

# 中美晶

(5483.TWO/5483 TT)



## 持有 · 維持

收盤價 November 13 (NT\$)	175.5
12 個月目標價 (NT\$)	159.0
前次目標價 (NT\$)	169.0
上調 (%)	2.2
下跌空間 (%)	9.4

## 焦點內容

1. 中美晶 3Q23 EPS 4.60 元，其中太陽能業務虧損擴大。
2. 產業逆風將削弱環球晶貢獻，2024 年中美晶 EPS 預估將年減 3% 至 15.86 元。
3. 2023 年現金股利預料持穩在 9.50 元，隱含 5.4% 現金殖利率，惟展望不明將限縮股價利多。

## 交易資料表

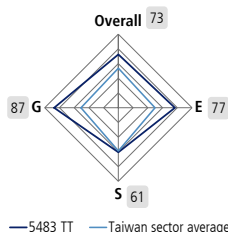
市值：(NT\$/bn/US\$mn)	102.9 / 2,959
流通在外股數 (百萬股)：	586
外資持有股數 (百萬股)：	121.0
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.58
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	138.0 – 185.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	11.4	19.4	13.2
相對表現 (%)	10	10.8	-7

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.16A	3.11A	5.28A	4.32A
2023	4.21A	4.15A	4.60F	3.37F
2024	3.49F	4.00F	4.07F	4.30F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

## 凱基投顧

梁姿嫻, CFA  
886.2.2181.8728  
jenliang@kgi.com

李承泰  
886.2.2181.8729  
terry.lee@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 現金股利不俗，但 2024 年獲利有衰退之虞

### 重要訊息

中美晶公告 3Q23 EPS 4.60 元，季增 11%，但年減 13%。

### 評論及分析

**環球晶貢獻 3Q23 EPS 4.84 元，佔中美晶獲利 105%。**若不計入持股 51.17% 的環球晶 (6488 TT, NT\$522, 持有) 貢獻，3Q23 營收為 22.3 億元，季減 8%、年減 38%，營業虧損則較前一季擴大至 1.78 億元，導致最終每股虧損 0.24 元。產業逆風造成 3Q23 太陽能營收大幅季減 28%，營收佔比 7%，毛利率亦進一步季減。非半導體晶圓投資中，持股 27.62% 的宏捷科 (8086 TT, NT\$131, 未評等) 受惠於營收、獲利率復甦，3Q23 稅後淨利改善，而持股 24.57% 的朋程 (8255 TT, NT\$164.5, 未評等) 則因業外利益萎縮造成獲利季減。

**未來兩季太陽能與半導體晶圓展望依舊不佳；凱基修正中美晶 2023-24 年 EPS 預估至 16.33 元、15.86 元。**環球晶預估 4Q23 營收將季減，且季減走勢可能延續至 1Q24，係因 IDM 客戶需求降溫，且晶圓代工與記憶體產業的庫存過剩尚待消化。凱基預估 4Q23 與 1Q24 環球晶 8 吋產能利用率將進一步下降。目前我們估計環球晶 4Q23 獲利將季減 30%，對中美晶的 EPS 貢獻為 3.40 元。2025 年以前矽晶圓需求恐怕都難以恢復至 2022 年的高峰水準，意即矽晶圓供給過剩的情況將持續至 2024 年，規模則取決於矽晶圓業者新建產能的產出量。我們預估環球晶 2024 年獲利將年減 8%，對中美晶 EPS 貢獻將由 2023 年的 16.78 元降至 15.45 元。凱基依舊保守看待中美晶的太陽能業務展望，係因競爭態勢的結構性改善有限且價格呈下滑趨勢。據此，我們預期 2024 年太陽能業務仍將陷於虧損。拜 Siltronic AG (德) 評價上升之賜，環球晶 3Q23 獲利貢獻優於預期，我們也因此將中美晶 2023 年 EPS 預估上修至 16.33 元，但下修 2024 年預估至 15.86 元，年減 3%。

### 投資建議

我們維持中美晶「持有」評等，12 個月目標價由 169 元略為調降至 159 元，相當於 2024 年 EPS 預估的 10 倍。儘管凱基預估 2023 年公司發放的現金股利可望達 9.50 元 (隱含 5.4% 現金殖利率)，但考量未來展望不明，我們認為股價利多有限。

### 投資風險

景氣不明之際太陽能與矽晶圓需求維持低迷。

### 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)	68,841	81,871	81,602	88,558	101,029
營業毛利 (NT\$百萬)	24,527	31,929	27,901	30,332	35,100
營業利益 (NT\$百萬)	18,080	25,400	20,318	22,267	26,189
稅後淨利 (NT\$百萬)	6,811	8,716	9,572	9,295	10,596
每股盈餘 (NT\$)	11.62	14.87	16.33	15.86	18.08
每股現金股利 (NT\$)	8.00	8.80	9.50	10.00	10.00
每股盈餘成長率 (%)	7.4	28.0	9.8	(2.9)	14.0
本益比 (x)	15.1	11.8	10.7	11.1	9.7
股價淨值比 (x)	3.6	3.2	2.9	2.7	2.2
EV/EBITDA (x)	3.2	4.5	6.6	6.6	5.3
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	11.7	13.2	Net cash
殖利率 (%)	4.6	5.0	5.4	5.7	5.7
股東權益報酬率 (%)	24.0	28.9	28.6	25.1	24.8

