

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

建準

(2421.TW/2421 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 August 4 (NT\$)	128.5
12 個月目標價 (NT\$)	160.0
前次目標價 (NT\$)	137.0
調升 (%)	16.8
上漲空間 (%)	24.5

焦點內容

2Q23 EPS 1.72 元(年增 44% 及季增 55%)，獲利率復甦使 1H23 EPS 年增 56% 至 2.83 元。2H23-2024 年營收展望正向，動能來自伺服器、網通與車用。目標價由 137 元上調至 160 元(20x 2024-25 年 EPS 平均預估)。反映伺服器與車用營收成長、2024-25 年毛利率優化帶動獲利成長，維持「增加持股」評等。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	32.24 / 1,018
流通在外股數 (百萬股)：	250.9
外資持有股數 (百萬股)：	68.75
3M 平均成交量 (百萬股)：	18.89
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	36.05 - 145.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	129.5	196.8	208.2
相對表現 (%)	121.6	188.8	193.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.61A	1.20A	1.42A	1.11A
2023	1.11A	1.72A	1.66F	1.52F
2024	1.34F	1.70F	2.41F	1.99F

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

伺服器、網通與車用為主要成長動能

重要訊息

2Q23 EPS 1.72 元(年增 44% 及季增 55%)，獲利率復甦使 1H23 EPS 年增 56% 至 2.83 元。2H23-2024 年營收展望正向，動能來自伺服器、網通與車用。

評論及分析

3Q23 營收可望季增，獲利率持續擴張。 2Q23 獲利成長主因產品組合改善、匯兌有利(台幣與人民幣貶值)帶動毛利率季增及年增。隨對轉扇(均價與毛利率較高)營收提升，2Q23 伺服器/網通營收比重年增、季增至 42%，相較 1Q23 之 34%、2Q22 之 28%。1H23 伺服器/網通散熱風扇營收年增 28%，但出貨量年減約 10%，隱含均價擴張 35-40% 以上。公司預期此趨勢將延續至 2H23。加上 IT 產品進入出貨旺季(儘管季增幅度溫和)，我們預估 3Q-4Q23 營收將季增 8%、1%。隨 AI 伺服器熱潮持續推升對轉扇採用率，且 4U/5U AI 伺服器(配備 A100/H100 GPU)之散熱風扇內涵價值(美金 350-550 元)可能較通用型伺服器(美金 90-120 元)提升 3-4 倍，我們預期伺服器營收比重未來數季甚至數年將顯著攀升，此將帶動 2H23 毛利率逐步上升至 29% 左右，並於 2024 年突破 30%。

伺服器、AI 伺服器、網通與車用風扇帶動 2023-24 年營運成長。 我們看好 AI 伺服器需求升溫與熱功耗設計(TDP)提升使 2024 年對轉扇採用率上揚，預估 2024 年伺服器營收比重擴大至 40-50%，營收年增 30% 以上。此外，2023 年受景氣趨緩拖累的 IT、工業、家電與經銷營收，2024 年可望恢復成長或縮減年減幅。而車用營收隨新專案與新客戶加入貢獻，2024 年將持續年增。1H23 車用營收比重 8%，預估 2024 年上升至 9-10%，且因 2024 年獲利率較低之車用專案將結束，使此業務毛利率可望改善。公司持續開拓其他工業應用，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。公司目標擴充散熱產品線，透過企業合作開發整合風扇、散熱模組、熱板與散熱器的全方位解決方案，且其馬達技術將有利其開發 CDU 及幫浦。2023-24 年 EPS 預估分別上修 2% 至 6.01 元(年增 39%)、8% 至 7.43 元(年增 24%)。

投資建議

目標價由 137 元上調至 160 元(20x 2024-25 年 EPS 平均預估)。反映伺服器與車用營收成長、2024-25 年毛利率優化帶動獲利成長，維持「增加持股」評等。

