



建準

(2421.TW/2421 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 May 24 (NT\$)	74.10
12 個月目標價 (NT\$)	87.00
前次目標價 (NT\$)	65.00
調升 (%)	33.8
上漲空間 (%)	17.4

焦點內容

建準召開法說會，正向看待伺服器、網通與車用業務成長和利潤率趨勢。我們預期今年伺服器、網通和電動車營收將成長雙位數，推升毛利率擴增。反映獲利率優於預期，我們將目標價由 65 元調升至 87 元（基於 16 倍之 2023-24F 平均完全稀釋 EPS 預估），並維持「增加持股」評等。

交易資料表

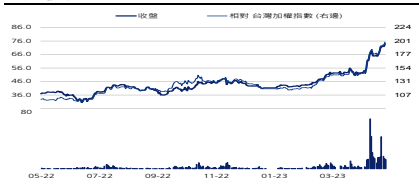
市值：(NT\$/bn/US\$mn)	18.59 / 604
流通在外股數 (百萬股)：	250.9
外資持有股數 (百萬股)：	76.33
3M 平均成交量 (百萬股)：	6.30
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	30.55 - 74.10

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	70.7	63.2	100.3
相對表現 (%)	66.5	53.9	99.1

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.61A	1.20A	1.42A	1.11A
2023	1.11A	1.36F	1.59F	1.57F
2024	1.17F	1.37F	1.91F	1.81F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

向子慧
886.2.2181.8726
angelah@kgi.com

余昀澄
886 2 2181 8013
alex.a.yu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

獲利率前景強勁；伺服器、網通與車用業務驅動成長

重要訊息

建準召開法說會，正向看待伺服器、網通與車用業務成長和利潤率趨勢。

評論及分析

伺服器 / AI 伺服器與網通為 2023 年成長動能。1Q23 伺服器與網通合計營收占比 34.4%，年增 20%。因熱設計功率(TDP)提高，推升新伺服器平台產品均價 15-20%，加上需求穩定成長(尤其 CSP)，公司預計未來數季伺服器營收將持續攀升，2023 年營收將年增雙位數。至於 AI 伺服器風扇，為達到更佳散熱效果，每顆散熱風扇內建馬達數量將較傳統伺服器倍增，均價較一般伺服器提升 80-90%。儘管 1Q23 AI 伺服器營收貢獻仍有限(<1%)，但公司預計 AI 伺服器成長性將優於伺服器整體營收，並有利未來幾年均價和毛利率走勢。網通產品涵蓋 5G 基地台、小基站(small cell)、WiFi 6 路由器與交換器，均將隨著散熱風扇數量增加而成長，故公司看好 2023 年網通營收年增雙位數。基於均價展望較佳，我們將 2023 年伺服器/網通營收成長預估從年增 5-10%上修至 13%，此將抵銷 IT 營收較差的影響，並帶動 2023 年毛利率和營利率走升。

電動車和 ESS 為非 IT 業務增添成長動能。2022 年、1Q23 車用營收年增 59%、25%，營收占比分別為 8%與 8.4%，主因車用供貨品項增加。公司預計 2H23 新增一美系車用客戶，而 2023 年車用營收將成長雙位數。儘管車用業務毛利率現仍低於公司平均，但公司將持續優化產品組合，未來數季、數年提升車用毛利率。公司亦切入更多工業相關應用，如太陽能逆變器、儲能解決方案(ESS)控溫系統與電動車充電系統，以提升毛利率。考量數項應用之需求成長，公司更積極的擴大菲律賓廠產能至每月 300 萬顆散熱風扇，終極目標菲律賓產能比重達 40-50%，主因人力成本較低及良好生產效率。而公司亦透過轉投資整合模組產品，使其能供應散熱風扇、模組、熱板(VC)的整體解決方案。我們正向看待公司未來業務趨勢，而其良好且分散的產品組合將使毛利率優於我們原估。基於 2Q23 營收展望季增 8%、毛利率與營利率展望更佳，我們上修 2023 年 EPS 至 5.62 元 (年增 30%)、2024 年 EPS 至 6.26 元 (年增 11%)。

