



# 華城

(1519.TW/1519 TT)

## 持有 · 首次評等

收盤價 September 21 (NT\$)	244.5
12 個月目標價 (NT\$)	244.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
下跌空間 (%)	0.2

## 焦點內容

台灣強韌電網資本支出及美國基礎建設投資將帶動華城變壓器內外銷成長。建議投資人靜待政策更加明確再檢視該股。

## 交易資料表

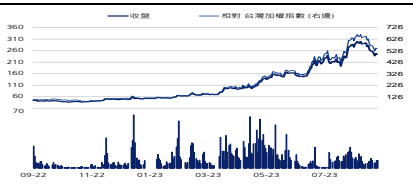
市值：(NT\$bn/US\$mn)	63.83 / 1,994
流通在外股數 (百萬股)：	261.1
外資持有股數 (百萬股)：	37.78
3M 平均成交量 (百萬股)：	7.07
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	36.20 - 300.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	49.5	243.4	455.7
相對表現 (%)	54.7	238.2	442.6

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	(0.03)A	0.89A	0.52A	1.83A
2023	0.79A	2.08A	2.29F	2.66F
2024	2.33F	2.87F	2.65F	3.24F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

黃柏瑞  
886 2 2181 8706  
Barry.Huang@kgi.com

許家源  
886 2 2181 8707  
tom.hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 美國外銷需求爆發

### 重要訊息

台灣強韌電網資本支出及美國基礎建設投資將帶動華城變壓器內外銷成長。

### 評論及分析

台灣強韌電網資本支出帶動華城變壓器營收成長。台電推出 10 年 5,645 億的強韌電網計畫，我們預估 2023-25 年變電設備採購金額年複合成長率達 32%，而此成長動能將於 2026-32 年持續。變電設備中，華城主要產製變壓器(佔營收 70%)，而華城約可取得台電標案 6% 的份額。我們預估華城 2023-25 年變壓器內銷營收年複合成長率達 28%。

美國基礎建設投資下，華城為最大受惠者。美國 IIJA 及 IRA 兩法案在 2022-32 年間將分配約 4,640 億美元用於能源相關的基礎建設投資，我們預估 2023-25 年間每年將有 43 億美元的電力變壓器需求，供台灣變壓器業者爭取，而此需求 2026-32 年亦將持續。目前我國變壓器外銷美國之比重已超過 50%，而華城變壓器外銷比重佔 40%，為美國基礎建設投資的最大受惠者。美國變壓器由於人力短缺及產能不足等因素，造成交貨時間大幅延長。我們預估在供不應求下，華城外銷變壓器價格將逐年上漲，帶動華城 2023-25 年變壓器外銷營收年複合成長率達 52%。

### 投資建議

我們預估華城 2023-25 年 EPS 年複合成長率達 60%。我們首次評等華城，給予「持有」評等及目標價 244 元，係根據 2024 年 EPS 11.10 元的 22 倍。我們認為台灣強韌電網計畫及美國基礎建設投資將持續帶動華城營收成長，建議投資人靜待政策更加明確再檢視該股。

### 投資風險

政府標案釋出進度及美國基礎建設投資進度不如預期。

### 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)	9,020	7,751	12,097	15,659	18,117
營業毛利 (NT\$百萬)	1,407	1,588	3,767	5,219	6,155
營業利益 (NT\$百萬)	392	429	2,387	3,533	4,223
稅後淨利 (NT\$百萬)	290	838	2,040	2,897	3,463
每股盈餘 (NT\$)	1.11	3.21	7.81	11.10	13.27
每股現金股利 (NT\$)	1.00	2.50	5.50	7.80	9.30
每股盈餘成長率 (%)	(36.6)	189.2	143.3	42.0	19.5
本益比 (x)	220.2	76.1	31.3	22.0	18.4
股價淨值比 (x)	18.3	15.4	11.5	9.1	7.6
EV/EBITDA (x)	115.0	108.6	24.3	16.5	13.7
淨負債比率 (%)	70.2	50.7	19.2	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.4	1.0	2.2	3.2	3.8
股東權益報酬率 (%)	8.3	22.0	42.1	46.2	44.9