投資風險

原物料價格；需求回升較預期疲弱。

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)	13,562	14,063	13,475	15,928	17,568
營業毛利 (NT\$百萬)	2,536	3,171	3,802	4,704	5,318
營業利益 (NT\$百萬)	464	1,122	1,787	2,407	2,770
稅後淨利 (NT\$百萬)	429	1,089	1,508	1,865	2,147
每股盈餘 (NT\$)	1.71	4.34	6.01	7.43	8.56
每股現金股利 (NT\$)	1.20	2.60	4.27	5.28	6.07
每股盈餘成長率 (%)	(49.6)	153.7	38.5	23.7	15.1
本益比 (x)	75.1	29.6	21.4	17.3	15.0
股價淨值比 (x)	7.4	6.2	5.7	5.2	4.7
EV/EBITDA (x)	32.8	18.9	12.0	9.3	8.0
淨負債比率 (%)	13.7	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.9	2.0	3.3	4.1	4.7
股東權益報酬率 (%)	9.6	22.8	27.8	31.6	33.1

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 1：2Q23 財報與 3Q23 財務預估暨市場共識比較

百萬元	2Q23						3Q23F							
	實際值	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	3,280	3,280	0.0	6.6	(5.8)	3,344	(1.9)	3,542	3,542	0.0	8.0	(3.3)	3,727	(5.0)
毛利	923	923	0.0	13.5	17.3	918	0.6	1,027	1,027	0.0	11.3	16.8	1,015	1.2
營業利益	407	407	(0.0)	17.0	37.4	406	0.2	514	514	(0.0)	26.2	55.8	462	11.1
稅前淨利	539	539	0.1	48.1	44.5	493	9.4	535	528	1.4	(0.7)	14.4	505	6.0
稅後淨利	432	432	(0.1)	55.3	43.7	377	14.5	418	412	1.4	(3.2)	17.3	376	11.0
每股盈餘 (元)	1.72	1.72	(0.1)	55.3	43.7	1.50	14.5	1.66	1.64	1.4	(3.2)	17.2	1.50	11.0
毛利率 (%)	28.1	28.1	0.0 ppts	1.7 ppts	5.6 ppts	27.5	0.7 ppts	29.0	29.0	0.0 ppts	0.9 ppts	5.0 ppts	27.2	1.8 ppts
營業利益率 (%)	12.4	12.4	(0.0)ppts	1.1 ppts	3.9 ppts	12.1	0.3 ppts	14.5	14.5	0.0 ppts	2.1 ppts	5.5 ppts	12.4	2.1 ppts
淨利率 (%)	13.2	13.2	(0.0)ppts	4.1 ppts	4.5 ppts	11.3	1.9 ppts	11.8	11.6	0.2 ppts	(1.4)ppts	2.1 ppts	10.1	1.7 ppts

