

增加持股・維持

收盤價 February 27 (NT\$)	254.5
12 個月目標價 (NT\$)	304.0
前次目標價 (NT\$)	278.0
調升 (%)	9.4
上漲空間 (%)	19.4

焦點內容

1. 利潤率下滑導致 4Q23 每股盈餘僅 0.96 元，表現不如預期。
2. 客戶回補庫存跡象浮現，訂單能見度改善意味產業已進入上升週期。
3. 市場需求可望於 1Q24 觸底；2024 年營運將優於 2023 年。

交易資料表

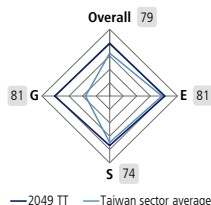
市值：(NT\$/bn/US\$mn)	90.04 / 2,853
流通在外股數 (百萬股)：	353.8
外資持有股數 (百萬股)：	105.6
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.12
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	190.0 -263.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	12.4	30.2	1.4
相對表現 (%)	2.4	15.8	-20.2

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	4.01A	3.60A	4.13A	1.33A
2023	1.26A	1.77A	1.78A	0.96F
2024	1.03F	1.84F	2.73F	2.15F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

凱基投顧

莊政翰
886.2.2181.8719
angus.chuang@kgi.com

張育程
886 2 2181 8735
eden.chang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

上銀

(2049.TW/2049 TT)



訂單能見度改善意味 2024 年進入上升週期

重要訊息

儘管利潤率下滑導致上銀 4Q23 財報落後，但管理層表示春節前已出現零星庫存回補跡象，並預期訂單動能將持續至 3 月。我們認為訂單能見度改善意味著自動化產業已進入上升週期，而上銀獲利復甦也將帶動評價提升。

評論及分析

利潤率下滑導致 4Q23 財報落後。4Q23 每股盈餘 0.96 元，季減 46%、年減 26%，遠不及市場和凱基預估的 1.57 元、1.25 元，主因獲利率下滑加上匯損 5,400 萬元。4Q23 毛利率 26.3%，創近四年新低，分別較去年同期、前一季衰退 6.3、6.9 個百分點，主因 (1) 產能利用率下滑；(2) 產品均價走跌；與 (3) 認列一次性費用，包括子公司產品保固費用與電子料件庫存跌價損失 (侵蝕毛利率 3-4 個百分點)。加上營運槓桿消失，4Q23 營業利益年減 64%、季減 81%至 1.8 億元，分別落後市場和我們預估 75%、67%。

訂單復甦跡象浮現。上銀表示春節前已見訂單回溫的初步跡象，預期回補庫存需求將持續至 3 月。因應部份規格線性滑軌的交期延長，公司已規劃要求員工加班以消化增加的訂單。雖然目前訂單復甦力道仍稱不上顯著，但我們認為能見度改善是令人振奮的跡象，顯示自動化產業已擺脫過去兩年多的衰退。我們認為上銀訂單回溫更強化了我們對 2024 年產業進入上升週期的看法，動能來自 (1) 日本工具機訂單好轉；(2) THK 在中國和台灣的訂單轉為年成長；與 (3) 以製造業為主的亞洲國家出口恢復成長。

2024 年成長可期。儘管公司未提供明確展望，但表示 2024 年營運應可優於 2023 年。我們預估市場需求將於 1Q24 觸底，最快 2Q24 即可重回成長軌道。反映 4Q23 財報，我們調整各項預估，預期 2024 年每股盈餘將年增 35%至 7.75 元，並於 2025 年再成長 40%至 10.85 元。

投資建議

儘管 4Q23 獲利落後，但我們認為訂單復甦跡象浮現顯示自動化產業已進入上升週期，且建議投資人把握財報不佳、股價拉回的機會進場佈局。我們重申對自動化產業的正面觀點，並維持上銀「增加持股」評等，目標價調整為 304 元 (目標本益比維持 28 倍，歷史區間為 13-39 倍)，反映我們改以 2025 年獲利作為評價基準。

投資風險

下檔風險包括資本支出週期進一步延遲與價格壓力。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	27,265	29,315	24,633	26,443	30,797
營業毛利 (NT\$百萬)	9,815	10,715	7,655	8,516	10,274
營業利益 (NT\$百萬)	5,115	5,572	2,651	3,428	4,819
稅後淨利 (NT\$百萬)	3,532	4,479	2,035	2,743	3,837
每股盈餘 (NT\$)	10.36	12.98	5.75	7.75	10.85
每股現金股利 (NT\$)	4.50	5.50	2.50	3.37	4.71
每股盈餘成長率 (%)	71.3	25.2	(55.7)	34.8	39.9
本益比 (x)	24.6	19.6	44.3	32.8	23.5
股價淨值比 (x)	2.9	2.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA (x)	12.0	11.2	17.8	14.6	11.3
淨負債比率 (%)	19.0	4.3	3.9	2.1	Net cash
殖利率 (%)	1.8	2.2	1.0	1.3	1.9
股東權益報酬率 (%)	12.2	13.8	5.8	7.5	10.0

