

譜瑞-KY

(4966.TWO/4966 TT)



增加持股 · 維持

收盤價 August 7 (NT\$)	703
12 個月目標價 (NT\$)	970
前次目標價 (NT\$)	970
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	38.0

焦點內容

- 3Q24 業務展望穩健，惟利潤率改善較預期緩慢。
- USB4 retimer 市場競爭對手浮現，惟公司亦宣布其他正面消息。
- PCIe 5.0/6.0 業務尚需時間起飛。

交易資料表

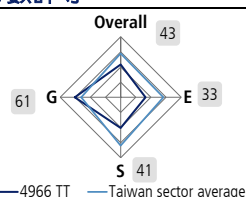
市值：(NT\$bn/US\$m)	57.06 / 1,751
流通在外股數 (百萬股)：	81.16
外資持有股數 (百萬股)：	39.29
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.38
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	665 - 1,320

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-7.9	-39.1	-21.4
相對表現 (%)	-11	-56.8	-46.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	4.51A	5.44A	7.71A	8.08A
2024	7.21A	7.11F	10.44F	9.86F
2025	8.55F	10.32F	12.64F	12.53F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

凱基投顧

劉宇程
886.2.2181.8727
lucas.liu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

展望有些喜憂參半；評價尚具吸引力

重要訊息

譜瑞-KY 預估 3Q24 營收介於 1.30-1.44 億美元之間，動能來自 USB4 retimer 出貨穩健及其 Standard-plus 客戶之備貨向上。此預估隱含營收展望將季增 13.9%，年增 20.2% (以中位數計算)，略優於我們預估。管理層預期毛利率介於 42-46% 之間，營業費用則預估介於 3,250-3,550 萬美元之間。

評論及分析

3Q24 業務展望穩健，惟利潤率改善較預期緩慢。受惠搭載 AMD (美) Strix Point 與 Qualcomm (美) X Elite 行動 CPU 平台的新筆電機種上市，USB4 retimer 出貨較先前預期強勁，再加上公司之 Standard-plus 客戶備貨訂單上揚，我們修正 3Q24 營收預估，由先前預估的營收季增 10.5% 與年增 16.6% 上修至季增 17.6% 與年增 24.1%。儘管 3Q24 產品組合轉佳，我們也看見公司定價壓力沉重 (尤其 Source driver 業務) 與庫存跌價損失拖累毛利率改善之速度。我們因此下修 3Q24 毛利率至 42.9%，對比我們前估之 43.6%，季增 0.5 個百分比，年增 0.9 個百分比。

USB4 retimer 市場競爭對手浮現，惟公司亦宣布其他正面消息。管理層預期 2025 年全球 Intel (美) 與非 Intel 平台之 USB4 retimer 滲透率將達 60-70%。雖然隨著非 Intel 處理器平台之升級，且鑑於公司於非 Intel 平台佔據主導地位，將支撐譜瑞-KY 2H24 至 2025 年營收穩健成長，但管理層亦表示部分低階機種採用未通過完整機構認證或相容性測試之 USB4 retimer 產品，惟其認為競爭程度可控。另一方面，管理層揭露來自 Intel 平台的新機會，即搭載 Intel CPU 筆電機種中，公司有望供應其 retimer 給予不相容於 Thunderbolt 規格之 USB4 端口，進而拓展公司 USB4 retimer 之整體潛在市場。

投資建議

儘管因 3Q24 營收優於預期而致使我們上修 2024-25 年營收預估，但我們亦將 2024-25 年毛利率預估下修 0.6 個百分點與 1.3 個百分點至 42.8% 和 43.0% 以反映毛利率優化速度較預期緩慢。因此，我們維持 2024-25 年每股盈餘預估大致不變，分別為 34.63 元和 44.04 元，分別年增 34.6% 與 27.2%。我們維持目標價 970 元，係基於 2025 年每股盈餘預估之 22 倍計算得出。目前股價交易於 2024-25 年本益比之 20 倍與 16 倍，對比五年本益比區間為 11-39 倍 (平均為 24 倍)，我們認為評價尚具吸引力。維持「增加持股」評等。

