

增加持股・維持

收盤價 October 17 (NT\$)	204.0
12 個月目標價 (NT\$)	278.0
前次目標價 (NT\$)	278.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	36.3

焦點內容

我們認為在獲利率不若預期般疲弱且認列匯兌利益帶動下，上銀 3Q23 獲利有機會超前預期，且我們相信自動化產業即將走出下降週期。我們維持目標價 278 元，相當於 28 倍本益比，並重申上銀「增加持股」評等。

交易資料表

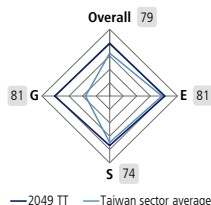
市值：(NT\$bn/US\$m)	72.17 / 2,239
流通在外股數 (百萬股)：	353.8
外資持有股數 (百萬股)：	108.5
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.86
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	158.0 -263.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-6.4	-20.6	25.9
相對表現 (%)	-2.4	-24.9	-2.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	4.01A	3.60A	4.13A	1.33A
2023	1.26A	1.77A	1.97F	1.37F
2024	1.60F	2.51F	3.10F	2.72F

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

重要免責聲明，詳見最終頁

上銀

(2049.TW/2049 TT)



週期觸底跡象浮現

重要訊息

上銀預計於 11 月 10 日公佈 3Q23 財報，我們估計在獲利率不若預期般疲弱且認列匯兌利益帶動下，3Q23 獲利可望超前預期。儘管近期訂單能見度依舊有限，但我們看到越來越多跡象顯示自動化產業即將走出週期谷底，並預期上銀股價動能將隨 2024 年獲利重回成長軌道而回溫。

評論及分析

3Q23 獲利有機會超前。3Q23 營收年減 17.2%、季減 0.4%至 65.6 億元，略高於市場與我們預估。基於營收超前且區域市場營收比重有利，凱基認為原本保守預估的營業利率或存在上檔空間。目前我們預估上銀 3Q23 營業利率將小幅季減 2.9 個百分點至 11.7%，對比市場預估為 13.5%；再加上可能認列匯兌利益，我們預計 3Q23 每股盈餘將為 1.97 元，年減 51%，高於我們原本預估的 1.70 元（市場共識為 2.01 元）。

週期觸底跡象逐漸浮現。儘管工具機需求平淡，上銀的訂單能見度依舊不高（僅 1.5-2 個月），但我們認為自動化產業週期即將觸底，理由是 (1) 日本工具機訂單改善，出口訂單年減幅度連續四個月收斂；(2) 中國製造業新訂單持續逐月復甦；與 (3) 美國零售與製造業庫存趨緩。凱基認為各項逐步好轉跡象意味著上銀的營收明年將重回成長軌道，理由是公司營收表現與日本工具機訂單具高度相關性。

2024 年獲利將恢復成長。我們微調 2023 年預估獲利以反映 3Q23 財報的潛在上檔與 4Q23 產品降價。由於市場需求低迷，我們認為 4Q23 公司降價已在意料之中。然而，我們認為科技資本支出回到上升週期與智慧型手機需求復甦將帶動自動化需求，因此 2024 年預估大致維持不變。我們預期上銀 2024 年營收將恢復年增 20%，進而帶動營業利率回升，每股盈餘亦可望成長 56%至 9.93 元，對比市場預估為 9.48 元。

投資建議

我們認為市場已充分意識到 2H23 訂單平淡與產品價格折讓擴大，惟我們認為日本工具機訂單與中國製造業活動回溫都是正面跡象，顯示產業週期接近谷底。我們預期自動化產業回到上升週期可望帶動上銀獲利復甦及評價提升。我們維持目標價 278 元，相當於 28 倍本益比（歷史區間為 13-39 倍），並重申「增加持股」評等。

