

旭隼 (6409 TT) Voltronic

雲端運算、高功率發展趨勢明確，營運成長不斷電

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月)：NT\$2350.0

收盤價 (2024/09/19)：NT\$2045.0
隱含漲幅：14.9%

營收組成 (2023)

On-line UPS 35%、Off-line UPS 28%、Inverter 28%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	2350.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	23.7	--
2024年EPS	50.2	--

交易資料表

市值	NT\$179,350百萬元
外資持股比率	69.1%
董監持股比率	17.0%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$107.31
負債比	61.8%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	22,725	18,951	23,739	26,160
營業利益	5,288	4,138	5,342	6,414
稅後純益	4,433	3,623	4,383	5,402
EPS (元)	50.91	41.53	50.19	61.86
EPS YoY (%)	87.5	-18.4	20.8	23.3
本益比 (倍)	40.2	49.2	40.8	33.1
股價淨值比 (倍)	21.5	21.5	19.1	16.6
ROE (%)	63.1	43.4	46.8	50.1
現金殖利率 (%)	2.1%	1.8%	2.2%	2.6%
現金股利 (元)	43.51	37.50	44.65	53.74

陳澤心

Amber.Chen53@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

元大觀點

- ◆ 品牌廠客戶 UPS 釋出委外代工僅 10%，具高成長空間，旭隼 UPS 業務可望長期優於市場成長，並受惠雲端、節能及高功率發展趨勢。
- ◆ 高毛利 Inverter 及 On-Line UPS 成長趨勢明確，帶動產品組合持續轉佳，預估旭隼 2024/2025 年毛利率達 30.9%/33.7%。
- ◆ 旭隼具備優異之研發及經營管理能力，長期看好旭隼 UPS 代工產業龍頭地位，給予買進評等，目標價 2,350 元(38X2025F EPS 61.86 元)。

客戶擴大委外代工以及雲端發展，帶動旭隼 UPS 營運持續向上

疫情期間因半導體缺料，客戶重複下單導致庫存堆積，2Q23 開始進行 4-5 個季度去庫存，旭隼 2023 年 UPS 業務營收年減 10%，目前客戶存貨已回到健康水平。旭隼 UPS 業務未來動能包括 1) 中國競爭壓力促使品牌廠加速委外代工；2) 資料中心建置使高功率 UPS 需求成長快速。本中心預估旭隼 On-Line UPS 2024/2025 年營收分別成長 20%/11%；Off-Line UPS 成長 26%/5%。On-line UPS 營收長期可望成長 10%，大於 Off-line UPS 的 5%。

旭隼 Inverter 業務毛利率與成長性為三大業務中最高

旭隼 Inverter 業務平均毛利率可達 40%，2017-2023 年 Inverter 業務之營收 CAGR 達 23.7%，營收比重由 2017 年的 15% 快速成長至 2023 年的 28%，毛利率與成長性為三大業務中最高，本中心認為主要受惠 1) 產品低基期發展；2) 歐洲綠色能源補貼政策；3) 開發中國家電力建設需求。2023 年因重要市場歐洲及南非遭遇逆風，旭隼 Inverter 業務營收年減 33%，展望未來，成長動能尚包括 1) 發展商用高功率；2) 開展美國新市場；3) 南非市場回溫，預估 Inverter 2024/2025 年營收分別成長 35%/14%，2026 年有望成長 20%。

看好旭隼長期受惠品牌廠擴大委外代工趨勢，給予買進評等

預估旭隼 2024/2025 年 EPS 分別達 50.19 元/61.86 元，本中心對於旭隼長期看法正面，主因 1) UPS 持續受惠客戶擴大委外代工趨勢；2) Inverter 毛利率與成長性為三大業務中最高，帶動產品組合轉佳；3) 旭隼 ROE 長期維持 40% 以上之高水位，擁有良好之經營管理能力。目前股價交易於 33 倍 2025 年 EPS，高於國內同業平均的 16.6 倍，主因旭隼國際 UPS 大廠訂單快速成長，以及公司為雲端運算受惠股，成長性優於同業。根據 2025 EPS 61.86 元、目標本益比 38 倍，推得目標價 2,350 元，給予買進評等。

旭隼為 UPS 不斷電系統 DMS (設計製造與服務) 領導廠商

旭隼成立於 2008 年，自成立以來，經營理念為成為全球首屈一指的 DMS 不斷電系統製造商，不做自有品牌，不與客戶競爭，專注經營客戶品牌委外設計與生產，以優異的設計製造與成本控管能力，進一步拉大與品牌和代工混營廠商的距離，提供全方位的客製化服務，全球前十大 UPS 廠商 APC、Eaton、Vertiv、Riello 等皆為旭隼之客戶，旭隼為 UPS 代工領導廠商。旭隼可分為三大產品線，2023 年營收比重分別：On-line UPS 35%、Off-line UPS 28%、Inverter 28%。旭隼目前產能 80% 集中於中國，剩餘 20% 為台灣及越南，2023 年地區別營收占比為亞洲 51%、美洲 23%、歐洲 19%、非洲與其他 7%。

