

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	34.35 元
目標價	
3 個月	38.00 元
12 個月	38.00 元

佳世達(2352 TT)

Trading Buy

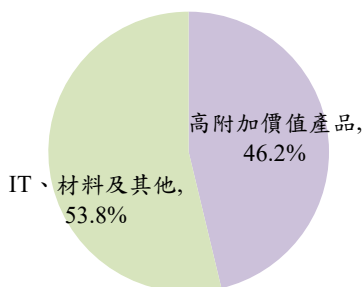
近期報告日期、評等及前日股價

11/07/2024	Trading Buy	37.00
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

公司基本資訊

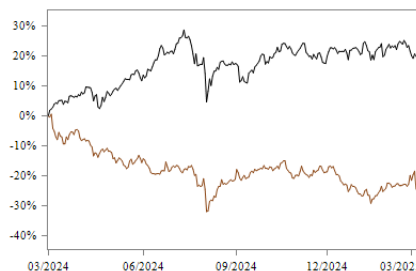
目前股本(百萬元)	19,275
市值(億元)	662
目前每股淨值(元)	18.45
外資持股比(%)	11.39
投信持股比(%)	0.56
董監持股比(%)	12.31
融資餘額(張)	20,593
現金股息配發率(%)	100.00

產品組合



股價相對大盤走勢

— 2352 — TWSE



2025 年營收展望佳且將逐季增加，維持 Trading Buy 評等。

投資建議：佳世達董事會已通過辦理減資 18%，並計畫於 05/29/2025 召開股東會確認，此舉有助於調整資本結構。此外，近期顯示器等 IT 產品雖家用機種出貨表現受地緣政治、通膨等因素影響，但商用機種買氣則持續熱絡，加上 BSG、NCG 產業景氣陸續走出谷底，medical 營收則穩定成長，2025 年佳世達營收展望優於 2024 年，且預估將逐季增加，搭配明基醫院掛牌題材，群益維持對佳世達 Trading Buy 的投資建議。

4Q24 稅後淨利 1.91 億元，QoQ-81.86%：4Q24 display 產品營收受惠於商用顯示器需求增溫而增加至 210.99 億元，QoQ+9.31%，加上 BSG 營收隨 IPC 景氣逐漸復甦而增加至 86.56 億元，QoQ+13.61%，帶動佳世達的營收 QoQ+6.51%，不過，受到 NCG 營運狀況持續受到客戶調整庫存、提列邁達特海外子公司庫存跌價損失影響，營業利益 QoQ-6.61%，加上業外表現轉差(3Q24 認列 5.36 億元股利收入，基期較高)、所得稅偏高(原因主要在於部分子公司一次性補稅、年度所得稅調整)，4Q24 稅後淨利 1.91 億元，QoQ-81.86%。

預估 2025 年營收 YoY+6.25%：群益預估，2025 年佳世達營收 YoY+6.25%，並以 BSG、NCG、medical 等高附加價值業務營收成長性較佳，首先，BSG 4Q24 營收已重回 85 億元以上，原因在於市場需求已回歸常軌，預估 2025 年動能將來自算力、軟體、智慧化相關產品；其次，NCG 4Q24 業績仍受客戶調整庫存影響，不過，近期產業景氣已逐漸走出谷底，加上印度廠 03/2025 已開始量產，均有助於推升 NCG 營收規模；至於明基醫院空床率持續則降低，並加速擴展藥局等通路，相關 2025 年營收穩定成長。

此外，目前顯示器等 IT 產品的家用機種需求多受到地緣政治、通膨等負面因素影響，不過，商用機種接單狀況則自 4Q24 迄今持續受惠於客戶積極備貨，故預估 2025 年 IT 產品營收仍可較 2024 年增加，惟幅度有限。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	201,666	214,271	222,573	50,667	46,914	49,857	50,794	54,101	49,756	52,345	54,901	57,269
營業毛利淨額	33,181	35,751	37,463	8,207	7,511	8,319	8,512	8,840	8,308	8,688	9,106	9,649
營業利益	4,520	5,541	6,547	868	927	1,185	1,245	1,163	1,049	1,272	1,478	1,742
稅後純益	2,164	3,651	4,019	426	257	663	1,053	191	499	792	1,312	1,048
稅後 EPS(元)	1.12	1.89	2.09	0.22	0.13	0.34	0.55	0.10	0.26	0.41	0.68	0.54
毛利率(%)	16.45%	16.69%	16.83%	16.20%	16.01%	16.69%	16.76%	16.34%	16.70%	16.60%	16.59%	16.85%
營業利益率(%)	2.24%	2.59%	2.94%	1.71%	1.98%	2.38%	2.45%	2.15%	2.11%	2.43%	2.69%	3.04%
稅後純益率(%)	1.07%	1.70%	1.81%	0.84%	0.55%	1.33%	2.07%	0.35%	1.00%	1.51%	2.39%	1.83%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-0.95%	6.25%	3.87%	0.59%	-7.41%	6.27%	1.88%	6.51%	-8.03%	5.20%	4.88%	4.31%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-27.28%	68.73%	10.07%	-64.58%	-39.64%	158.07%	58.79%	-81.86%	161.26%	58.66%	65.81%	-20.12%

