

## 增加持股・維持

收盤價 August 10 (NT\$)	70.70
12 個月目標價 (NT\$)	82.00
前次目標價 (NT\$)	80.00
調升 (%)	2.5
上漲空間 (%)	16.0

## 焦點內容

受業外利益挹注，統一 2Q23 獲利超前，獲利率則大致符合預期。我們預估營利率進一步上升將帶動獲利復甦，進而推升股價。我們改以 2024 年作為評價基準，據此將目標價調升至 82 元，投資評等維持「增加持股」。

## 交易資料表

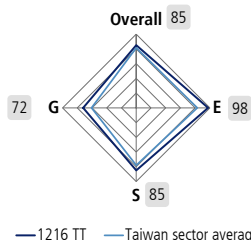
市值：(NT\$bn/US\$m)	401.712,637
流通在外股數 (百萬股)：	5,682
外資持有股數 (百萬股)：	2,234
3M 平均成交量 (百萬股)：	6.23
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	63.80 - 78.80

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-5.1	6.2	7.8
相對表現 (%)	-11.4	-0.5	-3.6

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.75A	0.85A	0.97A	0.45A
2023	0.88A	1.09F	1.09F	0.82F
2024	0.77F	1.01F	1.21F	1.11F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

## 凱基投顧

莊政翰  
886.2.2181.8719  
angus.chuang@kgi.com

高政修  
886.2.2181.8735  
allen.gao@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

# 統一

(1216.TW/1216 TT)



## 獲利率持續成長無虞

### 重要訊息

受業外利益帶動，統一 2Q23 獲利分別較市場與我們預估高出 13% 與 26%，獲利率則符合預期。公司維持今年中國營收高個位數年增的目標，意味 2H23 營收將加速成長，動能來自銷售據點增加與擴大滲透餐飲通路。

### 評論及分析

**業外推升 2Q23 獲利。**2Q23 獲利 62 億元，年增 28%、季增 24%，換算每股盈餘為 1.09 元，明顯高於市場的 0.97 元與凱基預期的 0.87 元，原因是公司認列業外利益。毛利率年增 1.2、季增 0.7 個百分點至 33.2%，優於市場和我們預估的 32.6%、32.8%，主要可歸功於原物料價格趨緩。儘管中國銷售據點與人力增加使營業費用率年增 0.9 個百分點，但營利率 5.7% (年增 0.3、季增 0.6 個百分點) 大致符合我們預估的 5.9%。受惠於果汁與茶飲銷售升溫 (分別成長 18% 與 14%)，1H23 中國市場的飲料銷售年增 12.3%，而食品銷售則因去年基期偏高而衰退 8.7%。

**2H23 營收將加速成長。**統一中控維持今年營收高個位數年增的目標 (1H23 增幅為 4.5%)，意味 2H23 營收將加速成長；管理層認為動能來自增加銷售據點、進一步滲透餐飲通路與推出季節性禮盒。儘管 1H23 方便麵與自熱食品銷售下滑，但公司表示 7 月銷售已較 6 月回升，預計未來幾個月將逐步復甦。再加上便利商店業務同店營收成長維持不墜，7 月營收年增 14.5% 至 540 億元，創今年單月新高並達成凱基 3Q23 原本預估營收的 37%。

**獲利率進一步向上。**我們預期統一超 (2912 TT, NT\$268.5, 增加持股) 將持續受惠於解封後消費者回流實體店面的趨勢，而成本壓力緩解與更有利的產品組合也可望進一步推升統一中國的獲利率。凱基預估 2H23 統一的營業利益率將維持年增走勢，並驅動今年每股盈餘成長 28% 至 3.87 元。展望 2024 年，我們看好營業利益率將隨營收水漲船高 (年增 0.3 個百分點)，帶動獲利成長 6% 至 4.10 元。

### 投資建議

我們將目標價調升至 82 元，目標本益比維持 20 倍不變 (歷史區間為 16-27 倍)，並預期營業利益率與獲利進一步回升將為股價挹注動能。我們重申統一「增加持股」評等。

### 投資風險

中國消費放緩；原物料價格上漲。

### 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)	473,502	524,832	547,026	560,528	581,019
營業毛利 (NT\$百萬)	156,106	167,650	178,557	184,683	193,178
營業利益 (NT\$百萬)	28,392	29,017	31,475	33,970	36,513
稅後淨利 (NT\$百萬)	19,879	17,168	22,015	23,309	26,465
每股盈餘 (NT\$)	3.50	3.02	3.87	4.10	4.66
每股現金股利 (NT\$)	2.70	3.15	2.91	3.08	3.49
每股盈餘成長率 (%)	(7.7)	(13.6)	28.2	5.9	13.5
本益比 (x)	20.2	23.4	18.2	17.2	15.2
股價淨值比 (x)	3.4	3.2	3.1	2.9	2.8
EV/EBITDA (x)	5.9	5.7	3.5	2.9	2.3
淨負債比率 (%)	11.6	9.8	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.8	4.5	4.1	4.4	4.9
股東權益報酬率 (%)	17.2	14.2	17.1	17.4	18.9

