

宜鼎 (5289.TWO/5289 TT)

4Q23 漲價趨勢啟動

增加持股 · 維持

收盤價 November 6 (NT\$)	297.0
12 個月目標價 (NT\$)	425.0
前次目標價 (NT\$)	425.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	43.1

焦點內容

宜鼎公告 3Q23 EPS 達 3.47 元，優於凱基預估及市場共識。建議投資人買進該股。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	26.25 / 815
流通在外股數 (百萬股)：	88.40
外資持有股數 (百萬股)：	26.35
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.95
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	173.5 - 361.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	3.3	2.9	76.8
相對表現 (%)	4.5	-3.6	49

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	4.64A	6.41A	6.28A	4.47A
2023	4.02A	2.66A	3.47A	3.59F
2024	4.56F	5.79F	6.73F	6.51F

EFATableQEPS]

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

宜鼎公告 3Q23 EPS 達 3.47 元，優於凱基預估及市場共識。

評論及分析

3Q23 獲利優於預期。宜鼎公告 3Q23 EPS 達 3.47 元，優於凱基預估的 2.81 元及市場共識的 3.40 元：(1) 營收季增 3%，符合凱基預估，反映子公司安提(台)客戶完成新產品驗證，重新執行既有專案；(2) 毛利率 34.5%，優於預期的 33.1%，反映 3Q23 認列庫存回利利益，約當毛利率 1.3 個百分點。

4Q23 漲價趨勢啟動。我們與管理層更新營運狀況，並預估宜鼎 4Q23 營收將季增 12%、EPS 將達 3.59 元，反映：(1) 龍頭記憶體業者減產效應顯現，推動記憶體價格上漲，凱基預估 4Q23 DRAM 合約價將上漲 5%、NAND Flash 合約價將上漲 10%；(2) 宜鼎於 10 月開始調漲產品價格，管理層預期價格將逐月調漲，我們預估 4Q23 宜鼎 DRAM 及 NAND Flash 產品價格將季增 6%、9%；(3) 4Q23 下游工業電腦業者及經銷商拉貨僅由漲價驅動，終端需求尚未明顯復甦，我們將宜鼎出貨量成長由季增 12% 下修至季增 6%。

2024 年終端需求復甦將推升獲利。我們維持宜鼎 2024 年 EPS 23.59 元之預估，主要係考量：(1) 終端需求復甦下，工業電腦客戶補庫存將帶動宜鼎出貨量成長，我們預估 2024 年宜鼎 DRAM 及 NAND Flash 產品出貨量將年增 16%、20%；(2) 我們在 10 月 27 日的《安提智慧工廠研討會 - Nvidia 平台為亮點》報告預估，安提與宜鼎及 Nvidia(美)推出的智慧工廠解決方案將提高 AI 專案數與執行速度，並預估宜鼎 2024 年 AI 相關營收佔比將達 23%。

投資建議

我們維持「增加持股」評等與目標價 425 元，相當於 2024 年預估 EPS 23.59 元的 18 倍。我們認為宜鼎提供 AIoT 解決方案，帶動營收與毛利率成長，將推動其評價走升。建議投資人買進該股。

投資風險

AI 相關專案成長不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	10,196	10,303	8,423	12,476	14,388
營業毛利 (NT\$百萬)	3,092	3,459	2,922	4,443	5,148
營業利益 (NT\$百萬)	1,949	2,039	1,412	2,668	3,173
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,561	1,850	1,203	2,085	2,528
每股盈餘 (NT\$)	18.94	21.46	13.61	23.59	28.60
每股現金股利 (NT\$)	11.52	13.80	7.50	13.00	15.70
每股盈餘成長率 (%)	65.3	13.3	(36.6)	73.3	21.3
本益比 (x)	15.7	13.8	21.8	12.6	10.4
股價淨值比 (x)	4.1	3.7	3.7	3.1	2.7
EV/EBITDA (x)	10.7	9.9	14.4	7.7	6.2
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	3.9	4.6	2.5	4.4	5.3
股東權益報酬率 (%)	29.0	28.5	17.1	26.8	27.6

