# 國巨(2327)

## - 被動元件供需狀況無慮 整體需求依舊大幅提升且強勁

::投資評等::

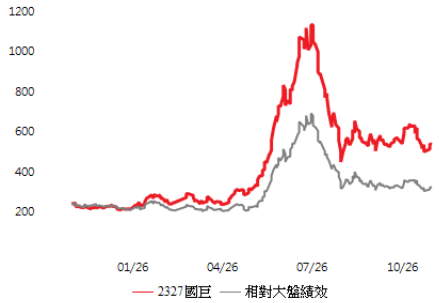
| | |
|---|---|
| 投資評等 | 強力買進 |
| 目標價 | 850.00 |
| 收盤價 | 543.00 |
| 隱含漲幅(%) | 56.54 |
| 評價區間 | 20X - 25X(PER) |
| 訪談類型 | 法說會 |

::基本資料::

| | |
|---|---|
| 市值(億元) | 11,248.8 |
| 月均量(張) | 48,816 |
| 每股淨值(元) | 86.01 |
| PER | 16.09 |
| PBR | 6.31 |
| 外資持股(%) | 42.11 |
| 投信持股(%) | 7.41 |
| 資使用率(%) | 8.82 |
| 券使用率(%) | 0.07 |

| 報告日期 | 評等 | 目標價 |
|---|---|---|
| 20260730 | 強力買進 | 1,100.00 |
| 20260610 | 強力買進 | 1,050.00 |

::近一年個股與大盤報酬率比較::




::研究員聯絡方式::

| | |
|---|---|
| 研究員 | 許願 |
| 電子信箱 | 10863@entrust.com.tw |

## 投資建議

國巨*投資評等為強力買進，目標價為850元(基於2027年EPS預估的25倍以反映全球同業估值倍數持續承壓的現象)， 預估26/27年EPS為21.16/33.74元，主要理由如下：

1.展望2H26:透過與ODM/電源廠/日商訪查，我們意識到目前整體被動元件需求依舊強勁，我們預估長短料的現象會持續在4Q26發生，日商村田製作所與太陽誘電在9-10月的高階AI料號(0402(47μF)/0603)

B/B ratio攀升到1.8-1.9之間(前值約1.7)，日商在4Q26將採取積極的產能優化策略。我們預計隨著日系供應商主動收縮中低階市場的產出，其產能外溢所產生的供給缺口預估將為國巨26/27年帶來40%/34.8%YoY的營收成長。我們預計其缺口將會持續至2Q27-3Q27。

2..我們認為因供需提升使公司擁有更具有優勢的定價權，同時在產能利用率上也有提升(標準品與特殊品皆從約85-90%提升至90-95%)。

## 內容摘要

### 3Q26獲利優於預期 預估第四季會持續創新高

國巨3Q26營收495.32億元，年增49.7%，創單季營收歷史新高。歸屬母公司獲利119.81億元，年增88.5%，EPS為5.83元。根據供應鏈調查我們認為公司在4Q26將成功對大客戶漲價，預期公司在眾多品項上將得到約10-15%的價格調整。對於公司在4Q26營收表現展望正向。

### BB Ratio小幅降至2

BB ratio小幅降低因反映營收基期墊高，而非需求轉弱。依舊看好由AI強勁需求以及各終端板塊以絕對金額實現全面性成長。我們更明確地看到產品漲價效益正逐步顯現於利潤率上。隨著AI拉貨動能帶動MLCC成長幅度超越其他產品線，我們認為AI相關比重將持續爬升至22-24%。即便公司已規畫產能擴建，產能利用率仍預期維持高檔。

### 先前漲價效應尚未完全反映在3Q26 預計4Q26會陸續發酵

3Q26AI相關營收佔比約20%，所有產品板塊均全面增長。我們認為4Q26的ASP預計將會更高。定價調整的效果在4Q26會更為顯著。

:: 年度EPS預估::