投資建議

反映獲利率優於預期，我們將目標價由 65 元調升至 87 元（基於 16 倍之 2023-24F 平均完全稀釋 EPS 預估），並維持「增加持股」評等。

投資風險

中國生產作業受干擾；需求回升較預期疲弱。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	12,781	13,562	14,063	14,074	15,456
營業毛利 (NT\$百萬)	2,998	2,536	3,171	3,800	4,187
營業利益 (NT\$百萬)	1,114	464	1,122	1,748	1,979
稅後淨利 (NT\$百萬)	852	429	1,089	1,411	1,571
每股盈餘 (NT\$)	3.39	1.71	4.34	5.62	6.26
每股現金股利 (NT\$)	2.40	1.20	2.60	3.99	4.44
每股盈餘成長率 (%)	25.1	(49.6)	153.7	29.5	11.3
本益比 (x)	21.8	43.3	17.1	13.2	11.8
股價淨值比 (x)	4.0	4.3	3.6	3.3	3.1
EV/EBITDA (x)	11.4	19.2	10.7	6.7	5.8
淨負債比率 (%)	Net cash	13.7	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.2	1.6	3.5	5.4	6.0
股東權益報酬率 (%)	19.3	9.6	22.8	26.1	26.9

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：2Q-3Q23 財測修正暨市場共識比較

百萬元	2Q23F								3Q23F							
	修正後	修正前	調幅 (%)	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	3,321	3,444	(3.6)	8.0	(4.6)	3,517	(5.6)		3,820	3,961	(3.6)	15.0	4.2	3,829	(0.2)	
毛利	913	827	10.5	12.3	16.1	883	3.5		1,050	990	6.1	15.0	19.4	944	11.3	
營業利益	422	310	36.1	21.2	42.5	375	12.6		497	416	19.4	17.7	50.6	407	22.0	
稅前淨利	437	325	34.6	20.0	17.1	394	11.0		512	430	18.8	17.1	9.3	425	20.4	
稅後淨利	341	253	34.6	22.6	13.5	303	12.6		399	336	18.8	17.1	12.1	320	24.6	
每股盈餘 (元)	1.36	1.01	34.6	22.6	13.5	1.21	12.6		1.59	1.34	18.8	17.1	12.0	1.28	24.6	
毛利率 (%)	27.5	24.0	3.5 ppts	1.0 ppts	4.9 ppts	25.1	2.4 ppts		27.5	25.0	2.5 ppts	0.0 ppts	3.5 ppts	24.7	2.8 ppts	
營業利益率 (%)	12.7	9.0	3.7 ppts	1.4 ppts	4.2 ppts	10.6	2.1 ppts		13.0	10.5	2.5 ppts	0.3 ppts	4.0 ppts	10.6	2.4 ppts	
淨利率 (%)	10.3	7.4	2.9 ppts	1.2 ppts	1.6 ppts	8.6	1.7 ppts		10.4	8.5	2.0 ppts	0.2 ppts	0.7 ppts	8.4	2.1 ppts	