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：3Q23 財報結果 & 4Q23 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	財報結果	3Q23						4Q23F						
		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	1,993	1,992	0.1	3.2	(22.2)	1,993	0.0	2,239	2,453	(8.7)	12.3	(2.1)	2,261	(1.0)
毛利	688	659	4.4	8.1	(24.9)	691	(0.5)	784	847	(7.4)	14.0	(8.9)	793	(1.2)
營業利益	314	269	16.9	18.5	(43.7)	316	(0.5)	386	441	(12.3)	23.1	(15.6)	419	(7.8)
稅前淨利	383	317	20.9	21.4	(45.2)	362	5.9	404	434	(6.9)	5.5	1.1	439	(8.0)
稅後淨利	306	248	23.4	32.8	(43.5)	287	6.7	318	318	(0.0)	3.7	(17.5)	343	(7.2)
每股盈餘 (元)	3.47	2.81	23.4	30.3	(44.7)	3.40	2.1	3.59	3.60	(0.0)	3.7	(17.5)	3.88	(7.2)
毛利率 (%)	34.5	33.1	1.4 ppts	1.5 ppts	(1.2)ppts	34.7	(0.2)ppts	35.0	34.5	0.5 ppts	0.5 ppts	(2.6)ppts	35.1	(0.1)ppts
營業率 (%)	15.8	13.5	2.3 ppts	2.0 ppts	(6.0)ppts	15.8	(0.1)ppts	17.3	18.0	(0.7)ppts	1.5 ppts	(2.8)ppts	18.5	(1.3)ppts
淨利率 (%)	15.4	12.5	2.9 ppts	3.4 ppts	(5.8)ppts	14.4	1.0 ppts	14.2	13.0	1.2 ppts	(1.2)ppts	(2.7)ppts	15.1	(1.0)ppts

資料來源：凱基

圖 2：2023-24 年財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	2023F						2024F					
	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	8,423	8,636	(2.5)	(18.3)	8,436	(0.2)	12,476	12,500	(0.2)	48.1	11,269	10.7
毛利	2,922	2,956	(1.1)	(15.5)	2,924	(0.1)	4,443	4,463	(0.4)	52.0	3,977	11.7
營業利益	1,412	1,421	(0.6)	(30.7)	1,446	(2.3)	2,668	2,688	(0.7)	88.9	2,347	13.7
稅前獲利	1,542	1,506	2.4	(31.9)	1,551	(0.6)	2,643	2,663	(0.7)	71.4	2,401	10.1
稅後淨利	1,203	1,145	5.1	(35.0)	1,195	0.7	2,085	2,085	(0.0)	73.3	1,901	9.7
每股盈餘 (元)	13.61	12.95	5.1	(36.6)	14.17	(3.9)	23.59	23.59	(0.0)	73.3	22.29	9.7
毛利率 (%)	34.7	34.2	0.5 ppts	1.1 ppts	34.7	0.0 ppts	35.6	35.7	(0.1)ppts	0.9 ppts	35.3	0.3 ppts
營業率 (%)	16.8	16.5	0.3 ppts	(3.0)ppts	17.1	(0.4)ppts	21.4	21.5	(0.1)ppts	4.6 ppts	20.8	0.6 ppts
淨利率 (%)	14.3	13.3	1.0 ppts	(3.7)ppts	14.2	0.1 ppts	16.7	16.7	0.0 ppts	2.4 ppts	16.9	(0.2)ppts

