

精測

(6510.TWO/6510 TT)

營運已落底，然評價仍不具吸引力

持有·維持

收盤價 July 31 (NT\$)	430.5
12 個月目標價 (NT\$)	480.0
前次目標價 (NT\$)	480.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	11.5

焦點內容

- 2H24 營收逐季季增。
- 營業費用負擔未若預期悲觀。
- 2Q24 財報優於市場共識。

交易資料表

市值：(NT\$/US\$mn)	14.12 / 433.2
流通在外股數 (百萬股)：	32.79
外資持有股數 (百萬股)：	1.88
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.090.21
52 週股價 (低\高) (NT\$)：	415.5-592

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-9.1	-18.6	-16.4
相對表現 (%)	-17.9	-42.7	-45.9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	3.43A	7.65A	6.99A	5.43A
2023	(0.94)A	1.07A	0.33A	0.53A
2024	0.43A	2.04A	2.01F	2.92F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

黃韋中
886.2.2181.8749
josh.huang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

重要訊息

精測預期 2024 年營收將年增逾雙位數，略優於我們預期之年增 9.6%。我們認為主要係因公司主要客戶之智慧型手機應用處理器(AP)業務訂單將進入旺季及能見度改善所致。

評論及分析

2H24 營收逐季季增。我們預估 2H24 季營收將逐季季增，主要係因：(1)台系客戶智慧型手機 AP 業務將進入旺季；(2)電競 GPU 之探針卡 PCB 需求；(3) Gerber 業務訂單能見度改善。由於訂單能見度改善，我們將 3Q-4Q24 營收微幅上調 1.8%和 12.7%至 8.97 億元和 9.98 億元，對比市場共識為 8.91 億元和 9.55 億元。2H24 毛利率方面，我們不預期 3Q24 毛利率將季增，主因毛利率較高之智慧型手機 AP 探針卡已於 2Q24 提前出貨，致使 3Q24 產品組合較前一季轉差。惟我們認為智慧型手機 AP 探針卡將於 4Q24 放量。因此，我們將 3Q24 毛利率下調 2.8 個百分點至 49%，對比市場共識為 51.6%，但大致維持 4Q24 毛利率預估 52%不變，對比市場共識為 52%。

營業費用負擔未若預期悲觀。考量公司將持續與潛在新客戶合作以通過多項應用之探針卡認證，且研發費用與員工分紅將高於 2023 年，我們大致維持 2024 年營業費用預估不變(年增 4.2%)，但因營收規模提升，2H24 營業利益率將改善，因此，我們將營業費用率預估自 47.1%下修為 45.7%。

2Q24 財報優於市場共識。2Q24 探針卡營收為 2.67 億元，季減 12%但年增 49.7%，佔 2Q24 營收 37%，顯著優於我們預估之 2.01 億元，此歸因於主要客戶旗艦型智慧型手機 AP 探針卡訂單拉貨。由於產品組合轉佳，2Q24 毛利率達 52.4%，季增 1.6 個百分點，年增 4.4 個百分點，較我們預估之 48.9%與市場共識之 49.9%高 3.6 個百分點與 2.5 個百分點；每股盈餘達 2.04 元，季增 378.4%，年增 91.2%，較我們預估與市場共識之 0.6 元與 1.17 元高 240.5%與 75%。

投資建議

鑑於 2Q24 財報優於預期且訂單能見度改善，我們上修 2024 年每股盈餘預估 22.9%至 7.4 元，對比市場共識為 7.49 元，但維持 2025 年每股盈餘預估大致不變。公司目前股價交易於 2024-25 年每股盈餘預估 58 倍與 27 倍。我們認為公司營運已落底，但評價仍不具吸引力。維持「持有」評等與目標價 480 元，係基於 2025 年每股盈餘預估 30 倍換算得出。

投資風險

5G 相關需求較預期強勁；贏得其他應用設計定案。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	4,241	4,389	2,884	3,294	3,968
營業毛利 (NT\$百萬)	2,291	2,288	1,391	1,681	2,042
營業利益 (NT\$百萬)	1,080	866	(53)	176	522
稅後淨利 (NT\$百萬)	892	771	33	243	526
每股盈餘 (NT\$)	27.20	23.50	0.99	7.40	16.03
每股現金股利 (NT\$)	13.60	11.75	0.50	3.70	8.01
每股盈餘成長率 (%)	(4.5)	(13.6)	(95.8)	644.2	116.6
本益比 (x)	15.8	18.3	433.0	58.2	26.9
股價淨值比 (x)	1.9	1.8	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA (x)	7.6	8.6	28.4	18.0	11.2
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	3.2	2.7	0.1	0.9	1.9
股東權益報酬率 (%)	12.2	10.0	0.4	3.2	6.6

