

## 力旺 (3529 TT) eMemory

PUF、MTP 具題材性 但短期效益不大

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$3100.0

收盤價 (2024/02/05) : NT\$2955.0  
隱含漲幅 : 4.9%

## 營收組成 (4Q23)

授權金(Licensing) 30%、權利金(Royalty) 70%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	3100.0	2150.0
2023年營收 (NT\$/十億)	3.1	3.0
2023年EPS	19.8	19.5

## 交易資料表

市值	NT\$220,440百萬元
外資持股比率	58.6%
董監持股比率	8.3%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$48.07
負債比	19.5%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	3,217	3,050	3,842	4,298
營業利益	1,853	1,693	2,372	2,698
稅後純益	1,612	1,475	2,043	2,299
EPS (元)	21.40	19.76	27.37	30.81
EPS YoY (%)	44.8	-7.7	38.5	12.6
本益比 (倍)	138.1	149.5	108.0	95.9
股價淨值比 (倍)	73.6	74.1	61.5	56.5
ROE (%)	57.1	49.6	57.0	58.9
現金殖利率 (%)	0.7%	0.6%	0.9%	1.0%
現金股利 (元)	20.50	18.77	26.00	29.27

陳娟娟

Chuanchuan.Chen@yuanta.com

李維

Wayne.W.Lee@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 4Q23 EPS 5.41 元，約略符合預期。展望 1Q24，權利金反映 OLED DDI 製程轉換，預估營收季減個位數。

◆ 展望 2024 年主要成長來自景氣復甦、新製程/應用轉量產，將帶動營運反彈，惟 PUF、MTP 短期挹注有限，僅止於題材表現。

◆ 上修 2024/25 年獲利 3%/5%，維持持有評等，評價改以 100 倍 2025 年本益比，以反映市場對 PUF、MTP 高度預期。

## 4Q23 EPS 5.41 元，預估 1Q24 季減個位數，約略符合預期

4Q23 營收 QoQ 成長 14%、YoY 持平，營收優於預期，其中來自新製程、新應用轉量產，使得 NeoFuse 權利金表現強勁。費用率季減 7 個百分點至 40%/OPM 達 60%，優於預期 2 成。然業外匯損 9500 萬元，使得 EPS 5.41 元/季減 1%，整體財務數字約略符合預期。1 月營收相較於上季的第一個月下滑 8%、YoY 成長 15%，其中權利金較 10 月份下滑 13%、YoY 成長 1%，公司預估 1Q24 營收 QoQ 下滑個位數，本中心推估 1Q24 營收將季減 7%，以此推估 EPS 5.81 元/季增 7%。

## 新案轉量產或轉向更先進製程，可望帶動權利金動能回溫

4Q23 營收結構為 License fee 30%、Royalty 70%，其中 License fee、Royalty YoY 分別成長 34%、衰退 10%，Royalty 依據產品別又可分为 NeoBit 22%、NeoFuse 76%、MTP 2%。PUF-Based 本季主要營收貢獻來自 License fee 占總營收約 3%。4Q23 新 tape out (流片)數量 149 件，目前有 1000 個設計定案皆有機會轉量產，2024 年授權金之各項技術開發強勁，其中看好 N7/N6 累計超過多個 NTO 可望帶動權利金成長。

## NeoPUF、MTP 為關注焦點，惟效益落在 2025 年

NeoPUF 為公司力推資安應用 IP，4Q23 License fee 營收佔比約 11%，PUF based IP 持續在 IOT/AI/FPGA/DPU 等發展，目前成功應用於美國 HPC 客戶相關應用，5/4/3nm 皆有多個項目在進行，尤其看好 ARMv9 導入 NeoPUF 作為機密計算參考設計。近期記憶體相關對 MTP 解決方案需求明顯提升，尤其在 DDR5 SPD 需要 100k 次讀寫、成本考量等因素，力旺解決方案有助於增強記憶體組件資料安全性，亦有助於提高產量，4Q23 MTP License fee 佔比 20%、整體營收佔比 8%。PUF/MTP 皆有助 content value 提升，惟權利金效益落在 2025 年。預估 2024/25 EPS 分別為 27.4/30.8 元。

## 營運分析

### 4Q23 本業獲利優低於預期，權利金仍受 DDI、PMIC、MCU 應用需求轉弱影響

力旺 4Q23 營收季增 14.2%/年減 0.4% 至 9.03 億元，優於元大/市場預期約 9%/4%，營業利益季增 29.3%/年減 0.9% 至 5.4 億元，優於元大/市場預期約 24%/9%；營業利益率季增 7.0 個百分點達 60%，優於元大/市場預期 7.2/2.8 個百分點；本季 EPS 季減 0.6%/年減 6%至 5.41，優於元大預期約 6%/劣於市場預期約 6%。