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：4Q23 財報與 1Q24 財務預估暨市場共識比較

百萬元	4Q23							1Q24F						
	實際數	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	5,758	6,004	(4.1)	(12.2)	3.0	5,951	(3.2)	5,275	6,193	(14.8)	(8.4)	(8.0)	6,009	(12.2)
毛利	1,516	1,801	(15.8)	(30.5)	(16.8)	1,905	(20.4)	1,556	1,951	(20.2)	2.7	(10.7)	1,923	(19.1)
營業利益	179	540	(66.9)	(81.1)	(64.2)	708	(74.7)	448	712	(37.0)	150.8	(21.2)	747	(40.0)
稅前淨利	292	553	(47.1)	(63.1)	(49.6)	704	(58.4)	433	711	(39.1)	48.2	(26.6)	768	(43.6)
稅後淨利	339	441	(23.1)	(46.3)	(26.1)	557	(39.1)	363	572	(36.5)	7.1	(18.3)	597	(39.1)
每股盈餘(元)	0.96	1.25	(23.1)	(46.3)	(26.1)	1.57	(39.1)	1.03	1.62	(36.5)	7.1	(18.3)	1.69	(39.1)
毛利率(%)	26.3	30.0	(3.7)ppts	(6.9)ppts	(6.3) ppts	32.0	(5.7)ppts	29.5	31.5	(2.0)ppts	3.2 ppts	(0.9) ppts	32.0	(2.5) ppts
營業利益率(%)	3.1	9.0	(5.9) ppts	(11.3) ppts	(5.8) ppts	11.9	(8.8) ppts	8.5	11.5	(3.0)ppts	5.4 ppts	(1.4) ppts	12.4	(3.9) ppts
淨利率(%)	5.9	7.3	(1.5) ppts	(3.7) ppts	(2.3) ppts	9.4	(3.5) ppts	6.9	9.2	(2.4) ppts	1.0 ppts	(0.9) ppts	9.9	(3.0) ppts

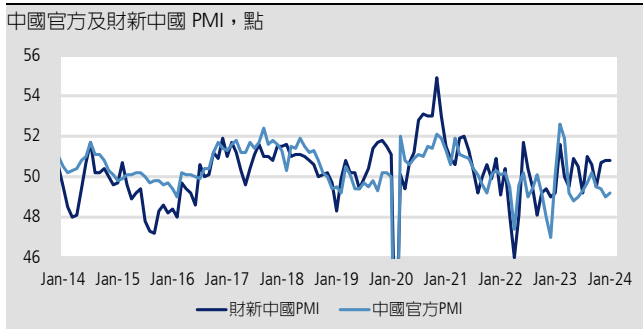
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2023 年財報與 2024-25 年財務預估暨市場共識比較

百萬元	2023						2024F						2025F					
	凱基預估	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	24,633	24,879	(1.0)	(16.0)	24,823	(0.8)	26,443	29,945	(11.7)	7.4	27,410	(3.5)	30,797	35,255	(12.6)	16.5	31,154	(1.1)
毛利	7,655	7,940	(3.6)	(28.6)	8,043	(4.8)	8,516	10,038	(15.2)	11.2	9,253	(8.0)	10,274	12,057	(14.8)	20.6	10,725	(4.2)
營業利益	2,651	3,013	(12.0)	(52.4)	3,178	(16.6)	3,428	4,447	(22.9)	29.3	4,131	(17.0)	4,819	5,816	(17.1)	40.6	5,190	(7.2)
稅前獲利	2,540	2,807	(9.5)	(56.3)	2,929	(13.3)	3,365	4,440	(24.2)	32.5	4,149	(18.9)	4,793	5,844	(18.0)	42.4	5,208	(8.0)
稅後淨利	2,035	2,143	(5.1)	(54.6)	2,241	(9.2)	2,743	3,517	(22.0)	34.8	3,203	(14.4)	3,837	4,548	(15.6)	39.9	3,964	(3.2)
每股盈餘(元)	5.75	6.06	(5.1)	(54.6)	6.33	(9.2)	7.75	9.94	(22.0)	34.8	9.05	(14.4)	10.85	12.85	(15.6)	39.9	11.20	(3.2)
毛利率(%)	31.1	31.9	(0.8)ppts	(5.5)ppts	32.4	(1.3)ppts	32.2	33.5	(1.3) ppts	1.1 ppts	33.8	(1.6) ppts	33.4	34.2	(0.8) ppts	1.2 ppts	34.4	(1.1) ppts
營業率(%)	10.8	12.1	(1.3)ppts	(8.2)ppts	12.8	(2.0)ppts	13.0	14.9	(1.9) ppts	2.2 ppts	15.1	(2.1) ppts	15.6	16.5	(0.8) ppts	2.7 ppts	16.7	(1.0) ppts
淨利率(%)	8.3	8.6	(0.4)ppts	(7.0)ppts	9.0	(0.8)ppts	10.4	11.7	(1.4) ppts	2.1 ppts	11.7	(1.3) ppts	12.5	12.9	(0.4) ppts	2.1 ppts	12.7	(0.3) ppts