資料來源：公司資料、凱基

圖 1：3Q23 財報

百萬元	合併財報			環球晶			太陽能/母公司		
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	實際數	QoQ (%)	YoY (%)
營收	19,601	(3.5)	(9.4)	17,376	(2.9)	(3.7)	2,225	(8.1)	(37.7)
毛利	6,558	(5.9)	(23.2)	6,361	(5.7)	(19.4)	197	(13.7)	(69.3)
營業利益	4,647	(8.7)	(30.2)	4,825	(7.4)	(23.8)	(178)	-	-
稅前淨利	7,062	5.1	(5.6)	7,148	5.6	1.8	(86)	-	-
稅後淨利 (含少數權益)	5,454	15.4	(2.3)	5,538	15.7	8.4	(85)	-	-
對中美晶之獲利貢獻	2,694	10.8	(13.0)	2,834	15.7	8.4	(141)	-	-
對中美晶每股盈餘之貢獻(元)	4.60	10.8	(13.0)	4.84	15.7	8.4	(0.24)	-	-
毛利率 (%)	33.5	(0.9) ppts	(6.0) ppts	36.6	(1.1) ppts	(7.1) ppts	8.9	(0.6) ppts	(9.1) ppts
營利率 (%)	23.7	(1.3) ppts	(7.1) ppts	27.8	(1.3) ppts	(7.3) ppts	(8.0)	(3.0) ppts	(17.2) ppts
淨利率 (%)	27.8	4.6 ppts	2.0 ppts	31.9	5.1 ppts	3.6 ppts	(3.8)	(1.3) ppts	(17.1) ppts

資料來源：公司資料；凱基

圖 2：3Q23 財報與 4Q23 財測修正 vs. 市場共識

百萬元	3Q23							4Q23F						
	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	19,601	20,507	(4.4)	(3.5)	(9.4)	20,507	(4.4)	20,779	20,831	(0.2)	6.0	(2.0)	20,831	(0.2)
毛利	6,558	6,861	(4.4)	(5.9)	(23.2)	6,870	(4.5)	6,778	7,140	(5.1)	3.3	(11.6)	7,145	(5.1)
營業利益	4,647	4,983	(6.7)	(8.7)	(30.2)	4,983	(6.7)	4,784	5,238	(8.7)	2.9	(16.6)	5,238	(8.7)
稅後淨利	2,694	2,112	27.5	10.8	(13.0)	2,112	27.5	1,977	2,213	(10.7)	(26.6)	(22.0)	2,213	(10.7)
每股盈餘(元)	4.60	3.60	27.5	10.8	(13.0)	3.60	27.6	3.37	3.77	(10.7)	(26.6)	(22.0)	3.77	(10.6)
毛利率 (%)	33.5	33.5	0.0 ppts	(0.9) ppts	(6.0) ppts	33.5	(0.0) ppts	32.6	34.3	(1.7) ppts	(0.8) ppts	(3.5) ppts	34.3	(1.7) ppts
營利率 (%)	23.7	24.3	(0.6) ppts	(1.3) ppts	(5.7) ppts	24.3	(0.6) ppts	23.0	25.1	(2.1) ppts	(0.7) ppts	(4.0) ppts	25.1	(2.1) ppts
淨利率 (%)	13.7	10.3	3.4 ppts	1.8 ppts	(2.3) ppts	10.3	3.4 ppts	9.5	10.6	(1.1) ppts	(4.2) ppts	(2.4) ppts	10.6	(1.1) ppts

資料來源：Refinitiv；凱基

圖 3：2023-24 年財測修正 vs. 市場共識

百萬元	2023F						2024F					
	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	81,602	82,560	(1.2)	(0.3)	82,050	(0.5)	88,558	89,093	(0.6)	8.5	90,416	(2.1)
毛利	27,901	28,566	(2.3)	(12.6)	28,389	(1.7)	30,332	31,494	(3.7)	8.7	31,917	(5.0)
營業利益	20,318	21,108	(3.7)	(20.0)	21,428	(5.2)	22,267	23,476	(5.2)	9.6	23,772	(6.3)
稅後淨利	9,572	9,227	3.7	9.8	9,792	(2.3)	9,295	9,879	(5.9)	(2.9)	10,250	(9.3)
每股盈餘(元)	16.33	15.74	3.7	9.8	16.65	(2.0)	15.86	16.85	(5.9)	(2.9)	17.43	(9.0)
毛利率 (%)	34.2	34.6	(0.4) ppts	(4.8) ppts	34.6	(0.4) ppts	34.3	35.3	(1.1) ppts	0.1 ppts	35.3	(1.0) ppts
營利率 (%)	24.9	25.6	(0.7) ppts	(6.1) ppts	26.1	(1.2) ppts	25.1	26.4	(1.2) ppts	0.2 ppts	26.3	(1.1) ppts
淨利率 (%)	11.7	11.2	0.6 ppts	1.1 ppts	11.9	(0.2) ppts	10.5	11.1	(0.6) ppts	(1.2) ppts	11.3	(0.8) ppts

