

正基科技

(6546.TWO/6546 TT)

增加持股·維持

收盤價 June 14 (NT\$)	90.20
12 個月目標價 (NT\$)	120.0
前次目標價 (NT\$)	120.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	33.0

焦點內容

正基目前已經看到零組件供給回復正常，3Q-4Q23 供應鏈能見度較低，較不明朗。未來車用產品放量將挹注營收與獲利能力，我們維持「增加持股」。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	5.97 / 194.9
流通在外股數 (百萬股)：	66.23
外資持有股數 (百萬股)：	1.353
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.55
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	70.30~150.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	11.9	18.7	-39.5
相對表現 (%)	-0.3	1.7	-46.9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.42A	2.73A	2.42A	0.29A
2023	0.67A	0.98F	1.23F	1.49F
2024	1.57F	1.88F	2.13F	2.45F

股價圖



資料來源：TEJ

Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

請即投票

凱基投顧

姜兆剛
886.2.2181.8742
jackson.chiang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

消費性產品落底，非消費性產品成長可期

重要訊息

正基舉辦法說會，更新公司營運近況。

評論及分析

1Q23 為營運谷底。管理層表示由於消費者於 3Q-4Q22 在考量通貨膨脹風險之下，消費力道較為保守，因此消費性產品需求開始下降。而目前已經開始看到零組件供給回復正常，客戶端庫存也持續改善，近期並見到要求 1-2 個月內交貨的急單慢慢出現，看好未來需求狀況將更為實際，並預期 1Q23 為營運谷底，2Q23 營運狀況將有所回溫，而 3Q-4Q23 基於供應鏈能見度仍然較低，目前展望較不明朗。我們於近期產業訪談中了解消費性產品需求於 2Q23 季末仍維持疲弱，因此分別調整 3Q23/4Q23 營收至 5.4/6.2 億元，每股盈餘則分別為 0.98/1.23 元。

非消費性產品成長可期。管理層看好車用相關之 IOT 產品包括智慧座艙、行車紀錄器、與充電樁等成長動能，過去一年來已經累積進入多個客戶專案，預計 4Q23 開始出貨，2Q24 開始放量。並看好包括 vehical、medical、IPC 等產品線 2023 年可達 30% 以上營收佔比。而在規格升級方面，管理層表示 Wi-Fi 6 相關產品佔 2022 年出貨佔比約 40%，預期 2023 年將增加至約 50%，而 Wi-Fi 6 單價較 Wi-Fi 5 提高約 30-50%，因此規格升級有助於營收向上，然而毛利率則是以終端應用為主，與規格升級並無絕對關係。綜上，我們維持 2024 年營收 35.5 億元及每股盈餘 8.05 元不變，但調整 2023 全年預估為營收 22.89 億元，每股盈餘 4.38 元。

投資建議

我們維持認為正基谷底已過，非消費性電子持續成長、而消費性電子逐漸回溫之看法，維持「增加持股」評等與目標價 120 元，2022 年配發 6.5 元現金股利，以收盤價換算殖利率為 7.2%。

投資風險

中國無線模組廠競爭加劇；全球總體風險升溫；消費性產品需求快速回溫。

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)	2,665	3,392	3,506	2,289	3,547
營業毛利 (NT\$百萬)	576	758	804	586	937
營業利益 (NT\$百萬)	368	498	504	340	633
稅後淨利 (NT\$百萬)	286	408	497	290	532
每股盈餘 (NT\$)	4.76	6.78	7.77	4.38	8.03
每股現金股利 (NT\$)	4.00	6.00	6.50	5.00	7.00
每股盈餘成長率 (%)	263.5	42.5	14.6	(43.7)	83.5
本益比 (x)	19.0	13.3	11.6	20.6	11.2
股價淨值比 (x)	4.4	3.9	2.8	2.9	2.8
EV/EBITDA (x)	11.0	7.6	9.0	13.5	8.1
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.4	6.7	7.2	5.5	7.8
股東權益報酬率 (%)	24.7	31.0	28.4	13.9	25.3

