

英業達 (2356.TW/2356 TT)

2024-25 年 AI 伺服器展望亮眼

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股・維持

| | |
|--------------------|-------|
| 收盤價 July 16 (NT\$) | 56.10 |
| 12 個月目標價 (NT\$) | 64.00 |
| 前次目標價 (NT\$) | 62.00 |
| 調升 (%) | 3.2 |
| 上漲空間 (%) | 14.1 |

焦點內容

- 2Q24 營收優於預估，係因筆電與伺服器營收轉強；較佳的營收組合有助 2Q24 利潤率。
- 3Q24 營收季增率轉趨溫和，但美系 CSP 客戶之伺服器仍為主要動能。
- 伺服器與 AI 伺服器的新客戶與出貨升級為 L10，將是 2024-25 年營收及每股盈餘的主要增長來源。

交易資料表

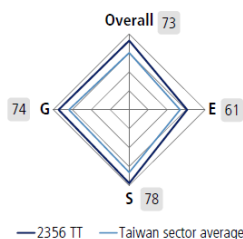
| | | |
|------------------------|---------------|--|
| 市值：(NT\$/bn/US\$mn) | 201.3 / 6,171 | |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 3,587 | |
| 外資持有股數 (百萬股)： | 618 | |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 30.88 | |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 40.20 -72.00 | |

| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
|----------|-------|-------|-------|
| 絕對表現 (%) | 4.1 | 12 | 0.5 |
| 相對表現 (%) | -16.5 | -26.3 | -38.3 |

每股盈餘

| NT\$ | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 2022 | 0.41A | 0.42A | 0.49A | 0.39A |
| 2023 | 0.25A | 0.39A | 0.52A | 0.55A |
| 2024 | 0.30A | 0.68F | 0.78F | 1.06F |

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv；凱基

重要訊息

公司 2Q24 營收季增、年增 18%，優於市場共識預期與我們預估。公司並預期 3Q24 營收季增率轉趨溫和，3Q24 營收可能為 2024 年度峰值。

評論及分析

伺服器營收優於預期，推升 2024 年營收成長超越預估。 2Q24 筆電出貨量季增 9% 至 490 萬台，優於先前指引，係因電競筆電提前拉貨與庫存回補需求。此外，因中國與美國 CSP 廠商需求提高，以及 GPU 供應轉佳使 AI 伺服器營收占比上升，2Q24 伺服器營收季增 20-21%、年增 30% 亦優於預期。因此，2Q24 整體營收季增、年增 18%，超越我們預期。我們估計 2Q24 伺服器營收貢獻提高至 45%，並將於 3Q24 進一步提高，可望嘉惠其毛利率走勢。儘管基期較高使季增率較低，但 3Q24 伺服器營收上升趨勢將持續，主因陸系雲端伺服器機櫃營收於 2Q24 達到高峰，而 2H24 AI 伺服器出貨量將多為美系 CSP 的主機板。加上 3Q24 筆電出貨量預期季持平，公司目前預期 3Q24 營收將為年度高點，我們則預期 3Q24 營收季增 5%、年增 19%，4Q24 營收仍將位於高檔。根據較為樂觀的 2024 年展望，企業客戶(占伺服器營收 30-40%)營收將年增個位數，陸系 CSP 客戶(10-15%) 營收約年增 10%、美系 CSP 客戶(約 50%) 營收年增雙位數，據此我們上修 2024 年伺服器營收成長率預估至 30-35%，對比原估的 25%，並上調 2024 年整體營收成長率預估至 18% (原估 13%)。因產品組合改善提高利潤率，我們亦上修 2024 年每股盈餘預估 5% 至 2.82 元 (年增 65%)。

新客戶及 L10 出貨量提高，將推升 2025 年伺服器營收增長。 公司預期美系 CSP 新客戶將帶動 2025 年伺服器營收成長。此外，部分企業客戶與 CSP 客戶的出貨將自目前 L6 升級至 L10，提升平均售價，而部分客戶仍交由合作夥伴 ZT(美)組裝系統或機櫃。公司 2024 年的 AI 伺服器營收大多為 H100/H200/L40/B40 GPU 設計，2025 年將更加多元，包括 MGX 的 GB200 設計，例如 Ariel 主機板(1 個 Grace CPU、1 個 Blackwell GPU)的 NVL36 架構。「變形金剛」設計結合 GB200 與 B200，以及 B100/B200 的 UBB 或 PCIe 設計。B100 將於 4Q24 底開始出貨，B200 與 GB200 伺服器產品將於 2025 年初量產。由於 AI 伺服器營收成長、新增客戶、L10 出貨量比重提高，我們上修 2025 年營收預估至年增 20%，EPS 預估上修為 3.55 元 (年增 26%)。

投資建議

我們將目標價自 62 元上修為 64 元，基於 20 倍 2024-25 年 EPS 預估平均。由於 AI 伺服器營收與 EPS 展望更加正向，維持「增加持股」評等。

