

研究員：陳執中 [tc.chen@capital.com.tw](mailto:tc.chen@capital.com.tw)

前日收盤價	98.20 元
目標價	
3 個月	111 元
12 個月	111 元

## 劍麟(2228 TT)

## Trading Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

12/23/2022	Trading Buy	75.60
09/06/2021	Trading Buy	71.20

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	758
市值(億元)	74
目前每股淨值(元)	57.57
外資持股比(%)	9.18
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	25.62
融資餘額(張)	916
現金股息配發率(%)	73.75

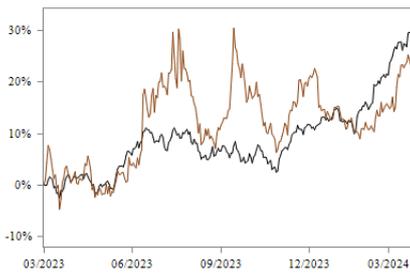
### 產品組合



■ 汽車零配件: 80.50%  
■ 展示架: 19.50%

### 股價相對大盤走勢

— 2228 — TWSE



## 2024年營運動能續揚，投資建議調升至 Trading Buy。

**投資建議調升至 Trading Buy**：受惠於汽車零件事業營運動能向上，帶動 2023 年、2024 年營收獲利持續增長，投資建議調升至 Trading Buy，目標價 111 元(以 2024 年 EPS 及 PE 14.5 倍評價)。

**公司營運展望重點**：(1)汽車零件事業：疫情期間至 1H23，汽車市場面臨供應鏈短缺、地緣政治等因素影響，所幸 2H23 至目前為止，問題已逐步消退。公司展望 2024 汽車零件事業有望個位數穩定增長。(2)展示架家用事業：受到實體店面衰退影響，展示架業務這幾年緩步下滑，2024 年將維持此趨勢不變。除了既有業務外，公司試圖做轉型，德國部門開始測試將環保材質應用於展示架上，台灣部門則試圖開拓其他業務。(3)波蘭廠：由於安全帶產品主要市場在歐美地區，且 Tier1 廠商總部、研發中心皆位於歐洲地區。為了配合客戶的產品開發，方便即時反應客戶需求，劍麟設立波蘭廠。波蘭廠第一期擁有五條產線，產能滿載營收可達 2.5 億元。波蘭廠 2022 年營收達 1.4 億元，2023 年提升至 2.1 億元。2024 年營運目標為提升既有產線稼動率及利潤率，並增取新客戶訂單，希望 2H24 會有明顯訂單挹注。波蘭廠 2023 年仍處於虧損狀態，但虧損幅度已縮小，公司期望能盡快達到損平階段。(4)IGBT 散熱產品：中國浙江廠停止展示架生產業務後，劍麟將閒置產能轉作車用散熱零件工廠，首要產品為 IGBT 金屬部件，交予歐系客戶，2022 年開始小規模量產，2023 年營收約為 0.5 億元，毛利率大約為平，整體虧損 0.3~0.4 億元。公司 2024 年營運目標為提升產線稼動率及製程穩定度，預估營收持續增長。

**預估 2024 年 EPS 7.67 元**：公司展望汽車零件事業小幅增長，而展示架家用事業小幅衰退；波蘭廠、車用散熱產品營收持續成長且虧損幅度縮減。預估 2024 年營收 52.47 億元，YoY+7.21%。獲利能力方面，由於毛利率已於 2H23 獲得明顯改善，預估將延續至 2024 年，2024 年毛利率回升至 26.45%，營業利益 6.78 億元，YoY+20.89%。若業外損益影響有限且稅率略為下滑，預估稅後純益 5.82 億元，YoY+13.22%，EPS 7.67 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	4,894	5,247	5,573	1,065	1,125	1,173	1,335	1,261	1,254	1,268	1,402	1,323
營業毛利淨額	1,213	1,388	1,479	299	267	252	350	344	328	337	372	352
營業利益	561	678	754	108	115	94	192	161	154	162	191	172
稅後純益	514	582	638	99	95	113	141	166	133	140	161	147
稅後 EPS(元)	6.78	7.67	8.42	1.30	1.25	1.49	1.86	2.19	1.76	1.84	2.13	1.94
毛利率(%)	24.79%	26.45%	26.54%	28.04%	23.71%	21.48%	26.21%	27.32%	26.13%	26.56%	26.53%	26.57%
營業利益率(%)	11.46%	12.92%	13.52%	10.19%	10.20%	7.98%	14.35%	12.76%	12.25%	12.76%	13.60%	13.01%
稅後純益率(%)	10.50%	11.09%	11.45%	9.28%	8.40%	9.60%	10.56%	13.14%	10.65%	11.01%	11.51%	11.14%
營業收入 YoY/QoQ(%)	11.90%	7.21%	6.22%	-16.10%	5.68%	4.25%	13.75%	-5.54%	-0.54%	1.09%	10.62%	-5.65%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	13.53%	13.22%	9.74%	-48.08%	-4.33%	19.14%	25.07%	17.54%	-19.41%	4.55%	15.60%	-8.66%

