



# 廣越

(4438.TW/4438 TT)

## 增加持股 · 維持

|                      |       |
|----------------------|-------|
| 收盤價 August 23 (NT\$) | 112.5 |
| 12 個月目標價 (NT\$)      | 136.0 |
| 前次目標價 (NT\$)         | 205.0 |
| 調降 (%)               | 33.7  |
| 上漲空間 (%)             | 20.9  |

## 焦點內容

- 廣越 8 月收到主力客戶 2025 年強勁的預告訂單。
- 公司計劃 2H24-2027 年將擴張約旦與越南廠產能。
- 我們預估 2025 年每股盈餘 8.98 元，年增 45%，反轉自今年 13% 衰退。

## 交易資料表

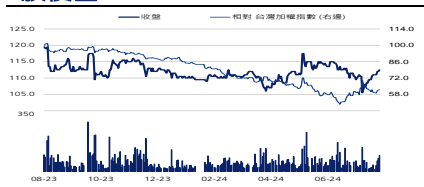
|                        |               |
|------------------------|---------------|
| 市值：(NT\$bn/US\$mn)     | 11.64 / 357.0 |
| 流通在外股數 (百萬股)：          | 103.4         |
| 外資持有股數 (百萬股)：          | 2.33          |
| 3M 平均成交量 (百萬股)：        | 0.06          |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 105.5 - 119.5 |

| 股價表現     | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|-------|-------|
| 絕對表現 (%) | 0.4  | 1.8   | -5.9  |
| 相對表現 (%) | -2.1 | -15.5 | -39.6 |

## 每股盈餘

| NT\$ | 1Q      | 2Q    | 3Q    | 4Q      |
|------|---------|-------|-------|---------|
| 2022 | 0.10A   | 3.23A | 8.94A | (0.89)A |
| 2023 | (0.45)A | 2.47A | 6.29A | (1.21)A |
| 2024 | (1.12)A | 2.07A | 5.73F | (0.50)F |

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

劉晨恩  
886.2.2181.8035  
tseen.liu@kgi.com

張育程  
886.2.2181.8735  
eden.chang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 2025 年營收與獲利復甦強勁

### 重要訊息

我們拜訪廣越，並更新營運近況。管理層 8 月收到主力客戶含 Adidas (德)、Patagonia (美) 及 VF (美) 2025 年強勁的預告訂單。在未來歐美庫存回補需求及過去下降週期供應商退出市場之加持下，公司計劃 2H24 將啟動擴產。

### 評論及分析

**客戶 2025 年預告訂單令人驚豔。**受惠歐美客戶庫存去化告終，廣越在 8 月收到品牌商較預期強勁的 2025 年預告訂單，且時間點早於去年 10-11 月。管理層預期：(1) 2025 年 Adidas (德，佔營收 15%)、Patagonia (美，16%) 與 VF (美，20%) 需求將分別年增 30%、25%、40%，大幅改善自今年的年增 20%、年持平、年減 45%；(2) Montbell (日) 將躍升為第四大客戶，2024 年訂單年增 40% 後，明年將再進一步擴大 50%；(3) 2024-25 年來自 Under Armour (美，5%) 與 New Balance (美，4%) 訂單將維持 10% 成長；及 (4) 今年出貨 Nike 將下滑 20%，2025 年展望仍不明。公司 2025 年營收目標 190 億元，為年增 17%，扭轉 2023-1H24 年衰退走勢。

**產業整合挹注復甦力道。**由於數個業者遭品牌踢出供應商名單，且過去兩年下降週期砍單已迫使一些公司退出市場，管理層估計，全球一線與二線工廠產能已分別縮減 10-15% 與逾 20%。在訂單復甦與稼動率滿載之帶動下，廣越約旦工廠 7 月繳出近兩年半以來首度轉盈之成績，並規劃未來 2-3 個月再招募 300-400 名員工，對比現有約 2,000 名。此外，越南廠 2025-27 年將再增加新產線。

**恢復成長，前景正向。**儘管 2Q24 獲利 2.14 億元，折合每股盈餘 2.07 元，年減 16%，7 月營收已扭轉年減趨勢，為年增 6%。公司表示，鴨毛、鵝毛漲價影響將有限，主因其已購買的低價原物料將可滿足明年 70-80% 需求。反映公司指引更新，我們預估 2H24 獲利將年增 3% 至每股盈餘 5.23 元，2025 年每股盈餘將進一步年增 45% 至 8.98 元。

### 投資建議

我們認為公司營收及獲利成長展望改善有望驅動評價上揚。我們維持「增加持股」評等，目標價調整至 136 元，係由 2024-25 年平均每股盈餘預估的 18 倍推算而得，對比歷史本益比區間為 10-31 倍。