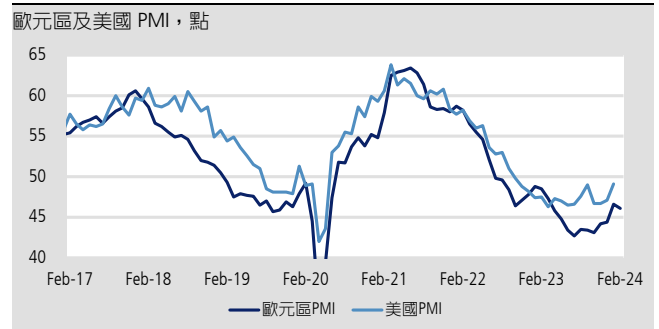
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：財新中國 PMI 指數 1 月小幅回升



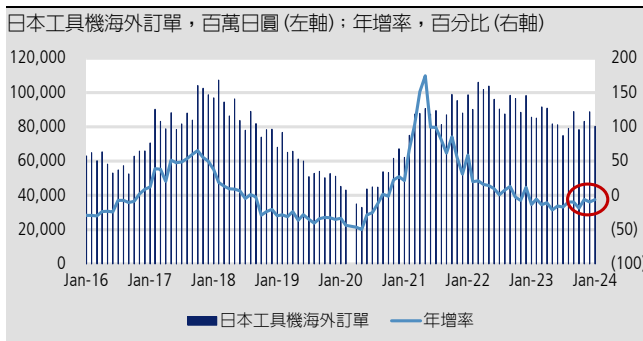
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：歐美製造業指數復甦



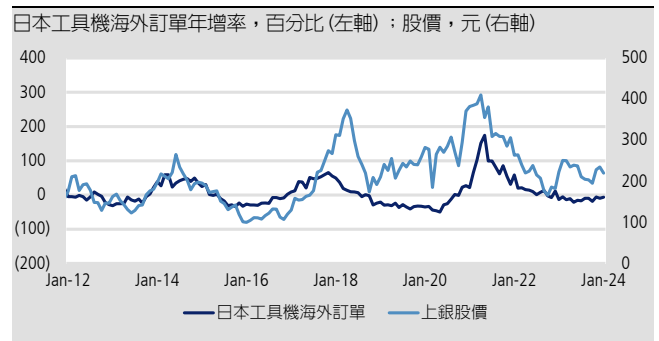
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：工具機訂單改善顯示 2024 年自動化產業將重返上升週期