資料來源：凱基

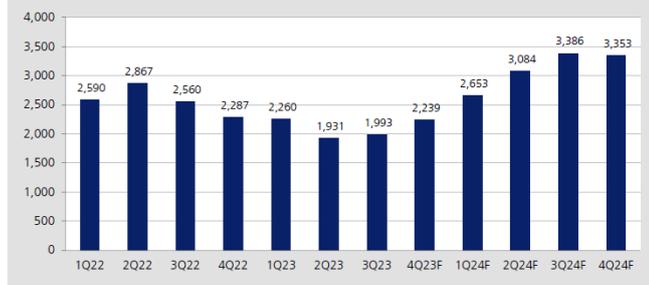
圖 3: 公司概況

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 5: 季營業收入

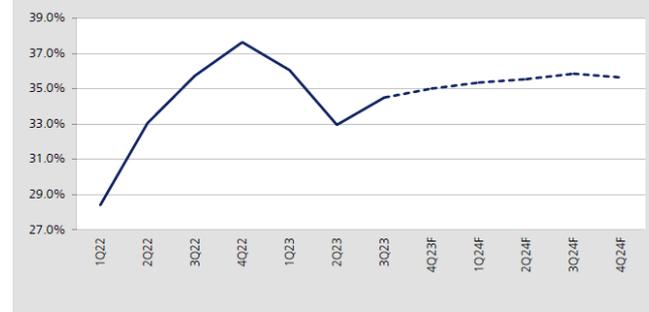
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7: 毛利率

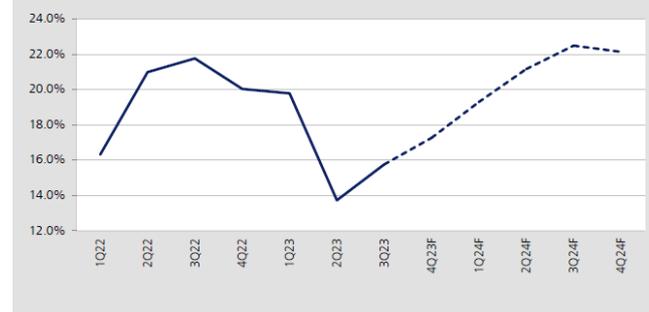
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 營業利潤率

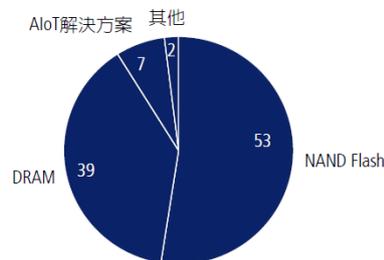
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 4: 記憶體模組佔宜鼎營收大宗

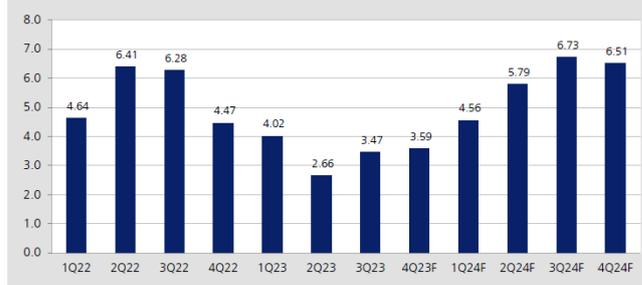
2022 年產品營收比重，百分比



資料來源：公司資料、凱基

圖 6: 每股盈利

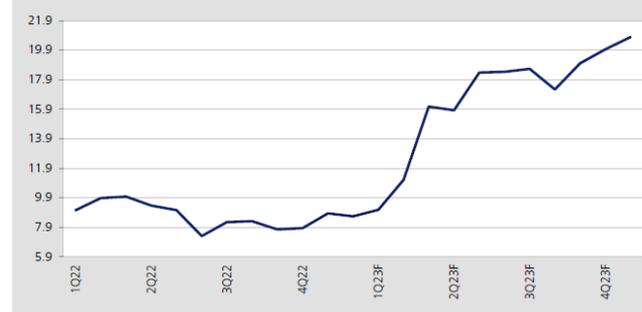
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8: 本益比

