

崇越 (5434 TT) Topco

營運具轉機題材兼具現金殖利率概念

買進 (維持評等)

目標價 (12個月) : NT\$240.0

收盤價 (2024/03/13) : NT\$211.0
隱含漲幅 : 13.7%

營收組成 (4Q23)

光阻劑 40%、矽晶圓(佣金)2%、上海崇越 21%(矽晶圓)、電子材料 12%、工程 18%、其他 8%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	240.0	210.0
2024年營收 (NT\$/十億)	54.4	56.4
2024年EPS	17.3	18.1

交易資料表

市值	NT\$39,820百萬元
外資持股比率	25.7%
董監持股比率	7.0%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$84.97
負債比	51.5%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (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	52,978	49,273	54,383	62,160
營業利益	3,230	3,198	3,802	4,404
稅後純益	3,018	2,835	3,192	3,617
EPS (元)	16.35	15.36	17.29	19.59
EPS YoY (%)	31.6	-6.0	12.6	13.3
本益比 (倍)	12.9	13.7	12.2	10.8
股價淨值比 (倍)	3.0	2.8	2.5	2.2
ROE (%)	24.5	20.3	20.7	21.1
現金殖利率 (%)	4.7%	4.4%	4.9%	5.6%
現金股利 (元)	10.00	9.22	10.38	11.75

陳娟娟

Chuanchuan.Chen@yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q23 EPS 3.43 元，低於預期。景氣復甦緩慢，但持續好轉中，預期 1Q24 落底，2024 年重返成長趨勢不變。

◆ 半導體先進製程、自主供應鏈產業趨勢推升中長期營運動能

◆ 維持買進，評價基礎改以 13 倍本益比、2H24~1H25 EPS，看好 2H24 營運重要轉折，全面恢復動能，評價低檔兼具現金殖利率概念。

4Q23 EPS 3.43 元，低於預期，預期 1Q24 落底

4Q23 營收 QoQ、YoY 分別下滑 2%、9%，主要受到客戶仍處存貨調整階段、稼動率下滑而使得原材料需求偏弱，毛利率季減 0.9 個百分點達 13%，主要受到產品組合及工程本身毛利率轉差，EPS 3.43 元/季減 20%，低於元大/市場預期 14%/11%。1Q24 雖然庫存調整高峰已過，惟景氣復甦較預期緩慢，但目前已見記憶體、晶圓廠稼動率逐漸好轉中，預期 1Q24 營收 QoQ 下滑 2%，毛利率估計持平，EPS 3.61 元/季增 5%，較前次報告下修 9%。

庫存效應淡化、晶圓廠稼動率好轉，2H24 恢復動能

2023 年營收結構為光阻劑 40%、矽晶圓(佣金)2%、上海崇越 22%(矽晶圓)、其他電子材料 15%、工程 15%及其他 6%，除了工程以外，其他產品線皆為年減，其中以上海崇越、其他電子材料年減近 10~15%表現最差。目前一線晶圓廠、中國晶圓廠、記憶體廠的稼動率分別回升至 9 成、8~9 成、9 成，較去年明顯好轉，惟客戶端仍調節手上原材料庫存，預期 1Q24 落底，2H24 恢復動能。公司在先進製程的光阻劑有很高市佔率，2023 年受到晶圓稼動率影響而年減 2%，2024 年隨稼動率回升、製程往前推升有助內容價值提升。2023 年工程 YoY 成長 7%，接案以環境工程為主，目前在手訂單約 60-70 億元，維持高檔，2024 年持續在東南亞工程案有斬獲，展望正向。

2024 年營收成長目標 10%，然 2025 年展望更佳

2023 年受到客戶仍在消化庫存，營運處谷底，預期轉折點落在 1H24，看好 2H24 全面復甦。2024 年公司營收成長目標 YoY 成長 10%，其中半導體材料、工程分別成長 5~10%、上海崇越及綠能高於平均水準。然更看好 2025 年來自半導體景氣全面復甦更加明確，且受惠新興應用、晶圓新產能開出、矽晶圓 LTA 漲價效益等，元大最新預估 2024/2025 年 EPS 17.29 元/19.59 元，其中下修 2024 年獲利 2%，但上修 2025 年獲利 5%，基於公司對 2025 年展望樂觀之預期。