單位：億元、元

| 年度 | 營收 | 毛利率(%) | 營益率(%) | 業外收支率(%) | 股本 | 稅前純益 | 稅前EPS | 稅後EPS |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2023 | 1,076.1 | 33.5 | 19.0 | 3.7 | 42.4 | 243.6 | 57.57 | 34.74 |
| 2024 | 1,216.7 | 34.4 | 19.2 | 2.9 | 51.9 | 268.6 | 51.78 | 9.53 |
| 2025 | 1,329.3 | 36.2 | 22.4 | 1.0 | 51.8 | 311.2 | 15.01 | 11.51 |
| 2026(F) | 1861.0 | 40.3 | 28.4 | 1.2 | 51.5 | 550.0 | 106.72 | 21.16 |
| 2027(F) | 2508.7 | 43.9 | 33.1 | 0.7 | 51.5 | 848.0 | 164.75 | 33.74 |

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

:: 訪談內容::

## 產品組合/未來展望

1. 3Q26產品營收占比分別為Tantalum 23.7%、Magnetics 22.3%、MLCC 21.5%、Resistor 15.3%、Sensor 10.6%及Others 6.6%。MLCC占比由2Q26的19.1%提升至21.5%，主要受AI相關需求帶動。
2. Tantalum 3Q26營收QoQ成長10.0%、YoY成長45.3%；MLCC受AI需求帶動，成長速度加快；Resistor則同時受惠標準品及特殊品需求增長。
3. 3Q26各應用市場營收金額均成長，Industrial占28.7%、Computing & Enterprise Systems占28.3%、Automotive占14.9%、Consumer占11.7%、Telecom占12.5%、Aero/Defense/Medical占3.9%。
4. AI相關營收3Q26占集團營收19.8%。Computing & Enterprise Systems營收占比由2Q26的27.3%提升至28.3%，即使PC需求偏弱，AI需求仍帶動相關應用成長。Industrial已連續7季營收成長，Automotive維持正向動能；Consumer需求維持穩定。
5. 3Q26區域營收占比為美國27.1%、中國27.0%、Rest of Asia 26.4%、歐洲19.5%，各區域營收金額均成長，其中歐洲受AI相關業務POS需求帶動。
6. 3Q26通路營收占比為Distributor 48.9%、OEM 32.4%、EMS 18.7%，各通路營收金額均成長。Distributor占比由2Q26的46.2%提升至48.9%，通路庫存持續下降。3Q26 Free Cash Flow為92.36億元，高於2Q26的57.83億元，主要受營收成長、獲利提升及庫存持續優化帶動。Net Financial Debt/LTM EBITDA為24%，相較4Q25收購Shibaura後的59%下降。
7. 4Q26公司預期展望:營收、毛利率及營業利益率皆將較上季小幅成長，優於過往第四季營收季減或持平的季節性表現。主要受惠需求維持強勁、接單出貨比(B/B ratio)表現良好，且特殊品訂單動能優於標準品，預期 AI 需求、產品組合改善及價格調整將持續支撐營收與獲利表現。
8. 公司預估3Q26 標準品與特殊品產能利用率均約 95%，預期 4Q26 將進一步超過 95%；公司將透過瓶頸改善、效率提升及擴產增加供給。
9. 2026 年資本支出預計約新台幣 57 億元，第四季支出節奏可能略為放緩；2027 年資本支出尚未提供正式指引，後續須觀察擴產規模及新增產能的實際貢獻。

**產品組合** **單位:億**

| 年別 | 2025 | | 2026(F) | | 2027(F) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 產品別 | 營收 | 占比 | 營收 | 占比 | 營收 | 占比 | YOY |
| MLCC | 249.9 | 18.8% | 390.8 | 21.0% | 529.3 | 21.1% | +35.4% |
| 鉭質電容 | 292.4 | 22.2% | 420.5 | 22.6% | 556.9 | 22.2% | +32.4% |
| 電阻 | 187.4 | 14.1% | 260.5 | 14.0% | 363.7 | 14.5% | +39.6% |
| 磁性元件 | 356.2 | 26.8% | 465.2 | 25.0% | 602.0 | 24.0% | +29.3% |
| 感測器 | 126.2 | 9.5% | 191.6 | 10.3% | 278.4 | 11.1% | +45.3% |
| 其他 | 110.3 | 8.3% | 152.6 | 8.2% | 178.0 | 7.1% | +16.6% |
| 總計 | 1329.3 | | 1861.0 | | 2508.7 | | +34.8% |

