

2024 年 8 月 16 日

研究員：蔡沛鐸 michael.tsai@cim.capital.com.tw

| | |
|-------|----------|
| 前日收盤價 | 269.00 元 |
| 目標價 | |
| 3 個月 | 296.00 元 |
| 12 個月 | 296.00 元 |

崇越(5434 TT)

Trading Buy

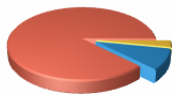
近期報告日期、評等及前日股價

| | | |
|------------|-------------|-------|
| 04/08/2024 | 到達目標價 | 254.5 |
| 04/01/2024 | Trading Buy | 219.0 |

公司基本資訊

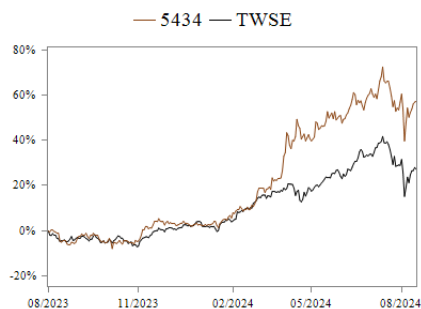
| | |
|------------|-------|
| 目前股本(百萬元) | 1,896 |
| 市值(億元) | 510 |
| 目前每股淨值(元) | 81.42 |
| 外資持股比(%) | 25.54 |
| 投信持股比(%) | 5.73 |
| 董監持股比(%) | 6.54 |
| 融資餘額(張) | 807 |
| 現金股息配發率(%) | 65.08 |

產品組合



- 半導體暨電子材料:87.78%
- 環境工程:9.24%
- 其他產品:2.98%

股價相對大盤走勢



2024 年與 2025 年營運具成長動能，投資建議 Trading Buy。

投資建議：因崇越 2024 年與 2025 年營運具成長動能，因此給予 Trading Buy 的投資建議，目標價 296 元(約當 16.0x*2024F EPS)。

崇越 2Q24 營收與獲利創歷史同期新高紀錄：崇越 2Q24 營收 137.92 億元，QoQ+15.59%，YoY+14.40%，創歷史同期新高，毛利率 14.00%，營業利益率 7.26%，歸屬母公司淨利 10.21 億元，QoQ+31.69%，YoY+52.42%，創單季新高，EPS 5.41 元。觀察崇越 2Q24 營運表現可知，崇越 2Q24 營收與獲利可以創歷史同期新高紀錄，主要受惠(1)市場需求回升帶動公司營收成長表現與(2)毛利率處於 2007 年以來的季度毛利率區間上緣所致，其中崇越毛利率已連續兩個季度都超過 14%，主要受惠於海外工程毛利率較高的效益所致。

崇越 3Q24 營收可望為季增、年增的表現：展望 3Q24，群益預估崇越 3Q24 營收可望為季增、年增的表現，並預估崇越 3Q24 營收 144.04 億元，QoQ+4.44%，YoY+15.30%，毛利率 14.01%，營業利益率 7.76%，歸屬母公司淨利 8.87 億元，QoQ-13.05%，YoY+12.06%，EPS 4.68 元。

2024 年與 2025 年營運具成長動能：展望 2024 年，公司對 2024 年營運預期是正向成長，且目標 2024 年各季營收逐季往上，另大客戶海外新廠對崇越是新的需求，也將會是崇越 2H24 與 2025 年的成長動能來源之一。綜合前述公司展望與市場狀況，群益預估崇越 2024 年營收 548.32 億元，YoY+11.28%，毛利率 14.03%，營業毛利 76.93 億元，YoY+20.07%，營業利益率 7.60%，營業利益 41.67 億元，YoY+30.30%，歸屬母公司淨利 35.14 億元，YoY+23.95%，EPS 18.53 元。展望 2025 年，預估在半導體市場需求持續成長以及同時受惠客戶在海外擴產的商機，將可望帶動崇越 2025 年的營運較 2024 年進一步成長。綜合公司展望與市場狀況，群益預估崇越 2025 年營收 619.48 億元，YoY+12.98%，毛利率 14.15%，營業毛利 87.67 億元，YoY+13.96%，營業利益率 7.98%，營業利益 49.43 億元，YoY+18.61%，歸屬母公司淨利 40.96 億元，YoY+16.55%，EPS 21.60 元。