營運分析

4Q23 獲利低於預期，預估 1Q24 落底

4Q23 營收季減 2%/年減 9%，低於本中心/市場預估約 6%，主要受到客戶仍處存貨調整階段、稼動率下滑而使得原材料需求偏弱；毛利率季減 0.9/年增 1 個百分點達 13%，略低於本中心預估 0.2 個百分點，主要受到產品組合及工程本身毛利率轉差所影響，營業利益季減 15%/年增 6%，低於本中心/市場預估 9%/3%；EPS 3.43 元，季減 20%/年增 12%，低於元大/市場預期 14%/11%。1Q24 雖然庫存調整高峰已過、惟景氣復甦較預期緩慢，但目前已見記憶體、晶圓廠稼動率逐漸好轉中，預期 1Q24 營收 QoQ 下滑 2%，毛利率估計持平，EPS 3.61 元/季增 5%，較前次報告下修 9%。

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	13,377	12,492	12,233	-2.1%	-8.6%	12,991	13,066	-5.8%	-6.4%
營業毛利	1,601	1,738	1,590	-8.5%	-0.7%	1,709	1,676	-7.0%	-5.2%
營業利益	759	947	807	-14.8%	6.3%	884	828	-8.8%	-2.6%
稅前利益	908	1,065	908	-14.8%	0.0%	1,015	964	-10.6%	-5.8%
稅後淨利	565	792	634	-19.9%	12.2%	747	713	-15.2%	-11.1%
調整後 EPS (元)	3.06	4.29	3.43	-19.9%	12.2%	4.01	3.85	-14.4%	-10.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	12.0%	13.9%	13.0%	-0.9	1.0	13.2%	12.8%	-0.2	0.2
營業利益率	5.7%	7.6%	6.6%	-1.0	0.9	6.8%	6.3%	-0.2	0.3
稅後純益率	4.2%	6.3%	5.2%	-1.2	1.0	5.8%	5.5%	-0.6	-0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

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	12,492	12,233	11,952	-2.3%	-4.3%	12,842	12,395	-6.9%	-3.6%
營業毛利	1,500	1,590	1,539	-3.2%	2.6%	1,593	1,512	-3.4%	1.8%
營業利益	712	807	806	-0.1%	13.2%	793	693	1.6%	16.4%
稅前利益	951	908	936	3.1%	-1.5%	963	859	-2.8%	9.0%
稅後淨利	740	634	667	5.2%	-9.9%	740	648	-9.9%	2.9%
調整後 EPS (元)	4.01	3.43	3.61	5.2%	-9.9%	3.97	3.50	-9.0%	3.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	12.0%	13.0%	12.9%	-0.1	0.9	12.4%	12.2%	0.5	0.7
營業利益率	5.7%	6.6%	6.7%	0.2	1.0	6.2%	5.6%	0.6	1.2
稅後純益率	5.9%	5.2%	5.6%	0.4	-0.3	5.8%	5.2%	-0.2	0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

整體庫存情況改善、晶圓廠稼動率好轉，2H24 恢復動能，2025 展望更佳

2023 年營收結構為光阻劑 40%、矽晶圓(佣金)2%、上海崇越 22%(矽晶圓)、其他電子材料 15%、工程 15%及其他 6%，除了工程以外，其他產品線皆為年減，其中以上海崇越、其他電子材料年減近 10~15%表現最差。目前一線晶圓廠、中國晶圓廠、記憶體廠的稼動率分別回升至 9 成、8~9 成、9 成，較去年明顯好轉，惟客戶端仍調節手上原材料庫存，預期 1Q24 落底，2H24 恢復動能。公司在先進製程的光阻劑有很高市佔率，2023 年受到晶圓稼動率影響而年減 2%，2024 年隨稼動率回升、製程往前推升有助內容價值提升。2023 年工程 YoY 成長 7%，接案以環境工程為主，目前在手訂單約 60-70 億元，維持高檔，2024 年持續在東南亞工程案有斬獲，展望正向。

2023 年受到客戶仍在消化庫存，營運處谷底，預期轉折點落在 1H24，看好 2H24 全面復甦。2023 年除蘇州工程外，各項業務均呈現略為衰退，而蘇州工程則有略為超標的表現使得去年基期增高。展望 2024 年，公司營收成長目標 YoY 成長 10%、其中半導體材料、工程分別成長 5~10%、上海崇越及綠能高於平均水準。然更看好 2025 年來自半導體景氣全面復甦更加明確，且受惠新興應用、晶圓新產能開出、矽晶圓 LTA 漲價效益等，元大最新預估 2024/2025 年 EPS 17.29 元/19.59 元，其中下修 2024 年獲利 2%，但上修 2025 年獲利 5%，基於公司對 2025 年展望樂觀之預期。