投資風險

PC/NB 需求疲弱；高速傳輸介面 IC 競爭加劇。

主要財務數據及估值

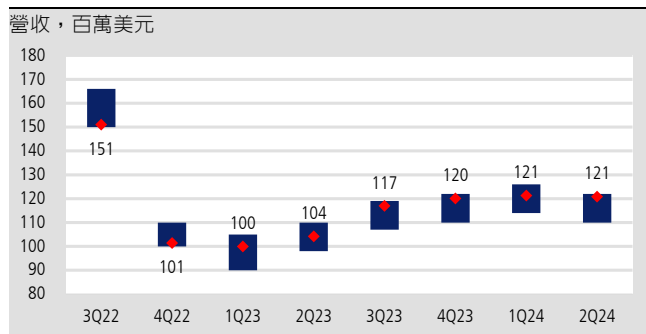
	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	19,995	20,055	13,769	16,764	19,297
營業毛利 (NT\$百萬)	9,531	9,316	6,019	7,168	8,292
營業利益 (NT\$百萬)	5,830	5,267	1,967	2,630	3,495
稅後淨利 (NT\$百萬)	5,245	4,898	2,033	2,765	3,521
每股盈餘 (NT\$)	66.29	61.35	25.73	34.63	44.04
每股現金股利 (NT\$)	32.42	30.77	12.66	17.31	22.02
每股盈餘成長率 (%)	47.8	(7.5)	(58.1)	34.6	27.2
本益比 (x)	10.6	11.5	27.3	20.3	16.0
股價淨值比 (x)	3.9	3.2	2.9	2.5	2.3
EV/EBITDA (x)	7.1	8.3	17.9	13.4	10.1
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.6	4.4	1.8	2.5	3.1
股東權益報酬率 (%)	38.6	30.4	10.9	13.1	14.8

資料來源：公司資料，凱基預估

PCIe 5.0/6.0 業務尚需時間起飛。管理層表示資料中心相關 PCIe 年度營收目標 1,000 萬美元仍處於正軌，並逐漸朝向該目標達成。公司正透過其 PCIe retimer 解決方案於部分工作站與儲存資料中心應用增加其曝光度。管理層預期 AI 伺服器機架中 Cable 採用量提高之下，客戶將尋求採用 redriver，而非 retimer 為主，係因考量功耗、成本及散熱等因素所致。公司相信在市場規格升級至 PCIe 6.0 之際，retimer 與 redriver 之態勢將有所轉變。然而，我們仍認為譜瑞-KY 於 AI 伺服器市場屬後起之秀，且取得 AI 伺服器之 PCIe 5.0 retimer 專案有限，故前述相關業務尚需時間起飛。

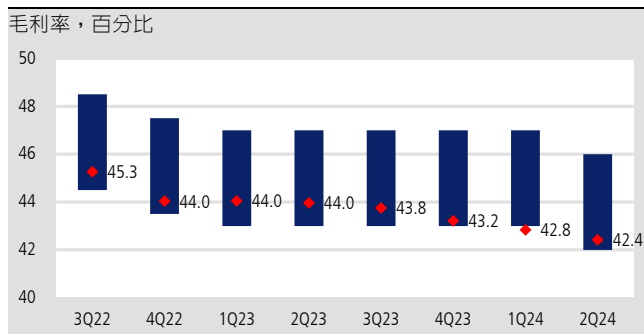
2Q24 每股盈餘略低於預期。2Q24 毛利率為 42.4%，季減 0.4 個百分點，年減 1.5 個百分點，皆低於我們預估與市場共識，主因低階產品價格壓力提升與認列部分庫存跌價損失。再加上營業費用達 11.48 億元以及業外收益達高 9,300 萬元，皆高於預期，2Q24 每股盈餘達 7.11 元，略較我們先前預估之 7.48 元低 4.9%，但大致符合市場共識之 7.10 元。