資料來源：凱基預估；Bloomberg

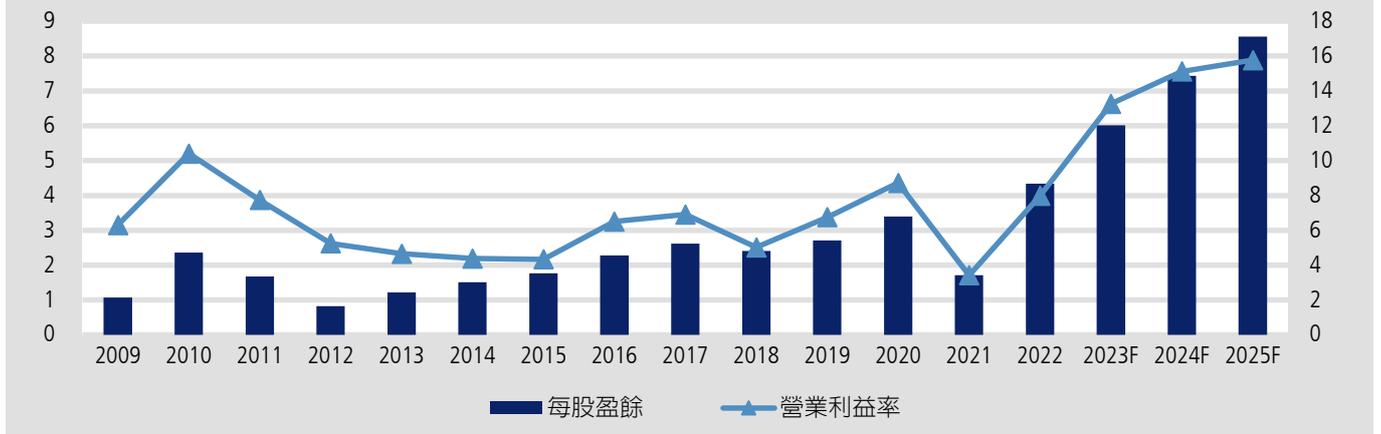
圖 2：2023-25 年財務預估暨市場共識比較

百萬元	2023F					2024F					2025F					
	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 (%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	13,475	13,475	0.0	(4.2)	14,153	(4.8)	15,928	15,135	5.2	18.2	15,639	1.8	17,568	10.3	17,046	3.1
毛利	3,802	3,801	0.0	19.9	3,801	0.0	4,704	4,408	6.7	23.7	4,229	11.2	5,318	13.0	4,730	12.4
營業利益	1,787	1,787	(0.0)	59.3	1,715	4.2	2,407	2,225	8.2	34.7	1,988	21.1	2,770	15.1	2,269	22.1
稅前淨利	1,984	1,954	1.5	39.2	1,847	7.4	2,454	2,269	8.1	23.7	2,080	18.0	2,825	15.1	2,109	33.9
稅後淨利	1,508	1,485	1.5	38.5	1,422	6.1	1,865	1,725	8.1	23.7	1,601	16.5	2,147	15.1	1,611	33.3
每股盈餘 (元)	6.01	5.92	1.5	38.5	5.67	6.1	7.43	6.87	8.1	23.7	6.38	16.5	8.56	15.1	6.42	33.3
毛利率 (%)	28.2	28.2	0.0 ppts	5.7 ppts	26.9	1.4 ppts	29.5	29.1	0.4 ppts	1.3 ppts	27.0	2.5 ppts	30.3	0.7 ppts	27.8	2.5 ppts
營業利益率 (%)	13.3	13.3	(0.0)ppts	5.3 ppts	12.1	1.1 ppts	15.1	14.7	0.4 ppts	1.9 ppts	12.7	2.4 ppts	15.8	0.7 ppts	13.3	2.5 ppts
淨利率 (%)	11.2	11.0	0.2 ppts	3.4 ppts	10.0	1.1 ppts	11.7	11.4	0.3 ppts	0.5 ppts	10.2	1.5 ppts	12.2	0.5 ppts	9.5	2.8 ppts

資料來源：凱基預估；Bloomberg

圖 3：營業利益率與每股盈餘在 2022-25 年持續成長

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：伺服器/網通與車用業務為 2023-24 年營收成長主力

營收占比 (%)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	2019	2020	2021	2022	1H23	2023F	2024F
電子應用	36	33	34	36	34	24	23	19	22	23	37	36	35	25	22	21	19
工業/醫療	13	15	16	14	15	18	12	14	14	11	13	15	14	15	13	14	12
家庭應用	8	7	7	7	8	10	7	6	7	7	8	7	7	8	7	7	6
經銷通路	8	8	10	10	9	13	13	15	13	8	8	8	9	13	11	12	10
網通/伺服器	29	29	28	27	27	28	34	37	34	42	26	28	28	32	38	36	43
車用	5	6	5	5	6	5	10	10	8	9	6	5	5	8	8	9	9
LED照明	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

