

2024 年 7 月 9 日

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價 33.15 元

目標價

3 個月 33 元

12 個月 33 元

三商電(2427 TT)

Neutral

近期報告日期、評等及前日股價

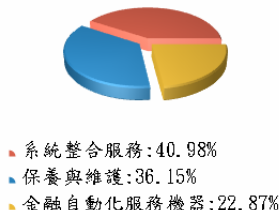
2024 年營運穩健增長，短期不易有額外利多，建議 Neutral。

投資建議 Neutral：2024 年三商電藉由金融事業提供穩定的獲利，且系統整合與公共工程營收大幅增長，帶動整體獲利穩定增長。考量年度專案已大致底定，新增專案將於 2025 年之後認列，短期不易有額外利多，投資建議 Neutral。

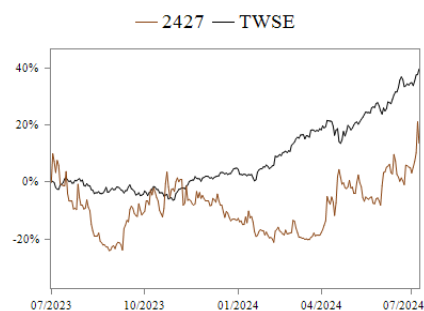
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,968
市值(億元)	65
目前每股淨值(元)	16.10
外資持股比(%)	3.91
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	49.18
融資餘額(張)	10,522
現金股息配發率(%)	66.18

產品組合



股價相對大盤走勢



金融事業營運獲利表現穩定：三商電預期 2024 年 RATM 銷量較 2023 年下滑 100 台以內，約落於 1,000~1,100 台之區間。因預期中低階機種銷售比重提升，2024 年 ASP 將相對下滑。總銷售營收預估較 2023 年下降。但因日圓仍在低檔，毛利率下滑幅度有限。而維護收入將持續增長，成長性略降至個位數表現，毛利率維持 88%~89% 區間。整體而言，2024 年金融事業營運獲利表現將維持穩定。

系統整合與公共工程營運動能向上：三商電 2024~2027 年已在手專案約 76.6 億元。此外，消防署預計於 2024~2025 年釋出 15 億元系統建置案，因三商電為既有系統建置商，相對具有優勢，目前已接獲部分標案，預計 2025 年開始貢獻營收。由於多項專案進入營收認列高峰期，預估 2024 年系統整合與公共工程營收大幅提升，2025 年營收有望維持高檔表現。

預估 2024 年營收 48.28 億元，YoY+21.57%，稅後純益 2.91 億元，YoY+15.40%：2024 年方面，金融事業營運獲利表現穩定，提供主要的獲利來源。而因多項專案進入營收認列高峰期，系統整合與公共工程營收將大幅增長。預估 2024 年營收 48.28 億元，YoY+21.57%。金融、系統整合與公共工程營收占比分別為 29%、71%。獲利能力方面，由於部分專案毛利率相對較低，預估 2024 年毛利率由 2023 年的 35.25% 下降至 31.06%，營業利益 YoY+11.23%。預估稅後純益 2.91 億元，YoY+15.40%，以股本 19.68 億元計算，EPS 1.48 元。以 CB 完全稀釋後股本 21.49 億元計算，EPS 1.35 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	3,971	4,828	4,956	770	989	1,293	1,516	823	1,033	1,456	1,520	841
營業毛利淨額	1,400	1,499	1,646	289	302	447	360	301	386	453	454	307
營業利益	307	341	403	36	23	142	88	36	102	116	152	33
稅後純益	252	291	293	45	61	68	104	30	75	81	116	21
稅後 EPS(元)	1.28	1.48	1.49	0.23	0.31	0.34	0.53	0.15	0.38	0.41	0.59	0.11
毛利率(%)	35.25%	31.06%	33.22%	37.50%	30.52%	34.59%	23.73%	36.55%	37.37%	31.12%	29.85%	36.50%
營業利益率(%)	7.73%	7.07%	8.14%	4.65%	2.31%	11.01%	5.79%	4.37%	9.84%	7.97%	9.98%	3.96%
稅後純益率(%)	6.34%	6.02%	5.92%	5.88%	6.16%	5.24%	6.88%	3.69%	7.25%	5.57%	7.61%	2.50%
營業收入 YoY/QoQ(%)	4.82%	21.57%	2.65%	-16.22%	28.33%	30.78%	17.23%	-45.69%	25.45%	41.04%	4.37%	-44.67%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	31.13%	15.40%	0.94%	-41.81%	34.53%	11.18%	53.93%	-70.88%	146.45%	8.33%	42.74%	-81.83%