本季授權金之營收分布為 NeoBit 26.3% (QoQ +1%、YoY +98%)、NeoFuse 42.8% (QoQ +18%、YoY +18%)、PUF-Based 10.9% (QoQ -48%、YoY -29%)、MTP 20.0% (QoQ +74%、YoY +99%)。而權利金之營收分布為 NeoBit 21.9% (QoQ +17%、YoY -41%)、NeoFuse 75.5% (QoQ +18%、YoY +5%)、PUF-Based ~0.0% (QoQ +87%、YoY -98%)、MTP 2.5% (QoQ +37%、YoY +51%)。此外，權利金營收依晶圓分布為 8 吋佔 37.8% (QoQ +23%、YoY -29%)、12 吋佔 62.2% (QoQ +16%、YoY +6%)。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	903	787	899	14.2%	-0.4%	826	864	8.8%	4.0%
營業毛利	903	787	899	14.2%	-0.4%	826	864	8.8%	4.0%
營業利益	535	417	540	29.4%	1.0%	436	494	23.8%	9.3%
稅前利益	520	486	477	-1.9%	-8.3%	452	518	5.5%	-8.0%
稅後淨利	431	406	404	-0.5%	-6.3%	381	429	6.0%	-5.8%
調整後 EPS (元)	5.78	5.44	5.41	-0.5%	-6.4%	5.11	5.75	6.0%	-5.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	0.0	0.0	100.0%	100.0%	0.0	0.0
營業利益率	59.2%	53.0%	60.1%	7.1	0.8	52.8%	57.2%	7.3	2.9
稅後純益率	47.7%	51.6%	44.9%	-6.7	-2.8	46.1%	49.6%	-1.2	-4.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 1Q24 受客戶製程節點遷移之影響，營收將季減個位數

展望 1Q24，管理層預期營收將季減個位數/年增兩位數，強勁授權需求將持續推動授權金成長動能，而在權利金部分，則將暫時受到客戶轉向更先進節點之影響(某客戶 OELD DDI 產品製程由 40nm 轉到 25nm)，導致權利金將季減個位數/年增。2023 年庫存調整而衝擊公司營運最差狀況已過，然公司 IP 主要應用包括 DDI、OLED、PMIC 2H23 受到景氣復甦緩慢，終端市場需求疲弱，使得相關廠商展望轉趨保守，亦使相關晶圓廠稼動率將進一步下滑，預期仍將影響公司權利金動能，然隨著新 tape out 轉量產可望降低因為晶圓廠稼動率下滑所帶來營運的壓力。

圖 2：2024 年第 1 季財測與預估比較

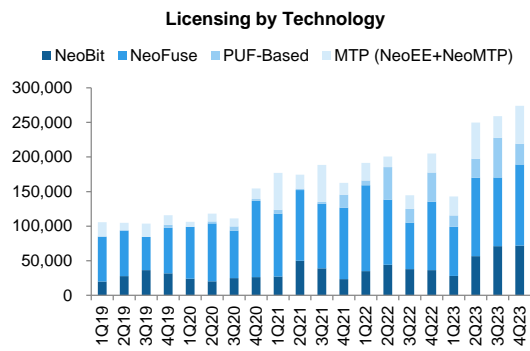
(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	668	899	837	-6.9%	25.3%	837	858	0.0%	-2.5%
營業毛利	668	899	837	-6.9%	25.3%	837	858	0.0%	-2.5%
營業利益	367	540	507	-6.2%	38.0%	507	520	0.0%	-2.6%
稅前利益	372	477	516	8.1%	38.8%	516	562	0.0%	-8.2%
稅後淨利	313	404	434	7.4%	38.5%	434	470	0.0%	-7.8%
調整後 EPS (元)	4.19	5.41	5.81	7.4%	38.5%	5.81	6.30	0.0%	-7.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	0.0	0.0	100.0%	100.0%	0.0	0.0
營業利益率	55.0%	60.1%	60.6%	0.5	5.6	60.6%	60.6%	0.0	-0.1
稅後純益率	46.9%	44.9%	51.8%	6.9	5.0	51.8%	54.8%	0.0	-3.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

