

2024 年 5 月 2 日

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價	174.50 元
目標價	
3 個月	188.00 元
12 個月	188.00 元

力成(6239 TT)

Trading Buy

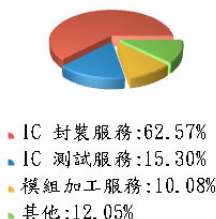
近期報告日期、評等及前日股價

01/31/2024	Neutral	148.50
12/28/2023	已達目標價	
10/25/2023	買進	107.50
07/26/2023	中立	110.00
04/26/2023	區間操作	92.00

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	7,591
市值(億元)	1,325
目前每股淨值(元)	72.28
外資持股比(%)	45.24
投信持股比(%)	25.97
董監持股比(%)	6.47
融資餘額(張)	3,143
現金股息配發率(%)	65.30

產品組合



股價相對大盤走勢



營運平穩成長，建議 Trading Buy，目標價 188 元。

投資建議：地緣政治議題及通貨膨脹居高不下，減緩全球經濟成長復甦力道。企業面臨高能源費用、高利率及高不確定性等挑戰。存貨持續調節，不過新創科技將大幅引領產業需求。力成預估 1Q24 會是低點，2Q24 將在新增客戶大量量產及現有客戶需求回復下慢慢回升，力成樂觀看待 2H24 及 2025 年營運，期待記憶體產業跌深強力反彈，預估力成 2024 年稅後 EPS 10.22 元。力成在新產品量產增加下，抵銷處份西安廠的不利因素，營運將可平穩成長，因此調升至 Trading Buy，目標價 188 元(PER18X)。

1Q24 稅後 EPS 2.29 元：客戶大都以急單為主。力成 1Q24 營收為 183.29 億元，QoQ-3.70%，其中力成母公司部份為 148.49 億元，QoQ-4.24%。1Q24 DRAM 佔總營收比重下滑至 24%。NAND Flash 增加至 28%。SiP/Module 佔營收比重增加至 11%，邏輯則比重微幅下滑至 36%。毛利率下滑主要是因為產能利用率下滑，1Q24 產能利用率從 4Q23 的 70%，下滑至 60~70%，力成 1Q24 毛利率減少 2.55 個百分點至 17.99%。業外較 4Q23 大幅下滑，是因為 4Q23 力成處分蘇州廠，貢獻 EPS 約新台幣 3.5 元/股。力成 1Q24 稅後 EPS 2.29 元。

預估 2Q24 稅後 EPS 2.29 元：地震對客戶需求與生產無影響。資料中心、高效能運算應用預期在 2Q24 將有較積極的成長，AI 相關應用如 AI server、AI PC、AI 手機等將在 2H24 帶動記憶體需求，運算需求越高，記憶體的需求量也較多。力成 HBM 專案開發也進行中，有機會在 4Q24 與 1Q25 陸續量產 HBM 產品，主要是和日本客戶合作開發。NAND 和 SSD 預期在手機換機潮與 AI 帶動的相關應用，將推升 NAND 業務於 2Q24 後逐步回升，SSD 需求也將於 2024 年回升，SSD 組裝業務將在穩健中尋求持續成長的契機。力成西安廠將出售給 Micron(MU US)，將於 06/28/2024 完成交割。西安封測廠的土地及廠房為 Micron 所有，人員及機器為力成資產，合約終止後機器設備將以帳面價值轉移，無處分損益。預估力成 2Q24 稅後 EPS 2.29 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	70,441	82,562	89,419	18,403	15,741	17,218	18,449	19,034	18,329	19,586	21,785	22,862
營業毛利淨額	12,609	15,909	16,885	3,170	2,534	2,889	3,276	3,910	3,297	3,653	4,301	4,658
營業利益	8,154	10,669	11,355	2,125	1,712	1,841	2,017	2,584	2,045	2,353	3,088	3,182
稅後純益	8,009	7,760	7,913	1,349	1,127	1,343	1,573	3,965	1,737	1,736	2,130	2,156
稅後 EPS(元)	10.55	10.22	10.42	1.78	1.49	1.77	2.07	5.22	2.29	2.29	2.81	2.84
毛利率(%)	17.90%	19.27%	18.88%	17.23%	16.10%	16.78%	17.76%	20.54%	17.99%	18.65%	19.74%	20.37%
營業利益率(%)	11.58%	12.92%	12.70%	11.55%	10.87%	10.69%	10.93%	13.58%	11.16%	12.02%	14.17%	13.92%
稅後純益率(%)	11.37%	9.40%	8.85%	7.33%	7.16%	7.80%	8.53%	20.83%	9.48%	8.87%	9.78%	9.43%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-16.07%	17.21%	8.31%	-14.13%	-14.47%	9.38%	7.15%	3.17%	-3.70%	6.86%	11.23%	4.94%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-7.81%	-3.11%	1.97%	-43.67%	-16.42%	19.12%	17.13%	152.05%	-56.19%	-0.04%	22.68%	1.23%

