

千附精密 (6829 TT) Chenfull Precision

半導體需求與國防營收成長皆不如預期

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月) : NT\$108.0

收盤價 (2024/02/22) : NT\$117.5
隱含漲幅 : -8.1%

營收組成 (4Q23)

光電 39%/半導體 17%/國防 28%/航太 13%/其他 2%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	買進
目標價 (NT\$)	108.0	123.0
2023年營收 (NT\$/十億)	1.4	1.4
2023年EPS	3.5	4.3

交易資料表

市值	NT\$6,960百萬元
外資持股比率	1.1%
董監持股比率	63.9%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$34.95
負債比	18.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	-- (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	1,784	1,350	1,759	2,383
營業利益	334	256	366	519
稅後純益	355	208	302	413
EPS (元)	6.11	3.51	5.10	6.98
EPS YoY (%)	26.0	-42.6	45.2	37.1
本益比 (倍)	19.2	33.5	23.1	16.8
股價淨值比 (倍)	3.6	3.6	3.4	3.1
ROE (%)	21.1	10.9	14.6	18.2
現金殖利率 (%)	4.6%	2.1%	3.0%	4.2%
現金股利 (元)	5.40	2.46	3.57	4.89

何宗祐

bill0066@yuanta.com

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q23 受光電需求疲軟與航太不良品影響，EPS 季減 75.4%至 0.4 元。

◆ 1Q24 光電、半導體與國防訂單續弱，需待 2H24 始有明顯復甦。

◆ 2024 年光電需求復甦、國防營收成長與半導體新訂單皆不如預期，以 2024 年 EPS 5.1 元，21 倍本益比得目標價 108 元，降評至持有。

4Q23 光電需求下滑，國防受客戶產能擴充時程影響

4Q23 光電部門需求持續下滑，主因 IT/TV 面板報價反轉，TV 終端需求復甦較原預期疲弱且 IT Monitor 下游對庫存回補持審慎態度，使面板營收季減 21%至 1.2 億元。半導體與航太部門營收則分別季增 13%/11%至 5,700 萬/4,200 萬元，逐季回溫。國防產品受限客戶產能擴充時程影響下，使國防營收季減 18%至 9,100 萬元。整體 4Q23 營收季減 14.3%/年減 6.4%至 3.2 億元，低於預期 9.6%，毛利率在光電業務稼動率大幅下滑以及航太產品不良率增加影響下，季減 9.6 個百分點至 27.0%，低於預期 8.7 個百分點，EPS 季減 75.4%/年減 36.2%至 0.37 元，低於本中心預期 68.6%。

1Q24 光電、半導體與國防訂單續弱，需待 2H24 始有明顯復甦

1Q24 光電部門在客戶 AMAT 遞延出貨下，佔 1Q24 面板營收僅季增 1%。半導體業務受惠記憶體需求復甦且歐系客戶檢測設備零組件新訂單於 1Q24 開始交貨，佔 1Q24 半導體營收季增 21%。國防產品受洛馬產能擴充時程影響且面臨新舊合約交換期，1Q24 國防營收僅微幅季增 2%。航太部門受惠漢翔外包訂單挹注，佔營收季增 5%。整體 1Q24 營收佔季增 5.4%/年增 10.0%，下修 8.3%。毛利率在各產品線溫和回溫且航太不良品負面因素消除下，佔季增 4.8 個百分點至 31.8%，下修 2.4 個百分點以反映光電營收規模下滑對毛利率影響。佔 1Q24 EPS 1.04 元，季增 184.2%，下修 11.2%。

半導體訂單及國防需求低於預期，調降評等至持有

近期各產品線均面臨下修及需求疲弱等雜音，如面板終端需求疲弱，各廠資本支出持續年減下。國防業務新品項洽談與新業務承接遭遇美國國防部審核問題，且客戶產能提升速度亦趕不上需求。半導體歐系客戶檢測設備新訂單需求不如預期。佔 2024/25 年 EPS 年增 45.2%/37.1%至 5.1 元/7.0 元。考量短期營運成長雜音多，尤以光電需求疲弱、國防產品短期營收成長與半導體新訂單不如預期。以 2024 年 EPS 5.1 元，21 倍本益比推得目標價 108 元，調降評等至持有。

營運分析

4Q23 光電需求持續下探，國防受客戶產能擴充時程影響，營收獲利大幅低於預期

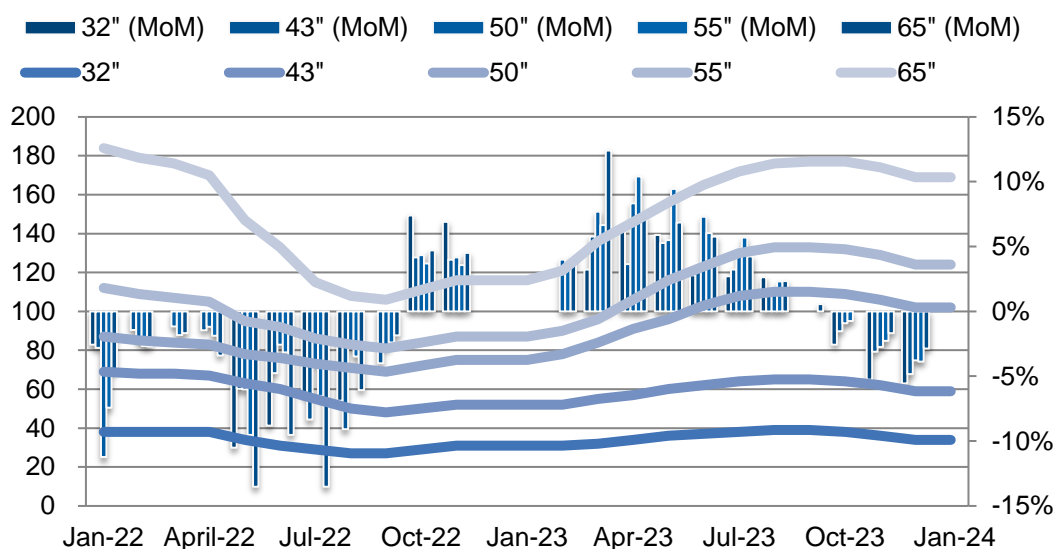
4Q23 光電部門需求持續下滑，主因 IT/TV 面板報價反轉，TV 終端需求復甦較原預期疲弱且 IT Monitor 下游對庫存回補持審慎態度，千附精密主要客戶 AMAT 訂單遞延出貨，使 4Q23 面板營收季減 21% 至 1.2 億元。半導體與航太部門營收則分別季增 13%/11% 至 5,700 萬/4,200 萬元，逐季回溫。儘管高毛利國防產品缺料問題已解決，然客戶短期受限產能擴充時程影響下，使 4Q23 國防營收季減 18% 至 9,100 萬元，營收占比則維持 28.4% 高檔。整體 4Q23 營收季減 14.3%/年減 6.4% 至 3.2 億元，低於預期 9.6%，毛利率在面板稼動率大幅下滑以及航太產品不良率增加影響下，季減 9.6 個百分點至 27.0%，低於預期 8.7 個百分點，營益率季減 9.2 個百分點至 16.1%，EPS 季減 75.4%/年減 36.2% 至 0.37 元，低於本中心預期 68.6%。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23F	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	342	373	320	-14.3%	-6.4%	354	354	-9.6%	-9.6%
營業毛利	92	136	86	-36.8%	-6.4%	126	126	-31.5%	-31.5%
營業利益	48	94	51	-45.4%	6.0%	84	84	-38.7%	-38.7%
稅前利益	37	109	27	-75.0%	-26.6%	85	85	-68.2%	-68.2%
稅後淨利	34	88	22	-75.4%	-36.2%	69	69	-68.6%	-68.6%
調整後 EPS (元)	0.57	1.49	0.37	-75.4%	-36.2%	1.17	1.17	-68.6%	-68.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	27.0%	36.6%	27.0%	-9.6	0.0	35.6%	35.6%	-8.7	-8.7
營業利益率	14.2%	25.2%	16.1%	-9.2	1.9	23.7%	23.7%	-7.6	-7.6
稅後純益率	9.9%	23.6%	6.8%	-16.8	-3.2	19.5%	19.5%	-12.7	-12.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：TV 大部分尺寸的面板報價持續下跌