| (百萬元) | 2023 | 2024F | 2025F | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24F | 4Q24F | 1Q25F | 2Q25F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | 49,273 | 54,832 | 61,948 | 12,055 | 12,492 | 12,233 | 11,932 | 13,792 | 14,404 | 14,705 | 13,969 | 15,861 |
| 營業毛利淨額 | 6,407 | 7,693 | 8,767 | 1,581 | 1,743 | 1,593 | 1,686 | 1,931 | 2,018 | 2,062 | 1,970 | 2,236 |
| 營業利益 | 3,198 | 4,167 | 4,943 | 733 | 947 | 807 | 875 | 1,002 | 1,118 | 1,173 | 1,080 | 1,222 |
| 稅後純益 | 2,835 | 3,514 | 4,096 | 670 | 792 | 634 | 775 | 1,021 | 887 | 831 | 934 | 1,077 |
| 稅後 EPS(元) | 14.95 | 18.53 | 21.60 | 3.53 | 4.18 | 3.34 | 4.09 | 5.38 | 4.68 | 4.38 | 4.93 | 5.68 |
| 毛利率(%) | 13.00% | 14.03% | 14.15% | 13.09% | 13.91% | 13.00% | 14.10% | 14.00% | 14.01% | 14.02% | 14.10% | 14.10% |
| 營業利益率(%) | 6.49% | 7.60% | 7.98% | 6.08% | 7.58% | 6.59% | 7.33% | 7.26% | 7.76% | 7.98% | 7.73% | 7.70% |
| 稅後純益率(%) | 5.75% | 6.41% | 6.61% | 5.55% | 6.34% | 5.18% | 6.50% | 7.40% | 6.16% | 5.65% | 6.69% | 6.79% |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | -6.99% | 11.28% | 12.98% | -3.50% | 3.62% | -2.07% | -2.47% | 15.59% | 4.44% | 2.09% | -5.00% | 13.54% |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | -6.08% | 23.95% | 16.55% | -9.50% | 18.26% | -20.00% | 22.33% | 31.69% | -13.05% | -6.38% | 12.40% | 15.28% |

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 18.96 億元計算。

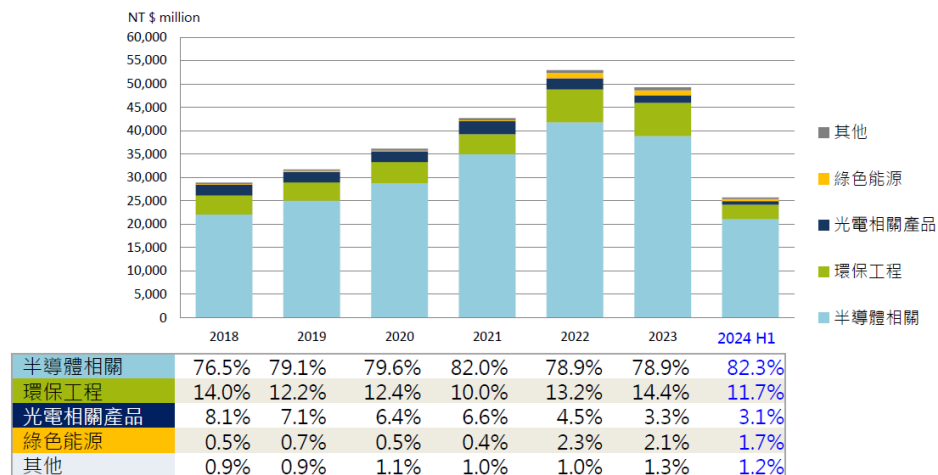
ESG (Environment, Social, Governance)：

崇越(5434 TT)為追求企業及環境永續目標，從環境、經濟、社會等構面，製定了永續管理的策略，做為執行與管理依據。並已採取與執行如(1)2050淨零目標、(2)承諾導入再生能源、(3)承諾使用電動公務車、(4)建立綠色員工餐廳、(5)投入產學合作、(6)打造運動企業、成為體育推手、(7)響應宜蘭兒童夢工廠、(8)將氣候風險納入風險管理政策、(9)董事會成員組成多元化，提升女性比例等提升 ESG 表現的措施。

公司簡介：

崇越科技股份有限公司成立於 1990 年，是一家半導體材料暨電子材料代理商，主要業務為代理銷售半導體、光電、電子材料等各類產品，並提供系統規畫整合服務。2023 年產品營收比重為半導體相關 78.9%、環保工程 14.4%、光電 3.3%、綠色能源 2.1%、其他 1.3%。

