

裕融

(9941.TW/9941 TT)

未評等

收盤價 May 25 (NT\$)	195.0
12 個月目標價 (NT\$)	N/A
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲 / 下跌空間 (%)	N/A

焦點內容

由於今年不須再認列業外產險損失，加上今年台灣及中國業務營運穩定，2023F 獲利動能可能高於同業成長水準。此外，升息進入末階段，影響租賃業資金成本影響將淡化。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	97.18 / 3,159
流通在外股數 (百萬股)：	498.4
外資持有股數 (百萬股)：	25.46
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.75
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	126.0 - 222.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	14.7	27.9	-9.5
相對表現 (%)	9.6	17.7	-10.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	3.10	3.71	3.51	3.53
2022	3.53	3.53	3.53	3.53
2023	3.50	N.A.	N.A.	N.A.

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

施志鴻
886.2.2181.8733
eric.shih@kgi.com

申涓之
886.2.2181.8717
gigi.shen@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

1Q23 獲利成長高於租賃同業

重要訊息

裕融 1Q23 稅後淨利年增 10.6%，優於主要租賃同業平均衰退 1%，主要來自孳息資產成長 16%及不須再認列業外產險損失。

評論及分析

1Q23 資金成本及預期信用損失上揚抵銷營收成長 16%。裕融 1Q23 稅後淨利年增 10.6%至 17.9 億元，但每股盈餘年減至 0.6%至 3.5 元，盈餘衰退主要 2022 現增及配發股票股利造成股本膨脹 30%。雖 1Q23 營收成長 16%，主要合併孳息資產年增 16%，但 1Q22 以來台灣央行升息帶動資金成本上揚造成營業成本年增 26%，加上預期信用損失增加帶動營業費用年增 29%。1Q23 台灣/中國稅前獲利佔比為 86%/14%，主要台灣業務獲利年成長 9.6%，優於中國業務衰退 7.8%。

企金租賃為主要 1Q23 成長動能。因應 1Q23 台灣經濟成長放緩，裕融 1Q23 台灣業務孳息資產年成長增幅減緩至 20%，其中主要動能為 1.企金租賃(新鑫)業務年增 32%，去年以來增加人力擴張、擴大營運規模，及經濟下行中小企業資金需求上揚。2.消金租賃(裕富)成長 28%，3.中古車貸款年增率減緩至 15%，抵銷新車貸款衰退 5%。中國業務營運雖仍保守，但 1Q23 孳息資產年減幅度降至 1.3%，其中企金(裕租)租賃穩定成長 5%，抵銷汽車金融衰退將近 20%。

台灣延滯率上揚，但中國改善。台灣延滯率 1Q23 季增 0.25%至 1.4%，符合公司預期及產業趨勢，主要仍來自中古車及二輪車商品，但企金租賃資產品質維持良好，公司預估 3Q23 消金業務延滯率改善。1Q23 中國延滯率季減 0.35%至 1.9%，反映企金業務謹慎承作，消金則維持保守趨勢。1Q23 信用成本季減 18 基點至 1.58%。

投資建議

目前裕融股價交易 16.8 倍之 2Q22-1Q23 每股盈餘本益比，3.4 倍 1Q23 股價淨值比(過去一年股價淨值比 1.9 倍~3.9 倍)。由於今年不須再認列業外產險損失，加上今年台灣及中國業務營運穩定，2023F 獲利動能可能高於同業成長水準。此外，升息進入末階段，影響租賃業資金成本影響將淡化。