投資風險

下檔風險包括資本支出週期進一步延遲與價格壓力。

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)	27,265	29,315	24,879	29,890	35,201
營業毛利 (NT\$百萬)	9,815	10,715	7,825	10,019	12,038
營業利益 (NT\$百萬)	5,115	5,572	2,836	4,438	5,806
稅後淨利 (NT\$百萬)	3,532	4,479	2,250	3,515	4,545
每股盈餘 (NT\$)	10.36	12.98	6.36	9.93	12.85
每股現金股利 (NT\$)	4.50	5.50	2.76	4.32	5.58
每股盈餘成長率 (%)	71.3	25.2	(51.0)	56.2	29.3
本益比 (x)	19.7	15.7	32.1	20.5	15.9
股價淨值比 (x)	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA (x)	9.8	9.0	13.8	10.1	8.0
淨負債比率 (%)	19.0	4.3	3.5	2.4	Net cash
殖利率 (%)	2.2	2.7	1.4	2.1	2.7
股東權益報酬率 (%)	12.2	13.8	6.4	9.5	11.6

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：3Q-4Q23 財務預估調整暨市場共識比較

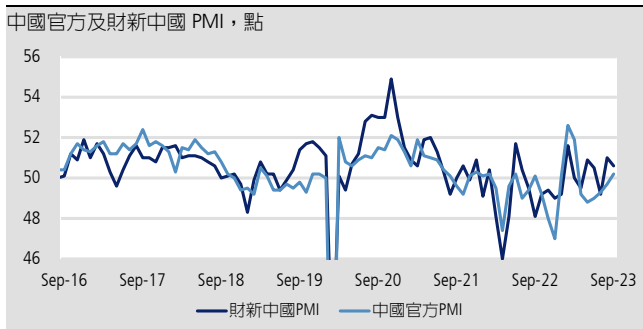
百萬元	3Q23F							4Q23F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	6,558	6,201	5.8	(0.4)	(17.2)	6,435	1.9	6,004	6,060	(0.9)	(8.4)	7.4	6,089	(1.4)
毛利	2,066	1,922	7.5	(6.8)	(30.3)	2,088	(1.1)	1,801	1,854	(2.9)	(12.8)	(1.2)	1,948	(7.6)
營業利益	767	695	10.5	(20.0)	(54.1)	870	(11.8)	540	642	(15.9)	(29.6)	8.1	741	(27.1)
稅前淨利	814	697	16.9	(6.6)	(55.7)	905	(10.0)	544	631	(13.8)	(33.2)	(6.2)	801	(32.1)
稅後淨利	695	603	15.4	11.1	(51.3)	710	(2.1)	484	603	(19.7)	(30.4)	5.4	623	(22.3)
每股盈餘 (元)	1.97	1.70	15.4	11.1	(51.3)	2.01	(2.1)	1.37	1.70	(19.7)	(30.4)	5.4	1.76	(22.3)
毛利率 (%)	31.5	31.0	0.5 ppts	(2.2)ppts	(5.9) ppts	32.5	(1.0)ppts	30.0	30.6	(0.6)ppts	(1.5) ppts	(2.6) ppts	32.0	(2.0) ppts
營業利益率 (%)	11.7	11.2	0.5 ppts	(2.9) ppts	(9.4) ppts	13.5	(1.8) ppts	9.0	10.6	(1.6)ppts	(2.7) ppts	0.1 ppts	12.2	(3.2) ppts
淨利率 (%)	10.6	9.7	0.9 ppts	1.1 ppts	(7.4) ppts	11.0	(0.4) ppts	8.1	10.0	(1.9) ppts	(2.5) ppts	(0.2) ppts	10.2	(2.2) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2023-25 年財務預估調整暨市場共識比較