圖一、崇越近七年產品組合資訊



資料來源：崇越，群益投顧整理製作

圖二、崇越營運據點資訊



資料來源：崇越，群益投顧整理製作

2024 年 8 月 16 日

崇越 2Q24 營收與獲利創歷史同期新高紀錄：

崇越 2Q24 營收 137.92 億元，QoQ+15.59%，YoY+14.40%，創歷史同期新高，毛利率 14.00%，營業毛利 19.31 億元，QoQ+14.76%，YoY+22.31%，營業利益率 7.26%，營業利益 10.02 億元，QoQ+14.51%，YoY+36.65%，歸屬母公司淨利 10.21 億元，QoQ+31.69%，YoY+52.42%，創單季新高，EPS 5.41 元，創單季新高。觀察崇越 2Q24 營運表現可知，崇越 2Q24 營收與獲利可以創歷史同期新高紀錄，主要受惠(1)市場需求回升帶動公司營收成長表現與(2)毛利率處於 2007 年以來的季度毛利率區間上緣所致，其中崇越毛利率已連續兩個季度都超過 14%，主要受惠於海外工程毛利率較高的效益所致。

崇越 3Q24 營收可望為季增、年增的表現：

展望 3Q24，受惠於半導體市場需求與景氣持續回升，群益預估崇越 3Q24 營收可望為季增、年增的表現，並預估崇越 3Q24 營收 144.04 億元，QoQ+4.44%，YoY+15.30%，毛利率 14.01%，營業毛利 20.18 億元，QoQ+4.52%，YoY+16.10%，營業利益率 7.76%，營業利益 11.18 億元，QoQ+11.58%，YoY+18.02%，歸屬母公司淨利 8.87 億元，QoQ-13.05%，YoY+12.06%，EPS 4.68 元。

2024 年與 2025 年營運具成長動能：

展望 2024 年，公司對 2024 年營運預期是正向成長，且目標 2024 年各季營收逐季往上，另大客户海外新廠對崇越是新的需求，也將會是崇越 2H24 與 2025 年的成長動能來源之一。綜合前述公司展望與市場狀況，群益預估崇越 2024 年營收 548.32 億元，YoY+11.28%，毛利率 14.03%，營業毛利 76.93 億元，YoY+20.07%，營業利益率 7.60%，營業利益 41.67 億元，YoY+30.30%，歸屬母公司淨利 35.14 億元，YoY+23.95%，EPS 18.53 元。

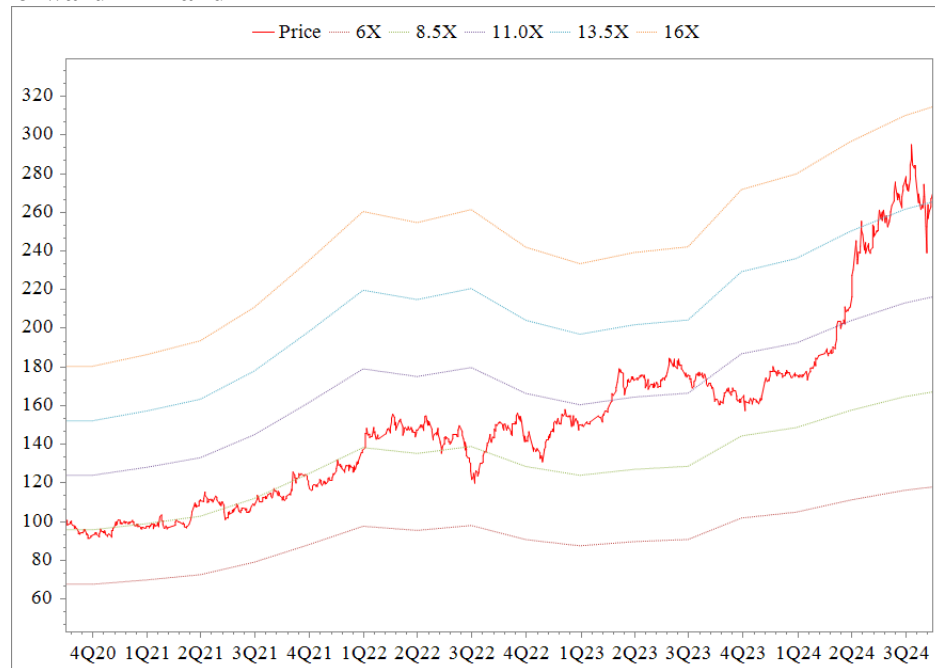
展望 2025 年，預估在半導體市場需求持續成長以及同時受惠客戶在海外擴產的商機，將可望帶動崇越 2025 年的營運較 2024 年進一步成長。綜合前述公司展望與市場狀況，群益預估崇越 2025 年營收 619.48 億元，YoY+12.98%，毛利率 14.15%，營業毛利 87.67 億元，YoY+13.96%，營業利益率 7.98%，營業利益 49.43 億元，YoY+18.61%，歸屬母公司淨利 40.96 億元，YoY+16.55%，EPS 21.60 元。