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 192.75 億元計算。

2025 年 3 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。

受到海外子公司庫存跌價損失、業外表現轉差、所得稅偏高影響，4Q24 稅後淨利 1.91 億元，QoQ-81.86%：

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。

4Q24 佳世達的營收 541.01 億元，QoQ+6.51%，動能主要來自 display 產品、BSG，其中，display 產品營收受惠於商用顯示器需求增溫而增加至 210.99 億元，QoQ+9.31%，BSG 營收則隨 IPC 景氣逐漸復甦而增加至 86.56 億元，QoQ+13.61%，不過，受到 NCG 營運狀況持續受到客戶調整庫存、提列邁達特海外子公司庫存跌價損失影響，營業利益 QoQ-6.61%，加上業外表現轉差(3Q24 認列 5.36 億元股利收入，基期較高)、所得稅偏高(原因主要在於部分子公司一次性補稅、年度所得稅調整)，4Q24 稅後淨利 1.91 億元，QoQ-81.86%。

2025 年 3 月 7 日

預估 2025 年營收 YoY+6.25%，動能來自高附加價值業務：

群益預估，2025 年佳世達營收 YoY+6.25%，並以 BSG、NCG、medical 等高附加價值業務營收成長性較佳，首先，BSG 4Q24 營收已重回 85 億元以上，原因在於市場需求已回歸常軌，預估 2025 年動能將來自算力、軟體、智慧化相關產品；其次，NCG 4Q24 業績仍受客戶調整庫存影響，不過，近期產業景氣已逐漸走出谷底，加上印度廠 03/2025 已開始量產，均有助於推升 NCG 營收規模；至於明基醫院空床率持續則降低，並加速擴展藥局等通路，相關 2025 年營收穩定成長。

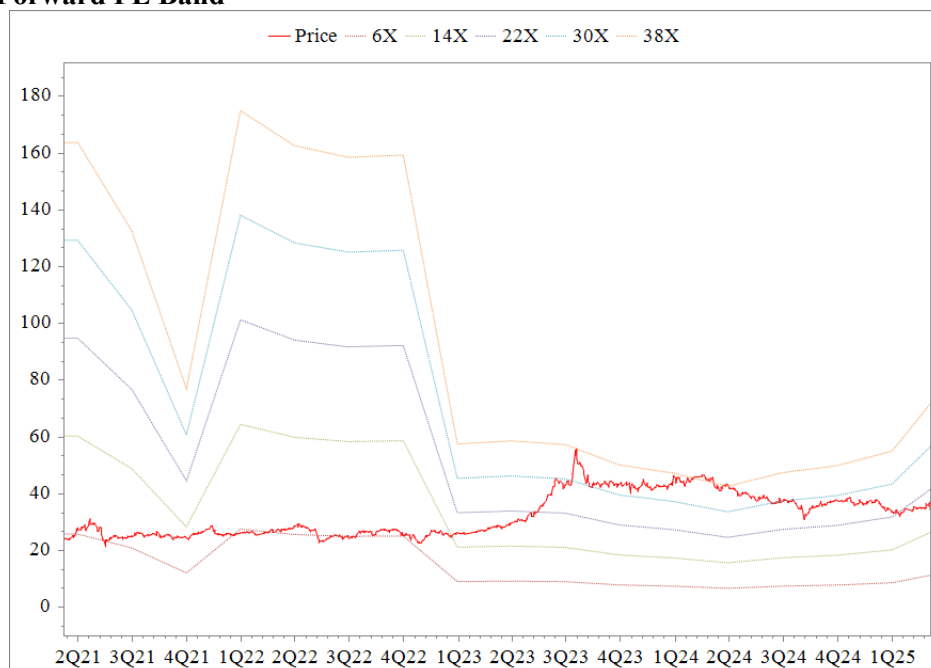
此外，目前顯示器等 IT 產品的家用機種需求多受到地緣政治、通膨等負面因素影響，不過，商用機種接單狀況則自 4Q24 迄今持續受惠於客戶積極備貨，故預估 2025 年 IT 產品營收仍可較 2024 年增加，惟幅度有限。