圖 1：旭隼三大事業亮點及營收成長率預估

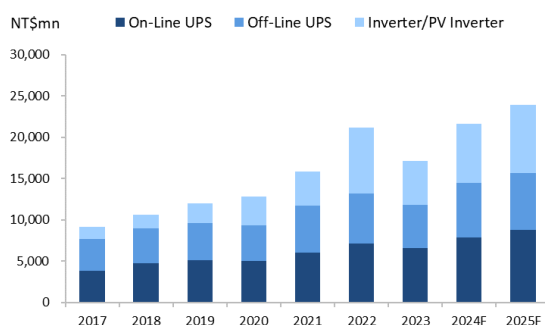
	2023A 營收佔比	主要產品及應用	成長動能	毛利率	2023A 營收 YoY	2024F 營收 YoY	2025F 營收 YoY
On-Line UPS	35%	電信、醫療設備、伺服器	資料中心建置使產品往高功率發展	30%	-8%	20%	11%
Off-Line UPS	28%	PC、個人應用	品牌廠擴大委外代工	20-25%	-14%	26%	5%
Inverter/ PV Inverter	28%	太陽能廠、居家、大樓	淨零政策與開發中國家電力建設	40%	-33%	35%	14%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

高毛利 Inverter 及 On-Line UPS 成長趨勢明確，帶動產品組合持續轉佳

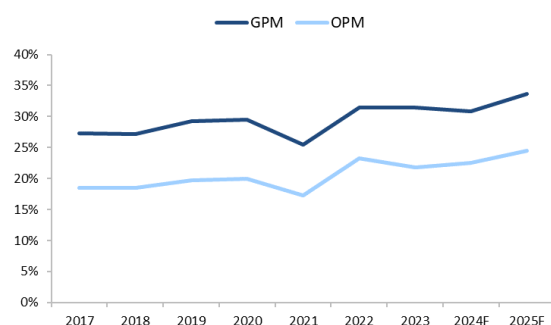
就三大產品成長性而言，Inverter > On-Line UPS > Off-Line UPS，帶動產品組合持續轉佳。旭隼 Off-line UPS 主要應用在 PC，毛利率較低僅 20-25%；On-line UPS 毛利率達 30%，應用為高端市場如雲端、電信等，看好資料中心建置使產品往高功率發展下，On-line UPS 營收長期可望成長 10%，大於 Off-line UPS 成長 5%。而 Inverter 業務毛利率達 30-40%，受惠全球淨零與開發中國家電力建設需求成長，產品低基期發展下，成長性為三大業務中最高，佔營收比重由 2017 年的 15% 快速成長至 2023 年的 28%，預估 2024 年將超過 30% 的比重。預估旭隼 2024/2025 年毛利率達 30.9%/33.7%。

圖 2：2017-2025F 年旭隼業務別營收趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：2017-2025F 年毛利率與營益率持續成長



資料來源：公司資料、元大投顧

客戶擴大委外代工以及雲端產業發展，帶動旭隼 UPS 營運長期持續向上

疫情期間因半導體缺料，客戶重複下單導致庫存堆積，2Q23 開始進行 4-5 個季度去庫存，旭隼 2023 年 UPS 業務營收年減 10%，目前客戶存貨已回到健康水平，本中心預估旭隼 On-Line UPS 2024/2025 年營收分別成長 20%/11%；Off-Line UPS 2024/2025 年成長 26%/5% (詳第 7 頁敘述)。

旭隼 UPS 未來成長動能包括 1) 中國競爭壓力促使品牌廠加速委外代工；2) 資料中心建置使高功率 UPS 需求成長快速。說明如下：

- **中國競爭壓力促使品牌廠加速委外代工：**中國過去受國產化扶植，UPS 廠商華為、科士達以及科華 2010-2020 年間發展快速，2020 年已成為全球前十大，三大廠商產值合計達全球產值的 14%，其技術能力已可與 Tier 1 大廠競爭，且持續布局中高功率 UPS 出口海外，產業整體價格競爭壓力加劇，促使國際品牌廠加速委外代工以降低生產成本，預估目前 Tier1 品牌客戶委外比重僅佔出貨量 10%，因此未來仍具極大的成長空間。

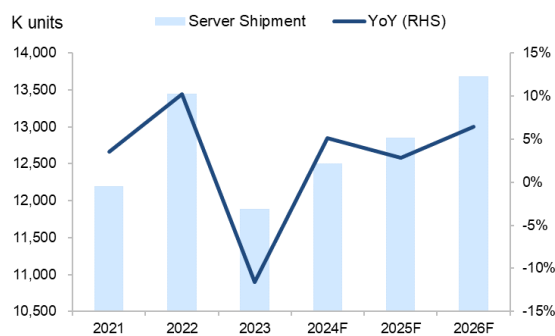
圖 4：2010-2020 年 UPS 產業全球市佔率變化

Market share by revenue	2010	2020
Schneider (APC)	25.5%	23.5%
Eaton	11%	12.5%
Emerson (Vertiv)	11.4%	11.5%
華為	-	6.5%
Riello	2.5%	4%
科士達	-	4%
科華	-	3.5%
Mitsubishi	3.1%	2.5%
其他	46.5%	32%