資料來源：公司資料，凱基

**台灣強韌電網資本支出及美國基礎建設投資帶動華城獲利成長**

華城變壓器佔營收約 70%，其中內外銷比重分別為 60%、40%。我們認為華城 2023-25 年營收將年增 56%、29%、16%，主要由變壓器內外銷成長帶動，其成長動能分別為：(1)台電強韌電網資本支出；(2) 美國基礎建設投資。

在台電 10 年 5,645 億之強韌電網計畫下，我們預估台電變電設備採購金額將年增 46%、21%、31%，而此成長動能將於 2026-32 年持續。由於台電變電設備採購標案中，電力變壓器金額比重約佔 20%，而華城約可取得 30%電力變壓器標案，我們預估華城電力變壓器營收將直接受惠於強韌電網資本支出(約台電標案 6%份額)，而配電變壓器營收亦將間接受惠於相關之配電系統建置。故我們預估華城 2023-25 年變壓器內銷營收將年增 35%、19%、29%。

美國 IIJA 及 IRA 兩法案在 2022-32 年間將分配約 4,640 億美元用於能源相關的基礎建設投資，我們預估 2023-25 年間每年將有 43 億美元的電力變壓器需求，供台灣變壓器業者爭取，而此需求 2026-32 年亦將持續。在基礎建設投資下，以往由美國國內供應之配電變壓器，因平均交貨時間延長，由 2021 年以前之 2-3 個月增加至 2022 年的 12 個月，我們預估部份需求將轉由海外進口滿足，因此華城之配電變壓器外銷亦將成長。目前我國變壓器外銷美國之比重已超過 50%，而華城變壓器外銷比重佔 40%，是美國基礎建設投資的最大受惠者。美國變壓器由於人力短缺及產能不足等因素，造成交貨時間大幅延長。我們預估在供不應求下，華城外銷變壓器之價格將於 2023-25 年分別年增 30%、10%、5%，在出貨量及 ASP 皆提升下，華城 2023-25 年變壓器外銷營收將年增 121%、39%、14%。

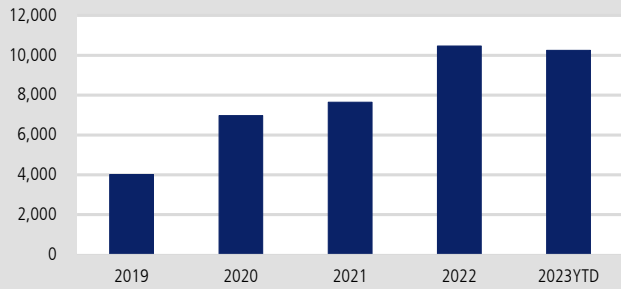
我們預估外銷變壓器價格上漲將帶動華城毛利率自 2022 年的 20%逐年提升至 2023-25 年的 31%、33%、34%，而華城 2023-25 年之 EPS 將達 7.81 元、11.10 元、13.27 元，年複合增長率達 60%。

**獲利年複合成長率為重電業者最高，給予 22 倍之評價與目標價 244 元**

華城 2023-25 年之獲利年複合成長率達 60%，為台灣重電業者中成長率最高者。重電產業的評價自強韌電網計畫宣布後，由 2022 年底的 1.0 倍 PB 與 10 倍 PE，經歷重新評價至目前的 1.9 倍 PB 與 18 倍 PE。目前其他重電同業股價交易於 2024 年 EPS 之 12-18 倍區間，而華城目前交易於 2024 年 EPS 之 22 倍。我們認為華城不僅受惠於強韌電網計畫，亦接獲美國基礎建設投資的外銷訂單，營運成長動能高於同業，故給予其 22 倍之評價，並依據 2024 年 11.10 元 EPS，給予 244 元之目標價。我們給予「持有」評等，建議投資人靜待台灣及美國政策更加明確再檢視該股。