資料來源：Omdia、元大投顧

1Q24 光電與半導體需求續弱，國防短期受限產能與換約使營收成長有限

1Q24 光電部門在客戶 AMAT 遞延出貨且 AMAT 對 FY2Q24 面板相關營收預估季減 38.5% 下，本中心推估 1Q24 千附精密面板營收僅季增 1%。半導體業務受主要終端客戶 AMAT 對 2024 年先進製程與記憶體業務成長優於去年，且另一歐系客戶檢測設備零組件新訂單於 1Q24 開始交貨，帶動 1Q24 半導體營收估季增 21% 至 6,900 萬元。國防產品受客戶洛馬產能擴充時程影響且面臨新舊合約交換期，出貨略為遞延下，1Q24 國防營收僅微幅季增 2%，須待 2Q24 客戶新產線擴充與合約商談完畢始有望回升。航太部門則持續受惠漢翔外包訂單挹注，估營收季增 5%。整體 1Q24 營收估季增 5.4%/年增 10.0%，下修 8.3%。毛利率在各產品線需求溫和回溫且航太不良品負面因素消除下，估季增 4.8 個百分點至 31.8%，下修 2.4 個百分點以反映光電營收規模下滑造成毛利率負面影響。營業利益率估季增 4.7% 至 20.8%，下修 2.4 個百分點。估 1Q24 EPS 1.04 元，季增 184.2%，下修 11.2%。

圖 3：2024 年第 1 季財測預估與比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	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	307	320	337	5.4%	10.0%	368	368	-8.3%	-8.3%
營業毛利	90	86	107	24.2%	18.8%	126	126	-14.8%	-14.8%
營業利益	54	51	70	36.2%	30.4%	85	85	-17.9%	-17.9%
稅前利益	50	27	77	183.7%	53.4%	87	87	-11.2%	-11.2%
稅後淨利	42	22	62	184.2%	46.7%	69	69	-11.2%	-11.2%
調整後 EPS (元)	0.71	0.37	1.04	184.2%	46.7%	1.17	1.17	-11.2%	-11.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	29.4%	27.0%	31.8%	4.8	2.4	34.2%	34.2%	-2.4	-2.4
營業利益率	17.5%	16.1%	20.8%	4.7	3.3	23.2%	23.2%	-2.4	-2.4
稅後純益率	13.7%	6.8%	18.3%	11.5	4.6	18.9%	18.9%	-0.6	-0.6

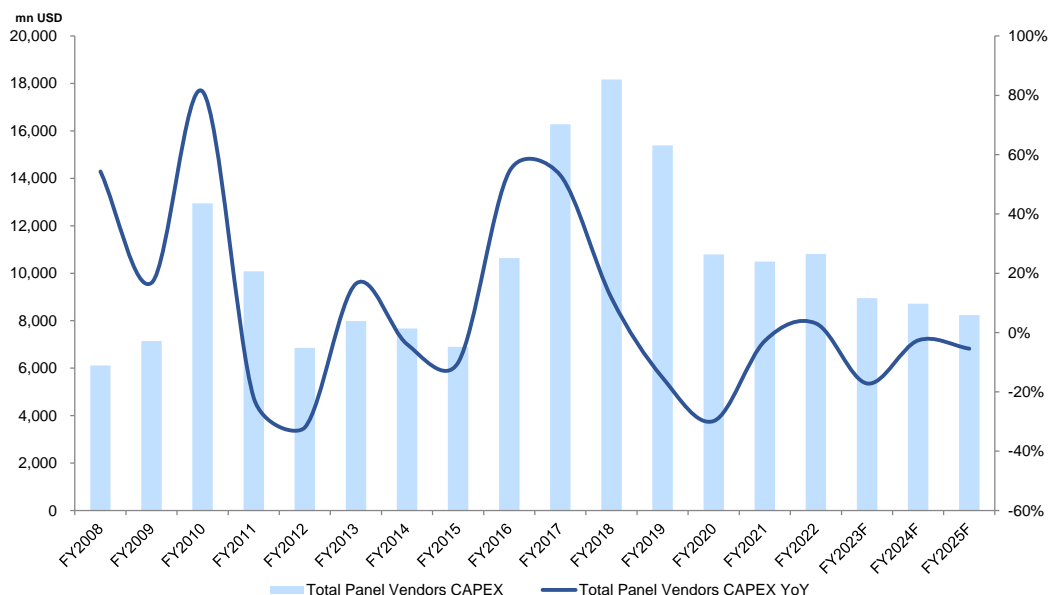
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

光電需求弱、國防成長有限且半導體新訂單低於預期，2024 年獲利成長雜音多

千附精密光電與半導體主要終端客戶均為 AMAT。光電部分 AMAT 訂單持續延後出貨，主因近面板需求端在 TV/IT 部分仍疲弱，面板廠 2023/24/25 年 CAPEX 估持續年減 17.2%/年減 2.7%/年減 5.5%，需待 2H24 由奧運帶動 TV 面板及手機/平板 OLED 滲透率提升帶動需求，估千附精密面板業務 2024 年營收年減 1.9% 至 6.0 億元。半導體部分 ICAPS(物聯網、通訊、汽車、能源、感應器)相關客戶出現 UTR 降低及遞延拉貨現象，然受惠 HBM 需求暢旺帶動記憶體設備出貨轉強，同時歐系客戶檢測設備零組件新訂單於 1Q24 開始交貨，初期先以組裝代工為主，2H24 將擴增至零組件生產業務，然預期將僅挹注 2024/2025 年約 3 億元/6 億元，自前次預估的 4 億元/8 億元有所下修以反映客戶需求不如預期，使半導體業務 2024 年營收估年增 141.6% 至 5.2 億元。國防業務原預估 2024 年將有望承製洛馬飛彈新零組件與獲得新客戶雷神的專案，然近期因相關零組件承製協議細節需持續商討且與政府認證延宕，因此新零組件承製估將遞延至 2025 年。同時，1Q24 又因與客戶商討合約更新使出貨略為下滑，需待 2Q24 洛馬新產能開出營收有望攀升。估 2024 年全年國防營收自前次年增 32.4% 下修到年增 18.1% 至 3.9 億元。航太業務則受惠漢翔持續獲取 GE 長約訂單，漢翔產能持續持僅且千附精密航太業務基期仍低下，估 2024 年航太營收將年增 46.3%。