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：2Q-3Q23 財測修正

百萬元	2Q23F					3Q23F				
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	535	535	0.0	18.1	(49.5)	617	742	(16.8)	15.3	(29.8)
毛利	134	134	0.0	15.8	(50.3)	156	188	(16.9)	15.9	(28.3)
營業利益	73	73	0.0	29.0	(59.0)	94	124	(24.1)	27.8	(32.0)
稅前淨利	81	81	0.0	43.9	(61.0)	102	132	(22.6)	25.1	(46.9)
稅後淨利	65	65	0.0	47.2	(62.2)	82	105	(22.6)	25.1	(49.2)
每股盈餘(元)	0.98	0.99	(0.2)	47.2	(64.0)	1.23	1.59	(22.8)	25.1	(49.2)
毛利率(%)	25.1	25.1	0.0 ppts	(0.5)ppts	(0.4)ppts	25.3	25.3	(0.0)ppts	0.1 ppts	0.5 ppts
營業利益率(%)	13.7	13.7	0.0 ppts	1.2 ppts	(3.2)ppts	15.2	16.7	(1.4)ppts	1.5 ppts	(0.5)ppts
稅後淨利率(%)	12.2	12.2	0.0 ppts	2.4 ppts	(4.1)ppts	13.2	14.2	(1.0)ppts	1.0 ppts	(5.0)ppts

資料來源：凱基預估

圖 2：2023-24 年財測修正

百萬元	2023F				2024F			
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)
營收	2,289	2,653	(13.7)	(34.7)	3,547	3,547	0.0	55.0
毛利	586	669	(12.4)	(27.1)	937	937	0.0	59.9
營業利益	340	416	(18.4)	(32.5)	633	633	0.0	86.2
稅前淨利	363	440	(17.4)	(39.7)	665	665	0.0	82.9
稅後淨利	290	351	(17.5)	(41.6)	532	532	0.0	83.5
每股盈餘(元)	4.38	5.31	(17.7)	(43.7)	8.03	8.05	(0.2)	83.5
毛利率(%)	25.6	25.2	0.4 ppts	2.7 ppts	26.4	26.4	0.0 ppts	0.8 ppts
營業利益率(%)	14.8	15.7	(0.9)ppts	0.5 ppts	17.8	17.8	0.0 ppts	3.0 ppts
稅後淨利率(%)	12.7	13.2	(0.6)ppts	(1.5)ppts	15.0	15.0	0.0 ppts	2.3 ppts

資料來源：凱基預估

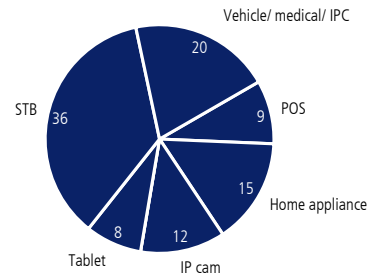
圖 3：公司概况

正基科技成立於 2000 年 12 月，主要業務係無線通訊模組之研發、製造與銷售，公司將其定位為無線通訊專業模組品牌公司 (Ampak)，致力提供 Wi-Fi 系統級封裝(SiP)模組之軟硬體解決方案，同時於 2019 年併購速連通訊(未上市)，擴大並聚焦於高毛利之 IoT、工業應用、車用與智慧醫療市場領域佈局。2022 年產品應用營收比重分別為 Vehicle/ medical/ IPC 20%，STB 36%，Tablet 8%，IP cam 12%，Home appliance 15%及 POS 9%。

資料來源：公司資料，凱基

圖 4：2022 年產品組合

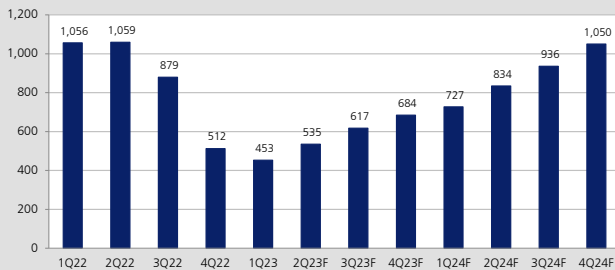
產品應用分類，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：季營業收入

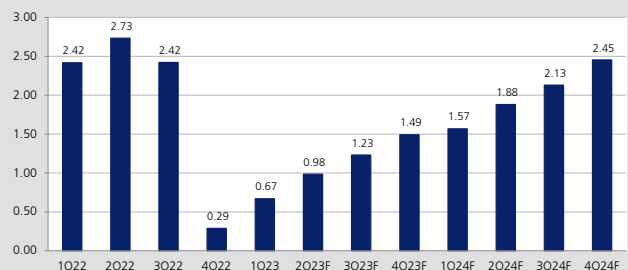
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6：每股盈利