投資建議：

因崇越 2024 年與 2025 年營運具成長動能，因此給予 Trading Buy 的投資建議，目標價 296 元(約當 16.0x*2024F EPS)。

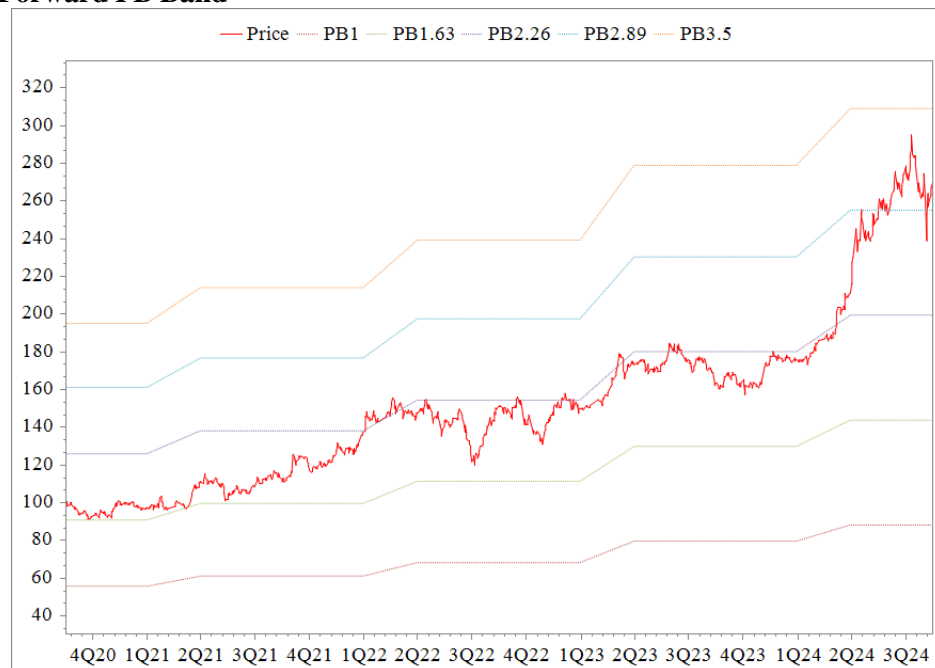
2024 年 8 月 16 日

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 8 月 16 日

資產負債表

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 資產總計 | 25,174 | 29,880 | 31,636 | 34,951 | 40,363 |
| 流動資產 | 16,897 | 20,592 | 20,512 | 21,070 | 25,443 |
| 現金及約當現金 | 3,752 | 5,335 | 6,485 | 6,059 | 7,675 |
| 應收帳款與票據 | 7,059 | 7,164 | 6,655 | 8,877 | 8,847 |
| 存貨 | 3,336 | 5,291 | 4,142 | 4,366 | 5,330 |
| 採權益法之投資 | 1,844 | 2,177 | 2,368 | 3,307 | 3,693 |
| 不動產、廠房設備 | 3,506 | 3,644 | 3,797 | 3,643 | 3,488 |
| 負債總計 | 13,296 | 16,609 | 16,291 | 17,955 | 21,694 |
| 流動負債 | 11,510 | 14,149 | 12,727 | 12,944 | 15,476 |
| 應付帳款及票據 | 7,609 | 9,206 | 6,713 | 9,045 | 8,646 |
| 非流動負債 | 1,786 | 2,461 | 3,564 | 2,679 | 4,286 |
| 權益總計 | 11,879 | 13,271 | 15,344 | 16,996 | 18,669 |
| 普通股股本 | 1,817 | 1,817 | 1,887 | 1,887 | 1,887 |
| 保留盈餘 | 6,605 | 8,042 | 9,757 | 11,409 | 13,082 |
| 母公司業主權益 | 11,597 | 12,960 | 15,109 | 16,736 | 18,384 |
| 負債及權益總計 | 25,174 | 29,880 | 31,636 | 34,951 | 40,363 |

