

# 國巨(2327)

■台灣 50 □中型 100 ■MSCI

## 元富投顧研究部

研究員 蘇宜家 Alice Su  
yjia95@masterlink.com.tw

## 評等

日期:	2025/4/18
目前收盤價 (NT\$):	457
目標價 (NT\$):	550
52 週最高最低(NT\$):	386.5-804
加權指數:	19338.73

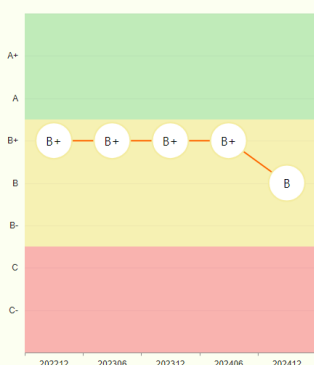
## 公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	5,188
市值 (NT\$/mn):	237,090
市值 (US\$/mn):	7,903
20 日平均成交量(仟股):	3,032
PER (2025):	11.03
PBR (2025):	1.46
外資持股比率:	48.66
TCRI	3

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-13.1	-12.3	-26.2
加權指數報酬率	-12.6	-16.5	-16.1

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	550	680
營業收入 (NT\$/mn)	125,932	133,889
毛利率 (%)	36.2	36.2
營益率 (%)	21.2	22.2
EPS (NT\$)	41.72	45.65
BVPS(NT\$)	312	303

## 近五期ESG Rating



## 2Q25 營收展望略低於預期

### ■ 1Q25 毛利率 35.6% · 略優於預期 · 1Q25 EPS 10.77 元:

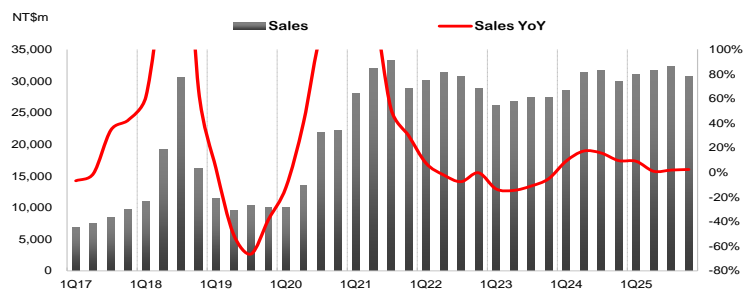
國巨 1Q25 EPS 10.77 元，獲利達成率 111%，優於預期。1Q25 營收 311.04 億元，QOQ+3.7%，優於上季法說會預期的 1Q25 營收 QOQ 持平之展望。1Q25 毛利率 35.6%，略優於元富預估的 35.4%，1Q25 認列與芝浦電子收購案相關之顧問費用 1.26 億元，影響 EPS-0.25 元。業外主要來自於利息收入，1Q25 EPS 10.77 元。

### ■ 2Q25 展望:營收 QOQ 低個位數增長，略低於預期，毛利率及營業利率小增:1Q25 國巨 BB 值大於 1，2Q25 維持穩健訂單動能，BB 值

持續維持大於 1。稼動率部分，4Q24~2Q25 特殊品稼動率分別為 75%、70%、75%，4Q24~2Q25 標準品稼動率分別為 65%、60%、65%。存貨部分，2Q25 存貨將與 1Q25 相近。預估 2Q25 營收 317.26 億元，QOQ+2%，毛利率 36.2%，預估 2Q25 EPS 10.45 元。2H25 考量關稅造成消費性電子拉貨力道放緩疑慮升溫，故調整 3Q25 營收 QOQ 至+2%(原估 QOQ+10%)，調整 4Q25 營收 QOQ 至-5%。

### ■ 維持買進，目標價 550 元：2Q25 營收展望略低於預期，關稅戰造成未來不確定性提高，持續留意併購及修改面額(10 元至 2.5 元)進程，預估 2025 年 EPS 41.72 元(原估 45.68 元)，目標價 550 元。