投資風險

通膨影響終端需求、成本上升擠壓毛利率。

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) | 519,732 | 541,751 | 514,746 | 605,161 | 726,583 |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 22,295 | 26,003 | 26,338 | 33,150 | 38,257 |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 4,725 | 6,669 | 7,463 | 12,905 | 16,394 |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 6,538 | 6,129 | 6,131 | 10,127 | 12,727 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 1.82 | 1.71 | 1.71 | 2.82 | 3.55 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 1.40 | 1.50 | 1.50 | 2.26 | 2.84 |
| 每股盈餘成長率 (%) | (13.4) | (6.3) | 0.0 | 65.2 | 25.7 |
| 本益比 (x) | 30.8 | 32.8 | 32.8 | 19.9 | 15.8 |
| 股價淨值比 (x) | 3.5 | 3.4 | 3.3 | 3.2 | 3.1 |
| EV/EBITDA (x) | 26.4 | 21.1 | 16.8 | 11.4 | 10.1 |
| 淨負債比率 (%) | 54.9 | 32.4 | 36.7 | 62.3 | 84.8 |
| 殖利率 (%) | 2.5 | 2.7 | 2.7 | 4.0 | 5.1 |
| 股東權益報酬率 (%) | 11.4 | 10.5 | 10.2 | 16.3 | 19.8 |

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：伺服器為 2024-25 年主要營收成長動能

| Sales (NT\$bn) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| NB / AIO | 231 | 245 | 272 | 302 | 285 | 281 | 301 | 316 |
| IoT smart device | 84 | 82 | 41 | 32 | 33 | 25 | 29 | 31 |
| Server | 185 | 170 | 197 | 186 | 224 | 208 | 275 | 380 |
| Total | 507 | 501 | 508 | 520 | 542 | 515 | 605 | 727 |
| Sales weighting (%) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
| NB / AIO | 46 | 49 | 53 | 58 | 53 | 55 | 50 | 43 |
| IoT smart device | 17 | 16 | 8 | 6 | 6 | 5 | 5 | 4 |
| Server | 36 | 34 | 39 | 36 | 41 | 40 | 45 | 52 |
| Sales YoY growth (%) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
| NB / AIO | 15 | 6 | 11 | 11 | (5) | (1) | 7 | 5 |
| IoT smart device | (3) | (3) | (50) | (23) | 4 | (23) | 16 | 6 |
| Server | 11 | (8) | 16 | (5) | 20 | (7) | 32 | 38 |
| Total | 8 | (1) | 1 | 2 | 4 | (5) | 18 | 20 |

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 2：2Q-3Q24 財測修正暨市場共識比較

| 百萬元 | 2Q24F | | | | | | | 3Q24F | | | | | | |
|-----------|---------|---------|----------|----------|----------|---------|----------|---------|---------|-----------|----------|----------|---------|----------|
| | 實際值 | 凱基預估 | 差異(%) | QoQ (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) | 修正後 | 修正前 | 調幅 (%) | QoQ (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) |
| 營收 | 154,159 | 138,336 | 11.4 | 18.1 | 18.0 | 140,946 | 9.4 | 161,867 | 154,937 | 4.5 | 5.0 | 19.2 | 153,684 | 5.3 |
| 毛利 | 8,325 | 7,470 | 11.4 | 21.0 | 38.3 | 7,429 | 12.1 | 8,903 | 8,522 | 4.5 | 6.9 | 25.7 | 8,205 | 8.5 |
| 營業利益 | 3,237 | 2,628 | 23.2 | 51.5 | 119.1 | 2,582 | 25.4 | 3,723 | 3,564 | 4.5 | 15.0 | 73.1 | 2,982 | 24.9 |
| 稅前淨利 | 3,284 | 2,621 | 25.3 | 115.0 | 86.0 | 2,542 | 29.2 | 3,820 | 3,606 | 5.9 | 16.3 | 61.2 | 2,999 | 27.4 |
| 稅後淨利 | 2,422 | 1,938 | 25.0 | 122.4 | 73.4 | 2,015 | 20.2 | 2,813 | 2,657 | 5.9 | 16.1 | 50.2 | 2,339 | 20.3 |
| 每股盈餘(元) | 0.68 | 0.55 | 25.0 | 122.4 | 72.3 | 0.56 | 20.2 | 0.78 | 0.76 | 5.9 | 16.1 | 50.8 | 0.65 | 20.3 |
| 毛利率 (%) | 5.4 | 5.4 | 0.0 ppts | 0.1 ppts | 0.8 ppts | 5.3 | 0.1 ppts | 5.5 | 5.5 | 0.0 ppts | 0.1 ppts | 0.3 ppts | 5.3 | 0.2 ppts |
| 營業利益率 (%) | 2.1 | 1.9 | 0.2 ppts | 0.5 ppts | 1.0 ppts | 1.8 | 0.3 ppts | 2.3 | 2.3 | (0.0)ppts | 0.2 ppts | 0.7 ppts | 1.9 | 0.4 ppts |
| 淨利率 (%) | 1.6 | 1.4 | 0.2 ppts | 0.7 ppts | 0.5 ppts | 1.4 | 0.1 ppts | 1.7 | 1.7 | 0.0 ppts | 0.2 ppts | 0.4 ppts | 1.5 | 0.2 ppts |