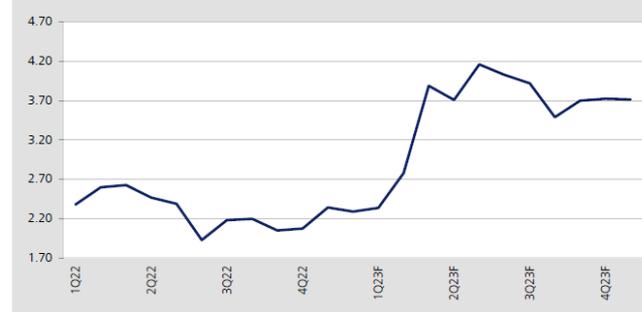
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 10: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	2,260	1,931	1,993	2,239	2,653	3,084	3,386	3,353	8,423	12,476	14,388
營業成本	(1,445)	(1,294)	(1,305)	(1,455)	(1,715)	(1,988)	(2,172)	(2,158)	(5,500)	(8,033)	(9,241)
營業毛利	815	636	688	784	938	1,096	1,214	1,195	2,922	4,443	5,148
營業費用	(368)	(371)	(374)	(397)	(426)	(444)	(453)	(453)	(1,510)	(1,775)	(1,975)
營業利益	447	265	314	386	512	653	762	742	1,412	2,668	3,173
折舊	(35)	(36)	(37)	(20)	(32)	(32)	(32)	(32)	(129)	(129)	(129)
攤提	(7)	(6)	(5)	(8)	(7)	(7)	(7)	(7)	(26)	(26)	(26)
EBITDA	489	307	356	414	551	691	800	781	1,567	2,823	3,327
利息收入	4	14	-	3	4	4	4	4	30	15	15
投資利益淨額	-	-	-	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)	(5)	(5)
其他營業外收入	5	4	16	15	-	(5)	(10)	(15)	110	(30)	20
總營業外收入	9	19	16	17	3	(3)	(8)	(13)	135	(20)	30
利息費用	(2)	(1)	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)	(5)	(5)
投資損失	(2)	(1)	(1)	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(12)	35	55	-	-	-	-	-	-	-	-
總營業外費用	(16)	32	53	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)	(5)	(5)
稅前純益	441	315	383	404	513	649	753	729	1,542	2,643	3,198
所得稅費用[利益]	(92)	(86)	(79)	(83)	(103)	(130)	(151)	(146)	(339)	(529)	(640)
少數股東損益	(1)	2	2	(3)	(8)	(8)	(8)	(8)	-	(30)	(30)
非常項目前稅後純益	348	231	306	318	403	512	595	575	1,203	2,085	2,528
非常項目	(0)	0	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	348	231	306	318	403	512	595	575	1,203	2,085	2,528
每股盈餘 (NT\$)	4.02	2.66	3.47	3.59	4.56	5.79	6.73	6.51	13.61	23.59	28.60
獲利率 (%)											
營業毛利率	36.1	32.9	34.5	35.0	35.4	35.5	35.9	35.6	34.7	35.6	35.8
營業利益率	19.8	13.7	15.8	17.3	19.3	21.2	22.5	22.1	16.8	21.4	22.1
EBITDA Margin	21.6	15.9	17.9	18.5	20.8	22.4	23.6	23.3	18.6	22.6	23.1
稅前純益率	19.5	16.3	19.2	18.0	19.3	21.0	22.2	21.7	18.3	21.2	22.2
稅後純益率	15.4	12.0	15.4	14.2	15.2	16.6	17.6	17.2	14.3	16.7	17.6
季成長率 (%)											
營業收入	(1.2)	(14.6)	3.2	12.3	18.5	16.3	9.8	(1.0)			
營業毛利	(5.3)	(21.9)	8.1	14.0	19.6	16.9	10.7	(1.6)			
營業收益增長	(2.4)	(40.8)	18.5	23.1	32.5	27.5	16.7	(2.5)			
EBITDA	(2.1)	(37.2)	16.1	16.2	32.9	25.6	15.7	(2.4)			
稅前純益	10.5	(28.5)	21.4	5.5	27.1	26.5	16.0	(3.2)			
稅後純益	(9.6)	(33.7)	32.8	3.7	26.8	27.0	16.2	(3.2)			
年成長率 (%)											
營業收入	(12.7)	(32.7)	(22.2)	(2.1)	17.4	59.8	69.9	49.7	(18.3)	48.1	15.3
營業毛利	10.8	(32.9)	(24.9)	(8.9)	15.1	72.4	76.6	52.5	(15.5)	52.0	15.9
營業收益	5.8	(56.0)	(43.7)	(15.6)	14.5	146.4	142.5	92.1	(30.7)	88.9	18.9
EBITDA	6.8	(51.9)	(40.4)	(17.1)	12.5	125.1	124.5	88.6	(28.6)	80.1	17.9
稅前純益	(9.6)	(53.7)	(45.2)	1.1	16.4	105.9	96.7	80.5	(31.9)	71.4	21.0
稅後純益	(9.8)	(57.0)	(43.5)	(17.5)	15.7	121.8	94.1	81.1	(35.0)	73.3	21.3