### 投資風險

羽絨服需求低於預期；原物料價格上漲或供應中斷。

### 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) | 13,022  | 20,066   | 16,553   | 15,941   | 18,562   |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 1,872   | 3,266    | 2,486    | 2,235    | 2,764    |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 685     | 1,522    | 921      | 742      | 1,140    |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 631     | 1,176    | 734      | 639      | 929      |
| 每股盈餘 (NT\$)   | 6.10    | 11.38    | 7.10     | 6.18     | 8.98     |
| 每股現金股利 (NT\$) | 4.20    | 6.80     | 5.20     | 4.50     | 6.50     |
| 每股盈餘成長率 (%)   | 17.3    | 86.5     | (37.6)   | (13.0)   | 45.4     |
| 本益比 (x)       | 18.4    | 9.9      | 15.8     | 18.2     | 12.5     |
| 股價淨值比 (x)     | 1.7     | 1.5      | 1.5      | 1.4      | 1.4      |
| EV/EBITDA (x) | 14.9    | 6.7      | 9.8      | 9.1      | 6.9      |
| 淨負債比率 (%)     | 21.2    | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 殖利率 (%)       | 3.7     | 6.0      | 4.6      | 4.0      | 5.8      |
| 股東權益報酬率 (%)   | 9.3     | 15.9     | 9.3      | 8.0      | 11.4     |

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2Q24 財報與 3Q24 財務預估調整

| 百萬元       | 2Q24  |       |           |           |           | 3Q24F |       |           |           |           |
|-----------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|
|           | 實際數   | 凱基預估  | 差異 (%)    | QoQ (%)   | YoY (%)   | 修正後   | 修正前   | 調幅 (%)    | QoQ (%)   | YoY (%)   |
| 營收        | 4,133 | 6,079 | (32.0)    | 74.6      | (13.1)    | 6,693 | 9,140 | (26.8)    | 61.9      | 2.8       |
| 毛利        | 681   | 1,216 | (44.0)    | 292.3     | (13.0)    | 1,098 | 1,901 | (42.3)    | 61.2      | 4.6       |
| 營業利益      | 285   | 748   | (61.8)    | -         | (28.7)    | 676   | 1,344 | (49.7)    | 137.0     | 7.4       |
| 稅前淨利      | 324   | 764   | (57.5)    | -         | (24.7)    | 834   | 1,366 | (39.0)    | 157.3     | (6.8)     |
| 稅後淨利      | 214   | 492   | (56.5)    | -         | (16.2)    | 593   | 959   | (38.1)    | 177.0     | (8.8)     |
| 每股盈餘 (元)  | 2.07  | 4.76  | (56.5)    | -         | (16.2)    | 5.73  | 9.27  | (38.1)    | 177.0     | (8.8)     |
| 毛利率 (%)   | 16.5  | 20.0  | (3.5)ppts | 9.1 ppts  | 0.0 ppts  | 16.4  | 20.8  | (4.4)ppts | (0.1)ppts | 0.3 ppts  |
| 營業利益率 (%) | 6.9   | 12.3  | (5.4)ppts | 15.1 ppts | (1.5)ppts | 10.1  | 14.7  | (4.6)ppts | 3.2 ppts  | 0.4 ppts  |
| 淨利率 (%)   | 5.2   | 8.1   | (2.9)ppts | 10.1 ppts | (0.2)ppts | 8.9   | 10.5  | (1.6)ppts | 3.7 ppts  | (1.1)ppts |

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：4Q24 與 1Q25 財務預估調整

| 百萬元       | 4Q24F  |       |           |            |          | 1Q25F  |           |          |
|-----------|--------|-------|-----------|------------|----------|--------|-----------|----------|
|           | 修正後    | 修正前   | 調幅 (%)    | QoQ (%)    | YoY (%)  | 凱基預估   | QoQ (%)   | YoY (%)  |
| 營收        | 2,748  | 4,374 | (37.2)    | (58.9)     | 4.5      | 2,660  | (3.2)     | 12.3     |
| 毛利        | 283    | 499   | (43.2)    | (74.2)     | 7.5      | 229    | (19.2)    | 31.8     |
| 營業利益      | (25)   | 92    | -         | -          | -        | (101)  | -         | -        |
| 稅前淨利      | (63)   | 111   | -         | -          | -        | (32)   | -         | -        |
| 稅後淨利      | (52)   | 78    | -         | -          | -        | (31)   | -         | -        |
| 每股盈餘 (元)  | (0.50) | 0.75  | -         | -          | -        | (0.30) | -         | -        |
| 毛利率 (%)   | 10.3   | 11.4  | (1.1)ppts | (6.1)ppts  | 0.3 ppts | 8.6    | (1.7)ppts | 1.3 ppts |
| 營業利益率 (%) | (0.9)  | 2.1   | (3.0)ppts | (11.0)ppts | 4.1 ppts | (3.8)  | (2.9)ppts | 4.4 ppts |
| 淨利率 (%)   | (1.9)  | 1.8   | (3.7)ppts | (10.8)ppts | 2.9 ppts | (1.2)  | 0.7 ppts  | 3.7 ppts |