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 75.91 億元計算。

2024 年 5 月 2 日

力成 ESG：

(一)力成依據 TCFD 的框架，透過治理、策略、風險管理、指標和目標等四項核心要素，進行氣候變遷的風險與機會鑑別，並根據鑑別結果訂立因應措施，藉以降低氣候風險的衝擊，並掌握氣候機會帶來的效益。

1.以 TCFD 架構檢視氣候變遷的情境分析、識別對企業營運所帶來的風險與機會。2.每年實施 ISO14064 溫室氣體盤查，了解排放源與排放量。3.倡議 SBT 科學減碳目標及每年揭露 CDP，持續落實與改善。4.主要二氧化碳排放皆來自用電，因此，擬定綠電目標及使用再生能源政策，降低用電量。5.制定節能減碳目標，運行於各生產區，2021 年執行共 130 項節能減碳措施，藉以達到減少能源耗損及溫室氣體排放。

(二)1.力成科技主要二氧化碳排放皆來自用電，2021 年度共計節電 13,036,455kWh，約 46,931.2 焦耳 (GJ)，達到減少 1%用電量的節電目標。2.規劃在 2025 年達到 10%綠電設置量，以及朝向 2050 年達到淨零排放之目標前進。

(三)力成積極實施節能與溫室氣體減量活動，每年訂定節能目標及提升用電效率，也提供相關的推行措施鼓勵、實質獎勵主管及員工共同參與節約能源，連結 SDGs-13 目標－氣候行動之對抗氣候變遷及其影響。1.2021 年力成台灣共計減少用電量約 13,036,365 kWh，約減少 6,544 噸二氧化碳當量的排放。2.針對廠區內執行共 130 項節能減碳措施，藉以達到減少能源耗損及溫室氣體排放。3.2022 年已陸續建置太陽能發電設備並將於 2023 年開始供電，再生能源供應商亦於 2023 年供應綠電並提供所取得的綠電憑證，預期可使用 750 萬度綠電。4.朝向 2050 年達到淨零排放之目標前進

(四)企業產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果。1.每年達到節電 1%的目標，持續減少用電量。2.提升能源使用效率，由 2021 年 68.5(元/kWh)提升至 68.2(元/kWh)，上升 4%。3.力成竹科三廠(P11B)新廠於 2H21 落成啟用，廠區具有綠建築合格證。4.開發出面板級扇出型封裝 (Fan-Out Panel-Level Packaging, FOPLP) 先進製程，因應終端產品所需功能與效能日益增加，扇出型封裝製程以重分佈層技術可將封裝技術延伸至異質整合，得以讓更多晶片達到高度整合、薄型化、高可靠度、散熱佳及電氣性能更優秀等功能。相較於晶圓級扇出型封裝(Fan-Out Wafer-Level Package, FOWLP)可減少不完整邊緣晶片(Edge Die)耗損問題，並大幅提升面積使用率(FOPLP:95% > FOWLP:85%)及產能(同尺寸面板較晶圓多 1.4 倍)，具有顯著提高生產效率及降低成本之優異表現，更具省電、更環保。

進入淡季，力成 1Q24 營收 183.29 億元，QoQ-3.70%，稅前淨利 27.19 億元，QoQ-50.39%，稅後 EPS 2.29 元：

景氣仍受整體經濟影響，全球供應鏈重組趨勢，朝向區域化，短鏈化發展，全球貿易前景不確定性升高。地緣政治隱憂，區域戰爭短期間內不易解決，衝擊能源供應，影響產業民生。主要歐美國家通膨壓力雖略有降溫，惟仍偏高，牽動經濟與金融情勢。疫情前的 lead time 大概約 9 個月，但在疫情後，縮短至 3 個月，因為之前庫存調整 1 年，所以客戶不願多少單，大都以急單為主。力成 1Q24 營收為 183.29 億元，QoQ-3.70%，其中力成母公司部份為 148.49 億元，QoQ-4.24%。

2024 年 5 月 2 日

1Q24 記憶體方面，DRAM 方面，標準型 DRAM 的需求維持穩定，YoY+7~9%，手機用 DRAM 出貨量成長優於預期，來自華為等訂單增加，QoQ+double digits。雖然近期車用需求較差，但 YoY 營收還是呈現成長。NAND Flash 部分，NAND Flash 主要成長來自 SSD，SSD 出貨量增加來自急單挹注，但中低階手機持續面臨庫存調整。邏輯業務，1Q24 超豐營收 34.80 億元，QoQ-3.48%，僅微幅衰退，超豐生意從 2022 年開始掉，2023 年則是因國際客戶調庫存，但 2024 年開始慢慢地就起來，特別是大陸一些客戶的急單，手機和 PC 庫存都消耗差不多。此外本身力成新產品量產，營收往上，Tera Probe/TeraPower 需求仍不錯。

