

弘憶

(3312.TW/3312 TT)

未評等

收盤價 June 25 (NT\$)	68.60
12 個月目標價 (NT\$)	N/A
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲 / 下跌空間 (%)	N/A

焦點內容

1. 弘憶主要代理瑞昱，2024 年將受惠中國網通市場復甦及通訊規格升級題材。
2. 開發 AI 軟體技術，與瑞音合作提供非處方客製化助輔聽器產品，將成為未來重要成長動能。
3. 看準 AI 熱潮，企業算力需求提升，與 GMI Cloud 共同打造算力租賃生態系統，創造綜效。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	11.16 / 344.5
流通在外股數 (百萬股)：	162.6
外資持有股數 (百萬股)：	4.34
3M 平均成交量 (百萬股)：	11.54
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	17.90 – 77.80

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	62	210.4	193.2
相對表現 (%)	48.7	180.5	160.2

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.00	0.63	0.65	0.89
2023	0.38	0.18	0.91	0.51
2024	0.58	N.A.	N.A.	N.A.

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

許芝瑄
886 2 2181 8016
serena.hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

網通市場復甦，AI 開創新商機

重要訊息

弘憶成立於 1995 年，為專業 IC 通路商，主要代理瑞昱，並提供客戶產品應用諮詢及開發技術之支援，協助客戶縮短產品上市時程及節省研發費用。

評論及分析

中國網通市場復甦，規格升級題材添彩。中國網通標案在延宕多次後終於啟動，供應鏈庫存調整結束帶來回補需求。且根據供應鏈調查，此次中國標案中搭載 10G PON 之開道器占比達 45%，路由器也多搭載 Wi-Fi 6 SoCs，顯示在高速傳輸需求下，網通產品規格升級題材逐漸發酵。弘憶為瑞昱主要代理商，網通相關產品佔營收比重近 70%，中國網通市場的復甦及規格升級題材將帶動弘憶營收增長。

開發 AI 軟體技術輔助晶片，助聽器為重要成長動能。弘憶透過開發獨特 AI 軟體深度學習技術，與瑞音合作提供通過 FDA 認證之非處方客製化助輔聽器產品。與傳統助聽器相比，弘憶之助聽器產品選配過程快速即時，適用所有程度之聽力損失對象，並搭載 AI 技術即時運算出個人化聽力補償。在全球人口增長及高齡化趨勢下，聽損產品有龐大潛在市場，弘憶之助聽器為結合耳機、助聽器及娛樂多合一之創新產品，將成為弘憶未來重要成長動能。

搭上 AI 順風車，算力租賃生態系起飛。弘憶支持之 AI 雲服務公司 GMI Cloud 於 2024 年加入輝達 (美)雲服務供應商計畫之合作夥伴，成為台灣首家獲得輝達認證之雲服務商。看準企業算力需求提升，採購建置 AI 伺服器之成本過高的商機，弘憶攜手 GMI Cloud 打造算力租賃生態系，弘憶提供硬體相關零組件、FAE 及硬體完整解決方案，GMI Cloud 則提供專業算力使用資源、調派、除錯、API 軟體管理等服務，讓企業以低廉成本使用算力，且弘憶能夠運用算力與客戶共同開發具競爭力之產品。目前 GMI Cloud 之 AI 伺服器已全數以長約方式租賃給客戶，我們認為此項業務將成為弘憶營收之一大助力。

投資建議

我們認為半導體市場自 2H22 以來之週期性供需調整已進入尾聲，整體市場復甦之餘，規格升級題材及 AI 風潮帶來之商機有望持續為公司營運成長增添動能。

投資風險

總體經濟環境惡化；同業競爭。

主要財務數據及估值

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
營業收入 (NT\$百萬)	12,705	13,679	18,853	19,347	15,277
營業毛利 (NT\$百萬)	598	675	1,092	1,051	866
營業利益 (NT\$百萬)	217	276	546	567	409
稅後淨利 (NT\$百萬)	155	198	446	454	322
每股盈餘 (NT\$)	1.31	1.58	3.24	3.08	1.98
每股現金股利 (NT\$)	0.60	-	-	2.00	-
每股盈餘成長率 (%)	2.8	20.3	105.0	(4.9)	(35.6)
本益比 (x)	52.3	43.4	21.2	22.3	34.6
股價淨值比 (x)	5.8	5.8	5.0	4.2	4.2
EV/EBITDA (x)	36.6	22.8	13.2	17.8	24.1
淨負債比率 (%)	50.4	5.2	38.7	51.8	9.4
殖利率 (%)	0.9	0.0	0.0	2.9	0.0
股東權益報酬率 (%)	11.3	13.7	26.3	19.9	12.1