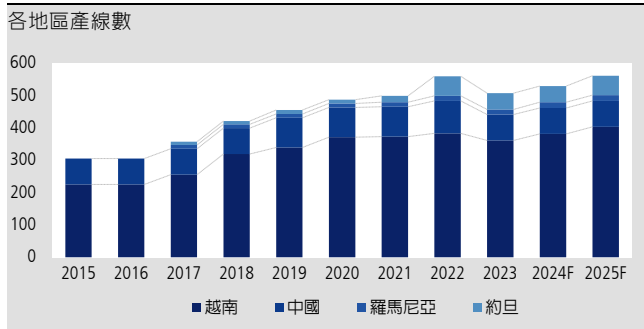
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：2024-25 年財務預估調整

| 百萬元      | 2024F  |        |           |           | 2025F  |          |
|----------|--------|--------|-----------|-----------|--------|----------|
|          | 修正後    | 修正前    | 調幅 (%)    | YoY (%)   | 凱基預估   | YoY (%)  |
| 營收       | 15,941 | 23,204 | (31.3)    | (3.7)     | 18,562 | 16.4     |
| 毛利       | 2,235  | 4,139  | (46.0)    | (10.1)    | 2,764  | 23.6     |
| 營業利益     | 742    | 2,291  | (67.6)    | (19.4)    | 1,140  | 53.5     |
| 稅前獲利     | 987    | 2,365  | (58.3)    | (17.1)    | 1,376  | 39.4     |
| 稅後淨利     | 639    | 1,595  | (59.9)    | (13.0)    | 929    | 45.4     |
| 每股盈餘 (元) | 6.18   | 15.42  | (59.9)    | (13.0)    | 8.98   | 45.4     |
| 毛利率 (%)  | 14.0   | 17.8   | (3.8)ppts | (1.0)ppts | 14.9   | 0.9 ppts |
| 營利率 (%)  | 4.7    | 9.9    | (5.2)ppts | (0.9)ppts | 6.1    | 1.5 ppts |
| 淨利率 (%)  | 4.0    | 6.9    | (2.9)ppts | (0.4)ppts | 5.0    | 1.0 ppts |

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 4：產能擴充計畫



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：目前本益比評價位於歷史區間低緣



資料來源：TEJ；凱基

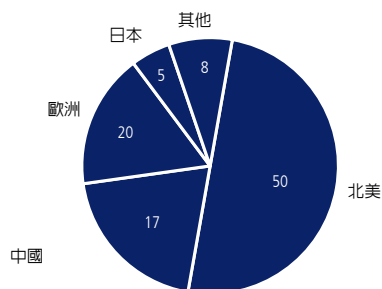
圖 6: 公司概況

廣越創立於 1995 年，為全球第二大羽絨服製造商。公司主要生產羽絨外套及樹脂棉夾克，客戶包括 Patagonia (美)、The North Face (美)、Adidas (德)、Nike (美)、Montbell (日) 及 Under Armour (美) 等國際運動/戶外品牌。去年戶外服飾及運動服飾分別貢獻公司營收 50%、50%；以原料區分，羽絨外套佔營收 32%，樹脂棉外套及其他類型成衣則分別佔 27%、41%。公司生產基地位於越南、中國、約旦以及羅馬尼亞，主要出口產品至北美 (50%)、歐洲 (20%) 與中國 (17%)。

資料來源：凱基

圖 7: 北美及歐洲為主市場

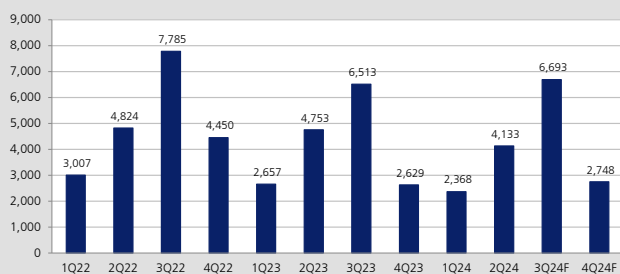
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 季營業收入

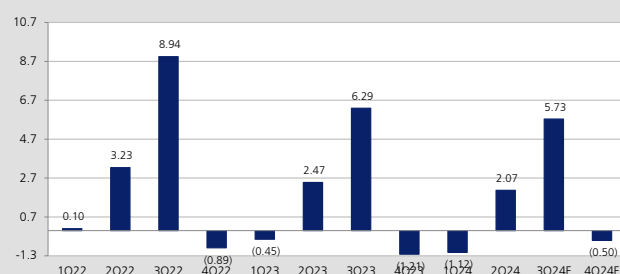
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 每股盈利