圖 1：單季營收暨公司財測比較



資料來源：公司資料，凱基

圖 2：單季毛利率暨公司財測比較



資料來源：公司資料，凱基

圖 3：2Q24 財報暨凱基預估、公司財測與市場共識比較

百萬元	2Q24										
	實際值	凱基預估	差異(%)	1Q24	QoQ (%)	2Q23	YoY (%)	公司財測* (中位數)	差異(%)	市場共識	差異(%)
營收	3,910	3,915	(0.1)	3,814	2.5	3,199	22.2	3,740	4.6	3,786	3.3
毛利	1,659	1,690	(1.8)	1,634	1.5	1,406	17.9	1,646	0.8	1,636	1.4
營業利益	511	570	(10.4)	523	(2.3)	412	23.9	549	(7.0)	576	(11.3)
稅後淨利	569	595	(4.4)	573	(0.7)	429	32.5	-	-	582	(2.2)
每股盈餘(元)	7.11	7.48	(4.9)	7.21	(1.3)	5.44	30.8	-	-	7.10	0.2
毛利率(%)	42.4	43.2	(0.7)ppts	42.8	(0.4)ppts	44.0	(1.5)ppts	44.0	(1.6)ppts	43.2	(0.8)ppts
營業率(%)	13.1	14.6	(1.5)ppts	13.7	(0.6)ppts	12.9	0.2 ppts	14.7	(1.6)ppts	15.2	(2.1)ppts
淨利率(%)	14.5	15.2	(0.6)ppts	15.0	(0.5)ppts	13.4	1.1 ppts	-	-	15.4	(0.8)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

*以美元兌新台幣 1:32.24 之匯率作為假設基準

圖 4：3Q24 公司財測暨凱基預估與市場共識比較

	3Q24F									
	公司財測* (中位數)	修正後	差異(%)	修正前	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	備註
營收(百萬元)	4,453	4,598	(3.2)	4,319	3.1	13.9	20.2	4,386	1.5	US\$130-144mn
毛利率(%)	44.0	42.9	1.1 ppts	43.6	0.4 ppts	1.6 ppts	0.2 ppts	44.2	(0.2)ppts	42-46%
營業費用(百萬元)	(1,105)	(1,150)	(3.9)	(1,123)	(1.6)	(3.7)	6.5	(1,129)	(2.2)	US\$32.5-35.5mn

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

*以美元兌新台幣 1:32.50 之匯率作為假設基準

圖 5：3Q24 財測修正暨市場共識比較

百萬元	3Q24F					市場共識	差異(%)
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)		
營收	4,598	4,319	6.5	17.6	24.1	4,386	4.8
毛利	1,972	1,882	4.8	18.9	21.6	1,938	1.7
營業利益	822	759	8.3	60.9	40.8	809	1.6
稅後淨利	835	772	8.1	46.8	36.4	806	3.6
每股盈餘(元)	10.44	9.72	7.4	46.8	35.3	9.76	6.9
毛利率(%)	42.9	43.6	(0.7)ppts	0.5 ppts	(0.9)ppts	44.2	(1.3)ppts
營利率(%)	17.9	17.6	0.3 ppts	4.8 ppts	2.1 ppts	18.4	(0.6)ppts
淨利率(%)	18.2	17.9	0.3 ppts	3.6 ppts	1.6 ppts	18.4	(0.2)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 6：2024-25 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	16,764	16,322	2.7	21.8	16,537	1.4	19,297	18,582	3.8	15.1	19,449	(0.8)
毛利	7,168	7,069	1.4	19.1	7,234	(0.9)	8,292	8,219	0.9	15.7	8,731	(5.0)
營業利益	2,630	2,655	(0.9)	33.8	2,766	(4.9)	3,495	3,488	0.2	32.9	3,940	(11.3)
稅後淨利	2,765	2,752	0.5	36.0	2,807	(1.5)	3,521	3,504	0.5	27.4	3,857	(8.7)
每股盈餘(元)	34.63	34.62	0.0	34.6	35.17	(1.5)	44.04	44.08	(0.1)	27.2	48.14	(8.5)
毛利率(%)	42.8	43.3	(0.6)ppts	(1.0)ppts	43.7	(1.0)ppts	43.0	44.2	(1.3)ppts	0.2 ppts	44.9	(1.9)ppts
營利率(%)	15.7	16.3	(0.6)ppts	1.4 ppts	16.7	(1.0)ppts	18.1	18.8	(0.7)ppts	2.4 ppts	20.3	(2.1)ppts
淨利率(%)	16.5	16.9	(0.4)ppts	1.7 ppts	17.0	(0.5)ppts	18.2	18.9	(0.6)ppts	1.8 ppts	19.8	(1.6)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

