



宜鼎

(5289.TWO/5289 TT)

增加持股 · 重啟評等

收盤價 February 24 (NT\$)	259.5
12 個月目標價 (NT\$)	331.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	27.5

焦點內容

1. 2025 年 DRAM 與 NAND Flash 出貨量可望年增 19% 及 15%。
2. 2025 年 NAND Flash ASP 將年增 12%。
3. 2025 年每股盈餘將年增 37% 至 15.74 元。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	23.74 / 724
流通在外股數 (百萬股)：	91.48
外資持有股數 (百萬股)：	19.15
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.39
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	192.5 - 342.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	10.4	-9.9	-15.5
相對表現 (%)	7.5	-16.3	-40.3

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	4.02A	2.66A	3.47A	2.97A
2024	3.98A	3.26A	2.08A	2.33F
2025	2.84F	3.28F	4.62F	5.00F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

沈漢軒
886.2.2181.8005
hanhsuan.shen@kgi.com

曾繁仁
886.2.2181.8734
victort@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

2025 年價量展望均正向

重要訊息

凱基研究員異動，我們看好 2025 年宜鼎在價與量方面將分別受惠記憶體報價重新上漲，以及工控產業復甦。

評論及分析

2025 年出貨量可望雙位數以上成長。我們預估 2025 年宜鼎 DRAM 及 NAND Flash 模組出貨量將年增 19% 及 15%，主要得益於工控產業復甦，以及 DRAM 在网通領域市占提升。我們預期 2025 年工控產業可望迎來雙位數以上成長，年增幅度將優於手機、PC 及 Server 的 5%/5%/12%，係因：(1)IPC 產業已於 1Q24 落底，龍頭廠商研華 BB Ratio 在 4Q24 預計將回到 1.1 的長期平均以上，並於 2025 年持續復甦；(2)美國總統大選結束，對於提升醫療、能源與博奕等高度依賴政策導向之工控產業投資意願將有所助益；(3)2025 年為工控 Edge AI 爆發性成長元年，而 DeepSeek 出世有助於提高市場對 Edge AI 領域關注度。

2025 年 NAND Flash ASP 將上漲 12%。我們預估 2025 年宜鼎 DRAM 與 NAND Flash 模組 ASP 將分別年減 4% 與年增 12%，主因為我們在產業報告部分所提及：NAND Flash 合約價將於 2Q25 季底開始上漲，DRAM 部份我們則尚未在 2025 年看到帶動報價上漲之明顯動能。

2025 年獲利年增 36%。我們預估宜鼎 2025 年營收 109.6 億，年增 23%，毛利率微幅提升至 32.6%，主要受惠 ASP 提升，以及報價上漲帶來存貨回沖利益。我們預期 2025 年每股盈餘為 15.74 元。

投資建議

我們重啟宜鼎評等。我們預估宜鼎 2025 年營收 109.6 億元，每股盈餘 15.74 元。給予「增加持股」評等，目標價 331 元，係基於 2025 年每股盈餘的 21 倍換算得出。

投資風險

工控復甦不如預期，子公司安捷虧損加劇。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	10,196	10,303	8,314	8,916	10,969
營業毛利 (NT\$百萬)	3,092	3,459	2,846	2,839	3,579
營業利益 (NT\$百萬)	1,949	2,039	1,380	1,212	1,707
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,561	1,850	1,148	1,046	1,430
每股盈餘 (NT\$)	18.94	21.46	12.98	11.52	15.74
每股現金股利 (NT\$)	11.52	13.80	10.20	5.76	7.87
每股盈餘成長率 (%)	65.3	13.3	(39.5)	(11.3)	36.6
本益比 (x)	13.7	12.1	20.0	22.5	16.5
股價淨值比 (x)	3.6	3.2	3.3	3.2	2.8
EV/EBITDA (x)	9.3	8.4	12.5	14.9	10.3
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.4	5.3	3.9	2.2	3.0
股東權益報酬率 (%)	29.0	28.5	16.3	14.7	18.7