**圖 1: 台電電力變壓器標案金額已達 2022 年水準**

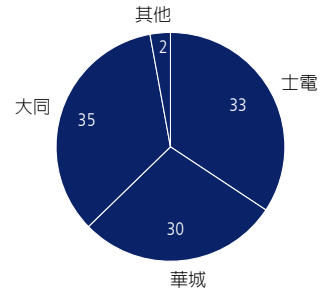
台電電力變壓器標案金額，百萬元



資料來源：政府電子採購網；凱基

**圖 2: 華城之電力變壓器標案佔比約 30%**

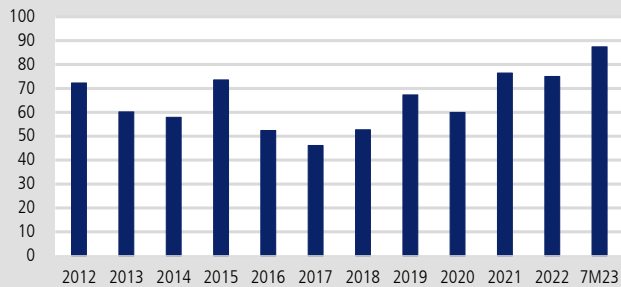
台電電力變壓器標案金額佔比，百分比



資料來源：政府電子採購網；凱基

**圖 3: 台灣外銷至美國變壓器金額已超過 2022 年水準**

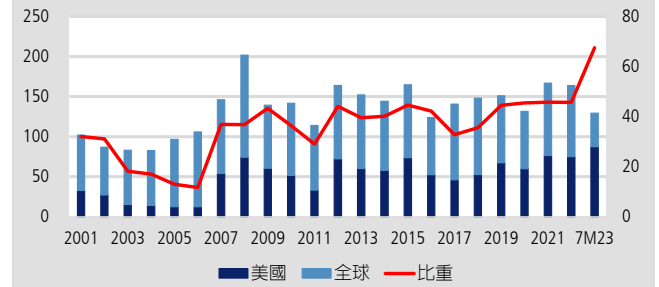
台灣變壓器出口至美國金額，US\$mn



資料來源：中華民國海關；凱基

**圖 4: 台灣外銷至美國變壓器金額比重逐步提高**

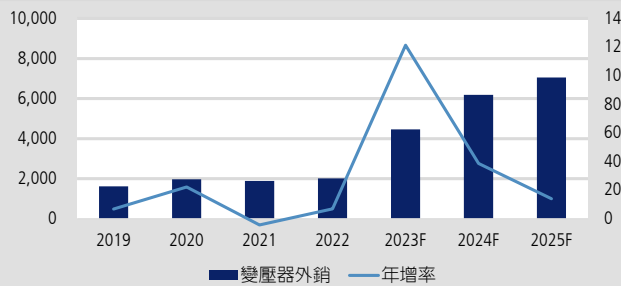
台灣變壓器出口金額，US\$mn(左軸)；比重，百分比(右軸)



資料來源：中華民國海關；凱基

**圖 5: 華城 2023-25 年變壓器外銷營收將年增 121%、39%、14%**

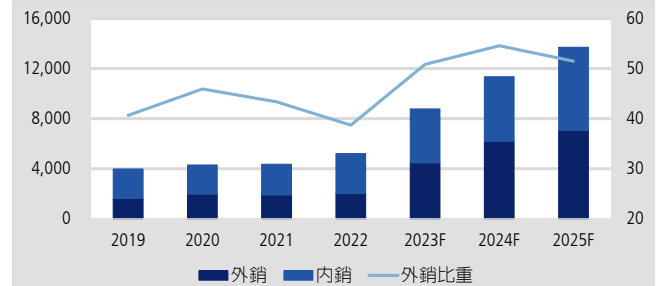
華城變壓器外銷營收，百萬元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：華城；凱基

**圖 6: 華城 2023-25 年外銷變壓器比重將達 51%、55%、52%**

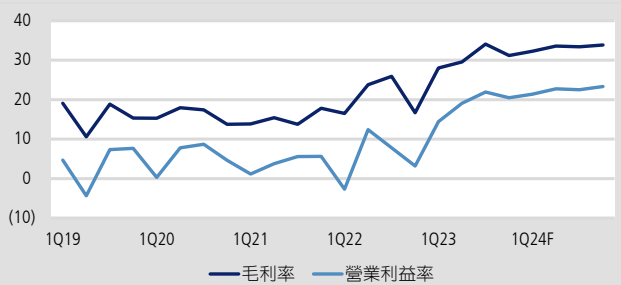
華城變壓器內外銷金額，百萬元(左軸)；外銷比重，百分比(右軸)



