

2024 年 2 月 5 日

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價	72.60 元
目標價	
3 個月	72.60 元
12 個月	72.60 元

## 世界(5347 TT)

Neutral

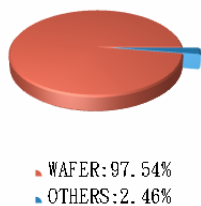
### 近期報告日期、評等及前日股價

11/08/2023	Trading Buy	72.70
08/02/2023	Neutral	78.00
07/24/2023	Neutral	78.00
05/04/2023	Trading Buy	88.20
02/22/2023	Buy	95.00

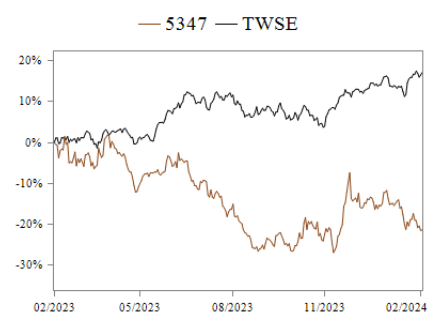
### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	16,390
市值(億元)	1,190
目前每股淨值(元)	27.89
外資持股比(%)	16.11
投信持股比(%)	6.04
董監持股比(%)	45.04
融資餘額(張)	11,074
現金股息配發率(%)	100.00

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢



訂單能見度低，1H24 獲利低於預期，建議 Neutral。

**投資建議：**世界先進面臨中國大陸和美國 12 吋成熟製程持續開出，競爭壓力變大，公司表示會朝高價值和差異化的產品發展，不排除會興建 12 吋新廠，維持客戶的競爭力。此外，受惠供應鏈去中化，世界先進陸續接到美系廠商自中國晶圓廠之轉單，未來世界先進國際大廠、IDM 廠營收比重將會增加，將可抵銷 IC 設計/國內廠商訂單波動性。預估世界先進 2024 年稅後 EPS 3.50 元。雖然公司維持股利穩定且成長，用保留盈餘去維持每股 4.50 元現金股利，維持高現金殖利率，惟訂單能見度低，1H24 獲利低於預期，評價合理，投資建議為 Neutral。

**4Q23 稅後 EPS 1.46 元：**Q23 世界先進營收 96.74 億元，QoQ-8.36%。4Q23 整體晶圓出貨量 489K，QoQ-9.11%，Blended ASP QoQ-1%。毛利率減少 3.29 個百分點至 23.23%，主要來自產能利用率下滑，業外收入 主要來自處分子公司益芯科技持股，處分利益約 3.82 億元及公允價值 11.08 億元。4Q23 稅後 EPS 1.46 元。2023 年稅後 EPS 4.50 元。

**2024 年資本支出 38 億元，YoY-50.0%：**2023 年資本支出從 100 億元下修至 90 億元，YoY-53.61%，但實際執行金額為 76 億元，YoY-60.84%，主要是積極管理設備到貨時間及成本控制所致，預估 2024 年資本支出降至 38 億元，YoY-50.0%，60%用於 Fab 5 產能建置，其餘 40%為其他廠區例行維修及設備優化。

**預估 1Q24 稅後 EPS 0.67 元：**世界先進 1Q24 訂單以製程別來看，0.35um 佔營收比重會增加。產業別來看，小面板驅動 IC 及電源管理營收佔比將增加。預估 1Q24 wafer out QoQ-6~-8%，不過另經與客戶協商，公司預計將於晶圓收入外，額外認列約佔營業收入 5%~6%長期合約(LTA)收入，1Q24 整體 ASP 持平。毛利率方面，主要影響是來自產能利用率，1Q24 將再下滑 3 個百分點，毛利率將較 3Q23 下滑 2 個百分點。預估 1Q24 稅後 EPS 0.67 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	38,273	43,060	54,828	9,573	8,187	9,854	10,557	9,674	9,473	10,116	11,219	12,253
營業毛利淨額	10,446	10,668	16,419	3,755	2,459	2,959	2,800	2,228	2,094	2,431	2,838	3,304
營業利益	5,774	5,776	10,190	2,462	1,365	1,806	1,665	938	1,014	1,283	1,565	1,913
稅後純益	7,370	5,736	9,268	2,479	1,364	1,995	1,623	2,388	1,096	1,312	1,530	1,798
稅後 EPS(元)	4.50	3.50	5.65	1.51	0.83	1.22	0.99	1.46	0.67	0.80	0.93	1.10
毛利率(%)	27.29%	24.77%	29.95%	39.22%	30.03%	30.03%	26.52%	23.03%	22.11%	24.04%	25.30%	26.97%
營業利益率(%)	15.09%	13.41%	18.59%	25.72%	16.68%	18.32%	15.77%	9.70%	10.71%	12.69%	13.95%	15.62%
稅後純益率(%)	19.26%	13.32%	16.90%	25.90%	16.66%	20.25%	15.38%	24.68%	11.57%	12.97%	13.64%	14.67%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-25.96%	12.51%	27.33%	-28.17%	-14.48%	20.37%	7.13%	-8.36%	-2.08%	6.79%	10.90%	9.22%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-51.77%	-22.17%	61.58%	-35.16%	-44.99%	46.29%	-18.63%	47.08%	-54.12%	19.75%	16.65%	17.47%