資料來源：公司資料；凱基

圖 1：4Q24-1Q25 財測暨市場共識比較

百萬元	4Q24F					1Q25F				
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	2,228	(4.0)	4.6	2,228	(0.0)	2,306	3.5	6.0	2,382	(6.5)
毛利	663	0.6	(6.3)	662	0.0	700	5.6	(7.8)	734	(9.8)
營業利益	255	3.9	(28.0)	265	(3.8)	294	15.3	(19.6)	317	(19.6)
稅前淨利	265	13.1	(9.5)	294	(9.9)	322	21.8	(27.4)	336	(21.1)
稅後淨利	212	12.2	(19.3)	247	(14.3)	258	21.8	(26.7)	276	(23.3)
每股盈餘 (元)	2.33	12.2	(21.4)	2.70	(13.7)	2.84	21.8	(28.7)	3.02	(22.8)
毛利率 (%)	29.7	1.4 pts	(3.5) pts	29.7	0.0 pts	30.3	0.6 pts	(4.5) pts	30.8	(0.5) pts
營業利益率 (%)	11.4	0.9 pts	(5.2) pts	11.9	(0.5) pts	12.7	1.3 pts	(4.1) pts	13.3	(0.6) pts
稅後淨利率 (%)	9.5	1.4 pts	(2.8) pts	11.1	(1.6) pts	11.2	1.7 pts	(5.0) pts	11.6	(0.4) pts

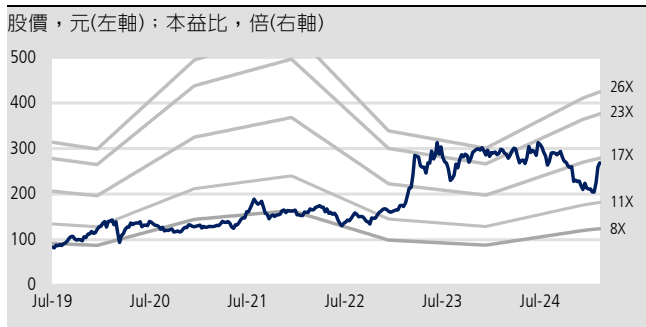
資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 2：2024-25 年財測暨市場共識比較

百萬元	2024F				2025F			
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	8,916	7.2	8,916	(0.0)	10,969	23.0	10,624	3.2
毛利	2,839	(0.2)	2,841	(0.1)	3,579	26.1	3,426	4.5
營業利益	1,212	(12.2)	1,223	(0.9)	1,707	40.8	1,681	1.5
稅前淨利	1,326	(7.3)	1,355	(2.1)	1,787	34.8	1,739	2.8
稅後淨利	1,046	(8.8)	1,071	(2.3)	1,430	36.6	1,365	4.7
每股盈餘 (元)	11.52	(11.3)	11.81	(2.4)	15.74	36.6	14.94	5.4
毛利率 (%)	31.8	(2.4) pts	31.9	(0.0) pts	32.6	0.8 pts	32.2	0.4 pts
營業利益率 (%)	13.6	(3.0) pts	13.7	(0.1) pts	15.6	2.0 pts	15.8	(0.3) pts
稅後淨利率 (%)	11.7	(2.1) pts	12.0	(0.3) pts	13.0	1.3 pts	12.8	0.2 pts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 3：未來 12 個月預估本益比區間



