

# 倉和

(6538.TWO/6538 TT)

## 未評等

|                        |       |
|------------------------|-------|
| 收盤價 November 28 (NT\$) | 159.0 |
| 12 個月目標價 (NT\$)        | N/A   |
| 前次目標價 (NT\$)           | N/A   |
| 維持 / 調升 / 調降 (%)       | N/A   |
| 上漲 / 下跌空間 (%)          | N/A   |

## 焦點內容

- 3Q23 EPS 3.49 元，季增 91% 係因毛利率擴大 5.6 個百分點。
- 公司預期競爭在可控管範圍內，且 3D 無網結太陽能精密網版營收進一步成長，刺激利潤率向上。
- 假設競爭有限，我們預期 2022-24 年 EPS 可望年複合成長 65-70%。

## 交易資料表

|                        |               |
|------------------------|---------------|
| 市值：(NT\$bn/US\$m)      | 6.07 / 192.6  |
| 流通在外股數 (百萬股)：          | 38.16         |
| 外資持有股數 (百萬股)：          | 5.13          |
| 3M 平均成交量 (百萬股)：        | 0.82          |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 68.60 - 182.5 |

| 股價表現     | 3M    | 6M   | 12M   |
|----------|-------|------|-------|
| 絕對表現 (%) | -10.2 | 55.1 | 126.2 |
| 相對表現 (%) | -15.2 | 50   | 107.1 |

## 每股盈餘

| NT\$ | 1Q   | 2Q   | 3Q   | 4Q   |
|------|------|------|------|------|
| 2021 | 1.52 | 0.77 | 0.90 | 0.95 |
| 2022 | 1.29 | 1.08 | 1.32 | 0.88 |
| 2023 | 1.00 | 1.82 | 3.49 | N.A. |

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 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

## 利潤率擴張亮眼，展望正向

### 重要訊息

我們與倉和訪談以更新營運狀況。

### 評論及分析

**3Q23 毛利率大幅季增 5.6 個百分點至 46.1%。**公司為 2018 年 PI 架構的太陽能精密網版先驅，2022 年推出 3D 無網結精密網版，2023 年重獲明顯財務動能。3Q23 營收季增 28%、年增 60% 至歷史新高 6.22 億元，EPS 達 3.49 元，季增 91%、年增 164%。令人矚目的是，3Q23 毛利率大幅季增 5.6、年增 7.1 個百分點至 46.1%，營益率季增 7.1、年增 12.6 個百分點至 25.5%，管理層表示係因產品組合與匯率環境有利，加上規模經濟的效應所致。3D 無網結太陽能精密網版平均售價與獲利能力高於傳統 PI 網版，其營收比重進一步自 2Q23 的 50% 提高至 3Q23 的 65%。今年前三季營收與 EPS 分別為 15.2 億元與 6.31 元，年增 37% 與 71%。

**我們預期需求穩健可望帶動 2022-24 年 EPS 年複合成長 65-70%。**十月營收達到 2.19 億元，年增 75%，為公司歷來第二高的單月營收。由於 3D 無網結精密網版強勁的價值訴求有助於贏得新客戶，管理層表示 4Q23 較正常季節性更強，意味著在平均售價穩定、競爭可控下，營收將呈現季增、利潤率持穩。儘管訂單能見度有限，但管理層樂觀看待 2024 年成長展望，目標為 3D 無網結精密網版營收持續成長。為維持競爭優勢，公司表示目前正在發展兩款優化之精密網版產品，最早於 2024 送樣。基於 4Q23 營收季增的展望，我們預期公司 2023 年 EPS 可望倍數成長至 9.7-9.9 元。假設 2024 年競爭在可控管範圍內，且 3D 無網結精密網版比重提高支撐毛利率，我們預期公司 2024 年 EPS 可望年增 30-40% 至 12.5-13.5 元。