資料來源：公司資料，凱基

**圖 1：2Q23 財報暨 3Q23 財務預估調整與市場共識比較**

百萬元	2Q23						3Q23F							
	實際數	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	137,398	133,982	2.5	4.6	5.3	137,131	0.2	146,243	145,700	0.4	6.4	3.2	147,498	(0.9)
毛利	45,624	44,002	3.7	6.9	9.1	44,691	2.1	48,217	48,038	0.4	5.7	6.4	48,257	(0.1)
營業利益	7,857	7,910	(0.7)	15.8	10.3	8,403	(6.5)	9,575	9,539	0.4	21.9	6.4	9,902	(3.3)
稅前淨利	20,953	9,672	116.6	103.2	117.7	10,535	98.9	11,223	10,809	3.8	(46.4)	(1.3)	11,637	(3.6)
稅後淨利	6,204	4,933	25.8	24.0	27.8	5,506	12.7	6,171	5,403	14.2	(0.5)	11.7	6,077	1.5
每股盈餘(元)	1.09	0.87	25.8	24.0	27.8	0.97	12.7	1.09	0.95	14.2	(0.5)	11.7	1.07	1.5
毛利率(%)	33.2	32.8	0.4 ppts	0.7 ppts	1.2 ppts	32.6	0.6 ppts	33.0	33.0	0.0 ppts	(0.2) ppts	1.0 ppts	32.7	0.3 ppts
營業利益率(%)	5.7	5.9	(0.2) ppts	0.6 ppts	0.3 ppts	6.1	(0.4) ppts	6.5	6.5	0.0 ppts	0.8 ppts	0.2 ppts	6.7	(0.2) ppts
淨利率(%)	4.5	3.7	0.8 ppts	0.7 ppts	0.8 ppts	4.0	0.5 ppts	4.2	3.7	0.5 ppts	(0.3) ppts	0.3 ppts	4.1	0.1 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

**圖 2：2023-25 年財務預估調整與市場共識比較**

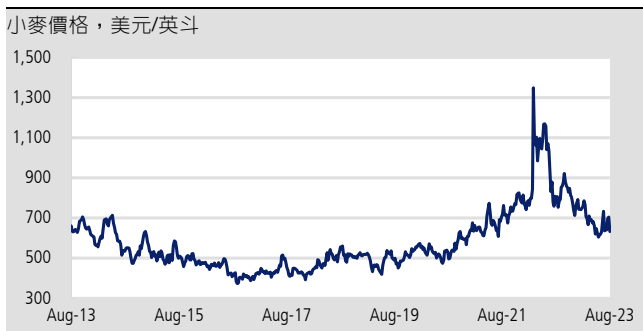
百萬元	2023F						2024F						2025F			
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	547,026	543,066	0.7	4.2	550,304	(0.6)	560,528	560,987	(0.1)	2.5	569,969	(1.7)	581,019	3.7	601,343	(3.4)
毛利	178,557	176,756	1.0	6.5	178,964	(0.2)	184,683	184,768	(0.0)	3.4	188,882	(2.2)	193,178	4.6	206,862	(6.6)
營業利益	31,475	31,493	(0.1)	8.5	32,159	(2.1)	33,970	34,967	(2.9)	7.9	36,011	(5.7)	36,513	7.5	38,459	(5.1)
稅前獲利	51,145	39,493	29.5	44.7	40,568	26.1	42,907	45,090	(4.8)	(16.1)	45,678	(6.1)	47,259	10.1	47,826	(1.2)
稅後淨利	22,015	20,470	7.5	28.2	21,176	4.0	23,309	24,758	(5.9)	5.9	24,377	(4.4)	26,465	13.5	25,205	5.0
每股盈餘(元)	3.87	3.60	7.5	28.2	3.73	4.0	4.10	4.36	(5.9)	5.9	4.29	(4.4)	4.66	13.5	4.44	5.0
毛利率(%)	32.6	32.5	0.1 ppts	0.7 ppts	32.5	0.1 ppts	32.9	32.9	0.0 ppts	0.3 ppts	33.1	(0.2) ppts	33.2	0.3 ppts	34.4	(1.2) ppts
營業率(%)	5.8	5.8	(0.0) ppts	0.2 ppts	5.8	(0.1) ppts	6.1	6.2	(0.2) ppts	0.3 ppts	6.3	(0.3) ppts	6.3	0.2 ppts	6.4	(0.1) ppts
淨利率(%)	4.0	3.8	0.3 ppts	0.8 ppts	3.8	0.2 ppts	4.2	4.4	(0.3) ppts	0.1 ppts	4.3	(0.1) ppts	4.6	0.4 ppts	4.2	0.4 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