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：2024-25 年財測修正暨市場共識比較

| 百萬元 | 2024F | | | | | | 2025F | | | | | |
|---------|---------|---------|-----------|----------|---------|----------|---------|---------|-----------|-----------|---------|-----------|
| | 修正後 | 修正前 | 調幅 (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) | 修正後 | 修正前 | 調幅 (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) |
| 營收 | 605,161 | 581,814 | 4.0 | 17.6 | 579,520 | 4.4 | 726,583 | 667,183 | 8.9 | 20.1 | 658,142 | 10.4 |
| 毛利 | 33,150 | 31,880 | 4.0 | 25.9 | 30,906 | 7.3 | 38,257 | 37,452 | 2.1 | 15.4 | 35,671 | 7.2 |
| 營業利益 | 12,905 | 12,280 | 5.1 | 72.9 | 10,929 | 18.1 | 16,394 | 16,238 | 1.0 | 27.0 | 13,974 | 17.3 |
| 稅前獲利 | 12,692 | 11,850 | 7.1 | 75.4 | 10,581 | 20.0 | 15,983 | 15,141 | 5.6 | 25.9 | 14,416 | 10.9 |
| 稅後淨利 | 10,127 | 9,461 | 7.0 | 65.2 | 8,359 | 21.1 | 12,727 | 12,212 | 4.2 | 25.7 | 11,423 | 11.4 |
| 每股盈餘(元) | 2.82 | 2.69 | 5.1 | 65.2 | 2.33 | 21.1 | 3.55 | 3.47 | 2.3 | 25.7 | 3.18 | 11.4 |
| 毛利率 (%) | 5.5 | 5.5 | (0.0)ppts | 0.4 ppts | 5.3 | 0.1 ppts | 5.3 | 5.6 | (0.3)ppts | (0.2)ppts | 5.4 | (0.2)ppts |
| 營利率 (%) | 2.1 | 2.1 | 0.0 ppts | 0.7 ppts | 1.9 | 0.2 ppts | 2.3 | 2.4 | (0.2)ppts | 0.1 ppts | 2.1 | 0.1 ppts |
| 淨利率 (%) | 1.7 | 1.6 | 0.0 ppts | 0.5 ppts | 1.4 | 0.2 ppts | 1.8 | 1.8 | (0.1)ppts | 0.1 ppts | 1.7 | 0.0 ppts |

資料來源：Bloomberg；凱基預估

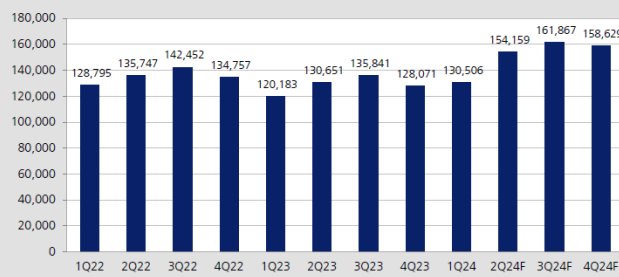
圖 4：公司概況

成立於 1975 年，英業達在台灣高科技業佔有舉足輕重的地位。英業達原以生產電子計算機起家，現已邁入高科技電子產品的設計與製造，包括筆電、商用伺服器。英業達也併入英華達，以整合旗下智慧型裝置產品，另投資太陽能事業，以擴展業務範疇。2023 年營收約 55% 來自筆電，5% 來自智慧型裝置，40% 來自伺服器，2022 年占比則分別為 53%、6% 與 41%。

資料來源：凱基

圖 6：季營業收入

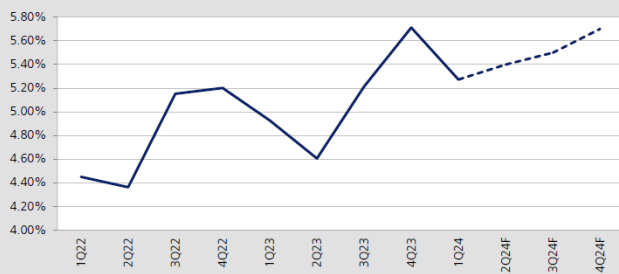
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 8：毛利率

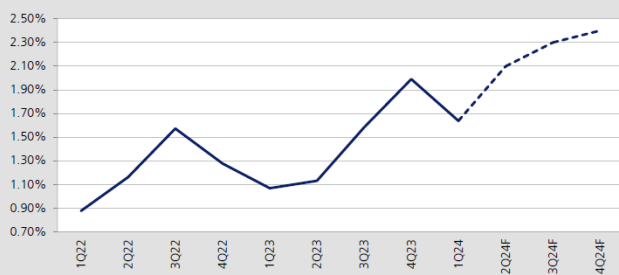
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 10：營業利潤率

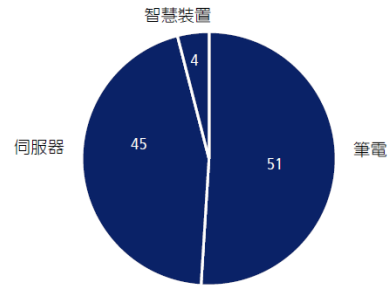
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 5：筆電、伺服器業務為主要營收來源

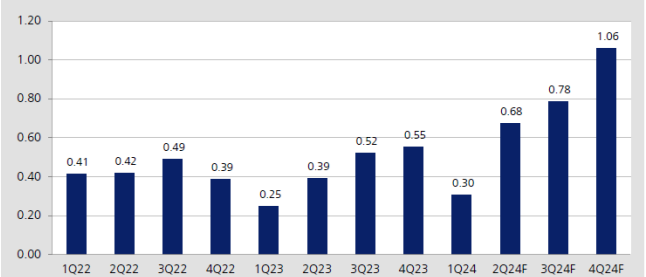
1H24 營收占比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：每股盈利