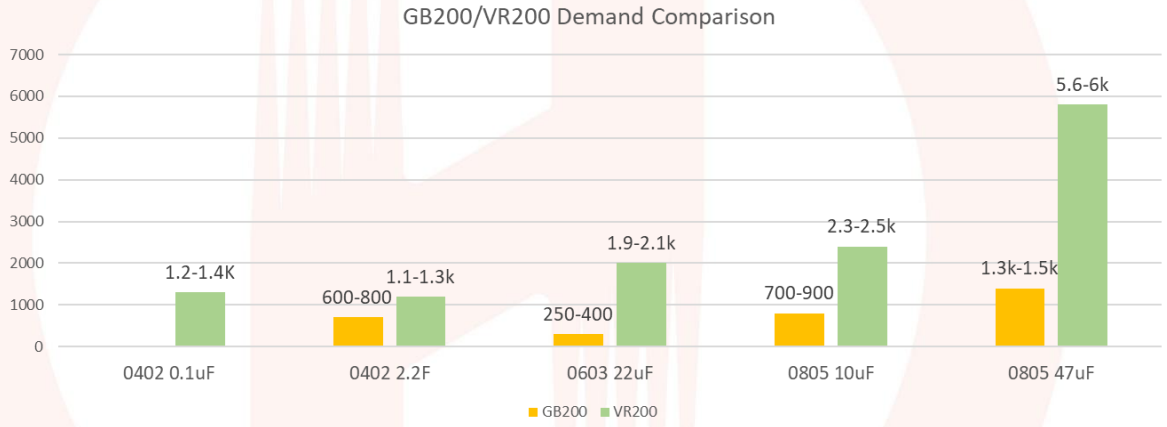
本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

## 國巨集團併購策略矩陣

1. 國巨先前入股Power IC廠富鼎(8261)、力智（6719），如今茂達(6138)若順利加入國巨集團，國巨可望整合三家Power IC廠資源及實力，應對在AI電源端掀起的主動元件、被動元件新設計。國巨預測未來市場會朝向智慧社會、AI、機器人等。所以併購策略趨向於更多感測器的需求，積極布局AI領域。

| | 電容 | 電阻 | 電感 | 保護元件 | 感測元件 | 主動元件 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 亞洲 | 飛利浦<br>凱美<br>基美 | 飛利浦<br>ASJ<br>旺詮<br>芝浦電子 | 基美<br>普斯<br>美磊<br>美桀<br>奇力新 | 君耀 | 芝浦電子 | 富鼎<br>力智<br>茂達 |
| 歐洲 | 飛利浦<br>基美 | 飛利浦<br>Virotohm | 普斯<br>基美 | | 賀利氏<br>施耐德 | |
| 美洲 | 基美 | 基美 | 普斯<br>基美 | | 賀利氏<br>施耐德 | |

## AI趨勢帶動高階MLCC的使用量




1. AI伺服器推動高階MLCC需求，隨著AI GPU平台從GB200向VR200發展，MLCC的需求明顯轉向更高電容、更小尺寸和更高數量級。關鍵MLCC類別的需求量可能成長數倍，部分電容產品成長4~5倍以上。AI和ADAS成為主要成長驅動力：從終端應用角度來看，AI GPU是最大的驅動力，預計電容需求將成長20倍以上，ADAS Lv3需求量成長約5~10倍。這顯示AI伺服器不僅需要更多MLCC，而且對規格要求也更高。
2. 小型化加劇供應緊張: MLCC在保持更高電容的同時，也朝著更小的封裝尺寸發展。例如:GPU和ADAS應用都需要尺寸更小、容量更高的產品。這增加了生產難度，降低了良率，並限制了合格產品的供應。因此，我們認為高端MLCC的供應可能持續緊張至3Q27，短缺風險會持續存在。
3. 儘管日韓大廠有意擴產，卻面臨設備交期過長等瓶頸，我們預計在 2026-2027 年間僅能增加約 5%-15%的 MLCC供給，導致擴產速度趕不上AI伺服器功率的成長。
4. 在這種供不應求的局勢下，產能外溢效應正加速顯現，使得國巨與華新科等台灣廠商順利接獲外溢訂單。目前國巨與華新科已成功導入 22uF 產品，禾伸堂也順利導入 10uF 產品；此外，國內 ODM 廠商也藉由與日商簽訂長期供應協議（LTA），進一步增加了與國內供應商談判時的議價權益。

