

CHINA  
DEVELOPMENT  
FINANCIAL

## 群聯

(8299.TWO/8299 TT)

## 未評等

收盤價 January 23 (NT\$)	540
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

1. 車用 NAND Flash 市場高速成長。
2. 我們認為 2024 年群聯的車用 NAND Flash 業務營收將加速成長，控制 IC 及模組的外包商機皆擴大。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	110.6 / 3,526
流通在外股數 (百萬股)：	204.8
外資持有股數 (百萬股)：	91.17
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.84
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	338.0 - 543

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	14.3	35.5	51.5
相對表現 (%)	4.3	30.5	31.8

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	8.56	11.49	12.10	9.19
2022	11.09	9.17	6.13	1.11
2023	1.26	2.28	4.32	N.A.

## 股價圖



資料來源：TEJ



## 凱基投顧

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

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

重要免責聲明，詳見最終頁

## 車用市場成為新成長引擎

## 重要訊息

我們注意到車用業務為群聯 2024 年起營收規模成長的重要驅動力。

## 評論及分析

**車用 NAND Flash 市場高速成長。** Gartner 預估 2023-27 年全球車用 NAND Flash 位元需求量的年複合成長率達 27%，主要動力包括：(1) 資訊娛樂系統與數位座艙合計的單位搭載量達 64-512GB、且滲透率高；(2) 先進駕駛輔助系統及中央控制器的單位搭載量分別達 16-128GB、8-256GB，且滲透率將逐步提高，反映 L2 及 L3 自動駕駛等級的新車上市，中央控制器的架構亦逐步升級，要求更高的傳輸速度、低延遲及可靠性。

**控制 IC 及模組的外包商機擴大。** 車用市場佔全球 NAND Flash 位元需求量的 1-2%，群聯目前的全球車用 NAND Flash 控制 IC 市佔率高達 40%，整體車用 NAND Flash 業務營收(包括控制 IC 及模組)佔 2023 年合併營收達低個位數百分比，我們認為 2024 年起將加速成長，主要驅動力包括：(1) 隨模組自 eMMC 升級至 UFS 及 PCIe，控制 IC 的開發成本將墊高，推動原廠將控制 IC 外包予獨立第三方業者群聯；(2) 中國中小型車用模組業者興起，而原廠的支援量不足、且 Micron (美)的供應受中國政府軟性限制，推動模組業者外包予群聯，而模組的單位營收規模大幅大於控制 IC。群聯在車用模組市場的競爭優勢主要包括：(a) 已取得 AEC-Q100、IATF16969、ISO26262 等主要認證；(b) 已針對各項車用應用開發相對應產品規格；(c) 已打入多數 SoC 產品的合格供應商清單。

## 投資建議

除車用業務外，我們亦看好以下驅動力將帶動群聯 2024 年獲利及評價展望：(1) NAND Flash 供給轉緊、價格逐季上漲，帶動庫存利益認列；(2) 原廠擴大釋出控制 IC 外包需求；(3) 伺服器模組業務拓展；(4) 電子業庫存調整完成，帶動嵌入式 ODM 模組出貨。

## 投資風險

車用 NAND Flash 需求升級慢於預期。

## 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)	40,788	44,693	48,497	62,557	60,256
營業毛利 (NT\$百萬)	9,132	11,149	12,260	19,154	17,333
營業利益 (NT\$百萬)	4,710	5,210	3,890	9,084	6,844
稅後淨利 (NT\$百萬)	4,318	4,543	8,699	8,147	5,401
每股盈餘 (NT\$)	21.91	23.05	44.14	41.34	27.71
每股現金股利 (NT\$)	13.00	13.00	23.00	23.00	14.73
每股盈餘成長率 (%)	(25.0)	5.2	91.5	(6.3)	(33.0)
本益比 (x)	24.6	23.4	12.2	13.1	19.5
股價淨值比 (x)	4.0	3.6	3.0	2.9	2.9
EV/EBITDA (x)	16.2	15.3	17.8	7.9	10.2
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	2.4	2.4	4.3	4.3	2.7
股東權益報酬率 (%)	16.3	16.2	27.1	22.5	14.4