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 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	24,879	24,578	1.2	(15.1)	25,131	(1.0)	29,890	29,331	1.9	20.1	27,490	8.7	35,201	33,950	3.7	17.8	30,938	13.8
毛利	7,825	7,734	1.2	(27.0)	8,275	(5.4)	10,019	9,834	1.9	28.0	9,482	5.7	12,038	11,618	3.6	20.2	10,975	9.7
營業利益	2,836	2,865	(1.0)	(49.1)	3,171	(10.6)	4,438	4,392	1.1	56.5	4,337	2.3	5,806	5,455	6.4	30.8	5,660	2.6
稅前淨利	2,820	2,789	1.1	(51.5)	3,134	(10.0)	4,437	4,398	0.9	57.4	4,364	1.7	5,840	5,496	6.2	31.6	5,644	3.5
稅後淨利	2,250	2,276	(1.1)	(49.8)	2,397	(6.1)	3,515	3,516	(0.0)	56.2	3,354	4.8	4,545	4,297	5.8	29.3	4,340	4.7
每股盈餘 (元)	6.36	6.43	(1.1)	(49.8)	6.77	(6.1)	9.93	9.94	(0.0)	56.2	9.48	4.8	12.85	12.15	5.8	29.3	12.27	4.7
毛利率 (%)	31.5	31.5	(0.0)ppts	(5.1)ppts	32.9	(1.5)ppts	33.5	33.5	(0.0) ppts	2.1 ppts	34.5	(1.0) ppts	34.2	34.2	(0.0) ppts	0.7 ppts	35.5	(1.3) ppts
營業率 (%)	11.4	11.7	(0.3)ppts	(7.6)ppts	12.6	(1.2)ppts	14.8	15.0	(0.1) ppts	3.5 ppts	15.8	(0.9) ppts	16.5	16.1	0.4 ppts	1.6 ppts	18.3	(1.8) ppts
淨利率 (%)	9.0	9.3	(0.2)ppts	(6.2)ppts	9.5	(0.5)ppts	11.8	12.0	(0.2) ppts	2.7 ppts	12.2	(0.4) ppts	12.9	12.7	0.3 ppts	1.2 ppts	14.0	(1.1) ppts

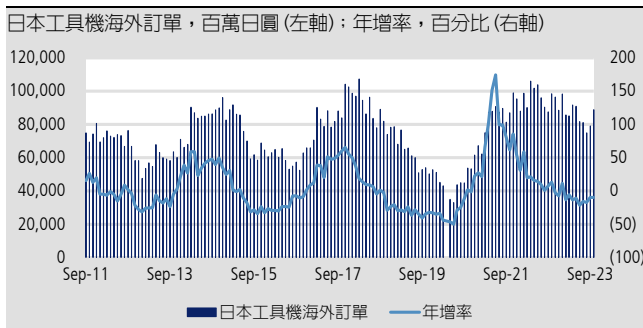
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：中國官方製造業指數回到 50 榮枯線以上


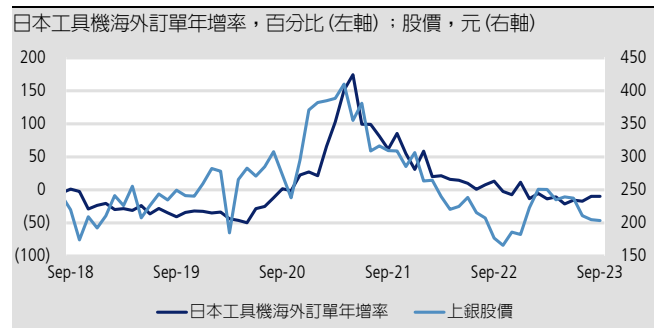
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：美國 PMI 指數改善


資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：日本工具機海外訂單跌幅收斂


資料來源：日本工具機協會；凱基

圖 6：日本工具機訂單為上銀股價走勢良好指標


資料來源：日本工具機協會；凱基

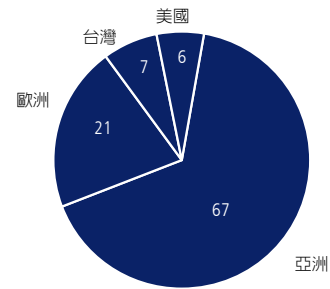
圖 7: 公司概況

上銀為全球第二大線性滑軌產品製造商，僅次於 THK (6481 JP)，公司研發並製造線性移動零組件，包括線性滑軌與滾珠螺桿。線性滑軌為公司收入大宗，佔整體營收的 66%，其次為滾珠螺桿 (19%)、工業機器人 (9%) 與其他 (6%)。目前亞洲 (不含台灣) 為其最大市場，營收佔比達 67%，其次為歐洲 (21%)、台灣 (7%) 與美洲 (6%)。