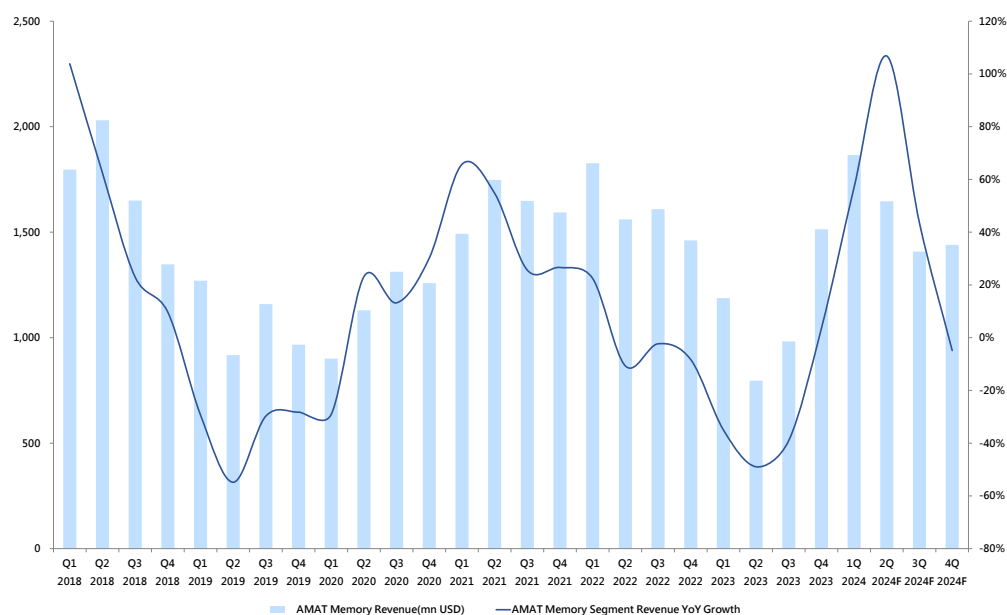
估 2024/25 年整體營收分別年增 30.3%/35.5%至 17.6 億/23.8 億元，下修 7.7%/6.4%以反映光電業務復甦、國防業務營收提升幅度及半導體新訂單皆低於預期。毛利率受半導體新品項初期以組裝為主，毛利率較低且光電營收規模下滑影響，分別下修 1.2/1.1 個百分點至 31.8%/32.1%，EPS 估年增 45.2%/37.1%至 5.1/7.0 元。

圖 4：台、中系面板廠商 CAPEX 2024 年年增幅未明顯復甦



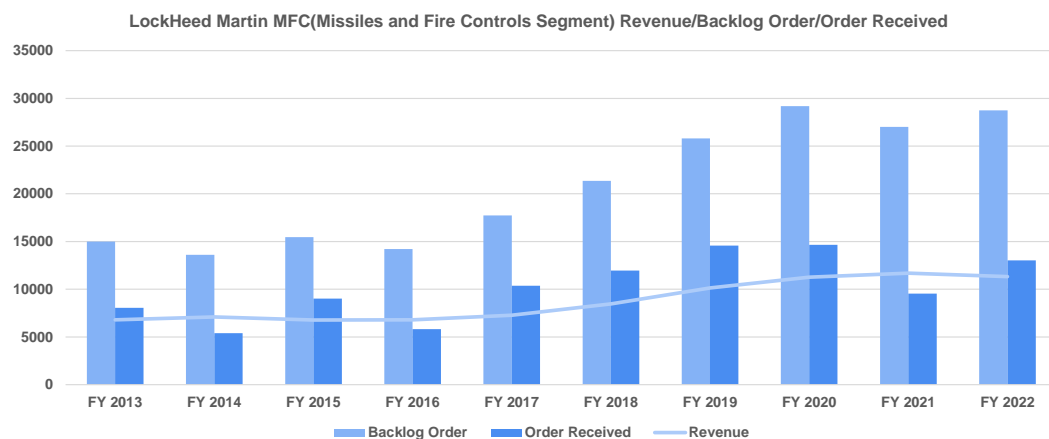
資料來源：Reuters、元大投顧預估

圖 5：AMAT 記憶體相關營收受惠 HBM 帶動使成長優於預期



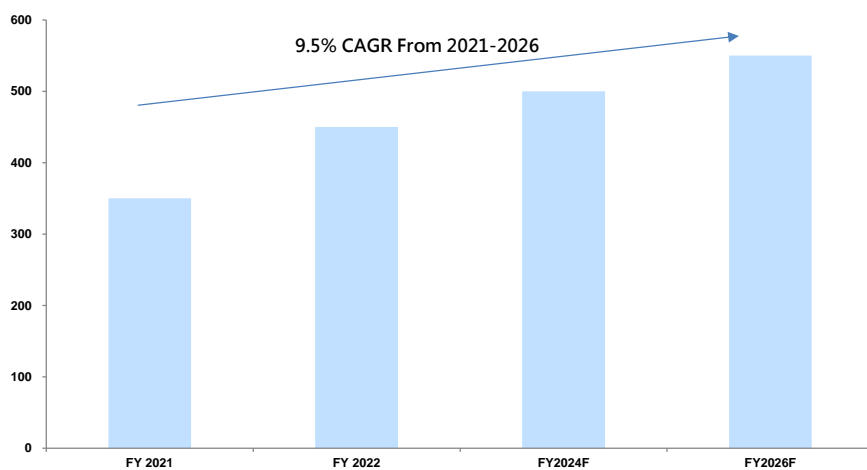
資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

圖 6：洛克希德馬丁飛彈未完成訂單須至少 2-3 年才得以消化完畢



資料來源：洛克希德馬丁、元大投顧預估

圖 7：PAC-3 MSE 愛國者飛彈產能預估



資料來源：洛克希德馬丁、元大投顧預估

產業概況

光電與半導體設備產業：

2023 年隨半導體產業高峰已過，設備產業短期僅溫和復甦

過去二年半導體產業受惠疫情帶動數位轉型加速，車用、工業用、消費性產品復甦亦使晶圓產能短缺，加上地緣政治因素而各國興起自建供應鏈。展望 2023 年半導體產業將延續 2H22 以來庫存調整的負面效應，須至 2H23 逐步復甦。設備產業反映擴廠高峰已過、總體經濟轉差、企業縮減資本支出，加上美國擴大管制措施的衝擊，使得 2023 年前段半導體設備支出年衰退 16%至 840 億，24 年則隨終端需求回溫年增 15%至 970 億元。

