52%	12.12%
營業利益	0.02%	-29.38%	16.91%	22.52%	12.72%
稅後純益	-0.75%	-23.15%	19.03%	17.14%	11.06%
獲利能力分析(%)					
毛利率	38.00%	33.48%	34.69%	35.55%	35.58%
EBITDA(%)	31.80%	29.26%	28.30%	27.92%	27.03%
營益率	23.94%	19.02%	19.67%	21.38%	21.51%
稅後純益率	18.77%	16.23%	17.09%	17.76%	17.61%
總資產報酬率	8.20%	5.27%	5.80%	6.11%	6.23%
股東權益報酬率	18.70%	12.79%	13.95%	14.96%	15.12%

償債能力檢視

負債比率(%)	56.15%	58.79%	58.46%	59.17%	58.82%
負債/淨值比(%)	128.04%	142.64%	140.74%	144.93%	142.86%
流動比率(%)	117.69%	113.41%	119.09%	122.73%	133.33%
其他比率分析					
存貨天數	126.77	136.96	123.50	115.92	106.40
應收帳款天數	67.17	72.34	62.09	58.06	54.17

2025 年 2 月 6 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	27,396	27,361	28,505	31,418	31,738	30,006	28,898	31,898	38,669	37,669	33,908	36,908
營業成本	18,290	17,930	18,871	20,380	20,560	19,654	19,072	20,698	24,526	24,083	22,177	24,089
營業毛利淨額	9,106	9,431	9,634	11,038	11,178	10,352	9,825	11,199	14,143	13,586	11,731	12,820
營業費用	3,724	4,338	4,670	4,556	4,542	4,501	4,392	4,561	5,307	5,169	4,875	5,204
營業利益	5,382	5,075	4,964	6,482	6,636	5,851	5,433	6,638	8,836	8,417	6,856	7,615
業外收入及支出	893	1,160	1,115	923	556	750	520	530	556	546	526	536
稅前純益	6,275	6,235	6,079	7,406	7,192	6,601	5,953	7,168	9,392	8,963	7,383	8,152
所得稅	1,346	1,461	1,450	1,919	1,508	1,518	1,339	1,613	2,131	2,035	1,714	1,891
稅後純益	4,841	4,757	4,609	5,453	5,649	5,083	4,613	5,555	7,261	6,929	5,668	6,260
最新股本	5,188	5,188	5,188	5,188	5,188	5,188	5,188	5,188	5,188	5,188	5,188	5,188
稅後EPS(元)	9.33	9.17	8.88	10.51	10.89	9.80	8.89	10.71	14.00	13.36	10.93	12.07

獲利能力(%)

毛利率(%)	33.24%	34.47%	33.80%	35.13%	35.22%	34.50%	34.00%	35.11%	36.57%	36.07%	34.60%	34.73%
營業利益率(%)	19.65%	18.55%	17.41%	20.63%	20.91%	19.50%	18.80%	20.81%	22.85%	22.34%	20.22%	20.63%
稅後純益率(%)	17.67%	17.39%	16.17%	17.36%	17.80%	16.94%	15.96%	17.42%	18.78%	18.39%	16.72%	16.96%

QoQ(%)

營業收入淨額	2.39%	-0.13%	4.18%	10.22%	1.02%	-5.46%	-3.69%	10.38%	21.23%	-2.59%	-9.98%	8.85%
營業利益	6.03%	-5.70%	-2.19%	30.58%	2.37%	-11.82%	-7.15%	22.18%	33.11%	-4.74%	-18.54%	11.07%
稅前純益	-2.49%	-0.64%	-2.50%	21.81%	-2.89%	-8.21%	-9.82%	20.41%	31.03%	-4.57%	-17.63%	10.42%
稅後純益	30.13%	-1.74%	-3.11%	18.31%	3.60%	-10.02%	-9.24%	20.41%	30.71%	-4.58%	-18.19%	10.45%

YoY(%)

營業收入淨額	-11.04%	-5.11%	9.23%	17.42%	15.85%	9.67%	1.38%	1.53%	21.84%	25.54%	17.34%	15.71%
營業利益	-29.90%	-14.52%	0.88%	27.70%	23.29%	15.29%	9.44%	2.40%	33.15%	43.85%	26.20%	14.72%
稅前純益	-24.05%	-3.22%	11.86%	15.08%	14.60%	5.87%	-2.08%	-3.21%	30.60%	35.78%	24.02%	13.72%
稅後純益	-24.32%	14.25%	11.55%	46.56%	16.68%	6.85%	0.10%	1.88%	28.53%	36.31%	22.86%	12.69%

註1：稅後EPS以股本51.88億元計算

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。