資料來源：華城；凱基

**圖 7: 華城毛利率及營業利益率將持續成長**

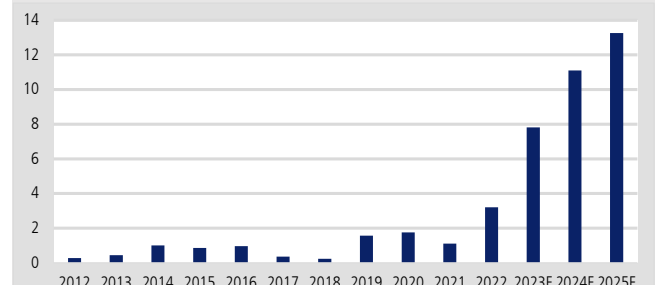
華城毛利率及營業利益率，百分比



資料來源：中興電；凱基

**圖 8: 華城獲利將於 2023-25 年持續成長**

華城 EPS，元



資料來源：中興電；凱基

圖 9：3Q23 &amp; 4Q23 財務預估暨市場共識比較

百萬元	3Q23F					4Q23F				
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	3,250	4.8	97.6	3,389	(4.1)	4,203	29.3	57.7	3,717	13.1
毛利	1,108	20.8	159.8	1,073	3.2	1,311	18.4	194.6	1,157	13.3
營業利益	712	20.4	455.0	737	(3.4)	862	21.0	909.2	757	13.8
稅前淨利	737	14.0	379.9	806	(8.6)	865	17.4	59.4	834	3.8
稅後淨利	597	9.8	340.8	681	(12.3)	693	16.1	45.1	706	(1.7)
每股盈餘(元)	2.29	9.8	340.8	2.61	(12.2)	2.66	16.1	45.1	2.71	(1.7)
毛利率(%)	34.1	4.5 ppts	8.2 ppts	31.7	2.4 ppts	31.2	(2.9)ppts	14.5 ppts	31.1	0.0 ppts
營益率(%)	21.9	2.8 ppts	14.1 ppts	21.7	0.2 ppts	20.5	(1.4)ppts	17.3 ppts	20.4	0.1 ppts
淨利率(%)	18.4	0.8 ppts	10.1 ppts	20.1	(1.7)ppts	16.5	(1.9)ppts	(1.4)ppts	19.0	(2.5)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 10：2023-24 年財務預估暨市場共識比較

百萬元	2023F				2024F			
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	12,097	56.1	11,510	5.1	15,659	29.4	15,412	1.6
毛利	3,767	137.3	3,507	7.4	5,219	38.5	5,602	(6.8)
營業利益	2,387	456.2	2,307	3.5	3,533	48.0	3,990	(11.5)
稅前獲利	2,487	161.9	2,524	(1.5)	3,533	42.0	4,156	(15.0)
稅後淨利	2,040	143.3	2,069	(1.4)	2,897	42.0	3,475	(16.6)
每股盈餘(元)	7.81	143.3	8.19	(4.5)	11.10	42.0	13.31	(16.6)
毛利率(%)	31.1	10.7 ppts	30.5	0.7 ppts	33.3	2.2 ppts	36.4	(3.0)ppts
營益率(%)	19.7	14.2 ppts	20.0	(0.3)ppts	22.6	2.8 ppts	25.9	(3.3)ppts
淨利率(%)	16.9	6.0 ppts	18.0	(1.1)ppts	18.5	1.6 ppts	22.5	(4.0)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 11：部門獲利預估

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
機電部門	273	653	732	858	758	933	862	1,035	770	2,517	3,588	4,278
統包部門	8	22	40	50	47	43	45	60	(73)	120	195	195
營業利益合計	222	592	712	862	742	914	844	1,033	429	2,387	3,533	4,223
轉投資收益合計	0	(0)	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
股利收入合計	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
稅後淨利	206	544	597	693	609	749	692	847	838	2,040	2,897	3,463
EPS	0.79	2.08	2.29	2.66	2.33	2.87	2.65	3.24	3.21	7.81	11.10	13.27
DPS									2.50	5.50	7.80	9.30

