



# 旺矽

(6223.TWO/6223 TT)

## VPC 仍為 2025 年營收主要成長動能

### 增加持股 · 維持

收盤價 August 13 (NT\$)	591
12 個月目標價 (NT\$)	730
前次目標價 (NT\$)	500.0
調升 (%)	46.0
上漲空間 (%)	23.5

### 焦點內容

- 3Q24 營收將季增 10-15%。
- VPC 仍為 2025 年營收主要成長動能。
- CPO 為 2026 年營收催化劑。
- 2Q24 獲利大幅優於預期。

### 交易資料表

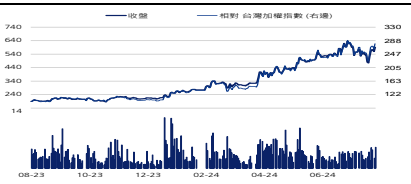
市值：(NT\$bn/US\$m)	55.69 / 1,709
流通在外股數 (百萬股)：	94.23
外資持有股數 (百萬股)：	16.72
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.63
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	186.0 - 635

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	37.8	114.9	200.8
相對表現 (%)	33.3	94.5	169.5

### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	3.25A	3.21A	3.88A	2.56A
2023	2.98A	3.64A	4.38A	2.92A
2024	4.18A	5.76F	6.13F	5.64F

### 股價圖



資料來源：TEJ

### 凱基投顧

黃韋中  
886.2.2181.8749  
josh.huang@kgi.com

潘俊宏  
886.2.2181.8706  
Felix.Pan@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

### 重要訊息

旺矽公告 2Q24 財報。

### 評論及分析

**3Q24 營收將季增 10-15%。**根據我們之通路訪查，我們預期公司垂直式探針卡(VPC)需求將維持強勁，並認為 2H24 VPC 產能利用率維持高於 100% 之水準，係由 AI ASIC、電競 GPU、SSD Controller、TV SoC、網通 IC 之 VPC 需求強勁帶動。我們預估 3Q24 營收將季增 12.0%至 26.8 億元，對比市場共識為 26.0 億元。

**VPC 仍為 2025 年營收主要成長動能。**展望 2025 年，我們重申 VPC 仍將為營收主要成長動能，係因公司將持續受惠於多項專案，包括美系客戶之 AI ASIC、網通 IC，加上用於車用相關應用及潛在智慧型手機 AP 專案之 MEMS 探針卡。因此，我們預估 2025 年營收將年增 16.7%至 113.8 億元，較市場共識高 3.5%。VPC 產能方面，公司展望其月產能將自 2024 年初之 100 萬提高至 2024 年底之 130 萬。我們認為公司 2025 年將持續擴增 VPC 產能以滿足客戶需求。

**CPO 為 2026 年營收催化劑。**我們觀察到市場近期較為關注公司之設備業務，係因公司為 CPO 趨勢下之潛在受惠者，係受惠於其設備產品組合多元，包括光電自動化及先進半導體測試。惟我們認為 CPO 推升公司設備部門之評價為時尚早，係因我們預期公司僅將於 4Q24 送樣給客戶，並預期於 2026-27 年看見較顯著之營收貢獻。

### 投資建議

為反映 2Q24 財報結果優於預期與 VPC 展望強勁，我們上修 2024 與 2025 年每股盈餘預估 27.4%與 29.9%至 21.71 元與 26.85 元，對比市場共識為 18.07 元與 21.80 元。旺矽仍為我們測試介面產業之首選，係因其在 AI ASIC 探針卡供應之領導地位及較同業多元化之產品組合。公司目前股價分別交易於 2024-25 年每股盈餘預估之 27 倍與 22 倍。我們認為高於預期之 VPC 營收貢獻將持續推升公司評價，並將目標價自 500 元上修至 730 元 (基於 SOTP 法)，分別給予探針卡及檢測設備部門平均 35 倍及 15 倍目標本益比(對比先前為 30 倍與 15 倍)，相當於 2025 年每股盈餘預估 27 倍。維持「增加持股」評等。

