

2024 年 3 月 4 日

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價	1,625 元
目標價	
3 個月	1,700 元
12 個月	1,700 元

旭集(6409 TT)

Buy

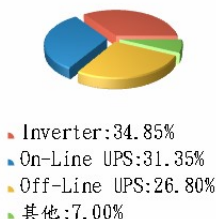
近期報告日期、評等及前日股價

02/19/2024	Buy	1,405 元
11/20/2023	Trading Buy	1,495 元
08/28/2023	Trading Buy	1,485 元
05/24/2023	Trading Buy	1,775 元
03/13/2023	Neutral	1,680 元

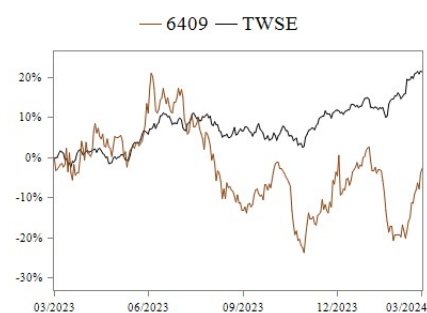
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	877
市值(億元)	1,425
目前每股淨值(元)	95.30
外資持股比(%)	67.23
投信持股比(%)	0.50
董監持股比(%)	17.17
融資餘額(張)	58
現金股息配發率(%)	90.32

產品組合



股價相對大盤走勢



營運動能轉趨平穩，投資建議維持 Buy。

投資建議維持 Buy：因受 UPS 供應鏈庫存整理、Inverter 歐洲/南非市場需求低迷影響，2023 年營收、獲利下滑。隨著市場需求逐步回穩，預估 2024 年營運表現轉趨平穩。投資建議維持 Buy，目標價 1,700 元。(以 2024 年 EPS 及 PE 40 倍評價)。

2023 年營收 189.51 億元，YoY-16.61%，預估稅後純益 36.23 億元，YoY-18.28%，EPS 41.31 元：2023 年方面，因供應鏈面臨庫存整理，UPS 出貨動能放緩。Inverter 受到歐洲市場、南非市場客戶拉貨減少影響，營收下滑幅度相對較大。On-line UPS 營收 YoY-7.57%、Off-line UPS 營收 YoY-13.80%、Inverter 營收 YoY-32.80%。2023 年營收 189.51 億元，YoY-16.61%。獲利能力方面，雖營收規模下滑，但因匯率、原物料成本走勢相對有利，毛利率 31.49%，約略與 2022 年相當。因受限制員工新股費用影響，營業費用攀升，營業利益 41.38 億元，YoY-21.75%。因業外淨收入上升、稅率影響相對有限，稅後純益 36.23 億元，YoY-18.28%，EPS 41.31 元。