力成整體產品營收比重方面，1Q24 DRAM 佔總營收比重從 4Q23 的 26% 下滑至 24%，西安廠 Commodity DRAM 的貢獻穩定。NAND Flash 佔力成營收比重從 27% 增加至 28%。SiP/Module 佔營收比重增加至 11%，邏輯則佔 4Q23 營收比重微幅下滑至 36%。若以產品項目來看，測試佔營收比重 21%，產能利用率較 4Q23 減少，SiP/Module 佔營收比重增維持 11%，主要是因為 SSD 急單，Package 佔營收比重維持 68%。

毛利率下滑主要是因為產能利用率下滑，1Q24 產能利用率從 4Q23 的 70%，下滑至 60~70%，力成 1Q24 毛利率減少 2.55 個百分點至 17.99%。業外部份，主要是新台幣貶值的匯兌益，較 4Q23 大幅下滑，是因為 4Q23 力成處分蘇州廠，處分利益合計 7,947 萬美元，貢獻 EPS 約新台幣 3.5 元/股。力成 1Q24 稅前淨利 27.19 億元，QoQ-50.39%，稅後 EPS 2.29 元。

力成集團將 2024 年整個集團資本支出從 100 億元上調至 150 億元，著重在 Bumping 和 HBM 等高階產能投資：

客戶減產與調整庫存，力成 2023 年資本支出約為 74.5 億，YoY-60%，為全力衝刺 AI 用 HBM 封測與先進封裝商機，力成將 2024 年資本支出從 100 億元增加至 150 億，YoY+101.34%，調升至 150 億主要用於 TSV for HBM、FCBGA、testing。資本支規劃方面，100 億投資在力成本身，其中 60% 用於 HBM 相關，擴充的產能可支援至 2025 年中；50 億則投資在超豐/Tera Probe/TeraPower，

熊本廠和台灣廠如期擴充，因為車用電子將從 40nm 轉至 28nm，未來測試時間會變長，需要更先進的機台，因此資本支出較高。若以項目來看，封裝將高於測試。2024 年資本支出部份還是會放在先進製程為主，包括 Wafer Level CSP，及已量產的 Flip Chip 新產品和 SiP 等，如 Bumping 或 HBM 相關。竹科分公司現在主要提供晶圓級封裝、IC 封裝及先進 3D-IC 模組封裝，測試開發與服務。由於高階的機台需要 8 個月到 1 年 lead time，為配合新業務，預估力成 2025 年資本支出將會維持在 100~150 億元。

全力衝刺 AI 必備的高頻寬記憶體（HBM）封測與先進封裝商機，並在當紅的 HBM 領域已有兩、三個客戶洽談中，因應訂單與擴產資金需求，2024 年資本支出由原訂 100 億元調高至 150 億元，調幅高達五成，增幅為本土封測廠之冠，並較去年大增逾一倍。

12 吋 Bumping 產能，台灣部份為 110K wafer/月，主要產品為 Graphic Memory, HPC 等等。12 吋高階電鍍 Bumping 服務為 Flip Chip 與 Wafer level package 的關鍵製程之一，Flip chip 產能 60M/月，將會持續擴充，memory

2024 年 5 月 2 日

產品的 controller 大都會採用 FC 的 solution，high-end AI 應用 FCBGA、大顆的 FC 都很熱門，預計 2Q24 設備將會陸續送達。TSV 則以影像處理為主，運用之前和聯電、Elpida(Micron)合作的 TSV 產能和技術發展 WLCSP 用於醫療(全球基因定序檢測龍頭 illumina)、監控、自動化及工業用的 CIS CSP 從 4Q23 開始小量生產(LVM)，2024 年開始量產(HVM)，已經從最早消費性安全監控跨入工業用和車用(TOF)。2Q24 起將有更多來自不同客戶的專案引入 PTI。公司的良率達 95% 以上，優於同業 85%，因為是採 TSV 技術，所以 die size 比較小。力成很早就發展 21 吋(510X515)Panel Level Fan-out，Panel 是 12 吋 wafer 面積的 3.4~3.5 倍。Fan-out 最大月產能將可達到 40~45K/月 panel，約 120K 片 12 吋晶圓，現在群創做 power module 部份，力成已量產 4 年。力成除提供 FOPLP，也有 FOWLP，主要是因應客戶的需求。晶圓廠主要是 1um 以下，OSAT 廠則是 2~5um。而 SMT 產線主要是支援 SiP，現在是以 SSD 和記憶體模組為主，近期加入 power module(功率模組)，力成是從 Bumping 開始，一條龍的供給。不過 SMT 線 lead-time 很短，長則 5 天，短則 3 天，未來還是要觀察市場的情況，調整資本支出。