資料來源：日本工具機協會；凱基

圖 6：日本工具機訂單為上銀股價良好參考指標



資料來源：日本工具機協會；凱基

圖 7：THK 中國和台灣訂單終結兩年跌勢

地區別的訂單年增率，百分比

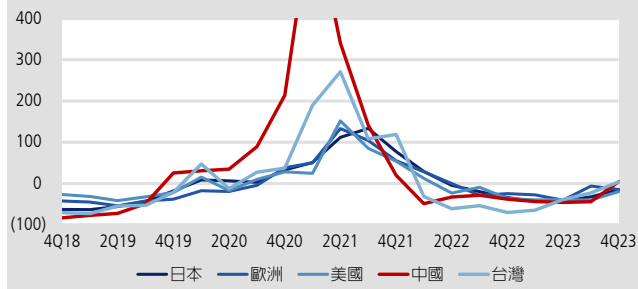


圖 8：亞洲製造業國家出口恢復成長

出口年增率，百分比

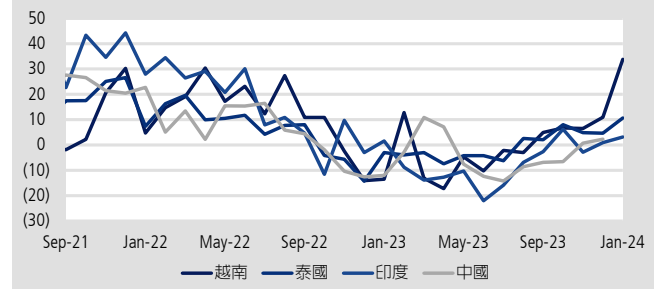


圖 9：上銀股價表現優於其他自動化同業

股價相對表現，點

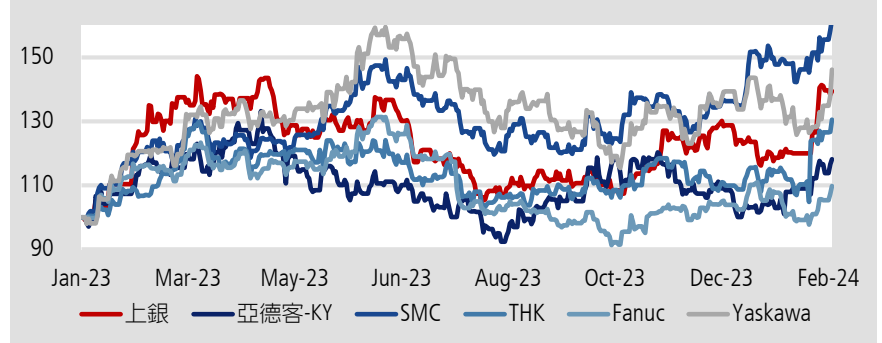


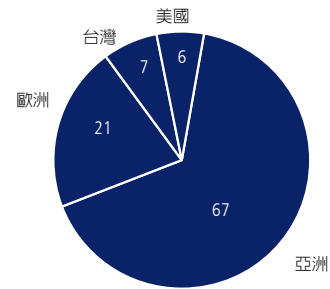
圖 10: 公司概況

上銀為全球第二大線性滑軌產品製造商，僅次於 THK (6481 JP)，公司研發並製造線性移動零組件，包括線性滑軌與滾珠螺桿。線性滑軌為公司收入大宗，佔整體營收的 66%，其次為滾珠螺桿 (19%)、工業機器人 (9%) 與其他 (6%)。目前亞洲 (不含台灣) 為其最大市場，營收佔比達 67%，其次為歐洲 (21%)、台灣 (7%) 與美洲 (6%)。

資料來源：凱基

圖 11: 亞洲為主要銷售市場

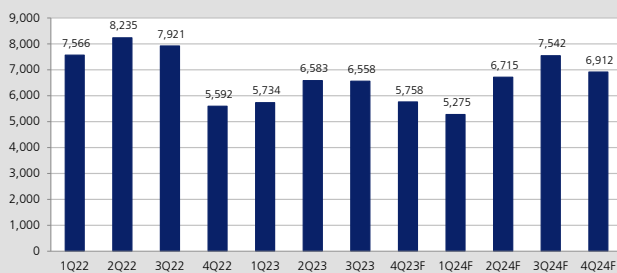
營收地區占比，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 季營業收入

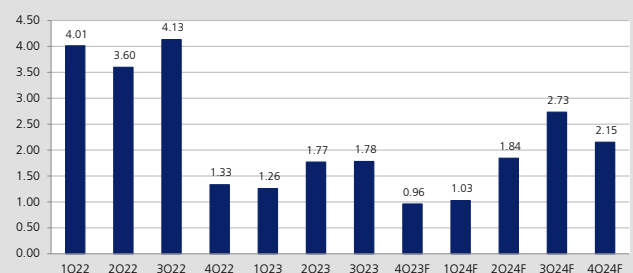
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 13: 每股盈利

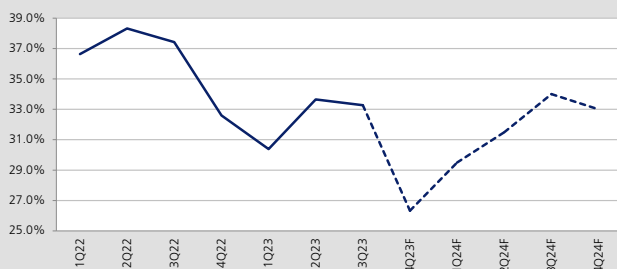
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 14: 毛利率

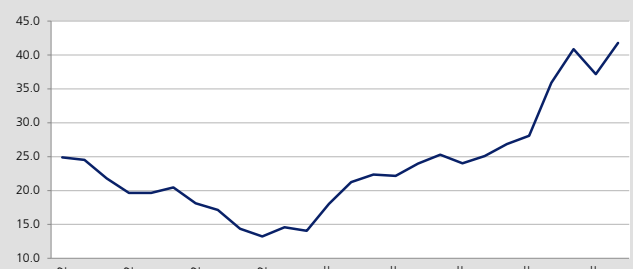
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 15: 本益比

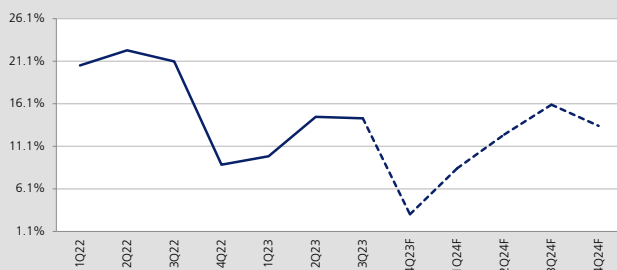
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 16: 營業利潤率