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 4：未來 12 個月預估股價淨值比區間



資料來源：TEJ，凱基預估

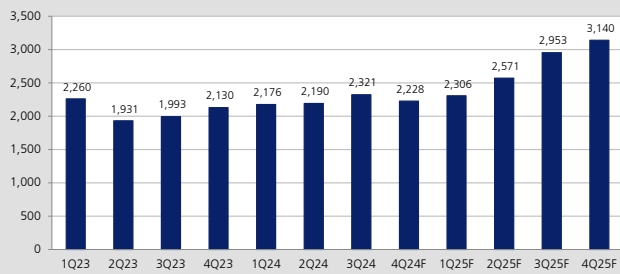
圖 5: 公司概況

宜鼎成立於 2005 年，並於 2013 年正式掛牌上櫃，為一家以服務為導向的工業用儲存裝置供應商，生產基地位於新北汐止及宜蘭。公司專注於企業級、工業、航太、醫療與國防等應用市場，提供工業用嵌入式儲存裝置與工業用動態隨機記憶體模組與相關技術服務，並以自有品牌「Innodisk」行銷全球。宜鼎結合集團旗下公司安提、維新、安捷科、巽晨，產品涵蓋記憶體模組到 AIoT 周邊產品，提供客戶從雲端到邊緣端，一站式完整 AI 解決方案。

資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

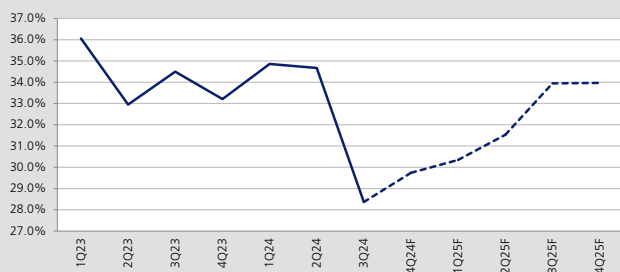
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

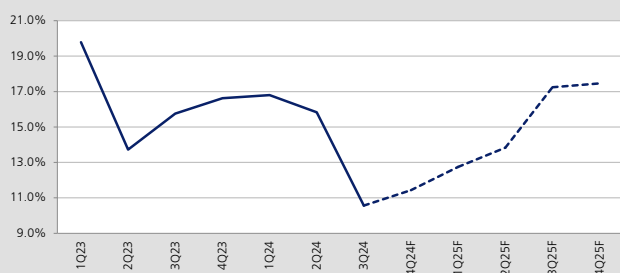
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

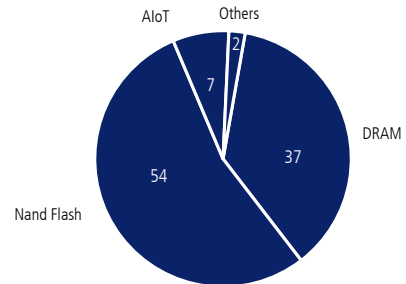
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 記憶體模組佔宜鼎營收大宗

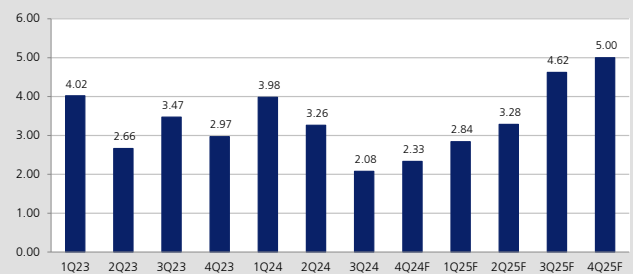
2023 年產品營收比重，百分比



資料來源：公司資料、凱基

圖 8: 每股盈利

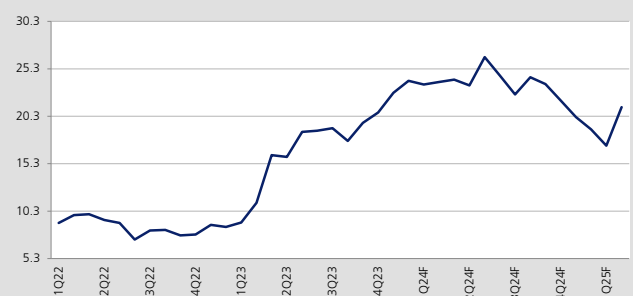
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

