

2024 年 4 月 19 日

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	239.50 元
目標價	
3 個月	262.00 元
12 個月	262.00 元

上銀(2049 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

02/20/2024	Buy	243.00
01/18/2024	Trading Buy	213.00
11/23/2023	Buy	215.00
10/19/2023	Buy	207.00
05/11/2023	Trading Buy	228.50

近期車市降溫影響業績動能，評等調整為 Trading Buy。

投資建議：雖然上銀 2Q24 營收有機會高於 2Q23，且預估 1Q~3Q24 營收逐季增加，不過，自動化產業景氣復甦進度及成長動能低於群益先前預估，故群益將上銀的投資建議調整為 Trading Buy。

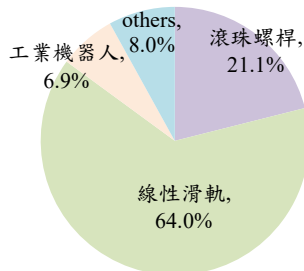
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	3,538
市值(億元)	847
目前每股淨值(元)	98.92
外資持股比(%)	27.36
投信持股比(%)	2.47
董監持股比(%)	12.64
融資餘額(張)	2,802
現金股息配發率(%)	43.48

自動化產業景氣進度未如群益先前預估：觀察日本工具機新增訂單金額、中國汽車出貨量等自動化產業重要指標，群益仍維持 2024 年自動化產業市況逐季回溫，且 1Q24 即為全年景氣低點的看法，惟 2024 年景氣復甦進度及成長動能則低於群益先前預估。首先，2023 年中國汽車出貨 3,004.5 萬輛，YoY+11.90%，創歷史新高，1Q24 中國汽車出貨 663.9 萬輛，YoY+9.27%，群益認為，中國汽車市場需求已回溫，且預估 2Q~4Q24 此一趨勢仍持續。不過，近期車用 IC 等相關零組件訂單能見度轉差，群益認為，整體汽車市場買氣未如 2024 年年初預期樂觀，將影響自動化產業中汽車相關產品出貨展望。

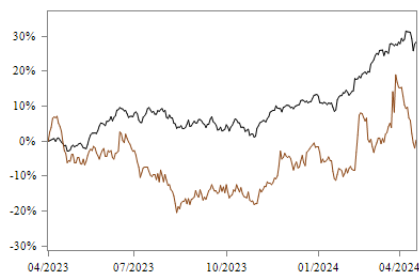
其次，日本工具機新增訂單金額 2023 年為 1.49 兆日圓，YoY-15.52%，3Q23、4Q23 新增訂單金額均不及 3Q22、4Q22，但 4Q23 減少幅度已較 3Q23 縮小。然而，01~02/2024 新增訂單金額為 2,251.68 億日圓，YoY-11.05%，自動化產業景氣觸底進度未如群益先前預估。

產品組合



股價相對大盤走勢

— 2049 — TWSE



訂單能見度由 1.5~2 個月提高至 2~2.5 個月：由於半導體、自動化、新能源等產業需求增溫，加上基礎建設、航太相關大型設備訂單穩定挹注，上銀 03/2024 營收 20.01 億元，MoM+17.43%，為近 6 個月最高，表現優於群益先前預估。上銀並指出，觀察目前接單狀況，線性滑軌、滾珠螺桿的訂單能見度均由先前的 1.5~2 個月提高至 2~2.5 個月，2Q24 營收有機會 2Q23 成長。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	24,633	26,220	28,671	5,734	6,583	6,558	5,758	5,506	6,966	7,155	6,591	6,601
營業毛利淨額	7,655	8,272	9,188	1,742	2,216	2,182	1,516	1,660	2,229	2,315	2,068	2,072
營業利益	2,651	3,051	3,668	569	959	944	179	462	932	985	673	800
稅後純益	2,035	2,400	2,820	445	626	631	333	354	794	728	524	584
稅後 EPS(元)	5.75	6.78	7.97	1.26	1.77	1.78	0.94	1.00	2.24	2.06	1.48	1.65
毛利率(%)	31.08%	31.55%	32.05%	30.38%	33.66%	33.27%	26.33%	30.15%	31.99%	32.35%	31.37%	31.39%
營業利益率(%)	10.76%	11.64%	12.79%	9.93%	14.57%	14.39%	3.10%	8.40%	13.37%	13.76%	10.21%	12.12%
稅後純益率(%)	8.26%	9.15%	9.83%	7.76%	9.51%	9.63%	5.78%	6.42%	11.40%	10.18%	7.95%	8.84%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-15.97%	6.44%	9.35%	2.54%	14.81%	-0.39%	-12.20%	-4.36%	26.51%	2.71%	-7.88%	0.14%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-54.58%	17.94%	17.50%	-3.14%	40.63%	0.87%	-47.30%	6.28%	124.54%	-8.24%	-28.06%	11.38%

