

2024 年 1 月 25 日

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價 137.00 元
目標價
3 個月 191.00 元
12 個月 191.00 元

融程電(3416 TT)

Strong Buy

近期報告日期、評等及前日股價

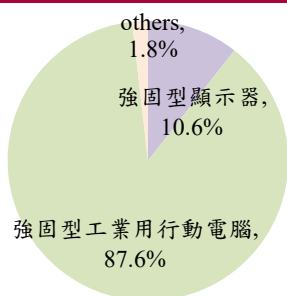
估 2024 年營收逐季成長，獲利展望佳，評等為 Strong Buy。

投資建議：預期 1H24 多數客戶庫存調整動作陸續告一段落，2H24 營收成長動能更將隨 Honeywell 新 ODM 訂單挹注而增加，加上毛利率有機會受惠於國防相關產品營收比重提高而維持 40% 以上，2024 年融程電獲利展望佳，故群益對融程電的投資建議為 Strong Buy，目標價 191 元。

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 783
市值(億元) 107
目前每股淨值(元) 38.29
外資持股比(%) 4.06
投信持股比(%) 0.02
董監持股比(%) 41.79
融資餘額(張) 1,544
現金股息配發率(F)(%) 74.66

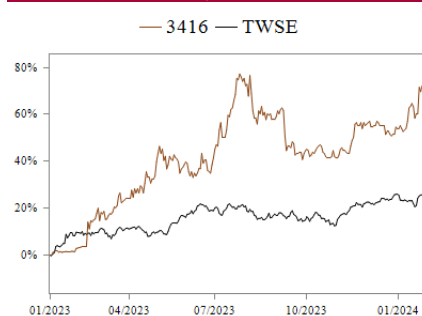
產品組合



1H24 營收重拾成長動能：由於先前疫情期間多數客戶考量 IC 等零組件缺料而積極釋單，但隨料況持續改善，需求隨庫存調整動作而降溫，2Q~4Q23 融程電營收逐季減少，4Q23 僅 6.05 億元，QoQ-10.91%，為 2Q22 迄今最低。其中，大型客戶訂單數量變動相對有限，但來自通路客戶的中、小型訂單波動則較激烈。不過，近期通路客戶接單狀況已見改善跡象，有助於帶動融程電營收重拾成長動能。

2024 年、2025 年營收展望均佳：2023 年融程電的營收 25.99 億元，YoY-2.28%，主要受 2H23 中、小型客戶疫情後調整庫存動作影響，至於大型客戶雖仍穩定釋出訂單，但態度亦相對保守，2H23 融程電的營收 YoY-12.33%。然而，預期 1H24 中、小型客戶庫存調整陸續告一段落，部份大客戶態度亦較先前積極，群益預估，1H24 融程電的營收即可重拾成長動能，此外，預估 2H24 年融程電營收成長幅度再較 1H24 提高，原因在於融程電平板電腦對 Honeywell 的滲透率提高。

股價相對大盤走勢



Honeywell 係生產堆高機等倉儲物流設備，目前搭載於 Honeywell 產品上之 2 款平板電腦貢獻融程電約 1,000 萬美元/年的營收。由於融程電產品價格競爭力佳，基於成本控制考量，Honeywell 於疫情前即決定全數交由融程電代工，惟產品認證時間受疫情影響而延後。不過，預估 2H24 融程電為 Honeywell 代工的平板電腦將增加至 7 款，相關 ODM 訂單為 2H24、2025 年融程電營收成長的重要動能。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	2,599	3,343	4,449	701	626	688	679	605	657	755	916	1,015
營業毛利淨額	1,040	1,357	1,791	273	240	264	278	258	271	308	371	407
營業利益	582	845	1,208	155	136	151	153	141	154	185	234	272
稅後純益	508	712	1,006	110	110	150	158	89	127	166	206	213
稅後 EPS(元)	6.48	9.09	12.85	1.41	1.41	1.91	2.02	1.14	1.62	2.12	2.63	2.72
毛利率(%)	40.03%	40.59%	40.26%	38.97%	38.33%	38.37%	40.92%	42.67%	41.21%	40.85%	40.52%	40.07%
營業利益率(%)	22.39%	25.27%	27.16%	22.10%	21.77%	21.99%	22.53%	23.31%	23.40%	24.52%	25.56%	26.78%
稅後純益率(%)	19.54%	21.29%	22.62%	15.71%	17.60%	21.72%	23.34%	14.79%	19.32%	21.96%	22.48%	20.98%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-2.28%	28.65%	33.07%	-8.28%	-10.66%	9.97%	-1.37%	-10.91%	8.62%	14.90%	21.34%	10.75%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	12.23%	40.15%	41.42%	-32.37%	0.11%	35.71%	5.98%	-43.55%	41.87%	30.59%	24.24%	3.37%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 7.83 億元計算。