資料來源：公司資料，凱基

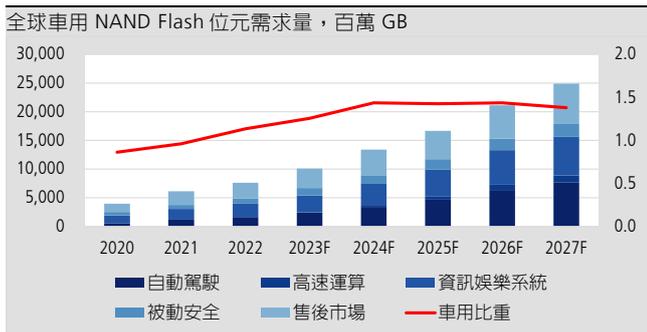
### 車用 NAND Flash 市場高速成長

Gartner 預估 2023-27 年全球車用 NAND Flash 位元需求量的年複合成長率達 27%，佔整體 NAND Flash 比重將自 2022 年的 1.1% 提升至 2024 年的 1.4%，其中，UFS 及 PCIe SSD 分別享有位元需求年複合成長率 24%、106%，優於 eMMC 的 11%，主要動力包括：

(1) 資訊娛樂系統與數位座艙合計的單位搭載量達 64-512GB、且滲透率高，佔前裝市場規模 80% 以上，其中，高階資訊娛樂系統與數位座艙主要搭載 UFS；

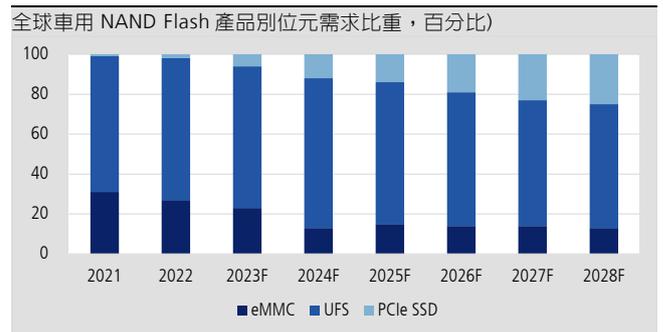
(2) 先進駕駛輔助系統(ADAS)及中央控制器(central gateway)的單位搭載量分別達 16-128GB、8-256GB，且滲透率將逐步提高，反映 L2 及 L3 自動駕駛等級的新車上市，中央控制器亦逐步由 cross-functional connection 架構(第三代)升級至 domain centralized computing 架構(第四代)及 central compute & zonal architecture (第五代)，要求更高的傳輸速度、低延遲及可靠性，主要搭載 UFS 及 PCIe SSD。

