

2024 年 2 月 20 日

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	243.00 元
目標價	
3 個月	310.00 元
12 個月	310.00 元

上銀(2049 TT)

Buy

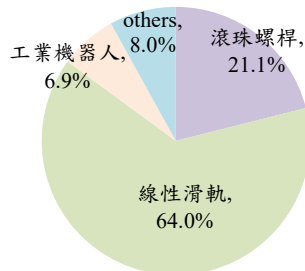
近期報告日期、評等及前日股價

01/18/2024	Trading Buy	213.00
11/23/2023	Buy	215.00
10/19/2023	Buy	207.00
05/11/2023	Trading Buy	228.50
06/07/2022	到達目標價	261.00

公司基本資訊

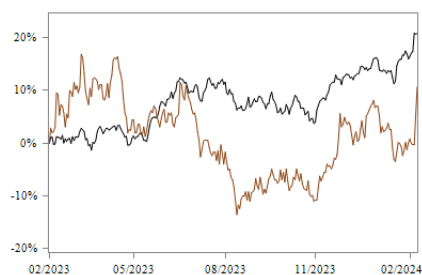
目前股本(百萬元)	3,538
市值(億元)	860
目前每股淨值(元)	98.11
外資持股比(%)	28.43
投信持股比(%)	1.27
董監持股比(%)	12.64
融資餘額(張)	1,942
現金股息配發率(F)(%)	42.98

產品組合



股價相對大盤走勢

— 2049 — TWSE



市場需求回溫狀況優於先前預估，評等調整至 Buy。

投資建議：近期日本工具機單月新增訂單、中國汽車出貨量等重要產業觀察指標表現陸續轉佳，上銀的訂單能見度隨之提高，自動化市場需求回溫狀況優於群益先前預估，產業景氣已見觸底跡象，1H24 營收表現有機會較 1H23 成長，預估 1Q~3Q24 營收逐季增加，故群益將上銀的投資建議調整至 Buy，目標價 310 元。

訂單能見度由 1.5~2 個月提高至 2~2.5 個月：由於半導體、自動化、新能源等產業需求增溫，加上基礎建設、航太相關大型設備訂單穩定挹注，01/2024 上銀營收 18.01 億元，MoM+2.49%，表現優於群益先前預估，YoY+24.43%，11/2023 迄今月營收 YoY 均為正數。上銀並指出，觀察目前接單狀況，線性滑軌、滾珠螺桿的訂單能見度均由先前的 1.5~2 個月提高至 2~2.5 個月，1Q24、2Q24 營收均有機會較 1Q23、2Q23 成長。

重要產業指標陸續出現景氣觸底跡象：觀察自動化產業景氣重要指標近期狀況，首先，日本工具機單月新增訂單金額自 09/2022 開始相對於前一年度同期轉為負成長，然而，10/2023 迄今均在 1,100 億日圓以上，12/2023 為 1,271 億日圓，MoM+9.65%，10~12/2023 年減少幅度逐月縮小，產業景氣觸底跡象已浮現。

其次，12/2023 中國汽車出貨 315.6 萬輛，MoM+6.26%，2023 年出貨逐季增加，4Q23 出貨 897.9 萬輛，QoQ+14.72%，2023 年出貨 3,004.5 萬輛，YoY+11.90%，均創歷史新高，換言之，中國汽車市場需求已回溫。

整體而言，雖然升息、通膨等因素影響總經景氣，自動化產業接單狀況自 1Q23 開始轉差，不過，觀察日本工具機新增訂單金額、中國汽車出貨量等重要指標，市場需求有機會回溫，預估 2024 年將重拾成長動能。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	24,469	26,559	29,607	5,592	5,734	6,583	6,558	5,594	5,790	6,840	7,242	6,687
營業毛利淨額	7,903	8,711	9,858	1,823	1,742	2,216	2,182	1,764	1,828	2,255	2,438	2,190
營業利益	2,908	3,524	4,447	500	569	959	944	436	606	975	1,107	835
稅後純益	2,058	2,738	3,388	459	445	626	631	356	452	834	813	639
稅後 EPS(元)	5.82	7.74	9.58	1.30	1.26	1.77	1.78	1.01	1.28	2.36	2.30	1.81
毛利率(%)	32.30%	32.80%	33.30%	32.60%	30.38%	33.66%	33.27%	31.53%	31.58%	32.96%	33.66%	32.75%
營業利益率(%)	11.88%	13.27%	15.02%	8.94%	9.93%	14.57%	14.39%	7.79%	10.47%	14.26%	15.28%	12.49%
稅後純益率(%)	8.41%	10.31%	11.44%	8.22%	7.76%	9.51%	9.63%	6.36%	7.80%	12.20%	11.22%	9.56%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-16.53%	8.54%	11.48%	-29.40%	2.54%	14.81%	-0.39%	-14.70%	3.51%	18.14%	5.88%	-7.67%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-54.06%	33.02%	23.77%	-67.80%	-3.14%	40.63%	0.87%	-43.62%	26.86%	84.79%	-2.61%	-21.36%