折舊費用方面，2022 年折舊費用較 2021 年 145 億元略為增加至 148 億元，2023 年折舊費用約 136 億元，由於 2023 年資本支出折舊大幅下滑，預估 2024 年折舊費用 120 億元。

終端需求恢復，預估力成 2Q24 營收 195.86 億元，QoQ+6.86%，稅前淨利 27.50 億元，QoQ+1.13%，稅後 EPS 2.29 元：

力成表示全球半導體庫存調整近尾聲，終端應用產品出貨恢復正成長，對經濟成長正面看待。半導體供應鏈朝區域化持續發展，不過俄烏戰爭持續，中東局勢緊張，除牽動能源供應，亦對半導體產業帶來新一波的衝擊。

DRAM 方面，2Q24 PC、手機、消費性產品需求逐漸增溫下，業績將較 1Q24 成長。地震對客戶需求與生產無影響。資料中心、高效能運算應用預期在 2Q24 將有較積極的成長，AI 相關應用如 AI server、AI PC、AI 手機等將在 2H24 帶動記憶體需求，運算需求越高，記憶體的需求量也較多。力成 HBM 專案開發也進行中，有機會在 4Q24 與 1Q25 陸續量產 HBM 產品，主要是和日本客戶合作開發。NAND 和 SSD 預期在手機換機潮與 AI 帶動的相關應用，將推升 NAND 業務於 2Q24 後逐步回升，SSD 需求也將於 2024 年回升，SSD 組裝業務將在穩健中尋求持續成長的契機。

邏輯晶片方面，1Q24 需求開始回升，預期 2Q24 將出現成長契機，主要需求動能來自智慧手機、AI、HPC、電動車等應用。持續看好覆晶封裝 Flip Chip 及先進封測技術客戶開發，邏輯封裝新產品包括覆晶封裝 FCBGA，扇外型封裝，電源模組 power modules 等，將逐步提升力成邏輯產品營收。1Q24 TeraProbe/TeraPower 營收將是全年低點，預期 2024 年業績將逐季成長。消費性應用晶片，將由底部緩步回升。汽車晶片 1Q24 持平，預期 2Q24 將恢復成長動能，伺服器晶片 2H24 成長。

毛利率則是受惠產能利用率成長，封裝 1Q24 的 60~70%，2Q24 約 70~75%；測試則 1Q24 約 50%，2Q24 為 55%；SMT 1Q24 的 70~80%，2Q24 則為 75%-85%。

力成西安廠將出售給 Micron(MU US)，將於 06/28/2024 完成交割。西安封測廠的土地及廠房為 Micron 所有，人員及機器為力成資產，合約終止後機

2024 年 5 月 2 日

器設備將以帳面價值轉移，無處分損益。預估力成 2Q24 營收 2Q24 營收 195.86 億元，QoQ+6.86%，稅前淨利 27.50 億元，QoQ+1.13%，稅後 EPS 2.29 元。

西安廠將出售給 Micron(MU US)，預估力成 2024 年營收為 825.62 億元，YoY+17.21%，稅前淨利 123.59 億元，YoY-2.62%，稅後 EPS 10.22 元：

力成記憶體客戶集中度高，受單一客戶的影響較大。力成在記憶體產業耕耘以久，記憶體產業寡佔的特色也不易改變，記憶體廠和封測廠的關係緊密，也不易動搖，記憶體產業一向波動很大，因此力成 2012 年開始就不斷擴產邏輯新應用產品。力成近幾年積極從記憶體封測跨足邏輯 IC 封測，集團提供全方位產業封測服務，日月光(3711 TT)、AMKOR(AMKR US)是力成在技術與產能的目標。記憶體封測是力成本業，力成將繼續努力維持記憶體 OSAT 世界第一。DRAM 除與現有客戶加強合作外，爭取與 Mobile 及 Consumer 供應商合作機會、分散風險。Flash-深耕目前策略夥伴的合作關係，配合客戶擴充產能、投資先進技術與策略夥伴共存共榮。整合旗下 3 家公司資源，超豐持續專注封測中低端產品，持續擴建產能增加市佔率。Tera Probe/Terapower -加強與日本、台灣及歐美等國際客戶合作，拓展邏輯晶圓及成品測試。力成科技-以既有的記憶體先進封測技術為基礎，積極拓展高階邏輯及異質整合的客戶及產品。