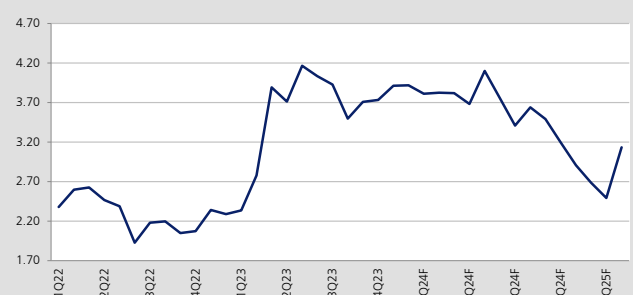
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	2,176	2,190	2,321	2,228	2,306	2,571	2,953	3,140	8,314	8,916	10,969
營業成本	(1,417)	(1,431)	(1,663)	(1,565)	(1,606)	(1,760)	(1,950)	(2,073)	(5,468)	(6,077)	(7,390)
營業毛利	759	759	658	663	700	811	1,002	1,066	2,846	2,839	3,579
營業費用	(393)	(413)	(413)	(408)	(406)	(455)	(493)	(518)	(1,466)	(1,627)	(1,872)
營業利益	366	347	245	255	294	356	509	548	1,380	1,212	1,707
折舊	(39)	(40)	(38)	(53)	(57)	(57)	(57)	(57)	(148)	(170)	(229)
攤提	(7)	(7)	(6)	(7)	(6)	(6)	(6)	(6)	(24)	(27)	(23)
EBITDA	412	393	290	315	357	419	572	611	1,552	1,409	1,959
利息收入	8	13	5	10	9	10	13	12	39	37	45
投資利益淨額	-	-	1	0	0	1	1	0	1	2	2
其他營業外收入	6	6	8	6	6	7	7	7	21	26	27
總營業外收入	14	19	15	17	16	18	21	19	61	64	74
利息費用	(2)	(2)	(2)	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)	(7)	(10)	(11)
投資損失	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(4)	(3)	(3)
其他營業外費用	68	21	(23)	(3)	16	3	(2)	4	1	63	20
總營業外費用	65	18	(26)	(7)	12	(1)	(5)	(0)	(10)	49	6
稅前純益	444	384	234	265	322	373	525	567	1,431	1,326	1,787
所得稅費用[利益]	(90)	(89)	(49)	(53)	(64)	(75)	(105)	(113)	(287)	(281)	(357)
少數股東損益	(2)	(0)	3	-	-	-	-	-	3	1	-
非常項目稅後純益	352	294	189	212	258	298	420	454	1,148	1,046	1,430
非常項目	0	(0)	0	0	0	0	0	0	-	0	0
稅後淨利	352	294	189	212	258	298	420	454	1,148	1,046	1,430
每股盈餘 (NT\$)	3.98	3.26	2.08	2.33	2.84	3.28	4.62	5.00	12.98	11.52	15.74
獲利率 (%)											
營業毛利率	34.9	34.7	28.4	29.7	30.3	31.5	33.9	34.0	34.2	31.8	32.6
營業利率	16.8	15.8	10.6	11.4	12.7	13.8	17.2	17.5	16.6	13.6	15.6
EBITDA Margin	18.9	17.9	12.5	14.1	15.5	16.3	19.4	19.5	18.7	15.8	17.9
稅前純益率	20.4	17.5	10.1	11.9	14.0	14.5	17.8	18.1	17.2	14.9	16.3
稅後純益率	16.2	13.4	8.1	9.5	11.2	11.6	14.2	14.5	13.8	11.7	13.0
季成長率 (%)											
營業收入	2.2	0.7	6.0	(4.0)	3.5	11.5	14.8	6.3			
營業毛利	7.2	0.1	(13.3)	0.6	5.6	15.9	23.6	6.4			
營業收益增長	3.3	(5.2)	(29.3)	3.9	15.3	21.0	43.2	7.7			
EBITDA	3.2	(4.5)	(26.3)	8.8	13.2	17.3	36.7	6.8			
稅前純益	51.8	(13.5)	(39.1)	13.1	21.8	15.6	40.8	8.2			
稅後純益	34.2	(16.5)	(35.9)	12.2	21.8	15.6	40.8	8.2			
年成長率 (%)											
營業收入	(3.7)	13.5	16.5	4.6	6.0	17.4	27.2	40.9	(19.3)	7.2	23.0
營業毛利	(6.9)	19.4	(4.2)	(6.3)	(7.8)	6.8	52.2	61.0	(17.7)	(0.2)	26.1
營業收益	(18.2)	30.9	(21.9)	(28.0)	(19.6)	2.6	107.7	115.2	(32.3)	(12.2)	40.8
EBITDA	(15.9)	27.9	(18.7)	(20.9)	(13.3)	6.6	97.5	94.0	(29.3)	(9.2)	39.0
稅前純益	0.6	21.8	(38.9)	(9.5)	(27.4)	(2.9)	124.4	114.5	(36.9)	(7.3)	34.8
稅後純益	1.1	27.4	(38.5)	(19.3)	(26.7)	1.4	122.5	114.5	(38.0)	(8.8)	36.6