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 7.58 億元計算。

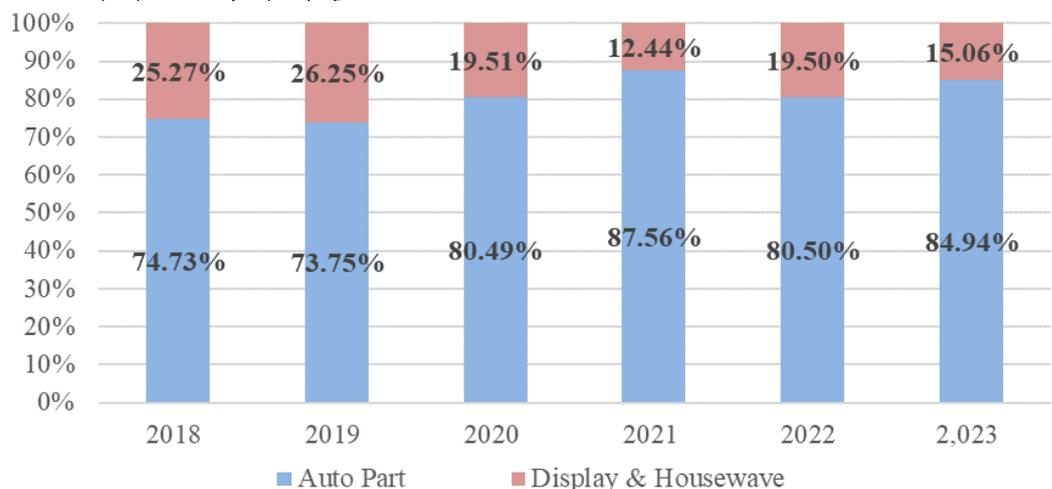
## 劍麟(2228 TT) ESG 政策：

1. 氣體排放管理：訂定「空污管制程序」，凡廠內各製程或作業活動所產生廢氣、煙煙及金屬微粒等均加以管制，以符合現行環保法規之排放標準。  
 2. 水資源管理：訂定「廢水及廢油管控程序」，對污染源作管制與處理，以確保廢水達到工業區廢水處理廠要求的放流水標準及事業廢水、廢油做有效之管制與回收。  
 3. 化學品及油品管理：訂定「危害物管制程序」，凡廠內使用儲存之乙炔、氧氣、氬氣鋼瓶、瓦斯、防銹劑、清洗劑、調漆劑、潤滑油、廢水處理廠藥劑、高壓氣瓶及氣體發生氣模組，均加以管控，以確保安全及避免污染環境。  
 4. 噪音管制：訂定「噪音管制程序」，依相關法令規定，劃分為作業場所及廠區周界環境兩類，並依規定時間委託合格檢測公司進行檢測。  
 5. 廢棄物管理：訂定「廢棄物管理程序」，對各類廢棄物進行各式管理。  
 6. 節能減碳：訂定「能資源管制程序」，對公司內所使用之各項電氣、機械設備等均作適當之管制，以做好用水、用電節約，減少浪費資源。  
 7. 勞動人權：公司訂定推行人權政策。  
 8. 供應商管理：公司要求供應商提供無有害物質保證之原料。  
 9. 社會公益：公司關懷公益，不定期參與募捐活動，款項捐助對象主要為政府立案且財務公開之社福及慈善機構。  
 10. 消費者權益：公司秉持誠信的經營理念，遵循政府法規與相關國際準則。