### 投資風險

競爭加劇；需求轉弱；全球經濟衰退。

### 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)	6,509	7,439	8,147	9,754	11,386
營業毛利 (NT\$百萬)	2,743	3,408	3,897	5,177	6,053
營業利益 (NT\$百萬)	808	1,243	1,471	2,295	2,883
稅後淨利 (NT\$百萬)	694	1,214	1,312	2,046	2,530
每股盈餘 (NT\$)	7.44	12.89	13.92	21.71	26.85
每股現金股利 (NT\$)	4.00	7.00	7.50	11.69	14.46
每股盈餘成長率 (%)	(11.5)	73.3	8.0	55.9	23.7
本益比 (x)	79.5	45.8	42.5	27.2	22.0
股價淨值比 (x)	9.2	8.1	7.3	6.5	5.7
EV/EBITDA (x)	41.1	29.9	23.1	14.8	12.3
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.7	1.2	1.3	2.0	2.4
股東權益報酬率 (%)	11.9	18.8	18.1	25.3	27.7

資料來源：公司資料，凱基預估

**2Q24 財報結果大幅優於預期。**2Q24 毛利率為 54.3%，季增 4.2 個百分點，年增 5.7 個百分點，大幅優於凱基預估與市場共識之 50.1% 與 50.4%，主因：(1) VPC 產能利用率維持滿載，使產品組合轉佳；(2)較有利之匯兌環境。每股盈餘達 5.76 元，亦高於凱基預估之 4.01 元及市場共識之 4.40 元，我們將此歸因於毛利率優於預期及業外收入挹注。

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(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正前	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	2,393	2,283	4.8	16.9	18.9	2,312	3.5	2,681	2,551	5.1	12.0	24.5	2,596	3.3
毛利	1,300	1,143	13.7	26.7	32.9	1,165	11.6	1,460	1,281	14.0	12.3	41.8	1,314	11.1
營業利益	598	449	33.0	54.5	53.3	483	23.9	683	503	35.7	14.2	69.8	573	19.2
稅後淨利	543	378	43.6	37.8	58.1	415	30.9	578	423	36.4	6.4	39.9	477	21.2
每股盈餘(元)	5.76	4.01	43.6	37.8	58.1	4.40	30.8	6.13	4.49	36.4	6.4	39.9	5.15	18.9
毛利率(%)	54.3	50.1	4.2 ppts	4.2 ppts	5.7 ppts	50.4	3.9 ppts	54.5	50.2	4.2 ppts	0.1 ppts	6.7 ppts	50.6	3.9 ppts
營利率(%)	25.0	19.7	5.3 ppts	6.1 ppts	5.6 ppts	20.9	4.1 ppts	25.5	19.7	5.7 ppts	0.5 ppts	6.8 ppts	22.1	3.4 ppts
淨利率(%)	22.7	16.6	6.1 ppts	3.4 ppts	5.6 ppts	17.9	4.7 ppts	21.5	16.6	4.9 ppts	(1.1)ppts	2.4 ppts	18.4	3.2 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	9,754	9,318	4.7	19.7	9,539	2.3	11,386	10,631	7.1	16.7	11,000	3.5
毛利	5,177	4,677	10.7	32.9	4,813	7.6	6,053	5,389	12.3	16.9	5,580	8.5
營業利益	2,295	1,828	25.6	56.0	2,069	10.9	2,883	2,230	29.3	25.6	2,457	17.3
稅後淨利	2,046	1,606	27.4	55.9	1,727	18.5	2,530	1,947	29.9	23.7	2,047	23.6
每股盈餘(元)	21.71	17.04	27.4	55.9	18.07	20.2	26.85	20.67	29.9	23.7	21.80	23.2
毛利率(%)	53.1	50.2	2.9 ppts	5.2 ppts	50.5	2.6 ppts	53.2	50.7	2.5 ppts	0.1 ppts	50.7	2.4 ppts
營利率(%)	23.5	19.6	3.9 ppts	5.5 ppts	21.7	1.8 ppts	25.3	21.0	4.3 ppts	1.8 ppts	22.3	3.0 ppts
淨利率(%)	21.0	17.2	3.7 ppts	4.9 ppts	18.1	2.9 ppts	22.2	18.3	3.9 ppts	1.3 ppts	18.6	3.6 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 3：同業評價比較