資料來源：Frost&Sullivan、Omdia、元大投顧

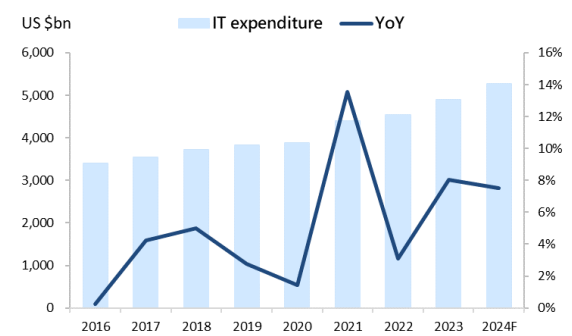
- **資料中心建置使高功率 UPS 需求成長快速：**伺服器與資料中心等大型機房終端應用發展下，20KVA 以上的高功率 UPS 成長速度高於低功率，然而，因客戶高功率產品仍多為自製，旭隼高功率僅佔營收 5%，整體比重仍低。旭隼研發生產能力已推出最高 1.2MW 之產品，足以因應未來國際大廠委外時之技術能力。隨產業趨勢朝向高功率發展，已看到部分高功率代工專案釋出，預估客戶高功率委外比重將逐步提升。

圖 5：全球伺服器出貨量預估



資料來源：IDC、元大投顧

圖 6：全球 IT 支出金額預估

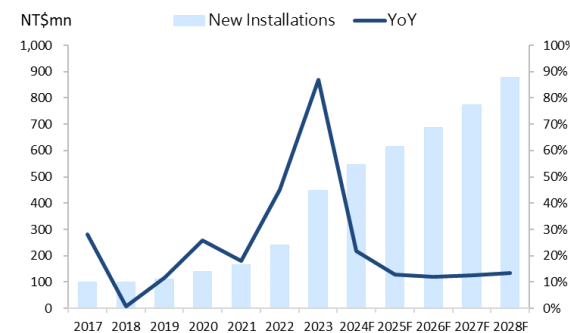


資料來源：Gartner、元大投顧

旭隼 Inverter 業務毛利率與成長性為三大業務中最高

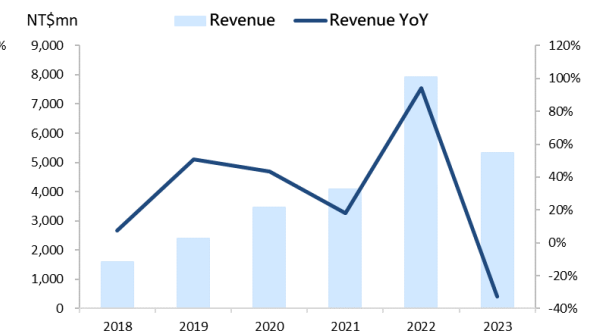
PV Inverter銷售業績變化與全球太陽能系統安裝相關，2Q24地區銷售比重為亞洲87%（中東占22%）、歐洲3.4%、美洲8.5%、非洲0.5%。旭隼Inverter業務平均毛利率可達40%，2017-2023年Inverter業務之營收CAGR達23.7%，營收比重由2017年的15%快速成長至2023年的28%，毛利率與成長性為三大業務中最高，本中心認為主要受惠1) 產品低基期發展；2) 歐洲綠色能源補貼政策；3) 開發中國家電力建設需求。2023年因重要市場歐洲及南非遭遇逆風(詳第8頁敘述)，旭隼Inverter業務營收年減33%，展望未來，成長動能尚包括1) 發展商用高功率；2) 開展美國新市場；3) 南非市場回溫，預估Inverter 2024/2025年營收分別成長35%/14%，2026年有望成長20%。

圖 7：全球光伏設備裝機量預估



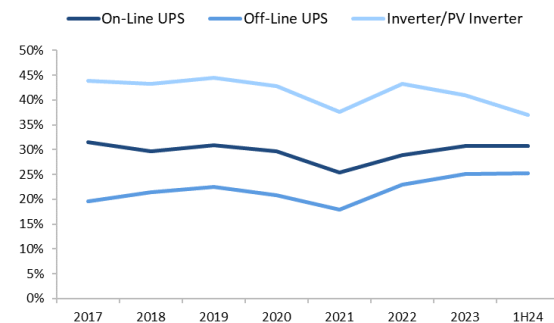
資料來源：Solarpower Europe、元大投顧

圖 8：旭隼 Inverter 營收成長趨勢



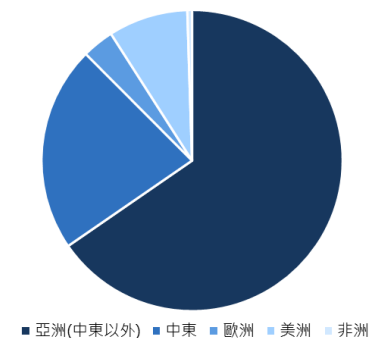
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：旭隼 Inverter 毛利率為三大產品中最高