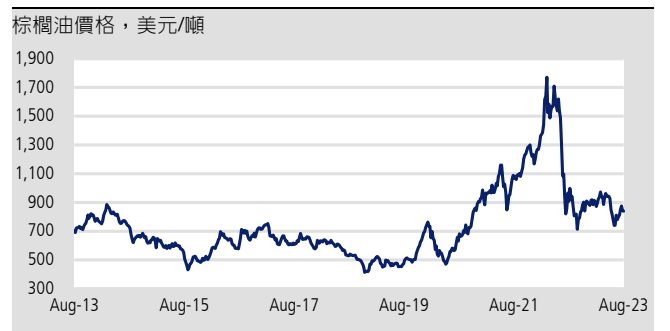
**圖 3：主要子公司投資收益**

主要投資收益(百萬元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
統一超商	14,108	4,616	4,786	4,651	4,035	4,189	1,375	1,192	1,263	955	1,191	1,189	1,294	977	1,288	866	917	964	1,156	1,006	1,218	808	1,346	3,779
統一企業中國控股	2,787	3,309	4,309	4,906	4,592	3,816	1,225	1,985	1,325	(226)	1,289	1,913	1,855	(150)	1,164	1,435	1,951	42	1,025	895	1,660	236	1,525	1,198
統一實業	279	672	239	417	841	1,033	66	144	35	(5)	(26)	152	269	21	96	208	326	211	301	396	345	(9)	143	162
台灣神隆	160	168	82	107	92	134	33	17	14	18	9	67	28	3	34	35	3	20	29	44	23	38	16	21
統一證券	741	343	676	989	1,149	209	261	53	164	198	(265)	444	321	488	272	599	96	183	(162)	114	194	62	131	336
YoY (%)																								
統一超商	214	(67)	4	(3)	(13)	4	14	2	(1)	(1)	(13)	(0)	2	2	8	(27)	(29)	(1)	(10)	16	33	(16)	16	276
統一企業中國控股	34	19	30	14	(6)	(17)	47	32	5	N.M.	5	(4)	40	N.M.	(10)	(25)	5	N.M.	(12)	(38)	(15)	464	49	34
統一實業	(43)	141	(64)	74	102	23	26	(71)	(9)	N.M.	N.M.	6	679	N.M.	N.M.	36	21	888	213	91	6	N.M.	(53)	(59)
台灣神隆	(36)	5	(51)	30	(14)	45	(24)	(70)	(58)	(48)	(74)	298	106	(83)	292	(48)	(88)	559	(17)	28	599	89	(44)	(52)
統一證券	218	(54)	97	46	16	(82)	719	(80)	220	N.M.	N.M.	735	96	147	N.M.	35	(70)	(63)	N.M.	(81)	103	(66)	N.M.	194

資料來源：公司資料；凱基

**圖 4：小麥價格自近期高點回落**


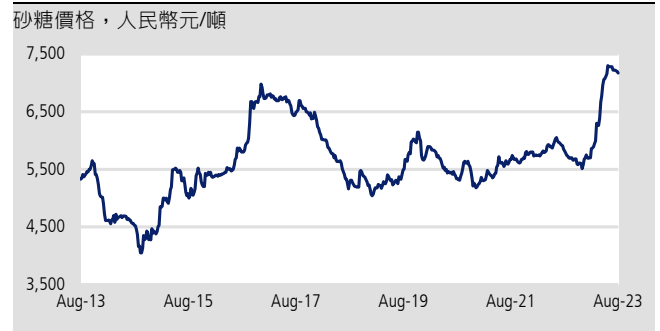
資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 5：棕櫚油價格自高點回落**


資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 6：PET 樹脂價格回檔**


資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 7：砂糖價格進一步走高**


資料來源：Bloomberg；凱基

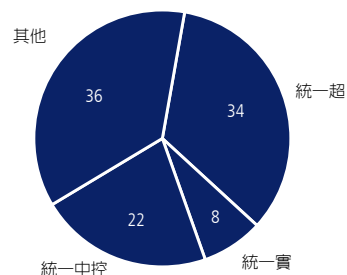
圖 8: 公司概況

統一企業為大中華地區最大的食品飲料集團。公司自 1967 年開始營運，為台灣市場龍頭，多數產品市佔超過 50%。公司在中國市場的方便麵、即飲茶飲料和稀釋果汁領域均為前五大業者。旗下長期投資擴及零售、金屬、金融和營建。2003 年以來進行結構重整，重新聚焦食品本業，已處分許多業外投資事業。

