

2025 年 4 月 7 日

研究員：涂憶君 A51619@cim.capital.com.tw

前日收盤價 523.00 元
目標價
3 個月 580.00 元
12 個月 580.00 元

國巨(2327 TT)

Trading Buy

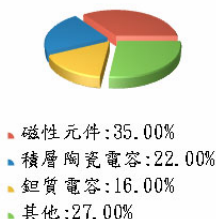
近期報告日期、評等及前日股價

03/03/2025 Buy 566
02/06/2025 Buy 569
10/30/2024 Trading Buy 591
08/09/2024 Buy 701

公司基本資訊

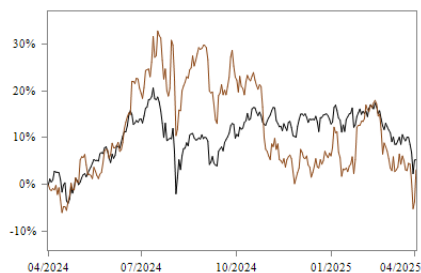
目前股本(百萬元) 5,188
市值(億元) 2,713
目前每股淨值(元) 309.29
外資持股比(%) 49.29
投信持股比(%) 2.12
董監持股比(%) 6.37
融資餘額(張) 8,210
現金股息配發率(%) 52.45

產品組合



股價相對大盤走勢

— 2327 — TWSE



產業穩定復甦，惟關稅不確定性將影響股價表現。

投資建議：被動元件產業處復甦初期，國巨 2025 營運將穩步上升，惟川普關稅政策來勢洶洶，台股短期將直接面臨本益比修正，故研究部調降國巨 PE 至 12 倍，並將投資建議調整為 Trading Buy，目標價 580 元(2025 EPS X 12 PER)。

2024 營收、毛利率穩定增加：2024 年營收 1216 億元，YoY+13.06%，毛利率 34.36%，YoY+0.88ppt，稅後純益 194.87 億元，YoY+11.2%，EPS 38.13 元(如未加計 4Q24 一次性稅率，EPS 為 40.49 元)。

1Q25 毛利率指引強勁，研究部上調財務預期：01/2025 營收 102.49 億元，MoM+7.67%/YoY+2.28%，02/2025 營收 97.52 億元，MoM-4.8%/YoY+15.2%，公司給出 1Q25 營收持平 4Q24、毛利率季增 1.5-3ppt 之指引，主要是稼動率雖較 4Q24 下降(利基型產品由 75%降至 70%、標準型產品由 65%降至 60%)，然產品組合優化(其中 AI 產品需求暢旺為因素之一)，故研究部預估 1Q25 營收 302.62 億元，QoQ+0.86%/YoY+6.17%，毛利率 35.1%，稅後純益 50.7 億元，QoQ+39.07%/YoY+10.01%，EPS 9.77 元。

2025 穩步復甦，營運可期：展望 2025 年，研究部給予國巨正向看法，主要是：(1)1Q 通常為傳統淡季，惟 1Q25 BB ratio 大於 1，有利於 2Q25 後表現，(2)通路庫存水位健康，有助改善市場狀況，(3)公司認為歐洲汽車與工業市場需求雖仍疲軟，然估已見谷底，期待於 2H25 見改善，(4)假設國巨將於 3Q25 順利併入芝浦電子，將對營收與獲利皆有正向幫助；綜合以上，預估 2025 年營收 1385.9 億元，YoY+13.9%，毛利率 35.98%，稅後純益 250.46 億元，YoY+29.4%，EPS 48.28 元。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	121,667	138,593	155,235	28,505	31,418	31,738	30,006	30,263	32,563	38,734	37,034	34,309
營業毛利淨額	41,803	49,865	55,236	9,634	11,038	11,178	9,953	10,622	11,723	14,167	13,354	11,871
營業利益	23,386	30,212	33,401	4,964	6,482	6,636	5,304	6,022	7,066	8,851	8,273	6,938
稅後純益	19,356	25,047	27,320	4,609	5,453	5,649	3,646	5,070	5,887	7,273	6,817	5,731
稅後 EPS(元)	38.13	48.28	52.66	8.88	10.51	10.89	7.03	9.77	11.35	14.02	13.14	11.05
毛利率(%)	34.36%	35.98%	35.58%	33.80%	35.13%	35.22%	33.17%	35.10%	36.00%	36.57%	36.06%	34.60%
營業利益率(%)	19.22%	21.80%	21.52%	17.41%	20.63%	20.91%	17.68%	19.90%	21.70%	22.85%	22.34%	20.22%
稅後純益率(%)	15.91%	18.07%	17.60%	16.17%	17.36%	17.80%	12.15%	16.75%	18.08%	18.78%	18.41%	16.71%
營業收入 YoY/QoQ(%)	13.06%	13.91%	12.01%	4.18%	10.22%	1.02%	-5.46%	0.86%	7.60%	18.95%	-4.39%	-7.36%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	11.07%	29.40%	9.08%	-3.11%	18.31%	3.60%	-35.46%	39.07%	16.11%	23.54%	-6.27%	-15.93%