資料來源：凱基；Bloomberg

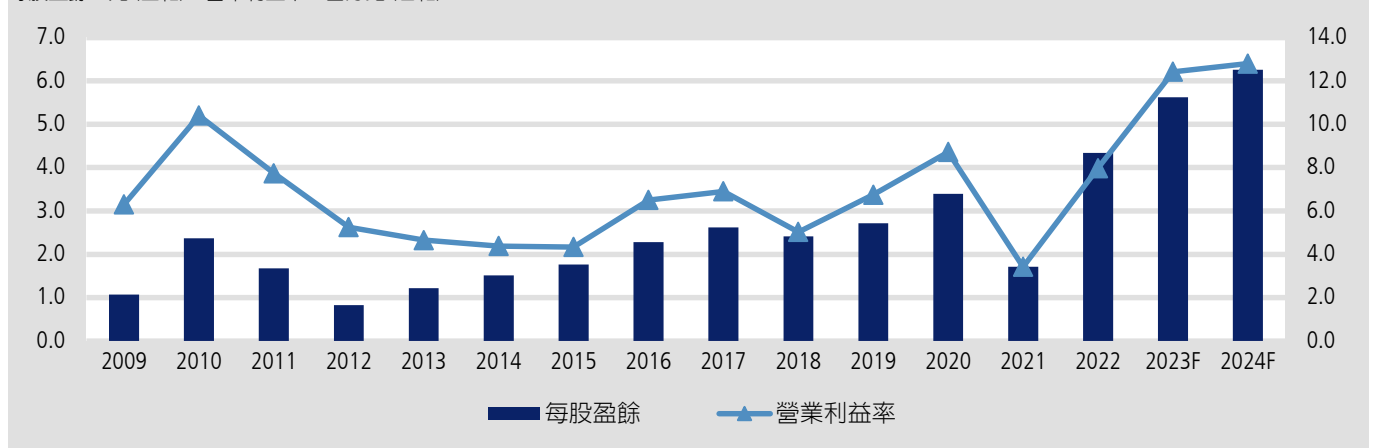
圖 2：2023-24 年財測修正暨市場共識比較

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	14,074	14,481	(2.8)	0.1	14,611	(3.7)		15,456	15,393	0.4	9.8	16,022	(3.5)	
毛利	3,800	3,591	5.8	19.8	3,657	3.9		4,187	3,820	9.6	10.2	3,990	4.9	
營業利益	1,748	1,474	18.6	55.9	1,443	21.1		1,979	1,586	24.8	13.2	1,669	18.6	
稅前淨利	1,808	1,532	18.0	26.8	1,486	21.7		2,013	1,617	24.5	11.3	1,699	18.5	
稅後淨利	1,411	1,164	21.1	29.5	1,142	23.5		1,571	1,229	27.8	11.3	1,313	19.6	
每股盈餘 (元)	5.62	4.64	21.1	29.5	4.55	23.5		6.26	4.90	27.8	11.3	5.23	19.6	
毛利率 (%)	27.0	24.8	2.2 ppts	4.4 ppts	25.0	2.0 ppts		27.1	24.8	2.3 ppts	0.1 ppts	24.9	2.2 ppts	
營業利益率 (%)	12.4	10.2	2.2 ppts	4.4 ppts	9.9	2.5 ppts		12.8	10.3	2.5 ppts	0.4 ppts	10.4	2.4 ppts	
淨利率 (%)	10.0	8.0	2.0 ppts	2.3 ppts	7.8	2.2 ppts		10.2	8.0	2.2 ppts	0.1 ppts	8.2	2.0 ppts	

資料來源：凱基；Bloomberg

圖 3：營業利益率與每股盈餘在 2022-24 年恢復成長

每股盈餘，元 (左軸)；營業利益率，百分比 (右軸)



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 4：非 IT 業務將推升 2023-24 年營收成長

營收占比 (%)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2019	2020	2021	2022	2023F
電子應用	37.5	36.6	33.0	37.6	36.3	33.4	33.6	35.7	33.6	24.2	23.4	18.3	21.6	36.6	36.0	34.7	24.5	20.8
工業/醫療	11.4	14.5	16.1	15.3	13.0	14.9	15.8	13.5	14.9	17.8	12.4	13.5	14.1	13.5	14.6	14.3	14.6	13.9
家庭應用	6.9	6.8	7.3	7.9	8.4	7.1	6.9	7.1	7.5	10.1	7.2	6.1	6.8	8.4	7.2	7.4	7.7	7.3
經銷通路	6.9	7.8	7.8	8.0	7.7	8.3	9.6	10.2	9.2	12.7	13.1	14.8	13.4	8.0	7.7	9.0	12.6	12.2
網通/伺服器	29.1	29.6	29.9	24.4	28.9	28.9	28.3	27.2	27.3	28.4	33.6	36.5	34.4	25.7	28.2	28.3	31.7	35.6
車用	7.3	3.6	4.8	5.8	4.9	6.4	4.5	5.1	6.4	5.6	9.9	9.7	8.4	6.4	5.2	5.2	8.0	9.4
LED照明	1.1	1.1	1.2	1.0	0.8	1.0	1.3	1.2	1.1	1.2	0.4	0.9	1.3	1.4	1.0	1.1	0.9	0.8
合計	100.2	100.0	100.1	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.1	100.0	100.0

營收 (新台幣百萬)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2019	2020	2021	2022	2023F
電子應用	843	1,318	1,167	1,277	1,100	1,112	1,170	1,329	1,049	843	857	696	664	4,271	4,605	4,711	3,446	2,929
工業/醫療	256	522	569	519	394	496	550	503	465	620	454	514	434	1,573	1,867	1,943	2,053	1,951
家庭應用	155	245	258	268	255	235	240	274	234	352	264	233	209	974	926	1,004	1,083	1,029
經銷通路	154	281	276	272	233	275	334	380	287	442	480	562	412	936	982	1,223	1,772	1,719
網通/伺服器	654	1,066	1,057	828	876	961	985	1,013	853	989	1,231	1,385	1,058	2,994	3,606	3,835	4,458	5,017
車用	164	130	170	197	148	214	157	190	200	195	363	367	258	747	660	709	1,125	1,316
LED照明	21	40	39	34	24	33	45	45	34	42	15	36	40	165	134	147	127	114
合計	2,248	3,602	3,536	3,395	3,030	3,327	3,481	3,724	3,123	3,483	3,664	3,793	3,075	11,660	12,781	13,562	14,063	14,074