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

## 公司介紹/國巨集團成員介紹

1. .國巨(2327)成立於1977年，為台灣被動元件龍頭，生產銷售電阻、電容、電感、高頻天線、磁性材料及感測元件等產品，據點涵蓋亞洲、歐洲及美洲，可提供客戶一次購足服務。
2. 2. 公司目前為全球第一大晶片電阻 (R-Chip)及鉭質電容 (Tantalum Capacitor) 製造商、第三大積層陶瓷電容 (MLCC) 及電感製造商。
3. 施耐德高階工業感測器事業部(2023)–收購價格為歐元6.86億元(新台幣214億元)：收購施耐德感測事業部可協助深化與全球工規客戶的關係。
4. 賀利氏工業集團高階溫度感測器事業部(2023)–收購價格為歐元7940萬元 (新台幣25億元)：收購賀利氏溫度感測器事業使國巨成功切入國外高階市場，擴大感測器產品組合。
5. 奇力新(2021)–以每1股奇力新普通股換發 0.2002 股國巨普通股 (新台幣300億元)：國巨先前合併普思、基美，這兩家公司分別有90%、85%比重來自高階市場。國巨利用普思和基美的通路引領奇力新進入高階市場，並整合奇力新的電感及基美旗下NEC Tokin的鉭電容、磁性材料，使產品布局更完整。
6. 基美(2020)–收購價格為16.4億美元(新台幣500億元)：收購基美有助於國巨擴大美歐市場並有助於進入日本市場，透過與基美產品互補性，強化高階、利基型市場佈局。
7. 普思(2018)–收購價格為7.4億美元(新台幣200億元)：國巨看好普思在無線元件領域的價值，期望整併後加速朝車用及工規領域邁進。

| | |
|---|---|
| 凱美 | 具有標準型大量生產與即時管理的優勢，擴大高階產品營收占比 |
| 旺詮 | 凱美取得旺詮後，產品線延伸至晶片電阻，生產據點也可擴大至馬來西亞 |
| 普思 | 除了被動元件外還有保護元件產品線，擴大在歐美車用及工業市場的布局 |
| 君耀 | 提升保護元件的營收占比，在安控、車用電子、智能電表和國巨可互補 |
| 基美 | 基美為全球鉭質電容龍頭，在引擎、先進駕駛輔助系統扎根許久，國巨藉併購站穩車用市場 |
| 勝麗 | 同欣電併購封測業者勝麗，強化車用CMOS影像感測器產品線 |
| 奇力新 | 為國巨創造更強大的磁性元件業務 |
| 德國賀利氏工業感測器 | 產品主要為白金薄膜溫度感測元件，包括導線感測器、SMD感測器及PCB感測器等，主要應用於工業與車用 |
| 法國施耐德工業感測器 | 產品包括高階極限開關、近接感測器和壓力感測器，主要用於工業。 |

| | |
|---|---|
| 芝浦電子熱敏電阻 | 為全球熱敏電阻市場的領導者，專精於熱敏電阻、溫度感測器。主要用於汽車、工業設備、家電和醫療。 |

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

::表 季EPS回顧(單位：億元)::