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：2Q24 財報與 3Q24 財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	2Q24										3Q24F					
	實際值	凱基預估	差異(%)	1Q24	QoQ (%)	2Q23	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	723	718	0.7	676	7.0	744	(2.9)	721	0.3	897	881	1.8	24.1	29.6	891	0.7
毛利	379	351	8.0	344	10.3	358	6.0	360	5.4	439	456	(3.6)	15.9	29.9	460	(4.5)
營業利益	26	(8)	-	(12)	-	13	99.6	16	64.0	63	67	(6.9)	138.4	-	103	(39.5)
稅後淨利	67	20	234.9	14	378.4	35	91.2	28	135.8	66	80	(17.4)	(1.6)	504.6	90	(26.9)
每股盈餘(元)	2.04	0.60	240.5	0.43	378.4	1.07	91.2	1.17	75.0	2.01	2.43	(17.4)	(1.6)	509.1	3.02	(33.4)
毛利率(%)	52.4	48.9	3.6 ppts	50.9	1.6 ppts	48.0	4.4 ppts	49.9	2.5 ppts	49.0	51.7	(2.8)ppts	(3.5)ppts	0.1 ppts	51.6	(2.7)ppts
營利率(%)	3.6	(1.1)	4.7 ppts	(1.8)	5.4 ppts	1.8	1.9 ppts	2.2	1.4 ppts	7.0	7.6	(0.7)ppts	3.3 ppts	9.5 ppts	11.6	(4.6)ppts
淨利率(%)	9.3	2.8	6.5 ppts	2.1	7.2 ppts	4.7	4.6 ppts	3.9	5.3 ppts	7.3	9.0	(1.7)ppts	(1.9)ppts	5.8 ppts	10.1	(2.8)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 2：2024-25 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2024F						2025F					
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	3,294	3,161	4.2	14.2	3,230	2.0	3,968	3,944	0.6	20.5	4,249	(6.6)
毛利	1,681	1,609	4.5	20.8	1,654	1.7	2,042	2,029	0.7	21.5	2,204	(7.3)
營業利益	176	119	48.3	-	214	(17.4)	522	517	0.9	195.6	624	(16.5)
稅後淨利	243	197	23.2	644.2	232	4.6	526	518	1.5	116.6	585	(10.2)
每股盈餘(元)	7.40	6.02	22.9	644.2	7.49	(1.2)	16.03	15.79	1.5	116.6	17.84	(10.2)
毛利率(%)	51.0	50.9	0.1 ppts	2.2 ppts	51.2	(0.1)ppts	51.5	51.4	0.0 ppts	0.4 ppts	51.9	(0.4)ppts
營利率(%)	5.4	3.8	1.6 ppts	7.8 ppts	6.6	(1.3)ppts	13.1	13.1	0.0 ppts	7.8 ppts	14.7	(1.6)ppts
淨利率(%)	7.4	6.2	1.1 ppts	5.8 ppts	7.2	0.2 ppts	13.2	13.1	0.1 ppts	5.9 ppts	13.8	(0.5)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