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 35.38 億元計算。

2024 年 2 月 20 日

企業 ESG 資訊揭露：

上銀因應氣候變遷、溫室氣體乃採取減緩與調適措施，並擬定策略實施短中長期目標，依此實施篩選重大風險與機會，並依據政策與法規、市場與生產製造等面向，分別進行氣候變遷風險分析評估潛在財務衝擊。

上銀使用 IPCC 2007 年全球升溫潛能值，以及環保署公告之國家排放係數，進行 ISO 14064-1 盤查作業，包括營運總部、工二廠、精科二廠、雲科一廠、雲科二廠、雲科三廠、大埔美一廠、大埔美三廠等廠區已陸續完成驗證，上銀並將持續製程改善、綠色生產，並在生產過程中致力於節能減碳，符合對客戶、環境之綠色承諾。

訂單能見度由 1.5~2 個月提高至 2~2.5 個月，1H24 營收有機會高於 1H23：

上銀主要生產滾珠螺桿、線性滑軌等傳動元件，近幾年營收比重分別為 15~25%、50~70%，此外，上銀也跨足工業機器人領域，產品線包括單軸機器人、垂直關節式機器手臂、水平關節式機器手臂(SCARA 機器人)、並聯式機器手臂(Delta 機器人)、晶圓機器手臂等，近幾年營收比重為 5~10%。

上銀已於台中、潭子、雲林等地設廠，群益認為，與 NSK、THK、STAR(Bosch)等同業相較，上銀產品價格競爭力較佳，為爭取訂單的重要利基。上銀的滾珠螺桿主要承接客製化訂單，至於線性滑軌則多屬標準品，故滾珠螺桿的 ASP、毛利率通常均高於線性滑軌。

上銀傳動元件的終端應用包括工具機以及醫療、電子業、光電、半導體、自動化等領域的產業設備，上銀除透過代理商銷售產品外，亦於美國、德國、日本、中國蘇州、韓國、新加坡等地設立子公司負責擴展客源，目前銷售地區以亞洲為主，近幾年營收比重為 60~70%，至於歐洲、台灣、美洲的營收重則分別為 20~30%、5~15%、5~10%。

01/2024 上銀營收 18.01 億元，MoM-2.49%，表現優於群益先前預估，YoY+24.43%，11/2023 迄今月營收 YoY 均為正數，動能主要有二，(1)半導體、自動化、新能源等產業需求增溫，(2)基礎建設、航太相關大型設備訂單穩定挹注。上銀並指出，觀察目前接單狀況，線性滑軌、滾珠螺桿的訂單能見度均由先前的 1.5~2 個月提高至 2~2.5 個月，1Q24、2Q24 營收均有機會較 1Q23、2Q23 成長。

日本工具機新增訂單金額、中國汽車出貨量等重要產業指標陸續出現景氣觸底跡象：

觀察自動化產業景氣重要指標近期狀況，首先，日本工具機單月新增訂單金額自 09/2022 開始相對於前一年度同期轉為負成長，然而，10/2023 迄今均在 1,100 億日圓以上，12/2023 為 1,271 億日圓，MoM+9.65%，10~12/2023 年減少幅度逐月縮小，產業景氣觸底跡象已浮現。

其次，12/2023 中國汽車出貨 315.6 萬輛，MoM+6.26%，2023 年出貨逐季增加，4Q23 出貨 897.9 萬輛，QoQ+14.72%，2023 年出貨 3,004.5 萬輛，YoY+11.90%，均創歷史新高，換言之，中國汽車市場需求已回溫。