預估 2024 年營收 195.97 億元，YoY+3.41%，稅後純益 37.32 億元，YoY+3.02%，EPS 42.55 元：2024 年方面，UPS 需求已逐步回穩，公司展望 On-line UPS、Off-line UPS 長期成長性分別為 YoY 雙位數增長、YoY 持平至個位數增長。Inverter 歐洲、南非市場分別受到標準化產品競爭加劇、政府提供短期供電解決方案影響，將影響市場需求至 2Q24/3Q24、1H24。預估 UPS 出貨動能相對較佳，Inverter 小幅下滑，2024 年營收 195.97 億元，YoY+3.41%。獲利能力方面，預估毛利率表現持穩，營業利益 43.82 億元，YoY+5.90%。因業外淨收入、稅率略降，預估稅後純益 37.32 億元，YoY+3.02%，EPS 42.55 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	18,951	19,597	21,205	5,698	4,696	5,198	4,463	4,594	4,325	4,840	5,081	5,350
營業毛利淨額	5,968	6,167	6,715	2,050	1,509	1,652	1,441	1,366	1,318	1,513	1,624	1,711
營業利益	4,138	4,382	4,847	1,467	1,040	1,156	1,003	939	886	1,062	1,168	1,266
稅後純益	3,623	3,732	4,115	1,147	746	1,322	630	925	729	936	964	1,102
稅後 EPS(元)	41.31	42.55	46.93	13.07	8.51	15.07	7.18	10.55	8.32	10.68	10.99	12.57
毛利率(%)	31.49%	31.47%	31.67%	35.98%	32.14%	31.79%	32.29%	29.73%	30.48%	31.26%	31.97%	31.98%
營業利益率(%)	21.83%	22.36%	22.86%	25.75%	22.15%	22.24%	22.47%	20.43%	20.47%	21.93%	23.00%	23.66%
稅後純益率(%)	19.12%	19.04%	19.41%	20.12%	15.89%	25.43%	14.11%	20.14%	16.86%	19.35%	18.97%	20.61%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-16.61%	3.41%	8.21%	-11.04%	-17.59%	10.71%	-14.13%	2.92%	-5.84%	11.91%	4.97%	5.29%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-18.28%	3.02%	10.28%	-23.85%	-34.95%	77.24%	-52.37%	46.90%	-21.15%	28.41%	2.91%	14.40%

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 8.77 億元計算。

旭隼 ESG：

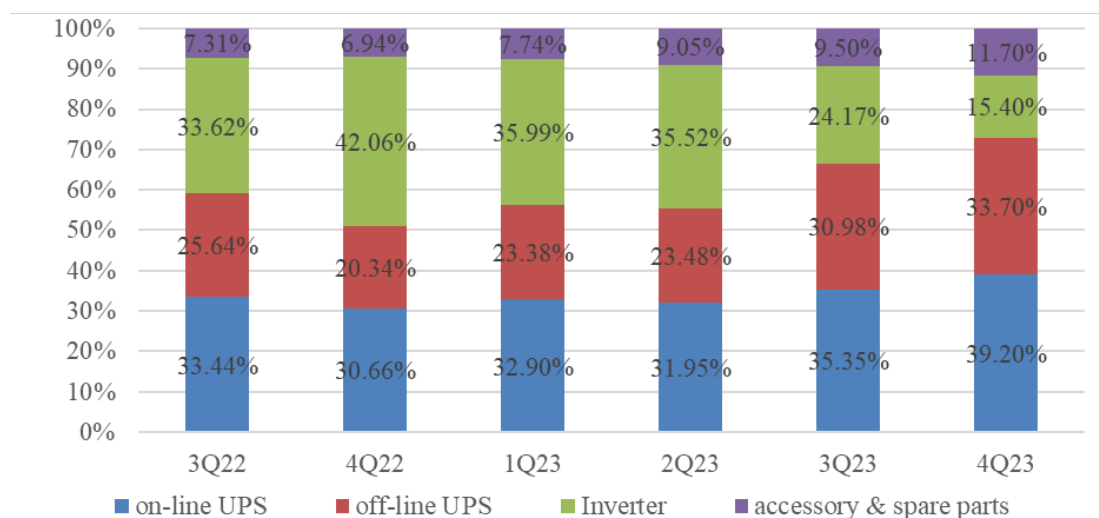
旭隼科技為不斷電系統、太陽能相關零組件、儲能系統、變頻器、電動車充電樁等產品之專業 DMS 廠，位居產業鏈中游位置，目標成為一個溫室氣體（CO₂）低排放公司。溫室氣體管理之策略目標：(1)自製零組件：為有效控制價值鏈之碳排放及垂直整合提高交貨能力，旭隼致力於提高半導體及電池以外零組件的自製率。(2)低碳強度生產：以每百萬美金銷售金額的二氧化碳(CO₂)排放量作為碳強度測試指標；致力於低碳強度生產目標。(3)太陽能系統：中國中山之自建工廠設置太陽能系統及儲能系統，提高用電的自製率。(4)永續產品：旭隼生產的所有產品，包含不斷電系統、太陽能產品及儲能系統等，皆具有能源效率和再生能源等效益；擴大生產和銷售該等產品為公司發展最重要目標。