### 投資建議

公司目前股價為本益比 12 倍，居於過去五年本益比區間 8-39 倍下緣。由於獲利成長展望強勁，股價並未偏高。

### 投資風險

Back-contact 太陽能電池技術如被大量採用可能為長期威脅。

### 主要財務數據及估值

|               | Dec-18A  | Dec-19A  | Dec-20A  | Dec-21A  | Dec-22A  |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入 (NT\$百萬) | 882      | 1,499    | 1,938    | 1,322    | 1,488    |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 288      | 706      | 981      | 540      | 564      |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 22       | 382      | 626      | 203      | 182      |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 2        | 284      | 429      | 154      | 170      |
| 每股盈餘 (NT\$)   | 0.07     | 9.39     | 11.52    | 4.13     | 4.57     |
| 每股現金股利 (NT\$) | 1.00     | 2.50     | 7.00     | 2.50     | 3.30     |
| 每股盈餘成長率 (%)   | 0.0      | 13828.0  | 22.7     | (64.1)   | 10.7     |
| 本益比 (x)       | 2,359.3  | 16.9     | 13.8     | 38.5     | 34.8     |
| 股價淨值比 (x)     | 4.0      | 3.4      | 3.3      | 3.5      | 3.5      |
| EV/EBITDA (x) | 34.1     | 8.8      | 7.0      | 15.2     | 17.7     |
| 淨負債比率 (%)     | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 殖利率 (%)       | 0.6      | 1.6      | 4.4      | 1.6      | 2.1      |
| 股東權益報酬率 (%)   | 0.2      | 21.8     | 26.8     | 8.9      | 10.0     |

資料來源：公司資料，凱基

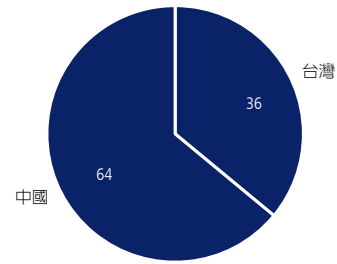
**圖 1：公司概況**

1994 年成立的倉和生產精密網版，主要應用於太陽能產業。太陽能精密網版佔公司整體收入的 90%，其餘則由貿易與非太陽能業務貢獻。公司在台灣有一座生產基地，中國則有兩座。

資料來源：凱基

**圖 2：各市場營收佔比**

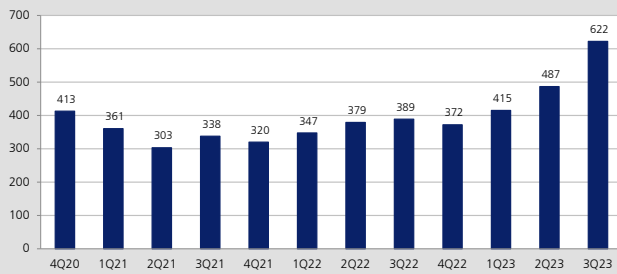
2022 年營收比重，百分比



資料來源：凱基

**圖 3：季營業收入**

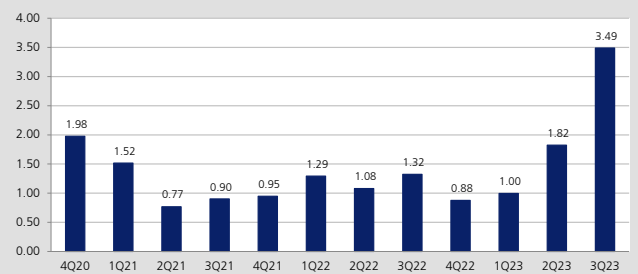
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 4：每股盈利**

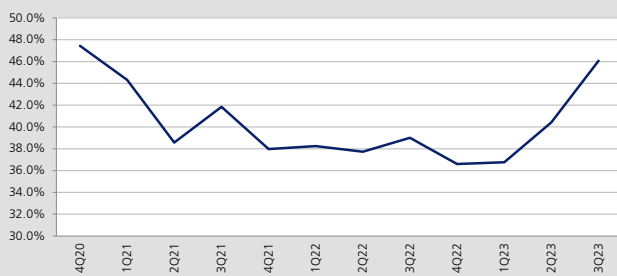
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 5：毛利率**

毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 6：未來一年預估本益比區間**

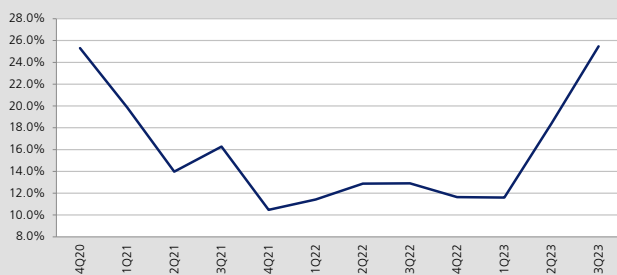
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：凱基