圖 1: 車用 NAND Flash 位元需求年複合成長率達 27%



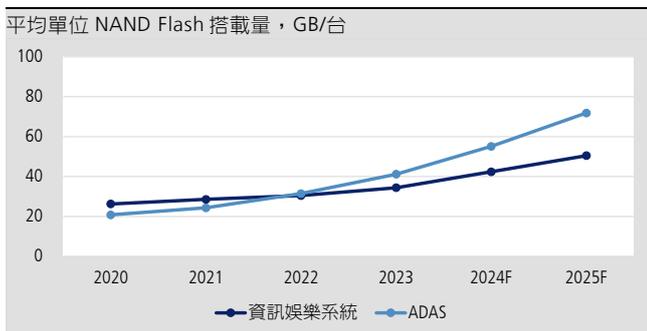
資料來源: Gartner; 凱基

圖 2: UFS 及 PCIe SSD 的需求成長快於 eMMC



資料來源: IHS Markit; 凱基

圖 3: 資訊娛樂系統與 ADAS 的搭載量皆高速成長



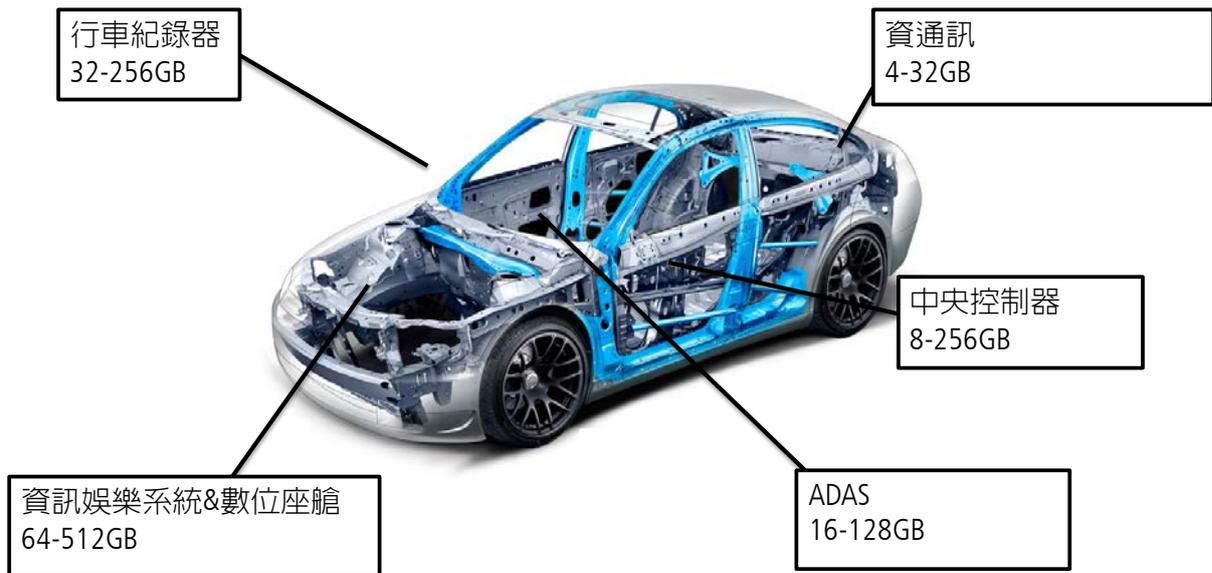
資料來源: Gartner; 凱基

圖 4: L2 及 L3 自動駕駛等級的新車逐步滲透



資料來源: YOKE; 凱基

圖 5：車用 NAND Flash 應用項目及單位位元搭載量



資料來源：群聯、凱基

#### 控制 IC 及模組的外包商機擴大

群聯深耕車用 NAND Flash 市場超過 10 年，目前的全球車用 NAND Flash 控制 IC 市佔率高達約 40%，車用 eMMC 控制 IC 市佔率更超過 50%，主要供應 Micron(美)的 eMMC。群聯整體車用 NAND Flash 業務營收(包括控 IC 及模組)佔 2023 年合併營收達低個位數百分比，我們認為 2024 年起將加速成長，主要驅動力包括：

- (1) eMMC、UFS、PCIe SSD 的控制 IC 製程節點分別為 40/28 奈米、28/12 奈米、12/7 奈米，隨 UFS 及 PCIe SSD 的製程節點升級，控制 IC 的開發成本將墊高，推動原廠將控制 IC 外包予獨立第三方業者群聯；
- (2) 群聯積極跨入車用 NAND Flash 模組業務，背景包括：
  - (a) 中國中小型車用模組業者興起，帶動模組客製化開發需求；
  - (b) 原廠的支援量能不足、且 Micron 的供應受中國政府軟性限制；
  - (c) 模組的單位營收規模大幅大於控制 IC。

群聯在車用模組市場的快速進展，主要利基於以下競爭優勢：

- (1) 群聯已取得 AEC-Q100、IATF16969、ISO26262、Automotive-SPICE CL3 等主要認證，以保證模組產品在車用環境的可靠性，及製造流程符合規範；
- (2) 群聯已針對各項車用 NAND Flash 應用開發相對應產品規格，可提供完整解決方案；

(3) 車用電子系統由 SoC 設計業者主導下，群聯已打入多數 SoC 產品的合格供應商清單(approved vendor list, AVL)，尤其是 Qualcomm(美)的 SA8155 (配套 UFS 2.1)及 SA8295 (配套 UFS 3.1)；

(4) 車用模組的單一專案通常需要第二供應商以控制斷供風險下，群聯可作為第二供應商，與控制 IC 客戶爭取同一專案；

(5) 車用市場規模仍小於消費性市場，而群聯可藉消費性市場的 NAND Flash 顆粒採購規模、壓低顆粒採購成本。

圖 6：群聯在車用 NAND Flash 市場的產品型態

模組	單位位元搭載量	NAND Flash	封裝型態	行車紀錄器	資通訊	ADAS	導航地圖	資訊娛樂系統	中央控制器	PCIe訊號調節
SD cards	128MB - 256GB	SLC, pSLC, MLC, TLC	SD/microSD	v			v			
eMMC	4GB - 256GB	MLC/TLC	BGA 153/100 ball	v	v	v	v	v	v	
UFS	64GB - 512GB	TLC	BGA 153 ball	v		v	v	v		
BGA SSD	128GB - 1TB	PCIe Gen 3.0 to 4.0; TLC	BGA 345/291 Ball			v	v	v	v	
USB 3.0	64GB - 512GB	pSLC, TLC, QLC	SIP-15	v						
Redriver/Retimer	Channel: 8 - 32	PCIe Gen5	FCLGA, FCCSP							v