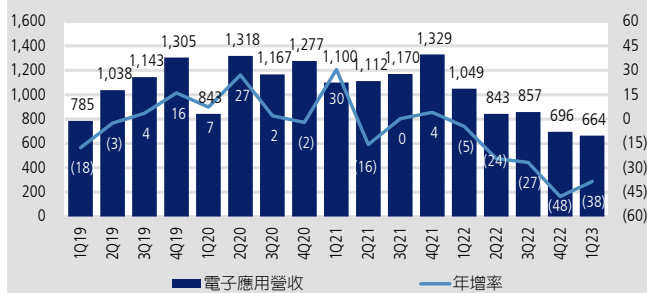
季成長 (%)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2019	2020	2021	2022	2023F
電子應用	(35)	56	(12)	9	(14)	1	5	14	(21)	(20)	2	(19)	(11)					
工業/醫療	(39)	104	9	(9)	(24)	26	11	(9)	(7)	33	(27)	13	(21)					
家庭應用	(36)	58	5	4	(5)	(8)	2	14	(14)	50	(25)	(12)	(13)					
經銷通路	(31)	82	(2)	(2)	(14)	18	21	14	(24)	54	9	17	(30)					
網通/伺服器	(21)	63	(1)	(22)	6	10	2	3	(16)	16	24	13	(27)					
車用	(22)	(21)	31	16	(25)	44	(27)	21	5	(2)	86	1	(33)					
LED照明	(46)	86	(2)	(13)	(29)	36	37	(1)	(23)	22	(65)	144	32					
合計	(31)	60	(2)	(4)	(11)	10	5	7	(16)	12	5	4	(19)					

年成長 (%)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2019	2020	2021	2022	2023F
電子應用	7	27	2	(2)	30	(16)	0	4	(5)	(24)	(27)	(48)	(38)	1	8	2	(27)	(15)
工業/醫療	(26)	45	27	24	54	(5)	(3)	(3)	18	25	(17)	2	(9)	(17)	19	4	6	(5)
家庭應用	(36)	12	(5)	10	64	(4)	(7)	2	(8)	50	10	(15)	(12)	(19)	(5)	8	8	(5)
經銷通路	(30)	22	5	22	52	(2)	21	40	23	61	44	48	39	(20)	5	24	45	(3)
網通/伺服器	(1)	72	19	1	34	(10)	(7)	22	(3)	3	25	37	20	10	20	6	16	13
車用	9	(29)	(16)	(6)	(10)	65	(8)	(4)	35	(9)	132	93	25	46	(12)	7	59	17
LED照明	(33)	(23)	(8)	(14)	14	(17)	16	32	42	27	(68)	(20)	10	(22)	(19)	10	(14)	(10)
合計	(8)	33	9	4	35	(8)	(2)	10	3	5	5	2	(2)	(3)	10	6	4	0

資料來源：公司資料、凱基預估

圖 5：1Q23 IT 營收仍持續疲弱

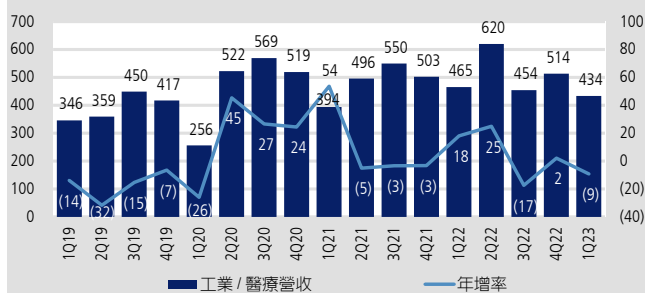
IT 營收，百萬元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料、凱基

圖 6：1Q23 工業/醫療營收年減 9%

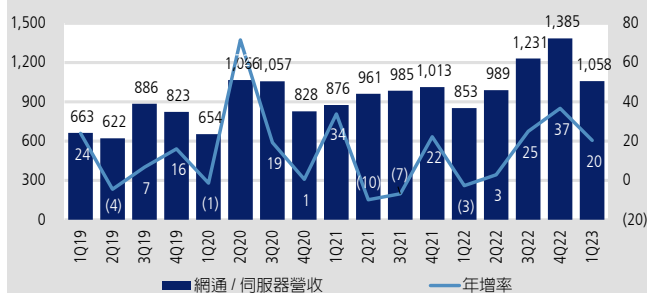
工業/醫療營收，百萬元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料、凱基