產業概況

崇越科技主要代理日本信越石英株式會社 (Shin-Etsu Chemical) 銷售半導體、光電、電子材料各類產品，其中以矽晶圓、光阻劑佔營收比重最高，分別佔營收約 4 成、3 成，以下針對兩產業概況分別說明：

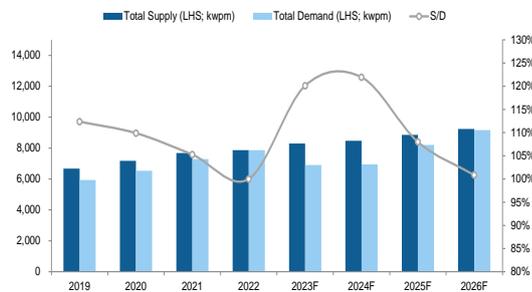
矽晶圓產業供過於求幅度較上波循環收斂，且產業長約覆蓋率顯著提升

本中心最新預估 2024 年供需結構將維持供給過剩，此外，隨主要矽晶圓廠商 Greenfield 產能將陸續在 2024-2025 年開出，2024 年後供過於求之隱憂仍將持續存在，本中心最新預估 2023/2024/2025 年供過於求比 121%/117%/109%。然相較於 2018-2019 循環，本波循環主要差異在於矽晶圓廠商長約覆蓋率明顯較前波循環之水準提高，因次本中心認為本波供過於求對矽晶圓產業營運所造成之負面衝擊較小，惟後續仍需密切觀察全球半導體產業於 2023-2024 年的復甦力道，以便判斷 2024-2025 年矽晶圓產業供需結構之健康狀況。目前崇越矽晶圓產品線皆有長約覆蓋，產品之價格與出貨量皆有保證，且公司表示僅會接受客戶於同年月度間調整拉貨量，全年出貨量必須依照合約規範，故價量皆不會鬆動，並同時預期 2024~2025 年隨 Green field 新產能開出，新 LTA 價格仍有 15~20% 的漲幅空間。

EUV 光阻劑持續供不應求，KrF、ArF 光阻劑受稼動率下滑影響需求

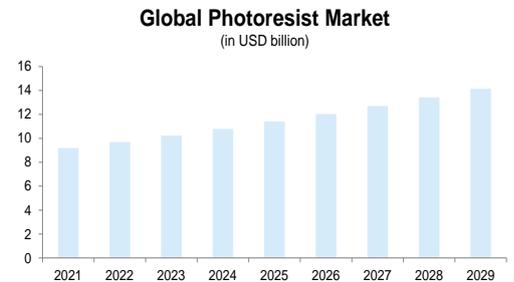
光阻劑(Photoresist)是光敏感材料，經曝光顯影後可幫助晶圓製程完成電路設計的圖案轉移。而依曝光的光源不同，所需要的光阻劑類型亦有所差異，應用於紫外線(UV)的為 g-line 和 i-line 光阻劑，應用於深紫外線(DUV)的為 KrF 與 ArF 光阻劑，而應用於超紫外線(EUV)的光阻劑則為目前最新技術之 EUV 光阻劑。根據調研機構預估，隨半導體需求持續擴張，預期全球光阻劑市場將在未來 5-10 年持續以 5.5% 的年複合成長率成長。目前全球供應光阻劑的廠商以日商為主，包括信越化學、東京應用化學和 JSR，崇越主要代理日本信越化學的光阻劑產品，根據公司表示目前先進製程 EUV 光阻劑仍處於供不應求的狀態，而應用於深紫外線(DUV)的 KrF、ArF 光阻劑，則因反映晶圓廠稼動率而需求略顯疲弱。