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	8,231	9,301	9,200	10,852	12,461
流動資產	6,068	6,649	6,235	7,546	8,815
現金及短期投資	2,738	4,000	3,966	5,278	6,546
存貨	1,664	1,158	967	967	967
應收帳款及票據	1,557	1,421	1,275	1,275	1,275
其他流動資產	109	69	26	26	26
非流動資產	2,163	2,652	2,965	3,306	3,646
長期投資	129	171	166	161	156
固定資產	1,617	2,139	2,488	2,859	3,231
什項資產	418	342	312	286	260
負債總額	2,198	2,182	2,032	2,232	2,432
流動負債	1,861	1,691	1,271	1,271	1,271
應付帳款及票據	957	707	462	462	462
短期借款	2	11	18	18	18
什項負債	901	974	792	792	792
長期負債	337	490	761	961	1,161
長期借款	140	310	503	703	903
其他負債及準備	10	6	258	258	258
股東權益總額	6,034	7,119	7,168	8,620	10,029
普通股股本	827	866	884	884	884
保留盈餘	3,317	4,012	4,552	5,488	6,628
少數股東權益	73	107	110	140	170
優先股股東資金	-	-	-	-	-

EFATableCorpBSJ

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	42.6%	1.1%	(18.3%)	48.1%	15.3%
營業收益增長	61.5%	4.6%	(30.7%)	88.9%	18.9%
EBITDA	56.5%	5.9%	(28.6%)	80.1%	17.9%
稅後純益	67.5%	18.5%	(35.0%)	73.3%	21.3%
每股盈餘成長率	65.3%	13.3%	(36.6%)	73.3%	21.3%
獲利能力分析					
營業毛利率	30.3%	33.6%	34.7%	35.6%	35.8%
營業利率	19.1%	19.8%	16.8%	21.4%	22.1%
EBITDA Margin	20.3%	21.3%	18.6%	22.6%	23.1%
稅後純益率	15.3%	18.0%	14.3%	16.7%	17.6%
平均資產報酬率	21.6%	21.1%	13.0%	20.8%	21.7%
股東權益報酬率	29.0%	28.5%	17.1%	26.8%	27.6%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	2.4%	4.5%	7.3%	8.4%	9.2%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	661.2	303.8	309.5	529.7	640.5
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	291.1	454.9	543.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	159.6	136.0	64.3	100.5	120.0
流動比率 (x)	3.3	3.9	4.9	5.9	6.9
速動比率 (x)	2.4	3.2	4.1	5.2	6.2
淨負債 (NT\$百萬)	(1,995)	(3,679)	(3,445)	(4,556)	(5,625)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	18.94	21.46	13.61	23.59	28.60
每股現金盈餘 (NT\$)	10.03	29.18	16.47	25.73	30.75
每股淨值 (NT\$)	72.11	81.02	79.85	95.93	111.53
調整後每股淨值 (NT\$)	72.32	81.35	79.85	95.93	111.53
每股營收 (NT\$)	123.69	119.52	95.29	141.15	162.78
EBITDA/Share (NT\$)	25.13	25.45	17.73	31.94	37.64
每股現金股利 (NT\$)	11.52	13.80	7.50	13.00	15.70
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.41	1.18	0.91	1.24	1.23
應收帳款周轉天數	55.7	50.4	55.3	37.4	32.3
存貨周轉天數	85.5	61.8	64.2	44.1	38.2
應付帳款周轉天數	49.2	37.7	30.6	21.0	18.2
現金轉換周轉天數	92.1	74.4	88.8	60.4	52.3