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 163.90 億元計算。

## 世界先進 ESG：

世界先進正視永續命題，邁向低碳轉型，規畫出從合規(Compliance)逐步邁向承諾(Commitment)的永續藍圖，期待最終達成 2050 年淨零排放的倡議目標。因此，世界先進從組織編制著手。2021 年底，公司成立「節能減碳委員會」，從多年前即開始執行的「節能減碳」轉為更積極地達到「淨零排放」。在組織規畫上，「節能減碳委員會」也與既有的「企業永續委員會」、「企業風險管理委員會」，定期就「碳資產管理、節能減碳、低碳供應鏈」等三項議題，共同對經營團隊報告，再由經營團隊向董事會報告。

其次，世界先進於 09/2021 至 03/2022，兩度發行綠色債券，金額達新台幣 17 億元，用於再生能源與能源科技發展、提升能源使用效率及節約能源與加強污染防治。對於再生能源，世界先進秉持自建自發，持續購置太陽能發電設備，並外購再生能源，預計 2023 年，世界先進的再生能源容量可達 8,437kW，每年發電量約為 1,130 萬度電。

面對氣候變遷，世界先進仔細評估公司的氣候風險與機會。尤其是極端氣候所造成的天災，以及半導體產業亟需仰賴的水、電資源，還有碳稅/碳費等議題，以積極的態度正視並規畫因應策略，不斷強化公司的氣候韌性(climate-resilient development)。

公司治理方面，世界先進依循〈公司治理 3.0-永續發展藍圖〉，修改公司內規，增加董事組成的多元性，兼顧性別、國籍、種族與專業背景；同時強化董事會的獨立性，並擴增其治理內容。除在審計與薪酬兩個功能性委員會之外，新增「策略委員會」，以更前瞻的態度協助公司制定重大的成長策略，董事會亦被賦予指導永續委員會的職責，監督公司的 ESG 行動與聯合國永續發展目標(SDGs)有更深入的結合。

企業承諾方面，自 01/1/2021，全面結構性調薪 10%，且每年 4 月份的年度調薪仍照常進行。為維護日常營運與同仁健康，不受疫情危害，公司啟動分流作業與異地辦公等各項防疫措施，並在政府防疫升級之前，以更嚴謹的作為進行防疫的「超前部署」。遠距溝通的模式，加速公司的數位轉型，藉此更完善公司的資訊保護機制。即便遠距溝通限制同仁參與面對面活動的機會，公司仍改以發放「運動券」及開設線上運動課程的方式，鼓勵同仁運動維持健康，也因此 2021 年底獲得教育部體育署的「運動企業認證」，與職安署推動健康職場之獎項肯定。

此外，公司針對所有已辨識出的關鍵供應商，進行供應商「永續性風險調查與評估」，並對於較高風險的供應商進行稽核及輔導，以確保有效降低與控制供應鏈的 ESG 風險。

社會參與方面，世界先進持續參考 LBG 社區投資評估機制計算公司社會參與之投入。2021 年，疫情迫使暫停需要面對面接觸的志工活動，換用其他的替代方式來發揮社會影響力，也讓公司的社會投入較前一年成長 4 倍。包括：公司透過台積電慈善基金會捐贈一座零接觸防疫採檢站予新竹臺大分院新竹醫院；中秋節鼓勵各單位「以訂單代替捐款」，向社會企業與各個手做佳節禮盒的庇護工廠採購中秋禮盒；也贊助「均一平台教育基金會」的線上課程與苗栗偏鄉師培計畫，讓弱勢孩童的學習不因疫情中斷。除持續投入金錢、人力與物資外，公司也規畫利害關係人的參與機制，例如：