圖 7：1Q23 網通/伺服器營收大幅年增 20%

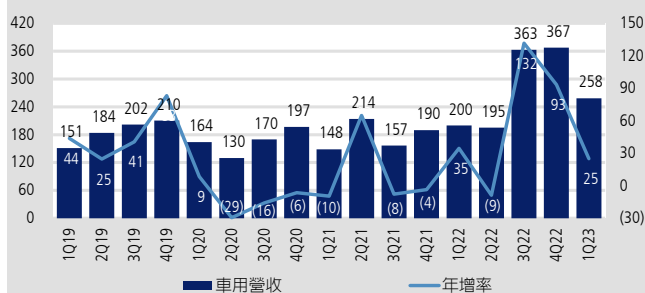
網通/伺服器營收，百萬元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料、凱基

圖 8：1Q23 車用營收強勁反彈

車用營收，百萬元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料、凱基

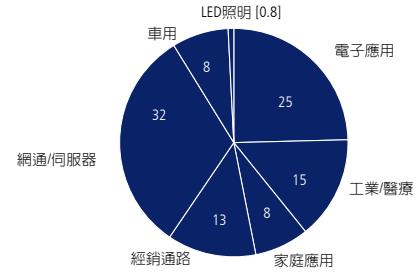
圖 9: 公司概況

建準成立於 1980 年，為全球第二大散熱風扇供應商，主要競爭對手為台達電(2308 TT, NT\$305, 增加持股)與 Nidec (日)。2022 年建準 25% 總營收來自 IT 產品 (包括 NB、桌上型/一體成型機種)、網通/伺服器 32%、工業應用 15%、通路 13%、家庭應用 8%、汽車 8% 與 LED 照明 1%。公司主要生產基地在中國，亦為配合客戶需求轉移生產基地至菲律賓，目標未來菲律賓廠占生產之 40-50%。

資料來源：凱基

圖 10: IT 產品與網通/伺服器營收為 2022 年營收大宗

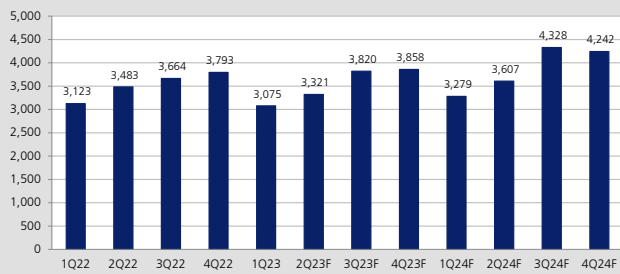
2022 年營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 季營業收入

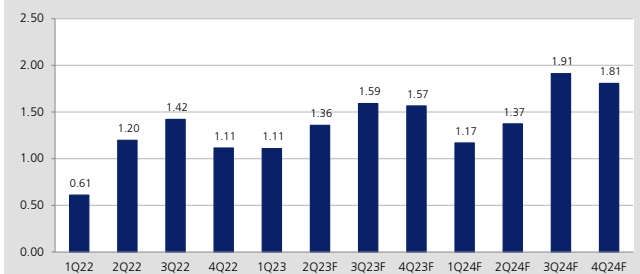
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 12: 每股盈利

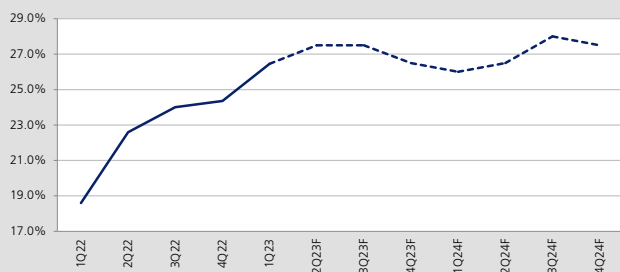
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 13: 毛利率

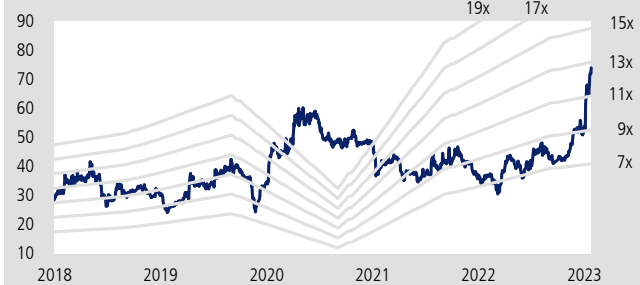
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 14: 未來一年預估本益比區間

