

2024 年 7 月 30 日

研究員：陳長榮 [cj.chen@capital.com.tw](mailto:cj.chen@capital.com.tw)

前日收盤價	199.50 元
目標價	
3 個月	219.00 元
12 個月	219.00 元

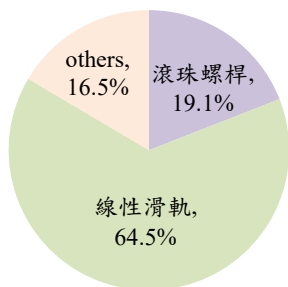
## 近期報告日期、評等及前日股價

07/11/2024	Buy	227.00
05/13/2024	Trading Buy	237.00
04/19/2024	Trading Buy	239.50
02/20/2024	Buy	243.00
01/18/2024	Trading Buy	213.00

## 公司基本資訊

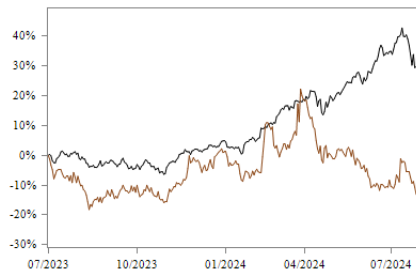
目前股本(百萬元)	3,538
市值(億元)	706
目前每股淨值(元)	97.93
外資持股比(%)	26.95
投信持股比(%)	0.29
董監持股比(%)	12.64
融資餘額(張)	3,377
現金股息配發率(%)	43.48

## 產品組合



## 股價相對大盤走勢

— 2049 — TWSE



## 上銀(2049 TT)

Trading Buy

中國三中全會效應低於先前預估，評等調整為 Trading Buy。

**投資建議：**雖然上銀 2Q24 訂單能見度轉佳，預估 3Q24 營收持續季增，不過，中國三中全會並未釋出激勵終端需求重大利多政策，當地客戶採購態度未如先前預期明顯轉為積極，並影響 2H24 營收成長性，故群益將上銀的投資建議調整為 Trading Buy。

**3Q24 營收展望優於 2Q24：**06/2024 上銀的營收 21.02 億元，MoM+2.04%，02/2024 迄今逐月增加，動能來自半導體、自動化、新能源等產業，2Q24 營收 61.83 億元，QoQ+12.28%，在營收規模擴大下，估計產能利用率高於 1Q24，獲利表現亦可隨毛利率提高而持續改善。

展望 3Q24，預估營收再較 2Q24 增加，動能主要有三，(1)2024 年以來終端客戶庫存狀況持續改善，(2)基礎建設、航太、新能源、半導體設備相關大型產品買氣熱絡，自動化相關中小型產品訂單亦持續挹注，現階段上銀的訂單能見度為 2.5~3 個月，高於 2H23 的 2~2.5 個月，其中，日本市場 2H24 工具機等機械設備需求轉佳，中國市場表現平穩，(3)上銀 1Q24 即減少進行專案性降價，顯示標準品市況已轉佳，有助於上銀維持整體 ASP。

**2H24 營收成長幅度不確定性提高：**05/2024 日本工具機單月新增訂單金額 1,245 億日圓，YoY+4.19%，為 01/2023 迄今首度成長率轉為正數。前波產業景氣高峰係出現於 2022 年，2023 年日本工具機新增訂單金額 1.49 兆日圓，YoY-15.52%，01~04/2024 合計 4,817 億日圓，YoY-8.57%，然而，02~04/2024 單月 YoY 減少幅度均已低於 10%，05/2024 更轉為正成長，換言之，整體工具機產業景氣已出現觸底跡象。