公司概況：

旭隼為不斷電系統(UPS)代工大廠。雖 UPS 技術成熟，但因各地電力環境不同，產品屬性少量多樣。旭隼替客戶進行客製化代工，訂單來自於 300 個以上客戶，且遍布 100 個國家。因產品設計、成本控管能力佳且交期時間短，旭隼陸續接獲 Tier 1 國際大廠代工訂單。以全球前十大廠來看，APC、Vertiv、Socomec、Riello 皆為旭隼客戶，Tier 1 國際大廠客戶占旭隼 4Q23 營收比重約 34%。因國際大廠委外比重仍低於 10%，若其持續釋出代工訂單，將有助旭隼長期發展。Tier 2 客戶佔營收比重約 46%，大多為當地品牌公司且無研發或製造能力，因 Tier 2 客戶持續開始拓展高瓦特數產品，有助於旭隼切入高瓦特數產品市場。

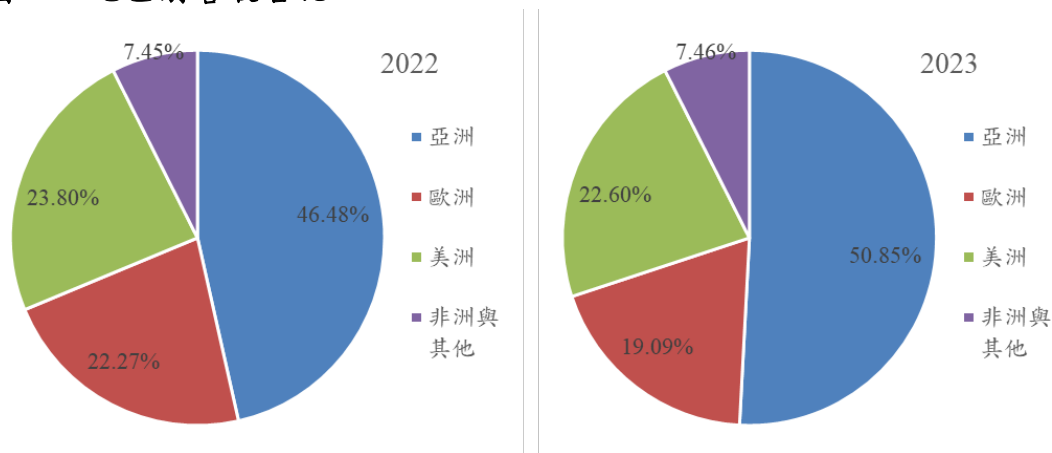
旭隼 4Q23 產品組合：On-line UPS 占營收比重 39.20%、Off-line UPS 占營收比重 33.70%、Inverter 占營收比重 15.40%、accessory & spare parts 占營收比重 11.70%。以主要產品線毛利率來看，Inverter 最高、其次為 on-line UPS、最後為 off-line UPS。以各地市場占比來看，亞洲占旭隼 2023 年營收比重 50.85%、歐洲占 19.09%、美洲占 22.60%、非洲與其他占 7.46%。

圖一、產品營收占比



資料來源：旭隼、群益整理

圖二、地區別營收占比



資料來源：旭隼、群益整理

產能分布方面，中國產能占整體比重約 90%；越南產能約占 7%、台灣廠南約占 3%。旭隼持續擴增台灣產能，隨著台灣產能擴建完成，公司長期產能規劃目標為中國占 80%、台灣占 10~15%、越南占 6~7%。