**圖 7：營業利潤率**

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 8：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：凱基

## 損益表

|               | 季度      |         |         |         |         |         |         |         |  | 年度      |         |         |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--|---------|---------|---------|
|               | Dec-21A | Mar-22A | Jun-22A | Sep-22A | Dec-22A | Mar-23A | Jun-23A | Sep-23A |  | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A |
| 損益表 (NT\$百萬)  |         |         |         |         |         |         |         |         |  |         |         |         |
| 營業收入          | 320     | 347     | 379     | 389     | 372     | 415     | 487     | 622     |  | 1,938   | 1,322   | 1,488   |
| 營業成本          | (198)   | (215)   | (236)   | (237)   | (236)   | (263)   | (290)   | (336)   |  | (958)   | (782)   | (924)   |
| 營業毛利          | 121     | 133     | 143     | 152     | 136     | 153     | 197     | 287     |  | 981     | 540     | 564     |
| 營業費用          | (88)    | (93)    | (94)    | (102)   | (93)    | (104)   | (107)   | (128)   |  | (354)   | (337)   | (382)   |
| 營業利益          | 34      | 40      | 49      | 50      | 43      | 48      | 89      | 158     |  | 626     | 203     | 182     |
| 折舊            | (27)    | (27)    | (27)    | (28)    | (28)    | (28)    | (29)    | (32)    |  | (128)   | (104)   | (110)   |
| 攤提            | (1)     | (1)     | (1)     | (1)     | (1)     | (1)     | (1)     | (1)     |  | (3)     | (3)     | (3)     |
| EBITDA        | 61      | 68      | 76      | 79      | 72      | 77      | 119     | 191     |  | 758     | 309     | 295     |
| 利息收入          | 2       | 2       | 1       | 1       | 2       | 2       | 2       | -       |  | 4       | 7       | 6       |
| 投資利益淨額        | 0       | -       | -       | -       | 0       | -       | -       | -       |  | -       | 0       | 0       |
| 其他營業外收入       | 2       | 2       | 2       | 3       | 3       | 0       | 1       | 10      |  | 10      | 10      | 9       |
| 總營業外收入        | 4       | 4       | 3       | 4       | 5       | 2       | 3       | 10      |  | 14      | 18      | 16      |
| 利息費用          | (1)     | (1)     | (1)     | (1)     | (1)     | (1)     | (1)     | (1)     |  | (7)     | (3)     | (5)     |
| 投資損失          | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -       |  | -       | -       | -       |
| 其他營業外費用       | 2       | 23      | 12      | 11      | (14)    | (1)     | 5       | 12      |  | (37)    | (2)     | 32      |
| 總營業外費用        | 2       | 22      | 11      | 10      | (16)    | (2)     | 4       | 11      |  | (44)    | (6)     | 27      |
| 稅前純益          | 40      | 66      | 62      | 64      | 33      | 48      | 97      | 180     |  | 596     | 215     | 225     |
| 所得稅費用[利益]     | (4)     | (17)    | (22)    | (15)    | (0)     | (11)    | (29)    | (49)    |  | (167)   | (61)    | (55)    |
| 少數股東損益        | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -       |  | -       | -       | -       |