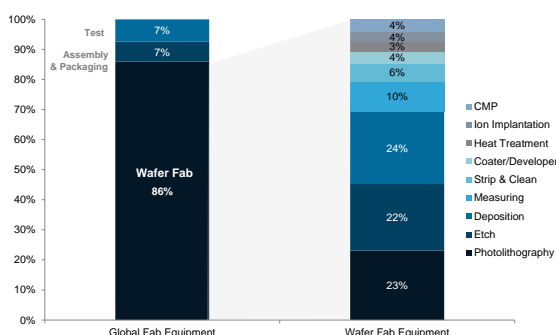
2023 年台灣設備支出相對強韌，供應鏈以廠務、後段設備、代工/代理為切入點

半導體先進製程的前段設備佔半導體總設備資本支出達 8-9 成，且前五大供應商包括 ASML、Applied Materials、Lam Research、TEL、KLA 集中度亦高達 8 成以上。台灣在前段設備著墨較少，主要切入點以代工業務、廠務自動化、後段製程設備、零組件維修及通路業務為主，其中設備代工包括京鼎、翔名、帆宣，台積電建廠相關自動化廠務工程廠商包括漢唐、帆宣，先進封裝相關廠商則包括弘塑、辛耘、萬潤，耗材則有崇越代理日本信越。

曝光、蝕刻與沉積將隨電晶體密度提高朝更先進工藝發展

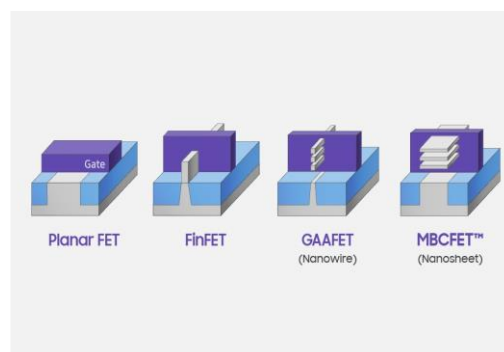
縱覽半導體前段製程，以曝光、蝕刻、沉積為三大核心工藝技術，其相關設備各佔前段晶圓設備市場之 23%、22%、24%，隨製程架構從平面 MOSFET 到 FinFET，再到未來的 GAA、MBCFET 架構，電晶體密度將會越來越高，結構也將變得更為細緻、複雜，使得半導體製程對於曝光、蝕刻、沉積設備之要求與用量日益提升，以支持積體電路製造不斷向更先進工藝發展。

圖 8：曝光、蝕刻、沉積為三大核心技術



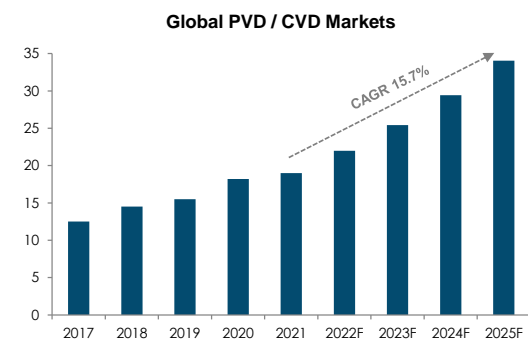
資料來源：Wind、元大投顧

圖 9：半導體製程架構演進



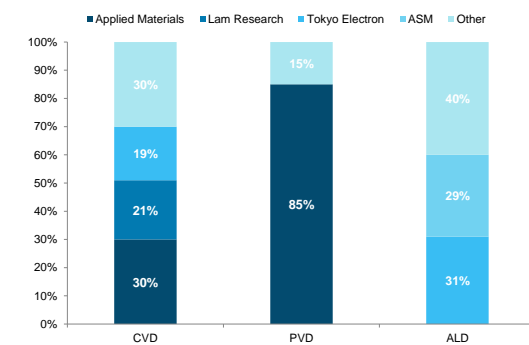
資料來源：Samsung、元大投顧

圖 10：全球薄膜沉積設備市場規模



資料來源：Maximize Market Research、元大投顧

圖 11：全球薄膜沉積設備市佔概況



資料來源：Wind、元大投顧

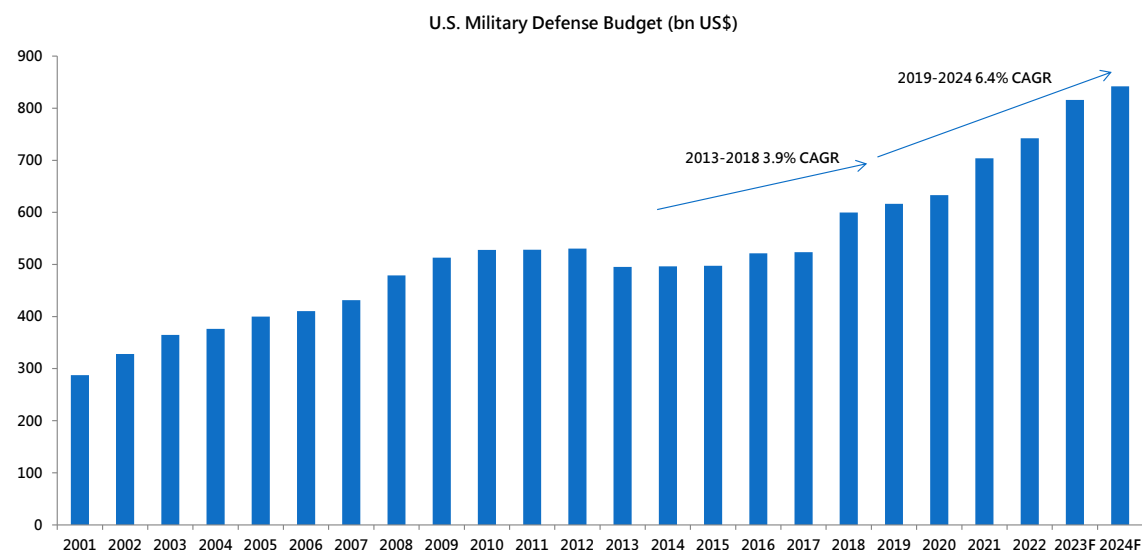
國防產業：

美國軍事國防支出持續創新高，海、空軍支出尤為明顯

美國國防支出自 2017 年從 6,469 億美元穩定成長至 2022 年的 7,730 億美元，CAGR 3.6%。主要成長來自 2017 年美國總統川普提出“印太戰略”，藉由調整美國其對外政策，與日本、澳洲及印度等印度洋及太平洋周邊國家進行結盟，以貿易、科技等為優先反制手段，進而實施軍事戰略部署，並把中國視為最主要戰略競爭對手和挑戰者。

展望 2024 年，基礎國防預算年增 3.2% 達 8,420 億美元，再創歷史新高，主要兩大主軸為對抗中國大陸的軍事實力提升及俄羅斯的入侵行動。再細分美國國防支出預算，在軍事裝備採購方面，海軍及空軍的軍事採購從 2021 年到 2023 年以 CAGR 9% 速度增長，遠高於陸軍相關設備採購的-1%。尤其 2023 年隨俄烏戰爭長期化，美方更開始將主力防空武器-愛國者飛彈及其防禦系統投入戰爭中，在俄羅斯透過巡弋飛彈、超高音速飛彈及無人機持續侵擾烏克蘭領空下，愛國者 PAC-3 飛彈及其防空系統數次將敵方飛彈與無人機擊落，持續性消耗愛國者飛彈也推升其需求。從洛克希德馬丁近期展望中可看出，其 2022 年 PAC-3 年產量為 450 顆，將持續提升至 2026 年的年產量 550 顆，成長 22% 以滿足持續攀升的需求。