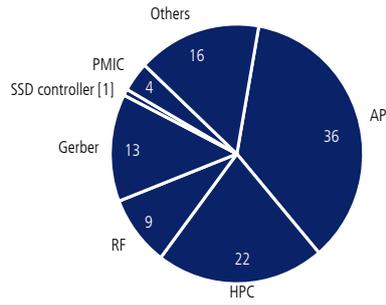
圖 3：同業評價比較

公司	代號	市值 (美金百萬元)	股價 (當地貨幣)	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘 複合成長率(%) (2023-2025F)	本益比 (倍)		股價淨值比 (倍)		股東權益報酬率 (%)		股利殖利率 (%)	
				2024F	2025F		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
精測	6510 TT	433	430.5	7.40	16.03	301.5	58.2	26.9	1.8	1.7	3.2	6.6	0.9	1.9
旺矽	6223 TT	1,565	541.0	17.04	20.67	21.8	31.7	26.2	6.1	5.5	20.1	22.1	1.7	2.1
穎崴	6515 TT	1,115	1,045.0	34.57	47.93	73.8	30.2	21.8	8.3	7.4	30.4	40.9	2.4	3.0
致茂	2360 TT	3,929	301.0	11.92	14.88	25.5	25.2	20.2	5.3	4.8	21.7	25.4	2.6	3.3
雍智	6683 TT	297	353.0	15.23	15.22	7.9	23.2	23.2	N.M.	N.M.	15.6	13.9	N.M.	N.M.
中探針	6217 TT	135	45.3	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
Advantest	6857 JP	30,747	6,029.0	89.47	115.47	(18.6)	67.4	52.2	11.0	9.4	17.3	19.0	0.6	0.7
Keysight Technologies	KEYS US	23,729	136.0	5.95	6.99	8.4	22.9	19.5	4.7	4.2	17.8	20.2	0.0	0.0
Teradyne	TER US	18,943	121.3	3.05	4.68	26.9	39.8	25.9	6.8	5.6	18.3	24.3	0.4	0.4
FormFactor	FORM US	3,897	50.5	1.14	1.70	26.5	44.3	29.8	N.M.	N.M.	8.5	13.3	0.0	0.0
NHK Spring	5991 JP	2,695	1,659.0	164.06	182.09	38.8	10.1	9.1	1.0	0.9	10.4	9.9	2.4	3.4
LEENO Industrial	058470 KS	2,227	200,500.0	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	1.5	1.6
Micronics Japan	6871 JP	1,599	6,000.0	221.17	317.96	72.4	27.1	18.9	4.8	3.9	19.1	26.3	1.0	1.5
Cohu	COHU US	1,461	31.0	0.17	1.45	56.8	184.6	21.4	1.6	1.6	(3.1)	4.2	0.0	0.0
ISC	095340 KS	762	49,300.0	3,166.20	3,740.60	123.5	15.6	13.2	1.9	1.7	13.3	13.9	0.6	0.8
Enplas	6961 JP	496	7,650.0	N.A.	577.27	5.0	N.M.	13.3	N.M.	1.2	7.6	9.5	0.8	0.8
Yamaichi Electronics	6941 JP	469	3,225.0	87.35	267.80	(12.0)	36.9	12.0	1.8	1.6	4.7	11.8	0.9	2.3
Yokowo	6800 JP	312	1,964.0	106.99	134.40	(0.2)	18.4	14.6	0.9	0.9	6.3	5.9	2.3	2.5
Japan Electronic Materials	6855 JP	258	3,065.0	31.70	142.50	(17.1)	96.7	21.5	N.M.	N.M.	1.7	6.9	1.3	1.3
同業平均							45.8	21.7	4.3	3.6	12.5	16.1	1.1	1.5

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 4：營收結構(按應用領域)

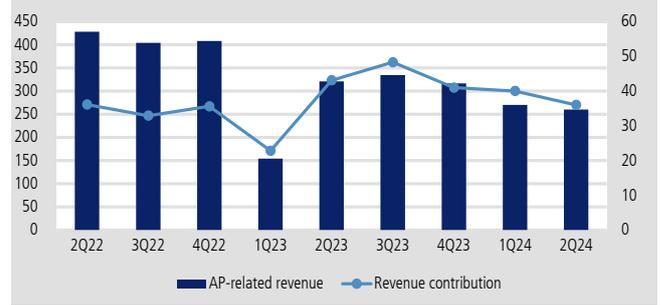
2Q24 營收應用別，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：AP 測試營收貢獻

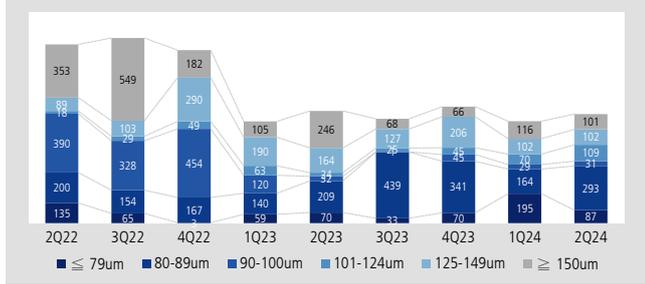
營收，百萬元(左軸)；營收貢獻，百分比(右軸)



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：營收結構(按 C4 錫墊間距)