資料來源：凱基

圖 8: 亞洲為主要銷售市場

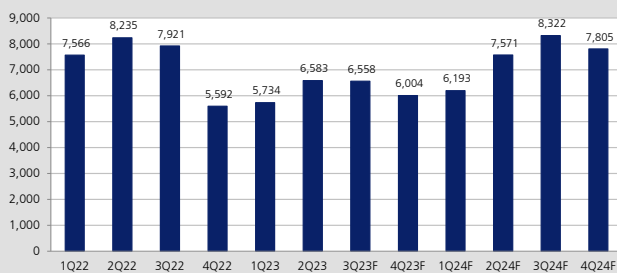
營收地區占比，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 季營業收入

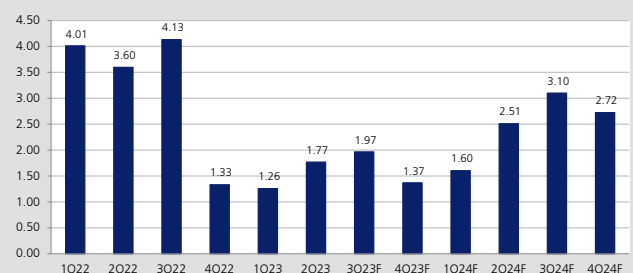
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利

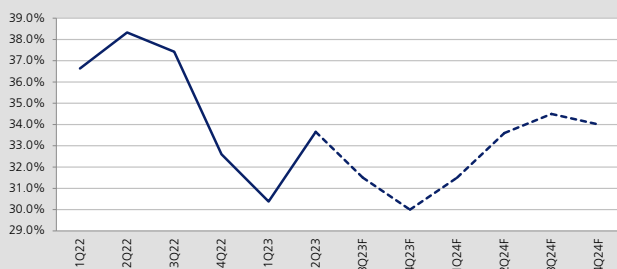
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率

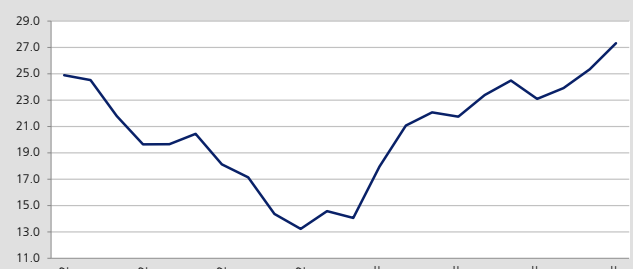
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 本益比

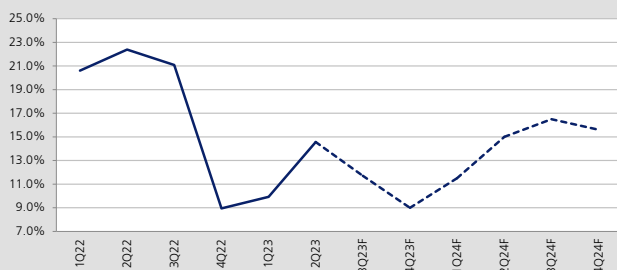
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 13: 營業利潤率

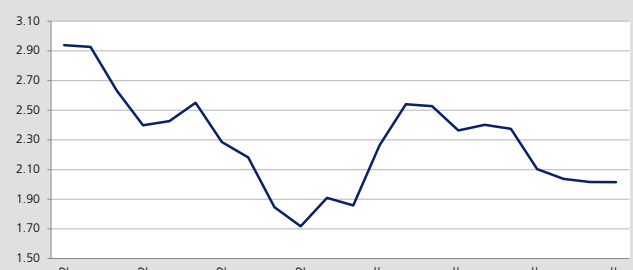
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 14: 股價淨值比

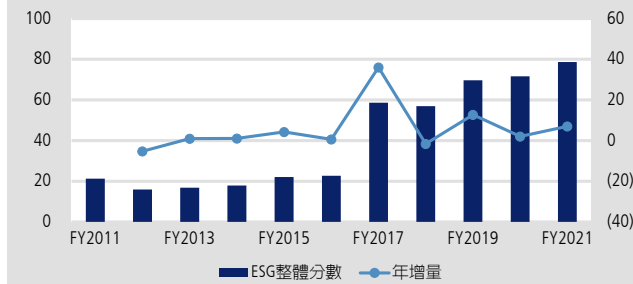
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 15: ESG 整體分數