圖 12：美國國防支出預算創 20 年來新高



資料來源：Bloomberg、National Defense Budget Estimates (Green Book)

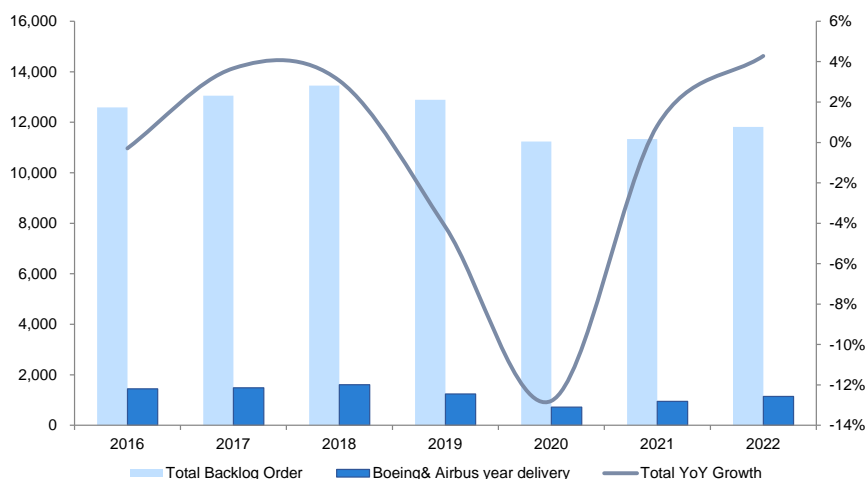
航太產業：

後疫情時代跨境需求復甦、缺工、缺料緩解，供應鏈將於 23 年逐季攀升，24 年重返疫情前水準

綜觀全球航太市場屬寡佔市場。飛機製造大廠以空巴、波音為主，市佔率接近 80%。又整體供應鏈認證期長，主因航太產業中的各項零組件及引擎與國防相關產品如戰鬥機可共用零組件，因此不僅是終端產品需經過原廠認證，製造期間的原物料、板金成形、特殊表面處理等多須經過由美國航太和國防工業巨頭與美國國防部、SAE 等機構共同發起的 NADCAP-國際航太和國防工業供應商認證體系的認證，因此一旦打入航太產業供應鏈，除非出現重大瑕疵品，否則供應商不容易產生巨大變化。

2020 年受到新冠疫情影響，全球航空客運量需求自疫情前高點下滑超過 80%。在疫情衝擊下，全球航空旅行活動大幅減少，波音、空中巴士、奇異、勞斯萊斯等航太大廠面對新機需求銳減，紛紛減產、裁員、降低外包。然隨疫情逐漸流感化及疫苗接種率逐步攀升下，於 1H23 全球航空客運量已復甦至 2019 年疫情前的 94.2%。而如今當跨國流動需求大幅提升時，供應鏈生產出現二大問題，包含 1) 疫情期間大量裁員或提前退休造成缺工現象；2) 小型零組件廠倒、運輸問題、原物料廠商缺工都造成長短料現象，使引擎及整機出現供不應求狀況。同時間，因為復飛成本(包含零組件檢查、維修、舊機種燃油耗損大及新機種碳排放量低於舊機種約 25-40%等因素)大於新購機種情況下將推升新機採購需求。因此看到 2022 年波音與空巴未消化訂單年增率達 4.3%，創下近 7 年來新高，而以 2022 年波音與空巴年交付量共 1,141 架計算，至少須 6-8 年才能消化完畢。由於飛機交機時程持續拉長，航空公司在疫情後紛紛提早下單滿足未來航運需求，從波音與空巴訂單數量來看，亦可見自 1Q21 以來淨訂單便自谷底的 2 架次持續復甦到近期 3Q23 的 506 架次，B/B Ratio 更長期處於 2 以上，積壓訂單持續增加使整體航太產業需求無虞。

圖 13：空巴與波音 Backlog Order 需至少 6-8 年得以消化



資料來源：公司資料、元大投顧整理

獲利調整與股票評價

短期各產品線復甦力道弱，2024 年半導體新訂單及國防業務需求挹注低於預期，以 2024 年 EPS 5.1 元，21 倍本益比得目標價 108 元，調降評等至持有

千附精密各產品線近期均面臨訂單下修及需求疲弱等雜音，如面板終端需求疲弱，各廠資本支出持續年減下。高毛利國防業務在新品項洽談與新業務承接則頻頻遭遇美國國防部審核問題，且客戶產能提升速度亦趕不上需求，須待 2H24 客戶產能提升營收使有望明顯季增。半導體儘管隨 AMAT 對於記憶體成長轉強將持續復甦，然歐系客戶檢測設備新訂單需求不如預期，營收貢獻自前次 2024/25 年的 4/8 億元下修至 3/6 億元。估 2024/25 年整體營收年增 30.3%/35.5%至 17.6 億/23.8 億元，毛利率隨需求回升估將年增 1.3/0.3 個百分點至 31.8%/32.1%，EPS 年增 45.2%/37.1%至 5.1 元/7.0 元，分別下修 11.5%/12.2%。本中心以 2024 年毛利占比來看，國防產品占整體毛利 46%，光電產品佔 25%，半導體佔 24%，航太占 5%。考量短期營運成長雜音多，尤以光電需求疲弱、國防產品短期營收成長與半導體新訂單不如預期。根據同業評價分別給予光電產品 12 倍本益比，航太產品 18 倍本益比，國防產品 30 倍本益比及半導體 15 倍本益比。綜合上述各業務展望與評價，我們用 SOTP 法以 2024 年 EPS 5.1 元，21 倍本益比推得目標價 108 元，調降評等至持有。

圖 14：2024 年毛利占比與目標本益比

千附精密產品別	2024年毛利占比	各產品應用目標本益比			目標本益比
光電	25%	12	3.0	21.2	
半導體	24%	15	3.5		
國防	46%	30	13.7		
航太	5%	18	1.0		

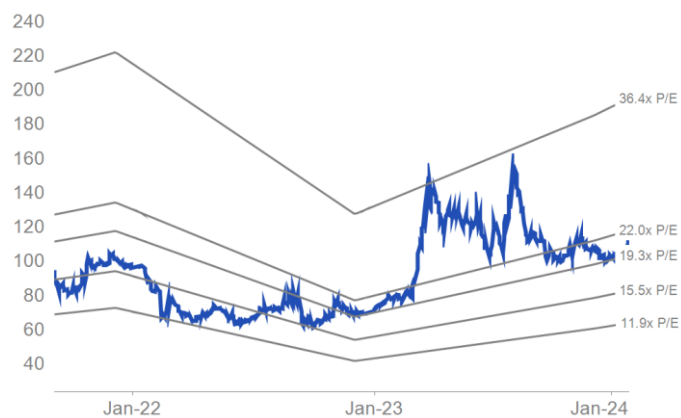
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	1,759	1,905	2,383	2,545	-7.7%	-6.4%
營業毛利	560	630	764	844	-11.1%	-9.5%
營業利益	366	420	519	582	-12.8%	-10.9%
稅前利益	377	426	517	588	-11.5%	-12.2%
稅後淨利	302	341	413	471	-11.5%	-12.2%
調整後 EPS (元)	5.10	5.76	6.98	7.96	-11.5%	-12.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	31.8%	33.0%	32.1%	33.2%	-1.2	-1.1
營業利益率	20.8%	22.0%	21.8%	22.9%	-1.2	-1.1
稅後純益率	17.1%	17.9%	17.3%	18.5%	-0.7	-1.2