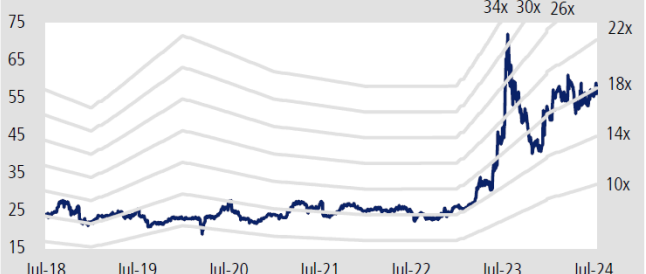
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 9：未來一年預估本益比區間

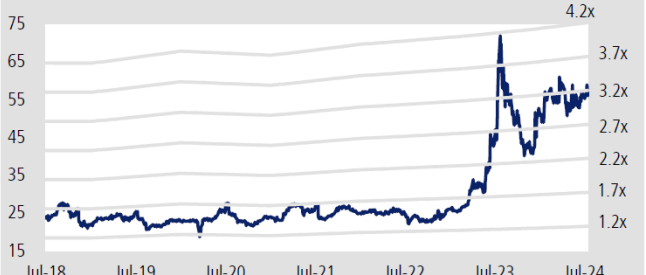
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

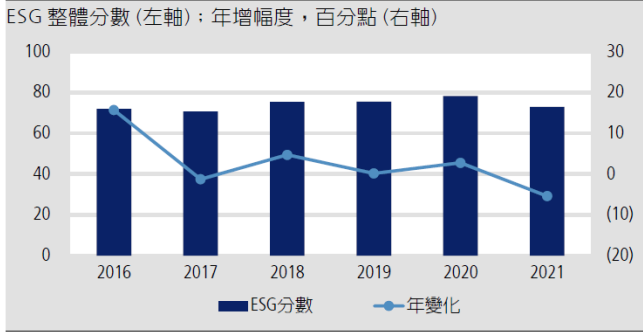
圖 11：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



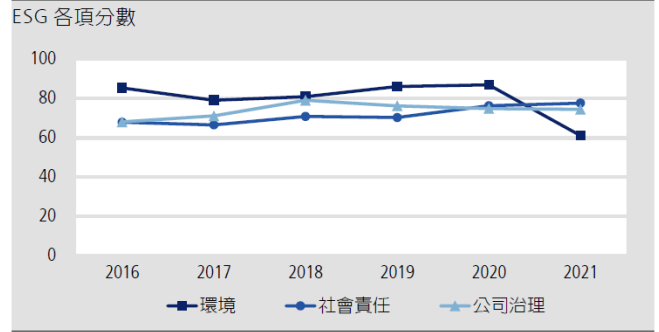
資料來源：TEJ；凱基預估

圖 12：ESG 整體分數



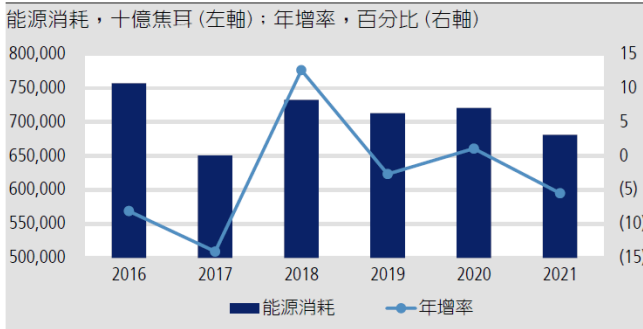
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 13：ESG 各項分數



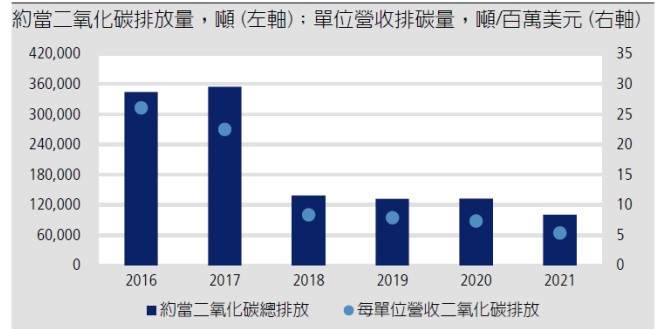
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 14：能源消耗



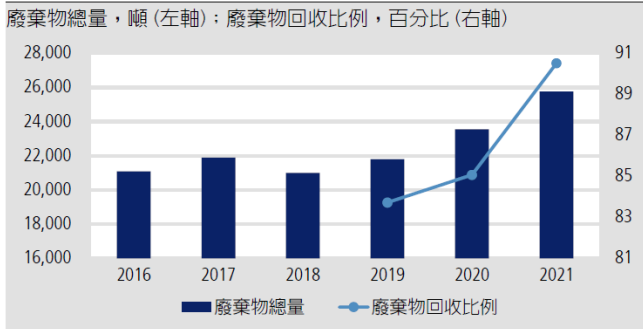
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 15：碳排放量



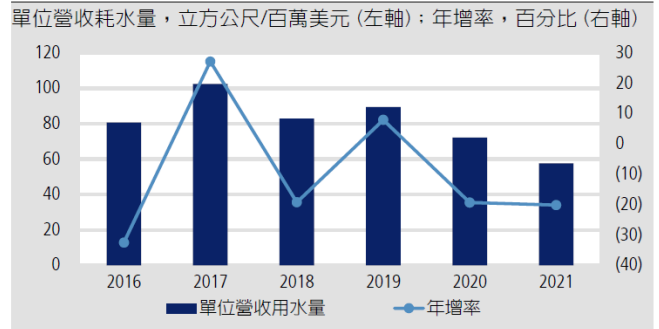
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 16：廢棄物總量