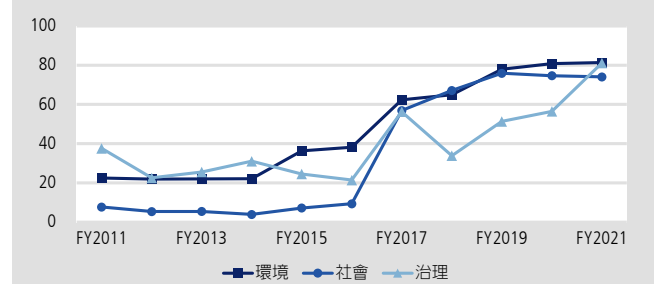
ESG 整體分數，分 (左軸)；年增量，分 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 16: ESG 各項分數

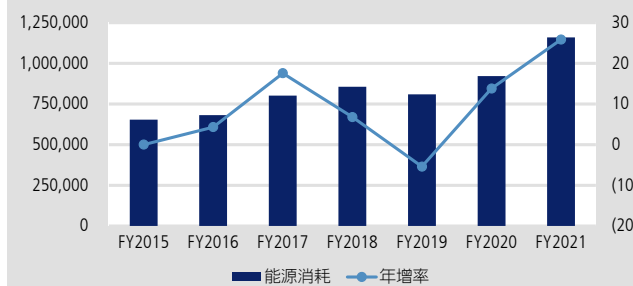
ESG 分數，分



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 17: 能源消耗

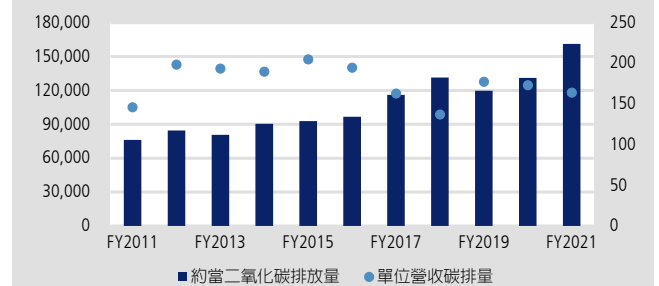
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 18: 碳排量

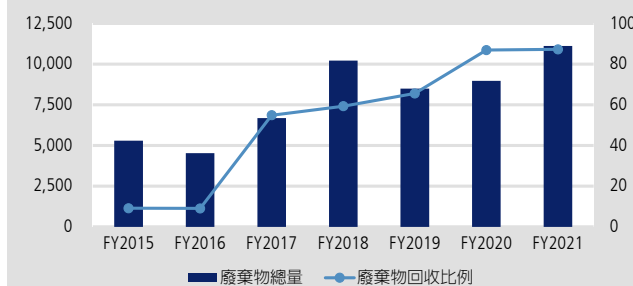
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 19: 廢棄物總量

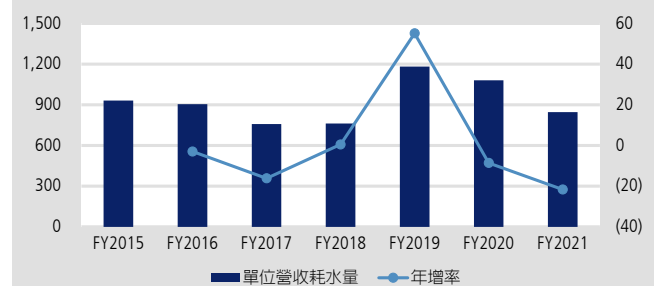
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 20: 耗水量

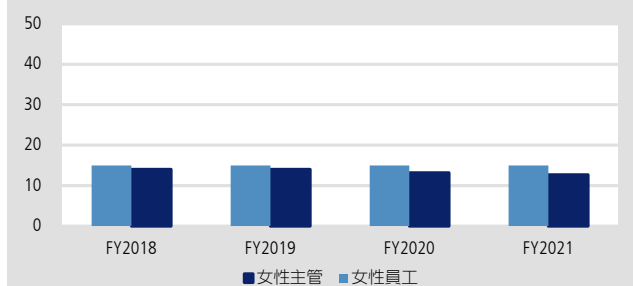
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 21: 性別多樣性