資料來源：公司資料，凱基

公司概況 — 致力於提供產品應用解決方案

透過服務積累實力，運用 AI 與客戶共同開發具競爭力產品

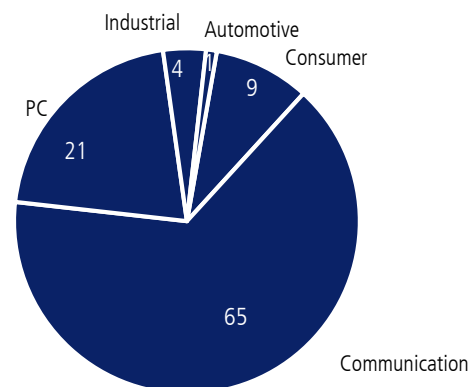
弘憶成立於 1995 年，為專業 IC 通路商。主要代理瑞昱、友達、華邦電等知名公司。弘憶不僅提供客戶技術支援，也提供各種產品之應用諮詢及開發技術之服務。與此同時，弘憶更設有研發人員專門從事市場應用產品之研發，提供客戶特殊委託設計。透過與客戶長期良性互動，弘憶積累產品開發之技術實力，看準市場趨勢與客戶共同開發具競爭力之產品，進一步為公司增添營運光彩，已不僅僅是單純 IC 代理商。

公司業務可分為三大區塊：代理業務、助輔聽器業務及算力租賃業務。代理業務以瑞昱占比近 90%為最大宗，產品涵蓋消費領域、電腦周邊、通訊相關及汽車電子等，又以通訊相關產品為主，佔營收比重近 70%。代理業務維持穩健成長。具有聽力檢測及個人化補償音損的耳機及助輔聽器為弘憶代理瑞昱半導體獨家客製化的 AI 晶片，與瑞音合作共同開發之產品，運用 AI 軟體深度學習技術，打造非處方客製化助聽器並通過台北榮民總醫院臨床認證及 20 年專利，為未來一大成長動能。算力租賃業務則是與 GMI Cloud 合作，GMI Cloud 於 2024 年加入輝達（美）雲服務供應商計畫之合作夥伴，成為台灣首家獲得輝達認證之雲服務商，服務亞太及美國市場，弘憶攜手 GMI Cloud 打造算力租賃生態系，弘憶提供硬體相關零組件、FAE 及硬體完整解決方案，GMI Cloud 則提供專業算力使用資源、調派、除錯、API 軟體管理等服務，讓企業以低廉成本使用算力，並同時與客戶共同運用算力開發具競爭力之產品。

截至 2024 年 5 月，弘憶員工人數總計約 220 名，其中 FAE 團隊近 80 名。營業總部位於台北，據點包含中國及香港等 12 地，並於 2010 年掛牌上市。公司服務客戶以中國及台灣為主，前者占比約 75-80%，第一大客戶為鴻海。

圖 1：2023 年各產品應用別占比

占比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

公司產品 — IC 代理、助輔聽器及算力租賃生態系

弘憶長久以來為可靠 IC 代理商，近年看準市場趨勢提供更多產品及服務

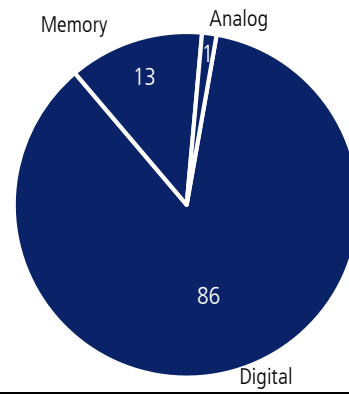
公司主要業務為 IC 代理，提供應用方案與元件，產品包含(1) 數位通訊應用方案與元件：無線網卡、路由器、液晶顯示器、光纖模組、隨身碟控制 IC、USB 介面應用 IC、無線網路 IC 等；(2) 儲存裝置應用方案與元件：Set-top Box、記憶卡、固態硬碟、各式記憶卡控制 IC 等；以及(3) 類比電子元件：MosFET 電晶體、電源控制裝置、SOHO 開道器等。公司持續強化與研發現有產品以及協助設計更高容量和低耗電的儲存技術，整體代理業務穩健成長。2023 年通訊相關產品占比 65%、電腦周邊產品占比 21%、消費性產品占比 9%、工控產品占比 4%、汽車電子占比 1%。