資料來源：群聯、凱基

圖 7：車用 SoC 設計業者的晶片產品：群聯已打入多數產品的合格供應商清單

Qualcomm	Mobileye	NVIDIA	Intel	AMD	TI	NXP	Renesas	聯發科	傑發科技	Samsung	Telechips
Infotainment & cockpit											
SA6155			Raptor Lake	Ryzen V1000		i.MX6	R-Car H3	MT2712	AC8015	V910	Dolphin 3
SA8195				Ryzen V2000		i.MX8		MT8666	AC8025	V920	
SA8155								MT8667	AC8257		
SA8295								MT8675			
SA8255								MT2715			
								D9000			
ADAS											
SA8775	EyeQ6 L	Thor			TDA4xx		R-Car V3H	Next Gen			
SA8450P	EyeQ5 H	Orin					R-Car V3U				
SA8620/8650	EyeQ6 H						R-Car V4H				
	EyeQ Ultra										
Gateway & Zonal Controller											
					DRA8xx	S32G	R-Car 54				

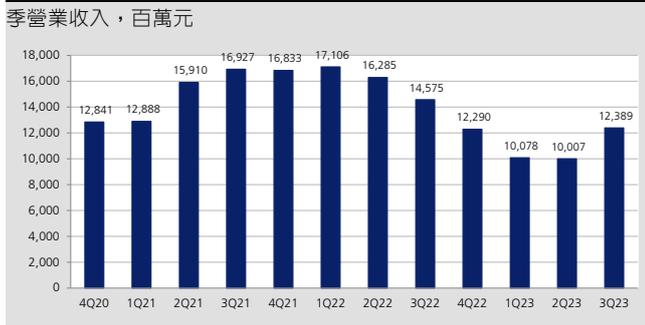
資料來源：群聯、凱基

圖 8: 公司概況

群聯成立於 2000 年，為 NAND Flash 控制 IC 及模組業者。群聯 NAND Flash 控制 IC 的生產外包予晶圓代工廠，再供應自身模組所需，並外售予一貫化 NAND Flash 晶圓-模組業者、及消費性模組業者；群聯模組的組裝外包予模組代工廠，再外售予商用及消費性品牌模組業者。群聯透過控制 IC 技術滲透入多元化產品，再進一步擴大營業規模，以壓低 NAND Flash 晶圓採購成本，約佔全球 NAND Flash 位元需求量 3%。