2024 年 2 月 5 日

舉辦的歲末愛心捐款，擴大邀請供應鏈參加。引薦客戶與供應商直接對口社福團體，一同以最實質的財務支援，幫助因疫情而導致收入短缺的社福機構。

世界先進在「環境、社會、治理」(ESG)上不斷深耕、不曾停歇的努力，在 2021 年一舉獲得國際與國內各重要指標與獎項肯定。尤其，公司首次參與國際道瓊永續指數(Dow Jones Sustainability Index, DJSI)評選，即入選為 DJSI 世界指數成分股，在全球「半導體暨半導體設備類」的 93 家受邀公司中排名前 10%；亦連續兩年入選台灣上櫃永續指數成分股；在全球碳揭露專案(Carbon Disclosure Project, CDP)中名列 B 等級；以及連續七年在台灣證券交易所與櫃檯買賣中心主辦之公司治理評鑑中，榮獲上櫃公司不分類績效排名前 5%殊榮。

**業外處份益芯科，世界先進 4Q23 營收 96.74 億元，QoQ-8.36%，稅前獲利 28.85 億元，QoQ+41.34%，稅後 EP 1.46 元：**

整體消費需求差，4Q23 世界先進營收 96.74 億元，QoQ-8.36%。4Q23 整體晶圓出貨量 489K，較 3Q23 的 538K 下滑，QoQ-9.11%，符合公司之前預期 4Q23 wafer out QoQ-8~-10%。Blended ASP QoQ-1%，來自價錢的調整和產品組合的變化。

以製程來看，0.18um 或更先進的製程營收 QoQ-51.59%，佔營收比重減少至 28%，為降幅最大的製程。0.25um 營收 QoQ+55.78%，佔營收比重增加至 17%。0.35um 製程佔營收比重為從 16%上揚至 30%，QoQ+71.82%，0.50um 電源管理佔營收比重增至 25%，0.50um 製程營收 QoQ+9.09%。

4Q23 世界先進各應用端來看，大部份都是呈現衰退，Large/Small Panel Driver IC 營收下滑，Large Panel Driver IC 營收 QoQ-4.55%，佔營收比重從 24%增加至 25%。Small Panel Driver IC 營收手機和 IOT 相關需求減少，4Q23 QoQ-8.36%，佔營收比重維持 9%。Power Management IC 營收 QoQ-12.73%，包括分離式元件、LED Driver IC，佔營收比重從 63%下滑至 60%。手機相關 CIS 等其他類訂單營收為 QoQ+37.45%，佔營收比重增加至 6%。

毛利率方面，4Q23 產能利用率下滑至 53%左右，折舊費用 20.78 億元左右，QoQ+1.12%，加上 ASP 下滑 1%，台幣升值(原是用 1 美元兌 32 元台幣計算，4Q23 季底用 30.75 元)，4Q23 毛利率較 3Q23 減少 3.29 個百分點至 23.23%，營業費用主要來自分紅增加，業外收入 主要來自處分子公司益芯科技持股，以每股 200 元價格，處分益芯科技 2,030 張持股，交易總金額約 4.06 億元，處分利益約 3.82 億元。此次處分之後，公司的持股比例降至 12.9%，並於當天取消使用權益法計算的投資帳面價值。以公允價值重新評價，在其他綜合收益中的金融工具公允價值項下為 11.82 億元，因此，差額被確認為投資處分收益，金額為 11.08 億元。4Q23 稅前獲利 28.85 億元，QoQ+41.34%，稅後 EPS 1.46 元。DOI 從 82 天降至 76 天，顯示庫存持續減少中。

2023 年營收為 382.73 億元，YoY-25.96%，稅前獲利 88.34 億元，YoY-53.14%，稅後 EPS 4.50 元。世界先進 2023 年晶圓出貨量 YoY-25%、平均售價 YoY-7%，因產能擴增使成本增加，但終端需求需求減緩，使稼動率年減近 30%至 58%，部分影響被新台幣匯率貶值效益抵銷，全年業外收益增加，主要受惠利息收入及處分投資利益挹注。