西安廠將出售給 Micron(MU US)，總交易金額預計為 5,143.6 萬美元(約新台幣近 16 億元)，將於 06/28/2024 完成交割。力成已收到 Micron 將執行購買力成西安廠資產權利的通知，已召集臨時董事會核議此資產買賣交易案，雙方有 1 年的執行資產移轉交割過渡期，也就是 06/28/2024 會正式交割，屆時力成將無西安廠營收。力成與 Micron 在西安封測廠的合作合約早在 04/2022 到期，力成同時也開始在台灣重建擴充新的 WBGA 產能。目前力成西安和 Micron 合約是每 3 個月續約一次。現在西安封測廠的土地及廠房為 Micron 所有，人員及機器為力成資產，合約終止後機器設備將以帳面價值轉移，無處分損益，人員若資遣則由 Micron 與力成各負責一半，力成已按規定提列相關準備，對獲利影響甚微。目前西安廠佔力成單月合併營收 5 億左右，預計將影響力成 2024 年 6 個月共 30 億元營收，且毛利率低於公司平均毛利率，因此對力成整體獲利影響有限。即使西安廠賣給 Micron，力成與 Micron 仍保有長期的合作夥伴關係，力成還是有 Micron 訂單。此外，力成蘇州成立於 2009 年，原為美國 Spansion 的子公司，專注於手機使用多晶片封裝(MCP)的封測業務，原本收購此廠的目標，是希望能成為提供中國 MCP 封測內需的領導廠商，並協助拓展中系客戶封測業務。力成蘇州對力成每月合併營收貢獻約 1~2 億元，因此即使出售部份股權對力成的未來獲利影響不大。

2024 年力成將受惠新產品推出抵銷西安廠被處份的不利因素，新終端產品陸續推出如新型手機、AI servers、EV car，皆將於 2024 帶來新需求，預計 2Q24 將會是需求反轉契機。1)以 TSV 連結的 CIS CSP 不管是否有附光學玻璃鏡片均可以開始量產，客戶認證在 10~11/2023 通過，CIS CSP 將從 4Q23 開始小量生產(LVM)，從 2024 年開始量產(HVM)。2Q24 起將有更多來自不同客戶的專案引入 PTI。公司的良率達 95%以上，優於同業 85%，因為是採 TSV 技術，所以 die size 比較小。力成剛開始是做 Via last 和 Elpida 合作開發，之前用機械式(Disco)研磨，精細度較低，研磨機一台約 4,000~5,000 萬元，不過展望未來趨勢，公司投資晶圓廠使用的 CMP，一台 CMP 要台幣 2

2024 年 5 月 2 日

億元，因此 2024 年中力成將具有記憶體 Via middle 晶圓 Via reveal 之能力，結合原本力成 HBM 堆疊技術，力成將成為少數 OSAT 具備 HBM Via middle 封裝能力的公司。專案開發進行中，力成有機會在 4Q24 與 1H25 陸續量產 HBM 產品。HBM 領域已有兩、三個客戶洽談中，跟日本 Fabless 合作，solution 不太一樣需要花點時間，客戶仍在驗證技術，個別客戶 HBM 牽涉良率問題，不太可能會把整個產品外包，但力成可以做 bumping、後段封裝等，此部份 2024 營收貢獻有限，2025 年營收將較明顯。

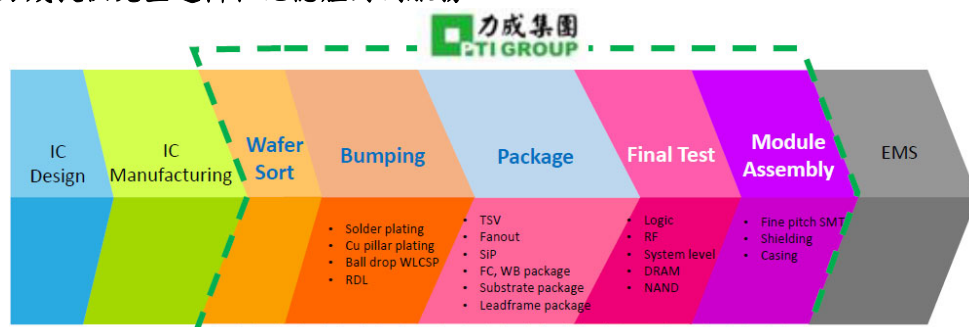
2)多年來開發的大面板尺寸 FO Chip first、Chip last、Chip middle 等先進 2.5D/3D 封裝將開始迎接新應用的到來。TSMC Interposer 線寬少於 1um，約 0.4um，大部份 OSAT 沒有辦法達到這個精細度，因此力成與華邦電(2344 TT)結盟開發細線寬、細 TSV 直徑的 Si interposer，結合已有的先進封裝堆疊技術，預期 2024 年底能提供客戶類 TSMC CoWoS 的選項，最快 2H24~2025 才有營收貢獻。