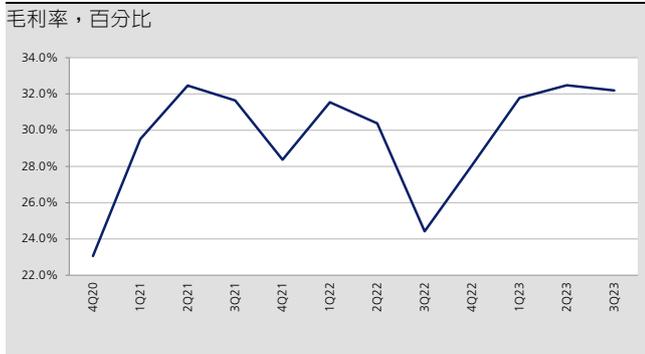
資料來源：凱基

圖 10: 季營業收入



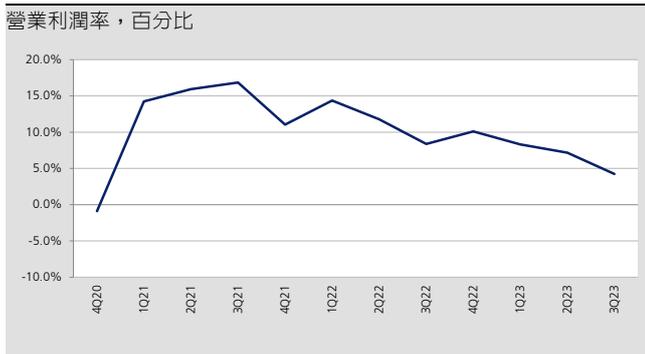
資料來源：凱基

圖 12: 毛利率



資料來源：凱基

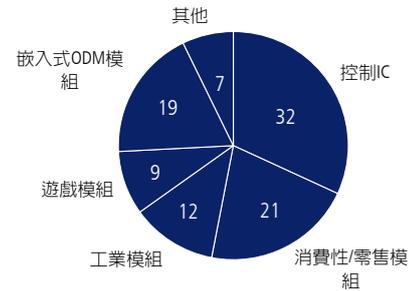
圖 14: 營業利潤率



資料來源：凱基

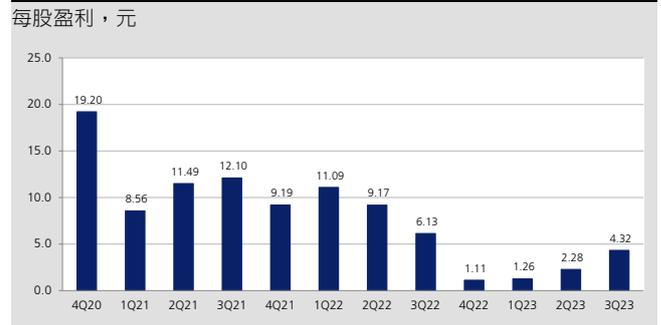
圖 9: 群聯營收以模組為主

群聯 2022 年營收比重，百分比



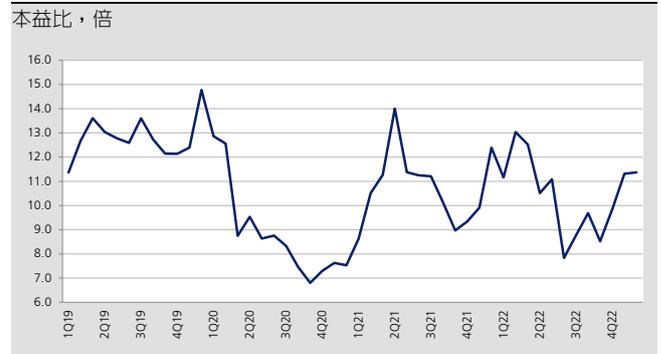
資料來源：凱基

圖 11: 每股盈利



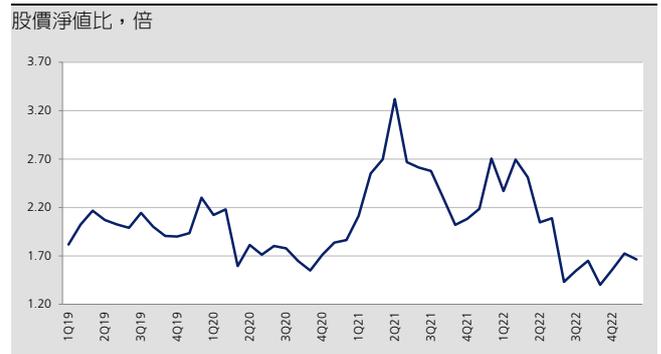
資料來源：凱基

圖 13: 本益比



資料來源：凱基

圖 15: 股價淨值比



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	
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>												
營業收入	16,833	17,106	16,285	14,575	12,290	10,078	10,007	12,389	48,497	62,557	60,256	
營業成本	(12,069)	(11,716)	(11,294)	(11,042)	(8,871)	(6,865)	(6,759)	(8,374)	(36,237)	(43,403)	(42,924)	
營業毛利	4,763	5,389	4,991	3,533	3,419	3,213	3,248	4,014	12,260	19,154	17,333	
營業費用	(2,916)	(2,936)	(3,027)	(2,338)	(2,205)	(2,364)	(2,533)	(3,464)	(8,358)	(10,015)	(10,506)	
營業利益	1,860	2,460	1,920	1,221	1,243	838	717	525	3,890	9,084	6,844	
折舊	(129)	(146)	(162)	(173)	(170)	(172)	(175)	(170)	(378)	(471)	(651)	
攤提	(82)	(85)	(87)	(103)	(121)	(132)	(129)	(133)	(201)	(272)	(396)	
EBITDA	2,071	2,690	2,169	1,497	1,535	1,142	1,021	827	4,468	9,827	7,890	
利息收入	11	8	15	23	51	44	59	34	43	38	97	
投資利益淨額	126	11	61	17	1	1	64	21	561	386	91	
其他營業外收入	17	27	13	30	40	20	55	27	348	61	111	
總營業外收入	154	46	90	70	93	65	178	82	953	484	299	
利息費用	(3)	(10)	(9)	(9)	(9)	(8)	(9)	(10)	(5)	(19)	(36)	
投資損失	-	(4)	-	-	(919)	(678)	(492)	12	-	-	(1,319)	
其他營業外費用	57	130	177	53	(248)	97	256	343	4,856	188	509	
總營業外費用	54	117	168	44	(1,175)	(589)	(245)	345	4,851	169	(846)	