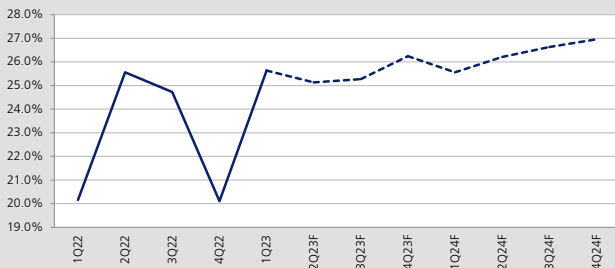
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

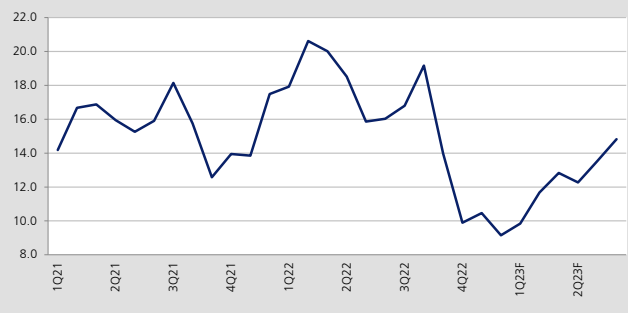
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：本益比

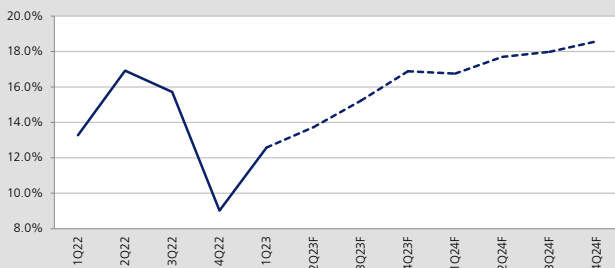
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

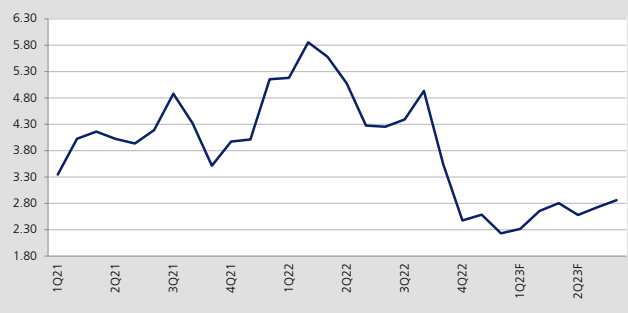
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10：股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：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	453	535	617	684	727	834	936	1,050	3,506	2,289	3,547
營業成本	(337)	(401)	(461)	(505)	(541)	(615)	(687)	(767)	(2,702)	(1,703)	(2,610)
營業毛利	116	134	156	179	186	219	249	283	804	586	937
營業費用	(59)	(61)	(62)	(64)	(64)	(71)	(81)	(88)	(300)	(246)	(304)
營業利益	57	73	94	115	122	148	168	195	504	340	633
折舊	(4)	(4)	(4)	(4)	(6)	(6)	(6)	(6)	(11)	(16)	(22)
攤提	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(9)	(9)	(9)
EBITDA	63	80	100	122	130	155	176	203	524	365	664
利息收入	5	2	2	2	2	2	2	2	11	11	8
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	2	2	2	2	2	2	2	2	11	8	8
總營業外收入	6	4	4	4	4	4	4	4	22	18	16
利息費用	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(3)	(5)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(5)	5	5	5	5	5	5	5	80	10	20
總營業外費用	(7)	4	4	4	4	4	4	4	77	5	16
稅前純益	57	81	102	123	130	156	176	203	603	363	665
所得稅費用[利益]	(12)	(16)	(20)	(25)	(26)	(31)	(35)	(41)	(106)	(74)	(133)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	44	65	82	99	104	124	141	162	497	290	532
非常項目	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-	(0)	-
稅後淨利	44	65	82	99	104	124	141	162	497	290	532
每股盈餘 (NT\$)	0.67	0.98	1.23	1.49	1.57	1.88	2.13	2.45	7.77	4.38	8.03
獲利率 (%)											
營業毛利率	25.6	25.1	25.3	26.2	25.6	26.2	26.6	27.0	22.9	25.6	26.4
營業利益率	12.6	13.7	15.2	16.9	16.8	17.7	18.0	18.6	14.4	14.8	17.8
EBITDA Margin	13.9	14.9	16.2	17.8	17.8	18.6	18.8	19.3	15.0	15.9	18.7
稅前純益率	12.5	15.2	16.5	18.1	17.9	18.7	18.8	19.3	17.2	15.9	18.7
稅後純益率	9.8	12.2	13.2	14.4	14.3	14.9	15.1	15.5	14.2	12.7	15.0
季成長率 (%)											
營業收入	(11.5)	18.1	15.3	10.9	6.3	14.7	12.2	12.2			
營業毛利	12.8	15.8	15.9	15.1	3.5	17.7	14.0	13.5			
營業收益增長	23.3	29.0	27.8	23.0	5.5	21.2	14.0	15.9			
EBITDA	20.7	26.8	25.6	21.9	6.2	19.9	13.3	15.2			
稅前純益	158.3	43.9	25.1	21.2	5.1	19.9	13.3	15.2			
稅後純益	140.5	47.2	25.1	21.2	5.1	19.9	13.3	15.2			
年成長率 (%)											
營業收入	(57.1)	(49.5)	(29.8)	33.6	60.5	55.9	51.7	53.5	3.4	(34.7)	55.0
營業毛利	(45.5)	(50.3)	(28.3)	74.4	60.0	62.6	59.9	57.7	6.0	(27.1)	59.9
營業收益	(59.4)	(59.0)	(32.0)	150.0	113.8	100.9	79.2	68.9	1.2	(32.5)	86.2
EBITDA	(56.7)	(56.7)	(29.9)	134.4	106.2	95.0	75.8	66.2	1.0	(30.4)	82.0
稅前純益	(68.5)	(61.0)	(46.9)	463.6	129.3	91.0	73.0	64.4	16.9	(39.7)	82.9
稅後純益	(69.6)	(62.2)	(49.2)	436.7	134.5	91.0	73.0	64.4	21.6	(41.6)	83.5