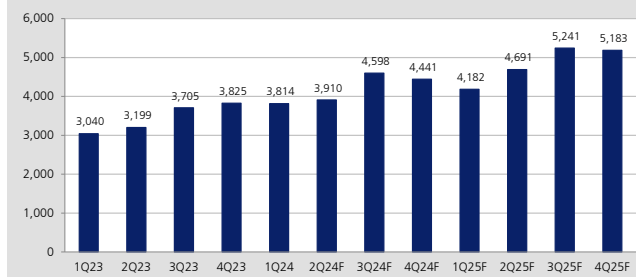
圖 7：公司概况

成立於 2005 年並於 2011 年上櫃交易的譜瑞-KY 是混合訊號 IC 設計廠中的佼佼者，產品用於各種顯示與高速介面標準下的電腦、消費性電子產品與顯示面板中。總部設於加州矽谷而設計中心則位於上海，譜瑞-KY 另外設有子公司於南京與首爾，分公司則開立於香港與台灣。作為 VESA 的共同創辦人與現任的董事，譜瑞-KY 參與了 DP 與 eDP 的標準開發。

資料來源：公司資料，凱基

圖 9：季營業收入

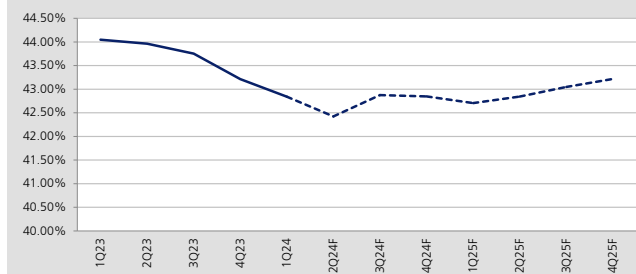
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 11：毛利率

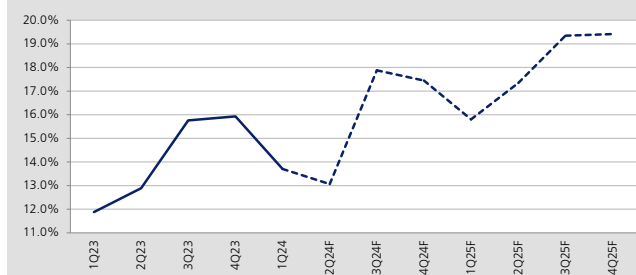
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 13：營業利潤率

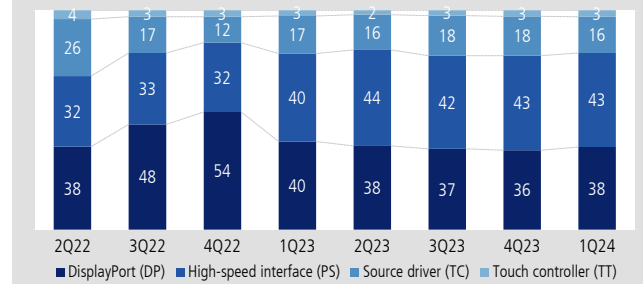
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：營收佔比

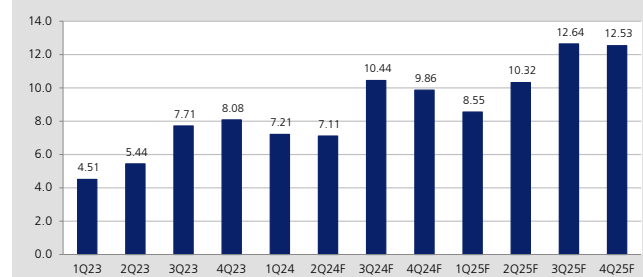
營收按事業群，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 10：每股盈利

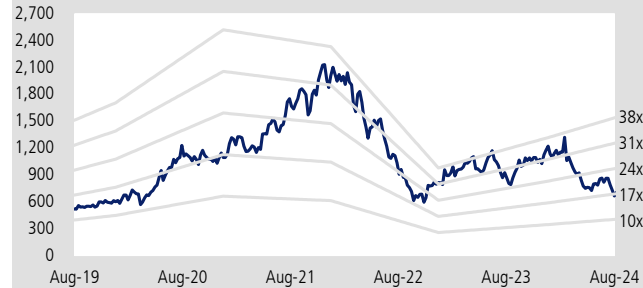
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 12：未來一年預估本益比區間