資料來源：凱基

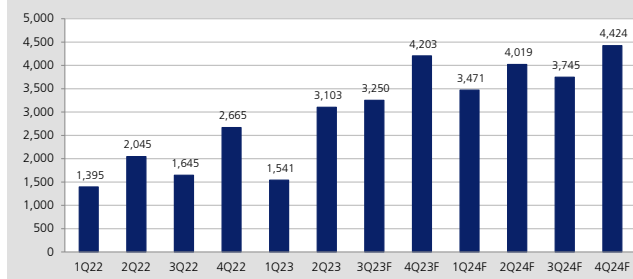
**圖 12: 公司概況**

華城成立於 1969 年，為重電產業設備廠商，主要生產製造配電及電力變壓器、開關設備、配電盤、相關配電器材及工程承包。公司產品線廣，在電力系統中，除了發電機和電纜沒有生產外，其餘電力相關產品皆有客製化的製造服務。公司致力於全球外銷大型變壓器市場，2022 年變壓器銷售，內銷佔 61%，外銷佔 39%，其中，電力變壓器佔國內產值 35%，佔我國外銷金額 75% 以上；配電變壓器佔國內產值 18%，佔我國外銷金額 35% 以上。

資料來源：凱基

**圖 14: 季營業收入**

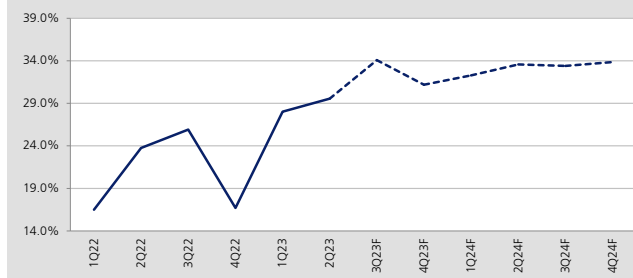
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 16: 毛利率**

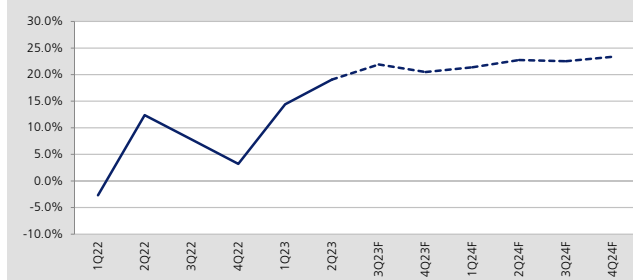
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 18: 營業利潤率**

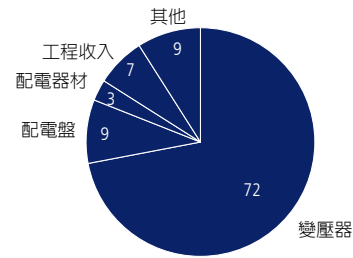
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 13: 變壓器佔華城營收大宗**

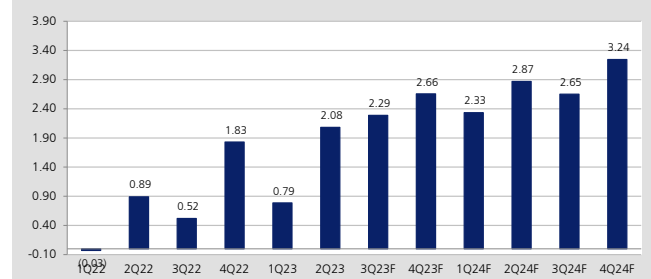
2022 年產品營收比重，百分比



資料來源：公司資料、凱基

**圖 15: 每股盈利**

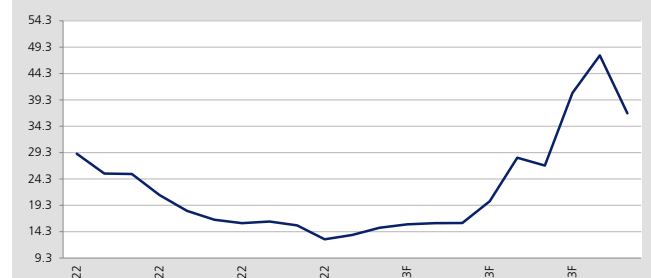
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 17: 本益比**