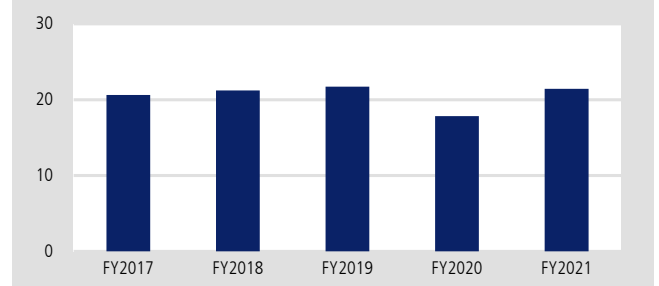
女性主管及女性員工比例，百分比



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

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源消耗	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

	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	5,734	6,583	6,558	6,004	6,193	7,571	8,322	7,805	24,879	29,890	35,201
營業成本	(3,992)	(4,368)	(4,492)	(4,203)	(4,242)	(5,027)	(5,451)	(5,151)	(17,054)	(19,871)	(23,163)
營業毛利	1,742	2,216	2,066	1,801	1,951	2,544	2,871	2,654	7,825	10,019	12,038
營業費用	(1,173)	(1,257)	(1,298)	(1,261)	(1,239)	(1,408)	(1,498)	(1,436)	(4,989)	(5,581)	(6,232)
營業利益	569	959	767	540	712	1,136	1,373	1,218	2,836	4,438	5,806
折舊	(566)	(567)	(560)	(547)	(617)	(615)	(615)	(612)	(2,240)	(2,460)	(2,656)
攤提	(16)	(16)	(15)	(14)	(15)	(15)	(15)	(15)	(61)	(61)	(61)
EBITDA	1,150	1,542	1,343	1,102	1,345	1,766	2,003	1,845	5,137	6,959	8,523
利息收入	12	20	6	7	7	8	8	9	45	32	35
投資利益淨額	14	13	20	17	16	18	20	16	64	70	77
其他營業外收入	26	35	66	37	48	50	50	43	165	191	199
總營業外收入	53	68	92	61	71	76	78	68	274	293	310
利息費用	(47)	(50)	(20)	(13)	(30)	(28)	(30)	(32)	(130)	(120)	(120)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	15	(106)	(25)	(44)	(42)	(40)	(44)	(48)	(160)	(174)	(157)
總營業外費用	(32)	(156)	(45)	(57)	(72)	(68)	(74)	(80)	(290)	(294)	(277)
稅前純益	590	872	814	544	711	1,144	1,377	1,206	2,820	4,437	5,840
所得稅費用[利益]	(188)	(292)	(187)	(123)	(204)	(340)	(372)	(326)	(790)	(1,242)	(1,635)
少數股東損益	43	46	68	64	60	84	92	84	220	320	340
非常項目前稅後純益	445	626	695	484	567	888	1,097	963	2,250	3,515	4,545
非常項目	(0)	0	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	445	626	695	484	567	888	1,097	963	2,250	3,515	4,545
每股盈餘 (NT\$)	1.26	1.77	1.97	1.37	1.60	2.51	3.10	2.72	6.36	9.93	12.85
獲利率 (%)											
營業毛利率	30.4	33.7	31.5	30.0	31.5	33.6	34.5	34.0	31.5	33.5	34.2
營業利益率	9.9	14.6	11.7	9.0	11.5	15.0	16.5	15.6	11.4	14.8	16.5
EBITDA Margin	20.1	23.4	20.5	18.4	21.7	23.3	24.1	23.6	20.6	23.3	24.2
稅前純益率	10.3	13.2	12.4	9.1	11.5	15.1	16.5	15.4	11.3	14.8	16.6
稅後純益率	7.8	9.5	10.6	8.1	9.2	11.7	13.2	12.3	9.0	11.8	12.9
季成長率 (%)											
營業收入	2.5	14.8	(0.4)	(8.4)	3.1	22.3	9.9	(6.2)			
營業毛利	(4.4)	27.2	(6.8)	(12.8)	8.3	30.4	12.9	(7.6)			
營業收益增長	13.8	68.5	(20.0)	(29.6)	31.8	59.5	20.9	(11.3)			
EBITDA	7.7	34.1	(13.0)	(17.9)	22.0	31.3	13.4	(7.9)			
稅前純益	1.7	47.7	(6.6)	(33.2)	30.7	60.8	20.4	(12.4)			
稅後純益	(3.1)	40.6	11.1	(30.4)	17.1	56.5	23.6	(12.2)			
年成長率 (%)											
營業收入	(24.2)	(20.1)	(17.2)	7.4	8.0	15.0	26.9	30.0	(15.1)	20.1	17.8
營業毛利	(37.2)	(29.8)	(30.3)	(1.2)	12.0	14.8	39.0	47.3	(27.0)	28.0	20.2
營業收益	(63.5)	(48.0)	(54.1)	8.1	25.1	18.4	79.0	125.3	(49.1)	56.5	30.8
EBITDA	(44.9)	(35.6)	(39.6)	3.2	16.9	14.5	49.2	67.5	(33.9)	35.5	22.5
稅前純益	(66.4)	(47.0)	(55.7)	(6.2)	20.5	31.2	69.1	121.6	(51.5)	57.4	31.6
稅後純益	(67.5)	(48.9)	(51.3)	5.4	27.5	41.8	57.8	98.9	(49.8)	56.2	29.3