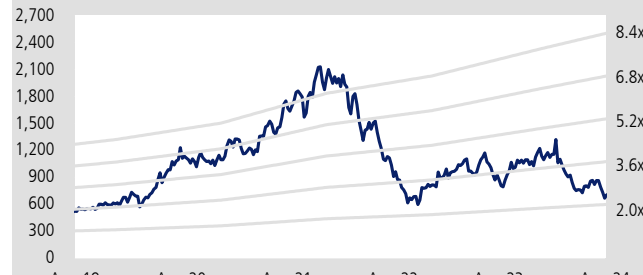
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 14：未來一年預估股價淨值比區間

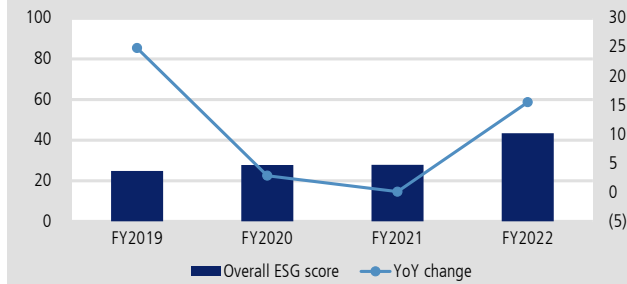
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 15：ESG 整體分數

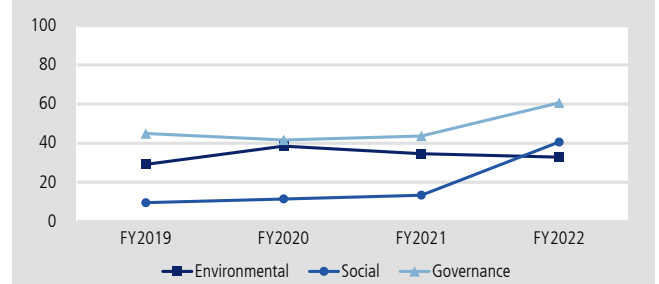
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：ESG 各項分數

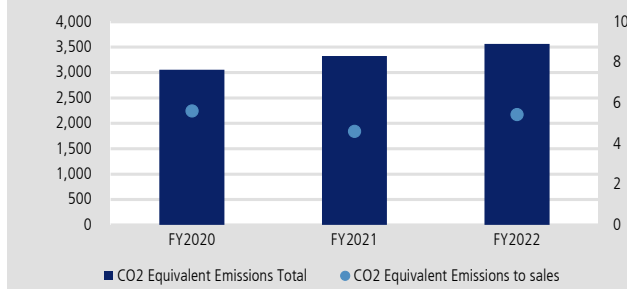
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：碳排量

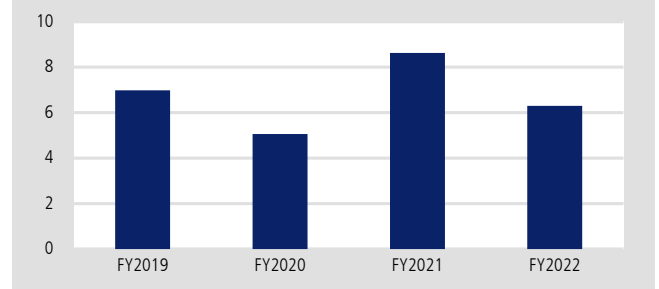
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)；單位營收排碳量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：員工流動率

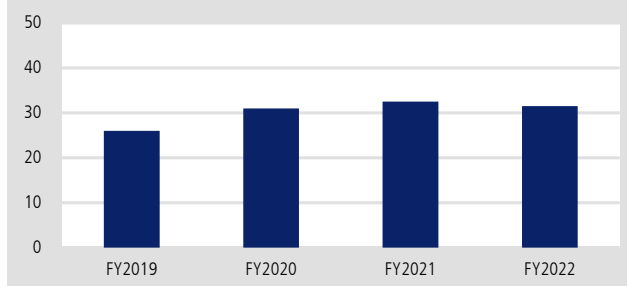
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：性別多樣性