圖 3：12 吋矽晶圓供需結構預估



資料來源：元大投顧

圖 4：光阻劑市場將以 CAGR 5.5% 成長



資料來源：元大投顧

獲利調整與股票評價

營運穩健兼具殖利率概念 為良好防禦型標的

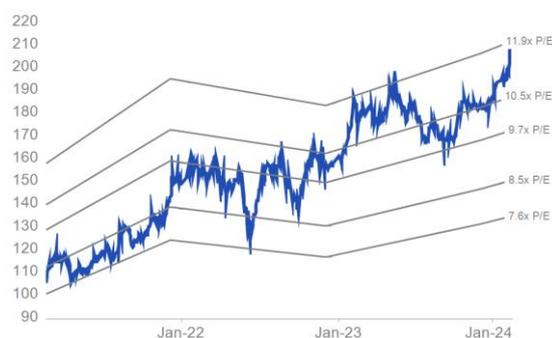
元大最新預估崇越 2024/25 年 EPS 分別為 17.29/19.59 元，其中下修今年獲利 2%，但上修明年獲利分別為 5%，乃針對 1Q24 營收成長力道較預期疲弱，亦下修 2024 年營收預估，基於營收明顯轉折點落在 2Q24~3Q24，然而公司預期 2025 年營運展望更趨樂觀，主要成長來自景氣全面復甦、AI/HPC/車用新興應用帶動半導體新材料的開發及內容價值提升，搭配新品圓廠產能開出等推升營運動能更為強勁。根據 2024/25 年預估獲利換算本益比皆為 11~12 倍，目前本益比落於歷史區間 8-13 倍之中上緣，略低於國內/國外同業平均本益比 16/13 倍。反映市場看好 2024~2025 年景氣復甦、公司營運成長性，加上股息配發率達 6~7 成以上，評價便宜兼具現金殖利率概念。維持買進，評價基礎改以 13 倍本益比、2H24~1H25 滾動式 EPS，推得目標價 240 元。

圖 5：2024 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	2024	2025
營業收入	54,383	59,239	62,160	62,156	-8.2%	0.0%
營業毛利	7,165	7,378	8,074	7,783	-2.9%	3.7%
營業利益	3,802	3,808	4,404	4,053	-0.2%	8.7%
稅前利益	4,430	4,459	5,030	4,723	-0.6%	6.5%
稅後淨利	3,192	3,260	3,617	3,457	-2.1%	4.6%
調整後 EPS (元)	17.29	17.66	19.59	18.72	-2.1%	4.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	13.2%	12.5%	13.0%	12.5%	0.7	0.5
營業利益率	7.0%	6.4%	7.1%	6.5%	0.6	0.6
稅後純益率	5.9%	5.5%	5.8%	5.6%	0.4	0.3

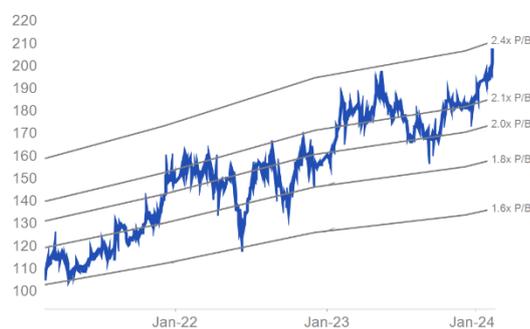
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
崇越	5434 TT	買進	211.0	1,284	15.36	17.29	19.59	13.7	12.2	10.8	(6.0)	12.6	13.3
國外													
Shin-Etsu	4063 JP	未評等	6514.0	79,343	354.9	284.9	317.3	18.4	22.9	20.5	47.4	(19.7)	11.4
Sumco	3436 JP	未評等	2400.0	5,839	176.6	125.4	168.2	13.6	19.1	14.3	(11.9)	(29.0)	34.2
國外平均					265.7	205.1	242.8	16.0	21.0	17.4	17.7	(24.4)	22.8
國內													
帆宣	6196 TT	買進	156.5	926	11.8	12.5	13.0	13.2	12.6	12.1	6.0	5.2	4.0
國內平均					11.8	12.5	13.0	13.2	12.6	12.1	6.0	5.2	4.0