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
資產總額	51,032	52,140	51,975	54,638	57,855
流動資產	18,553	20,319	19,311	21,563	24,959
現金及短期投資	5,436	7,458	7,701	8,061	9,231
存貨	8,323	8,938	8,195	9,523	11,131
應收帳款及票據	4,270	3,357	2,849	3,414	4,031
其他流動資產	525	566	566	566	566
非流動資產	32,478	31,821	32,664	33,074	32,896
長期投資	1,722	1,177	1,241	1,311	1,388
固定資產	27,354	27,679	28,458	28,799	28,543
什項資產	3,402	2,965	2,965	2,965	2,965
負債總額	20,565	17,175	15,958	16,952	17,939
流動負債	13,853	9,410	9,502	10,060	11,192
應付帳款及票據	4,136	2,997	2,748	3,193	3,733
短期借款	5,850	2,651	3,960	3,524	3,669
什項負債	3,867	3,762	2,794	3,343	3,790
長期負債	6,712	7,765	6,456	6,892	6,747
長期借款	5,378	6,309	5,000	5,437	5,291
其他負債及準備	925	1,080	1,080	1,080	1,080
股東權益總額	30,467	34,965	36,017	37,685	39,916
普通股	3,408	3,538	3,538	3,538	3,538
保留盈餘	17,609	20,069	21,342	23,330	25,900
少數股東權益	187	213	(7)	(327)	(667)
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	28.2%	7.5%	(15.1%)	20.1%	17.8%
營業收益增長	195.2%	9.0%	(49.1%)	56.5%	30.8%
EBITDA	81.0%	5.8%	(33.9%)	35.5%	22.5%
稅後純益	83.0%	26.8%	(49.8%)	56.2%	29.3%
每股盈餘成長率	71.3%	25.2%	(51.0%)	56.2%	29.3%
獲利能力分析					
營業毛利率	36.0%	36.6%	31.5%	33.5%	34.2%
營業利率	18.8%	19.0%	11.4%	14.8%	16.5%
EBITDA Margin	27.0%	26.5%	20.6%	23.3%	24.2%
稅後純益率	13.0%	15.3%	9.0%	11.8%	12.9%
平均資產報酬率	7.1%	8.7%	4.3%	6.6%	8.1%
股東權益報酬率	12.2%	13.8%	6.4%	9.5%	11.6%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	36.9%	25.6%	24.9%	23.8%	22.4%
淨負債比率	19.0%	4.3%	3.5%	2.4%	Net cash
利息保障倍數 (x)	27.5	32.1	22.7	38.0	49.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.7	0.4	0.5	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	48.2	32.5	42.2	37.7	45.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.4	2.1	1.3	1.2	1.5
流動比率 (x)	1.3	2.2	2.0	2.1	2.2
速動比率 (x)	0.7	1.2	1.2	1.2	1.2
淨負債 (NT\$百萬)	5,795	1,503	1,260	900	(270)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	10.36	12.98	6.36	9.93	12.85
每股現金盈餘 (NT\$)	23.95	17.61	15.52	12.77	15.54
每股淨值 (NT\$)	88.85	98.23	101.82	107.44	114.71
調整後每股淨值 (NT\$)	88.85	100.70	101.82	107.44	114.71
每股營收 (NT\$)	80.01	84.95	70.32	84.49	99.50
EBITDA/Share (NT\$)	21.57	22.53	14.52	19.67	24.09
每股現金股利 (NT\$)	4.50	5.50	2.76	4.32	5.58
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.55	0.57	0.48	0.56	0.63
應收帳款周轉天數	57.2	41.8	41.8	41.8	41.8
存貨周轉天數	174.1	175.4	175.4	175.4	175.4
應付帳款周轉天數	86.5	58.8	58.8	58.8	58.8
現金轉換周轉天數	144.7	158.4	158.4	158.4	158.4