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 10：2Q24 Inverter 營收地區分布



資料來源：公司資料、元大投顧

隨客戶庫存調整完畢，預估 3Q24 EPS 年增 102.6%

疫情期間客戶重複下單導致庫存堆積，2Q23 開始進行 4-5 個季度去庫存，目前客戶存貨已回到健康水平，預估 3Q24 UPS 業務營收年增 30%；Inverter 業務則因中東與南亞業務表現優於預期，預估 3Q24 營收年增翻倍。預估旭隼 3Q24 營收年增 48.2%至 66 億元，毛利率年減 1.2ppt 至 31.1%，主因 Inverter 高毛利的歐洲與南非市場表現疲弱；營業利益率則隨營收規模放大，年增 0.7ppt 至 23.1%；稅後淨利 12.8 億元，季減 0.5%/年增 102.8%，EPS 14.63 元。

圖 11：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	4,463	6,507	6,615	1.7%	48.2%	6,691	-1.1%
營業毛利	1,441	2,031	2,058	1.3%	42.8%	2,031	1.3%
營業利益	1,003	1,518	1,530	0.8%	52.5%	1,459	4.9%
稅前利益	822	1,482	1,543	4.1%	87.8%	1,525	1.2%
稅後淨利	630	1,284	1,278	-0.5%	102.8%	1,249	2.3%
調整後 EPS (元)	7.22	14.70	14.63	-0.5%	102.6%	14.30	2.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	32.3%	31.2%	31.1%	-0.1	-1.2	30.4%	0.8
營業利益率	22.5%	23.3%	23.1%	-0.2	0.7	21.8%	1.3
稅後純益率	14.1%	19.7%	19.3%	-0.4	5.2	18.7%	0.6

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

4Q24 Inverter 進入淡季，且南非市場拉貨復甦仍待觀察，估 EPS 季減 13.3%

由於 Inverter 旺季為 3-8 月，4Q24 即將進入淡季，且南非市場因選舉導致拉貨尚未看到復甦，預估 Inverter 營收季減 34%；UPS 則無明顯淡旺季，估營收大致呈現季持平，預估 4Q24 營收 60 億元，季減 9%/年增 31%，低於市場預估 7.5%；預估毛利率季減 1ppt 至 30.1%，營業利益率季減 1.5ppt 至 21.7%；稅後淨利 11 億元，季減 13.3%/年增 19.7%，EPS 12.68 元。

圖 12：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24F	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	4,594	6,615	6,018	-9.0%	31.0%	6,505	-7.5%
營業毛利	1,366	2,058	1,814	-11.9%	32.8%	1,953	-7.1%
營業利益	939	1,530	1,304	-14.8%	38.9%	1,383	-5.7%
稅前利益	1,025	1,543	1,334	-13.5%	30.2%	1,440	-7.4%
稅後淨利	925	1,278	1,107	-13.3%	19.7%	1,178	-6.0%
調整後 EPS (元)	10.60	14.63	12.68	-13.3%	19.6%	13.49	-6.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	29.7%	31.1%	30.1%	-1.0	0.4	30.0%	0.1
營業利益率	20.4%	23.1%	21.7%	-1.5	1.2	21.3%	0.4
稅後純益率	20.1%	19.3%	18.4%	-0.9	-1.7	18.1%	0.3