| 項目 | 2026Q2 | QoQ | YoY | 華南預估 | 差異(%) | 市場同業 | 差異(%) | 原因簡述 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 營業收入 | 444.6 | 16.5 | 35.7 | 444.6 | 0.0 | 434.7 | -2.2 | |
| 營業毛利 | 171.2 | 17.7 | 46.9 | 171.0 | -0.1 | 168.9 | -1.3 | |
| 營業利益 | 117.5 | 22.2 | 66.8 | 117.5 | 0.0 | 115.8 | -1.4 | |
| 稅前純益 | 122.2 | 18.4 | 73.9 | 118.7 | -2.9 | 120.0 | -1.8 | |
| 稅後純益 | 94.6 | 17.6 | 88.7 | 95.1 | 0.5 | 92.4 | -2.3 | |
| 稅後EPS | 4.59 | 17.7 | 88.9 | 4.59 | 0.0 | 4.47 | -2.6 | |
| 毛利率 | 38.5 | | | 38.5 | -- | 38.9 | -- | |
| 營益率 | 26.4 | | | 26.4 | -- | 26.6 | -- | |
| 稅後淨利率 | 21.3 | | | 21.4 | -- | 21.3 | -- | |

資料來源：公開資訊觀測站、CMoney、華南投顧整理

::表 獲利預估修正(單位：億元)::

| 年度 | 2025 | 2027(F) | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 項目 | 實際 | 原估 | 新估 | 差異(%) | 修正理由簡述 |
| 營業收入 | 1,329.3 | 2,437.9 | 2,508.7 | 2.9 | -- |
| 營業毛利 | 481.3 | 1,022.8 | 1,101.0 | 7.6 | -- |
| 營業利益 | 298.0 | 711.2 | 830.8 | 16.8 | -- |
| 稅後純益 | 237.8 | 629.4 | 694.6 | 10.4 | -- |
| 稅後EPS | 11.51 | 30.36 | 33.74 | 11.13 | -- |
| 毛利率 | 36.2 | 42.0 | 43.9 | -- | -- |
| 營益率 | 22.4 | 29.2 | 33.1 | -- | -- |
| 稅後淨利率 | 17.9 | 25.8 | 27.7 | -- | -- |

資料來源：CMoney、華南投顧整理

::表 股利概況::

| 年度 | 現金股利(元) | 股票股利(元) | 現金股利殖利率(%) | 平均填息天數 | 平均填權天數 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2018 | 44.83 | 0.00 | 17.38 | 25 | -- |
| 2019 | 13.06 | 0.00 | 3.23 | 2 | -- |
| 2020 | 10.08 | 0.00 | 1.80 | -- | -- |
| 2021 | 10.10 | 0.00 | 3.58 | 2 | -- |
| 2022 | 9.99 | 0.00 | 2.01 | 9 | -- |
| 2023 | 19.97 | 1.95 | 2.62 | 10 | -- |
| 2024 | 20.00 | 0.00 | 4.11 | 11 | -- |
| 2025 | 6.00 | 0.00 | 0.71 | 1 | -- |

資料來源：CMoney、華南投顧整理

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

::各季EPS預估::

單位：億元、元

| 年季 | 營收 | 毛利率(%) | 營益率(%) | 業外收支率(%) | 股本 | 稅前純益 | 稅前EPS | 稅後EPS |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 202601 | 381.7 | 38.1 | 25.2 | 1.9 | 51.8 | 103.3 | 4.98 | 3.90 |
| 202602 | 444.6 | 38.5 | 26.4 | 1.1 | 51.5 | 122.2 | 5.90 | 4.59 |
| 202603(F) | 495.3 | 41.0 | 29.3 | 1.0 | 51.5 | 150.2 | 29.19 | 5.83 |
| 202604(F) | 539.5 | 42.6 | 31.4 | 0.9 | 51.5 | 174.3 | 33.86 | 6.86 |
| 202701(F) | 542.4 | 43.1 | 31.8 | 0.8 | 51.5 | 176.86 | 34.36 | 6.97 |
| 202702(F) | 608.0 | 43.8 | 32.9 | 0.7 | 51.5 | 203.81 | 39.60 | 8.12 |
| 202703(F) | 650.4 | 44.1 | 33.4 | 0.7 | 51.5 | 222.09 | 43.15 | 8.84 |
| 202704(F) | 707.9 | 44.4 | 34.0 | 0.6 | 51.5 | 245.20 | 47.64 | 9.81 |

::單月營收概況及預估::