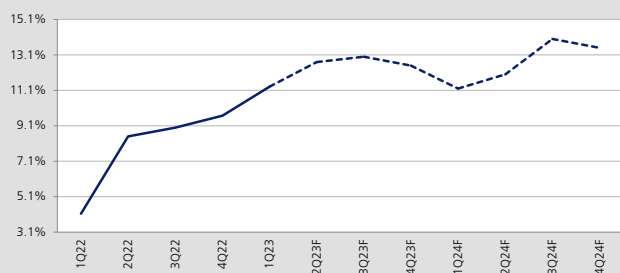
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基

圖 15: 營業利潤率

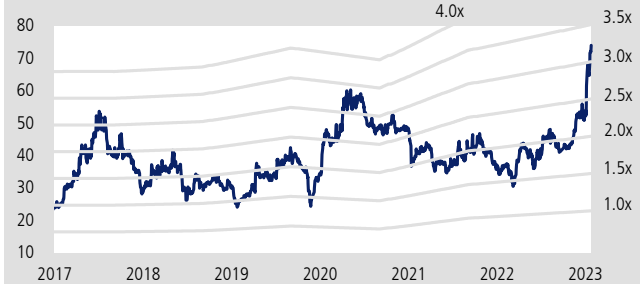
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 16: 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

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	3,075	3,321	3,820	3,858	3,279	3,607	4,328	4,242	14,063	14,074	15,456
營業成本	(2,262)	(2,408)	(2,769)	(2,835)	(2,427)	(2,651)	(3,116)	(3,075)	(10,892)	(10,274)	(11,269)
營業毛利	814	913	1,050	1,022	853	956	1,212	1,167	3,171	3,800	4,187
營業費用	(466)	(492)	(554)	(540)	(485)	(523)	(606)	(594)	(2,049)	(2,051)	(2,208)
營業利益	348	422	497	482	367	433	606	573	1,122	1,748	1,979
折舊	(98)	(120)	(120)	(142)	(135)	(135)	(135)	(135)	(366)	(481)	(538)
攤提	(36)	(46)	(46)	(55)	(46)	(46)	(46)	(46)	(147)	(183)	(183)
EBITDA	483	588	663	679	548	613	786	753	1,635	2,413	2,700
利息收入	10	5	5	1	6	6	6	6	15	21	23
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	0	-	-
其他營業外收入	34	33	33	31	25	25	25	25	355	130	100
總營業外收入	44	38	38	32	31	31	31	31	370	151	123
利息費用	(12)	(10)	(10)	(8)	(9)	(9)	(9)	(9)	(44)	(40)	(37)
投資損失	-	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(2)	(1)	(1)
其他營業外費用	(16)	(13)	(13)	(9)	(13)	(13)	(13)	(13)	(20)	(50)	(50)
總營業外費用	(28)	(23)	(23)	(18)	(22)	(22)	(22)	(22)	(66)	(91)	(88)
稅前純益	364	437	512	496	376	442	615	581	1,426	1,808	2,013
所得稅費用[利益]	(86)	(96)	(113)	(103)	(83)	(97)	(135)	(128)	(337)	(398)	(443)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	278	341	399	393	293	344	479	453	1,089	1,411	1,571
非常項目	(0)	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	278	341	399	393	293	344	479	453	1,089	1,411	1,571
每股盈餘 (NT\$)	1.11	1.36	1.59	1.57	1.17	1.37	1.91	1.81	4.34	5.62	6.26
獲利率 (%)											
營業毛利率	26.5	27.5	27.5	26.5	26.0	26.5	28.0	27.5	22.5	27.0	27.1
營業利益率	11.3	12.7	13.0	12.5	11.2	12.0	14.0	13.5	8.0	12.4	12.8
EBITDA Margin	15.7	17.7	17.3	17.6	16.7	17.0	18.2	17.8	11.6	17.1	17.5
稅前純益率	11.8	13.2	13.4	12.9	11.5	12.2	14.2	13.7	10.1	12.8	13.0
稅後純益率	9.0	10.3	10.4	10.2	8.9	9.5	11.1	10.7	7.7	10.0	10.2
季成長率 (%)											
營業收入	(18.9)	8.0	15.0	1.0	(15.0)	10.0	20.0	(2.0)			
營業毛利	(11.9)	12.3	15.0	(2.7)	(16.6)	12.1	26.8	(3.8)			
營業收益增長	(5.1)	21.2	17.7	(2.9)	(23.8)	17.9	40.0	(5.5)			
EBITDA	(2.3)	21.8	12.7	2.5	(19.4)	12.0	28.2	(4.2)			
稅前純益	(6.8)	20.0	17.1	(3.0)	(24.2)	17.4	39.2	(5.4)			
稅後純益	(0.6)	22.6	17.1	(1.5)	(25.4)	17.4	39.2	(5.4)			
年成長率 (%)											
營業收入	(1.5)	(4.6)	4.2	1.7	6.6	8.6	13.3	10.0	3.7	0.1	9.8
營業毛利	40.1	16.1	19.4	10.7	4.8	4.7	15.4	14.1	25.0	19.8	10.2
營業收益	169.0	42.5	50.6	31.5	5.6	2.6	22.0	18.8	142.0	55.9	13.2
EBITDA	86.8	38.1	45.3	37.4	13.4	4.3	18.7	10.8	66.6	47.6	11.9
稅前純益	87.4	17.1	9.3	27.0	3.3	1.1	20.2	17.2	142.3	26.8	11.3
稅後純益	81.6	13.5	12.1	40.5	5.5	1.1	20.2	15.4	153.7	29.5	11.3