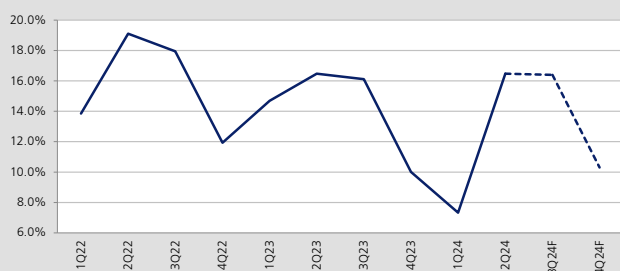
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 毛利率

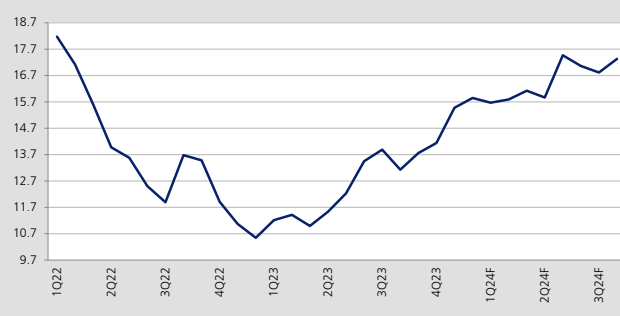
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 本益比

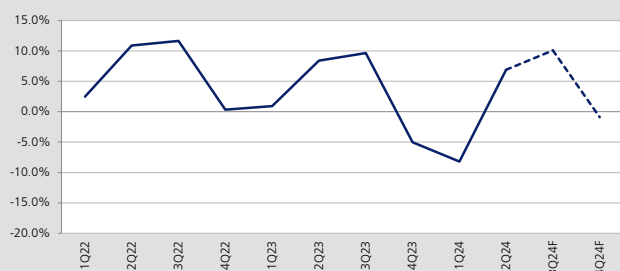
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 營業利潤率

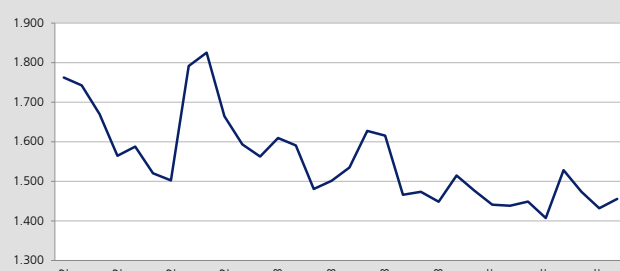
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 13: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