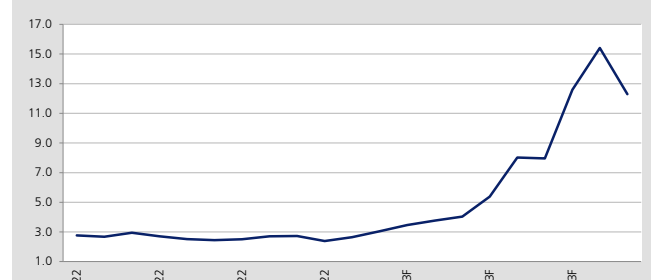
本益比，倍



資料來源：凱基

**圖 19: 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-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	1,541	3,103	3,250	4,203	3,471	4,019	3,745	4,424	12,097	15,659	18,117
營業成本	(1,109)	(2,186)	(2,143)	(2,893)	(2,350)	(2,670)	(2,494)	(2,926)	(8,330)	(10,440)	(11,962)
營業毛利	432	917	1,108	1,311	1,121	1,350	1,251	1,498	3,767	5,219	6,155
營業費用	(210)	(325)	(396)	(449)	(378)	(436)	(407)	(465)	(1,380)	(1,686)	(1,932)
營業利益	222	592	712	862	742	914	844	1,033	2,387	3,533	4,223
折舊	(34)	(36)	(38)	(43)	(38)	(38)	(38)	(38)	(150)	(150)	(150)
攤提	(7)	(7)	(6)	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)	(25)	(25)	(25)
EBITDA	263	634	756	910	786	957	888	1,077	2,562	3,708	4,398
利息收入	4	8	-	(12)	-	-	-	-	-	-	-
投資利益淨額	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	31	36	33	30	8	8	8	8	130	30	30
總營業外收入	36	44	33	18	8	8	8	8	130	30	30
利息費用	(16)	(14)	(8)	7	(8)	(8)	(8)	(8)	(30)	(30)	(30)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(3)	25	-	(22)	-	-	-	-	-	-	-
總營業外費用	(19)	11	(8)	(15)	(8)	(8)	(8)	(8)	(30)	(30)	(30)
稅前純益	239	646	737	865	742	914	844	1,033	2,487	3,533	4,223
所得稅費用[利益]	(36)	(107)	(140)	(165)	(134)	(164)	(152)	(186)	(448)	(636)	(760)
少數股東損益	3	4	-	(7)	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	206	544	597	693	609	749	692	847	2,040	2,897	3,463
非常項目	(0)	0	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	206	544	597	693	609	749	692	847	2,040	2,897	3,463
每股盈餘 (NT\$)	0.79	2.08	2.29	2.66	2.33	2.87	2.65	3.24	7.81	11.10	13.27
獲利率 (%)											
營業毛利率	28.0	29.5	34.1	31.2	32.3	33.6	33.4	33.9	31.1	33.3	34.0
營業利益率	14.4	19.1	21.9	20.5	21.4	22.7	22.5	23.4	19.7	22.6	23.3
EBITDA Margin	17.0	20.4	23.3	21.6	22.7	23.8	23.7	24.3	21.2	23.7	24.3
稅前純益率	15.5	20.8	22.7	20.6	21.4	22.7	22.5	23.4	20.6	22.6	23.3
稅後純益率	13.4	17.5	18.4	16.5	17.5	18.6	18.5	19.1	16.9	18.5	19.1
季成長率 (%)											
營業收入	(42.2)	101.4	4.8	29.3	(17.4)	15.8	(6.8)	18.1			
營業毛利	(3.0)	112.3	20.8	18.4	(14.5)	20.4	(7.3)	19.7			
營業收益增長	160.3	166.2	20.4	21.0	(13.8)	23.1	(7.6)	22.4			
EBITDA	110.8	141.6	19.2	20.4	(13.6)	21.8	(7.3)	21.3			
稅前純益	(56.0)	170.5	14.0	17.4	(14.2)	23.1	(7.6)	22.4			
稅後純益	(56.9)	164.4	9.8	16.1	(12.2)	23.1	(7.6)	22.4			
年成長率 (%)											
營業收入	10.4	51.7	97.6	57.7	125.3	29.5	15.2	5.2	56.1	29.4	15.7
營業毛利	87.5	88.6	159.8	194.6	159.6	47.2	13.0	14.2	137.3	38.5	17.9
營業收益		133.6	455.0	909.2	234.2	54.5	18.5	19.9	456.2	48.0	19.5
EBITDA		119.0	355.1	630.7	199.5	51.0	17.4	18.3	342.4	44.7	18.6
稅前純益		143.0	379.9	59.4	210.7	41.4	14.5	19.4	161.9	42.0	19.5
稅後純益		133.7	340.8	45.1	196.0	37.8	15.9	22.2	143.3	42.0	19.5