投資風險

台灣、中國延滯率高於預期帶動信用成本上揚。

主要財務數據及估值

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營業收入 (NT\$百萬)	24,931	29,151	29,633	31,962	31,962
營業毛利 (NT\$百萬)	10,717	14,024	14,749	17,472	17,472
營業利益 (NT\$百萬)	1,979	3,845	3,571	6,815	6,815
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,588	2,962	3,139	5,154	5,154
每股盈餘 (NT\$)	9.27	9.14	8.85	12.96	12.96
每股現金股利 (NT\$)	5.50	4.50	4.70	5.50	5.50
每股盈餘成長率 (%)	9.5	(1.4)	(3.3)	46.5	0.0
本益比 (x)	21.0	21.3	22.0	15.0	15.0
股價淨值比 (x)	3.4	3.6	3.5	3.4	3.4
EV/EBITDA (x)	21.9	19.3	19.6	17.3	17.3
淨負債比率 (%)	636.5	740.1	701.1	709.9	709.9
殖利率 (%)	2.8	2.3	2.4	2.8	2.8
股東權益報酬率 (%)	19.6	18.3	18.0	25.9	23.8

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 1Q23 稅後淨利年增 10.6%，主要新增業績營收成長 16%，抵銷營業成本年增 26%，加上預期信用損失增加帶動營業費用年增 29%；隨去年認列業外 2Q-4Q22 產險虧損低基期效益，2Q-4Q23 獲利成長有機會擴大

單位：百萬元	2022	YoY(%)	1Q23	QoQ(%)	YoY(%)	Jan-Apr 23	YoY(%)
租賃收入	8,586	9.5	2,324	4.2	11.2		
銷貨收入	4,764	(3.3)	1,180	(12.1)	22.0		
應收帳款收買利息收入	11,418	32.9	3,227	2.8	25.6		
放款利息收入	1,038	(22.6)	219	(3.1)	(28.3)		
分期付款銷貨利息收入	4,159	35.3	1,174	3.5	24.5		
推廣報酬收入	176	(24.5)	40	(7.5)	(8.0)		
融資租賃利息收入	2,911	3.1	721	(4.9)	4.2		
其他營業收入	1,506	(10.9)	360	(5.8)	(1.9)		
營業收入	36,557	14.4	9,783	(0.5)	16.3	11,305	9.8
租賃成本	7,281	9.2	1,967	1.7	14.2		
銷貨成本	4,274	(7.6)	1,045	(13.2)	19.5		
財務成本	3,210	26.7	1,105	10.0	71.5		
其他營業成本	641	(3.4)	156	(10.3)	6.2		
營業成本	15,405	6.3	4,272	(1.0)	26.1		
營業毛利	21,151	21.1	5,510	0.0	9.7		
預期信用減損	3,031	6.9	912	(8.5)	28.7		
其他費用	9,232	18.0	2,292	(7.8)	7.0		
營業費用	12,263	15.1	3,204	(8.0)	12.4		
其他收益與費損	0	0	0	0	0		
營業利益	8,888	30.4	2,307	13.6	6.2	3,054	4.9
營業外收入及支出	309	(248.2)	61	(132.9)	150.8		
稅前淨利	8,290	18.0	2,368	28.5	7.8		
所得稅費用	2,161	29.9	525	12.6	6.3		
稅後淨利(歸屬母公司股東)	6,128	18.9	1,793	30.2	10.5	2,330	8.8
每股盈餘(元)	12.06	(6.9)	3.50	27.3	(14.8)	4.55	9.1
信用成本(%)	1.45	(0.14)	1.58	(0.18)	0.16		
獲利能力分析(%)	2022	YoY	1Q23	QoQ	YoY		
股東權益報酬率	18.5	(4.3)	5.2	1.0	(1.5)		
毛利率	57.9	3.2	56.3	0.3	(3.4)		
費用率	33.5	0.2	32.7	(2.7)	(1.1)		
營業利益率	24.3	3.0	23.6	2.9	(2.2)		
稅前淨利率	22.7	0.7	24.2	5.4	(1.9)		
淨利率	16.8	0.6	18.3	4.3	(1.0)		
槓桿比(總資產/總股東權益)	7.6	(1.5)	7.5	(0.2)	(1.3)		