資料來源：凱基

圖 9: 統一超商與統一中控為主要營收來源

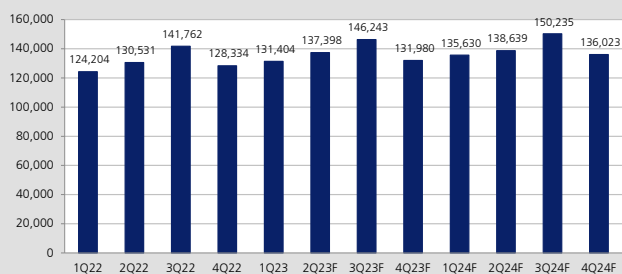
營收組成，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 季營業收入

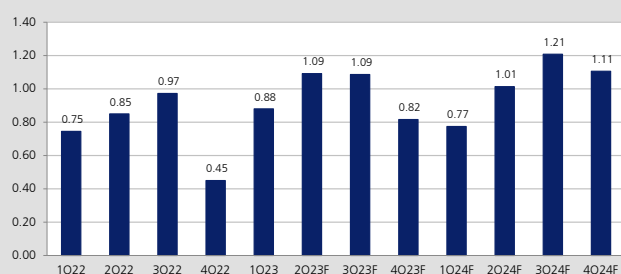
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 11: 每股盈利

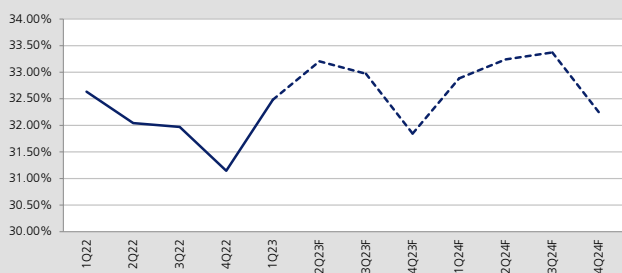
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 12: 毛利率

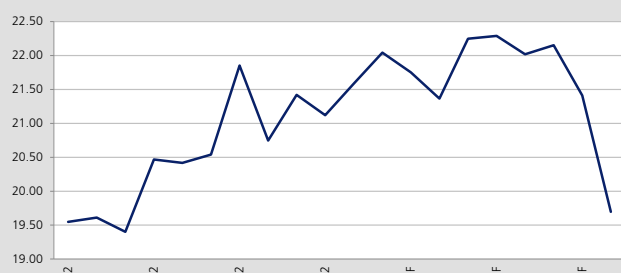
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 13: 本益比

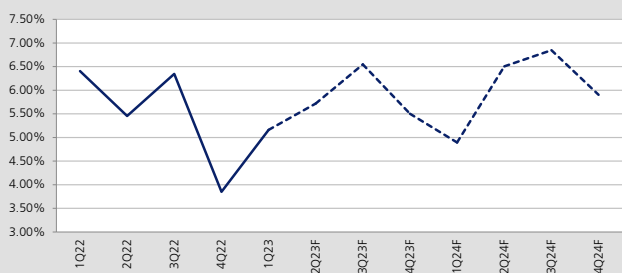
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 14: 營業利潤率

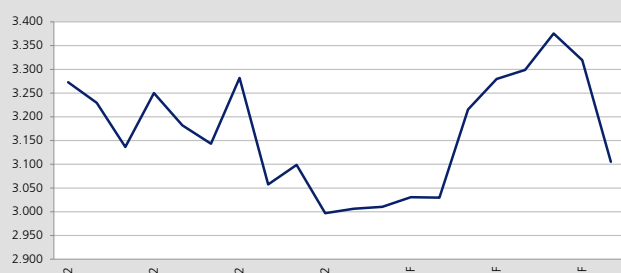
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 15: 股價淨值比

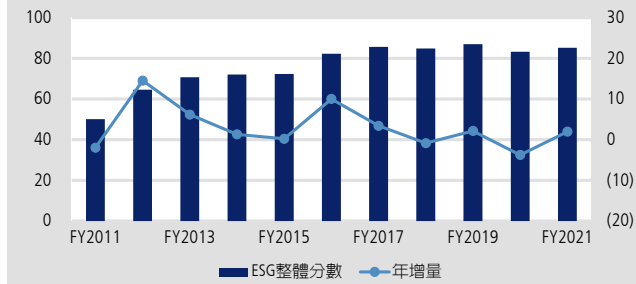
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

**圖 16：ESG 整體分數**

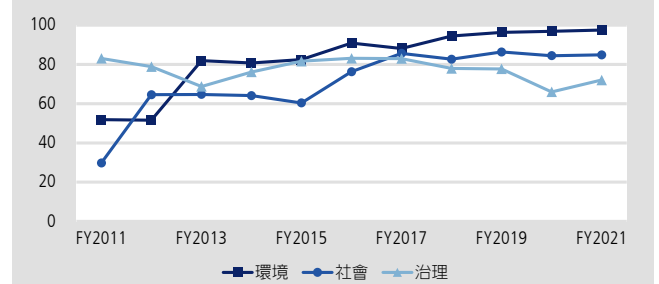
ESG 整體分數，分（左軸）；年增量，分（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 17：ESG 各項分數**