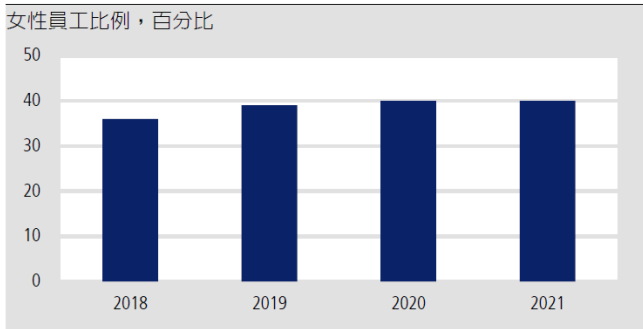
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 17：耗水量



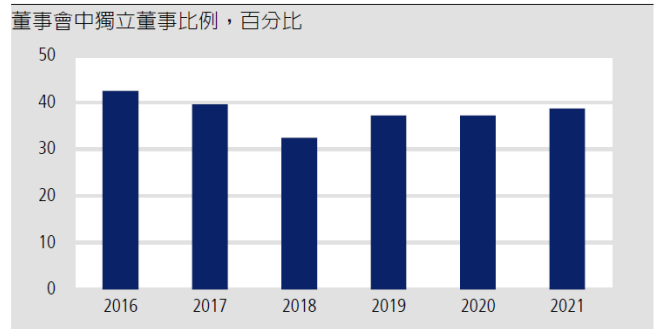
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 18：性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 19：獨立董事



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

ESG 圖表定義

| 項目 | 定義 | 說明 |
|--------------|--|----|
| 能源使用 | 直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下 | |
| 購買之再生能源 | Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源 | |
| 再生能源使用率 | 再生能源占總能源消耗量之比例 | |
| CO2 約當排放量 | 直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3) | |
| CO2 約當排放量營收比 | 直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3) | |
| 廢棄物總量 | 廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄公司呈報的廢棄物回收率 | |
| 廢棄物回收率 | - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物 | |
| 總取水量 | 總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮 | |
| 環保支出 | 環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出 | |
| 員工流動率 | 員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數 | |
| 女性經理 | 女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100 | |
| 女性員工 | 女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100 | |
| 教育訓練總時數 | 所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作 | |
| 每位員工教育訓練時數 | 平均每年每位員工總教育訓練時數 | |