料來源：公司資料；凱基

圖 2: 裕融整體 1Q23 放款年增率減緩至 16%，其中台灣業務年增 18%

百萬元	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23	比重(%)
台灣	124,441	137,274	169,394	177,237	187,617	198,742	206,923	209,301	86.3
中國	42,041	32,602	29,893	31,277	30,542	29,697	30,919	28,541	11.8
合併	168,163	171,592	199,287	208,514	218,159	228,439	237,842	242,497	100.0
YoY (%)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23	QoQ
台灣	15.8	10.3	23.4	24.2	25.2	25.7	22.2	18.1	1.1
中國	5.8	(22.5)	(8.3)	5.7	(0.5)	(1.4)	3.4	(8.7)	(7.7)
合併	14.2	2.0	16.1	19.8	20.8	21.4	19.3	16.3	2.0

資料來源：公司資料；凱基

圖 3: 裕融 1Q23 台灣資產成長主要來自台灣企金租賃(新鑫)及消金租賃(裕富)業務各年增 32% 及 28%，相較中古車貸款成長放緩

百萬元	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23	比重(%)
汽車	75,683	81,920	96,222	100,304	104,662	107,106	110,560	111,752	52.5
新車	21,948	20,480	18,282	18,055	17,793	17,137	17,009	17,193	8.1
中古車	53,735	61,440	77,940	82,249	86,869	89,969	93,551	94,560	44.5
企業金融	33,664	37,924	49,165	52,615	56,823	62,141	66,471	69,395	32.6
消費金融	14,863	18,170	22,918	24,674	26,620	29,078	31,184	31,520	14.8
合併	124,210	138,014	168,305	177,593	188,105	198,325	208,215	212,667	100.0
YoY (%)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23	QoQ
汽車	14.8	8.2	17.5	18.4	19.4	17.7	14.9	11.4	1.1
新車	(0.8)	(6.7)	(10.7)	(11.2)	(7.7)	(5.9)	(7.0)	(4.8)	1.1
中古車	22.6	14.3	26.9	27.7	27.0	23.6	20.0	15.0	1.1
企業金融	N.A.	12.7	29.6	33.2	34.4	37.7	35.2	31.9	4.4
消費金融	N.A.	22.2	26.1	32.6	34.4	38.2	36.1	27.7	1.1
合併	N.A.	11.1	21.9	24.3	25.6	26.2	23.7	19.7	2.1

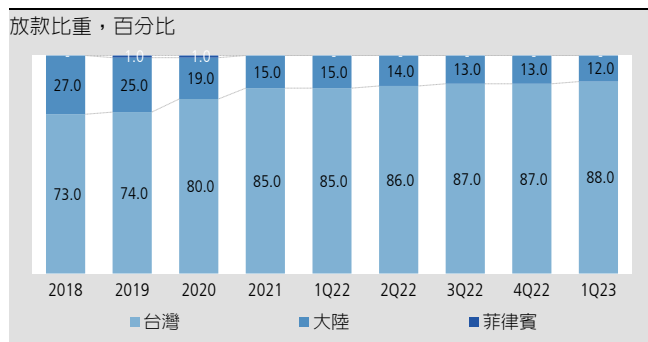
資料來源：公司資料；凱基

圖 4: 1Q23 中國業務孳息資產年減幅度降至 1.3%，其中企金(裕租)租賃穩定成長 5%，抵銷汽車金融衰退將近 20%。

百萬元人民幣	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23	比重(%)
汽車金融	4,850	2,900	2,107	1,828	1,612	1,539	1,501	1,491	22.6
企業金融	4,187	4,295	4,808	4,857	5,017	5,116	5,094	5,105	77.4
合計	9,037	7,195	6,915	6,685	6,629	6,655	6,595	6,596	100.0
YoY (%)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23	QoQ
汽車金融	N.A.	(40.2)	(27.3)	(25.4)	(22.9)	(23.9)	(28.8)	(18.4)	(0.7)
企業金融	N.A.	2.6	11.9	11.4	7.2	5.7	5.9	5.1	0.2
合計	N.A.	(20.4)	(3.9)	(1.8)	(2.1)	(3.0)	(4.6)	(1.3)	0.0