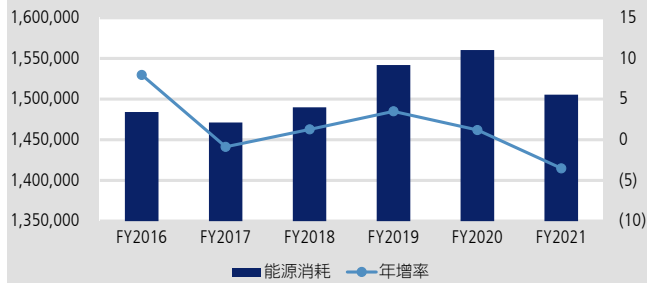
ESG 分數，分



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 18：能源使用**

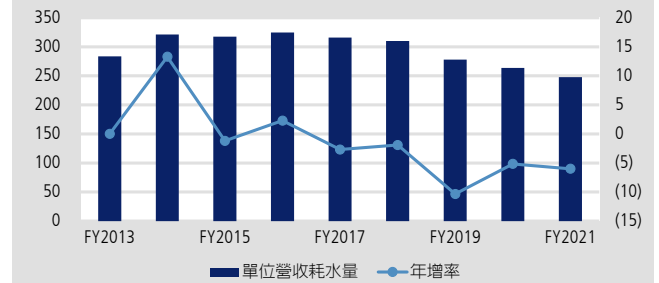
能源使用，十億焦耳（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 19：耗水量**

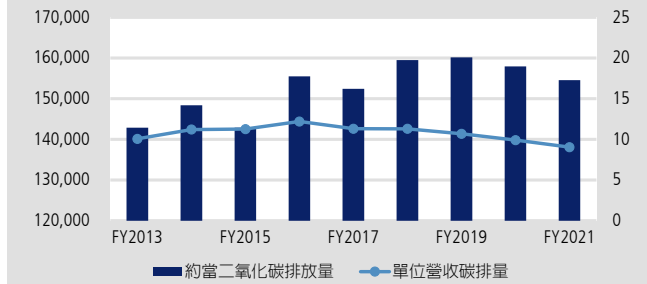
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 20：碳排放量**

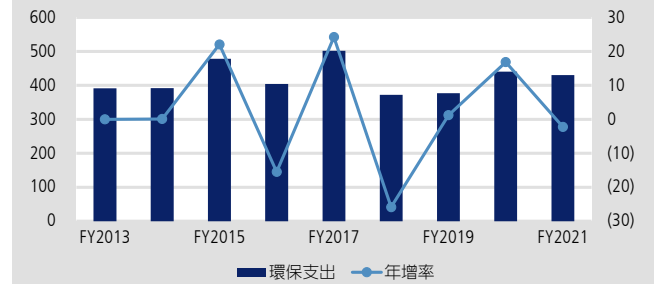
碳排放量，噸（左軸）；單位營收碳排放量，噸/百萬美元（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 21：環保支出**

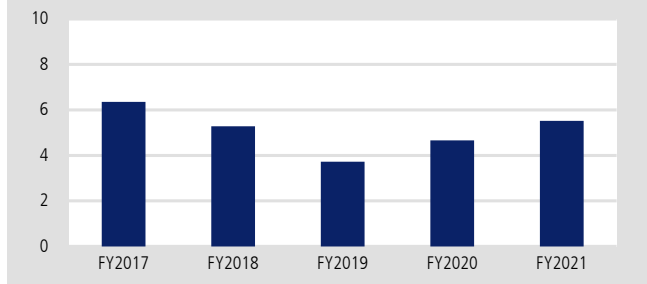
環保支出，台幣百萬元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 22：員工流動率**

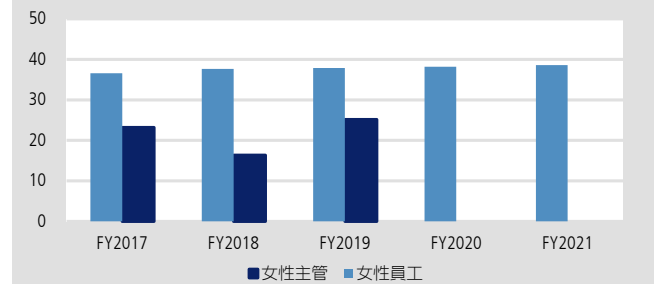
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 23：性別多元化**

女性管理人員及女性員工佔比，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
約當二氧化碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
單位營收碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收比例	公司呈報的廢棄物回收比例 - 廢棄物回收比例 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
耗水量	耗水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) *100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) /2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性主管	女性主管百分比 - 女性主管占公司主管的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性主管之百分比 - 女性主管百分比 = 女性主管人數/主管總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