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 19.68 億元計算。

三商電(2427 TT) ESG：

三商電(2427 TT)就永續發展重大原則，定期對重大議題進行辨別及風險之衡量評估，並擬定相關風險管理政策及策略，如下：(1) 環境與社會：產品安全方面，公司各項產品遵守政府規範的各項法令，符合歐盟 RoHS 規範，無任何危害物質。同時為確保客戶服務品質，每年定期主動進行客戶服務滿意度調查，加強和客戶之間的合作關係。職業安全方面，公司每年定期舉行消防演練和一般安全衛生教育訓練，培養員工緊急應變和自我安全管理的能力。(2) 公司治理：公司已訂定「誠信經營守則」、「誠信經營作業程序及行為指南」及「內部重大資訊處理作業程序」，以其在內部營運與管理運作上，及相關內部管理制度，以善盡企業社會責任應盡之角色經營企業。

公司概況：

三商電(2427 TT)是國內知名的資訊系統整合廠商，成功跨足金融、電訊、交通及行動數位產品等多個領域。因應 Fintech 金融科技潮流，三商電推動 Bank3.0 數位金融環境，加速銀行數位化轉型，推出三合一全功能櫃員機、櫃員現金處理機 (TCR)、遠程智能櫃員機 (VTM)、指靜脈無卡提款 ATM 及手機行動 APP 無卡提款等。系統整合領域方面，三商電與國際知名大廠如 OMRON、MOTO、TERMA 等合作，完成的指標性專案包括捷運票務系統、臺鐵行車調度無線電話系統、海巡岸際雷達系統、警用無線電系統更新案、北市警數位式警用無線電系統與國家通訊傳播委員會新世代電波監測系統等。資訊產品代理及經銷方面，三商電腦與 ORACLE、HPE、EMC、NetApp 及 PURESTORAG 合作，提供伺服器主機、儲存設備的銷售、安裝與保固等完整服務。三商電積極投入雲端行動產品的開發，推出了外勤筋斗雲、行動 APP 簽核平台解決方案、智能維運系統、壽險業行動 APP 投保解決方案、CRM 報修維護與合約客戶管理系統、人力資源管理系統等多樣新產品及服務。多元服務方面，三商電配合不同場域提供軟硬體設計規劃，強化動態多媒體呈現及互動行銷，並結合體感 3D 擴增實境 (AR) 互動模式及智能影像分析系統。從自行開發媒體管理系統到搭配專業建置工程團隊，提供完整維運服務。

圖一、三商電主要業務營運表現

單位：仟元；%							
總體	金融				系統整合+公共工程		
	2022	2023	增(減)數；%		2022	2023	增(減)數；%
銷售收入	1,250,637	1,441,307	190,670	15.2%	2,538,005	2,529,770	(8,235) -0.3%
銷售毛利	668,981	855,012	186,031	27.8%	578,487	544,810	(33,677) -5.8%
毛利率	53.5%	59.3%	5.8%		22.8%	21.5%	-1.3%
單位：仟元；%							
維護	金融				系統整合+公共工程		
	2022	2023	增(減)數；%		2022	2023	增(減)數；%
維護收入	471,769	533,169	61,400	13.0%	843,391	902,585	59,194 7.0%
維護毛利	416,840	471,013	54,173	13.0%	158,945	179,918	20,973 13.2%
毛利率	88.4%	88.3%	0.0%		18.8%	19.9%	1.1%

資料來源：三商電

2024 年 7 月 9 日

金融事業營運獲利表現穩定：

三商電預期 2024 年 RATM 銷量較 2023 年下滑 100 台以內，約落於 1,000~1,100 台之區間。雖 RATM 2022、2023 年 ASP 逐年提升，但因預期中低階機種銷售比重提升，2024 年 ASP 將相對下滑。總銷售營收預估將較 2023 年下降。但因日圓仍在低檔，毛利率下滑幅度有限。而維護收入將持續增長，成長性由 2023 年的 13%略降至個位數表現，毛利率維持 88%~89% 區間。整體而言，2024 年金融事業營運獲利表現將維持穩定。除了既有產品 RATM、補摺機、入金機以外，2024 年增加新產品行員自動金庫 TCR 與發摺機之銷售，後續出貨待客戶採用狀況而定。以長期發展來看，精簡分行、無人分行將帶動新一波金融自動化設備軟硬體需求，包含 1.新世代末端系統。2.業務分流帶動軟硬體升級。3.多功能自動化設備。