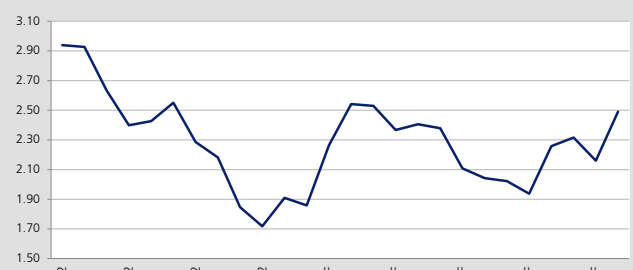
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 17: 股價淨值比

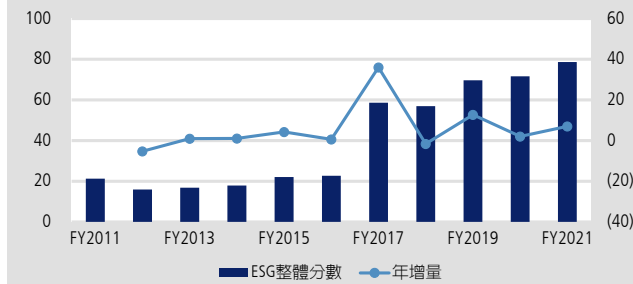
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 18: ESG 整體分數

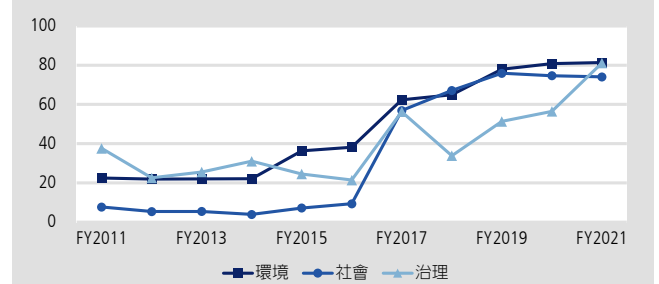
ESG 整體分數，分 (左軸)；年增量，分 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 19: ESG 各項分數

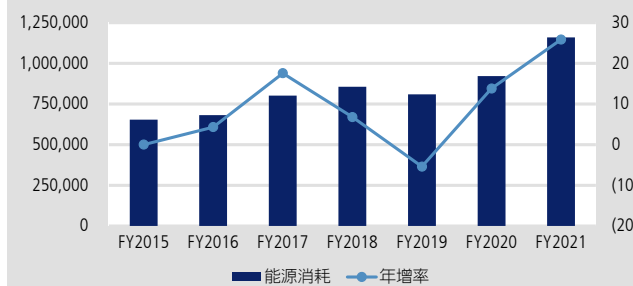
ESG 分數，分



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 20: 能源消耗

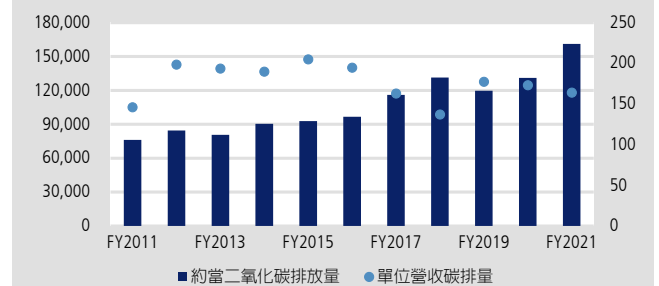
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 21: 碳排量

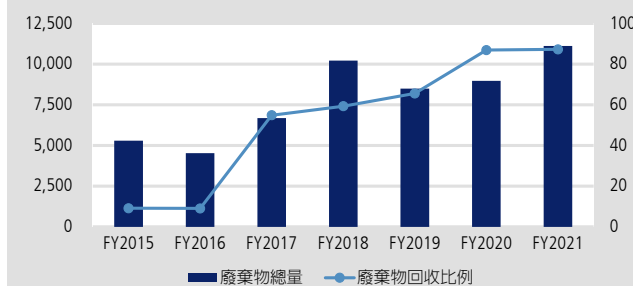
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 22: 廢棄物總量

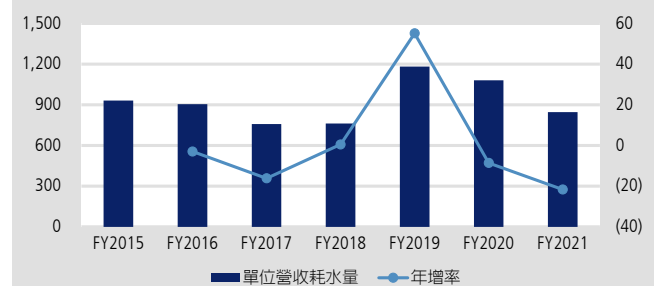
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 23: 耗水量