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
營業收入	27,265	29,315	24,879	29,890	35,201
營業成本	(17,450)	(18,599)	(17,054)	(19,871)	(23,163)
營業毛利	9,815	10,715	7,825	10,019	12,038
營業費用	(4,701)	(5,143)	(4,989)	(5,581)	(6,232)
營業利益	5,115	5,572	2,836	4,438	5,806
總營業外收入	263	286	274	293	310
利息收入	13	-	45	32	35
投資利益淨額	42	80	64	70	77
其他營業外收入	208	206	165	191	199
總營業外費用	(903)	(40)	(290)	(294)	(277)
利息費用	(169)	(187)	(130)	(120)	(120)
投資損失	(42)	-	-	-	-
其他營業外費用	(692)	147	(160)	(174)	(157)
稅前純益	4,475	5,818	2,820	4,437	5,840
所得稅費用[利益]	(1,320)	(1,506)	(790)	(1,242)	(1,635)
少數股東損益	378	168	220	320	340
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	3,532	4,479	2,250	3,515	4,545
EBITDA	7,351	7,774	5,137	6,959	8,523
每股盈餘 (NT\$)	10.36	12.98	6.36	9.93	12.85

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	8,160	6,078	5,489	4,519	5,498
本期純益	3,532	4,479	2,250	3,515	4,545
折舊及攤提	2,236	2,202	2,301	2,521	2,717
本期運用資金變動	710	(517)	1,001	(1,447)	(1,686)
其他營業資產及負債變動	1,682	(86)	(64)	(70)	(77)
投資活動之現金流量	(2,385)	(2,203)	(3,081)	(2,861)	(2,461)
投資用短期投資出售[新購]	19	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(2,258)	(2,177)	(3,020)	(2,800)	(2,400)
其他資產變動	(146)	(26)	(61)	(61)	(61)
自由現金流	4,245	3,573	2,264	1,409	2,750
融資活動之現金流量	(2,838)	(1,921)	(2,166)	(1,298)	(1,867)
短期借款變動	(458)	(3,063)	-	-	-
長期借款變動	(1,936)	847	-	-	-
現金增資	-	2,075	-	-	-
已支付普通股股息	(662)	(1,534)	(1,946)	(978)	(1,527)
其他融資現金流	217	(246)	(220)	(320)	(340)
匯率影響數	(108)	72			
本期產生現金流量	2,829	2,025	243	360	1,170

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	17.2%	17.5%	20.1%	18.7%	17.7%
= 營業利率	18.8%	19.0%	11.4%	14.8%	16.5%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	1.0	0.9	1.1	1.0	0.8
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
= 資本周轉率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9
營業利率	18.8%	19.0%	11.4%	14.8%	16.5%
x 資本周轉率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9
x (1 - 有效現金稅率)	70.5%	74.1%	72.0%	72.0%	72.0%
= 稅後 ROIC	10.5%	11.7%	5.7%	8.6%	10.9%

資料來源：公司資料，凱基

上銀 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-08-10	增加持股	278	202
2023-06-28	增加持股	318	243
2023-05-10	增加持股	318	229
2023-03-06	增加持股	318	249
2023-01-07	降低持股	148	186
2022-12-06	降低持股	148	189
2022-11-07	降低持股	148	174
2022-10-04	降低持股	154	182
2022-09-06	降低持股	186	192
2022-08-10	降低持股	186	211

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，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。