除代理業務外，弘憶看準具有聽力檢測及補償功能的耳機以及非處方助聽器之潛在龐大市場，與瑞音共同開發智慧助輔聽器。全球聽力受損人口約 15 億人，其中輕度至中度受損占比約 92%。傳統處方助聽器需在聽力師協助下選配，選配過程極為冗長複雜，且通常為重度聽力受損者才會配戴。相比之下，非處方助聽器不須聽力師協助，選配過程快速即時，輕度、中度及中重度聽力損失皆適用。弘憶與瑞音結合 AI 軟體技術之晶片，開發藍牙 OTC 助聽器，特色如下：(1) 提供純音聽力檢測，只要在相對安靜之環境即可做聽力檢查，無需聽檢室；(2) 使用 AI 自動調校技術，優化調整參數，精確做出聽力補償，並以 APP 輔助使用者微調，取代傳統的醫院聽力室檢測，以及痛苦的真耳量測(REM)，以 AI 方法取得耳膜口的收音參數，來調整完成個人化的聽力補償；(3) 0.2mS 的延遲技術，頻道數量達 441 個；以及(4) 主動降噪技術，多種場景優化平息環境噪音。此藍牙 OTC 助聽器結合耳機、助聽器及娛樂多合一，為極具競爭力之產品。

AI 風潮來襲，弘憶並未缺席，攜手 GMI Cloud 搭上 AI 順風車。GMI Cloud 於 2024 年加入輝達 (美)雲服務供應商計畫之合作夥伴，成為台灣首家獲得輝達認證之雲服務商。在 AI 熱潮下，企業算力需求提升，然採購建置 AI 伺服器之成本過高，弘憶看準此塊商機，與 GMI Cloud 共同打造算力租賃生態系。弘憶提供硬體相關零組件、FAE 及硬體完整解決方案，GMI Cloud 則提供專業算力使用資源、調派、除錯、API 軟體管理等服務，軟硬技術整合，讓企業以低廉成本使用算力，並使得弘憶能夠運用算力與客戶共同開發具競爭力之產品。目前 GMI Cloud 之 AI 伺服器已全數以長約方式租賃給客戶，我們認為此項合作將能夠為弘憶帶來良好綜效，為營收成長之一大助力，且透過此 AI 演算的服務客戶的研發運用，可以在未來協助更多的客戶產品創新及開發新應用。目前，瑞音公司的具有聽力檢測耳機及助聽器，即是一個產業運用 AI 雲端算力的成功實證案例。

圖 2：2023 年代理產品類別占比

占比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

產業概況—產業週期性調整進入尾聲，規格升級及 AI 應用發酵

半導體產業週期性調整進入尾聲，將迎來溫和復甦

半導體產業自 2H22 進入下行週期，如今庫存調整進入尾聲，Gartner 預估 2024 年半導體產業將成長 17%。其中，電腦相關領域率先結束庫存調整，預計 2024 年整體電腦出貨量將年增 5%，並受惠 AI PC 之需求，相關產品 ASP 將提升 20-30%。而通訊領域成長將高於電腦相關領域，中國標案在延宕多次後終於開標，中標廠商已進入議價備料階段。此次中國標案中搭載 10G PON 之閘道器占比達 45%，路由器也多搭載 Wi-Fi 6 SoCs，顯示在高速傳輸需求下，網通產品規格升級題材逐漸發酵。此外，車用領域長期複合成長率達 9.1%，高於整體平均。車內電子控制單元 (ECU) 及感測器數量的增加，推動車載網路升級，以支援行車安全及娛樂系統的極高速度資料傳輸需求，乙太網路可支援高速資料傳輸並開放系統互連通訊，預期將成為汽車資料傳輸之基礎，車用相關營收將受惠此動能大幅成長。

圖 3：半導體產業各領域成長預估

US\$bn	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2023-28 CAGR
Automotive	78	87	101	110	116	121	9.1
Communication	159	191	216	222	216	225	7.3
Consumer	56	63	69	70	69	74	5.8
Data Processing	168	205	237	250	241	249	8.2
Industrial	70	76	85	93	100	110	9.4
Total	530	622	707	746	742	778	8.0