## 損益表

|               | 季度      |         |         |          |         |         |         |         | 年度       |          |          |
|---------------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
|               | Mar-23A | Jun-23A | Sep-23A | Dec-23A  | Mar-24A | Jun-24A | Sep-24F | Dec-24F | Dec-23A  | Dec-24F  | Dec-25F  |
| 損益表 (NT\$百萬)  |         |         |         |          |         |         |         |         |          |          |          |
| 營業收入          | 2,657   | 4,753   | 6,513   | 2,629    | 2,368   | 4,133   | 6,693   | 2,748   | 16,553   | 15,941   | 18,562   |
| 營業成本          | (2,267) | (3,970) | (5,464) | (2,366)  | (2,194) | (3,452) | (5,595) | (2,465) | (14,067) | (13,706) | (15,798) |
| 營業毛利          | 390     | 783     | 1,049   | 263      | 174     | 681     | 1,098   | 283     | 2,486    | 2,235    | 2,764    |
| 營業費用          | (366)   | (383)   | (420)   | (396)    | (368)   | (396)   | (422)   | (308)   | (1,565)  | (1,493)  | (1,624)  |
| 營業利益          | 25      | 400     | 629     | (132)    | (194)   | 285     | 676     | (25)    | 921      | 742      | 1,140    |
| 折舊            | (94)    | (97)    | (100)   | (101)    | (103)   | (104)   | (159)   | (269)   | (391)    | (635)    | (693)    |
| 攤提            | (2)     | (2)     | (2)     | (2)      | (2)     | (2)     | (2)     | (2)     | (8)      | (8)      | (8)      |
| EBITDA        | 120     | 498     | 731     | (29)     | (89)    | 391     | 837     | 247     | 1,321    | 1,386    | 1,841    |
| 利息收入          | 35      | 36      | 44      | 42       | 31      | 32      | 40      | 38      | 157      | 141      | 130      |
| 投資利益淨額        | 12      | (2)     | 55      | 32       | 19      | 14      | 15      | 18      | 97       | 66       | 68       |
| 其他營業外收入       | 12      | 8       | 22      | 8        | 14      | 5       | 15      | 10      | 49       | 44       | 60       |
| 總營業外收入        | 60      | 42      | 120     | 82       | 64      | 50      | 70      | 66      | 303      | 251      | 258      |
| 利息費用          | (25)    | (44)    | (35)    | (24)     | (24)    | (47)    | (32)    | (25)    | (128)    | (128)    | (132)    |
| 投資損失          | -       | -       | -       | -        | -       | -       | -       | -       | -        | -        | -        |
| 其他營業外費用       | (31)    | 32      | 181     | (88)     | 46      | 36      | 120     | (80)    | 94       | 122      | 110      |
| 總營業外費用        | (56)    | (12)    | 146     | (112)    | 22      | (11)    | 88      | (105)   | (34)     | (6)      | (22)     |
| 稅前純益          | 28      | 430     | 895     | (163)    | (108)   | 324     | 834     | (63)    | 1,191    | 987      | 1,376    |
| 所得稅費用[利益]     | (8)     | (130)   | (188)   | 39       | 16      | (80)    | (175)   | 16      | (286)    | (222)    | (305)    |
| 少數股東損益        | (66)    | (45)    | (58)    | (2)      | (25)    | (30)    | (66)    | (5)     | (170)    | (126)    | (142)    |
| 非常項目稅後純益      | (46)    | 256     | 650     | (125)    | (116)   | 214     | 593     | (52)    | 734      | 639      | 929      |
| 非常項目          | 0       | 0       | 0       | 0        | (0)     | 0       | -       | (0)     | -        | -        | -        |
| 稅後淨利          | (46)    | 256     | 650     | (125)    | (116)   | 214     | 593     | (52)    | 734      | 639      | 929      |
| 每股盈餘 (NT\$)   | (0.45)  | 2.47    | 6.29    | (1.21)   | (1.12)  | 2.07    | 5.73    | (0.50)  | 7.10     | 6.18     | 8.98     |
| 獲利率 (%)       |         |         |         |          |         |         |         |         |          |          |          |
| 營業毛利率         | 14.7    | 16.5    | 16.1    | 10.0     | 7.3     | 16.5    | 16.4    | 10.3    | 15.0     | 14.0     | 14.9     |
| 營業利益率         | 0.9     | 8.4     | 9.7     | (5.0)    | (8.2)   | 6.9     | 10.1    | (0.9)   | 5.6      | 4.7      | 6.1      |
| EBITDA Margin | 4.5     | 10.5    | 11.2    | (1.1)    | (3.8)   | 9.5     | 12.5    | 9.0     | 8.0      | 8.7      | 9.9      |
| 稅前純益率         | 1.0     | 9.1     | 13.7    | (6.2)    | (4.5)   | 7.8     | 12.5    | (2.3)   | 7.2      | 6.2      | 7.4      |
| 稅後純益率         | (1.7)   | 5.4     | 10.0    | (4.8)    | (4.9)   | 5.2     | 8.9     | (1.9)   | 4.4      | 4.0      | 5.0      |
| 季成長率 (%)      |         |         |         |          |         |         |         |         |          |          |          |
| 營業收入          | (40.3)  | 78.9    | 37.0    | (59.6)   | (9.9)   | 74.6    | 61.9    | (58.9)  |          |          |          |
| 營業毛利          | (26.5)  | 100.6   | 34.0    | (74.9)   | (34.1)  | 292.3   | 61.2    | (74.2)  |          |          |          |
| 營業收益增長        | 69.7    | 1522.1  | 57.3    | (121.0)  | 46.8    |         | 137.0   | (103.7) |          |          |          |
| EBITDA        | 8.8     | 314.8   | 46.7    | (103.9)  | 210.9   |         | 113.9   | (70.5)  |          |          |          |
| 稅前純益          |         | 1443.5  | 108.1   | (118.2)  | (33.9)  |         | 157.3   | (107.6) |          |          |          |
| 稅後純益          | (49.8)  |         | 154.3   | (119.3)  | (7.7)   |         | 177.0   | (108.8) |          |          |          |
| 年成長率 (%)      |         |         |         |          |         |         |         |         |          |          |          |
| 營業收入          | (11.6)  | (1.5)   | (16.3)  | (40.9)   | (10.9)  | (13.1)  | 2.8     | 4.5     | (17.5)   | (3.7)    | 16.4     |
| 營業毛利          | (6.3)   | (15.1)  | (24.9)  | (50.4)   | (55.5)  | (13.0)  | 4.6     | 7.5     | (23.9)   | (10.1)   | 23.6     |
| 營業收益          | (66.9)  | (23.9)  | (30.7)  | (1010.5) | (887.4) | (28.7)  | 7.4     | (81.3)  | (39.4)   | (19.4)   | 53.5     |
| EBITDA        | (24.6)  | (18.9)  | (26.8)  | (126.0)  | (174.2) | (21.5)  | 14.5    |         | (29.8)   | 4.9      | 32.8     |
| 稅前純益          | (71.0)  | (23.9)  | (31.4)  | 1570.7   | (486.1) | (24.7)  | (6.8)   | (61.1)  | (39.2)   | (17.1)   | 39.4     |
| 稅後純益          | (559.5) | (23.5)  | (29.6)  | 36.6     | 151.4   | (16.2)  | (8.8)   | (58.4)  | (37.6)   | (13.0)   | 45.4     |