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 9：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	12,492	12,055	12,492	12,233	11,952	12,914	14,889	14,628	49,273	54,383
銷貨成本	(10,992)	(10,474)	(10,749)	(10,640)	(10,413)	(11,235)	(12,908)	(12,661)	(42,855)	(47,218)
營業毛利	1,501	1,581	1,743	1,590	1,539	1,680	1,980	1,967	6,419	7,165
營業費用	(789)	(846)	(791)	(783)	(733)	(850)	(880)	(900)	(3,209)	(3,363)
營業利益	712	733	947	807	806	830	1,100	1,067	3,198	3,802
業外利益	239	224	118	101	130	180	158	160	682	628
稅前純益	951	957	1,065	908	936	1,010	1,258	1,227	3,880	4,430
所得稅費用	(207)	(289)	(260)	(272)	(255)	(280)	(290)	(350)	(1,028)	(1,175)
少數股東權益	4	(2)	13	3	14	15	17	17	18	63
歸屬母公司稅後純益	740	670	792	634	667	715	951	860	2,835	3,192
調整後每股盈餘(NT\$)	4.01	3.63	4.29	3.43	3.61	3.87	5.15	4.66	15.36	17.29
調整後加權平均股數(百萬股)	185	185	185	185	185	185	185	185	182	182
重要比率										
營業毛利率	12.0%	13.1%	14.0%	13.0%	12.9%	13.0%	13.3%	13.5%	13.0%	13.2%
營業利益率	5.7%	6.1%	7.6%	6.6%	6.7%	6.4%	7.4%	7.3%	6.5%	7.0%
稅前純益率	7.6%	7.9%	8.5%	7.4%	7.8%	7.8%	8.5%	8.4%	7.9%	8.2%
稅後純益率	5.9%	5.6%	6.3%	5.2%	5.6%	5.5%	6.4%	5.9%	5.8%	5.9%
有效所得稅率	21.8%	30.2%	24.4%	30.0%	27.2%	27.7%	23.1%	28.5%	26.5%	26.5%
季增率(%)										
營業收入	-6.6%	-3.5%	3.6%	-2.1%	-2.3%	8.0%	15.3%	-1.8%		
營業利益	-6.2%	3.0%	29.2%	-14.8%	-0.1%	3.0%	32.5%	-3.0%		
稅後純益	30.9%	-9.5%	18.3%	-19.9%	5.2%	7.2%	33.0%	-9.6%		
調整後每股盈餘	31.0%	-9.5%	18.2%	-19.9%	5.2%	7.1%	33.1%	-9.6%		
年增率(%)										
營業收入	-0.7%	-8.9%	-9.4%	-8.6%	-4.3%	7.1%	19.2%	19.6%	-7.0%	10.4%
營業利益	-0.4%	-5.9%	-3.2%	6.4%	13.2%	13.2%	16.2%	32.2%	-1.0%	18.9%
稅後純益	12.1%	-25.6%	-11.3%	12.2%	-9.9%	6.8%	20.1%	35.6%	-7.2%	14.1%
調整後每股盈餘	12.1%	-25.6%	-11.3%	12.2%	-9.9%	6.6%	20.1%	35.6%	-6.0%	12.6%

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

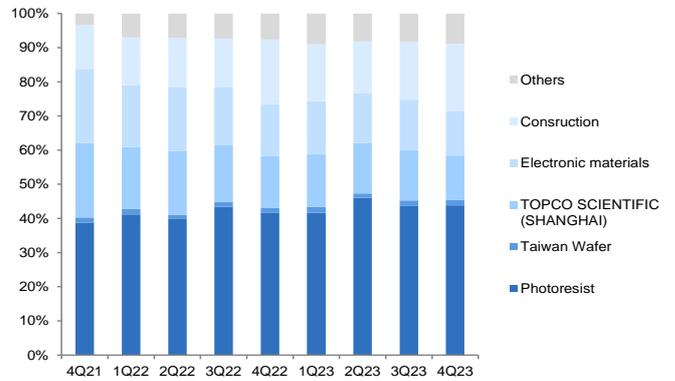
崇越科技主要代理日本信越石英株式會社 (Shin-Etsu Chemical) 銷售半導體、LCD、LED 等產業所需之精密材料、製程設備與零組件，並提供系統規劃整合服務。同時公司持續拓展營運範疇，事業版圖擴及環保、綠能科技產業，如廠務廢水處理、無塵室、太陽能电站工程等，從設計、建置、運轉、維修等整合服務。