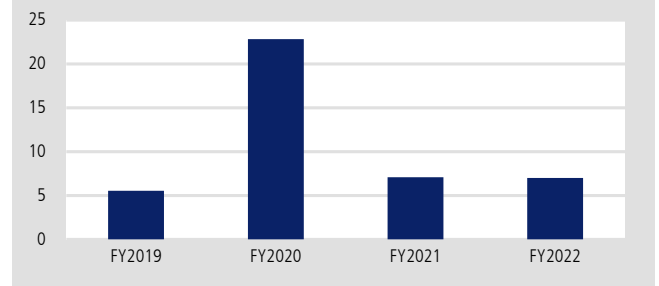
女性員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：員工人均訓練成本

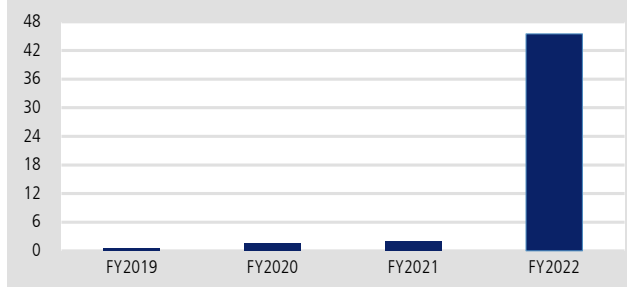
員工人均訓練成本，美元



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 21：人均訓練時數

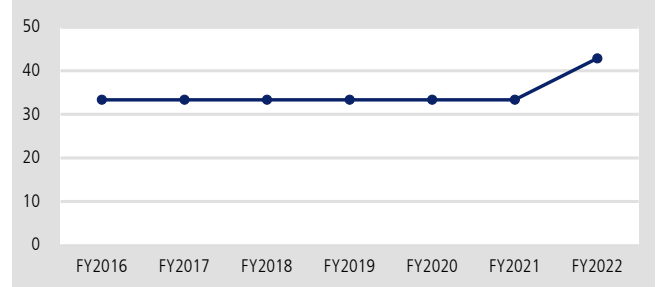
人均年訓練時數，小時



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 22：獨立董事

獨立董事，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產) - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	譜瑞-KY 首次於 2020 年 CSR 報告書中揭露該資訊。
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	譜瑞-KY 首次於 2020 年 CSR 報告書中揭露該資訊。
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展) - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，公司資料，凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	3,814	3,910	4,598	4,441	4,182	4,691	5,241	5,183	13,769	16,764	19,297
營業成本	(2,180)	(2,251)	(2,627)	(2,538)	(2,396)	(2,681)	(2,985)	(2,943)	(7,750)	(9,597)	(11,005)
營業毛利	1,634	1,659	1,972	1,903	1,786	2,010	2,256	2,240	6,019	7,168	8,292
營業費用	(1,111)	(1,148)	(1,150)	(1,128)	(1,125)	(1,196)	(1,242)	(1,234)	(4,053)	(4,537)	(4,797)
營業利益	523	511	822	775	661	813	1,014	1,006	1,967	2,630	3,495
折舊	(75)	(130)	(134)	(55)	(166)	(170)	(174)	45	(337)	(394)	(465)
攤提	(88)	(114)	(114)	(72)	(118)	(118)	(118)	(47)	(343)	(389)	(401)
EBITDA	685	756	1,070	902	945	1,101	1,306	1,009	2,646	3,413	4,360
利息收入	78	93	90	87	85	88	92	89	223	347	354
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	2	-	-	-	-	-	-	-	6	-	-
總營業外收入	80	93	90	87	85	88	92	89	229	347	354
利息費用	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(1)	-	5	5	5	5	5	5	28	11	20
總營業外費用	(1)	-	5	5	5	5	5	5	28	11	20
稅前純益	602	604	917	866	751	907	1,110	1,101	2,224	2,989	3,869
所得稅費用[利益]	(29)	(35)	(83)	(78)	(68)	(82)	(100)	(99)	(191)	(225)	(348)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	573	569	835	788	683	825	1,010	1,002	2,033	2,765	3,521
非常項目	0	-	-	-	-	-	-	-	-	0	-
稅後淨利	573	569	835	788	683	825	1,010	1,002	2,033	2,765	3,521
每股盈餘 (NT\$)	7.21	7.11	10.44	9.86	8.55	10.32	12.64	12.53	25.73	34.63	44.04
獲利率 (%)											
營業毛利率	42.8	42.4	42.9	42.8	42.7	42.8	43.0	43.2	43.7	42.8	43.0
營業利益率	13.7	13.1	17.9	17.4	15.8	17.3	19.3	19.4	14.3	15.7	18.1
EBITDA Margin	18.0	19.3	23.3	20.3	22.6	23.5	24.9	19.5	19.2	20.4	22.6
稅前純益率	15.8	15.4	19.9	19.5	18.0	19.3	21.2	21.2	16.2	17.8	20.0
稅後純益率	15.0	14.5	18.2	17.8	16.3	17.6	19.3	19.3	14.8	16.5	18.2
季成長率 (%)											
營業收入	(0.3)	2.5	17.6	(3.4)	(5.8)	12.2	11.7	(1.1)			
營業毛利	(1.1)	1.5	18.9	(3.5)	(6.1)	12.5	12.3	(0.7)			
營業收益增長	(14.2)	(2.3)	60.9	(5.7)	(14.7)	23.1	24.6	(0.7)			
EBITDA	(12.0)	10.3	41.6	(15.7)	4.7	16.6	18.6	(22.8)			
稅前純益	(12.6)	0.2	52.0	(5.5)	(13.3)	20.7	22.5	(0.9)			
稅後純益	(10.3)	(0.7)	46.8	(5.5)	(13.3)	20.7	22.5	(0.9)			
年成長率 (%)											
營業收入	25.5	22.2	24.1	16.1	9.7	20.0	14.0	16.7	(31.3)	21.8	15.1
營業毛利	22.0	17.9	21.6	15.1	9.3	21.1	14.4	17.7	(35.4)	19.1	15.7
營業收益	44.8	23.9	40.8	27.2	26.5	59.2	23.4	29.9	(62.7)	33.8	32.9
EBITDA	31.1	27.9	41.9	15.8	37.8	45.7	22.1	11.8	(55.3)	29.0	27.8
稅前純益	50.7	26.9	39.1	25.7	24.7	50.2	21.1	27.0	(58.6)	34.4	29.4
稅後純益	62.1	32.5	36.4	23.5	19.3	45.1	21.1	27.0	(58.5)	36.0	27.4