資料來源：Refinitiv；凱基

圖 4：中美晶獲利預估

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
<b>營收</b>	<b>18,769</b>	<b>20,271</b>	<b>21,626</b>	<b>21,205</b>	<b>20,904</b>	<b>20,318</b>	<b>19,601</b>	<b>20,779</b>	<b>81,871</b>	<b>81,602</b>	<b>88,558</b>
太陽能及其他併表之轉投資	2,463	2,731	3,574	2,817	2,287	2,422	2,225	3,651	11,585	10,586	15,635
環球晶	16,307	17,540	18,053	18,388	18,616	17,896	17,376	17,128	70,287	71,016	72,923
<b>毛利</b>	<b>7,462</b>	<b>8,265</b>	<b>8,534</b>	<b>7,668</b>	<b>7,592</b>	<b>6,972</b>	<b>6,558</b>	<b>6,778</b>	<b>31,929</b>	<b>27,901</b>	<b>30,332</b>
太陽能及其他併表之轉投資	514	620	643	(189)	41	228	197	616	1,588	1,082	2,831
環球晶	6,948	7,645	7,892	7,857	7,551	6,744	6,361	6,162	30,342	26,819	27,501
<b>營業淨利</b>	<b>6,205</b>	<b>6,804</b>	<b>6,658</b>	<b>5,732</b>	<b>5,798</b>	<b>5,089</b>	<b>4,647</b>	<b>4,784</b>	<b>25,400</b>	<b>20,318</b>	<b>22,267</b>
太陽能及其他併表之轉投資	314	403	329	(630)	(304)	(121)	(178)	129	417	(474)	872
環球晶	5,891	6,401	6,329	6,362	6,103	5,210	4,825	4,655	24,983	20,792	21,395
<b>稅後淨利</b>	<b>1,265</b>	<b>1,821</b>	<b>3,095</b>	<b>2,535</b>	<b>2,469</b>	<b>2,432</b>	<b>2,694</b>	<b>1,977</b>	<b>8,716</b>	<b>9,572</b>	<b>9,295</b>
太陽能及其他併表之轉投資	319	419	406	(449)	(141)	(97)	(187)	(22)	694	(447)	217
環球晶	893	1,390	2,615	2,965	2,559	2,451	2,834	1,994	7,863	9,838	9,058
其他轉投資	53	12	74	19	52	78	46	5	158	181	20
<b>每股盈餘(元)</b>	<b>2.16</b>	<b>3.11</b>	<b>5.28</b>	<b>4.32</b>	<b>4.21</b>	<b>4.15</b>	<b>4.60</b>	<b>3.37</b>	<b>14.87</b>	<b>16.33</b>	<b>15.86</b>
太陽能及其他併表之轉投資	0.54	0.71	0.69	(0.77)	(0.24)	(0.17)	(0.32)	(0.04)	1.18	(0.76)	0.37
環球晶	1.52	2.37	4.46	5.06	4.36	4.18	4.84	3.40	13.41	16.78	15.45
其他轉投資	0.09	0.02	0.13	0.03	0.09	0.13	0.08	0.01	0.27	0.31	0.03
<b>毛利率(%)</b>	<b>39.8</b>	<b>40.8</b>	<b>39.5</b>	<b>36.2</b>	<b>36.3</b>	<b>34.3</b>	<b>33.5</b>	<b>32.6</b>	<b>39.0</b>	<b>34.2</b>	<b>34.3</b>
太陽能及其他併表之轉投資	20.9	22.7	18.0	(6.7)	1.8	9.4	8.9	16.9	13.7	10.2	18.1
環球晶	42.6	43.6	43.7	42.7	40.6	37.7	36.6	36.0	43.2	37.8	37.7
<b>營業率(%)</b>	<b>33.1</b>	<b>33.6</b>	<b>30.8</b>	<b>27.0</b>	<b>27.7</b>	<b>25.0</b>	<b>23.7</b>	<b>23.0</b>	<b>31.0</b>	<b>24.9</b>	<b>25.1</b>
太陽能及其他併表之轉投資	12.8	14.8	9.2	(22.4)	(13.3)	(5.0)	(8.0)	3.5	3.6	(4.5)	5.6
環球晶	36.1	36.5	35.1	34.6	32.8	29.1	27.8	27.2	35.5	29.3	29.3
<b>淨利率(%)</b>	<b>6.7</b>	<b>9.0</b>	<b>14.3</b>	<b>12.0</b>	<b>11.8</b>	<b>12.0</b>	<b>13.7</b>	<b>9.5</b>	<b>10.6</b>	<b>11.7</b>	<b>10.5</b>
太陽能及其他轉投資	12.9	15.3	11.3	(15.9)	(6.2)	(4.0)	(8.4)	(0.6)	6.0	(4.2)	1.4
環球晶	5.5	7.9	14.5	16.1	13.7	13.7	16.3	11.6	11.2	13.9	12.4