單位：億元

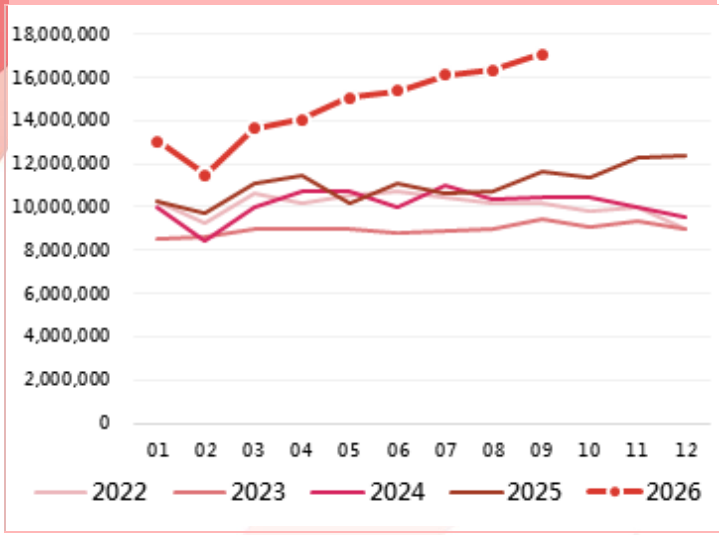
| 年\月 | 一 | 二 | 三 | 四 | 五 | 六 | 七 | 八 | 九 | 十 | 十一 | 十二 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2026 | 130.3 | 115.1 | 136.3 | 140.4 | 150.6 | 153.6 | 161.3 | 163.3 | 170.7 | 178.4 | 182.2 | 178.8 |
| 2027 | 180.3 | 167.4 | 194.7 | 201.1 | 198.9 | 208.0 | 210.8 | 213.3 | 226.3 | 229.8 | 240.0 | 238.0 |
| MOM | 0.8% | -7.2% | 16.3% | 3.3% | -1.1% | 4.5% | 1.4% | 1.2% | 6.1% | 1.5% | 4.4% | -0.8% |
| YOY | 38.4% | 45.5% | 42.8% | 43.2% | 32.1% | 35.4% | 30.7% | 30.6% | 32.6% | 28.8% | 31.7% | 33.1% |
| 2026 | 381.7 | | | 444.6 | | | 495.3 | | | 539.5 | | |
| 2027 | 542.4 | | | 608.0 | | | 650.4 | | | 707.9 | | |
| QOQ | 0.5% | | | 12.1% | | | 7.0% | | | 8.8% | | |
| YOY | 42.1% | | | 36.8% | | | 31.3% | | | 31.2% | | |

::財務資料::

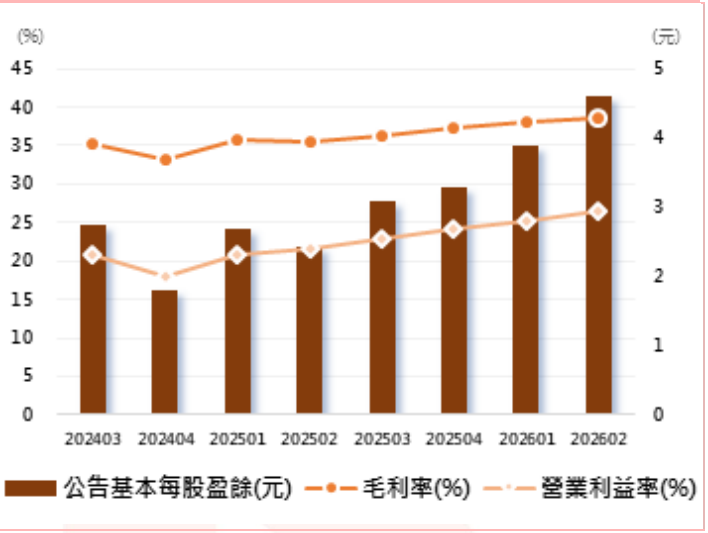
| 年季度 | 負債比率(%) | 流動比率(%) | 速動比率(%) | 應收帳款週轉天數 | 存貨週轉天數 | 營業費用率(%) | 每股營業現金流量 | 資產報酬率(%) | 股東權益報酬率(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 202403 | 56.8 | 132.4 | 106.4 | 75.5 | 116.6 | 14.4 | 16.4 | 1.6 | 3.8 |
| 202404 | 55.7 | 138.9 | 112.0 | 76.9 | 122.6 | 15.3 | 21.0 | 1.0 | 2.4 |
| 202501 | 56.9 | 118.4 | 96.2 | 73.7 | 125.0 | 14.9 | 14.3 | 1.5 | 3.4 |
| 202502 | 57.9 | 114.3 | 92.1 | 73.2 | 116.1 | 14.1 | 9.9 | 1.4 | 3.2 |
| 202503 | 55.9 | 120.0 | 96.0 | 75.5 | 117.1 | 13.3 | 4.0 | 1.8 | 4.2 |
| 202504 | 55.5 | 121.5 | 95.2 | 73.4 | 119.5 | 13.0 | 5.0 | 1.8 | 4.1 |
| 202601 | 57.9 | 116.8 | 91.5 | 73.6 | 123.8 | 12.9 | 4.4 | 2.0 | 4.7 |
| 202602 | 64.7 | 131.2 | 112.3 | 68.8 | 114.0 | 12.1 | 3.7 | 2.1 | 5.4 |