資料來源：Gartner，凱基

在全球人口增加及高齡化趨勢下，非處方助聽器潛在市場龐大

世界衛生組織 (WHO) 指出，由於現今人口高齡化趨勢嚴重，聽力損失患者將大幅增加。而傳統專業臨床助聽器價格高昂 (數千美元)，非處方助聽器較為實惠 (數百美元)，且選配即時快速，為許多輕中度聽力受損患者之首選。2023 年非處方助聽器在所有助聽器中銷售佔比仍只有低個位數，顯示其龐大成長空間。根據 Value Market Research，全球非處方助聽器市場 2023-30 CAGR 達 8%，預期在 2030 年達到 8.2 億美元。

AI 熱潮帶動企業算力需求

根據 MarketsandMarkets 的預估，全球 AI 市場預計將從 2023 年的 340 億美元增長到 2028 年的 860 億美元，CAGR 達 20%，主要由深度學習和機器學習推動，這些技術需要大量的計算資源來訓練和運行複雜的模型。隨著 AI 模型變得越來越複雜，對計算資源的需求也相應增加。AI 模型訓練和推理需要大量的算力，尤其是在處理大規模數據集時。例如，訓練一個先進的語言模型可能需要數千個 GPU 核心和數周甚至數月的時間。

算力租賃，即以租用而非購買的方式獲得計算資源，正成為許多企業的首選。這種模式允許企業根據需要快速擴展或縮減算力，無需投資於昂貴的硬件或長期的維護費用。特別是對於新創公司和中小企業，這種靈活的算力獲取方式極大地降低了進入門檻。據 Gartner 預測，到 2025 年，全球至少有 50% 的企業將使用外部雲計算服務來滿足他們的主要計算需求，這一比例在 2023 年僅為 30%，顯示出算力租賃和雲計算服務的市場需求顯著增加。

營運暨財務概況與評價

營運概況

公司 2023 年營收為 152.7 億元，較去年同期年減 21%，主因半導體處於下行週期，需求疲弱。毛利率為 5.67%，較去年同期微幅增加，係因 2022 年歷經庫存調整，提列備抵存貨跌價損失所致。目前公司以中國為主要市場，2023 年占比約 75-80%。管理層表示今年營運仍以中國網通市場復甦為主要成長動能。展望未來，弘憶將積極爭取紅色供應鏈代理權，因應中國半導體本土化趨勢。

鑒於：(1)公司為長期可靠 IC 代理商，於市場長期耕耘並建立良好聲譽；(2) 非處方助聽器業務潛在市場龐大，為未來主要成長動能之一；及(3) AI、高效能運算帶來企業算力需求，與 GMI Cloud 之合作有助於產生良好綜效，我們認為上述動能有望推升公司營運規模。

由於與供應商及客戶維持長期良好關係，並跳脫單純代理商模式開發新產品，加上與 GMI Cloud 之獨特合作關係，我們對公司未來展望抱持正向看法。

財務狀況

財務結構方面，公司過去三年負債比率分別為 74.1%、67.9%及 59.9%。流動性方面，公司近三年流動比率維持於 130%以上，顯示其流動性豐沛。償債能力方面，利息保障倍數過去三年皆高於 6 倍以上，隱含公司償債能力無虞。