整體而言，雖然升息、通膨等因素影響總經景氣，自動化產業接單狀況自 1Q23 開始轉差，不過，觀察日本工具機新增訂單金額、中國汽車出貨量等

2024 年 2 月 20 日

重要指標，市場需求有機會回溫，預估 2024 年將重拾成長動能。

市場需求回溫狀況優於群益先前預估，群益將上銀的投資建議調整至 Buy，目標價 310 元：

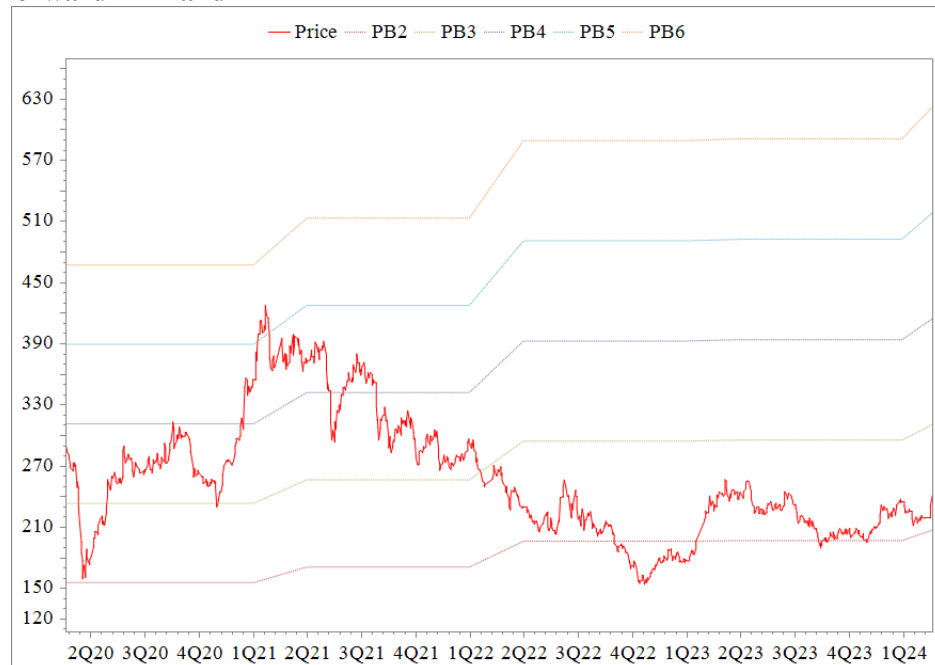
近期日本工具機單月新增訂單、中國汽車出貨量等重要產業觀察指標表現陸續轉佳，上銀的訂單能見度隨之提高，自動化市場需求回溫狀況優於群益先前預估，產業景氣已見觸底跡象，1H24 營收表現有機會較 1H23 成長，預估 1Q~3Q24 營收逐季增加，故群益將上銀的投資建議調整至 Buy，目標價 310 元。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 2 月 20 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
資產總計	51,032	52,140	52,321	54,282	56,695
流動資產	18,553	20,319	20,805	21,185	21,723
現金及約當現金	5,433	7,458	6,899	7,396	7,396
應收帳款與票據	4,270	3,357	3,414	3,499	3,558
存貨	8,323	8,938	9,126	9,309	9,628
採權益法之投資	253	327	319	459	623
不動產、廠房設備	27,354	27,679	27,479	27,279	27,079
負債總計	20,565	17,175	17,464	17,753	18,127
流動負債	13,853	9,410	9,635	9,811	10,061
應付帳款及票據	4,136	2,997	3,085	3,174	3,264
非流動負債	6,712	7,765	7,741	7,764	7,799
權益總計	30,467	34,965	34,857	36,529	38,568
普通股股本	3,408	3,538	3,538	3,538	3,538
保留盈餘	20,681	23,459	23,352	25,024	27,063
母公司業主權益	30,280	34,751	34,863	36,716	38,937
負債及權益總計	51,032	52,140	52,321	54,282	56,695

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業活動現金	8,160	6,078	5,059	5,965	6,790
稅前純益	4,475	5,818	2,693	3,503	4,426
折舊及攤銷	2,236	2,202	2,186	2,170	2,154
營運資金變動	781	-841	-157	-178	-289
其他營運現金	669	-1,101	338	471	499
投資活動現金	-2,385	-2,203	-1,903	-2,941	-2,911
資本支出淨額	-2,253	-2,153	-2,000	-2,000	-2,000
長期投資變動	19	0	0	0	0
其他投資現金	-151	-50	97	-941	-911
籌資活動現金	-2,838	-1,921	-2,714	-1,528	-1,780
長借/公司債變動	-1,936	847	-24	23	35
現金增資	0	2,075	0	0	0
發放現金股利	-662	-1,534	-1,946	-884	-1,168
其他籌資現金	-240	-3,310	-744	-667	-648
淨現金流量	2,829	2,025	442	1,497	2,100
期初現金	2,604	5,433	7,458	7,899	9,396
期末現金	5,433	7,458	7,899	9,396	11,496

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業收入淨額	27,265	29,315	24,469	26,559	29,607
營業成本	17,450	18,599	16,566	17,848	19,748
營業毛利淨額	9,815	10,715	7,903	8,711	9,858
營業費用	4,701	5,143	4,995	5,187	5,411
營業利益	5,115	5,572	2,908	3,524	4,447
EBITDA	6,867	8,152	5,632	6,566	7,612
業外收入及支出	-653	246	-216	-21	-21
稅前純益	4,475	5,818	2,693	3,503	4,426
所得稅	1,320	1,506	854	947	1,219
稅後純益	3,532	4,479	2,058	2,738	3,388
稅後 EPS(元)	9.98	12.66	5.82	7.74	9.58
完全稀釋 EPS**	9.98	12.66	5.82	7.74	9.58