然而，中國三中全會結束後，並未釋出激勵終端需求的重大利多政策，影響當地客戶採購態度，加上近期日幣兌台幣匯率雖強彈，但仍處於相對低水準，持續影響台灣工具機廠對上銀的釋單數量，群益認為，均為不利於上銀 2H24 營收成長性的負面因素。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	24,633	24,928	26,962	6,583	6,558	5,758	5,506	6,183	6,677	6,562	6,282	6,968
營業毛利淨額	7,655	7,775	8,720	2,216	2,182	1,516	1,589	1,898	2,158	2,130	1,989	2,279
營業利益	2,651	2,655	3,393	959	944	179	400	653	869	733	754	974
稅後純益	2,035	2,097	2,633	626	631	333	395	521	642	538	584	824
稅後 EPS(元)	5.75	5.93	7.44	1.77	1.78	0.94	1.12	1.47	1.82	1.52	1.65	2.33
毛利率(%)	31.08%	31.19%	32.34%	33.66%	33.27%	26.33%	28.86%	30.70%	32.32%	32.45%	31.66%	32.71%
營業利益率(%)	10.76%	10.65%	12.59%	14.57%	14.39%	3.10%	7.27%	10.56%	13.01%	11.18%	12.00%	13.97%
稅後純益率(%)	8.26%	8.41%	9.76%	9.51%	9.63%	5.78%	7.18%	8.42%	9.62%	8.20%	9.30%	11.82%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-15.97%	1.20%	8.16%	14.81%	-0.39%	-12.20%	-4.36%	12.28%	7.99%	-1.72%	-4.26%	10.92%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-54.58%	3.04%	25.57%	40.63%	0.87%	-47.30%	18.82%	31.71%	23.39%	-16.20%	8.58%	40.94%

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 35.38 億元計算。

2024 年 7 月 30 日

## 企業 ESG 資訊揭露：

上銀因應氣候變遷、溫室氣體乃採取減緩與調適措施，並擬定策略實施短中長期目標，依此實施篩選重大風險與機會，並依據政策與法規、市場與生產製造等面向，分別進行氣候變遷風險分析評估潛在財務衝擊。

上銀使用 IPCC 2007 年全球升溫潛能值，以及環保署公告之國家排放係數，進行 ISO 14064-1 盤查作業，包括營運總部、工二廠、精科二廠、雲科一廠、雲科二廠、雲科三廠、大埔美一廠、大埔美三廠等廠區已陸續完成驗證，上銀並將持續製程改善、綠色生產，並在生產過程中致力於節能減碳，符合對客戶、環境之綠色承諾。

## 預估 3Q24 營收再較 2Q24 增加：

上銀主要生產滾珠螺桿、線性滑軌等傳動元件，近幾年營收比重分別為 15~25%、50~70%，此外，上銀也跨足工業機器人領域，產品線包括單軸機器人、垂直關節式機器手臂、水平關節式機器手臂(SCARA 機器人)、並聯式機器手臂(Delta 機器人)、晶圓機器手臂等，近幾年營收比重為 5~10%。

上銀已於台中、潭子、雲林等地設廠，群益認為，與 NSK、THK、STAR(Bosch)等同業相較，上銀產品價格競爭力較佳，為爭取訂單的重要利基。上銀的滾珠螺桿主要承接客製化訂單，至於線性滑軌則多屬標準品，故滾珠螺桿的 ASP、毛利率通常均高於線性滑軌。

上銀傳動元件的終端應用包括工具機以及醫療、電子業、光電、半導體、自動化等領域的產業設備，上銀除透過代理商銷售產品外，亦於美國、德國、日本、中國蘇州、韓國、新加坡等地設立子公司負責擴展客源，目前銷售地區以亞洲為主，近幾年營收比重為 60~70%，至於歐洲、台灣、美洲的營收重則分別為 20~30%、5~15%、5~10%。

06/2024 上銀的營收 21.02 億元，MoM+2.04%，02/2024 迄今逐月增加，動能來自半導體、自動化、新能源等產業，2Q24 營收 61.83 億元，QoQ+12.28%，在營收規模擴大下，估計產能利用率高於 1Q24，獲利表現亦可隨毛利率提高而持續改善。