## 損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	131,404	137,398	146,243	131,980	135,630	138,639	150,235	136,023	547,026	560,528	581,019
營業成本	(88,719)	(91,774)	(98,026)	(89,949)	(91,030)	(92,553)	(100,101)	(92,161)	(368,469)	(375,845)	(387,841)
營業毛利	42,684	45,624	48,217	42,031	44,600	46,086	50,134	43,863	178,557	184,683	193,178
營業費用	(35,902)	(37,767)	(38,643)	(34,770)	(37,961)	(37,069)	(39,848)	(35,835)	(147,082)	(150,713)	(156,665)
營業利益	6,782	7,857	9,575	7,261	6,638	9,017	10,287	8,028	31,475	33,970	36,513
折舊	(8,545)	(15,810)	(15,753)	(23,133)	(16,329)	(16,329)	(16,270)	(16,387)	(63,241)	(65,315)	(67,043)
攤提	(246)	(232)	(233)	(217)	(232)	(232)	(233)	(231)	(928)	(928)	(928)
EBITDA	15,573	23,899	25,561	30,611	23,199	25,578	26,790	24,647	95,644	100,213	104,484
利息收入	1,048	1,197	880	752	1,100	1,020	1,248	1,624	3,877	4,992	6,675
投資利益淨額	745	509	622	567	668	680	702	638	2,443	2,688	2,795
其他營業外收入	1,125	1,409	880	609	1,024	1,100	1,056	1,045	4,024	4,225	4,352
總營業外收入	2,918	3,116	2,382	1,928	2,792	2,800	3,006	3,307	10,344	11,905	13,823
利息費用	(775)	(761)	(674)	(485)	(640)	(660)	(652)	(656)	(2,694)	(2,608)	(2,702)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	1,388	10,741	(60)	(50)	(88)	(90)	(100)	(82)	12,020	(360)	(374)
總營業外費用	613	9,980	(734)	(534)	(728)	(750)	(752)	(738)	9,326	(2,968)	(3,076)
稅前純益	10,313	20,953	11,223	8,655	8,702	11,067	12,541	10,597	51,145	42,907	47,259
所得稅費用[利益]	(2,606)	(10,393)	(2,810)	(2,092)	(2,044)	(2,766)	(2,884)	(2,175)	(17,901)	(9,869)	(10,870)
少數股東損益	(2,706)	(4,356)	(2,242)	(1,924)	(2,257)	(2,542)	(2,792)	(2,139)	(11,229)	(9,730)	(9,925)
非常項目稅後純益	5,001	6,204	6,171	4,639	4,401	5,759	6,865	6,283	22,015	23,309	26,465
非常項目	0	-	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	5,001	6,204	6,171	4,639	4,401	5,759	6,865	6,283	22,015	23,309	26,465
每股盈餘 (NT\$)	0.88	1.09	1.09	0.82	0.77	1.01	1.21	1.11	3.87	4.10	4.66
獲利率 (%)											
營業毛利率	32.5	33.2	33.0	31.8	32.9	33.2	33.4	32.2	32.6	32.9	33.2
營業利益率	5.2	5.7	6.5	5.5	4.9	6.5	6.8	5.9	5.8	6.1	6.3
EBITDA Margin	11.9	17.4	17.5	23.2	17.1	18.4	17.8	18.1	17.5	17.9	18.0
稅前純益率	7.8	15.2	7.7	6.6	6.4	8.0	8.3	7.8	9.3	7.7	8.1
稅後純益率	3.8	4.5	4.2	3.5	3.2	4.2	4.6	4.6	4.0	4.2	4.6
季成長率 (%)											
營業收入	2.4	4.6	6.4	(9.8)	2.8	2.2	8.4	(9.5)			
營業毛利	6.8	6.9	5.7	(12.8)	6.1	3.3	8.8	(12.5)			
營業收益增長	37.2	15.8	21.9	(24.2)	(8.6)	35.8	14.1	(22.0)			
EBITDA	13.1	53.5	7.0	19.8	(24.2)	10.3	4.7	(8.0)			
稅前純益	77.5	103.2	(46.4)	(22.9)	0.5	27.2	13.3	(15.5)			
稅後純益	95.7	24.0	(0.5)	(24.8)	(5.1)	30.8	19.2	(8.5)			
年成長率 (%)											
營業收入	5.8	5.3	3.2	2.8	3.2	0.9	2.7	3.1	4.2	2.5	3.7
營業毛利	5.3	9.1	6.4	5.2	4.5	1.0	4.0	4.4	6.5	3.4	4.6
營業收益	(14.8)	10.3	6.4	46.9	(2.1)	14.8	7.4	10.6	8.5	7.9	7.5
EBITDA	(3.6)	50.4	45.1	122.4	49.0	7.0	4.8	(19.5)	50.8	4.8	4.3
稅前純益	20.8	117.7	(1.3)	49.0	(15.6)	(47.2)	11.7	22.4	44.7	(16.1)	10.1
稅後純益	18.1	27.8	11.7	81.5	(12.0)	(7.2)	11.2	35.5	28.2	5.9	13.5