2024 年 1 月 25 日

企業 ESG 資訊揭露：

就環境政策而言，融程電為展現保護環境及維護同仁安全並健康的決心，制定「公司環境安全衛生政策」。融程電為生產研發強固型平板電腦和手持式裝置產品為主軸之公司，所銷售產品遍及全世界，為了持續提供客戶高品質之產品與服務，並以全方位結合環境管理、綠色產品、職業安全衛生管理之實施，以達到企業永續發展之目標。除符合環保相關規定外，並承諾降低因活動、服務所衍生在製造、代客加工產生之環境衝擊為目標，以創造經濟、環保相輔相成的局面。

再就環境保護管理而言，融程電主要製造單元為組裝生產，對於環境的衝擊相對較小，廠區之製程設備自規劃、設立、運轉均考量能源效率，主要途徑有三，(1)節約用水暨控制廢水排放，(2)減少照明設備、空調設備、生產設備所導致的電力浪費，(3)廢棄物清理以安全化、衛生化、無害化、資源化為目標，並以環境效益角度優先考量進行源頭減量。

近期通路客戶接單已見改善，有助於帶動 1H24 營收重拾成長動能：

融程電為 IPC(工業電腦)廠，大股東包括研華(2395 TT)、醫揚(6569 TT)、廣積(8050 TT)等，透過與其共同採購，融程電可收降低採購成本、穩定料源之效。融程電的產品線包括液晶顯示應用設備及模組(即螢幕)、強固型電腦/嵌入式系統模組(包括平板電腦、PDA、筆記型電腦等)，近幾年營收比重分別為 10~20%、80~90%。

融程電係由歐洲市場起家，重要銷售地區包括德國、北歐(丹麥、芬蘭、挪威等)、法國、瑞士等，近幾年營收比重仍居冠，達 35~45%，至於美洲、亞洲(以日本、新加坡為主)則均為 25~35%。由於融程電的產品線在多數地區主要以美元計價，一般而言，美元兌台幣匯率變動一方面影響融程電的毛利率，另一方面亦產生匯兌損益，此部份則為影響融程電業外表現的關鍵。

若就產品終端應用而言，融程電已陸續跨足石油及天然氣、公共安全、工廠自動化、船舶、航空、重載工程等嚴苛環境(高低溫、高濕、多灰塵等)，現階段比重較高者主要為車輛診斷/電動車、倉儲物流、醫療保健，大客戶包括 Mercedes-Benz、Honeywell、Medtronic 等，近幾年營收比重分別為 25~35%、20~30%、5~15%，相關產品訂單數量通常相對較大，對提升融程電營收規模的助益程度亦較高，此外，國防相關產品(無人機手持控制器等)營收重亦提高至 10~20%。

2Q~4Q23 融程電營收逐季減少，4Q23 僅 6.05 億元，QoQ-10.91%，為 2Q22 迄今最低，主要係先前疫情期間多數客戶考量 IC 等零組件缺料而積極釋單，但隨料況持續改善，需求隨庫存調整動作而降溫，其中，大型客戶訂單數量變動相對有限，但來自通路客戶的中、小型訂單波動則較激烈。不過，近期通路客戶接單狀況已見改善跡象，有助於帶動融程電營收重拾成長動能。

預估 1H24 營收重拾動能，且 2H24 成長幅度有機會提高：

2023 年融程電的營收 25.99 億元，YoY-2.28%，主要受 2H23 中、小型客戶疫情後調整庫存動作影響，至於大型客戶雖仍穩定釋出訂單，但態度亦相對保守，2H23 融程電的營收 YoY-12.33%。然而，預期 1H24 中、小型客戶

2024 年 1 月 25 日

庫存調整陸續告一段落，部份大客戶態度亦較先前積極，群益預估，1H24 融程電的營收即可重拾成長動能，此外，預估 2H24 年融程電營收成長幅度再較 1H24 提高，原因在於融程電平板電腦對 Honeywell 的滲透率提高。

Honeywell 係生產堆高機等倉儲物流設備，目前搭載於 Honeywell 產品上之 2 款平板電腦貢獻融程電約 1,000 萬美元/年的營收。由於融程電產品價格競爭力佳，基於成本控制考量，Honeywell 於疫情前即決定全數交由融程電代工，惟產品認證時間受疫情影響而延後。不過，預估 2H24 融程電為 Honeywell 代工的平板電腦將增加至 7 款，相關 ODM 訂單為 2H24、2025 年融程電營收成長的重要動能。