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

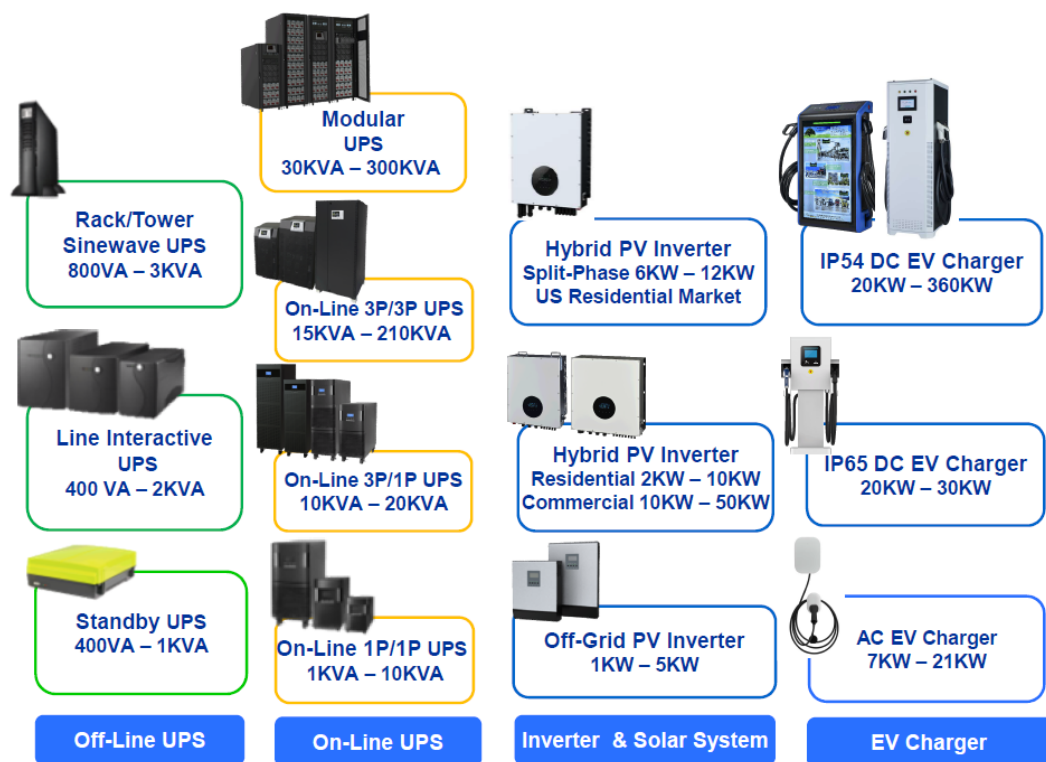
產品結構分析

UPS 不斷電系統(營收比重 63%) - 旭隼持續受惠品牌廠擴大委外代工趨勢

UPS 不斷電系統的主要功用是在市電異常的情況下，不間斷地為電器負載及關鍵設備提供交流電源，避免供電不穩造成電子裝置損壞。UPS 可分為離線式(Off-line)、在線式(On-line)。旭隼主力產品為 UPS 代工，UPS 功率越高毛利越高，大功率毛利率可達 30-35%。因品牌廠客戶高功率產品仍多為自製，雖旭隼可提供自小型 400VA 至三相大型 1.2MW 之全系列 UPS 產品，目前代工仍以 20KVA 以下低功率為主。

UPS 產業為成熟產業，長期以 5% CAGR 成長，而旭隼商業模式為少量多樣生產，且可快速轉換產線，目前交期約 30 天，具備優異的研發、客製化及庫存管理能力，優於產業平均成長力。旭隼客戶分散於 500 家以上的廠商，可分為 Tier 1 國際大廠與 Tier 2 當地品牌廠，2023 年前十大客戶約占 37% 營收，組成包含 APC 17.6%、Vertiv 3.6%、Riello 3.3%、Eaton 2.3%。旭隼 2017-2023 年 UPS 業務之營收 CAGR 達 7.5%，優於 UPS 產業成長率的 5%，本中心認為主因旭隼深受國際大廠信賴，並受惠國際大廠擴大委外代工趨勢，UPS 業務營收及毛利率穩健向上成長。

圖 13：旭隼提供全產品線的 DMS 服務

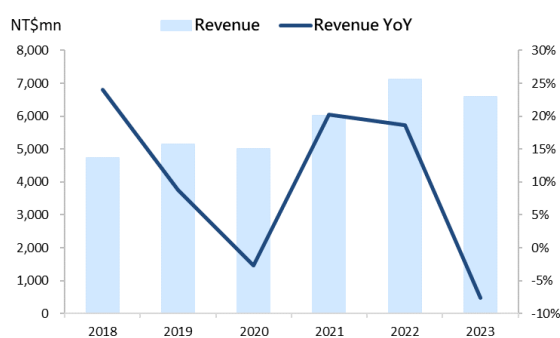


資料來源：公司資料、元大投顧

On-line UPS 營收長期可望成長 10%，大於 Off-line UPS 成長 5%：

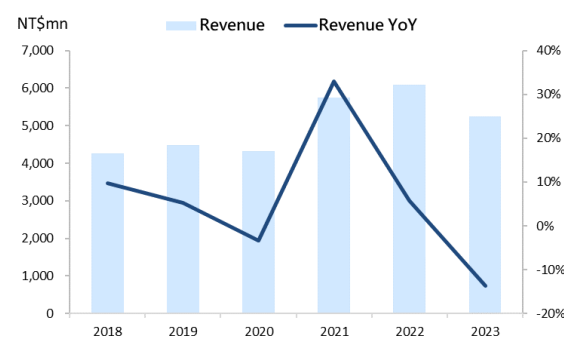
- **On-Line 在線式 UPS (營收比重 35%)：**因 Tier 1 客戶委外比例仍低，客戶以 Tier 2 當地品牌廠為主，佔 60%，On-Line UPS 產品結構複雜、成本及價格高，處理及輸出電力能力佳，能完全解決供電不穩定的問題，毛利率達 30%，終端應用為大型電信設備、醫療院所等，2017-2023 年營收 CAGR 為 9.6%，受惠高功率產品委外代工趨勢，**預估長期展望為每年 10% 成長，高於 UPS 產業平均的 5%。**2023 年因客戶經歷庫存調整，營運基期較低，本中心預估旭隼 On-Line UPS 2024/2025 年營收分別成長 20%/11%。
- **Off-Line 離線式 UPS (營收比重 28%)：**客戶以 Tier 1 為主，佔 60%，Off-Line UPS 結構簡單、體積小，電力轉換時間長、保護性低，毛利率約 20-25%，終端應用為 PC，2017-2023 年營收 CAGR 為 5.2%，整體市場長期需求下滑呈現萎縮，然因客戶委外代工機會持續提升，**且委外速度快於 On-Line**，**預估長期展望為每年 0-5% 成長，亦優於產業平均。**2023 年因客戶經歷庫存調整，且庫存堆積狀況相較 On-Line UPS 嚴重，營運基期低，本中心預估旭隼 Off-Line UPS 2024/2025 年營收分別成長 26%/5%。