系統整合與公共工程營運動能向上：

以三商電在手專案來看，目前擁有 1.台鐵行車調度無線電話系統網管中心更新案、數個專案及維護案。2.捷運萬大線建置案。3.海巡署的東南岸際雷達建置/維護案、西岸維護岸。4.警政署警用無線電更新案。5.中科院偵蒐側向總成案。6.台電 NBS、BAS、NDCIS、高壓等系統維護案。6.廣告商的數位媒體廣告。2024~2027 年已在手專案約 76.6 億元。此外，消防署預計於 2024~2025 年釋出 15 億元系統建置案，因三商電為既有系統建置商，相對具有優勢，目前已接獲部分標案，預計 2025 年開始貢獻營收。由於多項專案進入營收認列高峰期，預估 2024 年系統整合與公共工程營收大幅提升，2025 年營收有望維持高檔表現。

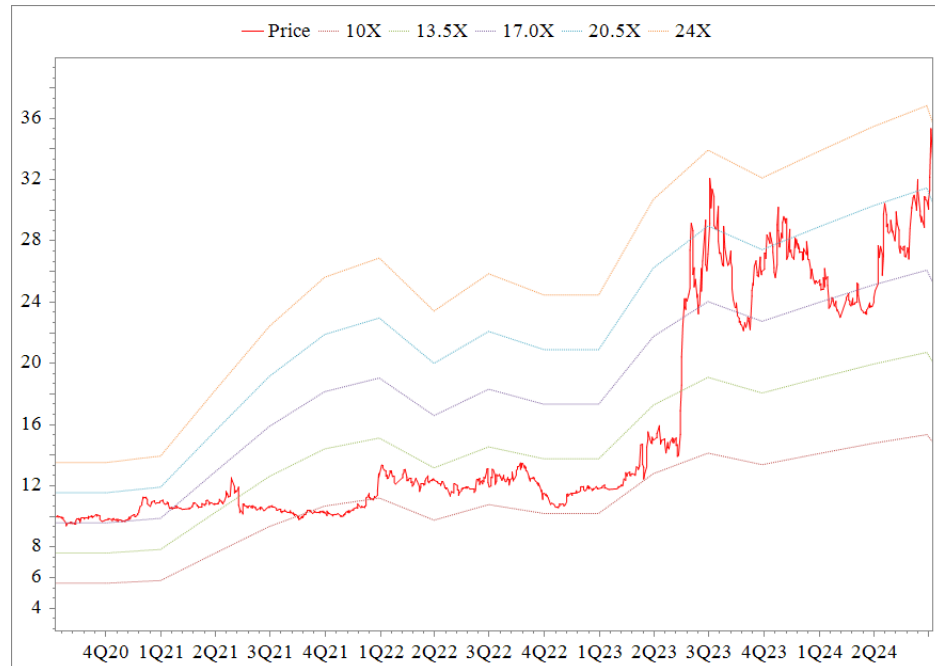
預估 2024 年營收 48.28 億元，YoY+21.57%，稅後純益 2.91 億元，YoY+15.40%：

2024 年方面，金融事業營運獲利表現穩定，提供主要的獲利來源。而因多項專案進入營收認列高峰期，系統整合與公共工程營收將大幅增長。預估 2024 年營收 48.28 億元，YoY+21.57%。金融、系統整合與公共工程營收占比分別為 29%、71%。獲利能力方面，由於部分專案毛利率相對較低，預估 2024 年毛利率由 2023 年的 35.25%下降至 31.06%，營業利益 YoY+11.23%。預估稅後純益 2.91 億元，YoY+15.40%，以股本 19.68 億元計算，EPS 1.48 元。以 CB 完全稀釋後股本 21.49 億元計算，EPS 1.35 元。