| 非常項目稅後純益      | 35      | 48      | 40      | 49      | 33      | 37      | 68      | 130     |  | 429     | 154     | 170     |
| 非常項目          | (0)     | (0)     | (0)     | 0       | 0       | (0)     | (0)     | (0)     |  | -       | (0)     | (0)     |
| 稅後淨利          | 35      | 48      | 40      | 49      | 33      | 37      | 68      | 130     |  | 429     | 154     | 170     |
| 每股盈餘 (NT\$)   | 0.95    | 1.29    | 1.08    | 1.32    | 0.88    | 1.00    | 1.82    | 3.49    |  | 11.52   | 4.13    | 4.57    |
| 獲利率 (%)       |         |         |         |         |         |         |         |         |  |         |         |         |
| 營業毛利率         | 38.0    | 38.2    | 37.7    | 39.0    | 36.6    | 36.8    | 40.4    | 46.1    |  | 50.6    | 40.8    | 37.9    |
| 營業利益率         | 10.5    | 11.4    | 12.9    | 12.9    | 11.6    | 11.6    | 18.4    | 25.5    |  | 32.3    | 15.3    | 12.2    |
| EBITDA Margin | 19.1    | 19.4    | 20.1    | 20.3    | 19.4    | 18.5    | 24.5    | 30.6    |  | 39.1    | 23.4    | 19.8    |
| 稅前純益率         | 12.4    | 18.9    | 16.4    | 16.6    | 8.8     | 11.5    | 19.9    | 28.9    |  | 30.8    | 16.2    | 15.1    |
| 稅後純益率         | 11.0    | 13.9    | 10.6    | 12.7    | 8.8     | 8.9     | 14.0    | 20.9    |  | 22.1    | 11.7    | 11.5    |
| 季成長率 (%)      |         |         |         |         |         |         |         |         |  |         |         |         |
| 營業收入          | (5.3)   | 8.6     | 9.2     | 2.6     | (4.3)   | 11.6    | 17.2    | 27.9    |  |         |         |         |
| 營業毛利          | (14.1)  | 9.4     | 7.7     | 6.0     | (10.2)  | 12.1    | 28.8    | 45.7    |  |         |         |         |
| 營業收益增長        | (39.1)  | 18.5    | 23.0    | 2.8     | (13.7)  | 11.2    | 85.7    | 77.1    |  |         |         |         |
| EBITDA        | (25.3)  | 10.3    | 12.9    | 3.6     | (8.5)   | 6.3     | 55.3    | 59.8    |  |         |         |         |
| 稅前純益          | (28.9)  | 65.8    | (4.9)   | 3.2     | (49.3)  | 46.6    | 102.4   | 85.4    |  |         |         |         |
| 稅後純益          | 5.0     | 36.5    | (16.4)  | 22.6    | (33.9)  | 13.7    | 83.2    | 91.6    |  |         |         |         |
| 年成長率 (%)      |         |         |         |         |         |         |         |         |  |         |         |         |
| 營業收入          | (22.5)  | (3.7)   | 25.0    | 15.1    | 16.3    | 19.5    | 28.3    | 59.9    |  | 29.3    | (31.8)  | 12.6    |
| 營業毛利          | (38.0)  | (16.9)  | 22.3    | 7.3     | 12.1    | 14.9    | 37.5    | 88.9    |  | 38.9    | (45.0)  | 4.5     |
| 營業收益          | (67.9)  | (44.6)  | 15.2    | (8.7)   | 29.3    | 21.3    | 83.2    | 215.5   |  | 64.1    | (67.7)  | (10.1)  |
| EBITDA        | (54.2)  | (31.7)  | 13.3    | (3.6)   | 18.0    | 13.8    | 56.5    | 141.4   |  | 44.6    | (59.2)  | (4.6)   |
| 稅前純益          | (56.8)  | (15.3)  | 49.0    | 15.8    | (17.5)  | (27.1)  | 55.3    | 178.7   |  | 59.3    | (64.0)  | 4.9     |
| 稅後純益          | (52.1)  | (14.7)  | 40.9    | 46.8    | (7.6)   | (23.0)  | 68.7    | 163.7   |  | 50.9    | (64.1)  | 10.7    |