NeoPUF、MTP 為關注焦點，惟效益落在 2025 年

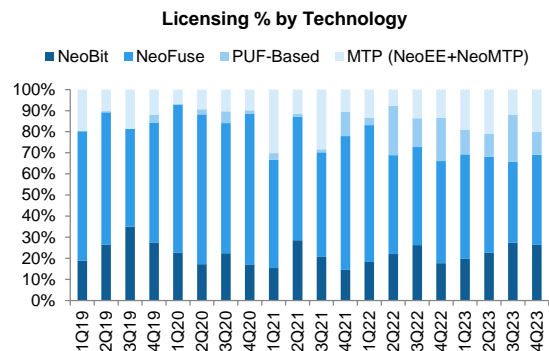
NeoPUF 為公司力推資安應用 IP，4Q23 License fee 營收佔比約 11%，PUF based IP 持續在 IOT/AI/FPGA/DPU 等發展，目前成功應用於美國 HPC 客戶相關應用，5/4/3nm 皆有多個項目在進行，尤其看好 ARMv9 導入 NeoPUF 作為機密計算參考設計。近期記憶體相關對 MTP 解決方案需求明顯提升，尤其在 DDR5 SPD 需要 100k 次讀寫、成本考量等因素，力旺解決方案有助於增強記憶體組件資料安全性，亦有助於提高產量，4Q23 MTP License fee 佔比 20%、整體營收佔比 8%。PUF/MTP 皆有助 content value 提升，惟權利金效益落在 2025 年。

圖 3：授權金營收依技術別



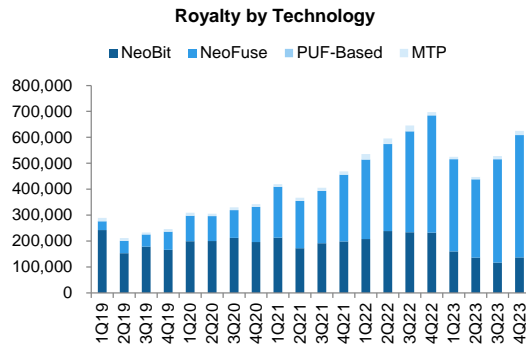
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 4：授權金營收占比依技術別



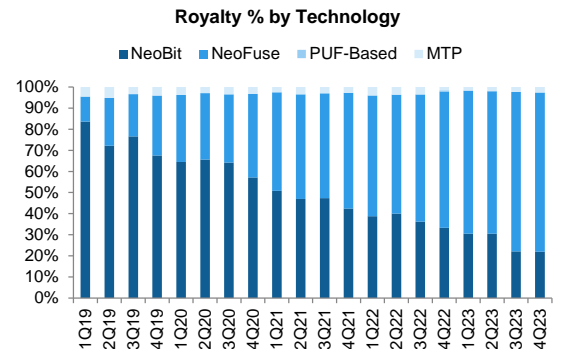
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 5：權利金營收依技術別



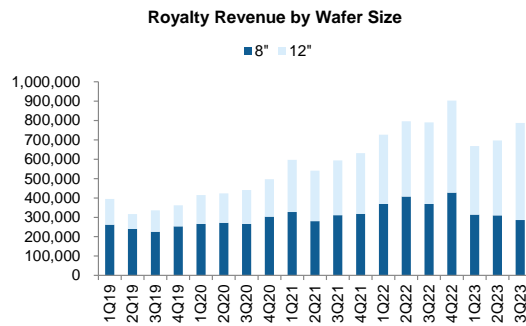
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 6：權利金營收占比依技術別



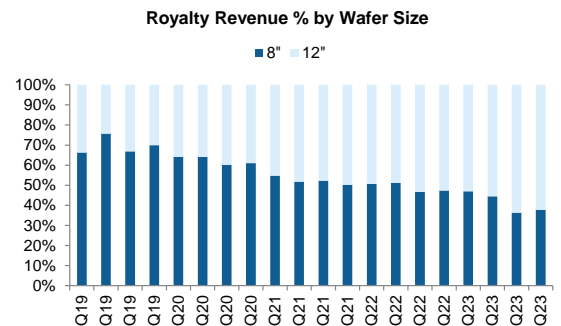
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 7：8/12 吋晶圓權利金營收



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 8：8/12 吋晶圓權利金營收占比



資料來源：公司資料、元大投顧整理

資料來源：公司資料、元大投顧整理

## 產業概況

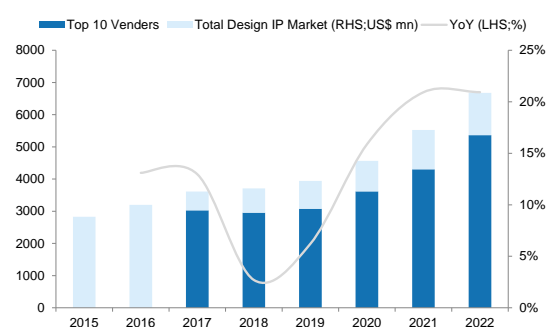
力旺電子為全球最大的邏輯製程非揮發性記憶體(Logic-Based Non-Volatile Memory, Logic NVM)技術開發及矽智財(Silicon IP)供應廠商，其客戶包含全球晶圓代工廠、IC 設計公司及整合元件製造商，以 NeoBit、NeoFuse、NeoMTP、NeoEE 與 NeoPUF 為五大核心技術，目前已提供超過 2,300 件矽智財供客戶採用，累積近 6,450 件以上設計授權，全球已有超過 750 億個 IC 產品，嵌入使用力旺電子所提供的核心技術。