投資建議：

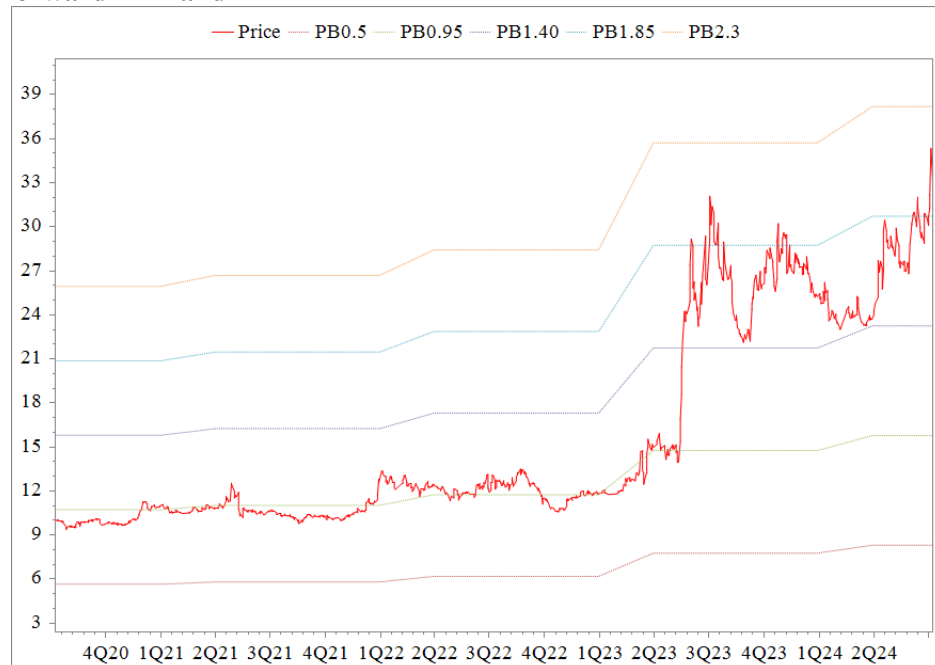
投資建議方面，2024 年三商電藉由金融事業提供穩定的獲利，且系統整合與公共工程營收大幅增長，帶動整體獲利穩定增長。考量年度專案已大致底定，新增專案將於 2025 年之後認列，短期不易有額外利多，投資建議 Neutral。

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 7 月 9 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	4,581	5,589	6,708	7,031	7,179
流動資產	3,082	3,662	4,629	4,931	5,080
現金及約當現金	425	389	547	556	586
應收帳款與票據	359	500	592	652	679
存貨	1,524	1,892	2,246	2,404	2,401
採權益法之投資	269	278	295	299	295
不動產、廠房設備	781	1,157	1,194	1,203	1,212
負債總計	2,295	3,153	3,649	3,761	3,694
流動負債	2,175	2,475	2,128	2,294	2,228
應付帳款及票據	352	394	550	599	616
非流動負債	120	678	1,521	1,417	1,400
權益總計	2,286	2,436	3,058	3,270	3,485
普通股股本	1,843	1,843	1,968	1,968	1,968
保留盈餘	328	461	633	845	1,059
母公司業主權益	2,283	2,433	3,056	3,267	3,482
負債及權益總計	4,581	5,589	6,708	7,031	7,179

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	3,491	3,789	3,971	4,828	4,956
營業成本	2,421	2,541	2,571	3,328	3,309
營業毛利淨額	1,069	1,247	1,400	1,499	1,646
營業費用	918	1,005	1,093	1,158	1,243
營業利益	152	242	307	341	403
EBITDA	253	338	429	447	458
業外收入及支出	27	1	1	24	-28
稅前純益	183	248	315	365	375
所得稅	34	56	63	75	82
稅後純益	149	192	252	291	293
稅後 EPS(元)	0.76	0.98	1.28	1.48	1.49
完全稀釋 EPS**	0.69	0.89	1.17	1.35	1.37

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 19.68【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 21.49 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	15.51%	8.54%	4.82%	21.57%	2.65%
營業毛利淨額	8.58%	16.65%	12.21%	7.11%	9.81%
營業利益	34.14%	59.74%	26.64%	11.23%	18.16%
稅後純益	29.15%	28.69%	31.13%	15.40%	0.94%
獲利能力分析(%)					
毛利率	30.64%	32.93%	35.25%	31.06%	33.22%
EBITDA(%)	7.24%	8.92%	10.81%	9.26%	9.24%
營益率	4.35%	6.40%	7.73%	7.07%	8.14%
稅後純益率	4.28%	5.07%	6.34%	6.02%	5.92%
總資產報酬率	3.26%	3.44%	3.75%	4.13%	4.09%
股東權益報酬率	6.53%	7.88%	8.23%	8.89%	8.42%