資料來源：公司資料、凱基

### 資產負債表

| NT\$百萬        | Dec-18A      | Dec-19A      | Dec-20A      | Dec-21A      | Dec-22A      |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>資產總額</b>   | <b>1,632</b> | <b>2,059</b> | <b>2,465</b> | <b>2,381</b> | <b>2,552</b> |
| <b>流動資產</b>   | <b>1,134</b> | <b>1,575</b> | <b>2,035</b> | <b>1,830</b> | <b>1,583</b> |
| 現金及短期投資       | 500          | 598          | 930          | 1,135        | 685          |
| 存貨            | 84           | 119          | 128          | 135          | 183          |
| 應收帳款及票據       | 512          | 821          | 962          | 545          | 700          |
| 其他流動資產        | 37           | 37           | 15           | 15           | 15           |
| <b>非流動資產</b>  | <b>498</b>   | <b>483</b>   | <b>430</b>   | <b>551</b>   | <b>969</b>   |
| 長期投資          | 26           | 22           | 19           | 106          | 94           |
| 固定資產          | 405          | 345          | 291          | 279          | 766          |
| 什項資產          | 66           | 116          | 120          | 166          | 109          |
| <b>負債總額</b>   | <b>437</b>   | <b>642</b>   | <b>679</b>   | <b>712</b>   | <b>805</b>   |
| <b>流動負債</b>   | <b>353</b>   | <b>475</b>   | <b>434</b>   | <b>438</b>   | <b>569</b>   |
| 應付帳款及票據       | 94           | 130          | 139          | 134          | 160          |
| 短期借款          | 134          | 132          | 51           | 98           | 160          |
| 什項負債          | 125          | 213          | 243          | 206          | 249          |
| <b>長期負債</b>   | <b>84</b>    | <b>167</b>   | <b>245</b>   | <b>273</b>   | <b>236</b>   |
| 長期借款          | -            | -            | -            | -            | -            |
| 其他負債及準備       | 84           | 136          | 208          | 247          | 220          |
| <b>股東權益總額</b> | <b>1,194</b> | <b>1,416</b> | <b>1,786</b> | <b>1,670</b> | <b>1,747</b> |
| 普通股股本         | 303          | 303          | 373          | 373          | 382          |
| 保留盈餘          | 364          | 604          | 829          | 699          | 753          |
| 少數股東權益        | -            | -            | -            | -            | -            |
| 優先股股東資金       | -            | -            | -            | -            | -            |

### 主要財務比率

|                              | Dec-18A  | Dec-19A  | Dec-20A  | Dec-21A  | Dec-22A  |
|------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>年成長率</b>                  |          |          |          |          |          |
| 營業收入                         | (1.8%)   | 70.0%    | 29.3%    | (31.8%)  | 12.6%    |
| 營業收益增長                       |          | 1621.4%  | 64.1%    | (67.7%)  | (10.1%)  |
| EBITDA                       | 37.0%    | 305.0%   | 44.6%    | (59.2%)  | (4.6%)   |
| 稅後純益                         |          | 13828.0% | 50.9%    | (64.1%)  | 10.7%    |
| 每股盈餘成長率                      |          | 13828.0% | 22.7%    | (64.1%)  | 10.7%    |
| <b>獲利能力分析</b>                |          |          |          |          |          |
| 營業毛利率                        | 32.7%    | 47.1%    | 50.6%    | 40.8%    | 37.9%    |
| 營業利益率                        | 2.5%     | 25.5%    | 32.3%    | 15.3%    | 12.2%    |
| EBITDA Margin                | 14.7%    | 35.0%    | 39.1%    | 23.4%    | 19.8%    |
| 稅後純益率                        | 0.2%     | 19.0%    | 22.1%    | 11.7%    | 11.5%    |
| 平均資產報酬率                      | 0.1%     | 15.4%    | 19.0%    | 6.4%     | 6.9%     |
| 股東權益報酬率                      | 0.2%     | 21.8%    | 26.8%    | 8.9%     | 10.0%    |
| <b>穩定 \ 償債能力分析</b>           |          |          |          |          |          |
| 毛負債比率 (%)                    | 11.2%    | 9.3%     | 2.9%     | 5.9%     | 9.2%     |
| 淨負債比率                        | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 利息保障倍數 (x)                   | 8.6      | 64.4     | 85.3     | 63.6     | 49.6     |
| 利息及短期債保障倍數 (x)               | 0.1      | 0.7      | 0.9      | 0.7      | 0.6      |
| Cash Flow Int. Coverage (x)  | 5.3      | 37.9     | 80.5     | 178.7    | 24.9     |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 0.1      | 1.6      | 9.7      | 6.0      | 0.7      |
| 流動比率 (x)                     | 3.2      | 3.3      | 4.7      | 4.2      | 2.8      |
| 速動比率 (x)                     | 3.0      | 3.1      | 4.4      | 3.9      | 2.5      |
| 淨負債 (NT\$百萬)                 | (303)    | (145)    | (592)    | (847)    | (402)    |
| <b>每股資料分析</b>                |          |          |          |          |          |
| 每股盈餘 (NT\$)                  | 0.07     | 9.39     | 11.52    | 4.13     | 4.57     |
| 每股現金盈餘 (NT\$)                | 0.53     | 7.38     | 15.27    | 16.42    | 3.10     |
| 每股淨值 (NT\$)                  | 39.41    | 46.74    | 47.92    | 44.80    | 45.74    |
| 調整後每股淨值 (NT\$)               | 39.41    | 46.74    | 47.92    | 44.80    | 46.87    |
| 每股營收 (NT\$)                  | 29.10    | 49.49    | 52.01    | 35.47    | 39.92    |
| EBITDA/Share (NT\$)          | 4.27     | 17.30    | 20.33    | 8.30     | 7.91     |
| 每股現金股利 (NT\$)                | 1.00     | 2.50     | 7.00     | 2.50     | 3.30     |
| <b>資產運用狀況</b>                |          |          |          |          |          |
| 資產周轉率 (x)                    | 0.53     | 0.81     | 0.86     | 0.55     | 0.60     |
| 應收帳款周轉天數                     | 211.9    | 199.9    | 181.6    | 150.5    | 171.7    |
| 存貨周轉天數                       | 51.9     | 54.9     | 48.8     | 63.1     | 72.3     |
| 應付帳款周轉天數                     | 58.0     | 59.9     | 53.3     | 62.7     | 63.3     |
| 現金轉換周轉天數                     | 205.7    | 194.9    | 177.1    | 150.9    | 180.7    |