資料來源：公司資料，凱基



**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>514,040</b>	<b>551,400</b>	<b>576,348</b>	<b>602,277</b>	<b>631,243</b>
<b>流動資產</b>	<b>187,570</b>	<b>210,083</b>	<b>280,916</b>	<b>356,566</b>	<b>439,481</b>
現金及短期投資	106,532	120,950	189,184	263,394	343,458
存貨	46,607	52,932	54,605	55,546	57,476
應收帳款及票據	20,669	21,916	22,843	23,342	24,262
其他流動資產	13,762	14,285	14,285	14,285	14,285
<b>非流動資產</b>	<b>326,469</b>	<b>341,317</b>	<b>295,432</b>	<b>245,711</b>	<b>191,762</b>
長期投資	80,804	84,728	87,284	90,058	92,953
固定資產	122,583	125,862	77,421	24,926	(31,917)
什項資產	123,082	130,726	130,726	130,726	130,726
<b>負債總額</b>	<b>333,046</b>	<b>359,205</b>	<b>367,420</b>	<b>377,792</b>	<b>390,218</b>
<b>流動負債</b>	<b>176,162</b>	<b>188,130</b>	<b>203,923</b>	<b>203,206</b>	<b>210,991</b>
應付帳款及票據	41,401	47,209	48,701	49,540	51,261
短期借款	41,486	47,665	63,354	60,827	64,524
什項負債	93,275	93,256	91,869	92,839	95,206
<b>長期負債</b>	<b>156,884</b>	<b>171,075</b>	<b>163,496</b>	<b>174,586</b>	<b>179,226</b>
長期借款	60,356	68,157	60,578	71,667	76,307
其他負債及準備	30,944	28,365	28,365	28,365	28,365
<b>股東權益總額</b>	<b>180,994</b>	<b>192,195</b>	<b>208,928</b>	<b>224,485</b>	<b>241,026</b>
普通股股本	56,820	56,820	56,820	56,820	56,820
保留盈餘	32,450	31,745	37,249	43,076	49,692
少數股東權益	64,408	66,492	77,721	87,451	97,375
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	5.9%	10.8%	4.2%	2.5%	3.7%
營業收益增長	(4.7%)	2.2%	8.5%	7.9%	7.5%
EBITDA	(1.4%)	2.9%	50.8%	4.8%	4.3%
稅後純益	(7.7%)	(13.6%)	28.2%	5.9%	13.5%
每股盈餘成長率	(7.7%)	(13.6%)	28.2%	5.9%	13.5%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	33.0%	31.9%	32.6%	32.9%	33.2%
營業利益率	6.0%	5.5%	5.8%	6.1%	6.3%
EBITDA Margin	13.0%	12.1%	17.5%	17.9%	18.0%
稅後純益率	4.2%	3.3%	4.0%	4.2%	4.6%
平均資產報酬率	3.9%	3.2%	3.9%	4.0%	4.3%
股東權益報酬率	17.2%	14.2%	17.1%	17.4%	18.9%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	56.3%	60.3%	59.3%	59.0%	58.4%
淨負債比率	11.6%	9.8%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	18.4	15.2	20.0	17.5	18.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	27.0	25.2	30.7	33.1	33.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.3	1.3	1.3	1.4	1.3
流動比率 (x)	1.1	1.1	1.4	1.8	2.1
速動比率 (x)	0.8	0.8	1.1	1.5	1.8
淨負債 (NT\$百萬)	21,004	18,835	(41,288)	(106,935)	(178,663)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	3.50	3.02	3.87	4.10	4.66
每股現金盈餘 (NT\$)	9.92	11.05	14.54	15.18	15.93
每股淨值 (NT\$)	20.52	22.12	23.09	24.12	25.28
調整後每股淨值 (NT\$)	20.52	22.12	23.09	24.12	25.28
每股營收 (NT\$)	83.33	92.37	96.27	98.65	102.26
EBITDA/Share (NT\$)	10.84	11.16	16.83	17.64	18.39
每股現金股利 (NT\$)	2.70	3.15	2.91	3.08	3.49
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.94	0.99	0.97	0.95	0.94
應收帳款周轉天數	15.9	15.2	15.2	15.2	15.2
存貨周轉天數	53.6	54.1	54.1	54.1	54.1
應付帳款周轉天數	47.6	48.2	48.2	48.2	48.2
現金轉換周轉天數	21.9	21.1	21.1	21.1	21.1