Exhibit 1: 營收及 YoY



Sources : MasterLink

Exhibit 2: TEGS 企業永續指標



Sources : TEJ

國巨為全球晶片電阻及鉭質電容最大供應商

國巨為全球晶片電阻及鉭質電容最大供應商

國巨主要產品為積層陶瓷電容 MLCC、晶片電阻、高頻天線、電解電容、電感、導線電阻、磁性材料等被動元件。2024 年產品結構可區分為積層陶瓷電容 MLCC (19%)、R-chip (14%)、無線及進階電子元件 (29%) 鉭質電容(18%)、感測器 10%及其他(10%)。產品應用領域可分為：車用 20%、工業和自動化設備 32%、電信通訊 9%、運算及企業系統 24%、消費性電子 12%、國防/醫藥 4%。主要生產基地位於蘇州(占總產能約 70%)。2020 年完成基美(Kemet)併購，基美加入國巨集團後，國巨晶片電阻維持市佔第一地位，鉭質電容市佔率轉為第一，MLCC 市佔率從 12%提高至 14~15%，排名世界第三。2022 年 10 月接續宣布併購德國賀利氏高階溫度感測器事業部及法國施耐德高階工業感測器事業部，賀利氏 2Q23 併入營收，施耐德 4Q23 併入營收(2023/11)。

國巨營收佔比及營收 YoY

NEW	2023佔比	2023 YoY	2024佔比	2024 YoY	2025F佔比	2025F YoY
MLCC	22%	-6%	19%	-1%	19%	5%
Tantalum	17%	-30%	18%	23%	19%	7%
Resistor	14%	-6%	14%	9%	14%	5%
Magnetics	28%	-12%	29%	18%	28%	-1%
Sensors	2%	0%	10%	346%	10%	7%
Others	17%	-10%	10%	-33%	10%	3%

Sources : MasterLink

1Q25 毛利率 35.6%，略優於預期，1Q25 EPS 10.77 元

1Q25 毛利率 35.6%，略優於預期，1Q25 EPS 10.77 元

國巨公告 1Q25 財報，1Q25 EPS 10.77 元，優於元富預估的 9.61 元，獲利達成率 111%，優於預期。本業來看，1Q25 營收 311.04 億元，QOQ+3.7%，YOY+9.1%，優於上季法說會預期的 1Q25 營收 QOQ 持平之展望。獲利部分，1Q25 毛利率 35.6%，略優於元富預估的 35.4%，較 4Q24 增加 2.4 個百分點，費用部分，1Q25 認列與芝浦電子收購案相關之顧問費用 1.26 億元，使營業利益減少 0.4%，影響 EPS-0.25 元。業外收益主要來自於利息收入 5.33 億元，1Q25 EPS 10.77 元。

國巨 1Q25 財報與元富預估差異數

unit : NT \$ mn	4Q24(A)	1Q25(A)	1Q25(F)	較預期相比	QOQ	YOY	累計YOY
Net sales	30,006	31,104	31,104	0%	4%	9%	9%
Margin %	33.17%	35.64%	35.40%				
Operating profit	5,304	6,463	6,283	3%	22%	30%	30%
Total non-ope inc.	883	710	482				
Pre-tax profit	6,187	7,173	6,765	6%	16%	18%	18%
Net profit	3,646	5,530	4,986	11%	52%	20%	20%
EPS	7.18	10.77	9.61				

Sources : MasterLink

國巨 1Q25 產品比重

1Q25	產品占比%	YOY	QOQ 說明
MLCC	20%	7%	10%
Tantalum	22%	51%	12%
Resistor	14%	20%	8%
Magnetics	27%	-3%	-2%
Sensors	17%	-11%	-7%
Others	100%	9%	4%