## 公司概況：

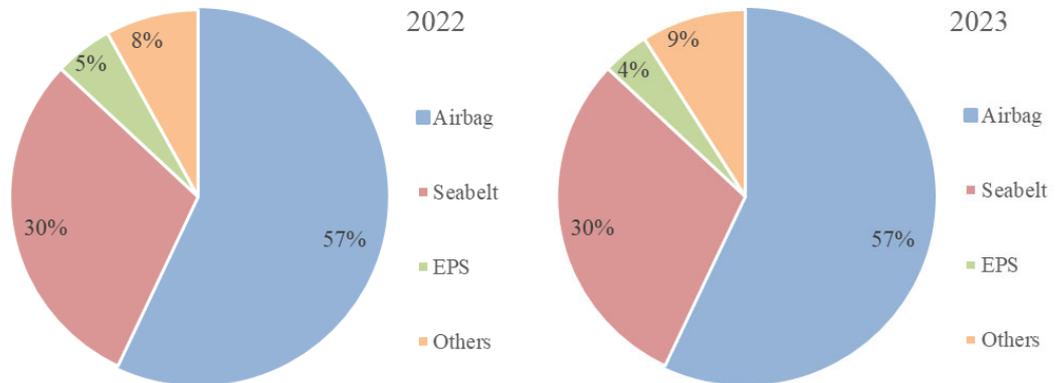
劍麟為國內金屬零部件生產廠商，主要可分為兩大事業群：(1) 汽車零件事業處，廠辦分別設於台灣、中國浙江及波蘭。主要從事生產銷售安全氣囊充電器金屬部件、預縮式安全帶金屬部件、電子輔助轉向系統(EPS)零件。客戶皆為汽車產業全球前三大系統廠(Tier 1)。汽車零件事業佔 2023 年營收比重 84.94%，毛利率區間約落於 25%~30%。以細項來看，安全氣囊、安全帶、電子輔助轉向系統、其他分別佔汽車零件事業 2023 年營收比重為 30%、57%、4%、9%。(2) 展示架家用品事業處，為公司最早期事業部門，主要從事衣架、展示架、家用五金等商品買賣。公司於 2020 年結束中國展示架事業的營運，並將工廠轉做汽車零件(IGBT 散熱產品)使用。目前展示架業務於台灣、德國市場以貿易為主，德國仍有小量生產。營運處於獲利狀態。展示架家用品事業佔 2023 年營收比重 15.06%。毛利率約為 20%。

表一、劍麟兩大事業群營收佔比



資料來源：劍麟、群益投顧整理

表二、劍麟汽車零件產品組合



資料來源：劍麟、群益投顧整理

### 公司營運展望重點：

**汽車零件事業：**疫情期間至 1H23，汽車市場面臨供應鏈短缺、地緣政治等因素影響，所幸 2H23 至目前為止，問題已逐步消退。公司展望 2024 汽車零件事業有望個位數穩定增長。

**展示架家用事業：**受到實體店面衰退影響，展示架業務這幾年緩步下滑，2024 年將維持此趨勢不變。除了既有業務外，公司試圖做轉型，德國部門開始測試將環保材質應用於展示架上，台灣部門則試圖開拓其他業務。

**波蘭廠：**由於安全帶產品主要市場在歐美地區，且 Tier1 廠商總部、研發中心皆位於歐洲地區。為了配合客戶的產品開發，方便即時反應客戶需求，劍麟設立波蘭廠。因波蘭地理位置處於歐洲中心，可就近供應歐洲市場的需求。波蘭廠第一期擁有五條產線，產能滿載營收可達 2.5 億元。波蘭廠 2022 年營收達 1.4 億元，2023 年提升至 2.1 億元。2024 年營運目標為提升既有產線稼動率及利潤率，並增取新客戶訂單，希望 2H24 會有明顯訂單挹注。波蘭廠 2023 年仍處於虧損狀態，但虧損幅度已縮小，公司期望能盡快達到損平階段。

**IGBT 散熱產品：**中國浙江廠停止展示架生產業務後，劍麟將閒置產能轉作車用散熱零件工廠，於 4Q20~1Q21 建置完成。首要產品為 IGBT 金屬部件(銅鍛造)，交予歐系客戶，2022 年開始小規模量產，2023 年營收約為 0.5 億元，毛利率大約為平，整體虧損 0.3~0.4 億元。公司 2024 年營運目標為提升產線稼動率及製程穩定度，預估營收持續增長。