評價

公司於 6 月 25 日發行可轉債，用於償還銀行借款。

圖 4：公司歷史沿革

1995	弘憶國際股份有限公司成立，實收資本額新台幣 1,000 萬元，主要業務為電子零組件銷售。
1996	代理並銷售台晶記憶體科技(股)公司電子零組件產品。
1997	代理並銷售瑞昱半導體科技(股)公司電子零組件產品。 成立研發單位(工程部)，提供客戶 Design-in 服務。
2001	代理並銷售瀚邦科技(股)公司電子零組件產品。 辦公室搬至台北市內湖區瑞光路現址。
2002	連續四年度獲頒台晶記憶體科技(股)公司“績優代理商”獎。 代理並銷售日商 Toshiba 電子零組件產品。 代理並銷售美商 Sigmatel 電子零組件產品。 代理並銷售鈺創科技(股)公司電子零組件產品。 TIPTOP ERP 系統導入。 成立香港分公司。
2003	代理並銷售 BenQ 產品。 發行 92 年度第一次員工認股權憑證。 轉投資 G.M.I Technology(BVI) Co.,Ltd。 補辦公開發行公司申報生效。 轉投資德信創業投資股份有限公司。 代理並銷售 Toshiba HDD(硬碟機)產品。 透過 G.M.I Technology(BVI) Co.,Ltd 轉投資香港永達電子科技 有限公司。 透過香港永達電子科技有限公司轉投資弘憶(上海)國際貿易有限公 司。
2004	代理並銷售 RitDisplay OLED 零組件產品。 五月二十八日登錄為興櫃股票。 成立準審計委員會。
2005	代理並銷售 Intersil 類比式電子元件。 代理並銷售 Toshiba Nand 記憶體在香港大陸銷售。 引進 Freescale, Sigma Design, Techwell, AUO, TOPPOLY, MATRIX, Jeilin 等重要供應合作夥伴。 十一月七日於櫃檯買賣中心掛牌為上櫃股票。
2006	代理炬力集成電路設計有限公司電子零組件產品。
2007	代理 Hitachi 硬碟。 取得晶門科技代理權。
2008	宣佈和東芝電子亞洲有限公司合作。 與智微科技展開合作。 成立新市場開發處專職開發新市場。
2009	獲頒東芝電子亞洲有限公司“最佳合作夥伴”獎。 獲頒國際電子商情“最佳供貨能力”獎。 代理並銷售 Syndiant 的超微型投影機的光纖面板產品。
2010	代理並銷售 Toshiba 產品。 獲選國際電子商情雜誌年度讀者調查為大中國地區最佳經銷商。 榮獲數位時代雜誌評選為 2010 台灣科技 100 強。 透過 VMI(供應商物流管理)順利成為大型代工廠之零組件供應商。 十二月二十九日於台灣證券交易所掛牌上市。
2011	與晶訊科技展開經銷合作。 十二月三十日，九十七年私募普通股股票於台灣證券交易所掛牌上 市。
2012	透過永達電子直接轉投資深圳地區，成立深圳宏達富通電子有限公司。 透過境外公司 G.M.I.Technology (BVI) Co.,Ltd.轉投資新設立 GW Electronics Company Limited(弘威電子有限公司)。
2013	透過境外公司 G.M.I.Technology (BVI) Co.,Ltd.間接轉投資新設立 GW Electronics (Shanghai) Limited(茲雅電子(上海)有限公司)。 透過境外公司 G.M.I.Technology (BVI) Co.,Ltd.間接轉投資新設立 GW Electronics (Shenzhen) Limited(茲雅電子(深圳)有限公司)。 轉投資廣填科技股份有限公司。
2014	轉投資瑞雲資訊股份有限公司。
2015	子公司弘威電子有限公司終止代理東芝電子亞洲有限公司及東芝電 子(中國)有限公司 Flash 與 Discrete 之業務。
2016	終止代理台灣東芝電子零組件(股)公司硬碟(HDD)之業務。
2017	轉投資弘憶創業孵化器管理(上海)有限公司。 代理成都諸翰光器件產品。
2019	意芯微科技 MEMS MIC 零組件代理。 安吉亞科技天線設計服務及相關產品
2020	購買內湖區文德段土地及建物供台北總公司辦公及倉儲使用。
2022	台北總公司搬遷並變更營業地址至「台北市內湖區行忠路 57 號 2 樓」。

資料來源：公司資料，凱基

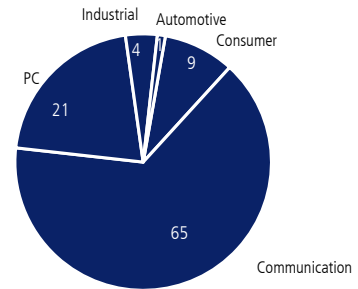
圖 5: 公司概況

成立於 1995 年，弘憶為電子零組件之分銷商，並提供 IoT、藍芽喇叭、智慧語音控制、Android 電視智慧盒、車用乙太網、SSD 及 Type C 等解決方案。公司與龍頭品牌與製造業者合作，包括友達、Intersil(美)、聯想(中)、瑞昱與中興通訊(中)。公司總部位於台北，另有 12 個營運據點遍佈亞洲地區，公司主要服務大中華地區。