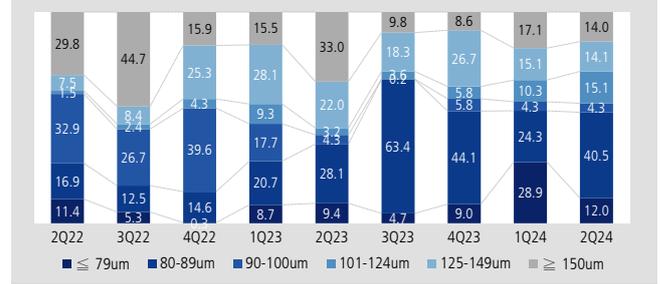
營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 7：營收結構(按 C4 錫墊間距)

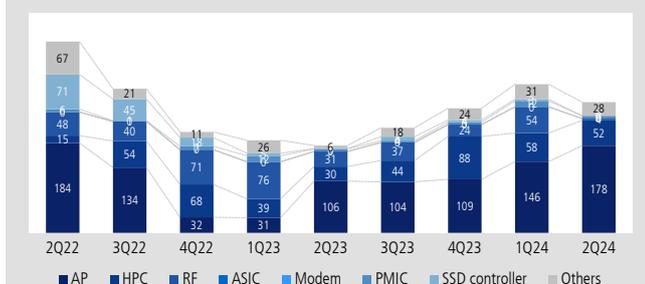
營收比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 8：VPC 營收應用別

VPC 營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 9：VPC 貢獻 2Q24 營收 37%

VPC 營收，百萬元(左軸)；營收貢獻，百分比(右軸)



資料來源：公司資料，凱基

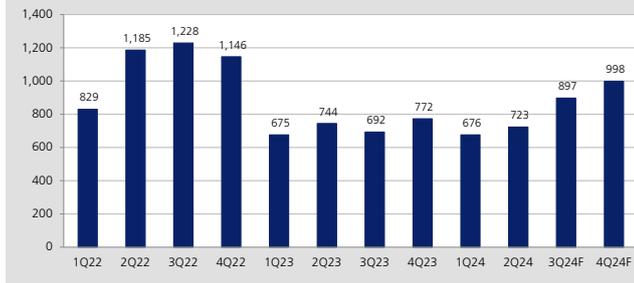
圖 10：公司概況

中華精測成立於 2005 年，前身為中華電信研究所內部研發團隊。公司主要從事設計與製造半導體測試用高效 PCB，如用於晶圓測試(wafer probing)的 Direct Docking 探針卡、探針卡用 PCB、interposer 與探針以及後段測試(Final Test)用的 IC 測試板(Load Board)，並提供相關元件產品服務，如 Stiffener。公司為中華電信持股 45% 的子公司。策略合作夥伴聯發科(2454 TT, NT\$1,220, 持有)則藉由旗下全資子公司間接持有 4.3% 的股權。

資料來源：公司資料，凱基

圖 12：季營業收入

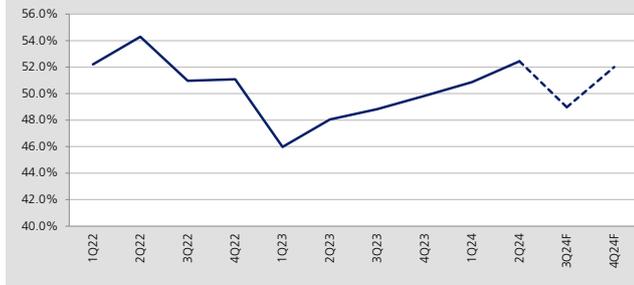
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 14：毛利率

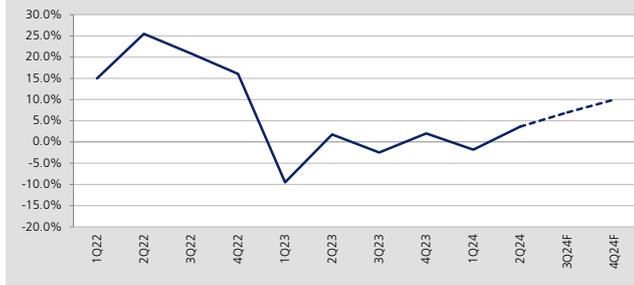
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 16：營業利潤率

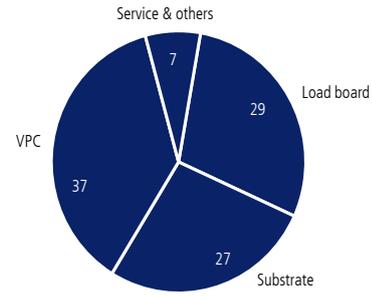
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 11：2Q24 營收按產品分類