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 35.38 億元計算。

企業 ESG 資訊揭露：

上銀因應氣候變遷、溫室氣體乃採取減緩與調適措施，並擬定策略實施短中長期目標，依此實施篩選重大風險與機會，並依據政策與法規、市場與生產製造等面向，分別進行氣候變遷風險分析評估潛在財務衝擊。

上銀使用 IPCC 2007 年全球升溫潛能值，以及環保署公告之國家排放係數，進行 ISO 14064-1 盤查作業，包括營運總部、工二廠、精科二廠、雲科一廠、雲科二廠、雲科三廠、大埔美一廠、大埔美三廠等廠區已陸續完成驗證，上銀並將持續製程改善、綠色生產，並在生產過程中致力於節能減碳，符合對客戶、環境之綠色承諾。

訂單能見度由 1.5~2 個月提高至 2~2.5 個月，1H24 營收有機會高於 1H23：

上銀主要生產滾珠螺桿、線性滑軌等傳動元件，近幾年營收比重分別為 15~25%、50~70%，此外，上銀也跨足工業機器人領域，產品線包括單軸機器人、垂直關節式機器手臂、水平關節式機器手臂(SCARA 機器人)、並聯式機器手臂(Delta 機器人)、晶圓機器手臂等，近幾年營收比重為 5~10%。

上銀已於台中、潭子、雲林等地設廠，群益認為，與 NSK、THK、STAR(Bosch)等同業相較，上銀產品價格競爭力較佳，為爭取訂單的重要利基。上銀的滾珠螺桿主要承接客製化訂單，至於線性滑軌則多屬標準品，故滾珠螺桿的 ASP、毛利率通常均高於線性滑軌。

上銀傳動元件的終端應用包括工具機以及醫療、電子業、光電、半導體、自動化等領域的產業設備，上銀除透過代理商銷售產品外，亦於美國、德國、日本、中國蘇州、韓國、新加坡等地設立子公司負責擴展客源，目前銷售地區以亞洲為主，近幾年營收比重為 60~70%，至於歐洲、台灣、美洲的營收重則分別為 20~30%、5~15%、5~10%。

上銀 03/2024 營收 20.01 億元，MoM+17.43%，為近 6 個月最高，動能主要有二，(1)半導體、自動化、新能源等產業需求增溫，(2)基礎建設、航太相關大型設備訂單穩定挹注。上銀並指出，觀察目前接單狀況，線性滑軌、滾珠螺桿的訂單能見度均由先前的 1.5~2 個月提高至 2~2.5 個月，2Q24 營收均有機會較 2Q23 成長。

近期汽車市場買氣降溫，自動化產業景氣進度未如群益先前預估：

觀察日本工具機新增訂單金額、中國汽車出貨量等自動化產業重要指標，群益仍維持 2024 年自動化產業市況逐季回溫，且 1Q24 即為全年景氣低點的看法，惟 2024 年景氣復甦進度及成長動能則低於群益先前預估。首先，2023 年中國汽車出貨 3,004.5 萬輛，YoY+11.90%，創歷史新高，1Q24 中國汽車出貨 663.9 萬輛，YoY+9.27%，群益認為，中國汽車市場需求已回溫，且預估 2Q~4Q24 此一趨勢仍持續。不過，近期車用 IC 等相關零組件訂單能見度轉差，群益認為，整體汽車市場買氣未如 2024 年年初預期樂觀，將影響自動化產業中汽車相關產品出貨展望。

其次，日本工具機新增訂單金額 2023 年為 1.49 兆日圓，YoY-15.52%，3Q23、4Q23 新增訂單金額均不及 3Q22、4Q22，但 4Q23 減少幅度已較 3Q23 縮小。然而，01~02/2024 新增訂單金額為 2,251.68 億日圓，YoY-11.05%，自動化產業景氣觸底進度未如群益先前預估。