公司	代號	市值	股價	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘 複合成長率(%)	本益比 (倍)		股價淨值比 (倍)		股東權益報酬 率(%)		股利殖利率 (%)	
		(美金百萬元)	(當地貨幣)	2024F	2025F		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
旺矽	6223 TT	1,709	591.0	21.71	26.85	38.9	27.2	22.0	6.5	5.7	25.3	27.7	2.0	2.4
穎崴	6515 TT	1,067	1,000.0	34.57	47.93	73.8	28.9	20.9	8.0	7.0	30.4	40.9	2.6	3.2
精測	6510 TT	446	443.0	6.02	15.79	298.6	73.6	28.0	1.9	1.8	2.6	6.5	0.7	1.8
致茂	2360 TT	3,968	304.0	12.13	15.00	26.0	25.1	20.3	5.5	4.9	22.8	26.0	2.7	3.3
雍智	6683 TT	308	366.0	15.23	15.22	7.9	24.0	24.0	N.M.	N.M.	15.6	13.9	N.M.	N.M.
中探針	6217 TT	124	41.8	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	32,422	6,237.0	89.47	128.66	(57.0)	69.7	48.5	11.4	9.4	17.3	21.3	0.6	0.8
Keysight Technologies	KEYS US	21,599	123.8	5.94	6.96	8.1	20.8	17.8	4.3	3.9	17.8	20.3	0.0	0.0
Teradyne	TER US	19,960	122.3	3.05	4.68	26.9	40.1	26.1	6.8	5.7	18.3	24.3	0.4	0.4
Technoprobe SpA	TPRO IM	5,079	7.1	0.12	0.20	N.M.	59.2	35.0	3.7	3.3	6.8	9.8	0.0	0.0
FormFactor	FORM US	3,399	43.9	1.19	1.80	30.4	36.9	24.4	N.M.	N.M.	8.7	14.3	0.0	0.0
NHK Spring	5991 JP	2,723	1,644.5	164.06	182.09	38.8	10.0	9.0	1.0	0.8	10.4	9.9	2.4	3.5
LEENO Industrial	058470 KS	2,288	205,500.0	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	1,339	4,930.0	220.30	313.59	71.2	22.4	15.7	3.9	3.2	19.0	26.3	1.3	1.9
Cohu	COHU US	1,138	24.3	(0.09)	1.02	31.2	N.M.	23.9	1.3	1.3	(4.8)	1.5	0.0	0.0
ISC	095340 KS	822	53,100.0	2,817.57	3,230.86	107.7	18.8	16.4	2.1	1.9	11.8	12.2	0.6	0.9
Enplas	6961 JP	534	8,080.0	N.A.	592.37	6.3	N.M.	13.6	N.M.	1.2	7.6	10.2	0.7	0.7
Yamaichi Electronics	6941 JP	431	2,909.0	87.35	267.80	(12.0)	33.3	10.9	1.6	1.4	4.7	11.8	1.0	2.5
Yokowo	6800 JP	260	1,608.0	106.99	130.10	(1.8)	15.0	12.4	0.8	0.7	6.3	5.6	2.9	3.0
Japan Electronic Materials	6855 JP	256	2,987.0	31.70	277.10	15.6	94.2	10.8	N.M.	N.M.	1.7	12.7	1.3	1.3
同業平均							37.5	21.1	4.2	3.5	12.4	16.4	1.1	1.5