### 2023 年 EPS 6.78 元，預估 2024 年 EPS 7.67 元：

2023 年方面，安全帶、安全氣囊、避震器、散熱產品出貨皆呈現增長態勢，帶動汽車零件事業成長，營收 YoY+17.54%。展示架家用事業小幅下滑，營收 YoY-11.92%。2023 年營收 48.94 億元，YoY+11.90%。獲利能力方面，雖 1H23 毛利率表現低迷，但受惠於產線稼動率提升、美元升值等因素影響，2H23 毛利率已明顯回升。2023 年毛利率由 2022 年的 25.98% 小幅下降至 24.79%。因運費相對較低，營業費用下降，營業利益 5.61 億元，YoY+24.47%。由於業外損益影響有限，稅率相對提升，稅後純益 5.14 億元，YoY+13.53%，EPS 6.78 元。

2024 年 3 月 28 日

2024 年方面，公司展望汽車零件事業小幅增長，而展示架家用事業小幅衰退；波蘭廠、車用散熱產品營收持續成長且虧損幅度縮減。預估 2024 年營收 52.47 億元，YoY+7.21%。獲利能力方面，由於毛利率已於 2H23 獲得明顯改善，預估將延續至 2024 年，2024 年毛利率回升至 26.45%，營業利益 6.78 億元，YoY+20.89%。若業外損益影響有限且稅率略為下滑，預估稅後純益 5.82 億元，YoY+13.22%，EPS 7.67 元。

### 投資建議：

投資建議方面，受惠於汽車零件事業營運動能向上，帶動 2023 年、2024 年營收獲利持續增長，投資建議調升至 Trading Buy，目標價 111 元(以 2024 年 EPS 及 PE 14.5 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28日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	5,423	6,113	6,135	6,370	6,607
流動資產	3,291	4,014	3,998	4,074	4,182
現金及約當現金	1,034	1,055	1,407	1,252	1,377
應收帳款與票據	818	1,124	1,241	1,289	1,368
存貨	824	1,058	1,004	1,068	1,130
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	1,885	1,828	1,853	1,869	1,885
<b>負債總計</b>	1,628	1,949	1,772	1,804	1,819
流動負債	861	1,414	1,131	1,164	1,195
應付帳款及票據	156	249	310	303	325
非流動負債	766	534	641	646	610
<b>權益總計</b>	3,796	4,164	4,364	4,566	4,788
普通股股本	758	758	758	758	758
保留盈餘	2,608	2,918	3,124	3,327	3,548
母公司業主權益	3,796	4,164	4,364	4,566	4,788
<b>負債及權益總計</b>	5,423	6,113	6,135	6,370	6,607

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	3,679	4,374	4,894	5,247	5,573
營業成本	2,861	3,238	3,681	3,859	4,094
<b>營業毛利淨額</b>	818	1,136	1,213	1,388	1,479
營業費用	667	686	652	710	725
<b>營業利益</b>	150	451	561	678	754
<b>EBITDA</b>	459	813	890	991	1,068
業外收入及支出	67	137	-10	98	98
稅前純益	228	606	705	776	851
所得稅	-11	153	191	194	213
稅後純益	239	453	514	582	638
稅後 EPS(元)	3.15	5.97	6.78	7.67	8.42
完全稀釋 EPS**	3.15	5.97	6.78	7.67	8.42

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 7.58【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 7.58 億元計算

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	315	197	1,293	792	1,116
稅前純益	228	606	705	776	851
折舊及攤銷	235	218	206	215	217
營運資金變動	-228	-447	-2	-118	-120
其他營運現金	80	-179	384	-80	168
<b>投資活動現金</b>	-173	-163	-208	-302	-274
資本支出淨額	-155	-148	-197	-160	-160
長期投資變動	0	0	0	0	0
其他投資現金	-19	-15	-12	-142	-114
<b>籌資活動現金</b>	-85	-72	-700	-645	-717
長借/公司債變動	-4	-4	-293	4	-36
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-80	-152	-303	-379	-417
其他籌資現金	-1	83	-103	-271	-264
<b>淨現金流量</b>	37	21	351	-155	125
<b>期初現金</b>	997	1,034	1,055	1,407	1,252
<b>期末現金</b>	1,034	1,055	1,407	1,252	1,377