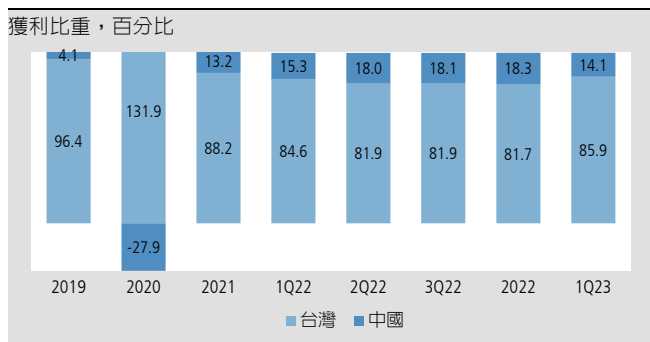
資料來源：公司資料；凱基

圖 5: 1Q23 裕融之台灣、中國放款比重為 88%、12%



資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 1Q23 裕融之台灣、中國獲利比重為 86% 及 14%



資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 租賃同業評價比較

公司	代號	市值 (當地貨幣百萬元)	股價 (當地貨幣元)	本益比(倍)	股價淨值比(%)	股利殖利率(%)	稅後淨利(當地貨幣百萬元)	稅後淨利年增率(%)	每股盈餘 (當地貨幣元)	每股盈餘年增率(%)	股東權益報酬率(%)								
				2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F								
台灣																			
中租	5871 TT	326,080	206.0	11.4	9.6	2.18	1.82	3.3	3.4	29,050	34,428	8.1	18.5	18.1	21.6	5.9	19.2	20.8	21.3
裕融	9941 TT	97,185	195.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	2.9	3.4	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	#N/A N/A	#N/A N/A
和潤	6592 TT	67,980	132.0	16.6	16.8	2.16	N.A.	3.8	3.8	4,280	4,437	15.6	3.7	8.0	7.9	15.9	(1.4)	12.8	12.2
平均				14.0	13.2	2.18	1.82	3.1	3.4			8.1	18.5			10.9	8.9	16.8	16.7
全球																			
遠東宏信	3360 HK	28,535	6.6	4.1	3.7	0.55	N.A.	5.6	6.9	6,825	7,687	10.3	12.6	1.6	1.8	12.7	10.4	14.5	14.3
Tokyo Century	8439 JT	617,602	502.0	402.4	8.7	0.81	0.76	2.9	2.8	1,608	70,571	(97.4)	4,287.8	12.5	577.0	(97.5)	4,506.4	0.3	9.4
Mitsubishi Ufi	8593 JT	1,123,655	766.0	9.9	9.3	0.80	0.76	3.4	4.0	110,733	118,433	11.7	7.0	77.1	82.5	11.6	7.0	8.3	8.3
平均				9.9	9.3	0.80	0.76	3.4	4.0			(28.5)	65.1			(24.4)	1,507.9	7.7	10.7

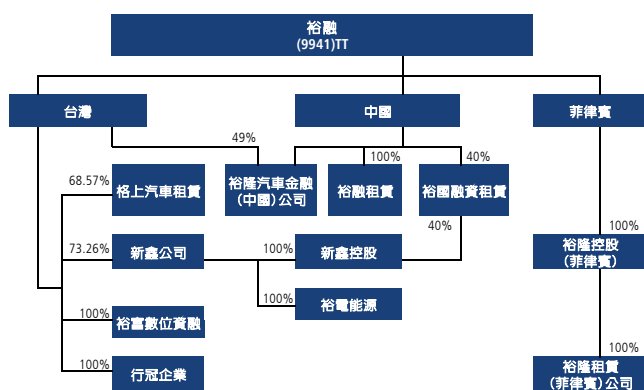
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 8: 公司概況