圖 10：崇越與信越股價具高連動性



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 11：營收組成



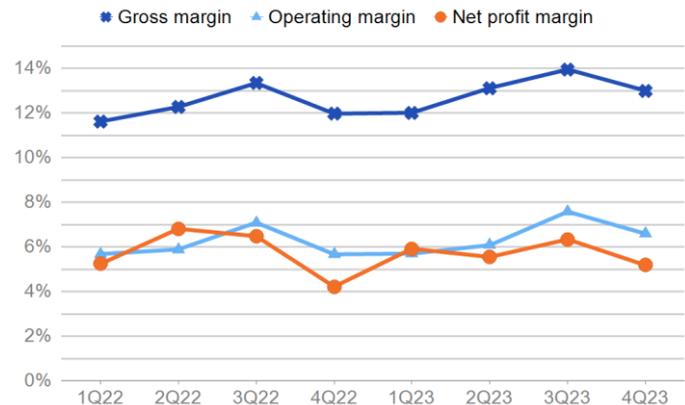
資料來源：公司資料

圖 12：營收趨勢



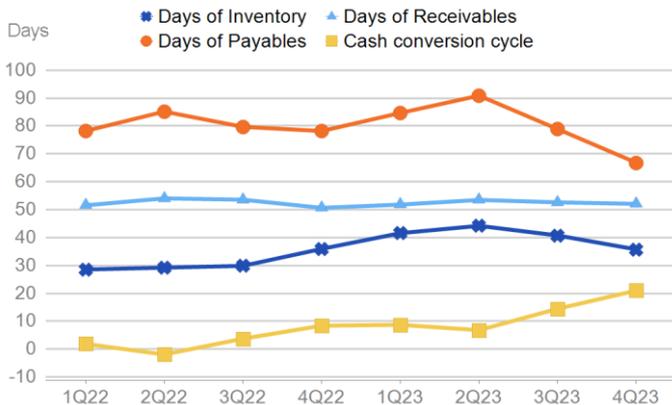
資料來源：CMoney、公司資料

圖 13：毛利率、營益率、淨利率



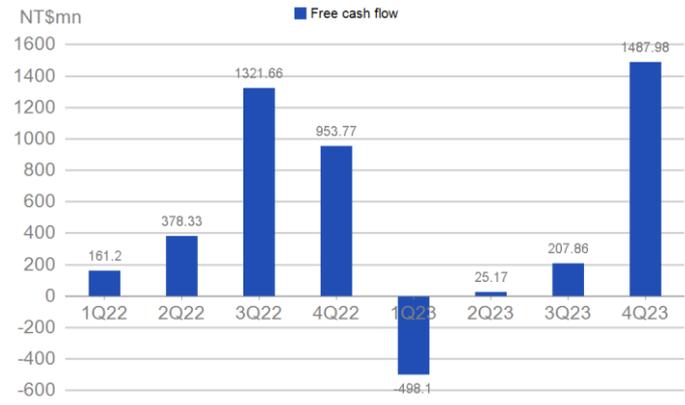
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：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**：崇越整體的 ESG 風險評級屬於中風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行於略微領先的位置，但在半導體設備行業中排名略微領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：崇越的整體曝險屬於低等水準，但略低於半導體設備行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資本、商業道德及資源使用等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：崇越在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。崇越於 ESG 相關揭露程度高，顯示其對投資人及大眾的責任感極佳，雖說公司有針對重大 ESG 議題進行管控，但對於關鍵領域仍缺乏相關政策及計畫。然而，目前崇越尚未涉及任何 ESG 重大爭議。

圖 16：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	23.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	34.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	35.5
風險評級	中 ★
同業排行(1~100, 1 為最佳)	44

資料來源：Sustainalytics (2024/3/13)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

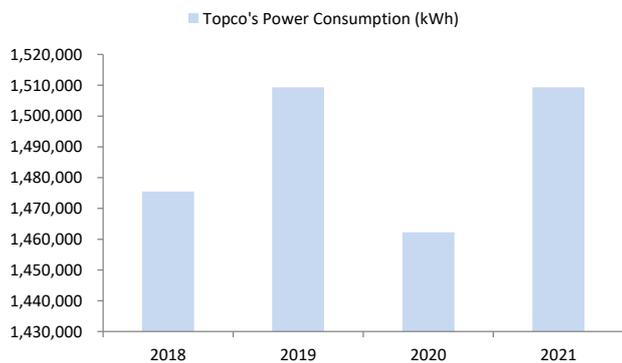
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

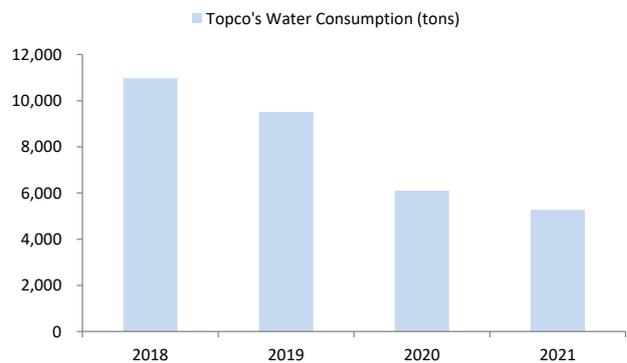
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 17：崇越用電量總計 (度)