資料來源：公司資料；凱基預估

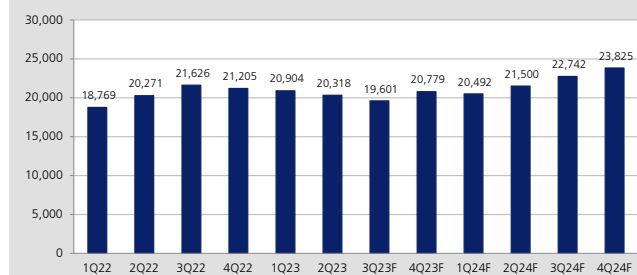
**圖 5：公司概況**

中美晶成立於 1981 年，起初是臺灣一家中小型半導體晶圓製造商，後來涉足太陽能晶圓和藍寶石基板業務。中美晶於 2011 年分拆半導體矽晶圓業務，並於 2014 年將其半導體矽晶圓部門掛牌，截至 2022 年持有環球晶 (6488.TT, NT\$522，持有) 51.17% 的股份。該公司在 2018 年進行了太陽能業務重組，導致虧損的太陽能晶圓業務大幅縮減。太陽能業務和半導體矽晶圓分別占 2022 年營收的 14% 和 86%。

資料來源：凱基

**圖 7：季營業收入**

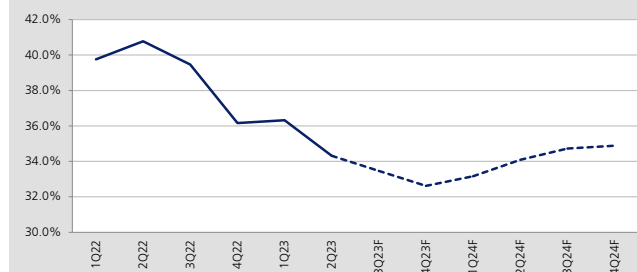
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 9：毛利率**

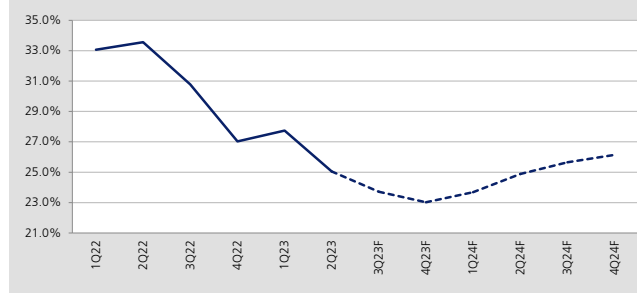
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 11：營業利潤率**

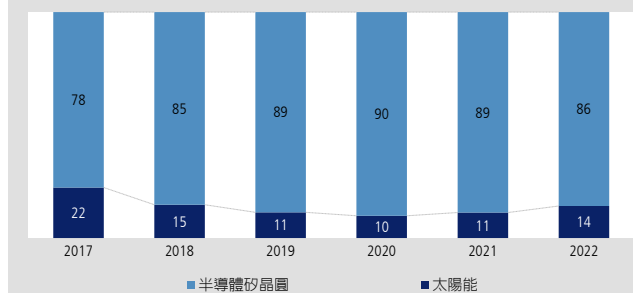
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 6：營收結構**

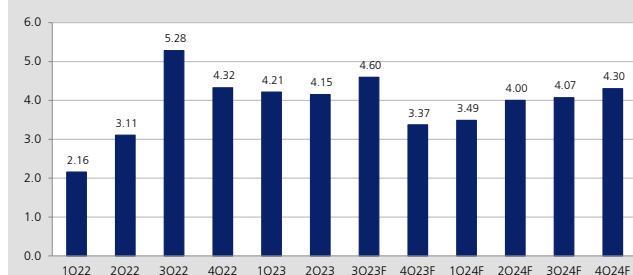
營收比重，百分比



資料來源：凱基

**圖 8：每股盈利**

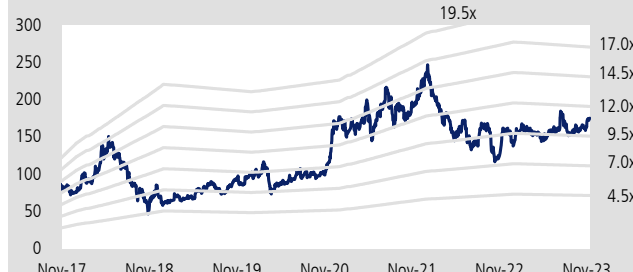
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 10：未來一年預估本益比**

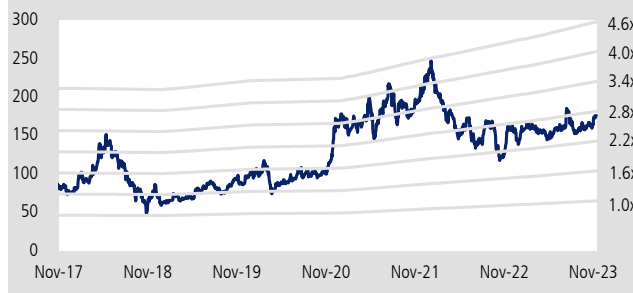
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：凱基