2024 年 2 月 5 日

公司股利政策盡量保持穩定且成長，2022 年每股發放現金股利 4.5 元，雖然 2023 年獲利較差，2023 年公司用保留盈餘去維持每股 4.50 元現金股利。

**表一、4Q23 Guidance 及實際營運結果(1 美元兌 30.747 元)**

Item	Result	3Q23 Guidance
Revenue	NT\$96.74B	Wafer to decrease by 8% to 10% Blended ASP to decrease by 2% to 2%
Gross Profit Margin	23.23%	to be between 22.0%~24.0%
Operating Profit Margin	9.70%	

資料來源：世界先進群益投顧彙整

**預估 2024 年資本支出降至 38 億元，YoY-50.0%，60%用於擴充 Fab 5，全年產能 YoY+0.9%，全年折舊 85 億元，YoY+8.25%：**

景氣不佳，客戶庫存調整，除部分和客戶長約持續投資外，其他產能進行動態檢討，包括 Fab 5 擴充計畫。2023 年資本支出從 100 億元下修至 90 億元，YoY-53.61%，但實際執行金額為 76 億元，YoY-60.84%，主要是與客戶、供應商合作溝通，積極管理設備到貨時間及成本控制所致，未來將持續嚴格評估產能擴充及管控成本。2023 年資本支出有 60%用在 Fab 5 建置，25%用在其他廠去瓶頸，15%則用在原本廠房的正常維修支出。目前 5 座 8 吋廠的維護費用，每年約 30 億元。預估 2024 年資本支出降至 38 億元，YoY-50.0%，60%用於 Fab 5 產能建置，其餘 40%為其他廠區例行維修及設備優化。

世界先進原預估 2023 年公司全部產能將達 339.0 萬片，YoY+8%，後來下修至 335.2 萬片，YoY+6.5%。預估 2024 年公司全部產能 338.1 萬片，YoY+0.9%。2024 年新增產能主要來自 Fab5，原本預期 Fab 5 新產能在 3Q23 開出 15K/月產能，不過因為景氣不佳，因此公司延後 Fab 5 的新產能開出，07/2023 已開出 11K/月，其他 4K/月將延至 4Q24 開出，4Q24 Fab 5 有 15K/月量產。Fab 5 最多可擴至 40K/月。世界先進 4Q23 產能 287K/月，QoQ+0%。受到例行歲修、工作天數減少影響，預估 1Q24 產能 277K/月，QoQ-3%。

世界先進機器設備折舊攤提年限 5 年，廠房折舊攤提年限 20 年。由於 2021~2022 年資本支出大幅增加，Fab 5 新產能在 2023 年底開出，進入量產，2023 年折舊費用將會隨新產能開出而增加，不過 Fab 5 部份產能延至 2024 年，因此全年折舊費用 78.52 億元 YoY+41.68%，影響 2023 年毛利率 4~5 個百分點。4Q23 折舊費用 20.78 億元左右，QoQ+1.12%，2024 年將隨 Fab 5 產能擴充增加，預估 1Q24 折舊費用約 21.1 億元/季、QoQ+1.54%，2024 年全年折舊費用為 85 億元、YoY+8.25%。

8 吋廠設備越來越貴，因此多廠商停止擴產 8 吋，世界先進待 Fab5 產能提升後才會評估 12 吋廠，目前沒有時間表。若要蓋 12 吋廠必須全新建置，至少需要 2~2.5 年，且無法在既有廠區空間建設。對於 12 吋晶圓廠建置的想法，第一座預計會落在台灣，希望在新竹附近，方便就近研發，至於海外擴建的長期規畫，考慮設廠在新加坡，因為當地已經有世界先進 Fab，熟悉度夠，管理上也方便。現在新加坡產能佔公司總產能 15%，佔營收比重 15%，新加坡廠還可以再擴 15K/月，目前新加坡產能 40K./月，現在產能利用率低。之前傳出世界先進旗下首座 12 吋廠將落腳新加坡淡濱尼

2024 年 2 月 5 日

(Tampines)。由於景氣不佳，投資需要龐大資金，會謹慎小心，世界先進 12 吋廠建廠計畫持續評估中，也做很多準備，客戶需求承諾及財務狀況是考量重點，目前尚無具體計畫。