資料來源：公司資料、Reuters

圖 18：崇越總用水量 (噸)



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	3,752	5,335	3,713	5,273	6,951
存貨	3,336	5,291	4,102	5,213	5,753
應收帳款及票據	7,059	7,164	7,145	7,754	8,595
其他流動資產	2,751	2,801	2,801	2,801	2,801
流動資產	16,897	20,592	17,761	21,042	24,100
採用權益法之投資	1,844	2,177	2,177	2,177	2,177
固定資產	3,506	3,644	3,630	3,615	3,601
無形資產	516	468	468	468	468
其他非流動資產	2,411	2,999	2,999	2,999	2,999
非流動資產	8,277	9,288	9,274	9,259	9,245
資產總額	25,174	29,880	27,034	30,301	33,345
應付帳款及票據	7,609	9,206	5,353	7,066	8,345
短期借款	1,453	755	755	755	755
什項負債	2,448	4,188	4,188	4,188	4,188
流動負債	11,510	14,149	10,296	12,009	13,288
長期借款	748	1,315	1,315	1,315	1,315
其他負債及準備	1,037	1,145	1,145	1,145	1,145
長期負債	1,786	2,461	2,461	2,461	2,461
負債總額	13,296	16,609	12,757	14,469	15,749
股本	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817
資本公積	2,345	2,344	2,344	2,344	2,344
保留盈餘	6,605	8,042	9,031	10,521	12,223
什項權益	830	757	757	757	757
歸屬母公司之權益	11,597	12,960	13,949	15,439	17,141
非控制權益	282	311	329	392	455
股東權益總額	11,879	13,271	14,278	15,832	17,596

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	2,301	3,075	2,853	3,255	3,680
折舊及攤提	380	456	383	383	383
本期營運資金變動	(129)	(1,955)	(2,644)	(8)	(101)
其他營業資產 及負債變動	45	1,607	0	0	0
營運活動之現金流量	2,597	3,184	592	3,631	3,962
資本支出	(406)	(369)	(369)	(369)	(369)
本期長期投資變動	58	333	0	0	0
其他資產變動	(601)	(747)	0	0	0
投資活動之現金流量	(949)	(783)	(369)	(369)	(369)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	320	(154)	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(1,454)	(1,599)	(1,846)	(1,702)	(1,915)
其他調整數	(104)	(86)	0	0	0
融資活動之現金流量	(1,237)	(1,838)	(1,846)	(1,702)	(1,915)
匯率影響數	(30)	78	0	0	0
本期產生現金流量	380	641	(1,622)	1,561	1,678
自由現金流量	2,191	2,815	224	3,262	3,593

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	42,669	52,978	49,273	54,383	62,160
銷貨成本	(37,457)	(46,453)	(42,855)	(47,218)	(54,086)
營業毛利	5,212	6,525	6,419	7,165	8,074
營業費用	(2,661)	(3,296)	(3,209)	(3,363)	(3,670)
推銷費用	(1,320)	(1,618)	(1,661)	(1,651)	(1,801)
研究費用	(101)	(156)	(117)	(160)	(174)
管理費用	(1,239)	(1,522)	(1,430)	(1,553)	(1,695)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	2,552	3,230	3,198	3,802	4,404
利息收入	24	52	87	76	76
利息費用	0	0	(91)	(76)	(120)
利息收入淨額	24	52	(5)	0	(44)
投資利益(損失)淨額	423	542	576	508	590
匯兌損益	(38)	124	(14)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	80	295	125	120	80
稅前純益	3,040	4,242	3,880	4,430	5,030
所得稅費用	(739)	(1,167)	(1,028)	(1,175)	(1,350)
少數股權淨利	7	57	18	63	63
歸屬母公司之稅後純益	2,294	3,018	2,835	3,192	3,617
稅前息前折舊攤銷前淨利	3,454	4,751	2,815	3,419	4,021
調整後每股盈餘 (NT\$)	12.43	16.35	15.36	17.29	19.59