2023 年營收 189.51 億元，YoY-16.61%，預估稅後純益 36.23 億元，YoY-18.28%，EPS 41.31 元：

4Q23 營收 45.94 億元，QoQ+2.92%、YoY-19.38%。毛利率下滑至 29.73%，營業利益 9.39 億元，QoQ-6.42%、YoY-36.04%。毛利率、本業獲利表現略遜於預期。因業外收益挹注且稅率相對較低(認列所得稅迴轉利益)，稅後純益 9.25 億元，QoQ+46.90%、YoY-19.33%，EPS 10.55 元。

2023 年方面，因供應鏈面臨庫存整理，UPS 出貨動能放緩。Inverter 受到歐洲市場、南非市場客戶拉貨減少影響，營收下滑幅度相對較大。On-line UPS 營收 YoY-7.57%、Off-line UPS 營收 YoY-13.80%、Inverter 營收 YoY-32.80%。2023 年營收 189.51 億元，YoY-16.61%。獲利能力方面，雖營收規模下滑，但因匯率、原物料成本走勢相對有利，毛利率 31.49%，約略與 2022 年相當。因受限制員工新股費用影響，營業費用攀升，營業利益 41.38 億元，YoY-21.75%。因業外淨收入上升、稅率影響相對有限，稅後純益 36.23 億元，YoY-18.28%，EPS 41.31 元。

預估 2024 年營收 195.97 億元，YoY+3.41%，稅後純益 37.32 億元，YoY+3.02%，EPS 42.55 元：

2024 年方面，UPS 需求已逐步回穩，公司展望 On-line UPS、Off-line UPS 長期成長性分別為 YoY 雙位數增長、YoY 持平至個位數增長。Inverter 歐洲、南非市場分別受到標準化產品競爭加劇、政府提供短期供電解決方案影響，將影響市場需求至 2Q24/3Q24、1H24。預估 UPS 出貨動能相對較佳，Inverter 小幅下滑，2024 年營收 195.97 億元，YoY+3.41%。獲利能力方面，預估毛利率表現持穩，營業利益 43.82 億元，YoY+5.90%。因業外淨收入、稅率略降，預估稅後純益 37.32 億元，YoY+3.02%，EPS 42.55 元。

投資建議：

因受 UPS 供應鏈庫存整理、Inverter 歐洲/南非市場需求低迷影響，2023 年

2024 年 3 月 4 日

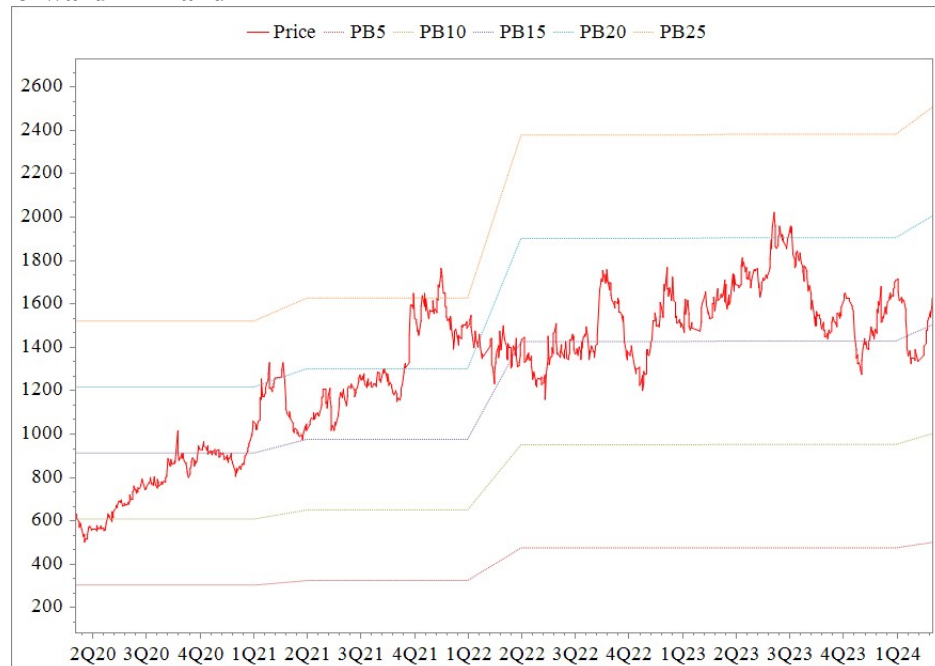
營收、獲利下滑。隨著市場需求逐步回穩，預估 2024 年營運表現轉趨平穩。投資建議維持 Buy，目標價 1,700 元。(以 2024 年 EPS 及 PE 40 倍評價)。