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	10,419	11,517	12,192	12,106	12,264
流動資產	7,392	8,391	9,026	8,972	9,220
現金及短期投資	1,987	2,167	2,682	3,391	3,137
存貨	1,752	2,508	2,651	1,886	2,063
應收帳款及票據	3,226	3,459	3,414	3,417	3,742
其他流動資產	427	256	278	278	278
非流動資產	3,027	3,127	3,166	3,134	3,044
長期投資	92	93	91	90	88
固定資產	2,106	2,059	2,273	2,242	2,154
什項資產	829	975	802	802	802
負債總額	5,825	7,151	6,989	6,494	6,197
流動負債	4,933	6,239	6,323	5,859	5,655
應付帳款及票據	2,823	2,926	3,316	3,128	3,421
短期借款	671	1,985	1,408	783	173
什項負債	1,440	1,328	1,599	1,948	2,062
長期負債	892	911	667	635	541
長期借款	520	524	287	255	161
其他負債及準備	154	93	230	230	230
股東權益總額	4,594	4,367	5,202	5,612	6,067
普通股股本	2,509	2,509	2,509	2,509	2,509
保留盈餘	942	701	1,403	1,812	2,267
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	9.6%	6.1%	3.7%	0.1%	9.8%
營業收益增長	41.5%	(58.4%)	142.0%	55.9%	13.2%
EBITDA	27.7%	(37.3%)	66.6%	47.6%	11.9%
稅後純益	25.1%	(49.6%)	153.7%	29.5%	11.3%
每股盈餘成長率	25.1%	(49.6%)	153.7%	29.5%	11.3%
獲利能力分析					
營業毛利率	23.5%	18.7%	22.5%	27.0%	27.1%
營業利益率	8.7%	3.4%	8.0%	12.4%	12.8%
EBITDA Margin	12.2%	7.2%	11.6%	17.1%	17.5%
稅後純益率	6.7%	3.2%	7.7%	10.0%	10.2%
平均資產報酬率	8.6%	3.9%	9.2%	11.6%	12.9%
股東權益報酬率	19.3%	9.6%	22.8%	26.1%	26.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	25.9%	57.5%	32.6%	18.5%	5.5%
淨負債比率	Net cash	13.7%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	46.8	21.9	33.1	46.3	55.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.6	0.2	0.5	0.7	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	62.3	6.8	48.6	66.4	56.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	2.1	0.1	1.5	3.2	10.0
流動比率 (x)	1.5	1.3	1.4	1.5	1.6
速動比率 (x)	1.1	0.9	1.0	1.2	1.3
淨負債 (NT\$百萬)	(384)	597	(763)	(2,128)	(2,578)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.39	1.71	4.34	5.62	6.26
每股現金盈餘 (NT\$)	5.90	0.76	8.60	10.56	8.31
每股淨值 (NT\$)	18.31	17.40	20.73	22.36	24.18
調整後每股淨值 (NT\$)	18.31	17.40	20.73	22.36	24.18
每股營收 (NT\$)	50.94	54.05	56.04	56.09	61.60
EBITDA/Share (NT\$)	6.23	3.91	6.51	9.62	10.76
每股現金股利 (NT\$)	2.40	1.20	2.60	3.99	4.44
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.29	1.24	1.19	1.16	1.27
應收帳款周轉天數	92.4	93.1	88.6	88.6	88.6
存貨周轉天數	65.6	83.0	88.9	67.0	67.0
應付帳款周轉天數	105.6	96.9	111.1	111.1	111.1
現金轉換周轉天數	52.3	79.3	66.4	44.5	44.5