考量 2025 年營收展望佳，且預估將逐季增加，故群益維持對佳世達 Trading Buy 的投資建議：

佳世達董事會已通過辦理減資 18%，並計畫於 05/29/2025 召開股東會確認，此舉有助於調整資本結構。此外，近期顯示器等 IT 產品雖家用機種出貨表現受地緣政治、通膨等因素影響，但商用機種買氣則持續熱絡，加上 BSG、NCG 產業景氣陸續走出谷底，medical 營收則穩定成長，2025 年佳世達營收展望優於 2024 年，且預估將逐季增加，搭配明基醫院掛牌題材(現已通過中國證監會上市備案)，群益維持對佳世達 Trading Buy 的投資建議。

2025 年 3 月 7 日

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 3 月 7 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
資產總計	193,416	188,424	206,405	212,646	218,047
流動資產	121,386	108,010	119,288	121,465	124,472
現金及約當現金	31,203	25,473	26,154	27,589	27,785
應收帳款與票據	40,150	38,042	42,350	43,358	44,452
存貨	43,870	37,931	42,072	43,031	44,199
採權益法之投資	5,479	8,314	7,384	8,166	8,662
不動產、廠房設備	36,507	40,389	44,048	43,548	43,048
負債總計	125,478	124,330	140,044	143,381	146,084
流動負債	84,644	85,269	94,398	95,891	98,265
應付帳款及票據	29,038	30,468	33,918	34,555	35,431
非流動負債	40,835	39,062	45,646	46,852	46,306
權益總計	67,937	64,094	66,361	69,266	71,963
普通股股本	19,668	19,668	19,274	19,274	19,274
保留盈餘	24,185	18,793	17,485	20,391	23,087
母公司業主權益	40,726	37,057	35,562	37,864	39,762
負債及權益總計	193,416	188,424	206,405	212,646	218,047

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業收入淨額	239,837	203,595	201,666	214,271	222,573
營業成本	205,276	170,519	168,485	178,519	185,110
營業毛利淨額	34,561	33,076	33,181	35,751	37,463
營業費用	28,709	28,065	28,662	30,210	30,916
營業利益	5,852	5,011	4,520	5,541	6,547
EBITDA	22,721	12,926	11,790	12,366	13,694
業外收入及支出	10,357	407	-883	-35	-32
稅前純益	16,623	6,320	4,648	5,506	6,514
所得稅	5,544	1,804	1,834	1,251	1,697
稅後純益	8,252	2,976	2,164	3,651	4,019
稅後 EPS(元)	4.28	1.54	1.12	1.89	2.09
完全稀釋 EPS**	4.28	1.54	1.12	1.89	2.09

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 192.75【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 192.75 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	6.14%	-15.11%	-0.95%	6.25%	3.87%
營業毛利淨額	6.16%	-4.30%	0.32%	7.75%	4.79%
營業利益	-20.49%	-14.37%	-9.81%	22.59%	18.15%
稅後純益	-0.67%	-63.94%	-27.28%	68.73%	10.07%

獲利能力分析(%)

毛利率	14.41%	16.25%	16.45%	16.69%	16.83%
EBITDA(%)	9.47%	6.35%	5.85%	5.77%	6.15%
營益率	2.44%	2.46%	2.24%	2.59%	2.94%
稅後純益率	3.44%	1.46%	1.07%	1.70%	1.81%
總資產報酬率	4.27%	1.58%	1.05%	1.72%	1.84%
股東權益報酬率	12.15%	4.64%	3.26%	5.27%	5.58%

償債能力檢視

負債比率(%)	64.87%	65.98%	67.85%	67.43%	67.00%
負債/淨值比(%)	184.70%	193.98%	211.03%	207.00%	203.00%
流動比率(%)	143.41%	126.67%	126.37%	126.67%	126.67%