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 3 月 4 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	13,384	16,085	14,756	16,104	17,055
流動資產	10,042	10,816	9,657	10,971	11,830
現金及約當現金	5,155	5,353	5,045	5,572	6,088
應收帳款與票據	2,838	3,117	2,949	3,064	3,210
存貨	1,787	2,019	1,412	1,900	1,832
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	2,730	4,474	4,420	4,440	4,460
負債總計	7,676	7,742	6,398	7,304	7,474
流動負債	7,495	6,627	5,485	6,454	6,293
應付帳款及票據	3,615	4,173	3,687	3,819	4,121
非流動負債	181	1,115	914	718	747
權益總計	5,708	8,343	8,358	8,800	9,581
普通股股本	874	878	877	877	877
保留盈餘	4,213	6,592	6,397	6,839	7,621
母公司業主權益	5,708	8,343	8,358	8,799	9,581
負債及權益總計	13,384	16,085	14,756	16,104	17,055

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	16,957	22,725	18,951	19,597	21,205
營業成本	12,646	15,588	12,982	13,430	14,490
營業毛利淨額	4,311	7,137	5,968	6,167	6,715
營業費用	1,386	1,849	1,831	1,785	1,867
營業利益	2,925	5,288	4,138	4,382	4,847
EBITDA	3,159	5,736	4,661	5,375	5,427
業外收入及支出	-106	48	4	133	133
稅前純益	2,890	5,403	4,382	4,515	4,981
所得稅	531	970	760	783	865
稅後純益	2,359	4,433	3,623	3,732	4,115
稅後 EPS(元)	26.90	50.55	41.31	42.55	46.93
完全稀釋 EPS**	26.90	50.55	41.31	42.55	46.93

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 8.77【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 8.77 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	24.20%	34.02%	-16.61%	3.41%	8.21%
營業毛利淨額	7.29%	65.55%	-16.37%	3.32%	8.89%
營業利益	7.11%	80.81%	-21.75%	5.90%	10.63%
稅後純益	7.38%	87.89%	-18.28%	3.02%	10.28%

獲利能力分析(%)

毛利率	25.42%	31.41%	31.49%	31.47%	31.67%
EBITDA(%)	18.63%	25.24%	24.60%	27.43%	25.59%
營益率	17.25%	23.27%	21.83%	22.36%	22.86%
稅後純益率	13.91%	19.51%	19.12%	19.04%	19.41%
總資產報酬率	17.63%	27.56%	24.55%	23.17%	24.13%
股東權益報酬率	41.34%	53.13%	43.34%	42.41%	42.95%

償債能力檢視

負債比率(%)	57.35%	48.13%	43.36%	45.36%	43.82%
負債/淨值比(%)	134.49%	92.80%	76.55%	83.00%	78.00%
流動比率(%)	133.97%	163.22%	176.07%	170.00%	188.00%