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	12,781	13,562	14,063	14,074	15,456
營業成本	(9,783)	(11,026)	(10,892)	(10,274)	(11,269)
營業毛利	2,998	2,536	3,171	3,800	4,187
營業費用	(1,884)	(2,073)	(2,049)	(2,051)	(2,208)
營業利益	1,114	464	1,122	1,748	1,979
總營業外收入	154	209	370	151	123
利息收入	15	14	15	21	23
投資利益淨額	2	4	0	-	-
其他營業外收入	137	191	355	130	100
總營業外費用	(180)	(84)	(66)	(91)	(88)
利息費用	(24)	(28)	(44)	(40)	(37)
投資損失	-	(4)	(2)	(1)	(1)
其他營業外費用	(156)	(52)	(20)	(50)	(50)
稅前純益	1,088	589	1,426	1,808	2,013
所得稅費用[利益]	(237)	(156)	(337)	(398)	(443)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(3)	(0)	-	-
稅後淨利	852	429	1,089	1,411	1,571
EBITDA	1,564	981	1,635	2,413	2,700
每股盈餘 (NT\$)	3.39	1.71	4.34	5.62	6.26

現金流量

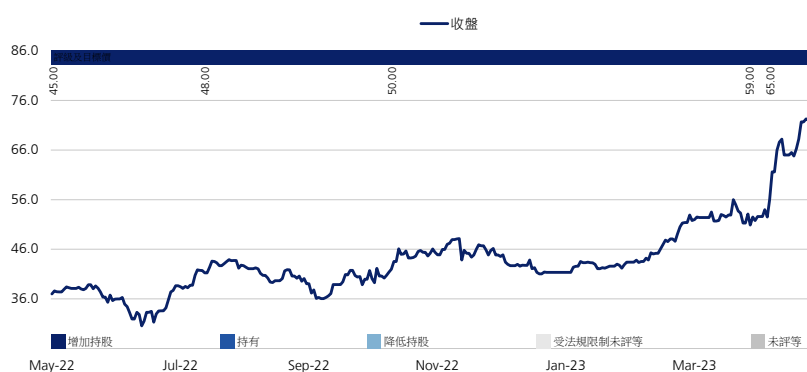
NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	1,481	191	2,158	2,651	2,085
本期純益	852	429	1,089	1,411	1,571
折舊及攤提	450	517	513	664	722
本期運用資金變動	0	(874)	292	575	(209)
其他營業資產及負債變動	179	118	264	1	1
投資活動之現金流量	(276)	(480)	(438)	(633)	(633)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	(1)	-	-	-	-
資本支出淨額	(700)	(444)	(394)	(450)	(450)
其他資產變動	424	(37)	(44)	(183)	(183)
自由現金流	567	(595)	1,121	1,970	1,423
融資活動之現金流量	(904)	585	(1,189)	(1,309)	(1,706)
短期借款變動	(256)	1,279	(662)	(600)	(600)
長期借款變動	300	40	(152)	(56)	(104)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(502)	(602)	(301)	(652)	(1,001)
其他融資現金流	(446)	(131)	(73)	-	(0)
匯率影響數	3	41	14	-	(0)
本期產生現金流量	303	337	545	709	(254)

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	14.7%	15.3%	14.6%	14.6%	14.3%
- 銷管費用/營業收入	-	-	-	-	-
= 營業利益率	8.7%	3.4%	8.0%	12.4%	12.8%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	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	3.9	3.3	3.7	5.0	5.5
營業利益率	8.7%	3.4%	8.0%	12.4%	12.8%
x 資本周轉率	3.9	3.3	3.7	5.0	5.5
x (1 - 有效現金稅率)	78.2%	73.5%	76.4%	78.0%	78.0%
= 稅後 ROIC	26.6%	8.2%	22.7%	48.4%	54.7%

資料來源：公司資料，凱基

建準 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-05-04	增加持股	65.00	56.00
2023-04-24	增加持股	59.00	53.10
2022-11-03	增加持股	50.00	42.00
2022-08-05	增加持股	48.00	41.25
2022-05-05	增加持股	45.00	37.60
2022-03-10	增加持股	48.00	43.70
2021-11-04	增加持股	48.00	39.70
2021-08-02	持有	44.00	43.75
2021-06-23	持有	40.00	46.75
2021-05-06	持有	55.00	48.90

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，週後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。