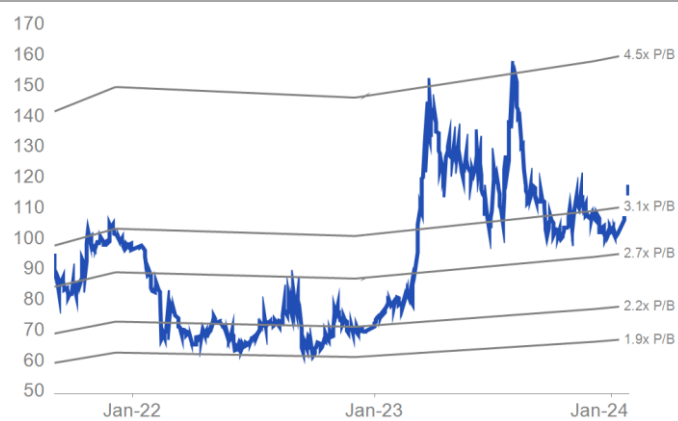
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 17：12 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 18：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
千附精密	6829 TT	持有-超越 同業	117.5	217	6.11	3.51	5.10	19.2	33.5	23.1	26.0	(42.6)	45.2
航太同業													
漢翔	2634 TT	買進	49.3	1,498	1.7	2.8	3.2	28.5	17.7	15.5	191.6	60.7	14.3
晟田	4541 TT	未評等	30.3	65	1.8	(0.7)	1.0	16.8	--	31.5	--	0	0
全訊科技	5222 TT	未評等	162.0	383	3.4	5.7	6.6	48.1	28.4	24.7	(8.2)	69.5	14.7
Lockheed Martin Corp	LMT US	未評等	427.6	113,818	21.7	27.2	26.6	19.7	15.7	16.1	(4.9)	25.2	(2.2)
Raytheon Technologies Corp	RTX US	未評等	90.2	122,250	3.5	5.0	5.3	25.5	18.0	17.1	36.2	41.5	5.7
航太同業平均					6.4	8.0	8.5	27.7	20.0	21.0	53.7	39.4	6.5
設備同業													
公準	3178 TT	未評等	128.5	184	5.0	5.1	5.6	25.7	25.4	23.0	149.7	1.3	10.3
京鼎	3413 TT	持有-超越 同業	245.0	653	24.6	19.3	18.8	9.9	12.7	13.1	44.9	(21.8)	(2.5)
帆宣	6196 TT	買進	159.5	926	11.3	11.8	12.2	14.1	13.6	13.1	37.7	3.7	3.4
Applied Materials Inc	AMAT US	未評等	190.3	158,366	7.5	7.9	8.2	25.4	24.1	23.2	15.8	5.5	3.7
Lam Research Corp	LRCX US	未評等	901.9	109,854	32.9	33.2	27.9	27.4	27.2	32.3	21.0	0.8	(15.8)
ASML Holding NV	ASML EU	未評等	864.4	360,013	16.1	19.4	18.7	53.8	44.5	46.1	7.4	20.8	(3.5)
設備同業平均					16.2	16.1	15.2	26.0	24.6	25.1	46.1	1.7	(0.8)

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 19：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
千附精密	6829 TT	持有-超越 同業	117.5	217	21.1	10.9	14.6	33.06	32.31	34.95	3.6	3.6	3.4
航太同業													
漢翔	2634 TT	買進	49.3	1,498	10.8	16.0	16.7	16.8	18.2	20.1	2.9	2.7	2.5
晟田	4541 TT	未評等	30.3	65	7.4	(2.7)	4.0	25.2	23.9	24.1	1.2	1.3	1.3
全訊科技	5222 TT	未評等	162.0	383	12.5	19.9	19.9	27.1	31.8	34.0	6.0	5.1	4.8
Lockheed Martin Corp	LMT US	未評等	427.6	113,818	56.7	85.4	96.3	35.1	28.9	27.3	12.2	14.8	15.7
Raytheon Technologies Corp	RTX US	未評等	90.2	122,250	7.2	8.1	10.6	49.2	44.3	47.6	1.8	2.0	1.9
航太同業平均					18.9	25.3	29.5	30.7	29.4	30.6	4.8	5.2	5.2
設備同業													
公準	3178 TT	未評等	128.5	184	20.8	16.1	15.4	26.1	--	--	4.9	0	0
京鼎	3413 TT	持有-超越 同業	245.0	653	25.4	15.6	14.0	115.1	134.7	144.8	2.1	1.8	1.7
帆宣	6196 TT	買進	159.5	926	26.0	22.6	20.5	48.0	54.6	60.7	3.3	2.9	2.6
Applied Materials Inc	AMAT US	未評等	190.3	158,366	53.4	46.5	39.8	14.0	18.9	21.6	13.6	10.1	8.8
Lam Research Corp	LRCX US	未評等	901.9	109,854	74.9	60.4	44.3	44.9	64.8	61.8	20.1	13.9	14.6
ASML Holding NV	ASML EU	未評等	864.4	360,013	55.3	72.0	52.9	28.4	33.5	40.0	30.5	25.8	21.6
設備同業平均					42.6	38.9	31.1	46.1	61.3	65.8	12.4	9.1	8.2

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

圖 20：季度及年度簡明損益表 (合併)