Sources : MasterLink

國巨 1Q25 終端應用比重

1Q25	終端占比%	YOY	QOQ 說明
Automotive	20%	7%	13%
Industrial	30%	-10%	0%
Communication(更名Telecom)	10%	18%	6% 1Q24開始Server移到Computing&Enterprise Systems
Computer (更名Computing&Enterprise Systems)	26%	36%	0% AI Server強勁
Consumer	11%	13%	1% 1Q24開始手機移到Consumer
Def/Med(更名A&D)	3%	20%	27% 1Q24開始醫療移到Industrial

Sources : MasterLink

**2Q25 展望: 營收 QOQ 低個位數增長，略低於預期，毛利率及營業利益率小增**

**2Q25 展望: 營收 QOQ 低個位數增長，略低於預期，毛利率及營業利益率小增**  
國巨釋出 2Q25 展望為 2Q25 營收 QOQ 低個位數增長，略低於元富預估的中個位數增長，毛利率及營業利益率小幅季增，符合預期。1Q25 國巨 BB 值大於 1，2Q25 維持穩健訂單動能，BB 值持續維持大於 1。稼動率部分，4Q24~2Q25 特殊品稼動率分別為 75%、70%、75%，4Q24~2Q25 標準品稼動率分別為 65%、60%、65%。存貨部分，2Q25 存貨將與 1Q25 相近。預估 2Q25 營收 317.26 億元，QOQ+2%(原估 2Q25 營收 328.89 億元，QOQ+5.7%)，毛利率 36.2%，預估 2Q25 EPS 10.45 元。2H25 考量關稅造成消費性電子拉貨力道放緩疑慮升溫，故調整 3Q25 營收 QOQ 至+2%(原估 QOQ+10%)，調整 4Q25 營收 QOQ 至-5%。