圖 14：旭隼 On-Line UPS 營收成長趨勢



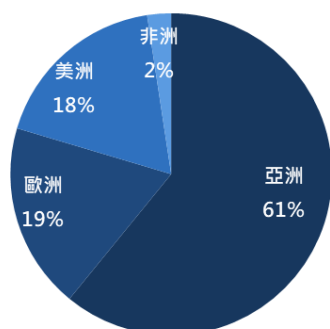
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：旭隼 Off-Line UPS 營收成長趨勢



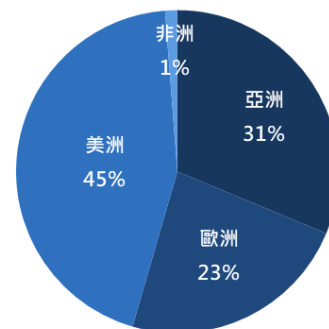
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 16：2Q24 On-Line UPS 營收地區分布



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 17：2Q24 Off-Line UPS 營收地區分布



資料來源：公司資料、元大投顧

Inverter/PV Inverter (營收比重 28%) - 長期受惠淨零與開發中國家電力建設需求

PV Inverter 為應用在太陽能光伏併網發電領域的專用電源轉換器，為併網系統中的重要零組件，毛利率與成長性為三大業務中最高。旭隼目前可提供 1KW~50KW 之太陽能 PV Inverter 產品供客戶選擇，依產品特性可分為 Off-Grid Inverter 以及 Hybrid Inverter：

- **Off-Grid Inverter 獨立型太陽能逆變器(營收比重 14.5%)**：Off-grid 毛利率達 40%，可將再生能源經轉換成交流電後，應用於家庭及小型工業，適合偏遠、沒有電網覆蓋，或是經常發生斷電的地區。

過往主要市場為基礎建設落後、電力短缺的南非及巴基斯坦等開發中國家。Inverter 產業旺季集中於 3-8 月，南非為重要市場，過去佔 Inverter 營收比重可達 15-20%，然而因 1H24 南非總統大選，政府增加對鄰國購電，使近期停電頻率下降，Inverter 需求受到影響，營收比重降低至 0.5%，後續主要留意 4Q24 需求是否恢復，中長期仍持續受惠開發中國家電力建設需求。

- **Hybrid Inverter 儲能型太陽能逆變器(營收比重 9.6%)**：Hybrid Inverter 毛利率達 50%，是一種結合太陽能發電和儲能的逆變器，同時具備太陽能逆變器和電池逆變器功能，可將多餘的電力輸送至電網。

過往以歐洲市場為主，2022 年因俄烏戰爭導致能源危機，歐洲政府補貼綠色能源，旭隼 2022 年 Inverter 業務營收大幅年增 94%，同時吸引新進者投入。隨天然氣價格逐漸回穩，整體 Hybrid Inverter 市況呈現供過於求，旭隼 2023 年 Inverter 業務營收年減 33%，目前存貨仍未得到舒緩，歐洲營收占比由 20%下降至 5%。長期而言，因歐洲市場 Hybrid Inverter 高度可能走向標準化，旭隼考慮退出歐洲市場，以維持高毛利客製化之產品策略，預估未來歐洲 Hybrid Inverter 市場營收將介於 0-5%的低比重。儘管歐洲市場份額下降，然而觀察到 1H24 中東與南亞出貨狀況優於預期，中東 2023 年佔營收比重由 16%快速成長至 1H24 的 23%，巴基斯坦則因美元外匯狀況改善使得需求上升。展望未來，中東與南亞的產品需求也逐漸從 Off-Grid 轉往 Hybrid，看好 2H24 可維持強勁成長。

圖 18：Off-Grid Inverter 架構圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 19：Hybrid Inverter 架構圖