稅前純益	2,068	2,623	2,177	1,336	161	314	650	952	9,693	9,738	6,297	
所得稅費用[利益]	(256)	(438)	(371)	(144)	56	(72)	(210)	(94)	(987)	(1,590)	(896)	
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	(8)	-	-	
非常項目稅後純益	1,812	2,185	1,807	1,192	217	242	441	858	8,699	8,147	5,401	
非常項目	(0)	0	(0)	0	(0)	(0)	(0)	0	-	(0)	0	
稅後淨利	1,812	2,185	1,807	1,192	217	242	441	858	8,699	8,147	5,401	
每股盈餘 (NT\$)	9.19	11.09	9.17	6.13	1.11	1.26	2.28	4.32	44.14	41.34	27.71	
<b>獲利率 (%)</b>												
營業毛利率	28.4	31.5	30.4	24.4	28.1	31.8	32.5	32.2	25.3	30.5	28.8	
營業利益率	11.0	14.4	11.8	8.4	10.1	8.3	7.2	4.2	8.0	14.5	11.4	
EBITDA Margin	12.3	15.7	13.3	10.3	12.5	11.3	10.2	6.7	9.2	15.7	13.1	
稅前純益率	12.3	15.3	13.4	9.2	1.3	3.1	6.5	7.7	20.0	15.6	10.5	
稅後純益率	10.8	12.8	11.1	8.2	1.8	2.4	4.4	6.9	17.9	13.0	9.0	
<b>季成長率 (%)</b>												
營業收入	(0.6)	1.6	(4.8)	(10.5)	(15.7)	(18.0)	(0.7)	23.8				
營業毛利	(10.8)	13.0	(8.3)	(28.0)	(3.1)	(7.1)	1.5	22.7				
營業收益增長	(34.8)	32.2	(21.9)	(36.4)	1.8	(32.6)	(14.4)	(26.8)				
EBITDA	(31.9)	29.9	(19.4)	(31.0)	2.5	(25.6)	(10.6)	(19.0)				
稅前純益	(27.7)	26.8	(17.0)	(38.7)	(87.9)	94.8	107.1	46.3				
稅後純益	(24.0)	20.6	(17.3)	(34.0)	(81.8)	11.5	82.0	94.7				
<b>年成長率 (%)</b>												
營業收入	31.1	32.7	2.4	(13.9)	(27.0)	(41.1)	(38.6)	(15.0)	8.5	29.0	(3.7)	
營業毛利	60.9	40.8	(3.8)	(34.3)	(28.2)	(40.4)	(34.9)	13.6	9.8	55.9	(9.2)	
營業收益		34.0	(24.3)	(57.2)	(33.1)	(65.9)	(62.6)	(57.0)	(25.3)	133.6	(24.7)	
EBITDA	4560.0	34.5	(20.1)	(50.8)	(25.9)	(57.5)	(52.9)	(44.8)	(21.1)	119.9	(19.7)	
稅前純益	(52.0)	27.8	(21.0)	(53.3)	(92.2)	(88.0)	(70.1)	(28.7)	81.2	0.5	(35.3)	
稅後純益	(52.1)	29.5	(20.2)	(50.0)	(88.0)	(88.9)	(75.6)	(28.0)	91.5	(6.3)	(33.7)	