**維持買進，目標價 550 元**

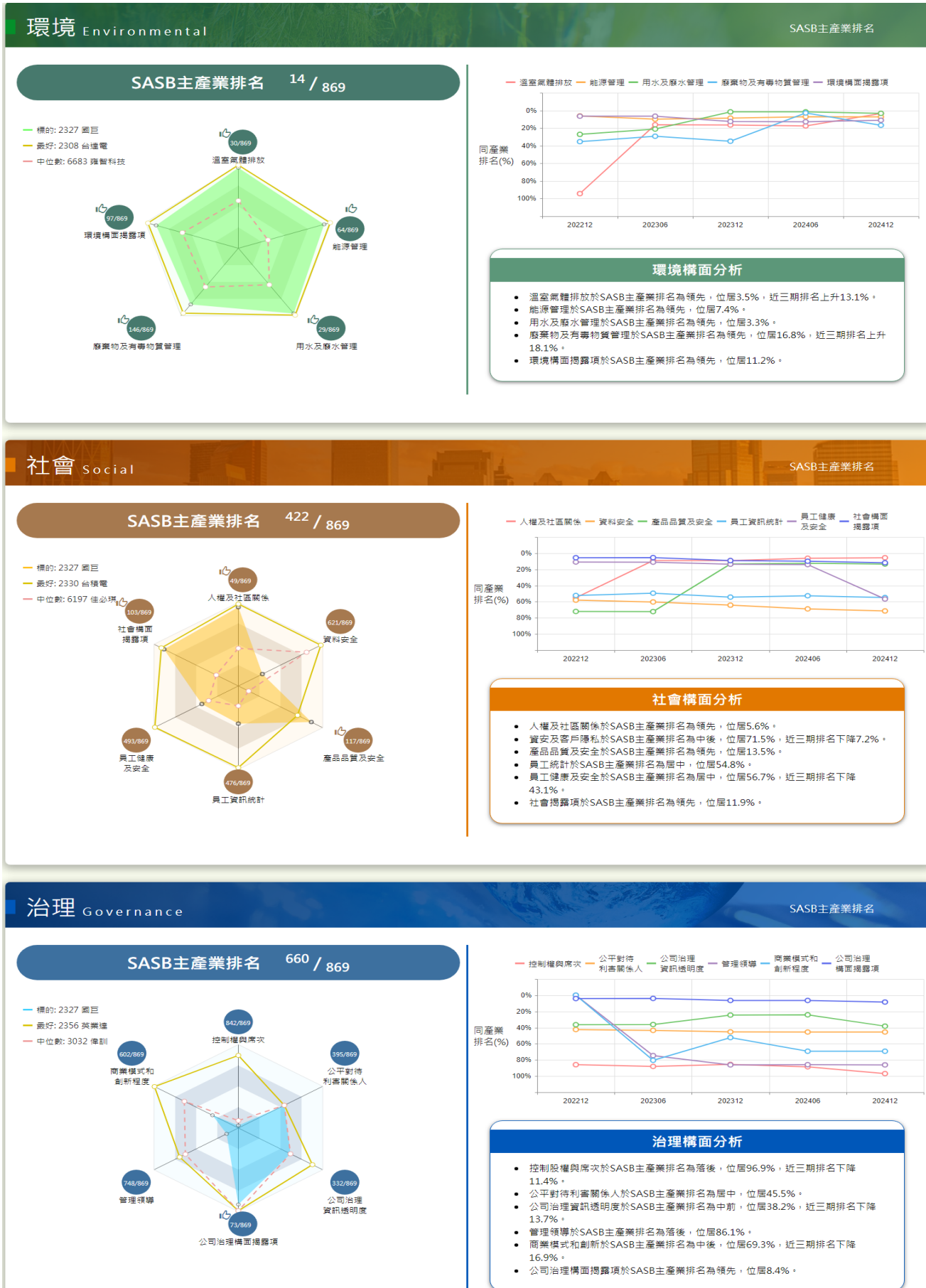
**維持買進，目標價 550 元**

1Q25 營收優於預期，毛利率略優於預期，2Q25 營收展望略低於預期，關稅戰造成未來不確定性提高，然股價已修正，故維持買進，持續留意併購及修改面額(10 元至 2.5 元)進程，預估 2025 年 EPS 41.72 元(原估 45.68 元)，目標價 550 元。

**風險提示**

出貨不如預期，ASP 不如預期。

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
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	121,087	107,609	121,667	125,932
COGS	75,068	71,584	79,864	80,329
Gross profit	46,019	36,026	41,803	45,603
Operating expense	17,031	15,554	18,418	18,876
<b>Operating profit</b>	<b>28,988</b>	<b>20,472</b>	<b>23,386</b>	<b>26,727</b>
Total non-operate. Inc.	2,140	3,927	3,478	2,287
Pre-tax profit	31,128	24,399	26,863	29,014
Total Net profit	22,770	17,561	19,487	21,692
Minority	39	92	130	45
<b>Net Profit</b>	<b>22,730</b>	<b>17,469</b>	<b>19,356</b>	<b>21,647</b>
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>53.68</b>	<b>41.80</b>	<b>38.13</b>	<b>41.72</b>
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25F
Sales	(0.9)	(11.1)	13.1	3.5
Gross profit	(1.3)	(21.7)	16.0	9.1
Operating profit	0.0	(29.4)	14.2	14.3
Pre-tax profit	8.4	(21.6)	10.1	8.0
Net profit	(0.5)	(23.2)	10.8	11.8
EPS	15.8	(22.1)	(8.8)	9.4
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25F
Gross	38.0	33.5	34.4	36.2
Operating	23.9	19.0	19.2	21.2
EBITDA	27.9	25.4	24.5	25.1
Pre-tax	25.7	22.7	22.1	23.0
<b>Net</b>	<b>18.8</b>	<b>16.2</b>	<b>15.9</b>	<b>17.2</b>