損益表

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | 42,669 | 52,978 | 49,273 | 54,832 | 61,948 |
| 營業成本 | 37,457 | 46,453 | 42,855 | 47,135 | 53,181 |
| 營業毛利淨額 | 5,212 | 6,526 | 6,407 | 7,693 | 8,767 |
| 營業費用 | 2,661 | 3,296 | 3,209 | 3,525 | 3,824 |
| 營業利益 | 2,552 | 3,230 | 3,198 | 4,167 | 4,943 |
| EBITDA | 3,430 | 4,699 | 4,372 | 5,220 | 6,028 |
| 業外收入及支出 | 488 | 960 | 596 | 598 | 650 |
| 稅前純益 | 3,040 | 4,242 | 3,880 | 4,765 | 5,592 |
| 所得稅 | 739 | 1,167 | 1,028 | 1,227 | 1,471 |
| 稅後純益 | 2,294 | 3,018 | 2,835 | 3,514 | 4,096 |
| 稅後 EPS(元) | 12.10 | 15.92 | 14.95 | 18.53 | 21.60 |
| 完全稀釋 EPS** | 12.10 | 15.92 | 14.95 | 18.53 | 21.60 |

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 18.96【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 18.96 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 | 17.97% | 24.16% | -6.99% | 11.28% | 12.98% |
| 營業毛利淨額 | 21.08% | 25.19% | -1.82% | 20.07% | 13.96% |
| 營業利益 | 23.78% | 26.57% | -0.98% | 30.30% | 18.61% |
| 稅後純益 | 10.93% | 31.56% | -6.08% | 23.95% | 16.55% |

獲利能力分析(%)

| | | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 12.22% | 12.32% | 13.00% | 14.03% | 14.15% |
| EBITDA(%) | 8.04% | 8.87% | 8.87% | 9.52% | 9.73% |
| 營益率 | 5.98% | 6.10% | 6.49% | 7.60% | 7.98% |
| 稅後純益率 | 5.38% | 5.70% | 5.75% | 6.41% | 6.61% |
| 總資產報酬率 | 9.11% | 10.10% | 8.96% | 10.05% | 10.15% |
| 股東權益報酬率 | 19.32% | 22.74% | 18.48% | 20.67% | 21.94% |

償債能力檢視

| | | | | | |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 負債比率(%) | 52.81% | 55.59% | 51.50% | 51.37% | 53.75% |
| 負債/淨值比(%) | 111.93% | 125.15% | 106.17% | 105.64% | 116.20% |
| 流動比率(%) | 146.80% | 145.54% | 161.16% | 162.78% | 164.40% |

其他比率分析

| | | | | | |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 存貨天數 | 31.83 | 33.90 | 40.17 | 32.94 | 33.27 |
| 應收帳款天數 | 54.48 | 49.00 | 51.19 | 51.70 | 52.21 |

現金流量表

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業活動現金 | 2,597 | 3,184 | 1,620 | 4,455 | 5,807 |
| 稅前純益 | 3,040 | 4,242 | 3,880 | 4,765 | 5,592 |
| 折舊及攤銷 | 380 | 456 | 479 | 458 | 439 |
| 營運資金變動 | 143 | -464 | -834 | -114 | -1,333 |
| 其他營運現金 | -966 | -1,050 | -1,905 | -653 | 1,108 |
| 投資活動現金 | -949 | -783 | -1,905 | -2,408 | -1,251 |
| 資本支出淨額 | -402 | -362 | -395 | -399 | -403 |
| 長期投資變動 | -322 | -322 | -38 | -40 | -40 |
| 其他投資現金 | -225 | -99 | -1,472 | -1,970 | -809 |
| 籌資活動現金 | -1,237 | -1,838 | 1,488 | -2,473 | -2,939 |
| 長借/公司債變動 | 262 | 544 | 986 | -885 | 1,606 |
| 現金增資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 發放現金股利 | -1,454 | -1,599 | -1,817 | -1,886 | -2,448 |
| 其他籌資現金 | -46 | -784 | 2,319 | 299 | -2,097 |
| 淨現金流量 | 380 | 641 | 1,150 | -426 | 1,616 |
| 期初現金 | 3,372 | 4,695 | 5,335 | 6,485 | 6,059 |
| 期末現金 | 3,752 | 5,335 | 6,485 | 6,059 | 7,675 |