2024 年 4 月 19 日

近期汽車市場需求降溫影響 2024 年業績動能，群益將上銀的投資建議調整為 Trading Buy：

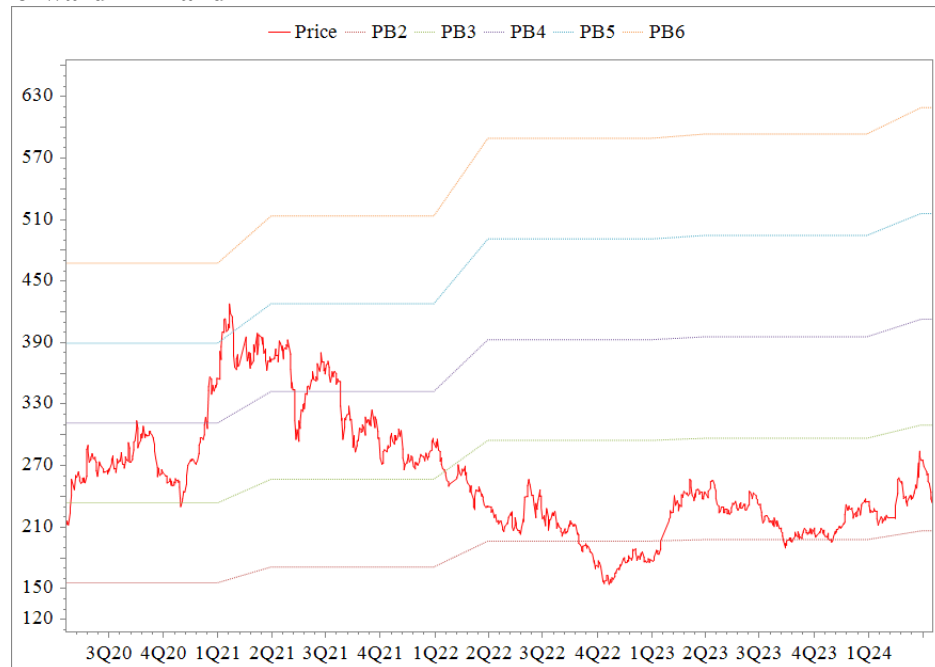
雖然上銀 2Q24 營收有機會高於 2Q23，且預估 1Q~3Q24 營收逐季增加，不過，自動化產業景氣復甦進度及成長動能低於群益先前預估，故群益將上銀的投資建議調整為 Trading Buy。

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 4 月 19 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	51,032	52,140	51,437	53,214	55,188
流動資產	18,553	20,319	19,228	19,616	20,205
現金及約當現金	5,433	7,458	7,564	7,451	7,810
應收帳款與票據	4,270	3,357	3,553	3,631	3,706
存貨	8,323	8,938	7,490	7,655	7,824
採權益法之投資	253	327	378	490	603
不動產、廠房設備	27,354	27,679	28,215	28,415	28,615
負債總計	20,565	17,175	16,322	16,766	17,127
流動負債	13,853	9,410	7,960	8,120	8,364
應付帳款及票據	4,136	2,997	2,839	2,914	3,011
非流動負債	6,712	7,765	8,362	8,571	8,591
權益總計	30,467	34,965	35,114	36,448	38,060
普通股股本	3,408	3,538	3,538	3,538	3,538
保留盈餘	20,681	23,459	23,588	24,922	26,534
母公司業主權益	30,280	34,751	34,998	36,513	38,307
負債及權益總計	51,032	52,140	51,437	53,214	55,188

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	27,265	29,315	24,633	26,220	28,671
營業成本	17,450	18,599	16,978	17,947	19,483
營業毛利淨額	9,815	10,715	7,655	8,272	9,188
營業費用	4,701	5,143	5,004	5,221	5,520
營業利益	5,115	5,572	2,651	3,051	3,668
EBITDA	6,867	8,152	4,998	5,653	6,652
業外收入及支出	-653	192	-173	-21	-21
稅前純益	4,475	5,818	2,540	3,030	3,647
所得稅	1,320	1,506	709	812	1,009
稅後純益	3,532	4,479	2,035	2,400	2,820
稅後 EPS(元)	9.98	12.66	5.75	6.78	7.97
完全稀釋 EPS**	9.98	12.66	5.75	6.78	7.97

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 35.38【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 35.38 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	28.21%	7.52%	-15.97%	6.44%	9.35%
營業毛利淨額	69.51%	9.17%	-28.56%	8.06%	11.07%
營業利益	195.22%	8.95%	-52.43%	15.11%	20.21%
稅後純益	83.04%	26.81%	-54.58%	17.94%	17.50%
獲利能力分析(%)					
毛利率	36.00%	36.55%	31.08%	31.55%	32.05%
EBITDA(%)	25.19%	27.81%	20.29%	21.56%	23.20%
營益率	18.76%	19.01%	10.76%	11.64%	12.79%
稅後純益率	12.96%	15.28%	8.26%	9.15%	9.83%
總資產報酬率	6.92%	8.59%	3.96%	4.51%	5.11%
股東權益報酬率	11.59%	12.81%	5.79%	6.58%	7.41%