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 4：CPC 月出貨針數及月接單出貨比

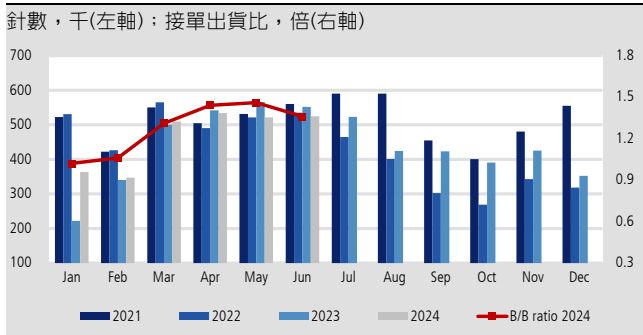


圖 5：VPC 月出貨針數及月接單出貨比

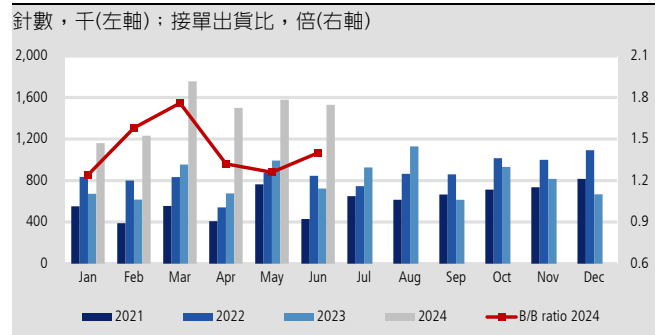


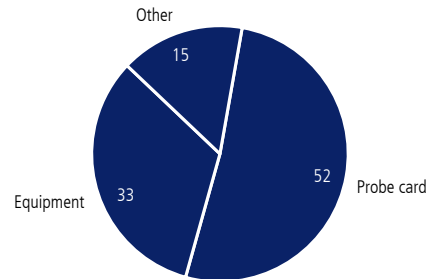
圖 6：公司概況

旺矽成立於 1995 年，提供探針卡、光電自動化、先進半導體測試、散熱解決方案。公司之探針卡解決方案包含懸臂式探針卡(CPC)、垂直式探針卡(VPC)及微機電式探針卡(MEMS)。公司於 2023 年全球探針卡市場中排名第四。2023 產品營收比重為探針卡 52%、設備 33%與其他 15%。

資料來源：公司資料，凱基

圖 7：2023 產品組合

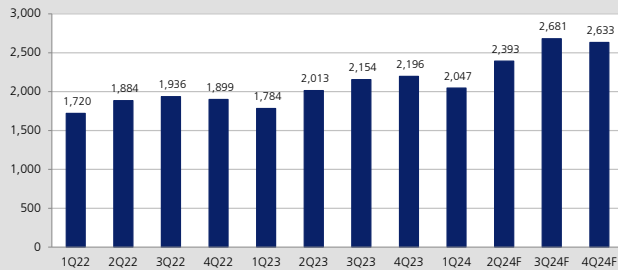
產品比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 8：季營業收入

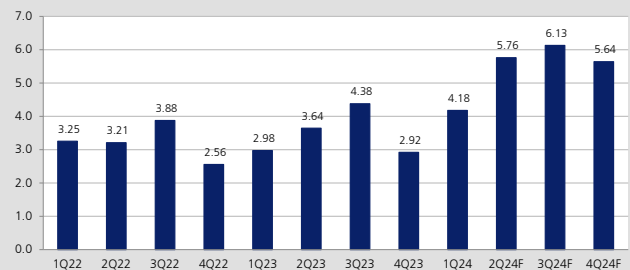
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9：每股盈利

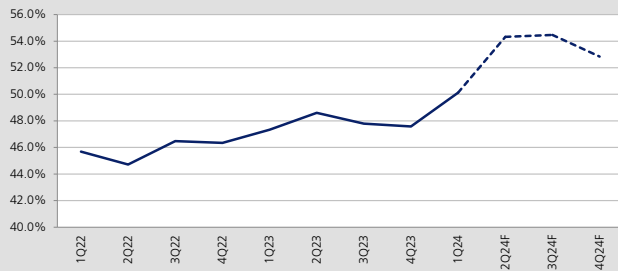
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10：毛利率

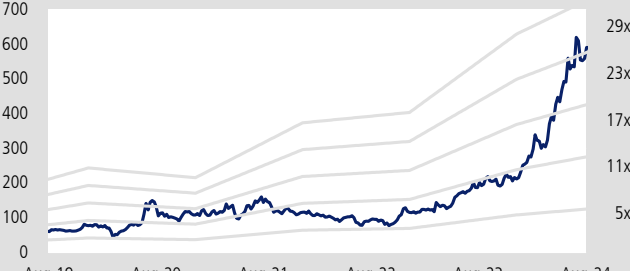
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11：未來一年預估本益比區間

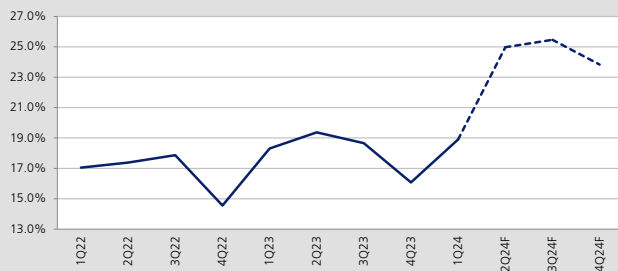
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 12：營業利潤率