其他比率分析

存貨天數	44.47	44.56	48.22	45.00	47.00
應收帳款天數	55.79	47.82	58.41	56.00	54.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	2,299	5,619	4,083	5,141	4,923
稅前純益	2,890	5,403	4,382	4,515	4,981
折舊及攤銷	299	327	362	444	446
營運資金變動	-691	47	289	-472	224
其他營運現金	-200	-159	-950	654	-728
投資活動現金	-532	-1,975	-232	-214	-273
資本支出淨額	-516	-1,958	-179	-200	-200
長期投資變動	0	0	-45	0	0
其他投資現金	-16	-17	-8	-14	-73
籌資活動現金	-1,524	-3,791	-4,009	-4,400	-4,134
長借/公司債變動	0	930	-98	-195	29
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-2,055	-2,054	-3,818	-3,290	-3,334
其他籌資現金	531	-2,666	-93	-915	-830
淨現金流量	269	198	-308	527	516
期初現金	4,886	5,155	5,353	5,045	5,572
期末現金	5,155	5,353	5,045	5,572	6,088

資料來源：CMoney、群益

2024 年 3 月 4 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	6,405	5,698	4,696	5,198	4,463	4,594	4,325	4,840	5,081	5,350	4,956	5,546
營業成本	4,231	3,648	3,186	3,546	3,022	3,228	3,007	3,327	3,457	3,639	3,406	3,786
營業毛利淨額	2,175	2,050	1,509	1,652	1,441	1,366	1,318	1,513	1,624	1,711	1,550	1,760
營業費用	472	583	469	497	438	427	433	451	456	445	455	475
營業利益	1,702	1,467	1,040	1,156	1,003	939	886	1,062	1,168	1,266	1,096	1,285
業外收入及支出	177	-117	-90	429	-181	86	26	40	36	31	26	40
稅前純益	1,880	1,350	951	1,585	822	1,025	912	1,102	1,205	1,297	1,122	1,325
所得稅	374	204	205	263	192	100	182	165	241	195	224	199
稅後純益	1,506	1,147	746	1,322	630	925	729	936	964	1,102	897	1,126
最新股本	877	877	877	877	877	877	877	877	877	877	877	877
稅後EPS(元)	17.17	13.07	8.51	15.07	7.18	10.55	8.32	10.68	10.99	12.57	10.23	12.84

獲利能力(%)

毛利率(%)	33.95%	35.98%	32.14%	31.79%	32.29%	29.73%	30.48%	31.26%	31.97%	31.98%	31.28%	31.74%
營業利益率(%)	26.58%	25.75%	22.15%	22.24%	22.47%	20.43%	20.47%	21.93%	23.00%	23.66%	22.11%	23.17%
稅後純益率(%)	23.51%	20.12%	15.89%	25.43%	14.11%	20.14%	16.86%	19.35%	18.97%	20.61%	18.11%	20.31%

QoQ(%)

營業收入淨額	0.92%	-11.04%	-17.59%	10.71%	-14.13%	2.92%	-5.84%	11.91%	4.97%	5.29%	-7.37%	11.91%
營業利益	21.87%	-13.80%	-29.11%	11.12%	-13.23%	-6.42%	-5.65%	19.89%	10.07%	8.34%	-13.45%	17.29%
稅前純益	22.07%	-28.16%	-29.61%	66.76%	-48.16%	24.72%	-11.05%	20.85%	9.34%	7.67%	-13.51%	18.14%
稅後純益	17.61%	-23.85%	-34.95%	77.24%	-52.37%	46.90%	-21.15%	28.41%	2.91%	14.40%	-18.60%	25.52%

YoY(%)

營業收入淨額	41.66%	15.96%	9.85%	-18.10%	-30.32%	-19.38%	-7.88%	-6.88%	13.84%	16.46%	14.58%	14.58%
營業利益	104.40%	75.19%	44.19%	-17.25%	-41.08%	-36.04%	-14.87%	-8.15%	16.50%	34.88%	23.73%	21.05%
稅前純益	120.31%	70.96%	50.10%	2.95%	-56.28%	-24.10%	-4.10%	-30.50%	46.59%	26.55%	23.05%	20.29%
稅後純益	118.85%	81.43%	49.07%	3.26%	-58.18%	-19.33%	-2.23%	-29.16%	53.05%	19.19%	23.05%	20.29%

註1：稅後EPS以股本8.77億元計算

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。