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	2,018	2,842	3,502	3,294	3,904
流動資產	1,796	2,394	2,618	2,137	2,410
現金及短期投資	895	999	1,026	1,111	859
存貨	419	697	1,179	743	1,135
應收帳款及票據	455	663	374	244	378
其他流動資產	27	36	39	39	39
非流動資產	222	449	884	1,157	1,494
長期投資	97	184	199	199	199
固定資產	17	158	586	859	1,196
什項資產	109	107	99	99	99
負債總額	772	1,458	1,394	1,227	1,769
流動負債	761	1,372	1,067	830	1,191
應付帳款及票據	529	877	616	388	593
短期借款	-	130	148	238	261
什項負債	233	365	304	205	337
長期負債	10	85	326	396	578
長期借款	-	70	308	378	559
其他負債及準備	9	14	18	18	18
股東權益總額	1,247	1,385	2,108	2,067	2,135
普通股股本	602	602	662	662	662
保留盈餘	331	474	540	498	567
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	22.0%	27.2%	3.4%	(34.7%)	55.0%
營業收益增長	185.8%	35.4%	1.2%	(32.5%)	86.2%
EBITDA	162.5%	34.4%	1.0%	(30.4%)	82.0%
稅後純益	217.9%	42.5%	21.6%	(41.6%)	83.5%
每股盈餘成長率	263.5%	42.5%	14.6%	(43.7%)	83.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	21.6%	22.4%	22.9%	25.6%	26.4%
營業利率	13.8%	14.7%	14.4%	14.8%	17.8%
EBITDA Margin	14.5%	15.3%	15.0%	15.9%	18.7%
稅後純益率	10.7%	12.0%	14.2%	12.7%	15.0%
平均資產報酬率	14.9%	16.8%	15.7%	8.5%	14.8%
股東權益報酬率	24.7%	31.0%	28.4%	13.9%	25.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	14.4%	21.6%	29.8%	38.4%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	586.9	269.0	177.3	78.2	167.2
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	0.8	0.8	0.6	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	564.1	219.4	0.2	138.7	60.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	564.1	3.2	0.0	2.7	0.9
流動比率 (x)	2.4	1.7	2.5	2.6	2.0
速動比率 (x)	1.8	1.2	1.3	1.7	1.1
淨負債 (NT\$百萬)	(746)	(792)	(541)	(466)	(8)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	4.76	6.78	7.77	4.38	8.03
每股現金盈餘 (NT\$)	5.65	7.01	0.01	9.86	3.66
每股淨值 (NT\$)	20.70	22.99	31.83	31.21	32.24
調整後每股淨值 (NT\$)	20.70	22.99	32.97	31.21	32.24
每股營收 (NT\$)	44.25	56.31	54.83	34.56	53.56
EBITDA/Share (NT\$)	6.41	8.62	8.20	5.51	10.03
每股現金股利 (NT\$)	4.00	6.00	6.50	5.00	7.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.39	1.40	1.11	0.67	0.99
應收帳款周轉天數	62.5	71.3	39.0	39.0	39.0
存貨周轉天數	73.4	96.6	159.2	159.2	159.2
應付帳款周轉天數	92.6	121.6	83.2	83.2	83.2
現金轉換周轉天數	43.3	46.3	115.0	115.0	115.0