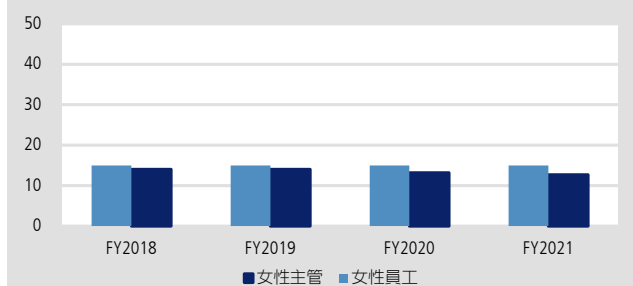
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 24: 性別多樣性

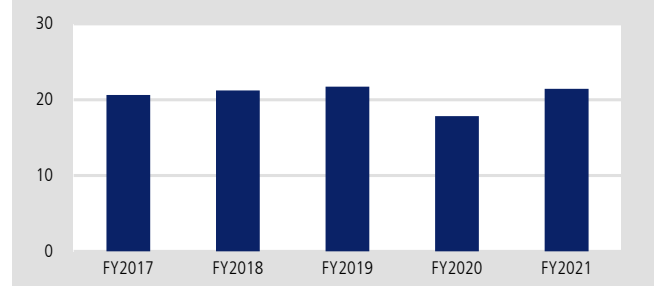
女性主管及女性員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 25: 員工流動率

員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源消耗	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
約當二氧化碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
單位營收碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收比例	公司呈報的廢棄物回收比例 - 廢棄物回收比例 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
耗水量	耗水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) *100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) /2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性主管	女性主管百分比 - 女性主管占公司主管的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性主管之百分比 - 女性主管百分比 = 女性主管人數/主管總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	5,734	6,583	6,558	5,758	5,275	6,715	7,542	6,912	24,633	26,443	30,797
營業成本	(3,992)	(4,368)	(4,376)	(4,242)	(3,719)	(4,600)	(4,977)	(4,631)	(16,978)	(17,927)	(20,523)
營業毛利	1,742	2,216	2,182	1,516	1,556	2,115	2,564	2,281	7,655	8,516	10,274
營業費用	(1,173)	(1,257)	(1,238)	(1,337)	(1,108)	(1,276)	(1,357)	(1,348)	(5,004)	(5,089)	(5,455)
營業利益	569	959	944	179	448	839	1,207	933	2,651	3,428	4,819
折舊	(566)	(567)	(572)	(536)	(617)	(615)	(615)	(612)	(2,240)	(2,460)	(2,656)
攤提	(16)	(16)	(15)	(14)	(15)	(15)	(15)	(15)	(61)	(61)	(61)
EBITDA	1,150	1,542	1,531	728	1,081	1,470	1,837	1,561	4,952	5,948	7,536
利息收入	12	20	12	18	13	14	14	15	62	55	61
投資利益淨額	14	13	14	30	16	18	20	16	70	70	77
其他營業外收入	26	35	204	(63)	30	32	28	22	181	112	118
總營業外收入	53	68	230	(15)	59	64	62	53	314	238	256
利息費用	(47)	(50)	(48)	(50)	(30)	(28)	(30)	(32)	(195)	(120)	(120)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	15	(106)	(333)	179	(44)	(40)	(44)	(52)	(230)	(180)	(162)
總營業外費用	(32)	(156)	(381)	129	(74)	(68)	(74)	(84)	(425)	(300)	(282)
稅前純益	590	872	793	292	433	835	1,194	902	2,540	3,365	4,793
所得稅費用[利益]	(188)	(292)	(247)	18	(130)	(267)	(320)	(225)	(709)	(942)	(1,294)
少數股東損益	43	46	86	29	60	84	92	84	203	320	338
非常項目稅後純益	445	626	631	339	363	652	966	761	2,035	2,743	3,837
非常項目	(0)	0	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	445	626	631	339	363	652	966	761	2,035	2,743	3,837
每股盈餘 (NT\$)	1.26	1.77	1.78	0.96	1.03	1.84	2.73	2.15	5.75	7.75	10.85
獲利率 (%)											
營業毛利率	30.4	33.7	33.3	26.3	29.5	31.5	34.0	33.0	31.1	32.2	33.4
營業利益率	9.9	14.6	14.4	3.1	8.5	12.5	16.0	13.5	10.8	13.0	15.6
EBITDA Margin	20.1	23.4	23.4	12.6	20.5	21.9	24.4	22.6	20.1	22.5	24.5
稅前純益率	10.3	13.2	12.1	5.1	8.2	12.4	15.8	13.1	10.3	12.7	15.6
稅後純益率	7.8	9.5	9.6	5.9	6.9	9.7	12.8	11.0	8.3	10.4	12.5
季成長率 (%)											
營業收入	2.5	14.8	(0.4)	(12.2)	(8.4)	27.3	12.3	(8.3)			
營業毛利	(4.4)	27.2	(1.5)	(30.5)	2.7	35.9	21.2	(11.0)			
營業收益增長	13.8	68.5	(1.6)	(81.1)	150.8	87.2	43.8	(22.7)			
EBITDA	7.7	34.1	(0.7)	(52.4)	48.4	35.9	25.0	(15.0)			
稅前純益	1.7	47.7	(9.0)	(63.1)	48.2	92.7	43.0	(24.5)			
稅後純益	(3.1)	40.6	0.9	(46.3)	7.1	79.5	48.2	(21.3)			
年成長率 (%)											
營業收入	(24.2)	(20.1)	(17.2)	3.0	(8.0)	2.0	15.0	20.0	(16.0)	7.4	16.5
營業毛利	(37.2)	(29.8)	(26.4)	(16.8)	(10.7)	(4.5)	17.5	50.5	(28.6)	11.2	20.6
營業收益	(63.5)	(48.0)	(43.5)	(64.2)	(21.2)	(12.5)	27.8	422.0	(52.4)	29.3	40.6
EBITDA	(44.9)	(35.6)	(31.1)	(31.8)	(6.0)	(4.7)	19.9	114.3	(36.3)	20.1	26.7
稅前純益	(66.4)	(47.0)	(56.9)	(49.6)	(26.6)	(4.2)	50.7	208.4	(56.3)	32.5	42.4
稅後純益	(67.5)	(48.9)	(55.8)	(26.1)	(18.3)	4.2	53.1	124.2	(54.6)	34.8	39.9