### IC 性能要求日益嚴苛，矽智財有助簡化複雜的 IC 設計流程

矽智財(Silicon IP)指的是 IC 設計所使用的智慧財產權，是一種是先定義、經過驗證、可重複使用的電路設計模組。IC 設計商在開發新晶片時可直接向 IP 設計業者購買部分功能(多為標準化功能)，省去從頭到尾自行研發的功夫，使 IC 設計產業進一步專業分工，從而達成降低開發成本、加速晶片開發、提升生產良率等效益。在台股方面，M31 (6643；買進)主要授權基礎元件、高速介面、類比 IP，晶心科(6533；未評等)主要授權嵌入式微處理器 IP，力旺(3529；持有)則以授權嵌入式非揮發性記憶體 IP 為主。

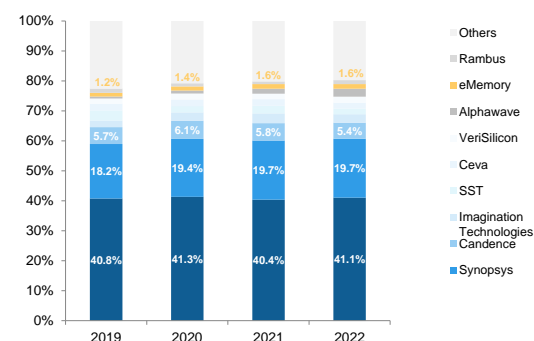
根據 IP Nest 研究，全球設計 IP 市場在 2015-2021 年的年復合增長率為 11.6%，其中前五大廠商市占率約 7 成，前十大廠商約占 8 成，顯現整體產業集中度高。目前全球市場以 ARM 的市占率達約 4 成最高，主因 ARM 的 IP 廣泛應用於行動裝置 AP 等領域，而 Synopsys、Cadence 則為 IP 百貨公司，市占率分別約 20%、6%，其 IP 類型涵蓋 Processor、Memory、Library、I/O、Digital 等所有應用，而力旺則專注在 Memory IP 中的 OTP 領域，雖然在全球市占率僅約 1-2%，但大中華地區為全球半導體晶圓代工重鎮，台積電、世界、聯電、中芯等代工廠全球市占超過 60%，對台系純 IP 公司的業務開發來說具優勢，且台系 IP 廠商相較於歐美大廠，可提供客製化及更為立即服務，預期未來市占率仍有提升空間。

圖 9：2015-22 年全球矽智財市場



資料來源：IP Nest、WSTS、元大投顧整理

圖 10：2019-22 年全球 IP 廠商市占



資料來源：IP Nest、WSTS、元大投顧整理

## 獲利調整與股票評價

### 維持持有，目標價上調至 3100 元

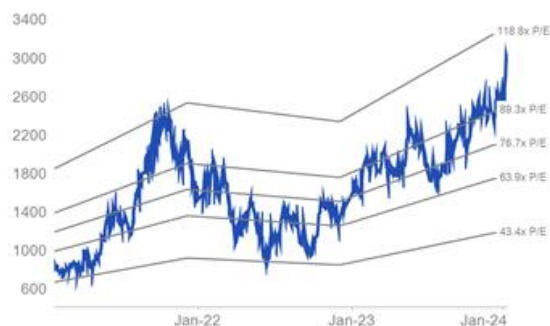
4Q23 EPS 5.41 元，其中本業獲利優於預期，然業外匯損使得整體獲利數字符合預期。1Q24 營運反映主要大客戶 OLED DDI 製程轉換，估計營收 QoQ 下滑 7%、YoY 成長 25%，推估 EPS 5.81 元。本中心最新預估 2024/25 年 EPS 27.37/30.81 元，分別年增 39%/年增 13%，分別上修 2024/25 年獲利估值 3%/5%，基於近期 License fee 在多個技術平台有所斬獲，後續可望帶來權利金挹注，另外，MTP 在 license fee 成長較預期強勁。以目前股價換算 2024/25 年本益比分別為 108/96 倍，其中公司 2024 年本益比落於近一年本益比區間 45~115 倍上緣，遠高於國內同業 2024 年平均本益比 68 倍、國外同業 2024 年平均本益比 40 倍，短期評價不具吸引力，惟考量市場看好公司 2025 年在諸多題材發酵，包括 MTP/記憶體相關應用、PUF 等。評價基礎改以 2025 年 EPS，目標本益比由 80 倍 2024 年 EPS 提升至 100 倍 2025 年 EPS，投資評等維持「持有-優於同業」，推得目標價 3100 元。