展望 3Q24，預估營收再較 2Q24 增加，動能主要有三，(1)2024 年以來終端客戶庫存狀況持續改善，(2)基礎建設、航太、新能源、半導體設備相關大型產品買氣熱絡，自動化相關中小型產品訂單亦持續挹注，現階段上銀的訂單能見度為 2.5~3 個月，高於 2H23 的 2~2.5 個月，其中，日本市場 2H24 工具機等機械設備需求轉佳，中國市場表現平穩，(3)上銀 1Q24 即減少進行專案性降價，顯示標準品市況已轉佳，有助於上銀維持整體 ASP。

## 工具機產業景氣雖出現觸底跡象，但 2H24 營收成長幅度不確定性提高：

05/2024 日本工具機單月新增訂單金額 1,245 億日圓，YoY+4.19%，為 01/2023 迄今首度成長率轉為正數。前波產業景氣高峰係出現於 2022 年，2023 年日本工具機新增訂單金額 1.49 兆日圓，YoY-15.52%，01~04/2024 合計 4,817 億日圓，YoY-8.57%，然而，02~04/2024 單月 YoY 減少幅度均已低於 10%，05/2024 更轉為正成長，換言之，整體工具機產業景氣已出現觸底跡象。

然而，中國三中全會結束後，並未釋出激勵終端需求的重大利多政策，影

2024 年 7 月 30 日

響當地客戶採購態度，加上近期日幣兌台幣匯率雖強彈，但仍處於相對低水準，持續影響台灣工具機廠對上銀的釋單數量，群益認為，均為不利於上銀 2H24 營收成長性的負面因素。

**中國三中全会並未釋出重大利多影響 2H24 營收成長性，投資建議調整為 Trading Buy：**

雖然上銀 2Q24 訂單能見度轉佳，預估 3Q24 營收持續季增，不過，中國三中全会並未釋出激勵終端需求重大利多政策，當地客戶採購態度未如先前預期明顯轉為積極，並影響 2H24 營收成長性，故群益將上銀的投資建議調整為 Trading Buy。