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	8,231	9,301	9,362	9,249	11,267
流動資產	6,068	6,649	6,140	5,557	7,367
現金及短期投資	2,738	4,000	3,557	2,333	3,469
存貨	1,664	1,158	1,159	1,716	1,840
應收帳款及票據	1,557	1,421	1,335	1,418	1,966
其他流動資產	109	69	89	90	91
非流動資產	2,163	2,652	3,221	3,692	3,899
長期投資	129	171	196	415	421
固定資產	1,617	2,139	2,678	2,903	3,114
什項資產	418	342	347	375	365
負債總額	2,198	2,182	2,218	1,866	2,937
流動負債	1,861	1,691	1,626	1,268	2,339
應付帳款及票據	957	707	731	872	1,119
短期借款	2	11	12	8	8
什項負債	901	974	883	388	1,212
長期負債	337	490	593	598	598
長期借款	140	310	358	357	357
其他負債及準備	10	6	44	(116)	(116)
股東權益總額	6,034	7,119	7,143	7,384	8,329
普通股股本	827	866	884	913	913
保留盈餘	3,317	4,012	3,775	3,788	4,690
少數股東權益	73	107	106	181	181
優先股股東資金	-	-	-	28	71

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	42.6%	1.1%	(19.3%)	7.2%	23.0%
營業收益增長	61.5%	4.6%	(32.3%)	(12.2%)	40.8%
EBITDA	56.5%	5.9%	(29.3%)	(9.2%)	39.0%
稅後純益	67.5%	18.5%	(38.0%)	(8.8%)	36.6%
每股盈餘成長率	65.3%	13.3%	(39.5%)	(11.3%)	36.6%
獲利能力分析					
營業毛利率	30.3%	33.6%	34.2%	31.8%	32.6%
營業利率率	19.1%	19.8%	16.6%	13.6%	15.6%
EBITDA Margin	20.3%	21.3%	18.7%	15.8%	17.9%
稅後純益率	15.3%	18.0%	13.8%	11.7%	13.0%
平均資產報酬率	21.6%	21.1%	12.3%	11.2%	13.9%
股東權益報酬率	29.0%	28.5%	16.3%	14.7%	18.7%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	2.4%	4.5%	5.2%	4.9%	4.4%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	661.2	303.8	202.6	127.3	162.2
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	276.8	336.1	205.4	108.3	187.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	159.6	136.0	77.5	60.1	106.6
流動比率 (x)	3.3	3.9	3.8	4.4	3.1
速動比率 (x)	2.4	3.2	3.1	3.0	2.4
淨負債 (NT\$百萬)	(1,995)	(3,679)	(3,188)	(1,730)	(2,622)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	18.94	21.46	12.98	11.52	15.74
每股現金盈餘 (NT\$)	10.03	29.18	16.49	12.52	22.88
每股淨值 (NT\$)	72.11	81.02	79.61	81.16	91.37
調整後每股淨值 (NT\$)	72.32	81.35	79.61	79.00	88.94
每股營收 (NT\$)	123.69	119.52	94.05	98.18	120.80
EBITDA/Share (NT\$)	25.13	25.45	17.55	15.52	21.58
每股現金股利 (NT\$)	11.52	13.80	10.20	5.76	7.87
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.41	1.18	0.89	0.96	1.07
應收帳款周轉天數	55.7	50.4	58.6	58.2	65.4
存貨周轉天數	85.5	61.8	77.4	103.3	90.9
應付帳款周轉天數	49.2	37.7	48.8	52.5	55.3
現金轉換周轉天數	92.1	74.4	87.2	109.0	101.1