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。

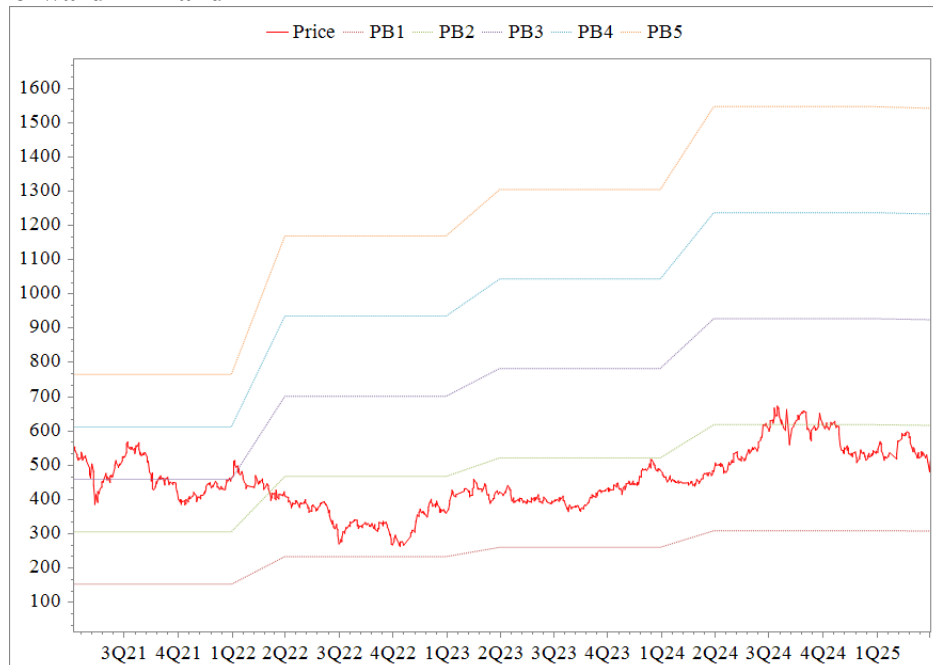
2025 年 4 月 7 日

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 4 月 7 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
資產總計	277,186	332,170	366,676	397,037	433,312
流動資產	111,705	131,936	158,288	140,850	147,299
現金及約當現金	39,421	52,951	61,118	55,324	57,009
應收帳款與票據	22,263	20,383	21,969	22,623	22,957
存貨	26,945	27,910	27,823	27,995	29,676
採權益法之投資	3,396	5,386	10,848	7,787	9,118
不動產、廠房設備	59,871	68,284	66,410	64,056	61,056
負債總計	155,636	194,811	204,123	234,933	254,889
流動負債	94,916	115,302	113,978	114,767	110,475
應付帳款及票據	14,354	15,110	15,003	16,418	16,793
非流動負債	60,720	79,509	90,144	118,864	142,738
權益總計	121,549	137,359	162,553	162,104	178,422
普通股股本	4,213	4,231	5,188	4,231	4,231
保留盈餘	77,284	90,582	100,741	116,101	132,420
母公司業主權益	121,344	135,372	160,461	159,986	176,305
負債及權益總計	277,186	332,170	366,676	397,037	433,312

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業活動現金	33,010	31,067	31,162	40,516	34,000
稅前純益	31,128	24,357	26,863	32,365	35,567
折舊及攤銷	7,675	8,726	9,629	8,056	7,490
營運資金變動	-5,987	1,670	-1,606	-67	-1,641
其他營運現金	195	-3,686	-3,724	162	-7,416
投資活動現金	-29,514	-53,116	-29,760	-56,439	-56,495
資本支出淨額	-12,631	-16,021	-6,363	-6,000	-8,000
長期投資變動	-16,362	-37,121	-23,085	-16,000	-17,000
其他投資現金	-520	26	-312	-34,439	-31,495
籌資活動現金	-7,251	36,280	2,780	20,922	24,180
長借/公司債變動	9,972	20,455	3,197	21,904	23,873
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-5,400	-4,179	-8,369	-10,579	-11,002
其他籌資現金	-11,822	20,004	7,952	9,595	11,309
淨現金流量	294	13,531	8,166	4,998	1,685
期初現金	39,126	39,421	52,951	50,326	55,324
期末現金	39,421	52,951	61,118	55,324	57,009

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業收入淨額	121,087	107,609	121,667	138,593	155,235
營業成本	75,068	71,584	79,864	88,727	99,999
營業毛利淨額	46,019	36,026	41,803	49,865	55,236
營業費用	17,031	15,596	18,418	19,653	21,835
營業利益	28,988	20,430	23,386	30,212	33,401
EBITDA	38,501	31,485	34,302	39,171	41,869
業外收入及支出	579	495	-1,538	2,153	2,166
稅前純益	31,128	24,357	26,863	32,365	35,567
所得稅	8,358	6,838	7,377	7,318	8,246
稅後純益	22,730	17,427	19,356	25,047	27,320
稅後 EPS(元)	43.81	33.59	38.13	48.28	52.66
完全稀釋 EPS**	43.81	33.59	38.13	48.28	52.66