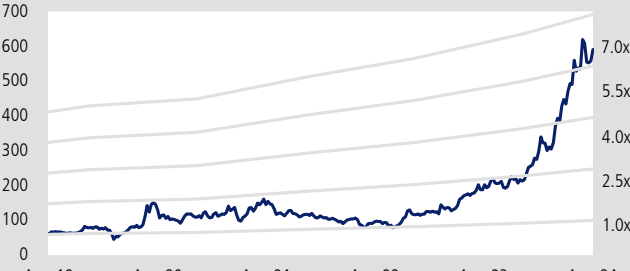
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 13：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

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	1,784	2,013	2,154	2,196	2,047	2,393	2,681	2,633	8,147	9,754	11,386
營業成本	(939)	(1,035)	(1,125)	(1,151)	(1,021)	(1,093)	(1,221)	(1,242)	(4,250)	(4,576)	(5,333)
營業毛利	844	978	1,029	1,045	1,026	1,300	1,460	1,391	3,897	5,177	6,053
營業費用	(518)	(589)	(627)	(692)	(639)	(702)	(777)	(764)	(2,426)	(2,883)	(3,170)
營業利益	327	390	402	353	387	598	683	628	1,471	2,295	2,883
折舊	(112)	(120)	(114)	(116)	(112)	(174)	(174)	(235)	(462)	(695)	(636)
攤提	(18)	(18)	(20)	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)	(75)	(77)	(77)
EBITDA	456	528	536	488	518	790	876	882	2,008	3,066	3,596
利息收入	6	6	6	12	9	13	13	13	30	46	40
投資利益淨額	-	-	7	-	-	-	-	-	7	-	-
其他營業外收入	12	16	20	30	35	82	-	-	78	117	60
總營業外收入	18	23	33	42	43	95	13	13	115	163	100
利息費用	(5)	(7)	(8)	(6)	(8)	(8)	(8)	(8)	(26)	(32)	(32)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(6)	(0)	80	(52)	60	-	-	-	22	60	60
總營業外費用	(11)	(7)	72	(58)	52	(8)	(8)	(8)	(5)	29	28
稅前純益	333	406	506	337	482	684	687	632	1,582	2,486	3,011
所得稅費用[利益]	(54)	(58)	(93)	(60)	(86)	(142)	(110)	(101)	(264)	(439)	(482)
少數股東損益	1	0	1	1	1	0	0	0	2	1	1
非常項目前稅後純益	280	348	414	278	398	543	577	531	1,321	2,049	2,530
非常項目	(0)	(5)	(1)	(3)	(4)	0	0	0	(9)	(3)	0
稅後淨利	280	343	413	275	394	543	578	531	1,312	2,046	2,530
每股盈餘 (NT\$)	2.98	3.64	4.38	2.92	4.18	5.76	6.13	5.64	13.92	21.71	26.85
獲利率 (%)											
營業毛利率	47.3	48.6	47.8	47.6	50.1	54.3	54.5	52.8	47.8	53.1	53.2
營業利益率	18.3	19.4	18.7	16.1	18.9	25.0	25.5	23.8	18.1	23.5	25.3
EBITDA Margin	25.6	26.2	24.9	22.2	25.3	33.0	32.7	33.5	24.6	31.4	31.6
稅前純益率	18.7	20.1	23.5	15.3	23.6	28.6	25.6	24.0	19.4	25.5	26.4
稅後純益率	15.7	17.1	19.2	12.5	19.2	22.7	21.5	20.2	16.1	21.0	22.2
季成長率 (%)											
營業收入	(6.1)	12.9	7.0	2.0	(6.8)	16.9	12.0	(1.8)			
營業毛利	(4.1)	15.9	5.2	1.5	(1.8)	26.7	12.3	(4.7)			
營業收益增長	18.2	19.4	3.1	(12.2)	9.6	54.5	14.2	(8.0)			
EBITDA	11.8	15.8	1.4	(8.9)	6.2	52.6	10.8	0.8			
稅前純益	24.1	21.7	24.8	(33.4)	43.1	41.9	0.4	(8.0)			
稅後純益	16.6	22.5	20.2	(33.3)	43.0	37.8	6.4	(8.0)			
年成長率 (%)											
營業收入	3.7	6.9	11.2	15.7	14.8	18.9	24.5	19.9	9.5	19.7	16.7
營業毛利	7.4	16.2	14.4	18.8	21.5	32.9	41.8	33.1	14.3	32.9	16.9
營業收益	11.4	19.1	16.2	27.7	18.4	53.3	69.8	77.9	18.4	56.0	25.6
EBITDA	7.5	15.6	11.9	19.6	13.6	49.7	63.4	80.8	13.6	52.7	17.3
稅前純益	(9.1)	8.9	16.9	25.5	44.7	68.7	35.8	87.6	9.8	57.1	21.1
稅後純益	(8.4)	13.8	13.0	14.5	40.4	58.1	39.9	93.0	8.1	55.9	23.7