營收 (新台幣百萬)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	2019	2020	2021	2022	1H23	2023F	2024F
電子應用	1,100	1,112	1,170	1,329	1,049	843	857	710	664	738	4,271	4,605	4,711	3,460	1,402	2,871	2,986
工業/醫療	394	496	550	503	465	620	454	514	434	374	1,573	1,867	1,943	2,053	808	1,848	1,903
家庭應用	255	235	240	274	234	352	264	233	209	213	974	926	1,004	1,083	422	975	994
經銷通路	233	275	334	380	287	442	480	562	412	272	936	982	1,223	1,772	684	1,595	1,627
網通/伺服器	876	961	985	1,013	853	989	1,231	1,385	1,058	1,371	2,994	3,606	3,835	4,458	2,429	4,871	6,868
車用	148	214	157	190	200	181	363	381	258	279	747	660	709	1,125	537	1,238	1,485
LED照明	24	33	45	45	34	42	15	22	40	33	165	134	147	113	73	77	64
合計	3,030	3,327	3,481	3,724	3,123	3,483	3,664	3,793	3,075	3,280	11,660	12,781	13,562	14,063	6,355	13,475	15,928

季成長 (%)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	2019	2020	2021	2022	1H23	2023F	2024F
電子應用	(14)	1	5	14	(21)	(20)	2	(17)	(11)	14							
工業/醫療	(24)	26	11	(9)	(7)	33	(27)	13	(21)	(11)							
家庭應用	(5)	(8)	2	14	(14)	50	(25)	(12)	(13)	3							
經銷通路	(14)	18	21	14	(24)	54	9	17	(30)	(32)							
網通/伺服器	6	10	2	3	(16)	16	24	13	(27)	33							
車用	(25)	44	(27)	21	5	(9)	100	5	(33)	11							
LED照明	(29)	36	37	(1)	(23)	22	(65)	48	32	(14)							
合計	(11)	10	5	7	(16)	12	5	4	(19)	7							

年成長 (%)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	2019	2020	2021	2022	1H23	2023F	2024F
電子應用	30	(16)	0	4	(5)	(24)	(27)	(47)	(38)	(15)	1	8	2	(27)	(27)	(17)	4
工業/醫療	54	(5)	(3)	(3)	18	25	(17)	2	(9)	(41)	(17)	19	4	6	(28)	(10)	3
家庭應用	64	(4)	(7)	2	(8)	50	10	(15)	(12)	(41)	(19)	(5)	8	8	(30)	(10)	2
經銷通路	52	(2)	21	40	23	61	44	48	39	(40)	(20)	5	24	45	(9)	(10)	2
網通/伺服器	34	(10)	(7)	22	(3)	3	25	37	20	35	10	20	6	16	28	9	41
車用	(10)	65	(8)	(4)	35	(15)	132	101	25	40	46	(12)	7	59	33	10	20
LED照明	14	(17)	16	32	42	27	(68)	(51)	10	(25)	(22)	(19)	10	(24)	(9)	(31)	(18)
合計	35	(8)	(2)	10	3	5	5	2	(2)	(6)	(3)	10	6	4	(4)	(4)	18

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 5：2Q23 IT 營收仍持續疲弱



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：2Q23 工業/醫療營收年減 41%



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：2Q23 網通/伺服器營收大幅年增 35%



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：2Q23 車用營收強勁反彈



資料來源：公司資料；凱基

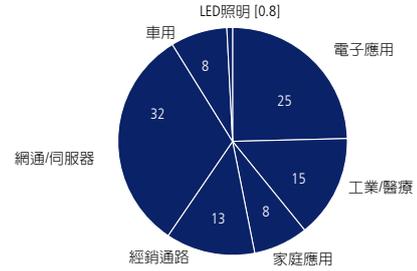
圖 9：公司概況

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\$361.5, 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