資料來源：CMoney、群益

## 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	7.45%	18.90%	11.90%	7.21%	6.22%
營業毛利淨額	9.81%	38.95%	6.76%	14.41%	6.56%
營業利益	8.39%	199.90%	24.47%	20.89%	11.14%
稅後純益	141.14%	89.70%	13.53%	13.22%	9.74%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	22.23%	25.98%	24.79%	26.45%	26.54%
EBITDA(%)	12.49%	18.59%	18.17%	18.88%	19.16%
營益率	4.08%	10.30%	11.46%	12.92%	13.52%
稅後純益率	6.49%	10.35%	10.50%	11.09%	11.45%
總資產報酬率	4.40%	7.40%	8.37%	9.13%	9.66%
股東權益報酬率	6.29%	10.87%	11.78%	12.74%	13.33%
<b>償債能力檢視</b>					
負債比率(%)	30.01%	31.88%	28.88%	28.32%	27.54%
負債/淨值比(%)	42.88%	46.80%	40.60%	39.50%	38.00%
流動比率(%)	382.11%	283.79%	353.50%	350.00%	350.00%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	91.16	106.12	102.24	98.00	98.00
應收帳款天數	88.03	81.03	88.20	88.00	87.00

## 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	1,269	1,065	1,125	1,173	1,335	1,261	1,254	1,268	1,402	1,323	1,313	1,332
營業成本	905	766	859	921	985	916	926	931	1,030	972	969	977
營業毛利淨額	365	299	267	252	350	344	328	337	372	352	344	355
營業費用	173	190	152	158	158	184	174	175	181	179	177	178
營業利益	191	108	115	94	192	161	154	162	191	172	167	177
業外收入及支出	56	22	19	63	-6	69	24	24	24	24	24	24
稅前純益	248	130	134	157	185	230	178	186	215	196	191	201
所得稅	57	31	39	44	44	64	44	47	54	49	48	50
稅後純益	190	99	95	113	141	166	133	140	161	147	144	151
最新股本	758	758	758	758	758	758	758	758	758	758	758	758
稅後EPS(元)	2.51	1.30	1.25	1.49	1.86	2.19	1.76	1.84	2.13	1.94	1.89	1.99
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	28.73%	28.04%	23.71%	21.48%	26.21%	27.32%	26.13%	26.56%	26.53%	26.57%	26.19%	26.63%
營業利益率(%)	15.07%	10.19%	10.20%	7.98%	14.35%	12.76%	12.25%	12.76%	13.60%	13.01%	12.72%	13.26%
稅後純益率(%)	15.00%	9.28%	8.40%	9.60%	10.56%	13.14%	10.65%	11.01%	11.51%	11.14%	10.93%	11.32%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	31.99%	-16.10%	5.68%	4.25%	13.75%	-5.54%	-0.54%	1.09%	10.62%	-5.65%	-0.78%	1.44%
營業利益	122.00%	-43.27%	5.83%	-18.43%	104.51%	-15.99%	-4.54%	5.27%	17.95%	-9.77%	-2.96%	5.75%
稅前純益	91.09%	-47.37%	2.63%	17.11%	18.21%	24.11%	-22.51%	4.55%	15.60%	-8.67%	-2.59%	5.02%
稅後純益	103.95%	-48.08%	-4.33%	19.14%	25.07%	17.54%	-19.41%	4.55%	15.60%	-8.66%	-2.59%	5.02%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	39.29%	18.84%	4.40%	22.02%	5.16%	18.39%	11.42%	8.04%	5.06%	4.94%	4.69%	5.06%
營業利益	803.33%	253.36%	77.39%	8.71%	0.15%	48.31%	33.78%	72.65%	-0.42%	6.95%	8.73%	9.22%
稅前純益	424.72%	200.28%	35.95%	20.87%	-25.23%	76.33%	33.13%	18.86%	16.23%	-14.46%	7.53%	8.01%
稅後純益	416.61%	200.78%	35.19%	20.69%	-25.99%	67.56%	41.14%	23.86%	14.49%	-11.04%	7.53%	8.01%

註1：稅後EPS以股本7.58億元計算

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。