**產能利用率持續下滑，預估世界先進 1Q24 營收 94.73 億元，QoQ-2.08%，稅前獲利 13.69 億元，QoQ-52.53%，稅後 EPS 0.67 元：**

年底節日促銷後，半導體需求在 2024 年初步入傳統淡季，預期供應鏈將持續進行庫存調整，終端需求仍疲弱以及汽車與工業應用庫存調整，以及歲修與工作天數短少的影響，客戶維持審慎保守的下單態度，世界先進客戶訂單能見度目前僅 2~3 個月。不過，面板驅動 IC 與消費性產品 2Q24 可望開始回溫，預估 2024 年營運可望逐季成長。

世界先進 1Q24 訂單以製程別來看，0.35um 佔營收比重會增加。產業別來看，小面板驅動 IC 及電源管理營收佔比將增加，因為消費性的庫存已回到較正常的水準，NB 和智慧型手機等庫存修正也接近尾聲，所以部份消費性 Power Management 營收會增加，大尺寸 DDIC 則因終端減產而下滑，

預估 1Q24 wafer out QoQ-6~-8%，例行歲修、工作天數減少影響，預估 1Q24 產能 277K/月，QoQ-3%。因景氣轉弱，價格也有給客戶一些優惠，不過另經與客戶協商，公司預計將於晶圓收入外，額外認列約佔營業收入 5%~6% 長期合約(LTA)收入，因 LTA 是與客戶協商之後的價格，相比 1Q24 部分客戶因為競爭壓力，公司給予一定的優惠折讓，LTA 毛利率是相對較高，也讓 1Q24 整體 ASP 能與 4Q23 持平。毛利率方面，主要影響是來自產能利用率，4Q23 產能利用率 53%，1Q24 將再下滑 3 個百分點，預估 1Q24 產能利用率為 50%。匯率對 4Q23 毛利率影響較小，世界先進 1Q24 將以 1 美元對台幣 30.9 元計算(QoQ+3%)，這部份也和 4Q23 的 30.75 相近，預估 4Q23 毛利率將較 3Q23 下滑 2 個百分點。預估世界先進 1Q24 營收 94.73 億元，QoQ-2.08%，稅前獲利 13.69 億元，QoQ-52.53%，稅後 EPS 0.67 元。

**表二、1Q24 Guidance(1 美元兌 30.9 元假設)**

Item	1Q24 Guidance
Wafer shipment	to decrease by 6% to 8%
Blended ASP	to decrease by 0%
Gross Profit Margin	to be between 21.0%~23.0%

資料來源：世界先進，群益投顧彙整

**新客戶和新產品挹注，預估世界先進 2024 年營收為 430.60 億元，YoY+12.51%，稅前獲利 71.70 億元，YoY-18.84%，稅後 EPS 3.50 元：**

雖然有產品從 8 吋轉入 12 吋生產，有可能會影響到世界先進 8 吋廠的產能利用率從 12 吋廠產能大量開出後，這是世界先進一直面臨的問題。先前世界先進的產品是驅動 IC 為主，佔營收比重曾高達 70~80%以上，但隨著小尺寸驅動 IC 轉至 12 吋生產，世界先進的業績並無有太大影響，因為 power 相關產品也大量從 6 吋轉至 8 吋生產。現在 power 相關已佔公司營收比重達 60~70%，小尺寸驅動 IC 佔營收比重降至 10%以下。