償債能力檢視

負債比率(%)	40.30%	32.94%	31.73%	31.51%	31.03%
負債/淨值比(%)	67.50%	49.12%	46.48%	46.00%	45.00%
流動比率(%)	133.93%	215.92%	241.56%	241.56%	241.56%

其他比率分析

存貨天數	151.87	169.37	176.59	154.00	145.00
應收帳款天數	71.03	47.48	51.19	50.00	46.70

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	8,160	6,078	4,770	5,033	6,020
稅前純益	4,475	5,818	2,540	3,030	3,647
折舊及攤銷	2,236	2,202	2,326	2,342	2,359
營運資金變動	781	-841	1,094	-168	-147
其他營運現金	669	-1,101	-1,190	-172	161
投資活動現金	-2,385	-2,203	-2,846	-2,077	-2,072
資本支出淨額	-2,253	-2,153	-2,872	-2,000	-2,000
長期投資變動	19	0	69	0	0
其他投資現金	-151	-50	-44	-77	-72
籌資活動現金	-2,838	-1,921	-1,800	-1,068	-1,589
長借/公司債變動	-1,936	847	558	208	20
現金增資	0	2,075	0	0	0
發放現金股利	-662	-1,534	-1,946	-884	-1,026
其他籌資現金	-240	-3,310	-413	-392	-583
淨現金流量	2,829	2,025	106	1,887	2,359
期初現金	2,604	5,433	7,458	7,564	9,451
期末現金	5,433	7,458	7,564	9,451	11,810

資料來源：CMoney、群益

2024 年 4 月 19 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	5,592	5,734	6,583	6,558	5,758	5,506	6,966	7,155	6,591	6,601	7,321	7,586
營業成本	3,769	3,992	4,368	4,376	4,242	3,846	4,737	4,840	4,524	4,529	4,969	5,109
營業毛利淨額	1,823	1,742	2,216	2,182	1,516	1,660	2,229	2,315	2,068	2,072	2,352	2,477
營業費用	1,323	1,173	1,257	1,238	1,337	1,198	1,297	1,331	1,395	1,272	1,358	1,401
營業利益	500	569	959	944	179	462	932	985	673	800	995	1,076
業外收入及支出	80	21	-88	-151	107	-7	-21	5	2	-7	-21	5
稅前純益	580	590	872	793	286	455	910	989	675	793	974	1,080
所得稅	169	188	292	247	-18	145	162	309	197	252	187	337
稅後純益	459	445	626	631	333	354	794	728	524	584	832	791
最新股本	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538
稅後EPS(元)	1.30	1.26	1.77	1.78	0.94	1.00	2.24	2.06	1.48	1.65	2.35	2.24
獲利能力(%)												
毛利率(%)	32.60%	30.38%	33.66%	33.27%	26.33%	30.15%	31.99%	32.35%	31.37%	31.39%	32.13%	32.65%
營業利益率(%)	8.94%	9.93%	14.57%	14.39%	3.10%	8.40%	13.37%	13.76%	10.21%	12.12%	13.59%	14.18%
稅後純益率(%)	8.22%	7.76%	9.51%	9.63%	5.78%	6.42%	11.40%	10.18%	7.95%	8.84%	11.37%	10.43%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-29.40%	2.54%	14.81%	-0.39%	-12.20%	-4.36%	26.51%	2.71%	-7.88%	0.14%	10.91%	3.62%
營業利益	-70.06%	13.83%	68.53%	-1.57%	-81.06%	158.61%	101.53%	5.68%	-31.64%	18.83%	24.39%	8.12%
稅前純益	-68.42%	1.70%	47.69%	-9.05%	-63.94%	59.30%	99.97%	8.67%	-31.73%	17.37%	22.81%	10.97%
稅後純益	-67.80%	-3.14%	40.63%	0.87%	-47.30%	6.28%	124.54%	-8.24%	-28.06%	11.38%	42.59%	-4.95%
YoY(%)												
營業收入淨額	-16.47%	-24.22%	-20.06%	-17.21%	2.96%	-3.97%	5.82%	9.11%	14.48%	19.87%	5.09%	6.01%
營業利益	-57.12%	-63.49%	-47.98%	-43.47%	-64.25%	-18.77%	-2.86%	4.29%	276.50%	72.99%	6.78%	9.25%
稅前純益	-8.79%	-66.41%	-46.96%	-56.86%	-50.74%	-22.84%	4.47%	24.81%	136.32%	74.12%	6.93%	9.20%
稅後純益	-22.35%	-67.45%	-48.95%	-55.76%	-27.60%	-20.56%	26.85%	15.39%	57.52%	65.10%	4.84%	8.60%

註1：稅後EPS以股本35.38億元計算

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。