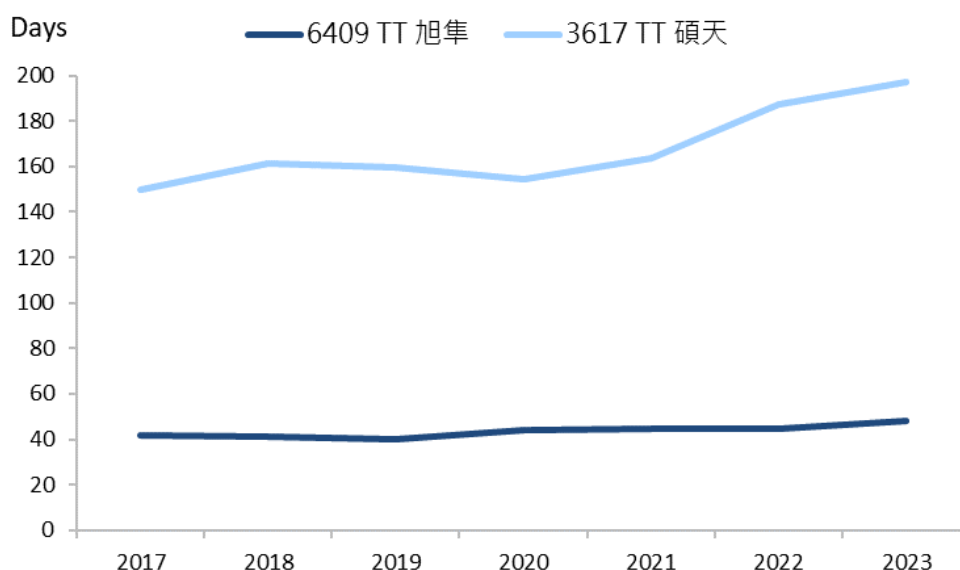
資料來源：公司資料、元大投顧

同業比較分析

旭隼以獨特的 DMS 專業代工模式，成為全球首屈一指的 DMS 不斷電系統製造商

旭隼國內同業主要為碩天，兩者經營模式有著顯著差異，碩天以自有品牌行銷，旭隼不做自有品牌，不與客戶競爭，客戶分散，較無單一集中之風險，於 UPS 全球出貨量中佔有約 28% 的市場份額，若以產值計算，由於旭隼主要以中小容量 UPS 為主，全球市佔率約 6%，為全球首屈一指的 DMS 不斷電系統製造商。旭隼經營團隊在 UPS 領域擁有 20 年以上深厚的產業經驗，具備良好客製化製造、庫存管理能力，庫存週轉天數僅 40 天。台灣同業碩天以其自有品牌 CyberPower 在北美和歐洲市場行銷，目前在北美市場為前三大品牌，銷售分為經銷通路、零售通路，主要客戶包括 Amazon、Walmart、Costco、Target 等商場，美洲銷售比重達 70%。

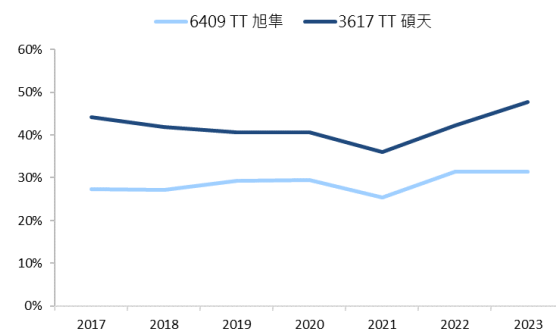
圖 20：旭隼庫存週轉天數僅 40 天，擁有優異之庫存管理能力



資料來源：公司資料、元大投顧

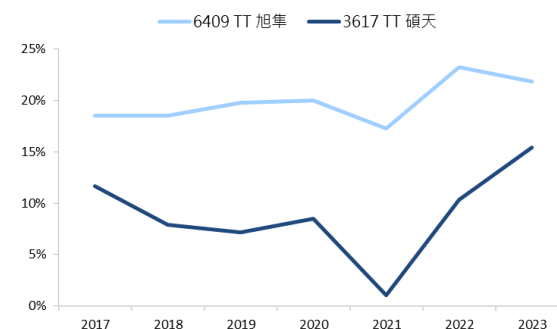
旭隼擁有約 450 位專業研發工程師，可根據客戶需求，以自主研發的標準化機種進行客製化調整，一項新專案約 6-12 個月可完成研製，擁有高效率研發產出，旭隼可將原物料波動轉嫁給客戶，長期毛利率穩定達 25%~30%。雖旭隼毛利率相較品牌廠碩天的 40% 毛利率低，然而，因旭隼無須承擔高昂之品牌行銷費用，主要專注於研發費用之投入，營業利益率優於同業品牌廠碩天。展望未來，旭隼將持續以優異之生產能力，受惠國際大廠擴大委外代工趨勢，而碩天則以自有品牌瞄準美國資料中心市場需求，兩者皆將受惠全球雲端商機。