資料來源：公司資料，凱基

### 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>14,839</b> | <b>16,478</b> | <b>15,692</b> | <b>16,249</b> | <b>16,808</b> |
| <b>流動資產</b>   | <b>10,067</b> | <b>11,293</b> | <b>10,081</b> | <b>10,675</b> | <b>11,229</b> |
| 現金及短期投資       | 3,595         | 4,961         | 5,282         | 6,019         | 5,873         |
| 存貨            | 4,201         | 4,238         | 3,226         | 3,135         | 3,623         |
| 應收帳款及票據       | 2,035         | 1,816         | 1,320         | 1,268         | 1,480         |
| 其他流動資產        | 237           | 278           | 254           | 254           | 254           |
| <b>非流動資產</b>  | <b>4,772</b>  | <b>5,186</b>  | <b>5,611</b>  | <b>5,574</b>  | <b>5,579</b>  |
| 長期投資          | 756           | 779           | 937           | 1,002         | 1,070         |
| 固定資產          | 2,938         | 3,098         | 3,387         | 3,285         | 3,221         |
| 什項資產          | 1,078         | 1,309         | 1,287         | 1,287         | 1,287         |
| <b>負債總額</b>   | <b>6,448</b>  | <b>6,711</b>  | <b>5,750</b>  | <b>6,010</b>  | <b>6,179</b>  |
| <b>流動負債</b>   | <b>5,817</b>  | <b>4,208</b>  | <b>3,153</b>  | <b>3,687</b>  | <b>3,915</b>  |
| 應付帳款及票據       | 852           | 984           | 703           | 683           | 790           |
| 短期借款          | 3,430         | 1,327         | 878           | 1,500         | 1,409         |
| 什項負債          | 1,535         | 1,896         | 1,573         | 1,503         | 1,716         |
| <b>長期負債</b>   | <b>631</b>    | <b>2,503</b>  | <b>2,596</b>  | <b>2,323</b>  | <b>2,264</b>  |
| 長期借款          | 168           | 1,876         | 1,985         | 1,713         | 1,654         |
| 其他負債及準備       | 404           | 423           | 423           | 423           | 423           |
| <b>股東權益總額</b> | <b>8,392</b>  | <b>9,768</b>  | <b>9,942</b>  | <b>10,239</b> | <b>10,629</b> |
| 普通股股本         | 1,034         | 1,034         | 1,034         | 1,034         | 1,034         |
| 保留盈餘          | 2,172         | 2,793         | 2,865         | 3,036         | 3,285         |
| 少數股東權益        | 1,501         | 1,830         | 2,062         | 2,188         | 2,330         |
| 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                         | 6.8%    | 54.1%    | (17.5%)  | (3.7%)   | 16.4%    |
| 營業收益增長                       | 144.2%  | 122.3%   | (39.4%)  | (19.4%)  | 53.5%    |
| EBITDA                       | 83.5%   | 90.9%    | (29.8%)  | 4.9%     | 32.8%    |
| 稅後純益                         | 17.3%   | 86.5%    | (37.6%)  | (13.0%)  | 45.4%    |
| 每股盈餘成長率                      | 17.3%   | 86.5%    | (37.6%)  | (13.0%)  | 45.4%    |
| <b>獲利能力分析</b>                |         |          |          |          |          |
| 營業毛利率                        | 14.4%   | 16.3%    | 15.0%    | 14.0%    | 14.9%    |
| 營業利益率                        | 5.3%    | 7.6%     | 5.6%     | 4.7%     | 6.1%     |
| EBITDA Margin                | 7.6%    | 9.4%     | 8.0%     | 8.7%     | 9.9%     |
| 稅後純益率                        | 4.8%    | 5.9%     | 4.4%     | 4.0%     | 5.0%     |
| 平均資產報酬率                      | 4.6%    | 7.5%     | 4.6%     | 4.0%     | 5.6%     |
| 股東權益報酬率                      | 9.3%    | 15.9%    | 9.3%     | 8.0%     | 11.4%    |
| <b>穩定 \ 償債能力分析</b>           |         |          |          |          |          |
| 毛負債比率 (%)                    | 42.9%   | 32.8%    | 28.8%    | 31.4%    | 28.8%    |
| 淨負債比率                        | 21.2%   | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 利息保障倍數 (x)                   | 20.1    | 22.6     | 10.3     | 8.7      | 11.5     |
| 利息及短期債保障倍數 (x)               | 0.2     | 0.6      | 0.5      | 0.3      | 0.4      |
| Cash Flow Int. Coverage (x)  | (25.0)  | 24.1     | 15.4     | 10.5     | 7.4      |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | (0.4)   | 1.5      | 2.0      | 0.8      | 0.6      |
| 流動比率 (x)                     | 1.7     | 2.7      | 3.2      | 2.9      | 2.9      |
| 速動比率 (x)                     | 1.0     | 1.7      | 2.2      | 2.0      | 1.9      |
| 淨負債 (NT\$百萬)                 | 1,778   | (562)    | (364)    | (751)    | (755)    |
| <b>每股資料分析</b>                |         |          |          |          |          |
| 每股盈餘 (NT\$)                  | 6.10    | 11.38    | 7.10     | 6.18     | 8.98     |
| 每股現金盈餘 (NT\$)                | (12.34) | 21.20    | 19.10    | 12.96    | 9.35     |
| 每股淨值 (NT\$)                  | 66.66   | 76.79    | 76.19    | 77.84    | 80.24    |
| 調整後每股淨值 (NT\$)               | 66.66   | 76.78    | 76.19    | 77.84    | 80.24    |
| 每股營收 (NT\$)                  | 125.97  | 194.09   | 160.05   | 154.13   | 179.47   |
| EBITDA/Share (NT\$)          | 9.54    | 18.21    | 12.77    | 13.40    | 17.80    |
| 每股現金股利 (NT\$)                | 4.20    | 6.80     | 5.20     | 4.50     | 6.50     |
| <b>資產運用狀況</b>                |         |          |          |          |          |
| 資產周轉率 (x)                    | 0.94    | 1.28     | 1.03     | 1.00     | 1.12     |
| 應收帳款周轉天數                     | 57.0    | 33.0     | 29.1     | 29.1     | 29.1     |
| 存貨周轉天數                       | 137.5   | 92.1     | 83.7     | 83.7     | 83.7     |
| 應付帳款周轉天數                     | 27.9    | 21.4     | 18.2     | 18.2     | 18.2     |
| 現金轉換周轉天數                     | 166.7   | 103.7    | 94.6     | 94.6     | 94.6     |