資料來源：CMoney、群益

2024 年 8 月 16 日

季度損益表

| (百萬元) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24F | 4Q24F | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | 12,492 | 12,055 | 12,492 | 12,233 | 11,932 | 13,792 | 14,404 | 14,705 | 13,969 | 15,861 | 16,031 | 16,087 |
| 營業成本 | 10,992 | 10,474 | 10,749 | 10,640 | 10,246 | 11,860 | 12,386 | 12,643 | 12,000 | 13,624 | 13,755 | 13,802 |
| 營業毛利淨額 | 1,501 | 1,581 | 1,743 | 1,593 | 1,686 | 1,931 | 2,018 | 2,062 | 1,970 | 2,236 | 2,276 | 2,284 |
| 營業費用 | 789 | 846 | 791 | 783 | 808 | 929 | 900 | 888 | 890 | 1,014 | 968 | 952 |
| 營業利益 | 712 | 733 | 947 | 807 | 875 | 1,002 | 1,118 | 1,173 | 1,080 | 1,222 | 1,309 | 1,332 |
| 業外收入及支出 | 239 | 224 | 118 | 101 | 179 | 253 | 89 | 76 | 153 | 205 | 129 | 162 |
| 稅前純益 | 951 | 957 | 1,065 | 908 | 1,054 | 1,255 | 1,207 | 1,249 | 1,233 | 1,427 | 1,438 | 1,494 |
| 所得稅 | 207 | 289 | 260 | 272 | 275 | 230 | 305 | 416 | 295 | 346 | 358 | 472 |
| 稅後純益 | 740 | 670 | 792 | 634 | 775 | 1,021 | 887 | 831 | 934 | 1,077 | 1,066 | 1,019 |
| 最新股本 | 1,896 | 1,896 | 1,896 | 1,896 | 1,896 | 1,896 | 1,896 | 1,896 | 1,896 | 1,896 | 1,896 | 1,896 |
| 稅後EPS(元) | 3.90 | 3.53 | 4.18 | 3.34 | 4.09 | 5.38 | 4.68 | 4.38 | 4.93 | 5.68 | 5.62 | 5.38 |

獲利能力(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率(%) | 12.01% | 13.09% | 13.91% | 13.00% | 14.10% | 14.00% | 14.01% | 14.02% | 14.10% | 14.10% | 14.20% | 14.20% |
| 營業利益率(%) | 5.70% | 6.08% | 7.58% | 6.59% | 7.33% | 7.26% | 7.76% | 7.98% | 7.73% | 7.70% | 8.16% | 8.28% |
| 稅後純益率(%) | 5.92% | 5.55% | 6.34% | 5.18% | 6.50% | 7.40% | 6.16% | 5.65% | 6.69% | 6.79% | 6.65% | 6.34% |

QoQ(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | -6.62% | -3.50% | 3.62% | -2.07% | -2.47% | 15.59% | 4.44% | 2.09% | -5.00% | 13.54% | 1.08% | 0.35% |
| 營業利益 | -6.18% | 2.98% | 29.20% | -14.83% | 8.44% | 14.51% | 11.58% | 5.00% | -7.99% | 13.17% | 7.12% | 1.79% |
| 稅前純益 | 4.69% | 0.66% | 11.34% | -14.76% | 16.08% | 19.05% | -3.83% | 3.55% | -1.33% | 15.75% | 0.77% | 3.93% |
| 稅後純益 | 30.94% | -9.50% | 18.26% | -20.00% | 22.33% | 31.69% | -13.05% | -6.38% | 12.40% | 15.28% | -1.00% | -4.38% |

YoY(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | -0.72% | -8.85% | -9.43% | -8.55% | -4.49% | 14.40% | 15.30% | 20.20% | 17.08% | 15.00% | 11.30% | 9.40% |
| 營業利益 | -0.37% | -5.90% | -3.16% | 6.31% | 22.88% | 36.65% | 18.02% | 45.49% | 23.45% | 22.00% | 17.12% | 13.53% |
| 稅前純益 | 3.73% | -19.50% | -13.33% | 0.01% | 10.88% | 31.15% | 13.28% | 37.61% | 16.98% | 13.73% | 19.17% | 19.61% |
| 稅後純益 | 12.13% | -25.62% | -11.34% | 12.12% | 4.74% | 52.42% | 12.06% | 31.14% | 20.50% | 5.49% | 20.11% | 22.67% |

註1：稅後EPS以股本18.96億元計算

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。