裕融(9941)成立於 1990 年，為裕隆集團所屬之汽車融資公司。裕融主要從事車輛分期付款業務、應收帳款收買業務、設備租賃及租車服務，近年業務範圍擴及消費商品融資、大陸設備租賃、汽車貸款業務等。2007 進軍大陸租賃市場，陸續成立格上汽車租賃(上海)、裕融租賃(設備租賃)、裕國融資租賃(大陸汽車分期融資市場)，及與裕隆汽車成立裕隆汽車金融(中國)，發展大陸新車及中古車等汽車金融相關業務。3Q22 資產規模及淨值分別為 2,636 億元及 350 億元，地區別營收佔比分別為：臺灣 86.4%、大陸 13.4%。

資料來源：公司資料；凱基

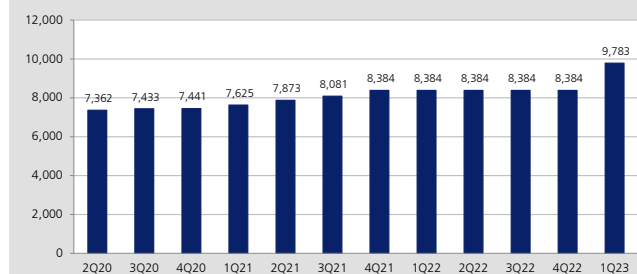
圖 9: 組織架構圖



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 季營業收入

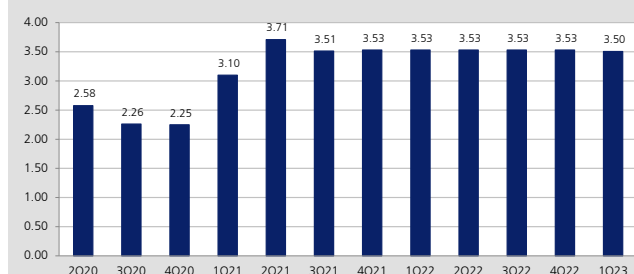
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 11: 每股盈利

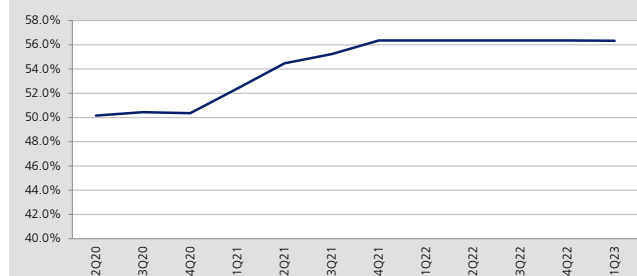
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 12: 毛利率

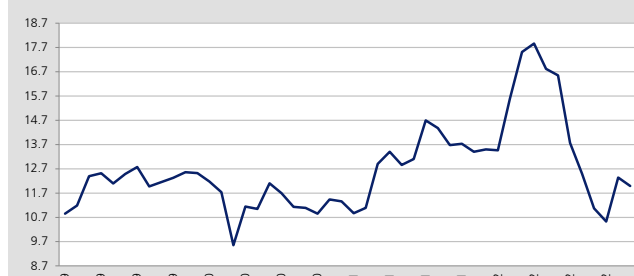
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 13: 本益比

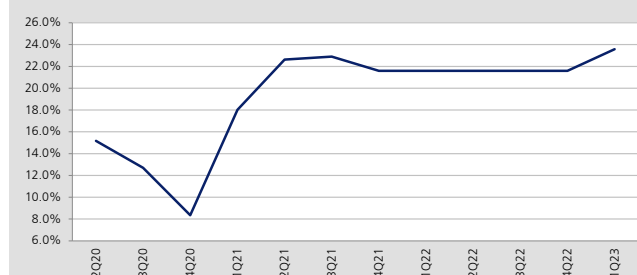
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 14: 營業利潤率