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
<b>資產總額</b>	<b>9,857</b>	<b>10,903</b>	<b>12,440</b>	<b>14,087</b>	<b>16,016</b>
<b>流動資產</b>	<b>5,430</b>	<b>6,408</b>	<b>6,904</b>	<b>9,742</b>	<b>12,720</b>
現金及短期投資	1,324	2,382	2,579	4,954	7,162
存貨	2,575	2,747	2,752	2,956	3,454
應收帳款及票據	1,384	1,123	1,338	1,597	1,870
其他流動資產	147	155	235	235	235
<b>非流動資產</b>	<b>4,427</b>	<b>4,495</b>	<b>5,536</b>	<b>4,345</b>	<b>3,297</b>
長期投資	166	195	1,147	1,147	1,147
固定資產	3,532	3,427	3,391	2,200	1,152
什項資產	728	872	997	997	997
<b>負債總額</b>	<b>3,810</b>	<b>4,009</b>	<b>4,819</b>	<b>5,524</b>	<b>6,287</b>
<b>流動負債</b>	<b>2,538</b>	<b>2,794</b>	<b>3,105</b>	<b>3,876</b>	<b>4,217</b>
應付帳款及票據	562	528	564	605	707
短期借款	120	111	170	504	482
什項負債	1,856	2,155	2,372	2,767	3,028
<b>長期負債</b>	<b>1,272</b>	<b>1,215</b>	<b>1,714</b>	<b>1,648</b>	<b>2,070</b>
長期借款	1,135	1,039	1,511	1,445	1,867
其他負債及準備	35	59	97	97	97
<b>股東權益總額</b>	<b>6,048</b>	<b>6,894</b>	<b>7,620</b>	<b>8,563</b>	<b>9,729</b>
普通股股本	941	942	942	942	942
保留盈餘	2,651	3,419	3,956	4,899	6,067
少數股東權益	9	9	6	5	4
優先股股東資金	-	-	-	-	-

### 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	9.8%	14.3%	9.5%	19.7%	16.7%
營業收益增長	(6.1%)	53.9%	18.4%	56.0%	25.6%
EBITDA	(7.4%)	35.6%	13.6%	52.7%	17.3%
稅後純益	(2.9%)	74.9%	8.1%	55.9%	23.7%
每股盈餘成長率	(11.5%)	73.3%	8.0%	55.9%	23.7%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	42.1%	45.8%	47.8%	53.1%	53.2%
營業利益率	12.4%	16.7%	18.1%	23.5%	25.3%
EBITDA Margin	20.0%	23.8%	24.6%	31.4%	31.6%
稅後純益率	10.7%	16.3%	16.1%	21.0%	22.2%
平均資產報酬率	7.4%	11.7%	11.2%	15.4%	16.8%
股東權益報酬率	11.9%	18.8%	18.1%	25.3%	27.7%
<b>穩定 / 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	20.8%	16.7%	22.1%	22.8%	24.1%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	122.9	105.7	61.7	79.4	95.4
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	94.3	124.7	40.1	75.5	80.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	5.1	13.8	5.3	4.5	5.0
流動比率 (x)	2.1	2.3	2.2	2.5	3.0
速動比率 (x)	1.1	1.3	1.3	1.8	2.2
淨負債 (NT\$百萬)	(69)	(1,233)	(898)	(3,005)	(4,813)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	7.44	12.89	13.92	21.71	26.85
每股現金盈餘 (NT\$)	6.88	18.24	11.10	25.43	27.32
每股淨值 (NT\$)	64.19	73.07	80.81	90.82	103.21
調整後每股淨值 (NT\$)	64.73	73.14	80.81	90.82	103.21
每股營收 (NT\$)	69.78	79.02	86.46	103.51	120.83
EBITDA/Share (NT\$)	13.98	18.78	21.31	32.54	38.16
每股現金股利 (NT\$)	4.00	7.00	7.50	11.69	14.46
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.69	0.72	0.70	0.74	0.76
應收帳款周轉天數	77.6	55.1	59.9	59.9	59.9
存貨周轉天數	249.6	248.8	236.4	236.4	236.4
應付帳款周轉天數	54.5	47.8	48.4	48.4	48.4
現金轉換周轉天數	272.7	256.1	247.9	247.9	247.9