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>9,922</b>	<b>11,700</b>	<b>13,833</b>	<b>15,295</b>	<b>16,721</b>
<b>流動資產</b>	<b>7,343</b>	<b>9,118</b>	<b>11,183</b>	<b>12,669</b>	<b>14,121</b>
現金及短期投資	284	837	1,890	3,377	4,829
存貨	2,731	4,205	6,875	6,875	6,875
應收帳款及票據	2,662	2,142	1,508	1,508	1,508
其他流動資產	1,667	1,934	909	909	909
<b>非流動資產</b>	<b>2,579</b>	<b>2,583</b>	<b>2,650</b>	<b>2,625</b>	<b>2,600</b>
長期投資	322	323	358	358	358
固定資產	1,993	1,977	2,072	2,072	2,072
什項資產	264	283	220	195	170
<b>負債總額</b>	<b>6,403</b>	<b>7,435</b>	<b>8,168</b>	<b>8,168</b>	<b>8,168</b>
<b>流動負債</b>	<b>4,897</b>	<b>6,411</b>	<b>7,091</b>	<b>7,091</b>	<b>7,091</b>
應付帳款及票據	2,351	2,150	2,390	2,390	2,390
短期借款	1,438	2,038	1,896	1,896	1,896
什項負債	1,108	2,223	2,804	2,804	2,804
<b>長期負債</b>	<b>1,506</b>	<b>1,025</b>	<b>1,078</b>	<b>1,078</b>	<b>1,078</b>
長期借款	1,202	720	862	862	862
其他負債及準備	192	189	216	216	216
<b>股東權益總額</b>	<b>3,520</b>	<b>4,265</b>	<b>5,665</b>	<b>7,126</b>	<b>8,553</b>
普通股股本	2,611	2,611	2,611	2,611	2,611
保留盈餘	443	995	1,599	2,459	3,495
少數股東權益	41	122	122	122	122
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	6.5%	(14.1%)	56.1%	29.4%	15.7%
營業收益增長	(17.3%)	9.5%	456.2%	48.0%	19.5%
EBITDA	(12.0%)	8.9%	342.4%	44.7%	18.6%
稅後純益	(36.6%)	189.2%	143.3%	42.0%	19.5%
每股盈餘成長率	(36.6%)	189.2%	143.3%	42.0%	19.5%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	15.6%	20.5%	31.1%	33.3%	34.0%
營業利益率	4.3%	5.5%	19.7%	22.6%	23.3%
EBITDA Margin	5.9%	7.5%	21.2%	23.7%	24.3%
稅後純益率	3.2%	10.8%	16.9%	18.5%	19.1%
平均資產報酬率	3.1%	7.8%	16.0%	19.9%	21.6%
股東權益報酬率	8.3%	22.0%	42.1%	46.2%	44.9%
<b>穩定 / 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	75.0%	64.7%	48.7%	38.7%	32.2%
淨負債比率	70.2%	50.7%	19.2%	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	13.0	21.2	83.9	118.8	141.8
利息及短期債保障倍數 (x)	0.2	0.3	0.6	0.6	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	(14.3)	17.9	62.5	102.4	121.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.3)	0.4	1.0	1.6	1.9
流動比率 (x)	1.5	1.4	1.6	1.8	2.0
速動比率 (x)	0.9	0.8	0.6	0.8	1.0
淨負債 (NT\$百萬)	2,471	2,162	1,089	(397)	(1,849)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	1.11	3.21	7.81	11.10	13.27
每股現金盈餘 (NT\$)	(1.68)	3.21	7.19	11.77	13.94
每股淨值 (NT\$)	13.33	15.87	21.23	26.83	32.30
調整後每股淨值 (NT\$)	13.33	15.87	21.23	26.83	32.30
每股營收 (NT\$)	34.55	29.69	46.34	59.98	69.40
EBITDA/Share (NT\$)	2.04	2.22	9.82	14.20	16.85
每股現金股利 (NT\$)	1.00	2.50	5.50	7.80	9.30
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.97	0.72	0.95	1.08	1.13
應收帳款周轉天數	107.7	100.9	45.5	35.3	30.4
存貨周轉天數	130.9	249.0	301.3	241.0	209.8
應付帳款周轉天數	112.7	127.3	104.7	83.8	72.9
現金轉換周轉天數	125.9	222.6	242.1	192.5	167.3