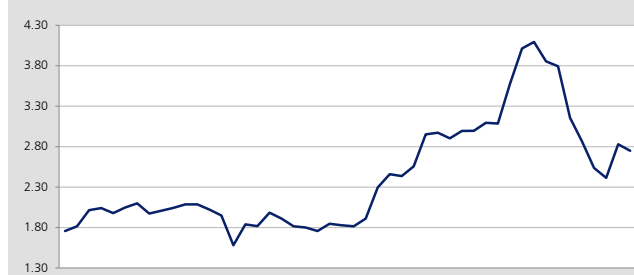
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 15: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	7,873	8,081	8,384	8,384	8,384	8,384	8,384	9,783	29,633	31,962	31,962
營業成本	(3,584)	(3,618)	(3,659)	(3,659)	(3,659)	(3,659)	(3,659)	(4,272)	(14,884)	(14,490)	(14,490)
營業毛利	4,289	4,463	4,725	4,725	4,725	4,725	4,725	5,510	14,749	17,472	17,472
營業費用	(2,507)	(2,614)	(2,915)	(2,915)	(2,915)	(2,915)	(2,915)	(3,204)	(11,178)	(10,657)	(10,657)
營業利益	1,782	1,850	1,810	1,810	1,810	1,810	1,810	2,307	3,571	6,815	6,815
折舊	(1,438)	(1,420)	(1,454)	(1,454)	(1,454)	(1,454)	(1,454)	(1,614)	(5,682)	(5,729)	(5,729)
攤提	(675)	(683)	(750)	(750)	(750)	(750)	(750)	(818)	(2,439)	(2,784)	(2,784)
EBITDA	3,895	3,952	4,014	4,014	4,014	4,014	4,014	4,739	11,693	15,329	15,329
利息收入	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投資利益淨額	8	11	1	1	1	1	1	31	20	25	25
其他營業外收入	42	49	103	103	103	103	103	39	177	251	251
總營業外收入	50	61	104	104	104	104	104	70	197	276	276
利息費用	(3)	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(8)	(36)	(12)	(12)
投資損失	(8)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(9)	(22)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(1)	(25)	(55)	(55)
總營業外費用	(20)	(25)	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)	(9)	(62)	(67)	(67)
稅前純益	1,812	1,885	1,898	1,898	1,898	1,898	1,898	2,368	3,707	7,024	7,024
所得稅費用[利益]	(469)	(421)	(415)	(415)	(415)	(415)	(415)	(525)	(809)	(1,664)	(1,664)
少數股東損益	(61)	(72)	(83)	(83)	(83)	(83)	(83)	(50)	242	(206)	(206)
非常項目稅後純益	1,282	1,393	1,399	1,399	1,399	1,399	1,399	1,793	3,139	5,154	5,154
非常項目	0	0	0	0	0	0	0	(0)	-	0	0
稅後淨利	1,282	1,393	1,399	1,399	1,399	1,399	1,399	1,793	3,139	5,154	5,154
每股盈餘 (NT\$)	3.71	3.51	3.53	3.53	3.53	3.53	3.53	3.50	8.85	12.96	12.96
獲利率 (%)											
營業毛利率	54.5	55.2	56.4	56.4	56.4	56.4	56.4	56.3	49.8	54.7	54.7
營業利益率	22.6	22.9	21.6	21.6	21.6	21.6	21.6	23.6	12.1	21.3	21.3
EBITDA Margin	49.5	48.9	47.9	47.9	47.9	47.9	47.9	48.4	39.5	48.0	48.0
稅前純益率	23.0	23.3	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6	24.2	12.5	22.0	22.0
稅後純益率	16.3	17.2	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7	18.3	10.6	16.1	16.1
季成長率 (%)											
營業收入	3.3	2.6	3.7	0.0	0.0	0.0	0.0	16.7			
營業毛利	7.4	4.1	5.9	0.0	0.0	0.0	0.0	16.6			
營業收益增長	29.7	3.8	(2.1)	0.0	0.0	0.0	0.0	27.4			
EBITDA	12.4	1.5	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0	18.0			
稅前純益	26.8	4.0	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	24.8			
稅後純益	18.8	8.6	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	28.1			
年成長率 (%)											
營業收入	6.9	8.7	12.7	10.0	6.5	3.7	0.0	16.7	1.7	7.9	0.0
營業毛利	16.1	19.0	26.1	18.3	10.2	5.9	0.0	16.6	5.2	18.5	0.0
營業收益	59.5	95.9	191.1	31.8	1.6	(2.1)	0.0	27.4	(7.1)	90.8	0.0
EBITDA	24.9	32.2	49.4	15.8	3.1	1.6	0.0	18.0	1.3	31.1	0.0
稅前純益	59.8	97.3	174.1	32.8	4.7	0.7	0.0	24.8	(7.4)	89.5	0.0
稅後純益	54.9	73.8	75.6	29.7	9.1	0.5	0.0	28.1	6.0	64.2	0.0