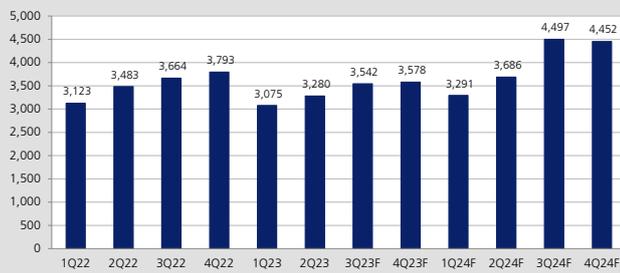
2022 年營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 11：季營業收入

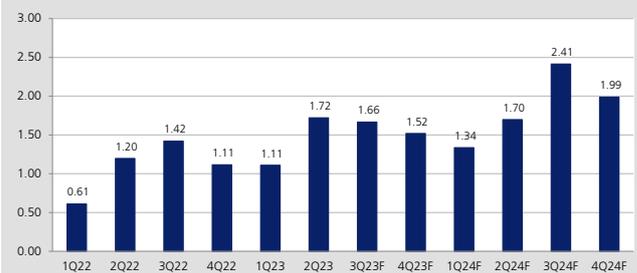
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 12：每股盈利

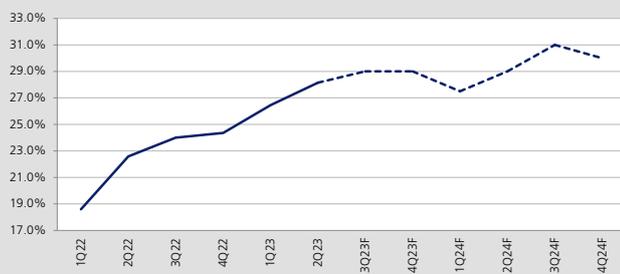
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 13：毛利率

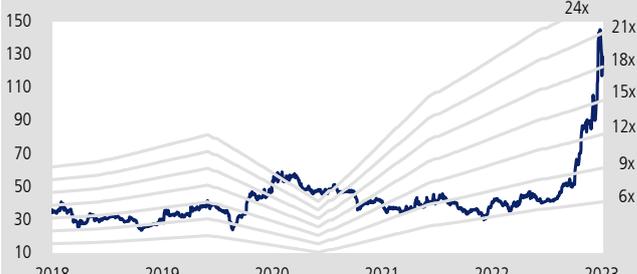
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 14：未來一年預估本益比區間

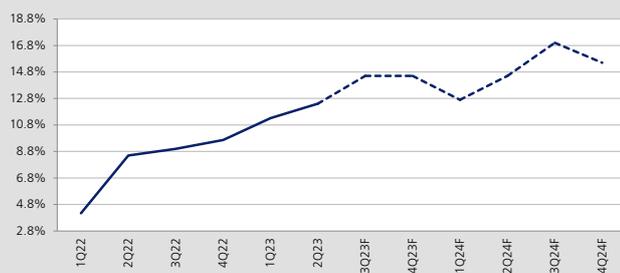
股價，元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 15：營業利潤率