3)APU 使用的 HB POP-b 在 4Q23 小量生產(LVM)及 1Q24 量產(HVM)，小晶片大尺寸採用 FCBGA 解決方案，在 04/2024 小量生產(LVM)。小晶片(Chiplet)大尺寸採用 FCBGA(80mmX80mm)，如 SOC 可能用 N5/N3 製程，但旁邊的 controller 或 IO 是用 N28，共同封裝在 ABF 載板上，100~200 美元/片 20 幾層 ABF 將由客戶 consign，力成僅提供服務。

4)用於人工智慧、伺服器、電動汽車等的電源模組/電源塔 1Q24 小量生產(LVM)，2Q24 量產(HVM)，公司是利用原有 SSD 技術，一台 EV 有 20 幾個 power module，未來營收貢獻不小。而用於 AI 伺服器的 Power Module 將在 2Q24 底開始量產，已與客戶討論近一年的時間，花很多工程資源，可以說最成熟的技術，預期在 3Q24 底至 4Q24 初量會逐漸增加。

地緣政治議題及通貨膨脹居高不下，減緩全球經濟成長復甦力道。企業面臨高能源費用、高利率及高不確定性等挑戰，不過新創科技將大幅引領產業需求。力成預估 1Q24 會是低點，2Q24 將在新增客戶大量量產及現有客戶需求回復下慢慢回升，力成樂觀看待 2H24 及 2025 年營運，期待記憶體產業跌深強力反彈，邏輯營收可望 YoY+25~30%。預估力成 2024 年營收為 825.62 億元，YoY+17.21%，稅前淨利 123.59 億元，YoY-2.62%，稅後 EPS 10.22 元。