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	2024	2025F	2026F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	-0.89%	-11.13%	13.06%	13.91%	12.01%
營業毛利淨額	-1.29%	-21.71%	16.04%	19.28%	10.77%
營業利益	0.02%	-29.52%	14.47%	29.19%	10.56%
稅後純益	-0.75%	-23.33%	11.07%	29.40%	9.08%
獲利能力分析(%)					
毛利率	38.00%	33.48%	34.36%	35.98%	35.58%
EBITDA(%)	31.80%	29.26%	28.19%	28.26%	26.97%
營益率	23.94%	18.99%	19.22%	21.80%	21.52%
稅後純益率	18.77%	16.19%	15.91%	18.07%	17.60%
總資產報酬率	8.20%	5.25%	5.28%	6.31%	6.31%
股東權益報酬率	18.70%	12.69%	11.91%	15.45%	15.31%

償債能力檢視

負債比率(%)	56.15%	58.65%	55.67%	59.17%	58.82%
負債/淨值比(%)	128.04%	141.83%	125.57%	144.93%	142.86%
流動比率(%)	117.69%	114.43%	138.88%	122.73%	133.33%
其他比率分析					
存貨天數	126.77	139.85	127.36	114.81	105.25
應收帳款天數	67.17	72.33	63.53	58.72	53.59

2025 年 4 月 7 日

季度損益表

(百萬元)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
營業收入淨額	27,361	28,505	31,418	31,738	30,006	30,263	32,563	38,734	37,034	34,309	37,309	42,309
營業成本	17,930	18,871	20,380	20,560	20,053	19,640	20,840	24,567	23,680	22,437	24,348	26,819
營業毛利淨額	9,431	9,634	11,038	11,178	9,953	10,622	11,723	14,167	13,354	11,871	12,960	15,490
營業費用	4,379	4,670	4,556	4,542	4,650	4,600	4,656	5,316	5,081	4,933	5,261	5,890
營業利益	5,052	4,964	6,482	6,636	5,304	6,022	7,066	8,851	8,273	6,938	7,699	9,600
業外收入及支出	1,160	1,115	923	556	883	520	530	556	546	526	536	556
稅前純益	6,212	6,079	7,406	7,192	6,187	6,542	7,596	9,407	8,819	7,465	8,235	10,156
所得稅	1,461	1,450	1,919	1,508	2,499	1,472	1,709	2,134	2,002	1,733	1,911	2,352
稅後純益	4,734	4,609	5,453	5,649	3,646	5,070	5,887	7,273	6,817	5,731	6,325	7,804
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)	9.12	8.88	10.51	10.89	7.03	9.77	11.35	14.02	13.14	11.05	12.19	15.04

獲利能力(%)

毛利率(%)	34.47%	33.80%	35.13%	35.22%	33.17%	35.10%	36.00%	36.57%	36.06%	34.60%	34.74%	36.61%
營業利益率(%)	18.46%	17.41%	20.63%	20.91%	17.68%	19.90%	21.70%	22.85%	22.34%	20.22%	20.64%	22.69%
稅後純益率(%)	17.30%	16.17%	17.36%	17.80%	12.15%	16.75%	18.08%	18.78%	18.41%	16.71%	16.95%	18.44%

QoQ(%)

營業收入淨額	-0.13%	4.18%	10.22%	1.02%	-5.46%	0.86%	7.60%	18.95%	-4.39%	-7.36%	8.74%	13.40%
營業利益	-6.14%	-2.19%	30.58%	2.37%	-20.07%	13.55%	17.33%	25.26%	-6.53%	-16.13%	10.96%	24.69%
稅前純益	-1.01%	-2.50%	21.81%	-2.89%	-13.97%	5.75%	16.11%	23.84%	-6.25%	-15.36%	10.32%	23.32%
稅後純益	-2.23%	-3.11%	18.31%	3.60%	-35.46%	39.07%	16.11%	23.54%	-6.27%	-15.93%	10.35%	23.39%

YoY(%)

營業收入淨額	-5.11%	9.23%	17.42%	15.85%	9.67%	6.17%	3.64%	22.04%	23.42%	13.37%	14.57%	9.23%
營業利益	-14.91%	0.88%	27.70%	23.29%	4.99%	21.32%	9.01%	33.38%	55.98%	15.21%	8.96%	8.46%
稅前純益	-3.58%	11.86%	15.08%	14.60%	-0.40%	7.61%	2.57%	30.81%	42.55%	14.10%	8.42%	7.96%
稅後純益	13.69%	11.55%	46.56%	16.68%	-22.98%	10.01%	7.96%	28.74%	86.98%	13.04%	7.44%	7.30%

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。