資料來源：凱基

圖 6: 2023 年各應用別營收占比

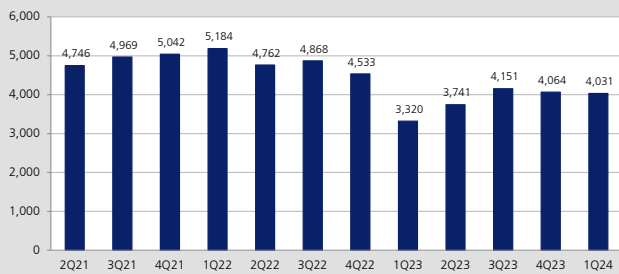
占比，百分比



資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

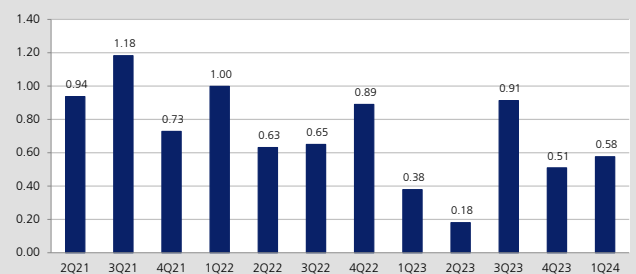
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利

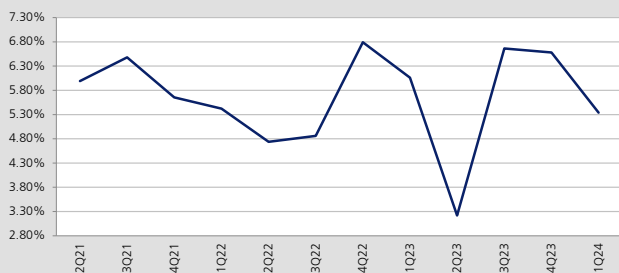
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

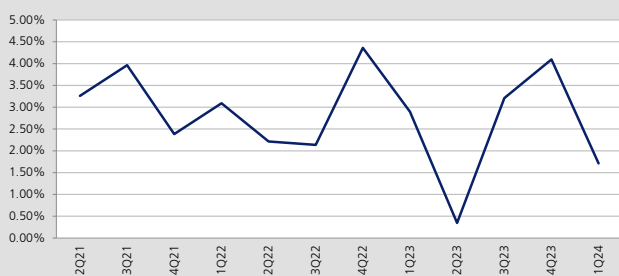
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	4,762	4,868	4,533	3,320	3,741	4,151	4,064	4,031	18,853	19,347	15,277
營業成本	(4,537)	(4,631)	(4,225)	(3,119)	(3,621)	(3,875)	(3,797)	(3,816)	(17,761)	(18,295)	(14,411)
營業毛利	226	237	308	201	120	277	267	215	1,092	1,051	866
營業費用	(120)	(132)	(110)	(105)	(107)	(143)	(101)	(146)	(546)	(484)	(457)
營業利益	106	104	198	96	13	133	166	69	546	567	409
折舊	(5)	(5)	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)	(5)	(24)	(21)	(22)
攤提	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	111	109	203	102	19	139	172	74	571	588	431
利息收入	1	1	6	2	10	4	12	5	1	8	28
投資利益淨額	3	3	1	1	2	3	0	2	0	10	6
其他營業外收入	2	1	1	2	12	10	1	7	6	6	25
總營業外收入	6	5	8	4	25	17	14	13	7	23	59
利息費用	(12)	(18)	(25)	(28)	(16)	(15)	(16)	(13)	(32)	(63)	(75)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	(0)	-	-
其他營業外費用	20	38	(14)	5	14	40	(59)	45	32	62	(1)
總營業外費用	8	19	(39)	(23)	(2)	25	(75)	33	0	(1)	(76)
稅前純益	119	128	167	77	35	175	105	114	554	589	392
所得稅費用[利益]	(32)	(30)	(36)	(15)	(9)	(30)	(26)	(25)	(108)	(136)	(80)
少數股東損益	-	-	-	-	3	3	4	4	-	-	10
非常項目前稅後純益	87	98	131	62	29	149	83	94	446	454	322
非常項目	(0)	0	0	0	0	0	(0)	0	-	0	0
稅後淨利	87	98	131	62	29	149	83	94	446	454	322
每股盈餘 (NT\$)	0.63	0.65	0.89	0.38	0.18	0.91	0.51	0.58	3.24	3.08	1.98
獲利率 (%)											
營業毛利率	4.7	4.9	6.8	6.1	3.2	6.7	6.6	5.3	5.8	5.4	5.7
營業利益率	2.2	2.1	4.4	2.9	0.3	3.2	4.1	1.7	2.9	2.9	2.7
EBITDA Margin	2.3	2.2	4.5	3.1	0.5	3.3	4.2	1.8	3.0	3.0	2.8
稅前純益率	2.5	2.6	3.7	2.3	0.9	4.2	2.6	2.8	2.9	3.0	2.6
稅後純益率	1.8	2.0	2.9	1.9	0.8	3.6	2.0	2.3	2.4	2.3	2.1
季成長率 (%)											
營業收入	(8.1)	2.2	(6.9)	(26.7)	12.7	11.0	(2.1)	(0.8)			
營業毛利	(19.7)	4.8	30.1	(34.6)	(40.2)	129.7	(3.3)	(19.5)			
營業收益增長	(34.2)	(1.4)	89.9	(51.3)	(86.4)	921.7	24.9	(58.5)			
EBITDA	(33.1)	(1.0)	85.6	(49.9)	(81.7)	644.5	23.8	(56.7)			
稅前純益	(32.3)	7.9	30.6	(54.0)	(54.0)	395.3	(40.3)	9.4			
稅後純益	(36.8)	13.4	33.2	(53.0)	(52.4)	405.9	(44.2)	13.0			
年成長率 (%)											
營業收入	0.3	(2.0)	(10.1)	(36.0)	(21.4)	(14.7)	(10.3)	21.4	37.8	2.6	(21.0)
營業毛利	(20.6)	(26.5)	7.9	(28.4)	(46.7)	16.9	(13.1)	7.0	61.7	(3.7)	(17.6)
營業收益	(31.8)	(47.2)	64.4	(40.0)	(87.6)	28.0	(15.8)	(28.3)	98.3	3.9	(27.9)
EBITDA	(31.2)	(46.1)	60.8	(38.4)	(83.1)	26.9	(15.3)	(26.9)	90.2	3.0	(26.7)
稅前純益	(18.2)	(35.6)	30.9	(56.1)	(70.2)	36.9	(37.5)	48.6	123.0	6.5	(33.4)
稅後純益	(25.9)	(39.5)	30.9	(55.1)	(66.2)	50.8	(36.8)	51.9	125.5	1.9	(29.0)