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>473,502</b>	<b>524,832</b>	<b>547,026</b>	<b>560,528</b>	<b>581,019</b>
營業成本	(317,396)	(357,182)	(368,469)	(375,845)	(387,841)
<b>營業毛利</b>	<b>156,106</b>	<b>167,650</b>	<b>178,557</b>	<b>184,683</b>	<b>193,178</b>
營業費用	(127,714)	(138,633)	(147,082)	(150,713)	(156,665)
<b>營業利益</b>	<b>28,392</b>	<b>29,017</b>	<b>31,475</b>	<b>33,970</b>	<b>36,513</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>10,051</b>	<b>9,897</b>	<b>10,344</b>	<b>11,905</b>	<b>13,823</b>
利息收入	1,721	2,685	3,877	4,992	6,675
投資利益淨額	3,956	2,305	2,443	2,688	2,795
其他營業外收入	4,374	4,908	4,024	4,225	4,352
<b>總營業外費用</b>	<b>(2,176)</b>	<b>(3,572)</b>	<b>9,326</b>	<b>(2,968)</b>	<b>(3,076)</b>
利息費用	(2,084)	(2,495)	(2,694)	(2,608)	(2,702)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(91)	(1,077)	12,020	(360)	(374)
<b>稅前純益</b>	<b>36,268</b>	<b>35,342</b>	<b>51,145</b>	<b>42,907</b>	<b>47,259</b>
所得稅費用 [利益]	(7,471)	(8,816)	(17,901)	(9,869)	(10,870)
少數股東損益	(8,917)	(9,357)	(11,229)	(9,730)	(9,925)
非常項目	-	0	-	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>19,879</b>	<b>17,168</b>	<b>22,015</b>	<b>23,309</b>	<b>26,465</b>
<b>EBITDA</b>	<b>61,617</b>	<b>63,420</b>	<b>95,644</b>	<b>100,213</b>	<b>104,484</b>
每股盈餘 (NT\$)	3.50	3.02	3.87	4.10	4.66

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>56,353</b>	<b>62,772</b>	<b>82,633</b>	<b>86,262</b>	<b>90,513</b>
本期純益	19,879	17,168	22,015	23,309	26,465
折舊及攤提	33,225	34,403	64,169	66,243	67,971
本期運用資金變動	(6,618)	(1,362)	(1,108)	(602)	(1,128)
其他營業資產及負債變動	9,867	12,563	(2,443)	(2,688)	(2,795)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(23,103)</b>	<b>(25,162)</b>	<b>(15,841)</b>	<b>(13,834)</b>	<b>(11,227)</b>
投資用短期投資出售 [新購]	(5,892)	(347)	-	-	-
本期長期投資變動	(166)	(60)	(113)	(86)	(99)
資本支出淨額	(16,791)	(20,583)	(14,800)	(12,820)	(10,200)
其他資產變動	(254)	(4,172)	(928)	(928)	(928)
<b>自由現金流</b>	<b>31,454</b>	<b>33,291</b>	<b>67,792</b>	<b>78,050</b>	<b>83,830</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(33,042)</b>	<b>(23,850)</b>	<b>1,440</b>	<b>1,782</b>	<b>780</b>
短期借款變動	2,160	8,733	-	-	-
長期借款變動	7,203	9,017	8,110	8,563	8,337
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(15,341)	(15,342)	(17,898)	(16,511)	(17,482)
其他融資現金流	(27,064)	(26,258)	11,229	9,730	9,925
<b>匯率影響數</b>	<b>(1,349)</b>	<b>2,388</b>	-	-	-
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(1,141)</b>	<b>16,148</b>	<b>68,233</b>	<b>74,210</b>	<b>80,065</b>

**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	27.0%	26.4%	26.9%	26.9%	27.0%
<b>= 營業利益率</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.8%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.3%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	0.2	0.1	0.0	(0.1)
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>6.0</b>	<b>6.1</b>	<b>13.8</b>	<b>(42.5)</b>	<b>(8.2)</b>
營業利益率	6.0%	5.5%	5.8%	6.1%	6.3%
x 資本周轉率	6.0	6.1	13.8	(42.5)	(8.2)
x (1 - 有效現金稅率)	79.4%	75.1%	65.0%	77.0%	77.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>28.4%</b>	<b>25.4%</b>	<b>51.6%</b>	<b>(198.3%)</b>	<b>(39.4%)</b>

資料來源：公司資料，凱基



## 統一 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-05-11	增加持股	80.00	74.40
2023-03-10	增加持股	80.00	68.40
2022-11-09	增加持股	76.00	65.30
2022-08-11	增加持股	76.00	66.00
2022-05-12	增加持股	76.00	65.30
2022-03-11	增加持股	84.00	66.30
2021-11-10	增加持股	84.00	67.30
2021-09-14	增加持股	84.00	69.40
2021-08-12	增加持股	84.00	73.00
2021-03-25	增加持股	84.00	69.70

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，遲後若有變更時，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。