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
資產總額	171,805	200,460	202,593	232,111	232,111
流動資產	150,849	177,311	178,973	206,490	206,490
現金及短期投資	5,860	7,665	8,653	8,156	8,156
存貨	1,671	1,451	576	220	220
應收帳款及票據	138,222	160,795	163,643	189,320	189,320
其他流動資產	5,096	7,401	6,101	8,793	8,793
非流動資產	20,956	23,148	23,620	25,622	25,622
長期投資	290	332	338	354	354
固定資產	18,162	19,356	19,326	20,891	20,891
什項資產	2,503	3,459	3,956	4,376	4,376
負債總額	151,447	179,783	180,505	206,582	206,582
流動負債	148,637	175,967	176,307	201,885	201,885
應付帳款及票據	1,749	1,392	1,054	879	879
短期借款	132,862	157,367	159,950	185,309	185,309
什項負債	14,026	17,208	15,302	15,696	15,696
長期負債	2,810	3,816	4,198	4,697	4,697
長期借款	1,649	2,130	2,664	2,872	2,872
其他負債及準備	1,161	1,264	1,232	1,427	1,427
股東權益總額	20,357	20,677	22,088	25,530	25,530
普通股股本	2,746	3,021	3,323	3,821	3,821
保留盈餘	4,371	5,132	5,822	8,505	8,505
少數股東權益	3,587	3,099	2,825	2,920	2,920
優先股股東資金	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

主要財務比率

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
年成長率					
營業收入	28.0%	16.9%	1.7%	7.9%	0.0%
營業收益增長	24.6%	94.3%	(7.1%)	90.8%	0.0%
EBITDA	37.0%	29.6%	1.3%	31.1%	0.0%
稅後純益	11.3%	14.5%	6.0%	64.2%	0.0%
每股盈餘成長率	9.5%	(1.4%)	(3.3%)	46.5%	0.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	43.0%	48.1%	49.8%	54.7%	54.7%
營業利率	7.9%	13.2%	12.1%	21.3%	21.3%
EBITDA Margin	35.7%	39.6%	39.5%	48.0%	48.0%
稅後純益率	10.4%	10.2%	10.6%	16.1%	16.1%
平均資產報酬率	1.7%	1.6%	1.6%	2.4%	2.2%
股東權益報酬率	19.6%	18.3%	18.0%	25.9%	23.8%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	660.7%	771.4%	736.2%	737.1%	737.1%
淨負債比率	636.5%	740.1%	701.1%	709.9%	709.9%
利息保障倍數 (x)	2,284.8	233.0	102.8	569.8	569.8
利息及短期債保障倍數 (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	(31,125.7)	(1,282.6)	30.3	(1,903.2)	(1,903.2)
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.2)	(0.1)	0.0	(0.1)	(0.1)
流動比率 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
速動比率 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
淨負債 (NT\$百萬)	129,573	153,035	154,850	181,226	181,226
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	9.27	9.14	8.85	12.96	12.96
每股現金盈餘 (NT\$)	(104.38)	(73.29)	3.32	(61.50)	(61.50)
每股淨值 (NT\$)	57.42	54.88	54.96	56.55	56.55
調整後每股淨值 (NT\$)	57.42	54.88	54.96	56.55	56.55
每股營收 (NT\$)	90.78	96.50	89.17	83.64	83.64
EBITDA/Share (NT\$)	32.42	38.19	35.19	40.11	40.11
每股現金股利 (NT\$)	5.50	4.50	4.70	5.50	5.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.16	0.16	0.15	0.15	0.14
應收帳款周轉天數	2,023.6	2,013.3	2,021.2	2,162.0	2,162.0
存貨周轉天數	42.9	35.0	14.2	5.6	5.6
應付帳款周轉天數	44.9	33.6	25.9	22.1	22.1
現金轉換周轉天數	2,021.6	2,014.8	2,009.4	2,145.4	2,145.4