資料來源：公司資料，凱基

### 損益表

| NT\$百萬        | Dec-21A       | Dec-22A       | Dec-23A       | Dec-24F       | Dec-25F       |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>營業收入</b>   | <b>13,022</b> | <b>20,066</b> | <b>16,553</b> | <b>15,941</b> | <b>18,562</b> |
| 營業成本          | (11,151)      | (16,799)      | (14,067)      | (13,706)      | (15,798)      |
| <b>營業毛利</b>   | <b>1,872</b>  | <b>3,266</b>  | <b>2,486</b>  | <b>2,235</b>  | <b>2,764</b>  |
| 營業費用          | (1,187)       | (1,744)       | (1,565)       | (1,493)       | (1,624)       |
| <b>營業利益</b>   | <b>685</b>    | <b>1,522</b>  | <b>921</b>    | <b>742</b>    | <b>1,140</b>  |
| <b>總營業外收入</b> | <b>341</b>    | <b>337</b>    | <b>303</b>    | <b>251</b>    | <b>258</b>    |
| 利息收入          | 53            | 91            | 157           | 141           | 130           |
| 投資利益淨額        | 108           | 107           | 97            | 66            | 68            |
| 其他營業外收入       | 180           | 139           | 49            | 44            | 60            |
| <b>總營業外費用</b> | <b>(52)</b>   | <b>98</b>     | <b>(34)</b>   | <b>(6)</b>    | <b>(22)</b>   |
| 利息費用          | (51)          | (91)          | (128)         | (128)         | (132)         |
| 投資損失          | -             | -             | -             | -             | -             |
| 其他營業外費用       | (1)           | 189           | 94            | 122           | 110           |
| <b>稅前純益</b>   | <b>974</b>    | <b>1,957</b>  | <b>1,191</b>  | <b>987</b>    | <b>1,376</b>  |
| 所得稅費用[利益]     | (248)         | (462)         | (286)         | (222)         | (305)         |
| 少數股東損益        | (96)          | (318)         | (170)         | (126)         | (142)         |
| 非常項目          | -             | 0             | (0)           | -             | -             |
| <b>稅後淨利</b>   | <b>631</b>    | <b>1,176</b>  | <b>734</b>    | <b>639</b>    | <b>929</b>    |
| <b>EBITDA</b> | <b>986</b>    | <b>1,882</b>  | <b>1,321</b>  | <b>1,386</b>  | <b>1,841</b>  |
| 每股盈餘 (NT\$)   | 6.10          | 11.38         | 7.10          | 6.18          | 8.98          |