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	51,032	52,140	51,764	53,448	56,182
流動資產	18,553	20,319	19,093	20,367	23,280
現金及短期投資	5,436	7,458	7,548	8,190	9,325
存貨	8,323	8,938	8,159	8,591	9,862
應收帳款及票據	4,270	3,357	2,821	3,020	3,527
其他流動資產	525	566	566	566	566
非流動資產	32,478	31,821	32,671	33,081	32,902
長期投資	1,722	1,177	1,247	1,317	1,394
固定資產	27,354	27,679	28,458	28,799	28,543
什項資產	3,402	2,965	2,965	2,965	2,965
負債總額	20,565	17,175	15,852	16,304	17,206
流動負債	13,853	9,410	9,396	9,412	10,459
應付帳款及票據	4,136	2,997	2,736	2,881	3,307
短期借款	5,850	2,651	3,960	3,524	3,669
什項負債	3,867	3,762	2,700	3,008	3,483
長期負債	6,712	7,765	6,456	6,892	6,747
長期借款	5,378	6,309	5,000	5,437	5,291
其他負債及準備	925	1,080	1,080	1,080	1,080
股東權益總額	30,467	34,965	35,912	37,144	38,976
普通股本	3,408	3,538	3,538	3,538	3,538
保留盈餘	17,609	20,069	21,220	22,771	24,942
少數股東權益	187	213	10	(310)	(648)
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	28.2%	7.5%	(16.0%)	7.4%	16.5%
營業收益增長	195.2%	9.0%	(52.4%)	29.3%	40.6%
EBITDA	81.0%	5.8%	(36.3%)	20.1%	26.7%
稅後純益	83.0%	26.8%	(54.6%)	34.8%	39.9%
每股盈餘成長率	71.3%	25.2%	(55.7%)	34.8%	39.9%
獲利能力分析					
營業毛利率	36.0%	36.6%	31.1%	32.2%	33.4%
營業利益率	18.8%	19.0%	10.8%	13.0%	15.6%
EBITDA Margin	27.0%	26.5%	20.1%	22.5%	24.5%
稅後純益率	13.0%	15.3%	8.3%	10.4%	12.5%
平均資產報酬率	7.1%	8.7%	3.9%	5.2%	7.0%
股東權益報酬率	12.2%	13.8%	5.8%	7.5%	10.0%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	36.9%	25.6%	25.0%	24.1%	23.0%
淨負債比率	19.0%	4.3%	3.9%	2.1%	Net cash
利息保障倍數 (x)	27.5	32.1	14.0	29.0	40.9
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.7	0.4	0.5	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	48.2	32.5	27.3	39.2	42.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.4	2.1	1.3	1.3	1.4
流動比率 (x)	1.3	2.2	2.0	2.2	2.2
速動比率 (x)	0.7	1.2	1.2	1.3	1.3
淨負債 (NT\$百萬)	5,795	1,503	1,413	771	(364)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	10.36	12.98	5.75	7.75	10.85
每股現金盈餘 (NT\$)	23.95	17.61	15.04	13.30	14.49
每股淨值 (NT\$)	88.85	98.23	101.48	105.86	112.00
調整後每股淨值 (NT\$)	88.85	100.70	101.48	105.86	112.00
每股營收 (NT\$)	80.01	84.95	69.62	74.74	87.05
EBITDA/Share (NT\$)	21.57	22.53	14.00	16.81	21.30
每股現金股利 (NT\$)	4.50	5.50	2.50	3.37	4.71
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.55	0.57	0.47	0.50	0.56
應收帳款周轉天數	57.2	41.8	41.8	41.8	41.8
存貨周轉天數	174.1	175.4	175.4	175.4	175.4
應付帳款周轉天數	86.5	58.8	58.8	58.8	58.8
現金轉換周轉天數	144.7	158.4	158.4	158.4	158.4