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
資產總額	4,740	5,517	7,309	8,288	6,757
流動資產	4,663	5,159	6,751	7,650	6,066
現金及短期投資	482	1,229	1,448	1,456	1,498
存貨	680	805	1,084	2,319	1,031
應收帳款及票據	3,182	2,825	3,876	3,539	3,181
其他流動資產	319	301	343	336	357
非流動資產	77	358	558	637	690
長期投資	18	314	525	237	307
固定資產	14	12	9	332	330
什項資產	44	31	23	68	54
負債總額	3,335	4,030	5,414	5,628	4,047
流動負債	3,314	3,795	5,193	5,409	3,863
應付帳款及票據	1,981	2,571	2,978	2,662	2,123
短期借款	1,190	1,080	1,966	2,630	1,577
什項負債	143	144	249	118	163
長期負債	21	235	220	219	184
長期借款	-	226	214	202	176
其他負債及準備	2	2	0	-	(0)
股東權益總額	1,406	1,488	1,895	2,659	2,710
普通股股本	1,180	1,251	1,376	1,626	1,626
保留盈餘	174	199	455	553	619
少數股東權益	-	-	-	-	61
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
年成長率					
營業收入	29.5%	7.7%	37.8%	2.6%	(21.0%)
營業收益增長	50.0%	26.7%	98.3%	3.9%	(27.9%)
EBITDA	61.3%	26.2%	90.2%	3.0%	(26.7%)
稅後純益	11.9%	27.5%	125.5%	1.9%	(29.0%)
每股盈餘成長率	2.8%	20.3%	105.0%	(4.9%)	(35.6%)
獲利能力分析					
營業毛利率	4.7%	4.9%	5.8%	5.4%	5.7%
營業利益率	1.7%	2.0%	2.9%	2.9%	2.7%
EBITDA Margin	1.9%	2.2%	3.0%	3.0%	2.8%
稅後純益率	1.2%	1.4%	2.4%	2.3%	2.1%
平均資產報酬率	3.6%	3.9%	6.9%	5.8%	4.3%
股東權益報酬率	11.3%	13.7%	26.3%	19.9%	12.1%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	84.6%	87.8%	115.1%	106.5%	64.7%
淨負債比率	50.4%	5.2%	38.7%	51.8%	9.4%
利息保障倍數 (x)	9.1	12.7	18.4	10.4	6.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Cash Flow Int. Coverage (x)	(13.5)	45.0	(13.6)	(10.2)	19.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.3)	0.9	(0.2)	(0.2)	0.9
流動比率 (x)	1.4	1.4	1.3	1.4	1.6
速動比率 (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.3
淨負債 (NT\$百萬)	708	78	733	1,377	255
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	1.31	1.58	3.24	3.08	1.98
每股現金盈餘 (NT\$)	(2.94)	7.60	(3.14)	(4.35)	9.05
每股淨值 (NT\$)	11.91	11.89	13.77	16.35	16.29
調整後每股淨值 (NT\$)	11.91	11.89	13.77	18.04	16.29
每股營收 (NT\$)	107.64	109.33	136.99	131.23	93.94
EBITDA/Share (NT\$)	2.02	2.40	4.15	3.99	2.65
每股現金股利 (NT\$)	0.60	-	-	2.00	-
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	2.97	2.67	2.94	2.48	2.03
應收帳款周轉天數	91.4	75.6	75.0	66.8	76.0
存貨周轉天數	20.5	22.6	22.3	46.3	26.1
應付帳款周轉天數	59.7	72.4	61.2	53.1	53.8
現金轉換周轉天數	52.2	25.9	36.1	59.9	48.3