圖 11：2023 和 2024 年財務預估調整

(百萬元)	2023 估		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	3,050	2,978	3,842	3,788	2.4%	1.4%
營業毛利	3,050	2,978	3,842	3,788	2.4%	1.4%
營業利益	1,693	1,589	2,372	2,318	6.5%	2.3%
稅前利益	1,750	1,726	2,429	2,375	1.4%	2.3%
稅後淨利	1,475	1,452	2,043	1,993	1.6%	2.5%
調整後 EPS (元)	19.76	19.46	27.37	26.71	1.6%	2.5%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0	0
營業利益率	55.5%	53.4%	61.7%	61.2%	2.1	0.5
稅後純益率	48.3%	48.8%	53.2%	52.6%	-0.4	0.6

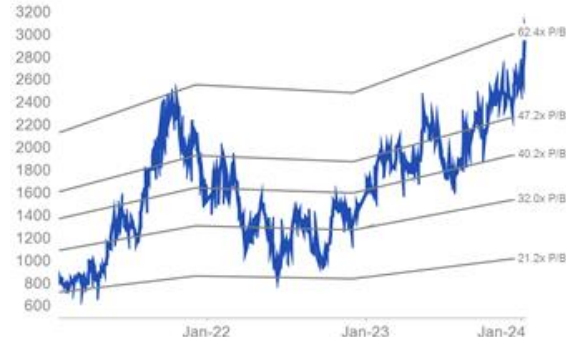
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 13：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 14：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
力旺	3529 TT	持有-超越 同業	2955.0	7,110	21.40	19.76	27.37	138.1	149.5	108.0	44.8	(7.7)	38.5
國外同業													
Synopsys	SNPS US	未評等	552.1	82,622	11.1	8.9	15.6	49.8	62.0	35.3	72.3	(19.6)	75.5
Cadence	CDNS US	未評等	296.6	80,457	5.1	5.9	6.8	58.0	50.3	43.7	63.3	15.3	15.1
國外同業平均					8.1	7.4	11.2	53.9	56.2	39.5	67.8	(2.2)	45.3
國內同業													
M31	6643 TT	買進	1710.0	1,555	13.1	18.8	25.2	130.8	90.9	67.8	19.0	43.9	34.1
國內同業平均					13.1	18.8	25.2	130.8	90.9	67.8	19.0	43.9	34.1

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 15：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	668	697	787	899	837	928	1,017	1,061	3,050	3,842
銷貨成本	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
營業毛利	668	697	787	899	837	928	1,017	1,061	3,050	3,842
營業費用	(301)	(328)	(370)	(359)	(330)	(360)	(380)	(400)	(1,357)	(1,470)
營業利益	367	369	417	540	507	568	637	661	1,693	2,372
業外利益	4	47	69	(63)	9	16	16	16	57	57
稅前純益	372	416	486	477	516	584	653	677	1,750	2,429
所得稅費用	(64)	(66)	(81)	(73)	(82)	(92)	(108)	(104)	(284)	(386)
少數股東權益	(6)	(2)	0	0	0	0	0	0	(8)	0
歸屬母公司稅後純益	313	352	406	404	434	492	545	573	1,475	2,043
調整後每股盈餘(NT\$)	4.19	4.72	5.44	5.41	5.81	6.59	7.30	7.67	19.76	27.37
調整後加權平均股數(百萬股)	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
重要比率										
營業毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
營業利益率	55.0%	52.9%	53.0%	60.1%	60.6%	61.2%	62.6%	62.3%	55.5%	61.7%
稅前純益率	55.6%	59.7%	61.8%	53.1%	61.6%	62.9%	64.2%	63.8%	57.4%	63.2%
稅後純益率	46.9%	50.5%	51.6%	44.9%	51.8%	53.0%	53.6%	54.0%	48.3%	53.2%
有效所得稅率	17.2%	15.9%	16.6%	15.3%	15.9%	15.8%	16.5%	15.4%	16.2%	15.9%
季增率(%)										
營業收入	-26.0%	4.3%	13.0%	14.2%	-6.9%	10.9%	9.6%	4.3%		
營業利益	-31.3%	0.4%	13.1%	29.4%	-6.1%	12.0%	12.1%	3.8%		
稅後純益	-27.3%	12.3%	15.4%	-0.5%	7.4%	13.4%	10.8%	5.1%		
調整後每股盈餘	-27.4%	12.5%	15.3%	-0.5%	7.4%	13.5%	10.6%	5.1%		
年增率(%)										
營業收入	-8.2%	-12.5%	-0.4%	-0.4%	25.3%	33.2%	29.2%	18.0%	-5.2%	26.0%
營業利益	-11.2%	-19.9%	-6.3%	1.0%	38.1%	54.0%	52.7%	22.4%	-8.7%	40.1%
稅後純益	-14.5%	-14.0%	-0.1%	-6.2%	38.6%	39.9%	34.3%	41.8%	-8.5%	39.3%
調整後每股盈餘	-12.8%	-12.2%	0	-6.4%	38.5%	39.8%	34.1%	41.8%	-7.7%	38.5%