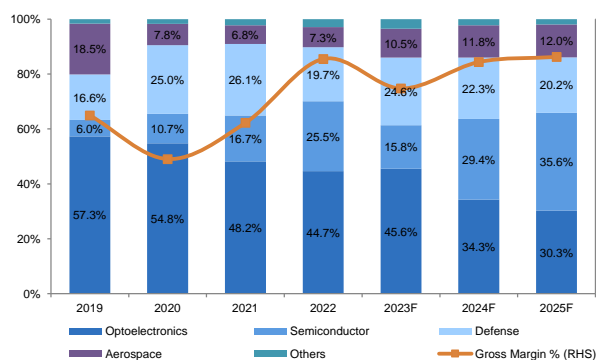
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	307	351	373	320	337	378	452	592	1,350	1,759
銷貨成本	(216)	(252)	(237)	(234)	(230)	(256)	(308)	(405)	(939)	(1,199)
營業毛利	90	98	136	86	107	121	144	187	411	560
營業費用	(36)	(42)	(42)	(35)	(37)	(42)	(50)	(65)	(155)	(193)
營業利益	54	57	94	51	70	80	94	122	256	366
業外利益	(3)	10	14	(24)	7	7	0	(3)	(3)	11
稅前純益	50	67	109	27	77	87	94	119	253	377
所得稅費用	(9)	(10)	(21)	(5)	(15)	(17)	(19)	(24)	(45)	(75)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	42	56	88	22	62	69	75	95	208	302
調整後每股盈餘(NT\$)	0.71	0.95	1.49	0.37	1.04	1.17	1.27	1.61	3.51	5.10
調整後加權平均股數(百萬股)	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59
重要比率										
營業毛利率	29.4%	28.1%	36.6%	27.0%	31.8%	32.1%	31.8%	31.7%	30.5%	31.8%
營業利益率	17.5%	16.2%	25.2%	16.1%	20.8%	21.1%	20.8%	20.7%	19.0%	20.8%
稅前純益率	16.4%	19.0%	29.1%	8.5%	22.8%	23.0%	20.8%	20.1%	18.7%	21.4%
稅後純益率	13.6%	16.1%	23.6%	6.8%	18.3%	18.4%	16.7%	16.1%	15.4%	17.1%
有效所得稅率	17.2%	15.4%	19.1%	18.5%	19.5%	19.5%	20.2%	20.2%	17.8%	19.9%
季增率(%)										
營業收入	-10.3%	14.4%	6.4%	-14.2%	5.3%	12.2%	19.6%	31.0%		
營業利益	10.7%	5.5%	66.2%	-45.8%	37.3%	14.3%	17.5%	29.8%		
稅後純益	23.6%	35.7%	55.8%	-75.0%	181.8%	11.3%	8.7%	26.7%		
調整後每股盈餘	23.5%	33.3%	57.1%	-75.4%	184.2%	12.6%	8.7%	26.2%		
年增率(%)										
營業收入	-38.5%	-29.1%	-16.9%	-6.4%	9.9%	7.8%	21.1%	85.0%	-24.3%	30.3%
營業利益	-46.5%	-43.9%	12.4%	5.2%	30.4%	41.2%	-0.1%	139.2%	-23.3%	43.0%
稅後純益	-56.8%	-45.2%	-28.4%	-34.6%	49.2%	22.3%	-14.6%	331.8%	-41.5%	45.2%
調整後每股盈餘	-56.3%	-45.6%	-28.5%	-36.2%	46.7%	23.9%	-14.3%	338.6%	-42.6%	45.2%

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

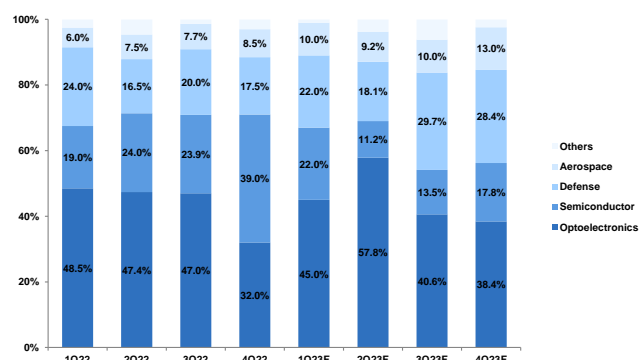
千附實業 (8383 TT) 於 2020 年 10 月將精密科技事業處獨立出來為千附精密(6829 TT)，目前千附實業持股約 63%。千附精密主要生產據點落在台中的潭子廠、后里廠，主要業務為精密零組件整合製造業務，主要以鋁材、鋼材等其他金屬為原料，配合客戶需求而開發、製造或自行研究開發、製造光電、國防、半導體及航太等領域之精密零組件。光電及半導體應用中，主要產品為顯示器薄膜製程設備的 PVD 不銹鋼與 CVD 鋁合金，以及高真空腔體等關鍵零組件，而航太應用主要與漢翔公司共同承接國內外各大飛機公司之各型飛機機身結構件，國防產品則以美系軍火商飛彈零組件為主。2022 年產品組合，半導體/光電/航太/國防比重為 25%/45%/8%/20%。

圖 21：高毛利國防與半導體營收帶動毛利率攀升



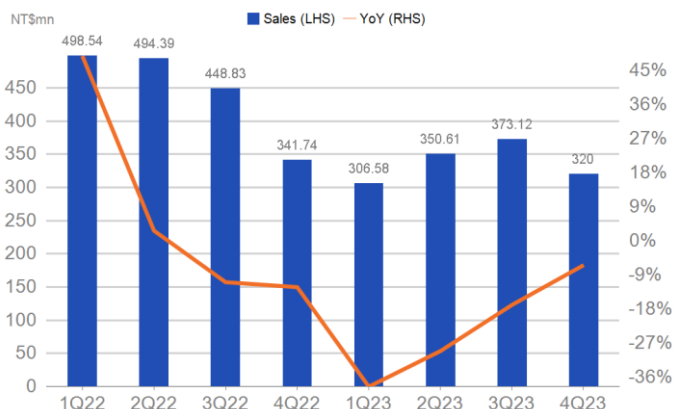
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 22：營收組成



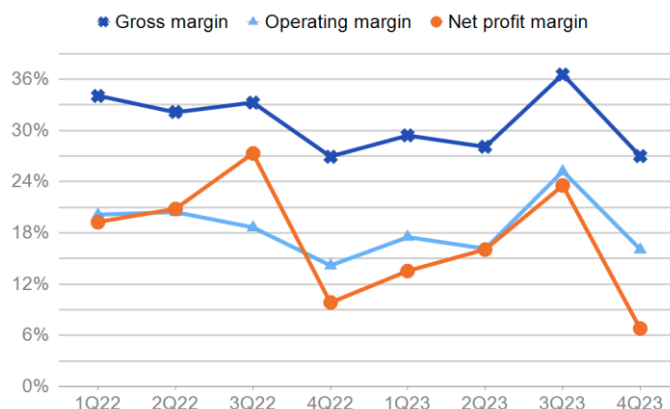
資料來源：公司資料

圖 23：營收趨勢



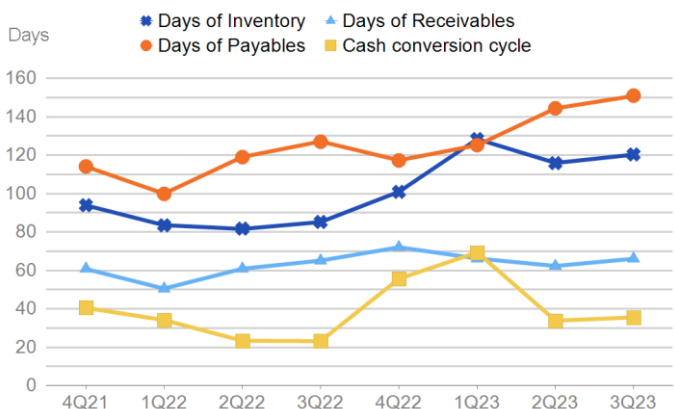
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：毛利率、營益率、淨利率



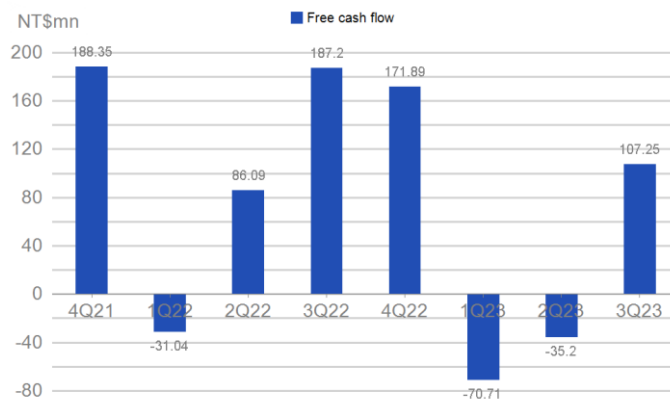
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