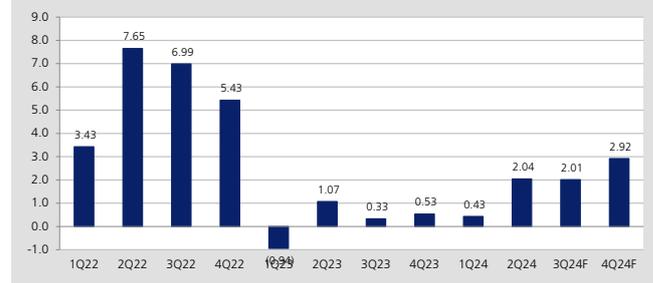
營收比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 13：每股盈利

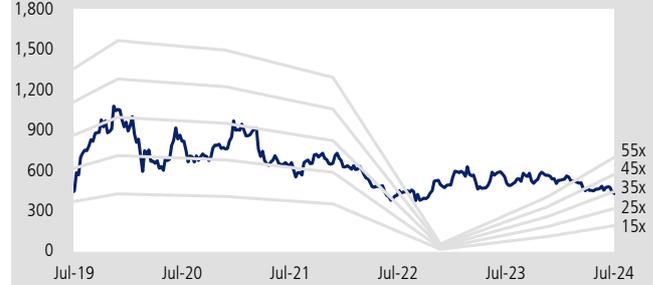
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 15：未來一年預估本益比區間

股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 17：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度				年度				年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	675	744	692	772	676	723	897	998	2,884	3,294	3,968
營業成本	(365)	(387)	(354)	(388)	(332)	(344)	(458)	(479)	(1,493)	(1,613)	(1,926)
營業毛利	311	358	338	385	344	379	439	519	1,391	1,681	2,042
營業費用	(375)	(345)	(355)	(369)	(356)	(353)	(377)	(419)	(1,444)	(1,505)	(1,521)
營業利益	(64)	13	(17)	16	(12)	26	63	100	(53)	176	522
折舊	(102)	(103)	(106)	(110)	(109)	(106)	(109)	(106)	(422)	(430)	(444)
攤提	(10)	(9)	(9)	(8)	(9)	(7)	(45)	45	(36)	(15)	-
EBITDA	48	126	98	134	106	138	216	161	405	621	965
利息收入	5	9	-	8	4	8	8	8	26	29	33
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	1	1	5	2	1	1	-	-	5	24	56
總營業外收入	6	10	5	10	5	10	8	8	31	53	89
利息費用	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	-	(1)	(1)	-
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(4)	6	15	(15)	17	5	-	-	2	-	-
總營業外費用	(5)	5	15	(15)	17	5	-	-	1	(1)	-
稅前純益	(63)	28	3	10	9	40	71	108	(21)	229	611
所得稅費用[利益]	25	(1)	0	(1)	(2)	17	(14)	(22)	24	(21)	(122)
少數股東損益	7	8	8	8	7	9	9	9	30	34	37
非常項目前稅後純益	(31)	35	11	17	14	67	66	96	33	243	526
非常項目	(0)	(0)	0	0	(0)	0	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	(31)	35	11	17	14	67	66	96	33	243	526
每股盈餘 (NT\$)	(0.94)	1.07	0.33	0.53	0.43	2.04	2.01	2.92	0.99	7.40	16.03
獲利率 (%)											
營業毛利率	46.0	48.0	48.8	49.8	50.9	52.4	49.0	52.0	48.2	51.0	51.5
營業利益率	(9.5)	1.8	(2.5)	2.0	(1.8)	3.6	7.0	10.0	(1.8)	5.4	13.1
EBITDA Margin	7.0	16.9	14.1	17.3	15.6	19.1	24.1	16.1	14.0	18.9	24.3
稅前純益率	(9.3)	3.8	0.4	1.3	1.4	5.6	7.9	10.8	(0.7)	7.0	15.4
稅後純益率	(4.6)	4.7	1.6	2.3	2.1	9.3	7.3	9.6	1.1	7.4	13.2
季成長率 (%)											
營業收入	(41.1)	10.2	(7.0)	11.6	(12.5)	7.0	24.1	11.3			
營業毛利	(46.9)	15.2	(5.5)	13.8	(10.7)	10.3	15.9	18.1			
營業收益增長	(134.8)		(231.2)		(179.2)		138.4	59.6			
EBITDA	(84.0)	164.2	(22.1)	37.0	(21.2)	31.0	56.4	(25.7)			
稅前純益	(135.3)		(89.7)	253.9	(9.2)	331.3	75.4	52.5			
稅後純益	(117.3)		(68.9)	60.2	(19.8)	378.4	(1.6)	45.0			
年成長率 (%)											
營業收入	(18.6)	(37.2)	(43.6)	(32.6)	0.1	(2.9)	29.6	29.2	(34.3)	14.2	20.5
營業毛利	(28.3)	(44.4)	(46.0)	(34.2)	10.7	6.0	29.9	34.8	(39.2)	20.8	21.5
營業收益	(151.7)	(95.6)	(106.7)	(91.6)	(80.8)	99.6		543.4	(106.1)		195.6
EBITDA	(78.9)	(69.4)	(73.7)	(54.8)	122.3	10.2	121.2	20.1	(68.9)	53.5	55.3
稅前純益	(144.4)	(90.9)	(99.0)	(94.2)		42.5	2332.3	948.2	(102.3)		166.8
稅後純益	(127.4)	(86.0)	(95.2)	(90.2)		91.2	504.6	447.3	(95.8)	644.2	116.6