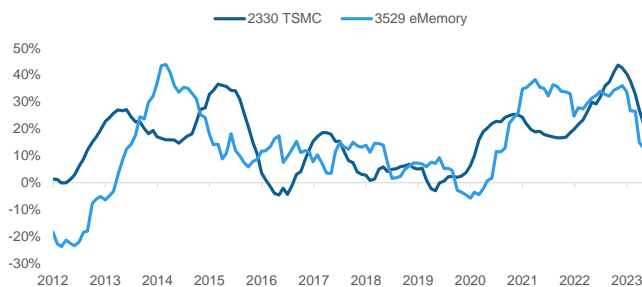
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。



## 公司簡介

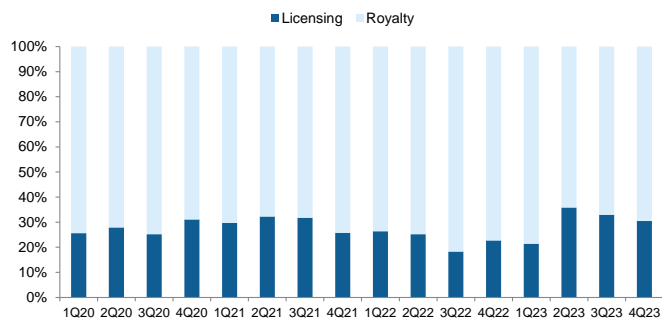
力旺電子為全球最大的邏輯製程非揮發性記憶體(Logic-Based Non-Volatile Memory，Logic NVM)技術開發及矽智財(Silicon IP)供應廠商，其客戶包含全球晶圓代工廠、IC 設計公司及整合元件製造商，以 NeoBit、NeoFuse、NeoMTP、NeoEE 與 NeoPUF 為五大核心技術，目前已提供超過 2,300 件矽智財供客戶採用，累積近 6,450 件以上設計授權，全球已有超過 750 億個 IC 產品，嵌入使用力旺電子所提供的核心技術。

圖 16：力旺營收年增率多落後台積電反映



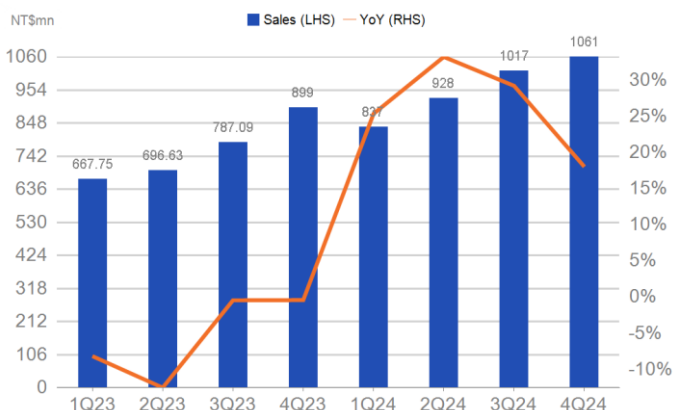
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：營收組成