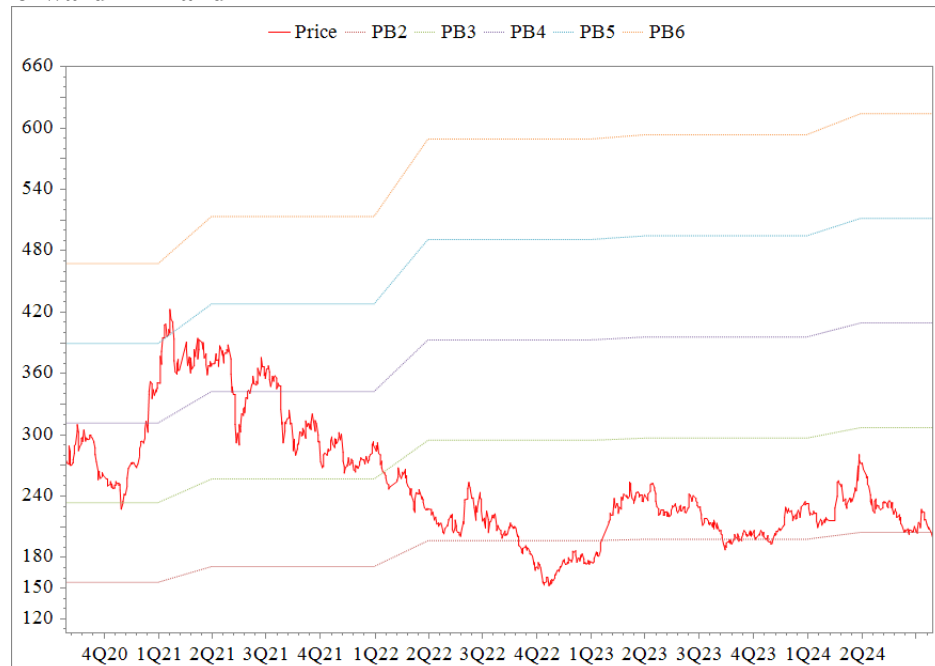
2024 年 7 月 30 日

## 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 7 月 30 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	51,032	52,140	51,437	52,837	54,613
流動資產	18,553	20,319	19,228	19,723	20,221
現金及約當現金	5,433	7,458	7,564	7,492	7,816
應收帳款與票據	4,270	3,357	3,553	3,618	3,694
存貨	8,323	8,938	7,490	7,643	7,850
採權益法之投資	253	327	378	444	547
不動產、廠房設備	27,354	27,679	28,215	28,415	28,615
<b>負債總計</b>	<b>20,565</b>	<b>17,175</b>	<b>16,322</b>	<b>16,647</b>	<b>16,949</b>
流動負債	13,853	9,410	7,960	8,165	8,371
應付帳款及票據	4,136	2,997	2,839	2,894	2,953
非流動負債	6,712	7,765	8,362	8,427	8,464
<b>權益總計</b>	<b>30,467</b>	<b>34,965</b>	<b>35,114</b>	<b>36,190</b>	<b>37,664</b>
普通股股本	<b>3,408</b>	<b>3,538</b>	<b>3,538</b>	<b>3,538</b>	<b>3,538</b>
保留盈餘	20,681	23,459	23,588	24,664	26,138
母公司業主權益	30,280	34,751	34,998	36,210	37,816
<b>負債及權益總計</b>	<b>51,032</b>	<b>52,140</b>	<b>51,437</b>	<b>52,837</b>	<b>54,613</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	27,265	29,315	24,633	24,928	26,962
營業成本	17,450	18,599	16,978	17,153	18,242
<b>營業毛利淨額</b>	9,815	10,715	7,655	7,775	8,720
營業費用	4,701	5,143	5,004	5,120	5,327
<b>營業利益</b>	5,115	5,572	2,651	2,655	3,393
<b>EBITDA</b>	6,867	8,152	4,998	5,653	6,652
業外收入及支出	-653	192	-173	61	-34
稅前純益	4,475	5,818	2,540	2,717	3,360
所得稅	1,320	1,506	709	757	859
稅後純益	3,532	4,479	2,035	2,097	2,633
稅後 EPS(元)	9.98	12.66	5.75	5.93	7.44
完全稀釋 EPS**	9.98	12.66	5.75	5.93	7.44

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 35.38【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 35.38 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	28.21%	7.52%	-15.97%	1.20%	8.16%
營業毛利淨額	69.51%	9.17%	-28.56%	1.57%	12.15%
營業利益	195.22%	8.95%	-52.43%	0.16%	27.80%
稅後純益	83.04%	26.81%	-54.58%	3.04%	25.57%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	36.00%	36.55%	31.08%	31.19%	32.34%
EBITDA(%)	25.19%	27.81%	20.29%	22.68%	24.67%
營益率	18.76%	19.01%	10.76%	10.65%	12.59%
稅後純益率	12.96%	15.28%	8.26%	8.41%	9.76%
總資產報酬率	6.92%	8.59%	3.96%	3.97%	4.82%
股東權益報酬率	11.59%	12.81%	5.79%	5.79%	6.99%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	40.30%	32.94%	31.73%	31.51%	31.03%
負債/淨值比(%)	67.50%	49.12%	46.48%	46.00%	45.00%
流動比率(%)	133.93%	215.92%	241.56%	241.56%	241.56%