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>36,439</b>	<b>38,637</b>	<b>47,564</b>	<b>63,021</b>	<b>59,990</b>
<b>流動資產</b>	<b>30,606</b>	<b>31,960</b>	<b>37,327</b>	<b>49,697</b>	<b>45,895</b>
現金及短期投資	17,321	13,702	20,750	20,817	17,859
存貨	7,577	11,533	10,141	19,497	20,390
應收帳款及票據	5,244	5,934	6,018	8,729	7,237
其他流動資產	464	791	418	654	408
<b>非流動資產</b>	<b>5,833</b>	<b>6,677</b>	<b>10,237</b>	<b>13,325</b>	<b>14,095</b>
長期投資	2,372	2,740	4,805	5,241	4,443
固定資產	2,990	3,283	4,647	6,651	7,598
什項資產	470	654	785	1,433	2,054
<b>負債總額</b>	<b>9,527</b>	<b>9,448</b>	<b>12,408</b>	<b>25,713</b>	<b>22,358</b>
<b>流動負債</b>	<b>9,420</b>	<b>9,306</b>	<b>11,763</b>	<b>21,827</b>	<b>17,599</b>
應付帳款及票據	4,806	3,643	3,456	9,037	6,179
短期借款	-	-	1,511	470	31
什項負債	4,614	5,664	6,796	12,320	11,389
<b>長期負債</b>	<b>107</b>	<b>142</b>	<b>646</b>	<b>3,886</b>	<b>4,759</b>
長期借款	-	-	196	3,578	3,576
其他負債及準備	107	121	434	292	1,097
<b>股東權益總額</b>	<b>26,912</b>	<b>29,189</b>	<b>35,155</b>	<b>37,308</b>	<b>37,632</b>
普通股股本	1,971	1,971	1,971	1,971	1,987
保留盈餘	15,229	16,412	22,281	22,310	22,605
少數股東權益	-	26	-	-	-
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	(2.6%)	9.6%	8.5%	29.0%	(3.7%)
營業收益增長	(30.0%)	10.6%	(25.3%)	133.6%	(24.7%)
EBITDA	(27.3%)	10.3%	(21.1%)	119.9%	(19.7%)
稅後純益	(25.0%)	5.2%	91.5%	(6.3%)	(33.7%)
每股盈餘成長率	(25.0%)	5.2%	91.5%	(6.3%)	(33.0%)
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	22.4%	24.9%	25.3%	30.5%	28.8%
營業利益率	11.5%	11.7%	8.0%	14.5%	11.4%
EBITDA Margin	12.6%	12.7%	9.2%	15.7%	13.1%
稅後純益率	10.6%	10.2%	17.9%	13.0%	9.0%
平均資產報酬率	12.1%	12.1%	20.2%	14.7%	8.8%
股東權益報酬率	16.3%	16.2%	27.1%	22.5%	14.4%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	4.9%	10.8%	9.6%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	988.2	2,668.5	1,889.8	513.3	177.0
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	1,028.2	(99.8)	1,286.5	268.2	99.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1,028.2	(99.8)	4.4	10.4	53.4
流動比率 (x)	3.2	3.4	3.2	2.3	2.6
速動比率 (x)	2.4	2.2	2.3	1.4	1.4
淨負債 (NT\$百萬)	(14,176)	(10,205)	(13,255)	(14,993)	(13,427)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	21.91	23.05	44.14	41.34	27.71
每股現金盈餘 (NT\$)	26.45	(1.02)	33.50	25.86	18.32
每股淨值 (NT\$)	136.56	147.98	178.39	189.31	189.41
調整後每股淨值 (NT\$)	136.56	147.98	178.39	189.31	193.05
每股營收 (NT\$)	206.97	226.79	246.08	317.43	309.11
EBITDA/Share (NT\$)	26.06	28.74	22.67	49.86	40.48
每股現金股利 (NT\$)	13.00	13.00	23.00	23.00	14.73
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.14	1.19	1.13	1.13	0.98
應收帳款周轉天數	46.9	48.5	45.4	50.9	43.8
存貨周轉天數	87.4	125.5	102.4	164.0	173.4
應付帳款周轉天數	55.4	39.6	34.9	76.0	52.5
現金轉換周轉天數	78.9	134.3	112.9	138.9	164.7