**圖 12：未來一年預估股價淨值比**

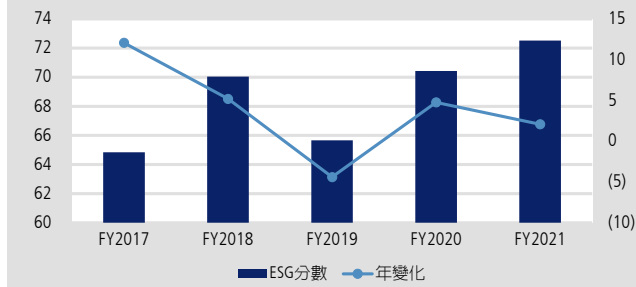
股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：凱基

**圖 13：ESG 整體分數**

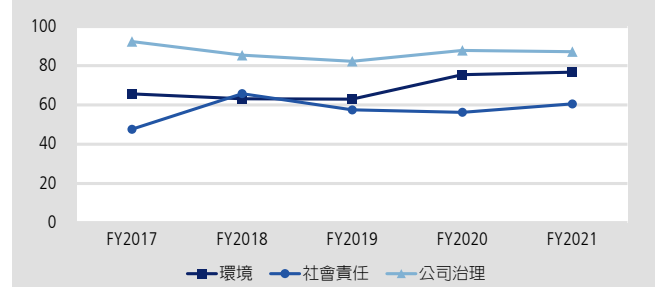
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 14：ESG 各項分數**

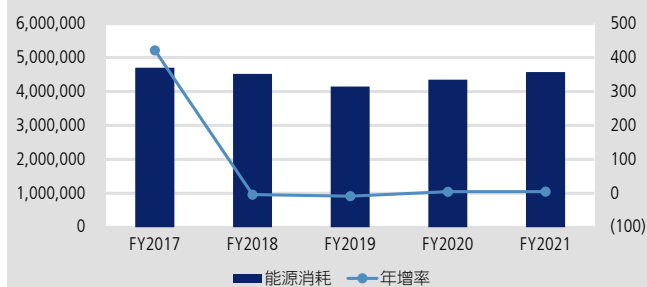
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 15：能源消耗**

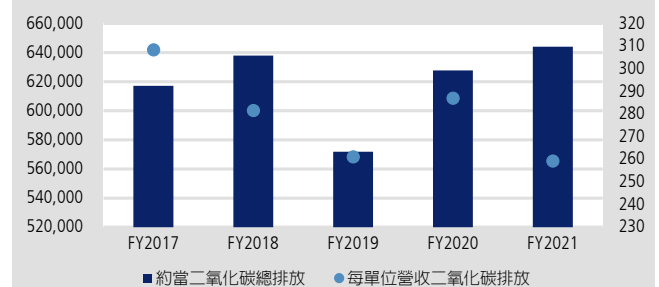
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 16：碳排量**

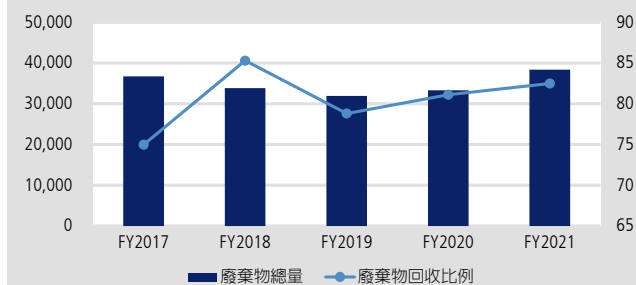
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 17：廢棄物總量**

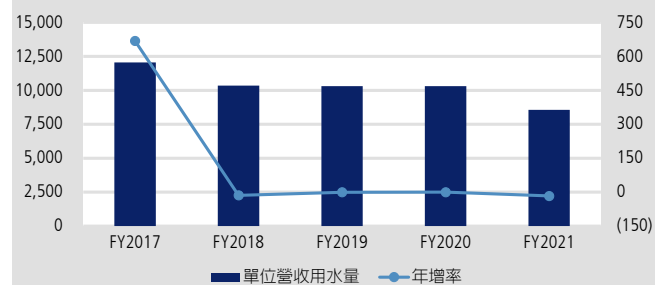
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 18：耗水量**

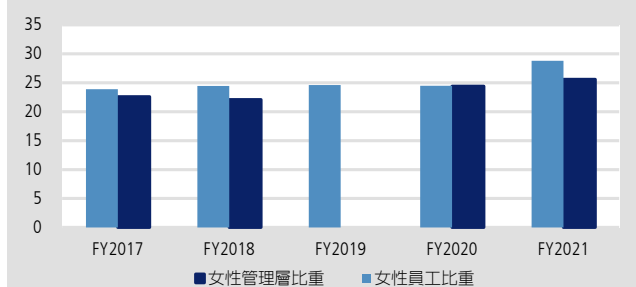
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 19：性別多樣性**