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	19,385	22,072	23,369	26,139	28,498
流動資產	13,281	13,131	14,519	17,093	19,723
現金及短期投資	9,202	6,975	8,488	10,616	12,301
存貨	2,098	4,468	3,774	4,061	4,709
應收帳款及票據	1,395	1,066	1,662	1,777	2,073
其他流動資產	587	621	596	639	639
非流動資產	6,104	8,941	8,849	9,046	8,775
長期投資	-	-	-	-	-
固定資產	488	496	392	208	(64)
什項資產	5,616	8,445	8,457	8,838	8,838
負債總額	4,923	4,341	3,768	3,647	3,309
流動負債	4,787	4,259	3,609	3,485	3,146
應付帳款及票據	1,131	399	1,567	1,523	1,766
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	3,657	3,860	2,042	1,962	1,380
長期負債	136	81	159	162	162
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	-	-	-	162	162
股東權益總額	14,462	17,731	19,601	22,492	25,189
普通股本	809	812	812	812	812
保留盈餘	10,738	13,538	14,582	16,141	18,837
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	30.9%	0.3%	(31.3%)	21.8%	15.1%
營業收益增長	58.2%	(9.7%)	(62.7%)	33.8%	32.9%
EBITDA	57.2%	(9.5%)	(55.3%)	29.0%	27.8%
稅後純益	49.6%	(6.6%)	(58.5%)	36.0%	27.4%
每股盈餘成長率	47.8%	(7.5%)	(58.1%)	34.6%	27.2%
獲利能力分析					
營業毛利率	47.7%	46.5%	43.7%	42.8%	43.0%
營業利率率	29.2%	26.3%	14.3%	15.7%	18.1%
EBITDA Margin	32.7%	29.5%	19.2%	20.4%	22.6%
稅後純益率	26.2%	24.4%	14.8%	16.5%	18.2%
平均資產報酬率	29.2%	23.6%	8.9%	11.2%	12.9%
股東權益報酬率	38.6%	30.4%	10.9%	13.1%	14.8%
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	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)					
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)					
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)					
流動比率 (x)	2.8	3.1	4.0	4.9	6.3
速動比率 (x)	2.3	2.0	3.0	3.7	4.8
淨負債 (NT\$百萬)	(9,202)	(6,975)	(8,488)	(10,616)	(12,301)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	66.29	61.35	25.73	34.63	44.04
每股現金盈餘 (NT\$)	83.18	31.85	46.89	37.94	46.09
每股淨值 (NT\$)	178.85	218.39	241.49	277.13	310.35
調整後每股淨值 (NT\$)	182.80	222.07	248.07	281.77	315.10
每股營收 (NT\$)	252.73	251.18	174.27	210.01	241.40
EBITDA/Share (NT\$)	82.72	74.16	33.49	42.76	54.55
每股現金股利 (NT\$)	32.42	30.77	12.66	17.31	22.02
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.11	0.97	0.61	0.68	0.71
應收帳款周轉天數	25.5	19.4	44.0	38.8	39.2
存貨周轉天數	73.2	151.9	177.7	154.9	156.2
應付帳款周轉天數	39.4	13.6	73.8	58.1	58.6
現金轉換周轉天數	59.2	157.7	148.0	135.6	136.8