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

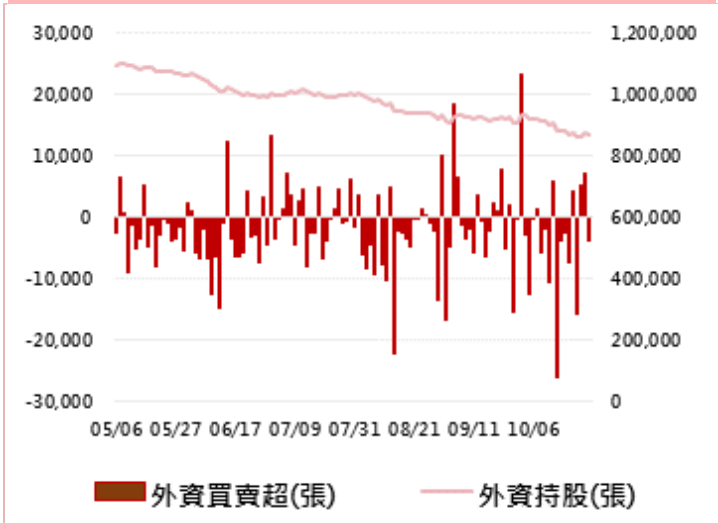
## 近五年營收走勢(單位：千元)