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	469	875	990	697	994
存貨	298	290	199	346	319
應收帳款及票據	240	239	86	415	342
其他流動資產	19	48	96	154	206
流動資產	1,026	1,452	1,372	1,612	1,861
採用權益法之投資	0	0	12	21	31
固定資產	868	806	715	580	431
無形資產	9	10	7	4	1
其他非流動資產	149	292	381	512	623
非流動資產	1,026	1,108	1,116	1,117	1,087
資產總額	2,052	2,560	2,487	2,730	2,948
應付帳款及票據	223	168	141	227	243
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	278	294	294	294	294
流動負債	500	462	435	521	537
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	146	141	141	141	141
長期負債	146	141	141	141	141
負債總額	646	603	576	662	678
股本	538	592	592	592	592
資本公積	616	972	972	972	972
保留盈餘	253	393	348	504	706
什項權益	0	0	0	0	0
歸屬母公司之權益	1,407	1,957	1,912	2,068	2,270
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	1,407	1,957	1,912	2,068	2,270

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	256	355	208	302	413
折舊及攤提	116	110	115	156	171
本期營運資金變動	(93)	(51)	217	(390)	116
其他營業資產及負債變動	17	14	(48)	(58)	(53)
營運活動之現金流量	297	428	491	10	648
資本支出	(28)	(14)	(21)	(18)	(20)
本期長期投資變動	0	0	(12)	(8)	(10)
其他資產變動	(24)	(179)	(89)	(132)	(110)
投資活動之現金流量	(53)	(193)	(123)	(158)	(140)
股本變動	49	54	0	0	0
本期負債變動	0	0	0	0	0
現金增減資	137	392	0	0	0
支付現金股利	(30)	(215)	(253)	(145)	(211)
其他調整數	(56)	(60)	0	0	0
融資活動之現金流量	100	170	(253)	(145)	(211)
匯率影響數	--	--	0	0	0
本期產生現金流量	344	405	116	(293)	296
自由現金流量	269	414	470	(8)	628

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	1,709	1,784	1,350	1,759	2,383
銷貨成本	(1,218)	(1,213)	(939)	(1,199)	(1,619)
營業毛利	491	570	411	560	764
營業費用	(179)	(237)	(155)	(193)	(245)
推銷費用	(51)	(54)	(38)	(51)	(67)
研究費用	(18)	(38)	(35)	(44)	(57)
管理費用	(110)	(144)	(82)	(99)	(122)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	312	334	256	366	519
利息收入	0	9	10	6	6
利息費用	(2)	(2)	0	0	0
利息收入淨額	(2)	7	10	6	6
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(4)	93	(16)	5	(8)
其他業外收入(支出)淨額	7	4	2	0	0
稅前純益	313	438	253	377	517
所得稅費用	(57)	(82)	(45)	(75)	(103)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	256	355	208	302	413
稅前息前折舊攤銷前淨利	431	549	371	522	690
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.85	6.11	3.51	5.10	6.98

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	381.4	4.4	(24.3)	30.3	35.5
營業利益	629.6	7.0	(23.3)	43.0	41.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	517.5	27.4	(32.5)	40.7	32.2
稅後純益	721.0	38.6	(41.5)	45.2	36.8
調整後每股盈餘	12.8	26.0	(42.6)	45.2	37.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	28.7	32.0	30.5	31.8	32.1
營業利益率	18.3	18.7	19.0	20.8	21.8
稅前息前淨利率	18.2	24.4	19.0	20.8	21.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	25.2	30.8	27.5	29.7	29.0
稅前純益率	18.3	24.5	18.7	21.4	21.7
稅後純益率	15.0	19.9	15.4	17.1	17.3
資產報酬率	14.5	15.4	8.3	11.1	14.0
股東權益報酬率	20.9	21.1	10.9	14.6	18.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	45.9	30.8	30.1	32.0	29.9
淨負債權益比(%)	(33.4)	(44.7)	(51.8)	(33.7)	(43.8)
利息保障倍數 (倍)	156.6	213.0	0	0	0
流動比率 (%)	205.1	314.3	315.2	309.2	346.4
速動比率 (%)	143.6	244.7	269.4	242.8	287.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(469)	(875)	(990)	(697)	(994)
調整後每股淨值 (NT\$)	26.19	33.06	32.31	34.95	38.36
評價指標 (倍)					
本益比	24.2	19.2	33.5	23.1	16.8
股價自由現金流量比	23.5	16.8	14.8	--	11.1
股價淨值比	4.5	3.6	3.6	3.4	3.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	12.2	253.9	--	170.9	216.0
股價營收比	3.7	3.9	5.2	4.0	2.9

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

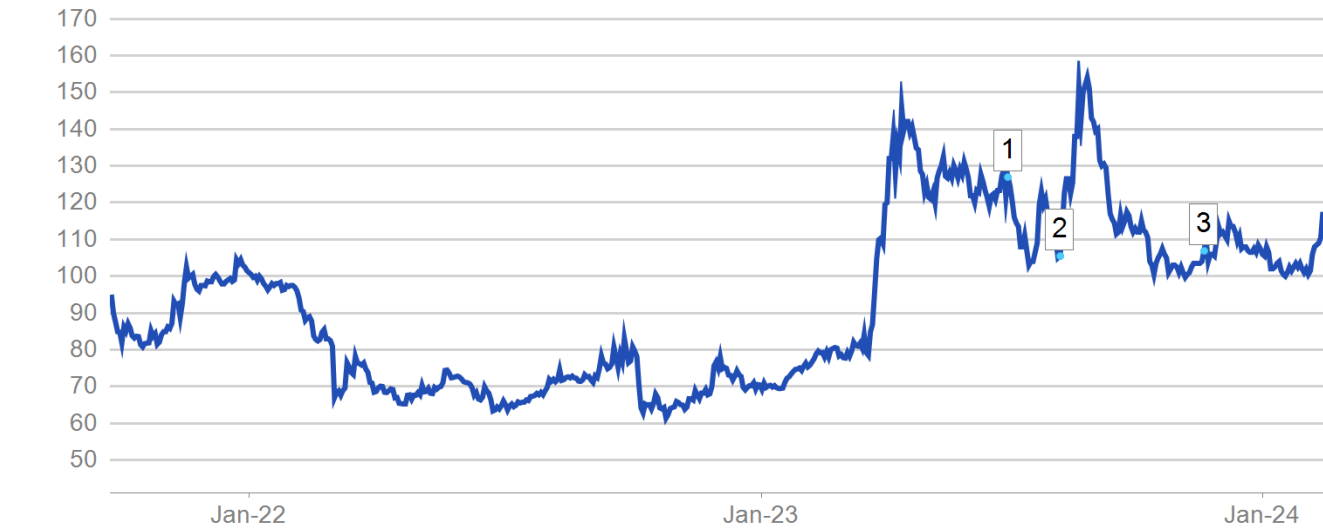
附錄：重要揭露事項

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。

千附精密 (6829 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	20230710	121.50	161.00	161.00	買進	楊凱宇
2	20230815	105.50	162.00	162.00	買進	楊凱宇
3	20231123	104.00	123.00	123.00	買進	楊凱宇

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>.