資料來源：公司資料，凱基

### 損益表

| NT\$百萬        | Dec-18A    | Dec-19A      | Dec-20A      | Dec-21A      | Dec-22A      |
|---------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>營業收入</b>   | <b>882</b> | <b>1,499</b> | <b>1,938</b> | <b>1,322</b> | <b>1,488</b> |
| 營業成本          | (594)      | (794)        | (958)        | (782)        | (924)        |
| <b>營業毛利</b>   | <b>288</b> | <b>706</b>   | <b>981</b>   | <b>540</b>   | <b>564</b>   |
| 營業費用          | (266)      | (324)        | (354)        | (337)        | (382)        |
| <b>營業利益</b>   | <b>22</b>  | <b>382</b>   | <b>626</b>   | <b>203</b>   | <b>182</b>   |
| <b>總營業外收入</b> | <b>9</b>   | <b>10</b>    | <b>14</b>    | <b>18</b>    | <b>16</b>    |
| 利息收入          | 4          | 4            | 4            | 7            | 6            |
| 投資利益淨額        | 0          | 1            | -            | 0            | 0            |
| 其他營業外收入       | 4          | 5            | 10           | 10           | 9            |
| <b>總營業外費用</b> | <b>(8)</b> | <b>(18)</b>  | <b>(44)</b>  | <b>(6)</b>   | <b>27</b>    |
| 利息費用          | (3)        | (6)          | (7)          | (3)          | (5)          |
| 投資損失          | -          | -            | -            | -            | -            |
| 其他營業外費用       | (5)        | (12)         | (37)         | (2)          | 32           |
| <b>稅前純益</b>   | <b>23</b>  | <b>374</b>   | <b>596</b>   | <b>215</b>   | <b>225</b>   |
| 所得稅費用[利益]     | (21)       | (90)         | (167)        | (61)         | (55)         |
| 少數股東損益        | -          | -            | -            | -            | -            |
| 非常項目          | -          | 0            | 0            | (0)          | (0)          |
| <b>稅後淨利</b>   | <b>2</b>   | <b>284</b>   | <b>429</b>   | <b>154</b>   | <b>170</b>   |
| <b>EBITDA</b> | <b>129</b> | <b>524</b>   | <b>758</b>   | <b>309</b>   | <b>295</b>   |
| 每股盈餘 (NT\$)   | 0.07       | 9.39         | 11.52        | 4.13         | 4.57         |