資料來源：Refinitiv，公司資料

損益表

| 損益表 (NT\$百萬) | 季度 | | | | | | | | 年度 | | |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | Mar-23A | Jun-23A | Sep-23A | Dec-23A | Mar-24A | Jun-24F | Sep-24F | Dec-24F | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
| 營業收入 | 120,183 | 130,651 | 135,841 | 128,071 | 130,506 | 154,159 | 161,867 | 158,629 | 514,746 | 605,161 | 726,583 |
| 營業成本 | (114,261) | (124,633) | (128,757) | (120,756) | (123,625) | (145,834) | (152,964) | (149,588) | (488,408) | (572,011) | (688,326) |
| 營業毛利 | 5,922 | 6,018 | 7,083 | 7,315 | 6,881 | 8,325 | 8,903 | 9,042 | 26,338 | 33,150 | 38,257 |
| 營業費用 | (4,637) | (4,541) | (4,932) | (4,765) | (4,743) | (5,087) | (5,180) | (5,235) | (18,875) | (20,245) | (21,863) |
| 營業利益 | 1,285 | 1,478 | 2,151 | 2,550 | 2,137 | 3,237 | 3,723 | 3,807 | 7,463 | 12,905 | 16,394 |
| 折舊 | (577) | (576) | (637) | (625) | (665) | (790) | (790) | (915) | (2,415) | (3,161) | (3,454) |
| 攤提 | (241) | (271) | (288) | (296) | (286) | (417) | (417) | (548) | (1,096) | (1,669) | (1,669) |
| EBITDA | 2,104 | 2,325 | 3,075 | 3,471 | 3,089 | 4,445 | 4,930 | 5,271 | 10,975 | 17,734 | 21,516 |
| 利息收入 | 593 | 768 | 728 | 539 | 645 | 631 | 631 | 617 | 2,628 | 2,524 | 2,101 |
| 投資利益淨額 | - | 7 | - | (0) | - | 27 | 27 | 55 | 102 | 110 | 111 |
| 其他營業外收入 | 381 | 625 | 715 | 38 | 24 | 600 | 650 | 726 | 187 | 2,000 | 2,000 |
| 總營業外收入 | 973 | 1,400 | 1,443 | 576 | 669 | 1,258 | 1,308 | 1,398 | 2,917 | 4,634 | 4,211 |
| 利息費用 | (1,121) | (1,105) | (1,223) | (1,140) | (1,174) | (1,157) | (1,157) | (1,140) | (4,588) | (4,627) | (4,402) |
| 投資損失 | (5) | (7) | (2) | (11) | (9) | (5) | (5) | (1) | (25) | (20) | (20) |
| 其他營業外費用 | 0 | (0) | 0 | (2) | (96) | (50) | (50) | (4) | 1,467 | (200) | (200) |
| 總營業外費用 | (1,125) | (1,111) | (1,225) | (1,152) | (1,279) | (1,212) | (1,212) | (1,144) | (3,145) | (4,847) | (4,622) |
| 稅前純益 | 1,133 | 1,766 | 2,369 | 1,974 | 1,527 | 3,284 | 3,820 | 4,061 | 7,235 | 12,692 | 15,983 |
| 所得稅費用[利益] | (262) | (382) | (528) | (42) | (444) | (887) | (1,031) | (303) | (1,214) | (2,665) | (3,356) |
| 少數股東損益 | 9 | 13 | 32 | 55 | 6 | 25 | 25 | 44 | 110 | 100 | 100 |
| 非常項目前稅後純益 | 881 | 1,397 | 1,873 | 1,987 | 1,089 | 2,422 | 2,813 | 3,801 | 6,131 | 10,127 | 12,727 |
| 非常項目 | (0) | - | 0 | (0) | 0 | - | - | (0) | - | - | - |
| 稅後淨利 | 881 | 1,397 | 1,873 | 1,987 | 1,089 | 2,422 | 2,813 | 3,801 | 6,131 | 10,127 | 12,727 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 0.25 | 0.39 | 0.52 | 0.55 | 0.30 | 0.68 | 0.78 | 1.06 | 1.71 | 2.82 | 3.55 |
| 獲利率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 4.9 | 4.6 | 5.2 | 5.7 | 5.3 | 5.4 | 5.5 | 5.7 | 5.1 | 5.5 | 5.3 |
| 營業利益率 | 1.1 | 1.1 | 1.6 | 2.0 | 1.6 | 2.1 | 2.3 | 2.4 | 1.4 | 2.1 | 2.3 |
| EBITDA Margin | 1.8 | 1.8 | 2.3 | 2.7 | 2.4 | 2.9 | 3.0 | 3.3 | 2.1 | 2.9 | 3.0 |
| 稅前純益率 | 0.9 | 1.4 | 1.7 | 1.5 | 1.2 | 2.1 | 2.4 | 2.6 | 1.4 | 2.1 | 2.2 |
| 稅後純益率 | 0.7 | 1.1 | 1.4 | 1.6 | 0.8 | 1.6 | 1.7 | 2.4 | 1.2 | 1.7 | 1.8 |
| 季成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (10.8) | 8.7 | 4.0 | (5.7) | 1.9 | 18.1 | 5.0 | (2.0) | | | |
| 營業毛利 | (15.5) | 1.6 | 17.7 | 3.3 | (5.9) | 21.0 | 6.9 | 1.6 | | | |
| 營業收益增長 | (25.3) | 15.0 | 45.6 | 18.5 | (16.2) | 51.5 | 15.0 | 2.3 | | | |
| EBITDA | (15.8) | 10.5 | 32.3 | 12.9 | (11.0) | 43.9 | 10.9 | 6.9 | | | |
| 稅前純益 | (20.3) | 55.9 | 34.1 | (16.7) | (22.6) | 115.0 | 16.3 | 6.3 | | | |
| 稅後純益 | (36.8) | 58.6 | 34.1 | 6.1 | (45.2) | 122.4 | 16.1 | 35.1 | | | |
| 年成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (6.7) | (3.8) | (4.6) | (5.0) | 8.6 | 18.0 | 19.2 | 23.9 | (5.0) | 17.6 | 20.1 |
| 營業毛利 | 3.3 | 1.6 | (3.5) | 4.4 | 16.2 | 38.3 | 25.7 | 23.6 | 1.3 | 25.9 | 15.4 |
| 營業收益 | 13.7 | (6.4) | (4.0) | 48.2 | 66.4 | 119.1 | 73.1 | 49.3 | 11.9 | 72.9 | 27.0 |
| EBITDA | 15.6 | 2.5 | 3.1 | 39.0 | 46.8 | 91.2 | 60.3 | 51.8 | 14.7 | 61.6 | 21.3 |
| 稅前純益 | (40.7) | 13.8 | 3.3 | 38.9 | 34.8 | 86.0 | 61.2 | 105.7 | 0.8 | 75.4 | 25.9 |
| 稅後純益 | (40.8) | (6.9) | 7.1 | 42.7 | 23.7 | 73.4 | 50.2 | 91.3 | 0.0 | 65.2 | 25.7 |

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 | 247,615 | 234,216 | 239,708 | 258,481 | 289,676 |
| 流動資產 | 207,623 | 190,194 | 192,206 | 202,007 | 229,522 |
| 現金及短期投資 | 37,653 | 43,896 | 29,057 | 12,896 | 3,909 |
| 存貨 | 62,417 | 51,005 | 59,896 | 69,957 | 84,413 |
| 應收帳款及票據 | 103,796 | 89,507 | 92,207 | 108,107 | 130,153 |
| 其他流動資產 | 3,757 | 5,786 | 11,046 | 11,046 | 11,046 |
| 非流動資產 | 39,992 | 44,021 | 47,502 | 56,474 | 60,154 |
| 長期投資 | 5,386 | 4,765 | 11,024 | 11,158 | 11,291 |
| 固定資產 | 27,466 | 31,211 | 29,612 | 38,451 | 41,997 |
| 什項資產 | 7,139 | 8,045 | 6,866 | 6,866 | 6,866 |
| 負債總額 | 191,217 | 175,409 | 179,450 | 196,297 | 225,047 |
| 流動負債 | 180,080 | 156,000 | 169,303 | 183,787 | 206,279 |
| 應付帳款及票據 | 84,907 | 64,404 | 81,307 | 94,965 | 114,588 |
| 短期借款 | 61,943 | 48,665 | 47,265 | 45,372 | 46,160 |
| 什項負債 | 33,230 | 42,931 | 40,731 | 43,451 | 45,531 |
| 長期負債 | 11,137 | 19,410 | 10,147 | 12,510 | 18,768 |
| 長期借款 | 3,791 | 12,833 | 2,992 | 5,356 | 11,614 |
| 其他負債及準備 | 6,653 | 6,034 | 6,610 | 6,610 | 6,610 |
| 股東權益總額 | 56,398 | 58,806 | 60,258 | 62,184 | 64,629 |
| 普通股股本 | 35,875 | 35,875 | 35,875 | 35,875 | 35,875 |
| 保留盈餘 | - | - | 8,164 | 10,189 | 12,735 |
| 少數股東權益 | (687) | (748) | (861) | (961) | (1,061) |
| 優先股股東資金 | - | - | - | - | - |