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	18.0	24.2	(7.0)	10.4	14.3
營業利益	23.8	26.6	(1.0)	18.9	15.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	19.4	37.5	(40.8)	21.5	17.6
稅後純益	11.4	33.7	(7.2)	14.1	13.1
調整後每股盈餘	9.1	31.6	(6.0)	12.6	13.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	12.2	12.3	13.0	13.2	13.0
營業利益率	6.0	6.1	6.5	7.0	7.1
稅前息前淨利率	7.1	8.0	6.5	7.0	7.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	8.1	9.0	5.7	6.3	6.5
稅前純益率	7.1	8.0	7.9	8.2	8.1
稅後純益率	5.4	5.7	5.8	5.9	5.8
資產報酬率	9.9	11.2	10.6	10.7	11.0
股東權益報酬率	20.5	24.5	20.3	20.7	21.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	111.9	125.2	89.4	91.4	89.5
淨負債權益比 (%)	(13.1)	(24.6)	(11.5)	(20.2)	(27.7)
利息保障倍數 (倍)	--	--	43.5	59.3	42.9
流動比率 (%)	146.8	145.5	172.5	175.2	181.4
速動比率 (%)	117.8	108.1	132.7	131.8	138.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(1,550)	(3,265)	(1,643)	(3,203)	(4,881)
調整後每股淨值 (NT\$)	63.82	71.32	76.77	84.97	94.33
評價指標 (倍)					
本益比	17.0	12.9	13.7	12.2	10.8
股價自由現金流量比	17.5	13.6	171.4	11.8	10.7
股價淨值比	3.3	3.0	2.8	2.5	2.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	11.1	8.1	13.6	11.2	9.6
股價營收比	0.9	0.7	0.8	0.7	0.6

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

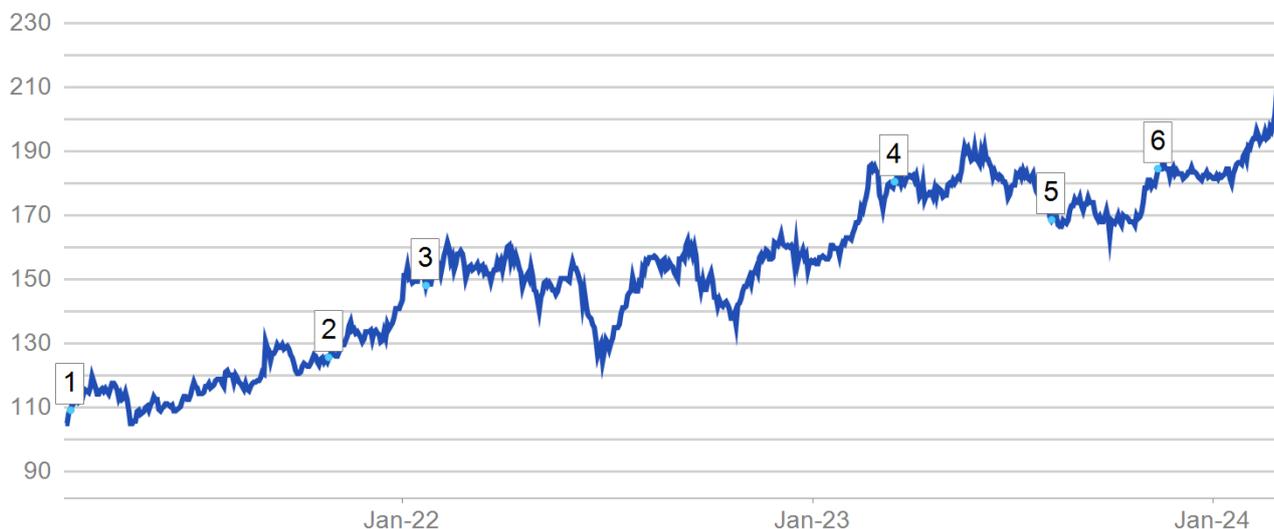
附錄：重要揭露事項

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。

崇越 (5434 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	20210318	129.00	150.00	126.86	買進	陳娟娟
2	20211101	139.50	160.00	143.98	買進	陳娟娟
3	20220121	167.50	200.00	179.97	買進	陳娟娟
4	20230327	188.00	220.00	209.05	買進	陳娟娟
5	20230815	168.50	200.00	200.00	買進	陳娟娟
6	20231116	182.00	210.00	210.00	買進	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註釋定義）。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>.