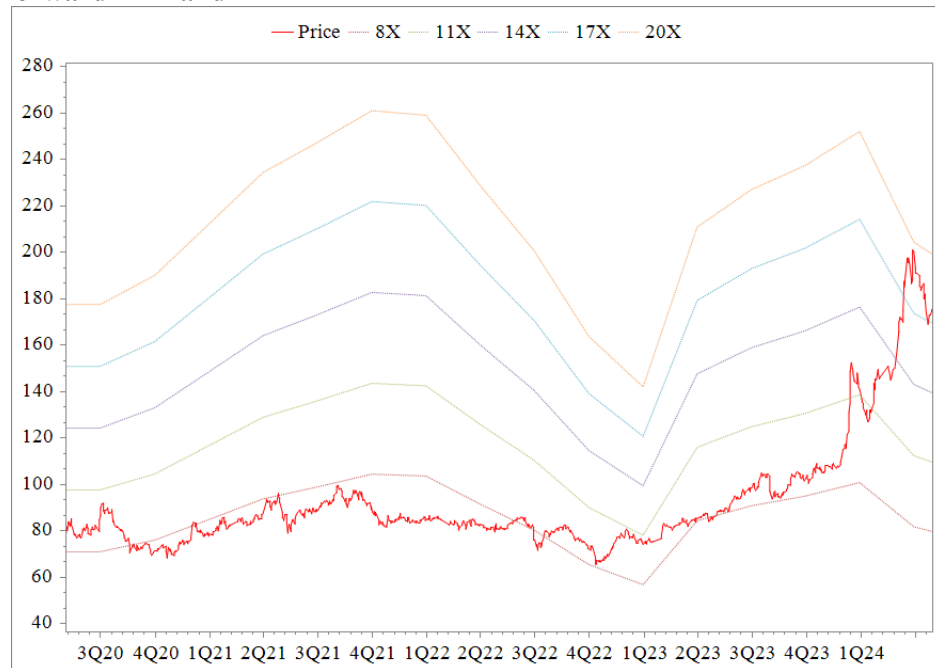
力成提供完整邏輯和記憶體封測服務



資料來源：力成，群益預估彙整

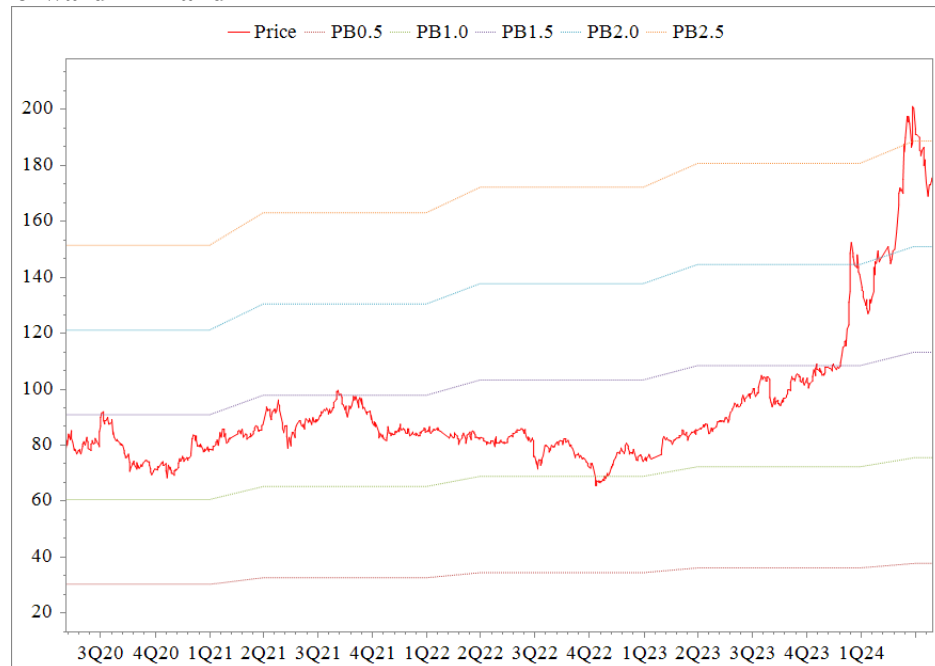
2024 年 5 月 2 日

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 5 月 2 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	118,587	118,969	111,155	126,122	130,458
流動資產	51,959	49,777	48,194	61,313	41,890
現金及約當現金	22,614	20,373	21,080	25,942	17,987
應收帳款與票據	17,975	14,347	16,679	16,343	15,286
存貨	6,768	10,753	6,681	19,042	3,943
採權益法之投資	--	0	1,174	1,174	5,427
不動產、廠房設備	63,237	64,818	56,924	58,770	60,668
負債總計	55,281	52,646	42,048	52,731	51,722
流動負債	23,319	19,615	16,508	29,738	12,670
應付帳款及票據	6,899	5,594	5,077	7,351	6,157
非流動負債	31,962	33,031	25,540	20,719	37,972
權益總計	63,306	66,323	69,106	73,391	78,736
普通股股本	7,791	7,591	7,591	7,591	7,591
保留盈餘	43,574	45,551	48,242	52,527	57,871
母公司業主權益	49,507	52,289	54,870	57,315	60,369
負債及權益總計	118,587	118,969	111,155	126,122	130,458

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	24,649	22,923	19,682	29,921	19,300
稅前純益	14,705	13,640	12,043	12,359	12,797
折舊及攤銷	14,052	14,855	13,614	12,588	12,104
營運資金變動	-3,275	-1,662	1,224	-9,751	14,961
其他營運現金	-834	-3,910	-7,199	14,725	-20,561
投資活動現金	-14,059	-18,927	-5,303	-7,122	-23,825
資本支出淨額	-14,198	-18,402	-8,775	-7,450	-7,289
長期投資變動	383	277	3,296	329	1,071
其他投資現金	-244	-802	177	-2	-17,608
籌資活動現金	-8,716	-6,761	-13,530	-17,936	-3,430
長借/公司債變動	-2,205	400	-6,747	-4,821	17,253
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-3,856	-5,086	-5,231	-5,314	-4,859
其他籌資現金	-2,654	-2,075	-1,551	-7,801	-15,825
淨現金流量	1,594	-2,241	706	4,863	-7,955
期初現金	21,020	22,614	20,373	21,080	25,942
期末現金	22,614	20,373	21,080	25,942	17,987

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	83,794	83,927	70,441	82,562	89,419
營業成本	64,499	66,551	57,832	66,653	72,534
營業毛利淨額	19,295	17,376	12,609	15,909	16,885
營業費用	4,770	4,928	4,455	5,241	5,530
營業利益	14,525	12,448	8,154	10,669	11,355
EBITDA	28,939	28,641	25,642	25,395	29,705
業外收入及支出	134	1,082	3,547	1,690	1,441
稅前純益	14,705	13,640	12,043	12,359	12,797
所得稅	2,980	2,888	2,534	2,760	2,594
稅後純益	8,898	8,687	8,009	7,760	7,913
稅後 EPS(元)	11.72	11.44	10.55	10.22	10.42
完全稀釋 EPS**	11.72	11.44	10.55	10.22	10.42