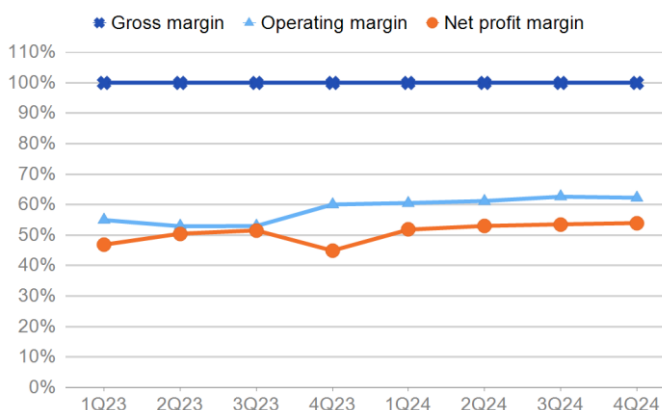
資料來源：公司資料

圖 18：營收趨勢



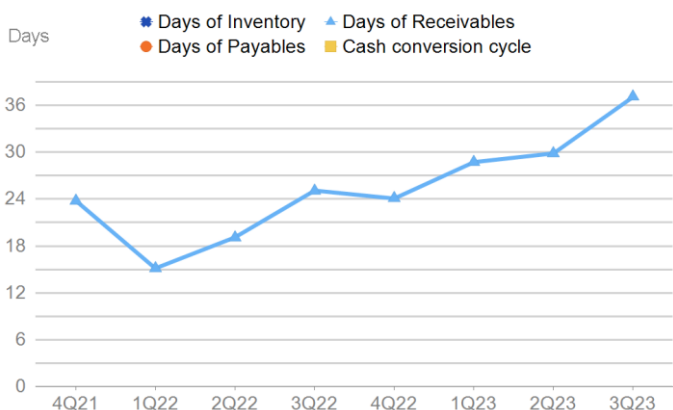
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：毛利率、營益率、淨利率



資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料



# ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**力旺整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，但在半導體設計和製造行業的公司中排名領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**力旺的整體曝險屬於低等水準，優於半導體設計和製造行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資本、資源利用、商業道德等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**力旺在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司對於投資者及公眾揭露資訊能力弱。公司實行一些措施來管理與重大 ESG 問題相關的風險，然公司在關鍵領域缺乏政策和計劃。儘管如此，該公司目前並未涉及任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 22：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	18.3
在 ESG 議題上的曝險 (A)	27.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	35.0
風險評級	低 <span>★</span>
同業排行(1~100，1 為最佳)	9

資料來源：Sustainalytics (2024/2/7)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

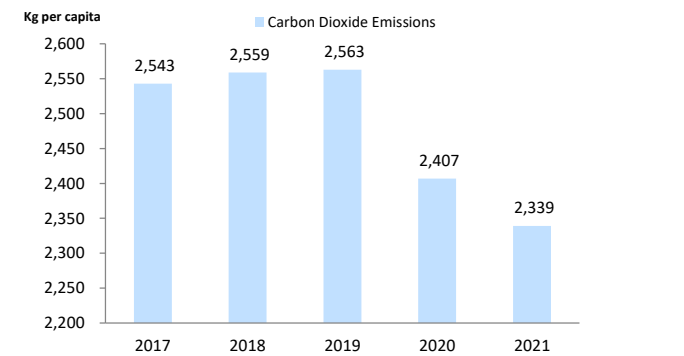
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

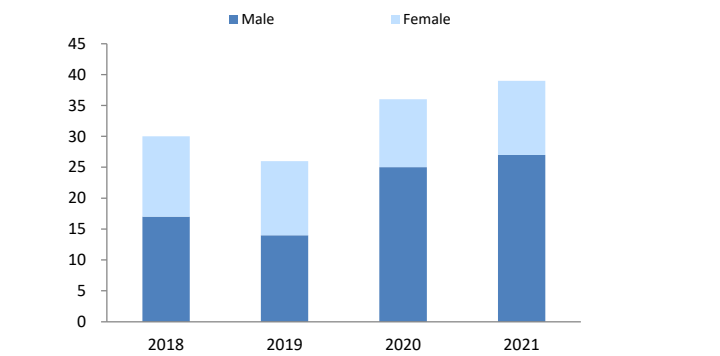
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 23：人均二氧化碳排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 24：新進員工



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	2,483	3,066	2,822	3,420	3,682
存貨	0	0	0	0	0
應收帳款及票據	103	242	393	407	464
其他流動資產	36	25	25	25	25
流動資產	2,622	3,334	3,240	3,852	4,171
採用權益法之投資	3	15	15	15	15
固定資產	460	461	460	460	459
無形資產	72	74	74	74	74
其他非流動資產	30	14	14	14	14
非流動資產	565	564	564	563	563
資產總額	3,187	3,898	3,803	4,416	4,734
應付帳款及票據	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	640	787	787	787	787
流動負債	640	787	787	787	787
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	25	18	18	18	18
長期負債	25	18	18	18	18
負債總額	665	805	805	805	805
股本	761	762	762	762	762
資本公積	303	211	211	211	211
保留盈餘	1,846	2,497	2,410	3,022	3,341
什項權益	(435)	(409)	(409)	(409)	(409)
歸屬母公司之權益	2,475	3,060	2,973	3,585	3,904
非控制權益	47	33	25	25	25
股東權益總額	2,523	3,093	2,998	3,611	3,929