### 現金流量

| NT\$百萬           | Dec-18A      | Dec-19A      | Dec-20A      | Dec-21A      | Dec-22A      |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>營運活動之現金流量</b> | <b>16</b>    | <b>224</b>   | <b>569</b>   | <b>612</b>   | <b>116</b>   |
| 本期純益             | 2            | 284          | 429          | 154          | 170          |
| 折舊及攤提            | 107          | 142          | 131          | 107          | 113          |
| 本期運用資金變動         | (95)         | (319)        | (142)        | 405          | (177)        |
| 其他營業資產及負債變動      | 2            | 116          | 151          | (54)         | 10           |
| <b>投資活動之現金流量</b> | <b>(120)</b> | <b>(324)</b> | <b>(30)</b>  | <b>(121)</b> | <b>(470)</b> |
| 投資用短期投資出售[新購]    | (44)         | (254)        | 39           | 8            | 64           |
| 本期長期投資變動         | -            | -            | -            | (5)          | -            |
| 資本支出淨額           | (86)         | (75)         | (83)         | (96)         | (542)        |
| 其他資產變動           | 10           | 4            | 14           | (28)         | 7            |
| <b>自由現金流</b>     | <b>(75)</b>  | <b>36</b>    | <b>354</b>   | <b>559</b>   | <b>(471)</b> |
| <b>融資活動之現金流量</b> | <b>(86)</b>  | <b>(51)</b>  | <b>(172)</b> | <b>(180)</b> | <b>(46)</b>  |
| 短期借款變動           | (46)         | (2)          | (81)         | 47           | 61           |
| 長期借款變動           | -            | -            | -            | -            | -            |
| 現金增資             | -            | -            | -            | -            | -            |
| 已支付普通股股息         | (40)         | (30)         | (76)         | (261)        | (93)         |
| 其他融資現金流          | -            | (19)         | (16)         | 34           | (14)         |
| <b>匯率影響數</b>     | <b>(2)</b>   | <b>(7)</b>   | <b>(1)</b>   | <b>(9)</b>   | <b>17</b>    |
| <b>本期產生現金流量</b>  | <b>(191)</b> | <b>(159)</b> | <b>366</b>   | <b>302</b>   | <b>(384)</b> |

### 投資回報率

|                  | Dec-18A     | Dec-19A      | Dec-20A      | Dec-21A      | Dec-22A      |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1 - 營業成本/營業收入    |             |              |              |              |              |
| - 銷管費用/營業收入      | 30.1%       | 21.6%        | 18.3%        | 25.5%        | 25.7%        |
| <b>= 營業利益率</b>   | <b>2.5%</b> | <b>25.5%</b> | <b>32.3%</b> | <b>15.3%</b> | <b>12.2%</b> |
| 1 / (營業運用資金/營業收入 | 0.5         | 0.4          | 0.4          | 0.3          | 0.3          |
| + 淨固定資產/營業收入     | 0.5         | 0.2          | 0.1          | 0.2          | 0.5          |
| + 什項資產/營業收入)     | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.1          | 0.0          |
| <b>= 資本周轉率</b>   | <b>1.0</b>  | <b>1.5</b>   | <b>1.9</b>   | <b>1.9</b>   | <b>1.1</b>   |
| 營業利益率            | 2.5%        | 25.5%        | 32.3%        | 15.3%        | 12.2%        |
| x 資本周轉率          | 1.0         | 1.5          | 1.9          | 1.9          | 1.1          |
| x (1 - 有效現金稅率)   | 8.9%        | 76.0%        | 72.0%        | 71.8%        | 75.7%        |
| <b>= 稅後 ROIC</b> | <b>0.2%</b> | <b>29.0%</b> | <b>43.8%</b> | <b>20.4%</b> | <b>10.6%</b> |

資料來源：公司資料，凱基

## Terry Lee

|     |    |   |
|-----|----|---|
| 中國  | 上海 | 上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室<br>郵政編號：200040   |
| 台灣  | 台北 | 104 台北市明水路 700 號<br>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<br>電話 852.2878.6888 • 傳真 852.2878.6800   |
| 泰國  | 曼谷 | 8th - 11th floors, Asia Centre Building<br>173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand<br>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<br>郵政編號：068807<br>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<br>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)               | 凱基證券集團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，   |
| 未評等 (R)                | 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，過後若有變更時，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。