目前大部份的車用電子仍以 8 吋產能為主，電動車半導體需求遠大於傳統汽車且出貨在成長，車用半導體關鍵元件，大多是類比 IC，訴求可靠性及

2024 年 2 月 5 日

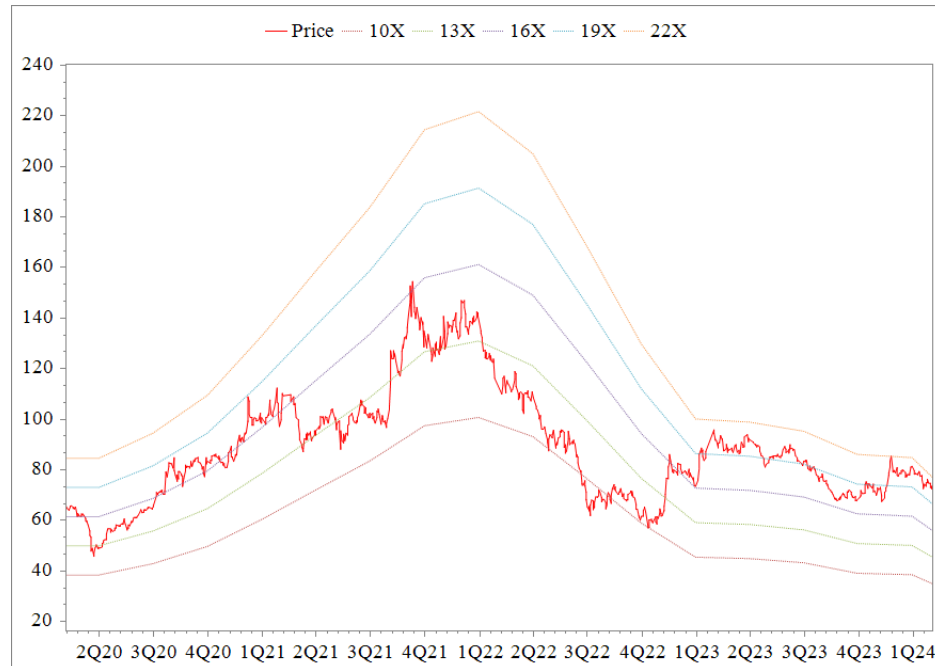
安全性，轉進先進製程效益有限。車用電子現在佔公司營收比重 10~11%，成長率超過整個公司的成長率，不過車用電子相關目前進入庫存調整，2H23 訂單需求較差。可是長期車用成長幅度將高於公司平均，佔營收比重逐步增加，世界先進車用共用消費性產品和 PMIC 產能，專用汽車電子產能很少，公司產品主要應用在雨刷、面板、車燈照明等，年成長將高於 20%。現在日本和中國的車用市場修正中，日本修正較厲害，因為在中國市佔的下滑，而歐洲且小幅調整，已回到正常的生產狀態。

Power Management IC 耕耘已久，以往 IDM 很少釋出這部份的訂單，但由於系統廠的客戶希望有客制化的方案，配合邏輯 IC，因此 Power Management IC 可望從 IDM 廠釋出至晶圓代工廠，目前 IDM 佔公司營收比重為比 30~40%。世界先進現在除標準型類比 IC，也有特殊應用類比 IC，如分離式元件、光學元件及感測元件等。第三代半導體方面，世界先進於 2018 年以 Qromis 基板技術(簡稱 QST)進行 8 吋 QST 基板的 0.35 微米 650V 電壓的 GaN-on-QST 製程開發，1Q22 開發完成，4Q22 在客戶端完成首批產品系統及可靠性驗證，Gen 1 正式進入量產，公司同時已和海內外 IDM 廠及 IC 設計公司展開合作，為晶圓代工特殊製程領域首家量產此技術的廠商，現在有 20 多個客戶，20 多個產品在試產。雖然佔營收比重小，一年幾千片出貨量，但產品週期性長及研發時間久，市場成長率也穩定，未來也是世界先進的獲利動能。Gen 1 產品以 charger 為主，Gen2 目標在電動車市場，2024 年釋出，2H24 有望 tape out。2024 年將是世界先進較大化合物半導體業務量量產的元年，1200V 特高壓產品獲政府支持開發。

美國對中國半導體業擴大禁令，世界先進沒有被影響，在中國市場仍看到有成長機會，中國客戶約佔營收 15~20%。此外，供應鏈去中化，世界先進有許多機會正在萌芽當中，世界先進陸續接到美系廠商自中國晶圓廠之轉單，未來世界先進國際大廠、IDM 廠營收比重將會增加，將可抵銷 IC 設計/國內廠商訂單波動性，但轉廠需要時間，有些 2022 年底剛洽談，2023 年尚在認證階段，認證時間依產品有別，3C 產品約三個季度，工業用及車用至少要一年半，2Q23 開始有轉單營收貢獻，現在已接獲 5~6 個客戶訂單，以電源管理晶片及分離式元件為主，且以美國客戶居多，第二波是其他地區如同時有經營國際市場的中國客戶，日本也有新客戶加入，預期 2Q24~3Q24 對營運有相當大助益。