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	2,665	3,392	3,506	2,289	3,547
營業成本	(2,089)	(2,633)	(2,702)	(1,703)	(2,610)
營業毛利	576	758	804	586	937
營業費用	(209)	(260)	(300)	(246)	(304)
營業利益	368	498	504	340	633
總營業外收入	20	24	22	18	16
利息收入	3	-	11	11	8
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	17	24	11	8	8
總營業外費用	(35)	(6)	77	5	16
利息費用	(1)	(2)	(3)	(5)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(34)	(4)	80	10	20
稅前純益	353	516	603	363	665
所得稅費用[利益]	(67)	(107)	(106)	(74)	(133)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	0	(0)	-
稅後淨利	286	408	497	290	532
EBITDA	386	519	524	365	664
每股盈餘 (NT\$)	4.76	6.78	7.77	4.38	8.03

現金流量

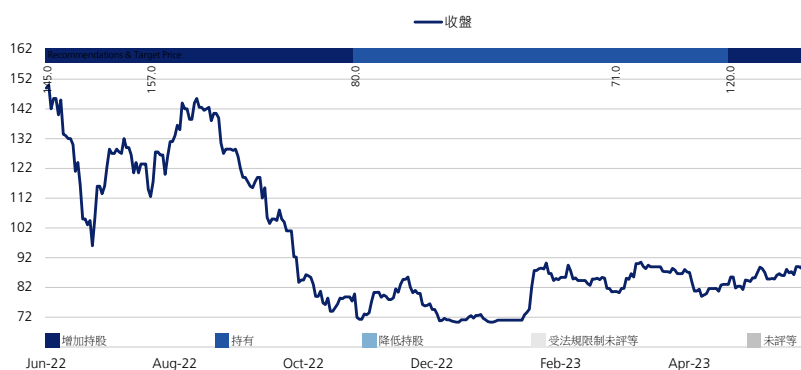
NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	340	422	1	653	242
本期純益	286	408	497	290	532
折舊及攤提	19	21	20	25	31
本期運用資金變動	(5)	(133)	(433)	338	(321)
其他營業資產及負債變動	40	125	(84)	0	-
投資活動之現金流量	(131)	(131)	(484)	(297)	(369)
投資用短期投資出售[新購]	(123)	28	(49)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(4)	(146)	(431)	(288)	(360)
其他資產變動	(4)	(13)	(3)	(9)	(9)
自由現金流	302	130	(437)	337	(152)
融資活動之現金流量	(284)	(45)	485	(270)	(126)
短期借款變動	(155)	130	5	-	-
長期借款變動	-	70	250	160	205
現金增資	-	-	594	-	-
已支付普通股股息	(120)	(241)	(361)	(430)	(331)
其他融資現金流	(9)	(4)	(3)	-	-
匯率影響數	(1)	(0)	1	-	-
本期產生現金流量	(76)	247	4	85	(252)

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	7.8%	7.7%	8.6%	10.8%	8.6%
- 銷管費用/營業收入	13.8%	14.7%	14.4%	14.8%	17.8%
= 營業利益率					
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	0.2	0.4	0.3
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	16.0	10.3	2.8	1.8	1.9
營業利率	13.8%	14.7%	14.4%	14.8%	17.8%
x 資本周轉率	16.0	10.3	2.8	1.8	1.9
x (1 - 有效現金稅率)	81.1%	79.2%	82.4%	79.7%	80.0%
= 稅後 ROIC	178.9%	120.1%	32.7%	20.8%	27.7%

資料來源：公司資料，凱基預估

正基科技 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-05-08	增加持股	120.0	83.0
2023-03-14	持有	71.0	80.6
2022-11-09	持有	80.0	79.8
2022-08-03	增加持股	157.0	112.5
2022-05-31	增加持股	145.0	114.0

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 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，過後若有變更時，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。