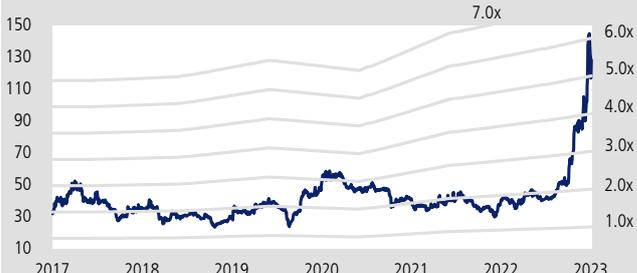
營業利潤率，百分比



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；凱基預估

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	3,075	3,280	3,542	3,578	3,291	3,686	4,497	4,452	13,475	15,928	17,568
營業成本	(2,262)	(2,357)	(2,515)	(2,540)	(2,386)	(2,617)	(3,103)	(3,117)	(9,673)	(11,224)	(12,250)
營業毛利	814	923	1,027	1,038	905	1,069	1,394	1,336	3,802	4,704	5,318
營業費用	(466)	(516)	(514)	(519)	(487)	(535)	(630)	(646)	(2,014)	(2,297)	(2,547)
營業利益	348	407	514	519	418	535	765	690	1,787	2,407	2,770
折舊	(98)	(100)	(123)	(172)	(144)	(144)	(144)	(144)	(494)	(577)	(660)
攤提	(36)	(37)	(46)	(64)	(46)	(46)	(46)	(46)	(183)	(183)	(183)
EBITDA	483	544	683	754	608	725	955	880	2,464	3,167	3,613
利息收入	10	23	17	20	13	13	13	13	70	51	44
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	34	122	30	43	25	25	25	25	230	100	110
總營業外收入	44	145	47	63	38	38	38	38	300	151	154
利息費用	(12)	(13)	(13)	(14)	(13)	(13)	(13)	(13)	(51)	(52)	(48)
投資損失	-	-	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
其他營業外費用	(16)	-	(13)	(22)	(13)	(13)	(13)	(13)	(50)	(50)	(50)
總營業外費用	(28)	(13)	(26)	(36)	(26)	(26)	(26)	(26)	(103)	(104)	(100)
稅前純益	364	539	535	546	430	546	776	702	1,984	2,454	2,825
所得稅費用[利益]	(86)	(108)	(118)	(165)	(95)	(120)	(171)	(203)	(476)	(589)	(678)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	278	432	418	381	335	426	605	498	1,508	1,865	2,147
非常項目	(0)	0	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	278	432	418	381	335	426	605	498	1,508	1,865	2,147
每股盈餘 (NT\$)	1.11	1.72	1.66	1.52	1.34	1.70	2.41	1.99	6.01	7.43	8.56
獲利率 (%)											
營業毛利率	26.5	28.1	29.0	29.0	27.5	29.0	31.0	30.0	28.2	29.5	30.3
營業利益率	11.3	12.4	14.5	14.5	12.7	14.5	17.0	15.5	13.3	15.1	15.8
EBITDA Margin	15.7	16.6	19.3	21.1	18.5	19.7	21.2	19.8	18.3	19.9	20.6
稅前純益率	11.8	16.4	15.1	15.3	13.1	14.8	17.3	15.8	14.7	15.4	16.1
稅後純益率	9.0	13.2	11.8	10.6	10.2	11.6	13.5	11.2	11.2	11.7	12.2
季成長率 (%)											
營業收入	(18.9)	6.6	8.0	1.0	(8.0)	12.0	22.0	(1.0)			
營業毛利	(11.9)	13.5	11.3	1.0	(12.8)	18.1	30.4	(4.2)			
營業收益增長	(5.1)	17.0	26.2	1.0	(19.4)	27.9	43.0	(9.7)			
EBITDA	(2.3)	12.7	25.5	10.5	(19.4)	19.2	31.8	(7.8)			
稅前純益	(6.8)	48.1	(0.7)	1.9	(21.2)	27.1	42.1	(9.6)			
稅後純益	(0.6)	55.3	(3.2)	(8.8)	(12.0)	27.1	42.1	(17.7)			
年成長率 (%)											
營業收入	(1.5)	(5.8)	(3.3)	(5.7)	7.0	12.4	27.0	24.5	(4.2)	18.2	10.3
營業毛利	40.1	17.3	16.8	12.3	11.3	15.8	35.7	28.7	19.9	23.7	13.0
營業收益	169.0	37.4	55.8	41.4	20.2	31.4	48.9	33.0	59.3	34.7	15.1
EBITDA	86.8	27.9	49.7	52.6	25.9	33.1	39.8	16.7	50.8	28.5	14.1
稅前純益	87.4	44.5	14.4	39.7	18.0	1.3	45.0	28.6	39.2	23.7	15.1
稅後純益	81.6	43.7	17.3	36.2	20.6	(1.3)	45.0	30.8	38.5	23.7	15.1