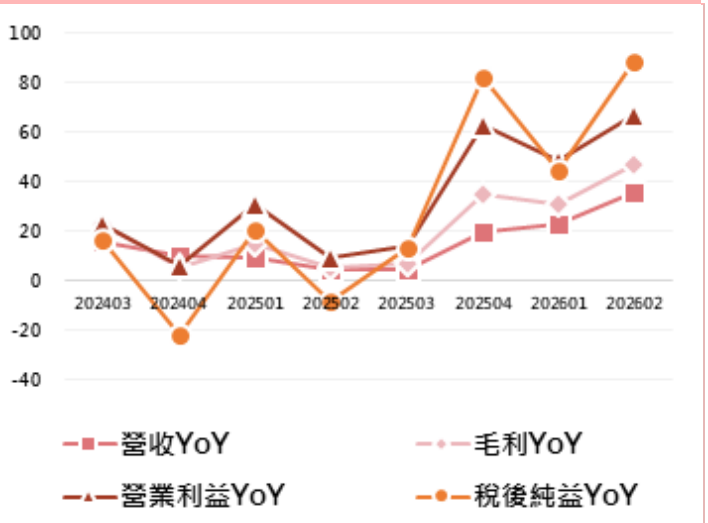

## 毛利率、營益率、EPS走勢(%，元)



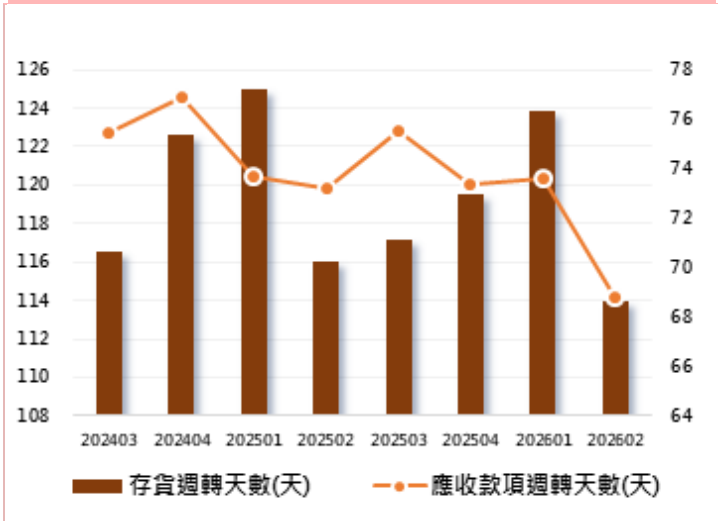

## 外資買賣超(張)、外資持股(張)



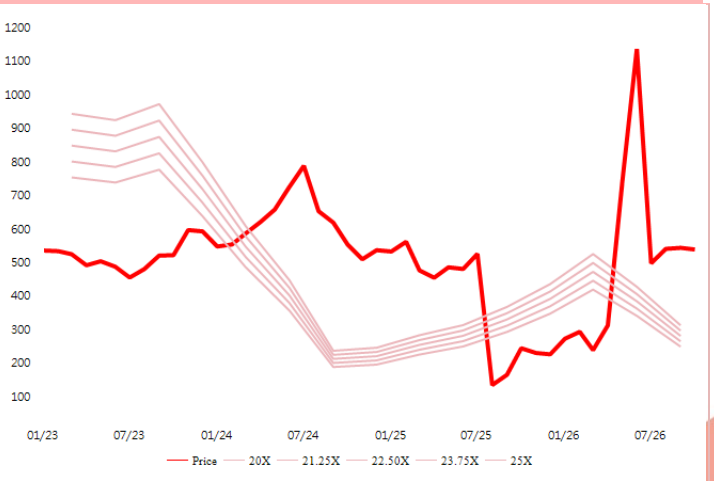

## 營運狀況年增率




## 存貨及A/R週轉天數




## 歷史PE區間




本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

## 個股投資建議與目標價三年歷史趨勢：




### :: 個股投資建議與目標價::

| 編號 | 發佈日期 | 收盤價(元) | 目標價(元) | 投資評等 | 研究員 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 20261030 | 543.00 | 850.00 | 強力買進 | 許願 |
| 2 | 20260730 | 507.00 | 1,100.00 | 強力買進 | 許願 |
| 3 | 20260610 | 826.00 | 1,050.00 | 強力買進 | 許願 |
| 4 | 20260507 | 338.00 | 400.00 | 買進 | 許願 |
| 5 | 20260416 | 322.00 | 360.00 | 買進 | 許願 |
| 6 | 20260324 | 253.00 | 300.00 | 買進 | 許願 |
| 7 | 20251027 | 226.00 | 250.00 | 買進 | 許願 |
| 8 | 20250923 | 178.50 | 200.00 | 買進 | 許願 |

### ::評等定義::

| 投資評等 | 定義 |
|---|---|
| 強力買進 | 未來一季報酬預期有25%以上空間 |
| 買進 | 未來一季報酬預期有10~25%空間 |
| 區間持有 | 未來一季報酬預期有0~10%空間 |
| 中立 | 未來一季報酬預期空間<0% |

### ::免責宣言::

**本項研究報告僅提供本公司會員參酌，且純粹屬於研究性質，並不保證報告內容的完整性與精確性，亦完全無意影響客戶買賣股票的任何投資決定。報告中的各項意見與預測，是得自於本公司信任為可靠的來源，受到特定的判斷日期之時效性限制，若嗣後有任何變動，本公司不做預告，也不會主動更新。投資人做任何決策時，必須自行謹慎評估相關風險，並就投資的結果自行負責。本研究報告的著作權為華南投顧所有，嚴禁抄襲、引用、對外傳送或轉載。**

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。