償債能力檢視

負債比率(%)	50.10%	56.41%	54.41%	53.49%	51.46%
負債/淨值比(%)	100.41%	129.43%	119.33%	115.00%	106.00%
流動比率(%)	141.71%	147.98%	217.51%	215.00%	228.00%

其他比率分析

存貨天數	212.31	245.32	293.70	255.00	265.00
應收帳款天數	42.15	41.37	50.15	47.00	49.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	67	-152	-302	320	273
稅前純益	183	248	315	365	375
折舊及攤銷	61	74	81	82	82
營運資金變動	-64	-466	-291	-168	-8
其他營運現金	-114	-8	-407	41	-177
投資活動現金	-53	-465	-108	-108	-93
資本支出淨額	-75	-417	-88	-90	-90
長期投資變動	23	-45	-10	-10	-10
其他投資現金	-2	-3	-10	-8	7
籌資活動現金	-12	581	569	-202	-150
長借/公司債變動	0	512	887	-104	-17
現金增資	0	0	285	0	0
發放現金股利	-55	-65	-65	-79	-79
其他籌資現金	43	133	-539	-20	-54
淨現金流量	1	-36	158	10	30
期初現金	424	425	389	547	556
期末現金	425	389	547	556	586

資料來源：CMoney、群益

2024 年 7 月 9 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	919	770	989	1,293	1,516	823	1,033	1,456	1,520	841	1,040	1,555
營業成本	557	481	687	846	1,156	522	647	1,003	1,066	534	658	1,050
營業毛利淨額	362	289	302	447	360	301	386	453	454	307	381	505
營業費用	256	253	279	305	272	265	284	337	302	274	308	359
營業利益	106	36	23	142	88	36	102	116	152	33	73	145
業外收入及支出	-11	22	49	-52	38	2	-8	-8	-7	-7	-7	-7
稅前純益	95	58	72	91	126	38	94	108	145	26	66	138
所得稅	17	12	11	23	21	8	19	27	29	5	13	35
稅後純益	78	45	61	68	104	30	75	81	116	21	53	104
最新股本	1,968	1,968	1,968	1,968	1,968	1,968	1,968	1,968	1,968	1,968	1,968	1,968
稅後EPS(元)	0.40	0.23	0.31	0.34	0.53	0.15	0.38	0.41	0.59	0.11	0.27	0.53

獲利能力(%)

毛利率(%)	39.38%	37.50%	30.52%	34.59%	23.73%	36.55%	37.37%	31.12%	29.85%	36.50%	36.66%	32.45%
營業利益率(%)	11.52%	4.65%	2.31%	11.01%	5.79%	4.37%	9.84%	7.97%	9.98%	3.96%	7.02%	9.35%
稅後純益率(%)	8.47%	5.88%	6.16%	5.24%	6.88%	3.69%	7.25%	5.57%	7.61%	2.50%	5.08%	6.68%

QoQ(%)

營業收入淨額	-18.40%	-16.22%	28.33%	30.78%	17.23%	-45.69%	25.45%	41.04%	4.37%	-44.67%	23.61%	49.59%
營業利益	104.66%	-66.19%	-36.30%	524.25%	-38.41%	-58.98%	182.40%	14.32%	30.63%	-78.05%	119.15%	99.30%
稅前純益	410.16%	-38.95%	24.29%	26.51%	38.50%	-69.79%	146.45%	15.55%	33.82%	-81.83%	150.88%	109.84%
稅後純益	369.76%	-41.81%	34.53%	11.18%	53.93%	-70.88%	146.45%	8.33%	42.74%	-81.83%	150.88%	96.73%

YoY(%)

營業收入淨額	8.14%	-27.85%	32.90%	14.72%	64.83%	6.86%	4.46%	12.65%	0.29%	2.18%	0.67%	6.78%
營業利益	40.18%	-57.27%	-27.02%	175.15%	-17.20%	0.46%	345.34%	-18.44%	72.99%	-7.44%	-28.17%	25.22%
稅前純益	26.17%	-21.76%	-11.08%	389.73%	32.96%	-34.21%	30.45%	19.14%	15.11%	-30.75%	-29.51%	28.01%
稅後純益	34.54%	-20.10%	0.03%	308.82%	33.96%	-32.95%	22.84%	19.69%	10.99%	-30.75%	-29.51%	28.01%

註1：稅後EPS以股本19.68億元計算

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。