Comprehensive Quarterly Income Statement				NT\$m
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	31,104	31,726	32,360	30,742
Gross profit	11,086	11,485	11,812	11,221
Operating profit	6,463	6,726	6,990	6,548
Total non-ope inc.	710	617	480	479
Pre-tax profit	5,435	7,343	7,470	7,027
Net profit	5,530	5,419	5,513	5,185
EPS	10.77	10.45	10.63	9.99
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	9.1	1.0	2.0	2.5
Gross profit	15.1	4.0	5.7	12.7
Operating profit	30.2	3.8	5.3	23.5
Net profit	20.0	(0.6)	(2.4)	42.2
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	3.7	2.0	2.0	(5.0)
Gross profit	11.4	3.6	2.8	(5.0)
Operating profit	21.9	4.1	3.9	(6.3)
Net profit	51.7	(2.0)	1.7	(5.9)
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Gross	35.6	36.2	36.5	36.5
Operating	20.8	21.2	21.6	21.3
Net	17.8	17.1	17.0	16.9

Consolidated Balance Sheet				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Cash	39,421	52,951	61,118	72,730
Marketable securities	17,702	22,975	40,704	22,003
A/R & N/R	22,263	20,383	21,969	22,897
Inventory	26,945	27,910	27,823	26,776
Others	5,374	7,716	6,674	5,580
Total current asset	111,705	131,936	158,288	149,986
Long-term invest.	25,939	33,878	39,390	39,422
Total fixed assets	59,871	67,488	66,410	71,210
Total other assets	79,671	98,868	102,587	90,420
<b>Total assets</b>	<b>277,186</b>	<b>332,170</b>	<b>366,676</b>	<b>351,039</b>
Short-term Borrow	12,493	17,673	15,804	15,804
A/P & N/P	14,354	15,110	15,003	14,605
Other current liab.	68,069	82,519	83,171	62,004
Total current liab.	94,916	115,302	113,978	92,413
L-T borrow s	30,387	44,549	57,084	57,581
Other L-T liab.	30,333	34,960	33,060	25,200
<b>Total liability.</b>	<b>155,636</b>	<b>194,811</b>	<b>204,123</b>	<b>175,194</b>
Common stocks	4,215	4,235	5,188	5,188
Reserves	41,680	42,261	47,840	47,840
Retain earnings	75,655	90,862	109,525	122,817
<b>Total Equity</b>	<b>121,549</b>	<b>137,359</b>	<b>162,553</b>	<b>175,845</b>
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>277,186</b>	<b>332,170</b>	<b>366,676</b>	<b>351,039</b>

Consolidated Statement of Cash flow				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	22,732	17,469	19,356	21,647
Dep & Amort	7,675	8,726	9,629	8,318
Investment income	-185	-25	-28	23
Changes in W/C	-4,684	5,715	-689	-279
Other adjustment	7,472	-818	2,894	-10,882
<b>Cash flow – ope.</b>	<b>33,010</b>	<b>31,067</b>	<b>31,162</b>	<b>18,827</b>
Capex	-11,894	-16,021	-6,363	-4,800
Change in L-T inv.	-12,717	-11,606	-25,746	-32
Other adjustment	-4,902	-25,489	2,349	202
<b>Cash flow –inve.</b>	<b>-29,514</b>	<b>-53,116</b>	<b>-29,760</b>	<b>-4,630</b>
Free cash flow	21,116	15,046	24,799	14,027
Inc. (Dec.) debt	-7,904	25,635	2,328	500
Cash dividend	-5,400	-4,179	-8,369	-8,358
Other adjustment	6,054	14,824	8,821	8,780
<b>Cash flow –Fin.</b>	<b>-7,251</b>	<b>36,280</b>	<b>2,780</b>	<b>922</b>
Exchange influence	4,048	-701	3,984	403
<b>Change in Cash</b>	<b>294</b>	<b>13,531</b>	<b>8,166</b>	<b>11,613</b>
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F
ROA	8.76	5.75	5.58	6.03
ROE	20.61	13.53	12.99	12.79

#### 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

©2025 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.