資料來源：公司資料、凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	11,517	12,192	12,020	13,172	14,236
流動資產	8,391	9,026	8,699	9,779	10,854
現金及短期投資	2,167	2,682	3,374	3,591	4,063
存貨	2,508	2,651	1,776	2,055	2,249
應收帳款及票據	3,459	3,414	3,271	3,856	4,265
其他流動資產	256	278	278	278	278
非流動資產	3,127	3,166	3,321	3,393	3,382
長期投資	93	91	90	88	87
固定資產	2,059	2,273	2,430	2,503	2,493
什項資產	975	802	802	802	802
負債總額	7,151	6,989	6,380	6,992	7,433
流動負債	6,239	6,323	5,745	6,451	6,941
應付帳款及票據	2,926	3,316	2,945	3,407	3,729
短期借款	1,985	1,408	783	773	741
什項負債	1,328	1,599	2,018	2,271	2,471
長期負債	911	667	635	541	492
長期借款	524	287	255	161	112
其他負債及準備	93	230	230	230	230
股東權益總額	4,367	5,202	5,640	6,181	6,803
普通股本	2,509	2,509	2,509	2,509	2,509
保留盈餘	701	1,403	1,840	2,381	3,004
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	6.1%	3.7%	(4.2%)	18.2%	10.3%
營業收益增長	(58.4%)	142.0%	59.3%	34.7%	15.1%
EBITDA	(37.3%)	66.6%	50.8%	28.5%	14.1%
稅後純益	(49.6%)	153.7%	38.5%	23.7%	15.1%
每股盈餘成長率	(49.6%)	153.7%	38.5%	23.7%	15.1%
獲利能力分析					
營業毛利率	18.7%	22.5%	28.2%	29.5%	30.3%
營業利益率	3.4%	8.0%	13.3%	15.1%	15.8%
EBITDA Margin	7.2%	11.6%	18.3%	19.9%	20.6%
稅後純益率	3.2%	7.7%	11.2%	11.7%	12.2%
平均資產報酬率	3.9%	9.2%	12.5%	14.8%	15.7%
股東權益報酬率	9.6%	22.8%	27.8%	31.6%	33.1%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	57.5%	32.6%	18.4%	15.1%	12.5%
淨負債比率	13.7%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	21.9	33.1	39.8	47.8	59.4
利息及短期債保障倍數 (x)	0.2	0.5	0.7	0.7	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	6.8	48.6	55.4	42.4	56.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.1	1.5	3.4	2.7	3.4
流動比率 (x)	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6
速動比率 (x)	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2
淨負債 (NT\$百萬)	597	(763)	(2,111)	(2,432)	(2,985)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	1.71	4.34	6.01	7.43	8.56
每股現金盈餘 (NT\$)	0.76	8.60	11.29	8.87	10.80
每股淨值 (NT\$)	17.40	20.73	22.48	24.63	27.11
調整後每股淨值 (NT\$)	17.40	20.73	22.48	24.63	27.11
每股營收 (NT\$)	54.05	56.04	53.70	63.47	70.01
EBITDA/Share (NT\$)	3.91	6.51	9.82	12.62	14.40
每股現金股利 (NT\$)	1.20	2.60	4.27	5.28	6.07
資產運用狀況					
資產週轉率 (x)	1.24	1.19	1.11	1.26	1.28
應收帳款週轉天數	93.1	88.6	88.6	88.6	88.6
存貨週轉天數	83.0	88.9	67.0	67.0	67.0
應付帳款週轉天數	96.9	111.1	111.1	111.1	111.1
現金轉換週轉天數	79.3	66.4	44.5	44.5	44.5