主要財務比率

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 年成長率 | | | | | |
| 營業收入 | 2.3% | 4.2% | (5.0%) | 17.6% | 20.1% |
| 營業收益增長 | 6.4% | 41.2% | 11.9% | 72.9% | 27.0% |
| EBITDA | (3.7%) | 19.8% | 14.7% | 61.6% | 21.3% |
| 稅後純益 | (13.4%) | (6.3%) | 0.0% | 65.2% | 25.7% |
| 每股盈餘成長率 | (13.4%) | (6.3%) | 0.0% | 65.2% | 25.7% |
| 獲利能力分析 | | | | | |
| 營業毛利率 | 4.3% | 4.8% | 5.1% | 5.5% | 5.3% |
| 營業利益率 | 0.9% | 1.2% | 1.4% | 2.1% | 2.3% |
| EBITDA Margin | 1.5% | 1.8% | 2.1% | 2.9% | 3.0% |
| 稅後純益率 | 1.3% | 1.1% | 1.2% | 1.7% | 1.8% |
| 平均資產報酬率 | 2.8% | 2.5% | 2.6% | 4.1% | 4.6% |
| 股東權益報酬率 | 11.4% | 10.5% | 10.2% | 16.3% | 19.8% |
| 穩定 \ 償債能力分析 | | | | | |
| 毛負債比率 (%) | 116.6% | 104.6% | 83.4% | 81.6% | 89.4% |
| 淨負債比率 | 54.9% | 32.4% | 36.7% | 62.3% | 84.8% |
| 利息保障倍數 (x) | 11.4 | 3.4 | 2.6 | 3.7 | 4.6 |
| 利息及短期債保障倍數 (x) | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.2 |
| Cash Flow Int. Coverage (x) | (17.0) | 7.3 | 2.5 | 0.6 | 0.2 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | (0.2) | 0.4 | 0.2 | 0.1 | 0.0 |
| 流動比率 (x) | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 速動比率 (x) | 0.8 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| 淨負債 (NT\$百萬) | 30,946 | 19,047 | 22,124 | 38,754 | 54,788 |
| 每股資料分析 | | | | | |
| 每股盈餘 (NT\$) | 1.82 | 1.71 | 1.71 | 2.82 | 3.55 |
| 每股現金盈餘 (NT\$) | (3.49) | 6.17 | 3.17 | 0.71 | 0.25 |
| 每股淨值 (NT\$) | 15.91 | 16.60 | 17.04 | 17.60 | 18.31 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 15.91 | 16.60 | 17.04 | 17.60 | 18.31 |
| 每股營收 (NT\$) | 144.87 | 151.01 | 143.48 | 168.69 | 202.53 |
| EBITDA/Share (NT\$) | 2.23 | 2.67 | 3.06 | 4.94 | 6.00 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 1.40 | 1.50 | 1.50 | 2.26 | 2.84 |
| 資產運用狀況 | | | | | |
| 資產周轉率 (x) | 2.25 | 2.25 | 2.17 | 2.43 | 2.65 |
| 應收帳款周轉天數 | 72.9 | 60.3 | 65.4 | 65.4 | 65.4 |
| 存貨周轉天數 | 45.8 | 36.1 | 44.8 | 44.8 | 44.8 |
| 應付帳款周轉天數 | 62.3 | 45.6 | 60.8 | 60.8 | 60.8 |
| 現金轉換周轉天數 | 56.4 | 50.8 | 49.4 | 49.4 | 49.4 |

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 | 519,732 | 541,751 | 514,746 | 605,161 | 726,583 |
| 營業成本 | (497,437) | (515,748) | (488,408) | (572,011) | (688,326) |
| 營業毛利 | 22,295 | 26,003 | 26,338 | 33,150 | 38,257 |
| 營業費用 | (17,570) | (19,334) | (18,875) | (20,245) | (21,863) |
| 營業利益 | 4,725 | 6,669 | 7,463 | 12,905 | 16,394 |
| 總營業外收入 | 4,229 | 3,580 | 2,917 | 4,634 | 4,211 |
| 利息收入 | 1,076 | 1,764 | 2,628 | 2,524 | 2,101 |
| 投資利益淨額 | 38 | 18 | 102 | 110 | 111 |
| 其他營業外收入 | 3,114 | 1,797 | 187 | 2,000 | 2,000 |
| 總營業外費用 | (1,254) | (3,071) | (3,145) | (4,847) | (4,622) |
| 利息費用 | (738) | (3,036) | (4,588) | (4,627) | (4,402) |
| 投資損失 | (16) | (36) | (25) | (20) | (20) |
| 其他營業外費用 | (500) | 0 | 1,467 | (200) | (200) |
| 稅前純益 | 7,699 | 7,178 | 7,235 | 12,692 | 15,983 |
| 所得稅費用[利益] | (1,752) | (1,115) | (1,214) | (2,665) | (3,356) |
| 少數股東損益 | 591 | 67 | 110 | 100 | 100 |
| 非常項目 | - | (0) | 0 | - | - |
| 稅後淨利 | 6,538 | 6,129 | 6,131 | 10,127 | 12,727 |
| EBITDA | 7,987 | 9,570 | 10,975 | 17,734 | 21,516 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 1.82 | 1.71 | 1.71 | 2.82 | 3.55 |