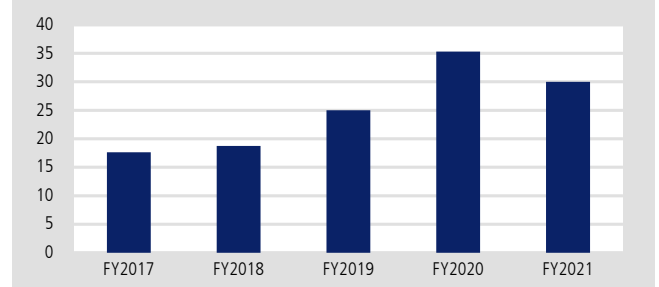
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 20：獨立董事**

董事會中獨立董事比例，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	Primary 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	
CO2 約當排放量	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)	
CO2 約當排放量營收比	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	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 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	
總取水量	總取水量(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	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*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
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	20,904	20,318	19,601	20,779	20,492	21,500	22,742	23,825	81,602	88,558	101,029
營業成本	(13,311)	(13,346)	(13,043)	(14,002)	(13,696)	(14,171)	(14,846)	(15,513)	(53,702)	(58,226)	(65,929)
營業毛利	7,592	6,972	6,558	6,778	6,795	7,329	7,896	8,312	27,901	30,332	35,100
營業費用	(1,794)	(1,883)	(1,911)	(1,994)	(1,942)	(1,979)	(2,061)	(2,083)	(7,583)	(8,065)	(8,912)
營業利益	5,798	5,089	4,647	4,784	4,854	5,350	5,835	6,229	20,318	22,267	26,189
折舊	(1,959)	(1,995)	(2,081)	(2,139)	(2,219)	(2,299)	(2,399)	(2,499)	(8,174)	(9,418)	(11,748)
攤提	(91)	(92)	(92)	(94)	(94)	(94)	(94)	(94)	(369)	(376)	(376)
EBITDA	7,848	7,177	6,820	7,017	7,167	7,743	8,329	8,822	28,861	32,061	38,312
利息收入	750	885	811	853	878	810	712	623	3,299	3,024	1,993
投資利益淨額	54	492	86	5	5	354	5	5	637	369	438
其他營業外收入	(0)	(0)	(0)	-	-	0	-	-	-	0	(0)
總營業外收入	804	1,377	897	858	883	1,164	717	628	3,936	3,392	2,431
利息費用	(183)	(195)	(193)	(259)	(259)	(259)	(259)	(259)	(829)	(1,035)	(1,035)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	189	446	1,710	10	40	40	40	40	2,355	160	160
總營業外費用	6	251	1,517	(249)	(219)	(219)	(219)	(219)	1,526	(875)	(875)
稅前純益	6,608	6,717	7,062	5,393	5,518	6,295	6,333	6,639	25,780	24,784	27,745
所得稅費用[利益]	(1,894)	(1,989)	(1,608)	(1,363)	(1,401)	(1,588)	(1,564)	(1,623)	(6,853)	(6,176)	(6,816)
少數股東損益	(2,245)	(2,296)	(2,760)	(2,053)	(2,073)	(2,363)	(2,383)	(2,494)	(9,354)	(9,313)	(10,332)
非常項目前稅後純益	2,469	2,432	2,694	1,977	2,043	2,344	2,386	2,522	9,572	9,295	10,596
非常項目	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	2,469	2,432	2,694	1,977	2,043	2,344	2,386	2,522	9,572	9,295	10,596
每股盈餘 (NT\$)	4.21	4.15	4.60	3.37	3.49	4.00	4.07	4.30	16.33	15.86	18.08
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	36.3	34.3	33.5	32.6	33.2	34.1	34.7	34.9	34.2	34.3	34.7
營業利益率	27.7	25.0	23.7	23.0	23.7	24.9	25.7	26.1	24.9	25.1	25.9
EBITDA Margin	37.5	35.3	34.8	33.8	35.0	36.0	36.6	37.0	35.4	36.2	37.9
稅前純益率	31.6	33.1	36.0	26.0	26.9	29.3	27.8	27.9	31.6	28.0	27.5
稅後純益率	11.8	12.0	13.7	9.5	10.0	10.9	10.5	10.6	11.7	10.5	10.5
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(1.4)	(2.8)	(3.5)	6.0	(1.4)	4.9	5.8	4.8			
營業毛利	(1.0)	(8.2)	(5.9)	3.3	0.3	7.9	7.7	5.3			
營業收益增長	1.2	(12.2)	(8.7)	2.9	1.5	10.2	9.1	6.7			
EBITDA	1.0	(8.6)	(5.0)	2.9	2.1	8.0	7.6	5.9			
稅前純益	(19.0)	1.6	5.1	(23.6)	2.3	14.1	0.6	4.8			
稅後純益	(2.6)	(1.5)	10.8	(26.6)	3.4	14.7	1.8	5.7			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	11.4	0.2	(9.4)	(2.0)	(2.0)	5.8	16.0	14.7	(0.3)	8.5	14.1
營業毛利	1.7	(15.6)	(23.2)	(11.6)	(10.5)	5.1	20.4	22.6	(12.6)	8.7	15.7
營業收益	(6.6)	(25.2)	(30.2)	(16.6)	(16.3)	5.1	25.6	30.2	(20.0)	9.6	17.6
EBITDA	(0.0)	(15.5)	(20.5)	(9.7)	(8.7)	7.9	22.1	25.7	(11.7)	11.1	19.5
稅前純益	840.0	49.6	(5.6)	(33.9)	(16.5)	(6.3)	(10.3)	23.1	23.8	(3.9)	11.9
稅後純益	95.2	33.6	(13.0)	(22.0)	(17.3)	(3.6)	(11.4)	27.6	9.8	(2.9)	14.0