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 75.91【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 75.91 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	9.99%	0.16%	-16.07%	17.21%	8.31%
營業毛利淨額	28.39%	-9.94%	-27.43%	26.18%	6.13%
營業利益	35.52%	-14.30%	-34.50%	30.85%	6.44%
稅後純益	33.56%	-2.38%	-7.81%	-3.11%	1.97%

獲利能力分析(%)

毛利率	23.03%	20.70%	17.90%	19.27%	18.88%
EBITDA(%)	34.54%	34.13%	36.40%	30.76%	33.22%
營益率	17.33%	14.83%	11.58%	12.92%	12.70%
稅後純益率	10.62%	10.35%	11.37%	9.40%	8.85%
總資產報酬率	7.50%	7.30%	7.20%	6.15%	6.07%
股東權益報酬率	14.06%	13.10%	11.59%	10.57%	10.05%

償債能力檢視

負債比率(%)	46.62%	44.25%	37.83%	41.81%	39.65%
負債/淨值比(%)	87.32%	79.38%	60.85%	71.85%	65.69%
流動比率(%)	222.82%	253.77%	291.94%	206.18%	330.63%

其他比率分析

存貨天數	33.23	48.05	55.01	70.43	57.83
應收帳款天數	71.31	70.28	80.38	72.99	64.55

2024 年 5 月 2 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	21,430	18,403	15,741	17,218	18,449	19,034	18,329	19,586	21,785	22,862	20,033	21,083
營業成本	17,269	15,233	13,207	14,329	15,173	15,123	15,032	15,933	17,484	18,204	16,690	17,160
營業毛利淨額	4,162	3,170	2,534	2,889	3,276	3,910	3,297	3,653	4,301	4,658	3,343	3,923
營業費用	1,325	1,045	822	1,048	1,259	1,327	1,252	1,299	1,213	1,476	1,184	1,252
營業利益	2,837	2,125	1,712	1,841	2,017	2,584	2,045	2,353	3,088	3,182	2,159	2,671
業外收入及支出	738	-162	32	387	574	2,897	674	397	291	328	292	397
稅前純益	3,575	1,963	1,743	2,228	2,591	5,481	2,719	2,750	3,379	3,511	2,451	3,067
所得稅	753	377	319	489	598	1,128	612	632	745	770	490	648
稅後純益	2,395	1,349	1,127	1,343	1,573	3,965	1,737	1,736	2,130	2,156	1,537	1,916
最新股本	7,591	7,591	7,591	7,591	7,591	7,591	7,591	7,591	7,591	7,591	7,591	7,591
稅後EPS(元)	3.15	1.78	1.49	1.77	2.07	5.22	2.29	2.29	2.81	2.84	2.02	2.52

獲利能力(%)

毛利率(%)	19.42%	17.23%	16.10%	16.78%	17.76%	20.54%	17.99%	18.65%	19.74%	20.37%	16.69%	18.61%
營業利益率(%)	13.24%	11.55%	10.87%	10.69%	10.93%	13.58%	11.16%	12.02%	14.17%	13.92%	10.78%	12.67%
稅後純益率(%)	11.17%	7.33%	7.16%	7.80%	8.53%	20.83%	9.48%	8.87%	9.78%	9.43%	7.67%	9.09%

QoQ(%)

營業收入淨額	-7.88%	-14.13%	-14.47%	9.38%	7.15%	3.17%	-3.70%	6.86%	11.23%	4.94%	-12.37%	5.24%
營業利益	-29.92%	-25.09%	-19.47%	7.57%	9.56%	28.10%	-20.85%	15.08%	31.21%	3.05%	-32.17%	23.73%
稅前純益	-19.41%	-45.10%	-11.20%	27.82%	16.31%	111.51%	-50.39%	1.14%	22.89%	3.88%	-30.18%	25.15%
稅後純益	-12.82%	-43.67%	-16.42%	19.12%	17.13%	152.05%	-56.19%	-0.04%	22.68%	1.23%	-28.72%	24.64%

YoY(%)

營業收入淨額	-3.99%	-17.93%	-24.44%	-25.99%	-13.91%	3.43%	16.44%	13.76%	18.08%	20.11%	9.30%	7.64%
營業利益	-30.81%	-45.69%	-50.21%	-54.52%	-28.90%	21.58%	19.49%	27.83%	53.09%	23.16%	5.55%	13.49%
稅前純益	-14.24%	-50.99%	-52.44%	-49.78%	-27.52%	179.23%	55.99%	23.43%	30.41%	-35.95%	-9.86%	11.55%
稅後純益	-3.07%	-45.96%	-48.66%	-51.11%	-34.31%	193.92%	54.06%	29.28%	35.41%	-45.62%	-11.52%	10.33%

註1：稅後EPS以股本75.91億元計算

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。