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	10,196	10,303	8,314	8,916	10,969
營業成本	(7,103)	(6,845)	(5,468)	(6,077)	(7,390)
營業毛利	3,092	3,459	2,846	2,839	3,579
營業費用	(1,143)	(1,419)	(1,466)	(1,627)	(1,872)
營業利益	1,949	2,039	1,380	1,212	1,707
總營業外收入	58	31	61	64	74
利息收入	6	14	39	37	45
投資利益淨額	-	-	1	2	2
其他營業外收入	52	17	21	26	27
總營業外費用	(35)	196	(10)	49	6
利息費用	(3)	(7)	(7)	(10)	(11)
投資損失	(8)	(6)	(4)	(3)	(3)
其他營業外費用	(24)	209	1	63	20
稅前純益	1,972	2,266	1,431	1,326	1,787
所得稅費用[利益]	(390)	(385)	(287)	(281)	(357)
少數股東損益	(21)	(31)	3	1	-
非常項目	-	0	(0)	0	0
稅後淨利	1,561	1,850	1,148	1,046	1,430
EBITDA	2,071	2,194	1,552	1,409	1,959
每股盈餘 (NT\$)	18.94	21.46	12.98	11.52	15.74

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	827	2,515	1,458	1,137	2,078
本期純益	1,561	1,850	1,148	1,046	1,430
折舊及攤提	122	155	172	197	252
本期運用資金變動	(1,290)	300	173	(499)	(426)
其他營業資產及負債變動	434	210	(35)	392	822
投資活動之現金流量	(615)	38	(735)	(815)	(704)
投資用短期投資出售[新購]	(203)	570	(1)	(197)	(245)
本期長期投資變動	-	4	(27)	(5)	(7)
資本支出淨額	(361)	(480)	(687)	(350)	(440)
其他資產變動	(51)	(56)	(20)	(262)	(12)
自由現金流	9	1,642	737	276	728
融資活動之現金流量	(335)	(701)	(1,174)	(632)	(480)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	124	178	48	(4)	-
現金增資	-	-	-	95	-
已支付普通股股息	(553)	(967)	(1,194)	(663)	(523)
其他融資現金流	94	88	(27)	(60)	43
匯率影響數	1	10	8	(7)	(4)
本期產生現金流量	(122)	1,862	(443)	(317)	890

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	11.2%	13.8%	17.6%	18.2%	17.1%
= 營業利率率	19.1%	19.8%	16.6%	13.6%	15.6%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	3.2	3.3	2.3	1.8	2.3
營業利率率	19.1%	19.8%	16.6%	13.6%	15.6%
x 資本周轉率	3.2	3.3	2.3	1.8	2.3
x (1 - 有效現金稅率)	80.2%	83.0%	80.0%	78.8%	80.0%
= 稅後 ROIC	49.2%	54.4%	30.2%	19.6%	29.1%

資料來源：公司資料，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為凱基金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。