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>167,251</b>	<b>196,609</b>	<b>227,014</b>	<b>240,209</b>	<b>255,838</b>
<b>流動資產</b>	<b>91,219</b>	<b>116,052</b>	<b>113,845</b>	<b>94,265</b>	<b>95,379</b>
現金及短期投資	67,453	83,612	47,272	44,400	59,178
存貨	8,646	10,790	10,089	11,591	12,914
應收帳款及票據	9,889	11,338	9,977	11,767	12,781
其他流動資產	5,231	10,312	46,506	26,506	10,506
<b>非流動資產</b>	<b>76,032</b>	<b>80,558</b>	<b>113,169</b>	<b>145,944</b>	<b>160,458</b>
長期投資	26,619	13,284	16,647	17,015	17,454
固定資產	40,428	51,866	79,910	112,692	127,144
什項資產	8,984	15,407	16,612	16,236	15,860
<b>負債總額</b>	<b>115,088</b>	<b>128,478</b>	<b>147,979</b>	<b>148,281</b>	<b>145,766</b>
<b>流動負債</b>	<b>35,222</b>	<b>43,602</b>	<b>76,826</b>	<b>77,129</b>	<b>74,614</b>
應付帳款及票據	4,586	5,130	5,462	5,911	6,181
短期借款	7,791	9,831	26,457	26,457	26,457
什項負債	22,845	28,641	44,907	44,761	41,976
<b>長期負債</b>	<b>79,866</b>	<b>84,875</b>	<b>71,152</b>	<b>71,152</b>	<b>71,152</b>
長期借款	46,124	43,648	30,101	30,101	30,101
其他負債及準備	33,061	40,521	40,044	40,044	40,044
<b>股東權益總額</b>	<b>52,163</b>	<b>68,132</b>	<b>79,035</b>	<b>91,928</b>	<b>110,072</b>
普通股	5,862	5,862	5,862	5,862	5,862
保留盈餘	7,136	7,668	9,502	11,742	18,252
少數股東權益	23,626	36,259	43,859	53,172	63,505
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	12.1%	18.9%	(0.3%)	8.5%	14.1%
營業收益增長	21.1%	40.5%	(20.0%)	9.6%	17.6%
EBITDA	16.7%	32.9%	(11.7%)	11.1%	19.5%
稅後純益	7.7%	28.0%	9.8%	(2.9%)	14.0%
每股盈餘成長率	7.4%	28.0%	9.8%	(2.9%)	14.0%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	35.6%	39.0%	34.2%	34.3%	34.7%
營業利益率	26.3%	31.0%	24.9%	25.1%	25.9%
EBITDA Margin	35.7%	39.9%	35.4%	36.2%	37.9%
稅後純益率	9.9%	10.6%	11.7%	10.5%	10.5%
平均資產報酬率	4.9%	4.8%	4.5%	4.0%	4.3%
股東權益報酬率	24.0%	28.9%	28.6%	25.1%	24.8%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	103.4%	78.5%	71.6%	61.5%	51.4%
淨負債比率	Net cash	Net cash	11.7%	13.2%	Net cash
利息保障倍數 (x)	52.8	40.0	32.1	24.9	27.8
利息及短期債保障倍數 (x)	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
Cash Flow Int. Coverage (x)	93.2	72.7	26.8	24.3	29.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	3.8	3.7	0.8	0.9	1.1
流動比率 (x)	2.6	2.7	1.5	1.2	1.3
速動比率 (x)	2.3	2.4	1.4	1.1	1.1
淨負債 (NT\$百萬)	(13,203)	(29,768)	9,285	12,157	(2,621)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	11.62	14.87	16.33	15.86	18.08
每股現金盈餘 (NT\$)	52.85	66.19	37.90	42.97	52.11
每股淨值 (NT\$)	48.68	54.37	60.00	66.11	79.44
調整後每股淨值 (NT\$)	48.68	54.37	60.00	66.11	79.44
每股營收 (NT\$)	117.43	139.66	139.20	151.07	172.34
EBITDA/Share (NT\$)	41.95	55.76	49.23	54.69	65.35
每股現金股利 (NT\$)	8.00	8.80	9.50	10.00	10.00
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.50	0.45	0.39	0.38	0.41
應收帳款周轉天數	52.4	50.5	44.6	48.6	46.2
存貨周轉天數	71.2	78.9	68.6	72.9	71.5
應付帳款周轉天數	37.8	37.5	37.1	37.2	34.2
現金轉換周轉天數	85.9	91.9	76.1	84.3	83.5