EFATableCorpKRJ

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	10,196	10,303	8,423	12,476	14,388
營業成本	(7,103)	(6,845)	(5,500)	(8,033)	(9,241)
營業毛利	3,092	3,459	2,922	4,443	5,148
營業費用	(1,143)	(1,419)	(1,510)	(1,775)	(1,975)
營業利益	1,949	2,039	1,412	2,668	3,173
總營業外收入	58	31	135	(20)	30
利息收入	6	14	30	15	15
投資利益淨額	-	-	(5)	(5)	(5)
其他營業外收入	52	17	110	(30)	20
總營業外費用	(35)	196	(5)	(5)	(5)
利息費用	(3)	(7)	(5)	(5)	(5)
投資損失	(8)	(6)	-	-	-
其他營業外費用	(24)	209	-	-	-
稅前純益	1,972	2,266	1,542	2,643	3,198
所得稅費用[利益]	(390)	(385)	(339)	(529)	(640)
少數股東權益	(21)	(31)	-	(30)	(30)
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	1,561	1,850	1,203	2,085	2,528
EBITDA	2,071	2,194	1,567	2,823	3,327
每股盈餘 (NT\$)	18.94	21.46	13.61	23.59	28.60

EFATableCorpSI

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	827	2,515	1,456	2,074	2,718
本期純益	1,561	1,850	1,203	2,085	2,528
折舊及攤提	122	155	155	155	155
本期運用資金變動	(1,290)	300	485	(486)	(239)
其他營業資產及負債變動	434	210	(388)	521	274
投資活動之現金流量	(615)	38	(500)	(500)	(500)
投資用短期投資出售[新購]	(203)	570	-	-	-
本期長期投資變動	-	4	2	3	3
資本支出淨額	(361)	(480)	(500)	(500)	(500)
其他資產變動	(51)	(56)	(2)	(3)	(3)
自由現金流	9	1,642	1,216	1,277	1,928
融資活動之現金流量	(335)	(701)	(990)	(463)	(949)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	124	178	182	200	200
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(553)	(967)	(1,194)	(663)	(1,149)
其他融資現金流	94	88	22	-	-
匯率影響數	1	10	-	-	-
本期產生現金流量	(122)	1,862	(34)	1,312	1,269

EFATableCorpCFJ

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	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%	17.9%	14.2%	13.7%
= 營業利率	19.1%	19.8%	16.8%	21.4%	22.1%
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	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
+ 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	2.2	3.0	3.2
營業利率	19.1%	19.8%	16.8%	21.4%	22.1%
x 資本周轉率	3.2	3.3	2.2	3.0	3.2
x (1 - 有效現金稅率)	80.2%	83.0%	78.0%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	49.2%	54.4%	29.2%	51.8%	56.8%

EFATableCorpROICJ

資料來源：公司資料，凱基

宜鼎 – 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2023-10-27	增加持股	425.0	281.0
2023-08-07	增加持股	425.0	280.5
2023-07-28	增加持股	425.0	315.5

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原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倉。