### 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>(1,276)</b> | <b>2,191</b> | <b>1,976</b>   | <b>1,340</b> | <b>968</b>   |
| 本期純益             | 631            | 1,176        | 734            | 639          | 929          |
| 折舊及攤提            | 302            | 361          | 399            | 643          | 701          |
| 本期運用資金變動         | (2,135)        | 301          | 1,109          | 124          | (594)        |
| 其他營業資產及負債變動      | (73)           | 354          | (267)          | (66)         | (68)         |
| <b>投資活動之現金流量</b> | <b>(10)</b>    | <b>362</b>   | <b>(1,376)</b> | <b>(541)</b> | <b>(638)</b> |
| 投資用短期投資出售[新購]    | 29             | 579          | (929)          | -            | -            |
| 本期長期投資變動         | -              | -            | -              | -            | -            |
| 資本支出淨額           | (182)          | (340)        | (726)          | (533)        | (629)        |
| 其他資產變動           | 143            | 123          | 279            | (8)          | (8)          |
| <b>自由現金流</b>     | <b>(1,512)</b> | <b>1,478</b> | <b>1,475</b>   | <b>801</b>   | <b>356</b>   |
| <b>融資活動之現金流量</b> | <b>813</b>     | <b>(738)</b> | <b>(1,048)</b> | <b>(62)</b>  | <b>(476)</b> |
| 短期借款變動           | 1,206          | (658)        | (429)          | -            | -            |
| 長期借款變動           | -              | 355          | 60             | 350          | (150)        |
| 現金增資             | -              | -            | -              | -            | -            |
| 已支付普通股股息         | (376)          | (452)        | (858)          | (538)        | (468)        |
| 其他融資現金流          | (17)           | 17           | 179            | 126          | 142          |
| <b>匯率影響數</b>     | <b>(54)</b>    | <b>130</b>   | <b>(90)</b>    |              |              |
| <b>本期產生現金流量</b>  | <b>(527)</b>   | <b>1,946</b> | <b>(538)</b>   | <b>737</b>   | <b>(147)</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      | 9.1%        | 8.7%         | 9.5%         | 9.4%        | 8.7%         |
| <b>= 營業利益率</b>   | <b>5.3%</b> | <b>7.6%</b>  | <b>5.6%</b>  | <b>4.7%</b> | <b>6.1%</b>  |
| 1 / (營業運用資金/營業收入 | 0.3         | 0.2          | 0.2          | 0.2         | 0.2          |
| + 淨固定資產/營業收入     | 0.2         | 0.2          | 0.2          | 0.2         | 0.2          |
| + 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>1.8</b>  | <b>3.0</b>   | <b>2.7</b>   | <b>2.7</b>  | <b>3.0</b>   |
| 營業利益率            | 5.3%        | 7.6%         | 5.6%         | 4.7%        | 6.1%         |
| x 資本周轉率          | 1.8         | 3.0          | 2.7          | 2.7         | 3.0          |
| x (1 - 有效現金稅率)   | 74.6%       | 76.4%        | 76.0%        | 77.5%       | 77.8%        |
| <b>= 稅後 ROIC</b> | <b>7.2%</b> | <b>17.4%</b> | <b>11.6%</b> | <b>9.8%</b> | <b>14.3%</b> |

資料來源：公司資料，凱基

## 廣越 – 以往評級及目標價



| 日期         | 評級   | 目標價   | 收盤價   |
|------------|------|-------|-------|
| 2022-09-30 | 增加持股 | 205.0 | 135.5 |
| 2022-03-10 | 增加持股 | 183.0 | 112.5 |
| 2022-02-10 | 增加持股 | 183.0 | 127.0 |
| 2022-01-07 | 增加持股 | 183.0 | 129.0 |
| 2021-12-09 | 增加持股 | 183.0 | 146.0 |
| 2021-11-17 | 增加持股 | 176.0 | 135.0 |
| 2021-08-26 | 增加持股 | 135.0 | 111.5 |

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<br>郵政編號：200040   |
| 台灣  | 台北 | 104 台北市明水路 700 號<br>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<br>電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800   |
| 泰國  | 曼谷 | 8th - 11th floors, Asia Centre Building<br>173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand<br>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<br>郵政編號：068807<br>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<br>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<br>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，遲後若有變更時，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。