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>40,788</b>	<b>44,693</b>	<b>48,497</b>	<b>62,557</b>	<b>60,256</b>
營業成本	(31,656)	(33,544)	(36,237)	(43,403)	(42,924)
<b>營業毛利</b>	<b>9,132</b>	<b>11,149</b>	<b>12,260</b>	<b>19,154</b>	<b>17,333</b>
營業費用	(4,422)	(5,939)	(8,358)	(10,015)	(10,506)
<b>營業利益</b>	<b>4,710</b>	<b>5,210</b>	<b>3,902</b>	<b>9,084</b>	<b>6,844</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>299</b>	<b>359</b>	<b>953</b>	<b>484</b>	<b>299</b>
利息收入	54	58	43	38	97
投資利益淨額	42	81	561	386	91
其他營業外收入	204	219	348	61	111
<b>總營業外費用</b>	<b>(4)</b>	<b>(218)</b>	<b>4,851</b>	<b>169</b>	<b>(846)</b>
利息費用	(5)	(2)	(5)	(19)	(36)
投資損失	(175)	(244)	-	-	(1,319)
其他營業外費用	176	28	4,856	188	509
<b>稅前純益</b>	<b>5,005</b>	<b>5,351</b>	<b>9,693</b>	<b>9,738</b>	<b>6,297</b>
所得稅費用[利益]	(687)	(805)	(987)	(1,590)	(896)
少數股東損益	-	(2)	(8)	-	-
非常項目	-	(0)	(0)	(0)	0
<b>稅後淨利</b>	<b>4,318</b>	<b>4,543</b>	<b>8,699</b>	<b>8,147</b>	<b>5,401</b>
<b>EBITDA</b>	<b>5,135</b>	<b>5,663</b>	<b>4,468</b>	<b>9,827</b>	<b>7,890</b>
每股盈餘 (NT\$)	21.91	23.05	44.14	41.34	27.71

**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>5,213</b>	<b>(200)</b>	<b>6,602</b>	<b>5,097</b>	<b>3,572</b>
本期純益	4,318	4,543	8,699	8,147	5,401
折舊及攤提	425	453	579	742	1,047
本期運用資金變動	1,195	(5,740)	809	(6,634)	(3,909)
其他營業資產及負債變動	(725)	543	(3,484)	2,841	1,033
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,915)</b>	<b>(1,164)</b>	<b>(435)</b>	<b>1,199</b>	<b>(976)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(1,557)	(150)	(2,189)	4,119	849
本期長期投資變動	(178)	(360)	3,272	54	-
資本支出淨額	(371)	(535)	(1,110)	(2,391)	(1,528)
其他資產變動	191	(119)	(407)	(584)	(297)
<b>自由現金流</b>	<b>5,111</b>	<b>(1,555)</b>	<b>3,570</b>	<b>(953)</b>	<b>1,083</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(3,350)</b>	<b>(2,545)</b>	<b>(1,262)</b>	<b>(2,119)</b>	<b>(5,080)</b>
短期借款變動	-	-	1,457	(1,044)	(443)
長期借款變動	-	-	(107)	3,481	(31)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(3,350)	(2,562)	(2,562)	(4,533)	(4,533)
其他融資現金流	(0)	16	(50)	(22)	1,987
<b>匯率影響數</b>	<b>86</b>	<b>(62)</b>	<b>(150)</b>	<b>(98)</b>	<b>478</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>34</b>	<b>(3,971)</b>	<b>4,756</b>	<b>4,080</b>	<b>(2,007)</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	10.8%	13.3%	17.2%	16.0%	17.4%
<b>= 營業利益率</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.7%</b>	<b>8.0%</b>	<b>14.5%</b>	<b>11.4%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>5.9</b>	<b>3.7</b>	<b>4.4</b>	<b>4.2</b>	<b>3.2</b>
營業利益率	11.5%	11.7%	8.0%	14.5%	11.4%
x 資本周轉率	5.9	3.7	4.4	4.2	3.2
x (1 - 有效現金稅率)	86.3%	85.0%	89.8%	83.7%	85.8%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>59.2%</b>	<b>36.2%</b>	<b>31.7%</b>	<b>51.5%</b>	<b>31.4%</b>

資料來源：公司資料，凱基

**凱基證券集團據點**

<b>中國</b>	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
<b>台灣</b>	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
<b>香港</b>		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
<b>泰國</b>	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
<b>新加坡</b>		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
<b>印尼</b>		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。