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營業收入	24,931	29,151	29,633	31,962	31,962
營業成本	(14,214)	(15,127)	(14,884)	(14,490)	(14,490)
營業毛利	10,717	14,024	14,749	17,472	17,472
營業費用	(8,738)	(10,179)	(11,178)	(10,657)	(10,657)
營業利益	1,979	3,845	3,571	6,815	6,815
總營業外收入	204	215	197	276	276
利息收入	-	-	-	-	-
投資利益淨額	12	23	20	25	25
其他營業外收入	193	192	177	251	251
總營業外費用	(80)	(55)	(62)	(67)	(67)
利息費用	(1)	(17)	(36)	(12)	(12)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(79)	(38)	(25)	(55)	(55)
稅前純益	2,103	4,005	3,707	7,024	7,024
所得稅費用[利益]	(1,049)	(944)	(809)	(1,664)	(1,664)
少數股東損益	(220)	(105)	242	(206)	(206)
非常項目	1,753	6	(0)	0	0
稅後淨利	2,588	2,962	3,139	5,154	5,154
EBITDA	8,904	11,538	11,693	15,329	15,329
每股盈餘 (NT\$)	9.27	9.14	8.85	12.96	12.96

現金流量

NT\$百萬	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營運活動之現金流量	(28,667)	(22,141)	1,102	(23,500)	(23,500)
本期純益	2,588	2,962	3,139	5,154	5,154
折舊及攤提	6,925	7,693	8,122	8,513	8,513
本期運用資金變動	(25,018)	(23,484)	(9,919)	(28,119)	(28,119)
其他營業資產及負債變動	(13,162)	(9,313)	(239)	(9,048)	(9,048)
投資活動之現金流量	(254)	(971)	52	(908)	(908)
投資用短期投資出售[新購]	20	(309)	353	(352)	(352)
本期長期投資變動	-	2	-	-	-
資本支出淨額	(320)	(711)	(312)	(455)	(455)
其他資產變動	46	46	12	(101)	(101)
自由現金流	(19,062)	(15,692)	(1,758)	(17,645)	(17,645)
融資活動之現金流量	30,782	24,765	82	23,625	23,625
短期借款變動	11,288	3,332	(8,648)	(1,535)	(1,535)
長期借款變動	2,297	4,712	4,233	2,163	2,163
現金增資	4,998	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,817)	(1,628)	(1,627)	(1,861)	(1,861)
其他融資現金流	14,016	18,348	6,124	24,858	24,858
匯率影響數	(32)	(128)	66	(25)	(25)
本期產生現金流量	1,829	1,525	1,302	(809)	(809)

投資回報率

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	35.1%	34.9%	37.7%	33.3%	33.3%
= 營業利率	7.9%	13.2%	12.1%	21.3%	21.3%
1 / (營業運用資金/營業收入	5.2	5.2	5.2	5.7	5.7
+ 淨固定資產/營業收入	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
= 資本周轉率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
營業利率	7.9%	13.2%	12.1%	21.3%	21.3%
x 資本周轉率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
x (1 - 有效現金稅率)	50.1%	76.4%	78.2%	76.3%	76.3%
= 稅後 ROIC	0.7%	1.7%	1.6%	2.5%	2.5%

資料來源：公司資料，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 未評等 (R)	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。
*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，邇後若有變更時，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。