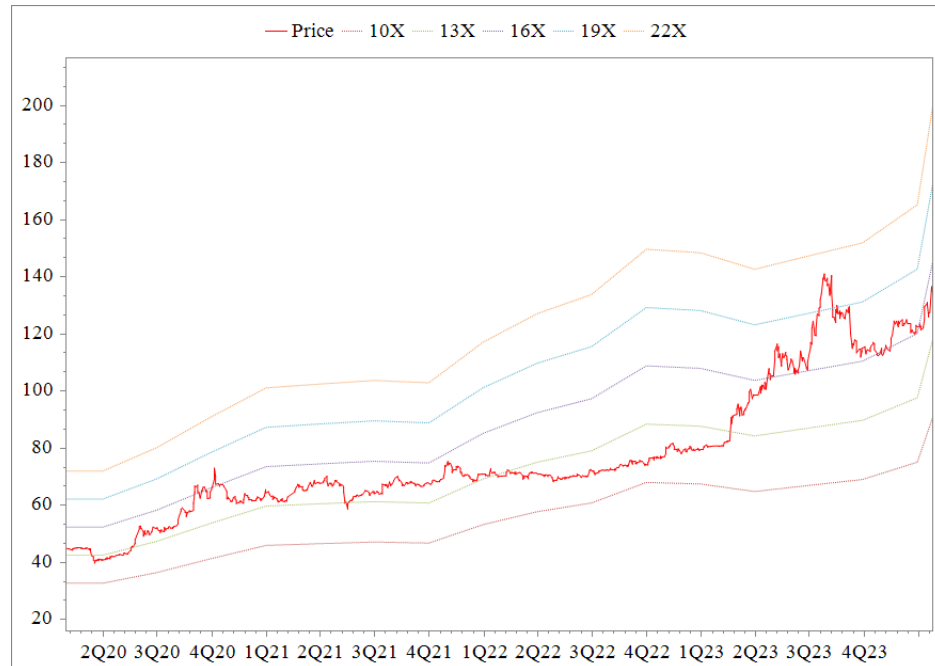
國防相關產品營收比重走揚，有助於 2024 年毛利率維持 40% 以上：

2024 年融程電獲利展望轉佳的另一關鍵在於無人機控制器等國防相關產品出貨量持續擴大帶動毛利率提高。一般而言，國防相關產品的毛利率可達 50~60%，2022 年融程電的毛利率逐季提高，全年為 35.43%，1Q~3Q23 單季毛利率均超過 38%，3Q23 更達 40.92%，主要原因在於國防產品出貨量自 2022 年開始放大，營收比重由 2022 年的 0~10% 提高至 2023 年的 10~20%，現階段國防相關產品接單仍暢旺，預估 2024 年營收比重可再提高至 20%~30% 以上，群益認為，此為融程電毛利率得以維持 40% 以上的關鍵。

預估 2024 年營收逐季成長，且獲利展望佳，群益對融程電的投資建議為 Buy，目標價 191 元：

預期 1H24 多數客戶庫存調整動作陸續告一段落，2H24 營收成長動能更將隨 Honeywell 新 ODM 訂單挹注而增加，加上毛利率有機會受惠於國防相關產品營收比重提高而維持 40% 以上，2024 年融程電獲利展望佳，故群益對融程電的投資建議為 Strong Buy，目標價 191 元。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 1 月 25 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
資產總計	3,530	3,765	3,958	4,323	4,846
流動資產	2,321	2,417	2,485	2,542	2,601
現金及約當現金	555	508	558	552	575
應收帳款與票據	307	450	461	473	485
存貨	599	636	645	661	679
採權益法之投資	22	27	35	56	87
不動產、廠房設備	949	951	949	948	946
負債總計	1,242	1,226	1,256	1,289	1,334
流動負債	741	1,211	1,245	1,273	1,303
應付帳款及票據	375	356	361	368	375
非流動負債	501	15	7	5	13
權益總計	2,287	2,539	2,701	3,034	3,512
普通股股本	725	726	726	726	726
保留盈餘	796	1,003	1,165	1,498	1,975
母公司業主權益	2,287	2,539	2,701	3,033	3,511
負債及權益總計	3,530	3,765	3,958	4,323	4,846

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業收入淨額	2,502	2,659	2,599	3,343	4,449
營業成本	1,664	1,716	1,558	1,986	2,658
營業毛利淨額	838	942	1,040	1,357	1,791
營業費用	401	446	458	512	582
營業利益	437	496	582	845	1,208
EBITDA	488	600	665	927	1,300
業外收入及支出	-4	68	44	38	38
稅前純益	439	564	626	882	1,246
所得稅	74	111	118	171	240
稅後純益	365	452	508	712	1,006
稅後 EPS(元)	4.66	5.78	6.48	9.09	12.85
完全稀釋 EPS**	4.66	5.78	6.48	9.09	12.85

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 7.83【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 7.83 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	35.55%	6.30%	-2.28%	28.65%	33.07%
營業毛利淨額	30.00%	12.38%	10.40%	30.48%	31.96%
營業利益	50.17%	13.40%	17.30%	45.23%	43.03%
稅後純益	42.43%	24.05%	12.23%	40.15%	41.42%