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>68,841</b>	<b>81,871</b>	<b>81,602</b>	<b>88,558</b>	<b>101,029</b>
營業成本	(44,315)	(49,942)	(53,702)	(58,226)	(65,929)
<b>營業毛利</b>	<b>24,527</b>	<b>31,929</b>	<b>27,901</b>	<b>30,332</b>	<b>35,100</b>
營業費用	(6,447)	(6,529)	(7,583)	(8,065)	(8,912)
<b>營業利益</b>	<b>18,080</b>	<b>25,400</b>	<b>20,318</b>	<b>22,267</b>	<b>26,189</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>651</b>	<b>1,729</b>	<b>3,936</b>	<b>3,392</b>	<b>2,431</b>
利息收入	148	1,166	3,299	3,024	1,993
投資利益淨額	503	562	637	369	438
其他營業外收入	-	0	0	0	(0)
<b>總營業外費用</b>	<b>(1,526)</b>	<b>(6,300)</b>	<b>1,526</b>	<b>(875)</b>	<b>(875)</b>
利息費用	(332)	(534)	(829)	(1,035)	(1,035)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(1,193)	(5,766)	2,355	160	160
<b>稅前純益</b>	<b>17,206</b>	<b>20,829</b>	<b>25,780</b>	<b>24,784</b>	<b>27,745</b>
所得稅費用[利益]	(4,590)	(4,668)	(6,853)	(6,176)	(6,816)
少數股東損益	(5,804)	(7,445)	(9,354)	(9,313)	(10,332)
非常項目	-	0	-	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>6,811</b>	<b>8,716</b>	<b>9,572</b>	<b>9,295</b>	<b>10,596</b>
<b>EBITDA</b>	<b>24,591</b>	<b>32,690</b>	<b>28,861</b>	<b>32,061</b>	<b>38,312</b>
每股盈餘 (NT\$)	11.62	14.87	16.33	15.86	18.08

**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>30,982</b>	<b>38,801</b>	<b>22,216</b>	<b>25,190</b>	<b>30,547</b>
本期純益	6,811	8,716	9,572	9,295	10,596
折舊及攤提	6,511	7,290	8,543	9,794	12,124
本期運用資金變動	(1,518)	(2,522)	(14,655)	17,303	10,269
其他營業資產及負債變動	19,178	25,317	18,756	(11,202)	(2,442)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(19,212)</b>	<b>(15,434)</b>	<b>(69,043)</b>	<b>(22,200)</b>	<b>(10,200)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(14,116)	(484)	-	-	-
本期長期投資變動	(211)	(620)	(879)	-	-
資本支出淨額	(6,011)	(13,616)	(32,758)	(42,200)	(26,200)
其他資產變動	1,125	(714)	(35,407)	20,000	16,000
<b>自由現金流</b>	<b>12,013</b>	<b>10,468</b>	<b>(24,322)</b>	<b>1,239</b>	<b>15,572</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>34,292</b>	<b>(8,207)</b>	<b>7,295</b>	<b>(5,862)</b>	<b>(5,569)</b>
短期借款變動	(3,012)	2,037	15,198	-	-
長期借款變動	46,642	(2,977)	(12,407)	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(9,101)	(8,552)	(8,742)	(5,862)	(5,569)
其他融資現金流	(238)	1,285	13,247	-	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(2,757)</b>	<b>971</b>	<b>3,556</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>43,305</b>	<b>16,130</b>	<b>(35,975)</b>	<b>(2,872)</b>	<b>14,778</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	9.4%	8.0%	9.3%	9.1%	8.8%
<b>= 營業利益率</b>	<b>26.3%</b>	<b>31.0%</b>	<b>24.9%</b>	<b>25.1%</b>	<b>25.9%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	(0.1)	(0.0)	0.2	(0.0)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.6	0.6	1.0	1.3	1.3
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>
營業利益率	26.3%	31.0%	24.9%	25.1%	25.9%
x 資本周轉率	1.7	1.5	0.8	0.8	0.8
x (1 - 有效現金稅率)	73.3%	77.6%	73.4%	75.1%	75.4%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>33.2%</b>	<b>35.6%</b>	<b>14.6%</b>	<b>14.2%</b>	<b>16.3%</b>

資料來源：公司資料，凱基



## 中美晶 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2022-07-21	增加持股	182.0	145.5
2022-07-19	增加持股	182.0	139.0
2022-05-05	增加持股	219.0	157.5
2022-03-17	增加持股	254.0	180.0
2022-03-07	增加持股	251.0	173.0
2022-02-06	增加持股	295.0	209.5
2021-11-22	增加持股	299.0	205.5

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，週後若有變更時，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。