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	8,721	9,037	8,272	8,479	8,913
流動資產	4,657	4,406	3,773	4,196	4,774
現金及短期投資	3,013	3,023	2,693	2,939	3,316
存貨	453	440	326	389	454
應收帳款及票據	1,069	774	600	721	857
其他流動資產	122	169	153	147	147
非流動資產	4,064	4,631	4,499	4,283	4,139
長期投資	-	-	-	-	-
固定資產	3,930	4,486	4,368	4,163	4,020
什項資產	134	145	131	120	120
負債總額	1,175	1,078	699	698	728
流動負債	1,143	1,052	675	679	709
應付帳款及票據	351	294	188	242	272
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	793	758	487	437	437
長期負債	32	26	24	19	19
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	2	2	2	19	19
股東權益總額	7,545	7,959	7,574	7,781	8,186
普通股股本	328	328	328	328	328
保留盈餘	2,858	3,090	2,670	2,876	3,280
少數股東權益	-	76	46	-	-
優先股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	0.8%	3.5%	(34.3%)	14.2%	20.5%
營業收益增長	(10.2%)	(19.8%)	(106.1%)	195.6%	
EBITDA	(6.6%)	(10.9%)	(68.9%)	53.5%	55.3%
稅後純益	(4.5%)	(13.6%)	(95.8%)	644.2%	116.6%
每股盈餘成長率	(4.5%)	(13.6%)	(95.8%)	644.2%	116.6%
獲利能力分析					
營業毛利率	54.0%	52.1%	48.2%	51.0%	51.5%
營業利率	25.5%	19.7%	(1.8%)	5.4%	13.1%
EBITDA Margin	34.5%	29.7%	14.0%	18.9%	24.3%
稅後純益率	21.0%	17.6%	1.1%	7.4%	13.2%
平均資產報酬率	10.6%	8.7%	0.4%	2.9%	6.0%
股東權益報酬率	12.2%	10.0%	0.4%	3.2%	6.6%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	1,123.6	563.9	(14.8)	379.6	
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	1,130.3	866.3	244.5	788.9	
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1,130.3	866.3	244.5	788.9	
流動比率 (x)	4.1	4.2	5.6	6.2	6.7
速動比率 (x)	3.7	3.8	5.1	5.6	6.1
淨負債 (NT\$百萬)	(3,013)	(3,023)	(2,693)	(2,939)	(3,316)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	27.20	23.50	0.99	7.40	16.03
每股現金盈餘 (NT\$)	33.23	42.72	9.92	14.56	24.35
每股淨值 (NT\$)	230.11	240.44	229.59	237.32	249.64
調整後每股淨值 (NT\$)	230.11	240.44	229.59	237.32	249.64
每股營收 (NT\$)	129.34	133.84	87.97	100.45	121.03
EBITDA/Share (NT\$)	44.63	39.76	12.35	18.95	29.44
每股現金股利 (NT\$)	13.60	11.75	0.50	3.70	8.01
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.50	0.49	0.33	0.39	0.46
應收帳款周轉天數	92.0	64.4	75.9	80.2	78.8
存貨周轉天數	84.7	76.4	79.8	88.3	86.0
應付帳款周轉天數	65.6	51.0	46.0	54.8	51.5
現金轉換周轉天數	111.2	89.7	109.7	113.7	113.4