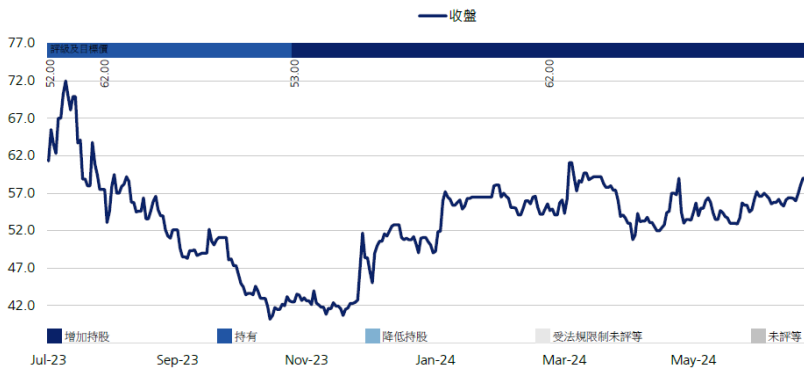
現金流量

| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|----------|---------|----------|----------|----------|
| 營運活動之現金流量 | (12,527) | 22,119 | 11,359 | 2,563 | 880 |
| 本期純益 | 6,538 | 6,129 | 6,131 | 10,127 | 12,727 |
| 折舊及攤提 | 3,263 | 2,901 | 3,512 | 4,830 | 5,123 |
| 本期運用資金變動 | (22,667) | 6,670 | 4,074 | (12,303) | (16,879) |
| 其他營業資產及負債變動 | 340 | 6,418 | (2,358) | (90) | (91) |
| 投資活動之現金流量 | (3,123) | (6,044) | (8,923) | (13,712) | (8,712) |
| 投資用短期投資出售[新購] | (1,550) | 887 | 378 | - | - |
| 本期長期投資變動 | (58) | (44) | (43) | (44) | (43) |
| 資本支出淨額 | (2,809) | (4,850) | (4,716) | (12,000) | (7,000) |
| 其他資產變動 | 1,295 | (2,037) | (4,542) | (1,669) | (1,669) |
| 自由現金流 | (19,466) | 9,624 | 7,985 | (10,948) | (7,474) |
| 融資活動之現金流量 | 17,874 | (9,642) | (16,522) | (5,011) | (1,155) |
| 短期借款變動 | 23,164 | (6,844) | (3,796) | - | - |
| 長期借款變動 | 1,743 | 2,429 | (7,262) | 470 | 7,046 |
| 現金增資 | - | - | - | - | - |
| 已支付普通股股息 | (6,637) | (5,022) | (5,381) | (5,381) | (8,101) |
| 其他融資現金流 | (397) | (204) | (83) | (100) | (100) |
| 匯率影響數 | (388) | 1,230 | (231) | - | - |
| 本期產生現金流量 | 1,836 | 7,663 | (14,318) | (16,160) | (8,988) |

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 | 3.4% | 3.6% | 3.7% | 3.3% | 3.0% |
| = 營業利益率 | 0.9% | 1.2% | 1.4% | 2.1% | 2.3% |
| 1 / (營業運用資金/營業收入 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| + 淨固定資產/營業收入 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| + 什項資產/營業收入) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| = 資本周轉率 | 6.3 | 7.3 | 7.1 | 6.6 | 6.6 |
| 營業利益率 | 0.9% | 1.2% | 1.4% | 2.1% | 2.3% |
| x 資本周轉率 | 6.3 | 7.3 | 7.1 | 6.6 | 6.6 |
| x (1 - 有效現金稅率) | 77.2% | 84.5% | 83.2% | 79.0% | 79.0% |
| = 稅後 ROIC | 4.4% | 7.6% | 8.5% | 11.2% | 11.8% |

資料來源：公司資料，凱基

英業達 – 以往評級及目標價


| 日期 | 評級 | 目標價 | 收盤價 |
|------------|------|-------|-------|
| 2024-05-15 | 增加持股 | 62.00 | 54.50 |
| 2024-03-12 | 增加持股 | 62.00 | 55.60 |
| 2023-11-11 | 增加持股 | 53.00 | 42.50 |
| 2023-08-12 | 持有 | 62.00 | 57.50 |
| 2023-07-14 | 持有 | 52.00 | 55.80 |
| 2023-05-13 | 持有 | 30.00 | 32.75 |
| 2023-03-14 | 持有 | 28.00 | 27.15 |
| 2022-11-11 | 持有 | 27.00 | 24.10 |
| 2022-10-17 | 持有 | 25.00 | 23.15 |
| 2022-08-12 | 持有 | 26.00 | 24.50 |

資料來源：TEJ，凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。