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 35.38【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 35.38 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	28.21%	7.52%	-16.53%	8.54%	11.48%
營業毛利淨額	69.51%	9.17%	-26.25%	10.22%	13.18%
營業利益	195.22%	8.95%	-47.81%	21.16%	26.21%
稅後純益	83.04%	26.81%	-54.06%	33.02%	23.77%
獲利能力分析(%)					
毛利率	36.00%	36.55%	32.30%	32.80%	33.30%
EBITDA(%)	25.19%	27.81%	23.02%	24.72%	25.71%
營益率	18.76%	19.01%	11.88%	13.27%	15.02%
稅後純益率	12.96%	15.28%	8.41%	10.31%	11.44%
總資產報酬率	6.92%	8.59%	3.93%	5.04%	5.98%
股東權益報酬率	11.59%	12.81%	5.90%	7.49%	8.78%
償債能力檢視					
負債比率(%)	40.30%	32.94%	33.38%	32.71%	31.97%
負債/淨值比(%)	67.50%	49.12%	50.10%	48.60%	47.00%
流動比率(%)	133.93%	215.92%	215.92%	215.92%	215.92%
其他比率分析					
存貨天數	151.87	169.37	199.00	188.50	175.00
應收帳款天數	71.03	47.48	50.50	47.50	43.50

2024 年 2 月 20 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	7,921	5,592	5,734	6,583	6,558	5,594	5,790	6,840	7,242	6,687	6,767	7,540
營業成本	4,957	3,769	3,992	4,368	4,376	3,830	3,962	4,586	4,804	4,497	4,562	5,025
營業毛利淨額	2,964	1,823	1,742	2,216	2,182	1,764	1,828	2,255	2,438	2,190	2,205	2,515
營業費用	1,294	1,323	1,173	1,257	1,238	1,328	1,222	1,279	1,331	1,355	1,259	1,335
營業利益	1,670	500	569	959	944	436	606	975	1,107	835	946	1,180
業外收入及支出	168	80	21	-88	-151	2	-7	-21	5	2	-7	-21
稅前純益	1,838	580	590	872	793	438	599	954	1,112	838	939	1,159
所得稅	450	169	188	292	247	128	190	165	347	244	298	215
稅後純益	1,427	459	445	626	631	356	452	834	813	639	683	989
最新股本	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538
稅後EPS(元)	4.03	1.30	1.26	1.77	1.78	1.01	1.28	2.36	2.30	1.81	1.93	2.80

獲利能力(%)

毛利率(%)	37.42%	32.60%	30.38%	33.66%	33.27%	31.53%	31.58%	32.96%	33.66%	32.75%	32.59%	33.36%
營業利益率(%)	21.08%	8.94%	9.93%	14.57%	14.39%	7.79%	10.47%	14.26%	15.28%	12.49%	13.97%	15.65%
稅後純益率(%)	18.01%	8.22%	7.76%	9.51%	9.63%	6.36%	7.80%	12.20%	11.22%	9.56%	10.10%	13.12%

QoQ(%)

營業收入淨額	-3.82%	-29.40%	2.54%	14.81%	-0.39%	-14.70%	3.51%	18.14%	5.88%	-7.67%	1.20%	11.43%
營業利益	-9.41%	-70.06%	13.83%	68.53%	-1.57%	-53.82%	39.01%	60.98%	13.47%	-24.54%	13.21%	24.78%
稅前純益	11.83%	-68.42%	1.70%	47.69%	-9.05%	-44.70%	36.65%	59.33%	16.49%	-24.65%	12.05%	23.45%
稅後純益	16.40%	-67.80%	-3.14%	40.63%	0.87%	-43.62%	26.86%	84.79%	-2.61%	-21.36%	6.90%	44.77%

YoY(%)

營業收入淨額	5.19%	-16.47%	-24.22%	-20.06%	-17.21%	0.03%	0.98%	3.90%	10.43%	19.54%	16.87%	10.24%
營業利益	-2.38%	-57.12%	-63.49%	-47.98%	-43.47%	-12.81%	6.48%	1.71%	17.25%	91.61%	56.05%	20.96%
稅前純益	4.82%	-8.79%	-66.41%	-46.96%	-56.86%	-24.46%	1.50%	9.50%	40.25%	91.11%	56.71%	21.42%
稅後純益	5.16%	-22.35%	-67.45%	-48.95%	-55.76%	-22.53%	1.46%	33.32%	28.72%	79.56%	51.30%	18.54%

註1：稅後EPS以股本35.38億元計算

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。