世界先進表示美國和中國擴充 12 吋產能，使市場競爭較嚴峻，但公司有策略性布局來面對挑戰，短期會進行彈性調整，與客戶一起面對市場競爭，不過基於未來趨勢和客戶競爭力考量，公司會朝建 12 吋廠的方向前進，但 12 吋廠建廠成本高，不排除會和客戶合建。8 吋晶圓部份，世界先進表示 2024 年會比 2023 年好，因為客戶庫存回到正常，但能見度不高，公司會抱持審慎樂觀態度看待，回溫要看總體經濟表現。預估世界先進 2024 年營收為 430.60 億元，YoY+12.51%，稅前獲利 71.70 億元，YoY-18.84%，稅後 EPS 3.50 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 5 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	65,548	100,940	102,450	109,756	108,896
流動資產	34,188	46,255	50,079	55,878	30,959
現金及約當現金	13,519	28,668	27,699	32,695	17,646
應收帳款與票據	9,452	4,962	5,523	5,012	5,056
存貨	4,030	5,880	5,672	9,306	4,814
採權益法之投資	196	218	115	129	277
不動產、廠房設備	23,541	38,504	36,604	36,132	39,800
<b>負債總計</b>	<b>30,382</b>	<b>55,589</b>	<b>56,737</b>	<b>65,683</b>	<b>62,931</b>
流動負債	14,976	21,093	20,107	26,967	10,932
應付帳款及票據	1,437	1,377	972	1,650	1,765
非流動負債	15,406	34,496	36,630	38,039	51,206
<b>權益總計</b>	<b>35,165</b>	<b>45,351</b>	<b>45,713</b>	<b>44,073</b>	<b>45,965</b>
普通股股本	<b>16,390</b>	<b>16,390</b>	<b>16,390</b>	<b>16,390</b>	<b>16,390</b>
保留盈餘	19,865	27,897	27,931	26,292	28,184
母公司業主權益	35,165	45,351	45,713	44,073	45,965
<b>負債及權益總計</b>	<b>65,548</b>	<b>100,940</b>	<b>102,450</b>	<b>109,756</b>	<b>108,896</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	43,951	51,694	38,273	43,060	54,828
營業成本	24,799	27,771	27,827	32,393	38,409
<b>營業毛利淨額</b>	19,152	23,924	10,446	10,668	16,419
營業費用	5,050	6,117	4,672	4,892	6,229
<b>營業利益</b>	14,102	17,807	5,774	5,776	10,190
<b>EBITDA</b>	18,163	23,894	15,241	26,851	16,834
業外收入及支出	188	364	1,376	1,394	1,394
稅前純益	14,290	18,851	8,834	7,170	11,585
所得稅	2,470	3,571	1,464	1,434	2,317
稅後純益	11,820	15,280	7,370	5,736	9,268
稅後 EPS(元)	7.21	9.32	4.50	3.50	5.65
完全稀釋 EPS**	7.21	9.32	4.50	3.50	5.65

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 163.90【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 163.90 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	32.66%	17.62%	-25.96%	12.51%	27.33%
營業毛利淨額	70.14%	24.92%	-56.34%	2.12%	53.92%
營業利益	90.15%	26.27%	-67.57%	0.02%	76.44%
稅後純益	87.45%	29.28%	-51.77%	-22.17%	61.58%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	43.58%	46.28%	27.29%	24.77%	29.95%
EBITDA(%)	41.32%	46.22%	39.82%	62.36%	30.70%
營益率	32.09%	34.45%	15.09%	13.41%	18.59%
稅後純益率	26.89%	29.56%	19.26%	13.32%	16.90%
總資產報酬率	18.03%	15.14%	7.19%	5.23%	8.51%
股東權益報酬率	33.61%	33.69%	16.12%	13.01%	20.16%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	46.35%	55.07%	55.38%	59.84%	57.79%
負債/淨值比(%)	86.40%	122.58%	124.12%	149.03%	136.91%
流動比率(%)	228.29%	219.29%	249.06%	207.21%	283.19%