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	1,094	1,604	1,467	2,043	2,299
折舊及攤提	60	75	39	39	39
本期營運資金變動	23	(137)	(150)	(15)	(57)
其他營業資產 及負債變動	172	140	0	0	0
營運活動之現金流量	1,347	1,682	1,356	2,068	2,282
資本支出	(27)	(39)	(39)	(39)	(39)
本期長期投資變動	(2)	12	0	0	0
其他資產變動	17	(44)	0	0	0
投資活動之現金流量	(12)	(71)	(39)	(39)	(39)
股本變動	1	1	0	0	0
本期負債變動	0	0	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(671)	(1,044)	(1,562)	(1,430)	(1,981)
其他調整數	65	(6)	0	0	0
融資活動之現金流量	(604)	(1,049)	(1,562)	(1,430)	(1,981)
匯率影響數	(2)	21	0	0	0
本期產生現金流量	729	584	(245)	598	262
自由現金流量	1,321	1,643	1,317	2,029	2,243

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	2,364	3,217	3,050	3,842	4,298
銷貨成本	0	0	0	0	0
營業毛利	2,364	3,217	3,050	3,842	4,298
營業費用	(1,095)	(1,363)	(1,357)	(1,470)	(1,600)
推銷費用	(166)	(220)	(232)	(238)	(259)
研究費用	(682)	(847)	(838)	(913)	(994)
管理費用	(257)	(297)	(288)	(321)	(349)
其他費用	11	1	0	1	2
營業利益	1,269	1,853	1,693	2,372	2,698
利息收入	7	15	60	61	40
利息費用	0	0	0	0	0
利息收入淨額	7	15	60	61	40
投資利益(損失)淨額	(3)	(2)	(3)	(4)	0
匯兌損益	(9)	34	(21)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	19	8	22	0	0
稅前純益	1,283	1,909	1,750	2,429	2,738
所得稅費用	(189)	(305)	(284)	(386)	(439)
少數股權淨利	(8)	(8)	(8)	0	0
歸屬母公司之稅後純益	1,101	1,612	1,475	2,043	2,299
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,343	1,984	1,654	2,332	2,659
調整後每股盈餘 (NT\$)	14.78	21.40	19.76	27.37	30.81

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	33.0	36.1	(5.2)	26.0	11.9
營業利益	54.3	46.1	(8.7)	40.1	13.7
稅前息前折舊攤銷前淨利	50.8	47.8	(16.6)	41.0	14.0
稅後純益	54.7	46.7	(8.5)	39.3	12.5
調整後每股盈餘	58.5	44.8	(7.7)	38.5	12.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
營業利益率	53.7	57.6	55.5	61.7	62.8
稅前息前淨利率	54.3	59.3	55.5	61.7	62.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	56.8	61.7	54.2	60.7	61.9
稅前純益率	54.3	59.3	57.4	63.2	63.7
稅後純益率	46.6	50.1	48.3	53.2	53.5
資產報酬率	38.6	45.3	38.6	46.3	48.6
股東權益報酬率	48.3	57.1	49.6	57.0	58.9
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	26.3	26.0	26.8	22.3	20.5
淨負債權益比(%)	(98.4)	(99.1)	(94.1)	(94.7)	(93.7)
利息保障倍數 (倍)	12105.7	13257.4	97249.7	0	0
流動比率 (%)	409.8	423.7	411.7	489.6	530.1
速動比率 (%)	405.5	421.2	411.7	489.6	530.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(2,483)	(3,066)	(2,822)	(3,420)	(3,682)
調整後每股淨值 (NT\$)	32.53	40.16	39.86	48.07	52.34
評價指標 (倍)					
本益比	200.0	138.1	149.5	108.0	95.9
股價自由現金流量比	167.8	134.9	168.3	109.2	98.8
股價淨值比	90.8	73.6	74.1	61.5	56.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	165.0	111.7	134.0	95.0	83.4
股價營收比	93.8	68.9	72.7	57.7	51.6

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

# 附錄：重要揭露事項

## 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

## 力旺 (3529 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210216	739.00	940.00	913.96	買進	林凱威
2	20210311	814.00	1000.00	972.30	買進	林凱威
3	20210512	925.00	1200.00	1166.76	買進	林凱威
4	20210811	1310.00	1600.00	1565.22	買進	林凱威
5	20211007	2125.00	2600.00	2543.49	買進	林凱威
6	20211110	2355.00	2600.00	2543.49	持有-超越同業	林凱威
7	20220211	1700.00	2600.00	2543.49	買進	林凱威
8	20220511	1220.00	1820.00	1780.44	買進	林凱威
9	20220531	1540.00	1900.00	1858.70	買進	林凱威
10	20220721	1240.00	1150.00	1138.75	持有-超越同業	林凱威
11	20230511	1855.00	2000.00	1980.43	持有-超越同業	陳娟娟
12	20230809	1820.00	2000.00	2000.00	持有-超越同業	陳娟娟
13	20231109	2200.00	2150.00	2150.00	持有-超越同業	陳娟娟

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

## 投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

## 總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.