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>9,020</b>	<b>7,751</b>	<b>12,097</b>	<b>15,659</b>	<b>18,117</b>
營業成本	(7,613)	(6,163)	(8,330)	(10,440)	(11,962)
<b>營業毛利</b>	<b>1,407</b>	<b>1,588</b>	<b>3,767</b>	<b>5,219</b>	<b>6,155</b>
營業費用	(1,015)	(1,158)	(1,380)	(1,686)	(1,932)
<b>營業利益</b>	<b>392</b>	<b>429</b>	<b>2,387</b>	<b>3,533</b>	<b>4,223</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>130</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
利息收入	1	8	-	-	-
投資利益淨額	1	1	-	-	-
其他營業外收入	37	38	130	30	30
<b>總營業外費用</b>	<b>(66)</b>	<b>474</b>	<b>(30)</b>	<b>(30)</b>	<b>(30)</b>
利息費用	(31)	(47)	(30)	(30)	(30)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(35)	521	-	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>366</b>	<b>950</b>	<b>2,487</b>	<b>3,533</b>	<b>4,223</b>
所得稅費用[利益]	(78)	(127)	(448)	(636)	(760)
少數股東損益	2	16	-	-	-
非常項目	-	0	-	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>290</b>	<b>838</b>	<b>2,040</b>	<b>2,897</b>	<b>3,463</b>
<b>EBITDA</b>	<b>532</b>	<b>579</b>	<b>2,562</b>	<b>3,708</b>	<b>4,398</b>
每股盈餘 (NT\$)	1.11	3.21	7.81	11.10	13.27

**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>(438)</b>	<b>838</b>	<b>1,876</b>	<b>3,072</b>	<b>3,638</b>
本期純益	290	838	2,040	2,897	3,463
折舊及攤提	140	150	175	175	175
本期運用資金變動	(1,001)	(1,284)	(973)	(600)	(392)
其他營業資產及負債變動	133	1,134	635	600	392
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(477)</b>	<b>(401)</b>	<b>(150)</b>	<b>(150)</b>	<b>(150)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(333)	(144)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(117)	(139)	(150)	(150)	(150)
其他資產變動	(28)	(118)	-	-	-
<b>自由現金流</b>	<b>(687)</b>	<b>(925)</b>	<b>984</b>	<b>2,297</b>	<b>3,071</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>877</b>	<b>28</b>	<b>(653)</b>	<b>(1,436)</b>	<b>(2,036)</b>
短期借款變動	509	5	-	-	-
長期借款變動	360	310	(650)	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(339)	(261)	(653)	(1,436)	(2,036)
其他融資現金流	348	(25)	650	-	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(7)</b>	<b>(38)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(46)</b>	<b>427</b>	<b>1,073</b>	<b>1,486</b>	<b>1,452</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	11.3%	14.9%	11.4%	10.8%	10.7%
<b>= 營業利益率</b>	<b>4.3%</b>	<b>5.5%</b>	<b>19.7%</b>	<b>22.6%</b>	<b>23.3%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入					
+ 淨固定資產/營業收入	0.4	0.5	0.3	0.3	0.2
+ 什項資產/營業收入	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1
= 資本周轉率	1.6	1.3	1.9	2.5	2.9
營業利益率	4.3%	5.5%	19.7%	22.6%	23.3%
x 資本周轉率	1.6	1.3	1.9	2.5	2.9
x (1 - 有效現金稅率)	78.6%	86.6%	82.0%	82.0%	82.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.3%</b>	<b>30.9%</b>	<b>45.9%</b>	<b>55.1%</b>

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。