其他比率分析

存貨天數	83.59	87.55	86.66	87.00	86.00
應收帳款天數	55.67	70.09	72.75	73.00	72.00

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業活動現金	-1,191	13,611	3,301	9,402	10,652
稅前純益	16,623	6,320	4,648	5,506	6,514
折舊及攤銷	5,315	5,700	5,977	6,145	6,074
營運資金變動	-12,612	9,477	-4,999	-1,329	-1,386
其他營運現金	-10,517	-7,886	-2,325	-920	-550
投資活動現金	8,355	-8,774	-8,794	-7,283	-5,398
資本支出淨額	-6,256	-4,884	-5,261	-5,000	-5,000
長期投資變動	10,187	-2,197	-2,884	-2,000	-2,000
其他投資現金	4,425	-1,692	-649	-283	1,602
籌資活動現金	3,336	-10,518	4,822	-884	-3,057
長借/公司債變動	8,639	-1,558	8,601	1,205	-545
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-4,917	-3,934	-2,360	-1,349	-2,120
其他籌資現金	-386	-5,026	-1,419	-741	-391
淨現金流量	12,753	-5,730	681	1,235	2,197
期初現金	18,450	31,203	25,473	26,154	27,389
期末現金	31,203	25,473	26,154	27,389	29,585

資料來源：CMoney、群益

2025 年 3 月 7 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	50,370	50,667	46,914	49,857	50,794	54,101	49,756	52,345	54,901	57,269	52,205	54,627
營業成本	41,993	42,461	39,404	41,538	42,282	45,260	41,448	43,657	45,795	47,620	43,379	45,467
營業毛利淨額	8,377	8,207	7,511	8,319	8,512	8,840	8,308	8,688	9,106	9,649	8,826	9,160
營業費用	7,027	7,339	6,583	7,134	7,267	7,678	7,259	7,416	7,628	7,907	7,404	7,611
營業利益	1,350	868	927	1,185	1,245	1,163	1,049	1,272	1,478	1,742	1,422	1,549
業外收入及支出	774	-5	-125	158	200	-104	-91	-80	305	-169	-91	-79
稅前純益	2,125	862	802	1,343	1,445	1,058	958	1,192	1,783	1,573	1,332	1,470
所得稅	575	188	407	537	248	641	368	236	307	341	511	471
稅後純益	1,202	426	257	663	1,053	191	499	792	1,312	1,048	681	790
最新股本	19,275	19,275	19,275	19,275	19,275	19,275	19,275	19,275	19,275	19,275	19,275	19,275
稅後EPS(元)	0.62	0.22	0.13	0.34	0.55	0.10	0.26	0.41	0.68	0.54	0.35	0.41

獲利能力(%)

毛利率(%)	16.63%	16.20%	16.01%	16.69%	16.76%	16.34%	16.70%	16.60%	16.59%	16.85%	16.91%	16.77%
營業利益率(%)	2.68%	1.71%	1.98%	2.38%	2.45%	2.15%	2.11%	2.43%	2.69%	3.04%	2.72%	2.84%
稅後純益率(%)	2.39%	0.84%	0.55%	1.33%	2.07%	0.35%	1.00%	1.51%	2.39%	1.83%	1.30%	1.45%

QoQ(%)

營業收入淨額	-3.34%	0.59%	-7.41%	6.27%	1.88%	6.51%	-8.03%	5.20%	4.88%	4.31%	-8.84%	4.64%
營業利益	-6.44%	-35.76%	6.88%	27.82%	5.03%	-6.61%	-9.76%	21.27%	16.18%	17.85%	-18.35%	8.94%
稅前純益	1.01%	-59.42%	-6.98%	67.46%	7.55%	-26.75%	-9.50%	24.49%	49.51%	-11.77%	-15.33%	10.40%
稅後純益	17.39%	-64.58%	-39.64%	158.07%	58.79%	-81.86%	161.26%	58.66%	65.81%	-20.12%	-35.05%	16.02%

YoY(%)

營業收入淨額	-16.13%	-9.71%	-7.00%	-4.33%	0.84%	6.78%	6.06%	4.99%	8.09%	5.86%	4.92%	4.36%
營業利益	71.34%	-41.26%	-31.31%	-17.89%	-7.82%	34.00%	13.13%	7.33%	18.73%	49.84%	35.58%	21.79%
稅前純益	-81.37%	-24.46%	-34.74%	-36.14%	-32.01%	22.73%	19.40%	-11.24%	23.40%	48.63%	39.04%	23.31%
稅後純益	-81.11%	14.55%	-20.70%	-35.24%	-12.40%	-55.14%	94.16%	19.37%	24.64%	449.04%	36.49%	-0.19%

註1：稅後EPS以股本192.75億元計算

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。