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	19,995	20,055	13,769	16,764	19,297
營業成本	(10,463)	(10,740)	(7,750)	(9,597)	(11,005)
營業毛利	9,531	9,316	6,019	7,168	8,292
營業費用	(3,702)	(4,049)	(4,053)	(4,537)	(4,797)
營業利益	5,830	5,267	1,967	2,630	3,495
總營業外收入	7	68	229	347	354
利息收入	3	64	223	347	354
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	4	4	6	-	-
總營業外費用	(28)	40	28	11	20
利息費用	-	-	-	-	-
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(28)	40	28	11	20
稅前純益	5,809	5,375	2,224	2,989	3,869
所得稅費用[利益]	(564)	(477)	(191)	(225)	(348)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	(0)	0	-
稅後淨利	5,245	4,898	2,033	2,765	3,521
EBITDA	6,544	5,921	2,646	3,413	4,360
每股盈餘 (NT\$)	66.29	61.35	25.73	34.63	44.04

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	6,581	2,543	3,704	3,028	3,685
本期純益	5,245	4,898	2,033	2,765	3,521
折舊及攤提	715	654	680	783	866
本期運用資金變動	(464)	(2,515)	1,266	(447)	(702)
其他營業資產及負債變動	1,085	(495)	(275)	(72)	(0)
投資活動之現金流量	(2,365)	(2,758)	(363)	(598)	(594)
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	(296)	(172)	(127)	(174)	(193)
其他資產變動	(2,069)	(2,586)	(236)	(424)	(401)
自由現金流	4,776	2,427	3,274	2,206	2,750
融資活動之現金流量	(3,250)	(3,244)	(1,781)	(663)	(1,405)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,753)	(2,622)	(2,439)	(1,016)	(1,405)
其他融資現金流	(100)	(34)	(103)	(25)	-
匯率影響數	(284)	1,233	(48)	360	-
本期產生現金流量	682	(2,226)	1,512	2,128	1,686

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	18.5%	20.2%	29.4%	27.1%	24.9%
= 營業利率率	29.2%	26.3%	14.3%	15.7%	18.1%
1 / (營業運用資金/營業收入	(0.0)	0.1	0.2	0.2	0.2
+ 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)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
= 資本周轉率	12.1	3.0	2.0	2.1	2.1
營業利率率	29.2%	26.3%	14.3%	15.7%	18.1%
x 資本周轉率	12.1	3.0	2.0	2.1	2.1
x (1 - 有效現金稅率)	90.3%	91.1%	91.4%	92.5%	91.0%
= 稅後 ROIC	319.6%	71.9%	26.2%	30.3%	35.2%

資料來源：公司資料，凱基預估

譜瑞-KY – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-04-24	增加持股	970	803
2024-02-14	增加持股	1,375	1,155
2023-11-21	增加持股	1,250	1,040
2023-04-28	未評等	600	938
2023-02-08	降低持股	600	1,000
2022-10-28	降低持股	480	676
2022-10-18	增加持股	960	684
2022-08-03	增加持股	1,290	1,060
2022-04-27	增加持股	1,580	1,335
2022-04-01	持有	1,915	1,710

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	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。
未評等 (R)	

*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，過後若有變更時，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。