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
<b>營業收入</b>	<b>6,509</b>	<b>7,439</b>	<b>8,147</b>	<b>9,754</b>	<b>11,386</b>
營業成本	(3,765)	(4,031)	(4,250)	(4,576)	(5,333)
<b>營業毛利</b>	<b>2,743</b>	<b>3,408</b>	<b>3,897</b>	<b>5,177</b>	<b>6,053</b>
營業費用	(1,936)	(2,165)	(2,426)	(2,883)	(3,170)
<b>營業利益</b>	<b>808</b>	<b>1,243</b>	<b>1,471</b>	<b>2,295</b>	<b>2,883</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>53</b>	<b>62</b>	<b>115</b>	<b>163</b>	<b>100</b>
利息收入	6	5	30	46	40
投資利益淨額	-	1	7	-	-
其他營業外收入	47	56	78	117	60
<b>總營業外費用</b>	<b>(32)</b>	<b>136</b>	<b>(5)</b>	<b>29</b>	<b>28</b>
利息費用	(7)	(14)	(26)	(32)	(32)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(25)	150	22	60	60
<b>稅前純益</b>	<b>829</b>	<b>1,441</b>	<b>1,582</b>	<b>2,486</b>	<b>3,011</b>
所得稅費用[利益]	(133)	(229)	(264)	(439)	(482)
少數股東損益	(2)	1	2	1	1
非常項目	-	(0)	(9)	(3)	0
<b>稅後淨利</b>	<b>694</b>	<b>1,214</b>	<b>1,312</b>	<b>2,046</b>	<b>2,530</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,304</b>	<b>1,768</b>	<b>2,008</b>	<b>3,066</b>	<b>3,596</b>
每股盈餘 (NT\$)	7.44	12.89	13.92	21.71	26.85

### 現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>641</b>	<b>1,717</b>	<b>1,046</b>	<b>2,396</b>	<b>2,575</b>
本期純益	694	1,214	1,312	2,046	2,530
折舊及攤提	497	525	537	771	713
本期運用資金變動	(274)	51	(213)	(421)	(668)
其他營業資產及負債變動	(275)	(73)	(590)	0	0
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,152)</b>	<b>(469)</b>	<b>(1,269)</b>	<b>419</b>	<b>335</b>
投資用短期投資出售[新購]	(168)	(51)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	0	0	0
資本支出淨額	(762)	(291)	(313)	496	412
其他資產變動	(222)	(126)	(956)	(77)	(77)
<b>自由現金流</b>	<b>79</b>	<b>1,271</b>	<b>1,162</b>	<b>2,660</b>	<b>2,801</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>389</b>	<b>(182)</b>	<b>434</b>	<b>(440)</b>	<b>(703)</b>
短期借款變動	100	(100)	-	-	-
長期借款變動	370	4	532	268	400
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	-	-	-	(707)	(1,102)
其他融資現金流	(81)	(86)	(97)	(1)	(1)
<b>匯率影響數</b>	<b>0</b>	<b>(8)</b>	<b>(9)</b>		
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(121)</b>	<b>1,058</b>	<b>202</b>	<b>2,375</b>	<b>2,207</b>

### 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	29.7%	29.1%	29.8%	29.6%	27.8%
<b>= 營業利益率</b>	<b>12.4%</b>	<b>16.7%</b>	<b>18.1%</b>	<b>23.5%</b>	<b>25.3%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.5	0.4	0.2	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>	<b>2.5</b>	<b>3.4</b>
營業利益率	12.4%	16.7%	18.1%	23.5%	25.3%
x 資本周轉率	1.2	1.5	1.6	2.5	3.4
x (1 - 有效現金稅率)	83.9%	84.1%	83.3%	82.4%	84.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>12.5%</b>	<b>20.8%</b>	<b>23.9%</b>	<b>47.7%</b>	<b>72.8%</b>

資料來源：公司資料，凱基預估

## 旺砂 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-05-08	增加持股	500	425
2024-03-08	增加持股	400	289
2023-11-09	增加持股	270	214
2023-07-12	增加持股	207	175

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。