## 其他比率分析

存貨天數	52.27	65.13	75.77	84.39	67.09
應收帳款天數	63.06	50.89	50.00	44.65	33.51

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	21,237	33,927	8,632	21,750	14,420
稅前純益	14,290	18,851	8,834	7,170	11,585
折舊及攤銷	3,984	5,542	7,852	8,523	8,999
營運資金變動	-4,440	2,580	-757	-2,445	4,562
其他營運現金	7,404	6,954	-7,297	8,502	-10,726
<b>投資活動現金</b>	-13,420	-24,204	-8,360	-7,361	-28,370
資本支出淨額	-13,279	-18,722	-6,739	-3,800	-5,635
長期投資變動	-113	-4,553	-1,626	-1,597	-2,492
其他投資現金	-29	-929	5	-1,964	-20,243
<b>籌資活動現金</b>	-786	4,173	-1,359	-11,536	-1,099
長借/公司債變動	5,000	7,000	6,000	1,408	13,167
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-5,736	-7,375	-7,375	-7,375	-7,375
其他籌資現金	-50	4,548	17	-5,569	-6,890
<b>淨現金流量</b>	6,968	14,471	-1,015	2,853	-15,049
<b>期初現金</b>	9,419	16,387	30,857	29,842	32,695
<b>期末現金</b>	16,387	30,857	29,842	32,695	17,646

資料來源：CMoney、群益



2024 年 2 月 5 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	13,328	9,573	8,187	9,854	10,557	9,674	9,473	10,116	11,219	12,253	11,627	13,288
營業成本	7,330	5,819	5,728	6,895	7,757	7,446	7,379	7,685	8,380	8,949	8,636	9,569
營業毛利淨額	5,998	3,755	2,459	2,959	2,800	2,228	2,094	2,431	2,838	3,304	2,991	3,718
營業費用	1,552	1,292	1,093	1,154	1,135	1,290	1,080	1,148	1,273	1,391	1,325	1,508
營業利益	4,445	2,462	1,365	1,806	1,665	938	1,014	1,283	1,565	1,913	1,665	2,210
業外收入及支出	319	445	335	402	376	1,947	355	357	348	334	355	357
稅前純益	4,764	2,907	1,700	2,208	2,041	2,885	1,369	1,640	1,913	2,247	2,021	2,567
所得稅	941	428	336	213	418	497	274	328	383	449	404	513
稅後純益	3,823	2,479	1,364	1,995	1,623	2,388	1,096	1,312	1,530	1,798	1,616	2,053
最新股本	16,390	16,390	16,390	16,390	16,390	16,390	16,390	16,390	16,390	16,390	16,390	16,390
稅後EPS(元)	2.33	1.51	0.83	1.22	0.99	1.46	0.67	0.80	0.93	1.10	0.99	1.25
獲利能力(%)												
毛利率(%)	45.00%	39.22%	30.03%	30.03%	26.52%	23.03%	22.11%	24.04%	25.30%	26.97%	25.72%	27.98%
營業利益率(%)	33.35%	25.72%	16.68%	18.32%	15.77%	9.70%	10.71%	12.69%	13.95%	15.62%	14.32%	16.63%
稅後純益率(%)	28.68%	25.90%	16.66%	20.25%	15.38%	24.68%	11.57%	12.97%	13.64%	14.67%	13.90%	15.45%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-12.89%	-28.17%	-14.48%	20.37%	7.13%	-8.36%	-2.08%	6.79%	10.90%	9.22%	-5.11%	14.28%
營業利益	-24.80%	-44.62%	-44.55%	32.26%	-7.80%	-43.65%	8.09%	26.53%	21.95%	22.26%	-12.97%	32.72%
稅前純益	-22.01%	-38.97%	-41.53%	29.89%	-7.56%	41.34%	-52.53%	19.75%	16.65%	17.47%	-10.09%	27.04%
稅後純益	-21.76%	-35.16%	-44.99%	46.29%	-18.63%	47.08%	-54.12%	19.75%	16.65%	17.47%	-10.09%	27.04%
YoY(%)												
營業收入淨額	12.21%	-24.84%	-39.32%	-35.60%	-20.79%	1.05%	15.71%	2.66%	6.26%	26.66%	22.74%	31.35%
營業利益	9.38%	-46.47%	-72.63%	-69.45%	-62.55%	-61.89%	-25.72%	-28.94%	-6.01%	103.93%	64.20%	72.23%
稅前純益	15.72%	-37.27%	-66.48%	-63.86%	-57.16%	-0.77%	-19.44%	-25.73%	-6.27%	-22.10%	47.54%	56.52%
稅後純益	16.26%	-33.28%	-66.67%	-59.17%	-57.54%	-3.68%	-19.67%	-34.24%	-5.72%	-24.71%	47.54%	56.52%

註1：稅後EPS以股本163.90億元計算

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。