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	27,265	29,315	24,633	26,443	30,797
營業成本	(17,450)	(18,599)	(16,978)	(17,927)	(20,523)
營業毛利	9,815	10,715	7,655	8,516	10,274
營業費用	(4,701)	(5,143)	(5,004)	(5,089)	(5,455)
營業利益	5,115	5,572	2,651	3,428	4,819
總營業外收入	263	286	314	238	256
利息收入	13	-	62	55	61
投資利益淨額	42	80	70	70	77
其他營業外收入	208	206	181	112	118
總營業外費用	(903)	(40)	(425)	(300)	(282)
利息費用	(169)	(187)	(195)	(120)	(120)
投資損失	(42)	-	-	-	-
其他營業外費用	(692)	147	(230)	(180)	(162)
稅前純益	4,475	5,818	2,540	3,365	4,793
所得稅費用[利益]	(1,320)	(1,506)	(709)	(942)	(1,294)
少數股東損益	378	168	203	320	338
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	3,532	4,479	2,035	2,743	3,837
EBITDA	7,351	7,774	4,952	5,948	7,536
每股盈餘 (NT\$)	10.36	12.98	5.75	7.75	10.85

現金流量

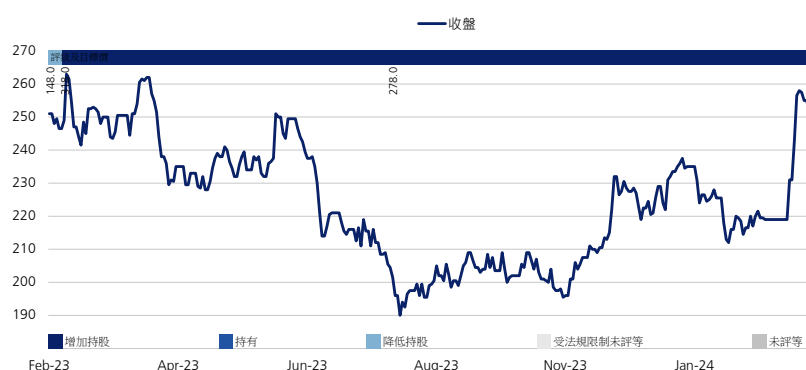
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	8,160	6,078	5,320	4,707	5,125
本期純益	3,532	4,479	2,035	2,743	3,837
折舊及攤提	2,236	2,202	2,301	2,521	2,717
本期運用資金變動	710	(517)	1,054	(487)	(1,352)
其他營業資產及負債變動	1,682	(86)	(70)	(70)	(77)
投資活動之現金流量	(2,385)	(2,203)	(3,081)	(2,861)	(2,461)
投資用短期投資出售[新購]	19	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(2,258)	(2,177)	(3,020)	(2,800)	(2,400)
其他資產變動	(146)	(26)	(61)	(61)	(61)
自由現金流	4,245	3,573	2,186	1,641	2,422
融資活動之現金流量	(2,838)	(1,921)	(2,149)	(1,204)	(1,529)
短期借款變動	(458)	(3,063)	-	-	-
長期借款變動	(1,936)	847	-	-	-
現金增資	-	2,075	-	-	-
已支付普通股股息	(662)	(1,534)	(1,946)	(884)	(1,191)
其他融資現金流	217	(246)	(203)	(320)	(338)
匯率影響數	(108)	72			
本期產生現金流量	2,829	2,025	90	642	1,135

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	17.2%	17.5%	20.3%	19.2%	17.7%
= 營業利益率	18.8%	19.0%	10.8%	13.0%	15.6%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	1.0	0.9	1.2	1.1	0.9
+ 什項資產/營業收入)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0
= 資本周轉率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
營業利益率	18.8%	19.0%	10.8%	13.0%	15.6%
x 資本周轉率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
x (1 - 有效現金稅率)	70.5%	74.1%	72.1%	72.0%	73.0%
= 稅後 ROIC	10.5%	11.7%	5.3%	6.8%	9.5%

資料來源：公司資料，凱基

上銀 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-11-22	增加持股	278	215
2023-11-10	增加持股	278	208
2023-10-17	增加持股	278	204
2023-08-10	增加持股	278	202
2023-06-28	增加持股	318	243
2023-05-10	增加持股	318	229
2023-03-06	增加持股	318	249
2023-01-07	降低持股	148	186
2022-12-06	降低持股	148	189
2022-11-07	降低持股	148	174

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	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
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		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
泰國	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
新加坡		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
印尼		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，週後若有變更時，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。