## 其他比率分析

存貨天數	151.87	169.37	176.59	161.00	155.00
應收帳款天數	71.03	47.48	51.19	52.50	49.50

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	8,160	6,078	4,770	4,697	5,751
稅前純益	4,475	5,818	2,540	2,717	3,360
折舊及攤銷	2,236	2,202	2,326	2,342	2,359
營運資金變動	781	-841	1,094	-164	-225
其他營運現金	669	-1,101	-1,190	-199	257
<b>投資活動現金</b>	-2,385	-2,203	-2,846	-2,039	-2,076
資本支出淨額	-2,253	-2,153	-2,872	-2,000	-2,000
長期投資變動	19	0	69	0	0
其他投資現金	-151	-50	-44	-39	-76
<b>籌資活動現金</b>	-2,838	-1,921	-1,800	-1,130	-1,451
長借/公司債變動	-1,936	847	558	64	36
現金增資	0	2,075	0	0	0
發放現金股利	-662	-1,534	-1,946	-884	-1,026
其他籌資現金	-240	-3,310	-413	-310	-462
<b>淨現金流量</b>	2,829	2,025	106	1,528	2,224
<b>期初現金</b>	2,604	5,433	7,458	7,564	9,092
<b>期末現金</b>	5,433	7,458	7,564	9,092	11,316

資料來源：CMoney、群益

2024 年 7 月 30 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	5,734	6,583	6,558	5,758	5,506	6,183	6,677	6,562	6,282	6,968	6,955	6,756
營業成本	3,992	4,368	4,376	4,242	3,917	4,285	4,519	4,432	4,294	4,689	4,694	4,565
營業毛利淨額	1,742	2,216	2,182	1,516	1,589	1,898	2,158	2,130	1,989	2,279	2,261	2,191
營業費用	1,173	1,257	1,238	1,337	1,189	1,246	1,289	1,396	1,235	1,306	1,340	1,446
營業利益	569	959	944	179	400	653	869	733	754	974	921	745
業外收入及支出	21	-88	-151	107	83	-21	5	-6	-12	-21	5	-6
稅前純益	590	872	793	286	484	632	874	728	742	953	926	739
所得稅	188	292	247	-18	123	150	273	212	188	168	289	215
稅後純益	445	626	631	333	395	521	642	538	584	824	678	546
最新股本	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538
稅後EPS(元)	1.26	1.77	1.78	0.94	1.12	1.47	1.82	1.52	1.65	2.33	1.92	1.54

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	30.38%	33.66%	33.27%	26.33%	28.86%	30.70%	32.32%	32.45%	31.66%	32.71%	32.51%	32.43%
營業利益率(%)	9.93%	14.57%	14.39%	3.10%	7.27%	10.56%	13.01%	11.18%	12.00%	13.97%	13.24%	11.02%
稅後純益率(%)	7.76%	9.51%	9.63%	5.78%	7.18%	8.42%	9.62%	8.20%	9.30%	11.82%	9.75%	8.09%

## QoQ(%)

營業收入淨額	2.54%	14.81%	-0.39%	-12.20%	-4.36%	12.28%	7.99%	-1.72%	-4.26%	10.92%	-0.20%	-2.85%
營業利益	13.83%	68.53%	-1.57%	-81.06%	123.90%	63.09%	33.12%	-15.59%	2.81%	29.13%	-5.42%	-19.14%
稅前純益	1.70%	47.69%	-9.05%	-63.94%	69.17%	30.61%	38.35%	-16.69%	1.98%	28.33%	-2.81%	-20.17%
稅後純益	-3.14%	40.63%	0.87%	-47.30%	18.82%	31.71%	23.39%	-16.20%	8.58%	40.94%	-17.67%	-19.45%

## YoY(%)

營業收入淨額	-24.22%	-20.06%	-17.21%	2.96%	-3.97%	-6.08%	1.82%	13.97%	14.09%	12.70%	4.16%	2.96%
營業利益	-63.49%	-47.98%	-43.47%	-64.25%	-29.67%	-31.94%	-7.96%	310.30%	88.41%	49.18%	5.99%	1.53%
稅前純益	-66.41%	-46.96%	-56.86%	-50.74%	-18.06%	-27.54%	10.22%	154.66%	53.52%	50.83%	5.96%	1.54%
稅後純益	-67.45%	-48.95%	-55.76%	-27.60%	-11.18%	-16.81%	1.76%	61.82%	47.87%	58.22%	5.58%	1.48%

註1：稅後EPS以股本35.38億元計算

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。