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	4,241	4,389	2,884	3,294	3,968
營業成本	(1,950)	(2,101)	(1,493)	(1,613)	(1,926)
營業毛利	2,291	2,288	1,391	1,681	2,042
營業費用	(1,211)	(1,421)	(1,444)	(1,505)	(1,521)
營業利益	1,080	866	(53)	176	522
總營業外收入	12	19	31	53	89
利息收入	-	-	26	29	33
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	12	19	5	24	56
總營業外費用	(10)	25	1	(1)	-
利息費用	(1)	(2)	(1)	(1)	-
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(9)	27	2	-	-
稅前純益	1,082	910	(21)	229	611
所得稅費用[利益]	(192)	(154)	24	(21)	(122)
少數股東損益	-	14	30	34	37
非常項目	1	(0)	(0)	-	-
稅後淨利	892	771	33	243	526
EBITDA	1,464	1,304	405	621	965
每股盈餘 (NT\$)	27.20	23.50	0.99	7.40	16.03

現金流量

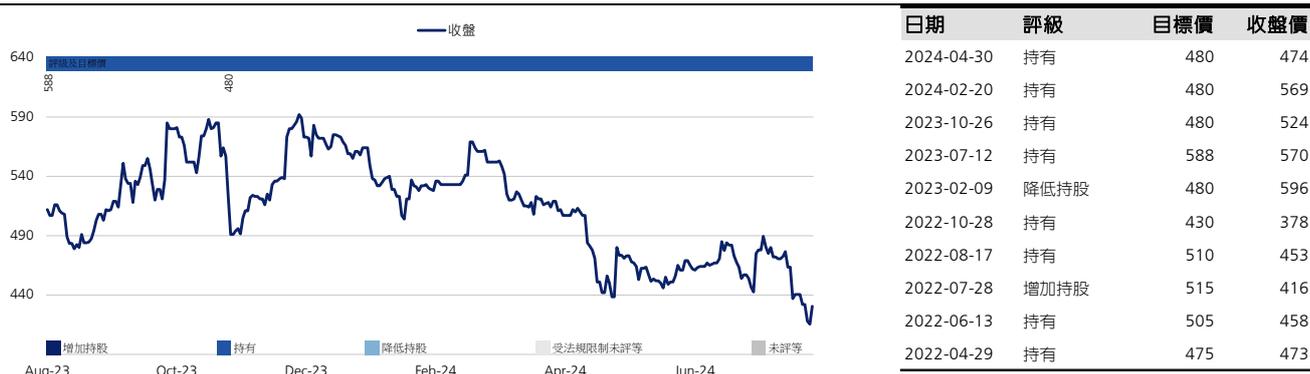
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	1,090	1,401	325	477	799
本期純益	892	771	33	243	526
折舊及攤提	384	437	458	445	444
本期運用資金變動	(169)	247	172	(131)	(171)
其他營業資產及負債變動	(16)	(54)	(337)	(80)	-
投資活動之現金流量	(519)	(1,011)	(244)	(216)	(300)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(477)	(926)	(283)	(232)	(300)
其他資產變動	(42)	(85)	39	16	-
自由現金流	592	440	317	227	390
融資活動之現金流量	(414)	(388)	(409)	(30)	(121)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(393)	(446)	(385)	(16)	(121)
其他融資現金流	(20)	58	(23)	(13)	-
匯率影響數	(2)	7	(2)	14	-
本期產生現金流量	156	10	(330)	246	377

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	28.6%	32.4%	50.1%	45.7%	38.3%
= 營業利益率	25.5%	19.7%	(1.8%)	5.4%	13.1%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.9	1.0	1.5	1.3	1.0
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.0	0.9	0.6	0.7	0.8
營業利益率	25.5%	19.7%	(1.8%)	5.4%	13.1%
x 資本周轉率	1.0	0.9	0.6	0.7	0.8
x (1 - 有效現金稅率)	82.3%	83.1%	(12.3%)	90.9%	80.0%
= 稅後 ROIC	20.0%	14.9%	0.1%	3.3%	8.6%

資料來源：公司資料，凱基預估

精測 – 以往評級及目標價



資料來源：TEJ，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，適後若有變更時，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。