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	13,562	14,063	13,475	15,928	17,568
營業成本	(11,026)	(10,892)	(9,673)	(11,224)	(12,250)
營業毛利	2,536	3,171	3,802	4,704	5,318
營業費用	(2,073)	(2,049)	(2,014)	(2,297)	(2,547)
營業利益	464	1,122	1,787	2,407	2,770
總營業外收入	209	370	300	151	154
利息收入	14	15	70	51	44
投資利益淨額	4	0	-	-	-
其他營業外收入	191	355	230	100	110
總營業外費用	(84)	(66)	(103)	(104)	(100)
利息費用	(28)	(44)	(51)	(52)	(48)
投資損失	(4)	(2)	(1)	(1)	(1)
其他營業外費用	(52)	(20)	(50)	(50)	(50)
稅前純益	589	1,426	1,984	2,454	2,825
所得稅費用[利益]	(156)	(337)	(476)	(589)	(678)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	(3)	(0)	-	-	-
稅後淨利	429	1,089	1,508	1,865	2,147
EBITDA	981	1,635	2,464	3,167	3,613
每股盈餘 (NT\$)	1.71	4.34	6.01	7.43	8.56

現金流量

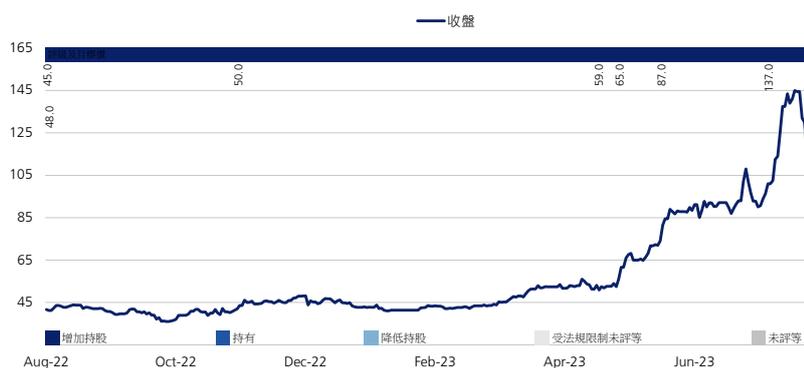
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	191	2,158	2,834	2,225	2,710
本期純益	429	1,089	1,508	1,865	2,147
折舊及攤提	517	513	677	760	843
本期運用資金變動	(874)	292	648	(401)	(281)
其他營業資產及負債變動	118	264	1	1	1
投資活動之現金流量	(480)	(438)	(833)	(833)	(833)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(444)	(394)	(650)	(650)	(650)
其他資產變動	(37)	(44)	(183)	(183)	(183)
自由現金流	(595)	1,121	1,850	1,355	1,834
融資活動之現金流量	585	(1,189)	(1,309)	(1,175)	(1,405)
短期借款變動	1,279	(662)	(600)	-	-
長期借款變動	40	(152)	(56)	(104)	(80)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(602)	(301)	(652)	(1,071)	(1,324)
其他融資現金流	(131)	(73)	-	(0)	0
匯率影響數	41	14	-	-	-
本期產生現金流量	337	545	692	217	472

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	15.3%	14.6%	14.9%	14.4%	14.5%
= 營業利益率	3.4%	8.0%	13.3%	15.1%	15.8%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.0	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
= 資本週轉率	3.3	3.7	4.7	5.2	5.6
營業利益率	3.4%	8.0%	13.3%	15.1%	15.8%
x 資本週轉率	3.3	3.7	4.7	5.2	5.6
x (1 - 有效現金稅率)	73.5%	76.4%	76.0%	76.0%	76.0%
= 稅後 ROIC	8.2%	22.7%	47.5%	59.4%	66.8%

資料來源：公司資料，凱基預估

建準 – 以往評級及目標價



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，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。