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
營業收入	12,705	13,679	18,853	19,347	15,277
營業成本	(12,107)	(13,003)	(17,761)	(18,295)	(14,411)
營業毛利	598	675	1,092	1,051	866
營業費用	(381)	(400)	(546)	(484)	(457)
營業利益	217	276	546	567	409
總營業外收入	19	6	7	23	59
利息收入	5	2	1	8	28
投資利益淨額	-	-	0	10	6
其他營業外收入	14	4	6	6	25
總營業外費用	(29)	(34)	0	(1)	(76)
利息費用	(26)	(21)	(32)	(63)	(75)
投資損失	(1)	(1)	(0)	-	-
其他營業外費用	(2)	(11)	32	62	(1)
稅前純益	207	248	554	589	392
所得稅費用[利益]	(52)	(51)	(108)	(136)	(80)
少數股東損益	-	-	-	-	10
非常項目	-	(0)	(0)	0	0
稅後淨利	155	198	446	454	322
EBITDA	238	300	571	588	431
每股盈餘 (NT\$)	1.31	1.58	3.24	3.08	1.98

現金流量

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
營運活動之現金流量	(347)	951	(432)	(642)	1,471
本期純益	155	198	446	454	322
折舊及攤提	20	25	24	21	22
本期運用資金變動	(549)	753	(1,004)	(975)	1,135
其他營業資產及負債變動	27	(24)	102	(141)	(8)
投資活動之現金流量	(31)	(268)	(228)	(27)	(64)
投資用短期投資出售[新購]	2	2	0	-	(70)
本期長期投資變動	-	-	(201)	-	-
資本支出淨額	(8)	(3)	(2)	(32)	(4)
其他資產變動	(25)	(267)	(25)	5	10
自由現金流	(373)	994	(542)	(549)	1,479
融資活動之現金流量	392	30	858	744	(1,355)
短期借款變動	324	(348)	770	800	(894)
長期借款變動	(40)	218	(12)	(12)	(12)
現金增資	-	-	-	425	-
已支付普通股股息	(66)	(71)	-	(275)	(325)
其他融資現金流	174	232	100	(193)	(124)
匯率影響數	2	34	20	(68)	(9)
本期產生現金流量	16	747	219	8	42

投資回報率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	3.0%	2.9%	2.9%	2.5%	3.0%
= 營業利益率	1.7%	2.0%	2.9%	2.9%	2.7%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	6.1	11.1	9.0	5.2	5.8
營業利益率	1.7%	2.0%	2.9%	2.9%	2.7%
x 資本周轉率	6.1	11.1	9.0	5.2	5.8
x (1 - 有效現金稅率)	74.9%	79.6%	80.5%	77.0%	79.7%
= 稅後 ROIC	7.8%	17.8%	21.0%	11.7%	12.4%

資料來源：公司資料，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，遇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。