獲利能力分析(%)

毛利率	33.51%	35.43%	40.03%	40.59%	40.26%
EBITDA(%)	19.50%	22.57%	25.58%	27.73%	29.23%
營益率	17.48%	18.65%	22.39%	25.27%	27.16%
稅後純益率	14.58%	17.01%	19.54%	21.29%	22.62%
總資產報酬率	10.33%	12.02%	12.83%	16.46%	20.77%
股東權益報酬率	15.94%	17.82%	18.80%	23.45%	28.66%

償債能力檢視

負債比率(%)	35.20%	32.56%	31.74%	29.82%	27.54%
負債/淨值比(%)	54.31%	48.28%	46.50%	42.50%	38.00%
流動比率(%)	313.25%	199.67%	199.67%	199.67%	199.67%

其他比率分析

存貨天數	114.32	131.26	150.00	120.00	92.00
應收帳款天數	39.46	51.93	64.00	51.00	39.30

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業活動現金	370	329	649	912	1,276
稅前純益	439	564	626	882	1,246
折舊及攤銷	49	38	38	38	38
營運資金變動	-109	-198	-16	-20	-24
其他營運現金	-9	-75	2	12	16
投資活動現金	-449	-53	-248	-255	-253
資本支出淨額	-89	-163	-150	-150	-150
長期投資變動	-347	114	-100	-100	-100
其他投資現金	-14	-4	2	-5	-3
籌資活動現金	210	-326	-352	-382	-520
長借/公司債變動	501	0	-8	-2	8
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-290	-326	-346	-379	-529
其他籌資現金	-1	0	2	-1	0
淨現金流量	129	-47	50	275	502
期初現金	426	555	508	558	832
期末現金	555	508	558	832	1,335

資料來源：CMoney、群益

2024 年 1 月 25 日

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	764	701	626	688	679	605	657	755	916	1,015	920	1,022
營業成本	483	428	386	424	401	347	386	447	545	608	543	608
營業毛利淨額	281	273	240	264	278	258	271	308	371	407	377	414
營業費用	121	118	104	113	125	117	117	123	137	135	134	140
營業利益	159	155	136	151	153	141	154	185	234	272	243	275
業外收入及支出	45	-11	1	26	42	-25	4	9	19	5	4	9
稅前純益	204	143	137	178	195	117	158	194	253	277	247	284
所得稅	41	33	27	28	36	27	31	29	47	64	48	41
稅後純益	163	110	110	150	158	89	127	166	206	213	199	243
最新股本	783	783	783	783	783	783	783	783	783	783	783	783
稅後EPS(元)	2.08	1.41	1.41	1.91	2.02	1.14	1.62	2.12	2.63	2.72	2.54	3.10

獲利能力(%)

毛利率(%)	36.69%	38.97%	38.33%	38.37%	40.92%	42.67%	41.21%	40.85%	40.52%	40.07%	40.95%	40.53%
營業利益率(%)	20.81%	22.10%	21.77%	21.99%	22.53%	23.31%	23.40%	24.52%	25.56%	26.78%	26.41%	26.87%
稅後純益率(%)	21.31%	15.71%	17.60%	21.72%	23.34%	14.79%	19.32%	21.96%	22.48%	20.98%	21.61%	23.74%

QoQ(%)

營業收入淨額	25.87%	-8.28%	-10.66%	9.97%	-1.37%	-10.91%	8.62%	14.90%	21.34%	10.75%	-9.34%	11.13%
營業利益	75.42%	-2.60%	-11.98%	11.07%	1.07%	-7.84%	9.04%	20.41%	26.49%	16.03%	-10.59%	13.05%
稅前純益	88.18%	-29.63%	-4.53%	29.77%	9.57%	-40.15%	35.35%	23.27%	30.16%	9.56%	-10.94%	15.00%
稅後純益	74.62%	-32.37%	0.11%	35.71%	5.98%	-43.55%	41.87%	30.59%	24.24%	3.37%	-6.65%	22.13%

YoY(%)

營業收入淨額	11.85%	12.51%	6.52%	13.44%	-11.11%	-13.66%	4.96%	9.67%	34.92%	67.72%	39.99%	35.40%
營業利益	19.81%	67.03%	49.03%	67.05%	-3.75%	-8.94%	12.81%	22.29%	53.05%	92.70%	58.01%	48.36%
稅前純益	45.84%	51.09%	26.45%	64.06%	-4.48%	-18.76%	15.18%	9.42%	29.98%	137.94%	56.57%	46.06%
稅後純益	45.22%	47.55%	27.65%	60.43%	-2.63%	-18.72%	15.19%	10.84%	29.95%	137.94%	56.57%	46.42%

註1：稅後EPS以股本7.83億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。