圖 21：旭隼與同業碩天毛利率比較



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 22：旭隼與同業碩天營利率比較



資料來源：公司資料、元大投顧

財務分析

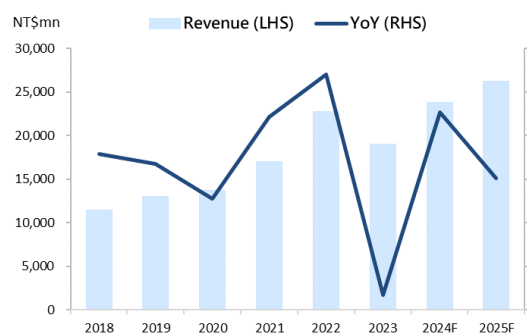
旭隼 ROE 及現金維持高水位，資產負債表體質健全

旭隼營收自 2018 年 114 億元以 CAGR 18.8% 成長至 2022 年 227 億元之營運高峰，2023 年因高利率、高通膨等諸多因素，使全球市場需求疲弱，各國製造業活動放緩，旭隼受 2022 年高基期影響，加上客戶端去化庫存速度不如預期，營收 190 億元，年減 17%。毛利率方面，旭隼自 2018 年的 27.2% 成長至 2023 年的 31.5%，其中 2023 年受惠原物料成本下降，毛利率反而微幅年增 0.1ppt。

資產負債表方面，2023 年旭隼流動比、速動比為 176%/150%，負債比率長年落在 40%~60% 左右健康區間。自 2019 年起，旭隼之現金及約當現金皆維持在 40 億元以上水位，顯示公司經營狀況健全。旭隼 2019 年至 2023 年營運現金流皆維持正數，自 2019 年起資本支出皆維持在 5 億元以下，而 2022 年資本支出急遽上升至 19.7 億元，主因年初購置位於新北市之新廠房，惟相關建置成本係以自有資金搭配銀行長期借款來支付，營運資金尚足以因應營運需求，故對旭隼財務業務並無影響。旭隼 ROE (股東權益報酬率) 維持在 40% 以上高水位，顯示公司具備持久的競爭優勢，獲利狀況佳。

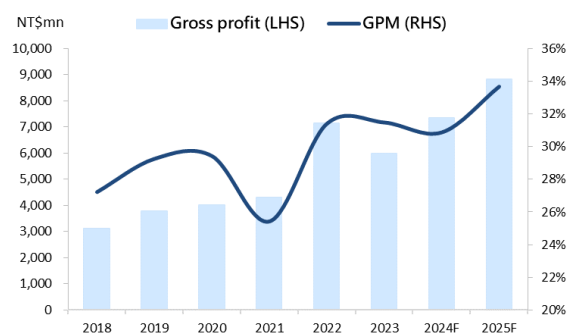
旭隼 2023 年 EPS 41.53 元，年減 18%。公布現金股息 37.5 元，股利支付率 86%，維持過去 85~90% 區間。展望 2024/2025 年，預估營收年增 25%/10% 至 237 億/262 億元，毛利率年減 0.6ppt/年增 2.8ppt 至 30.9%/33.7%，EPS 50.19 元/61.86 元，年增 21%/23%。

圖 23：旭隼歷年營收趨勢



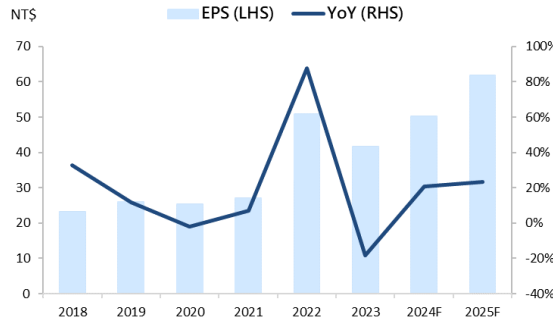
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 24：旭隼歷年毛利率趨勢



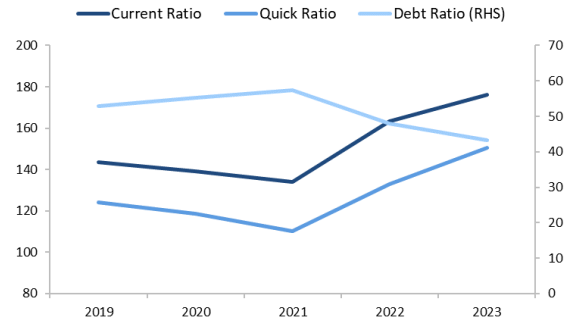
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 25：旭隼歷年 EPS 趨勢



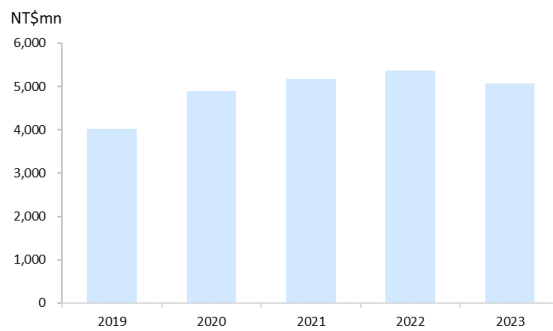
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 26：旭隼資產負債表體質健全



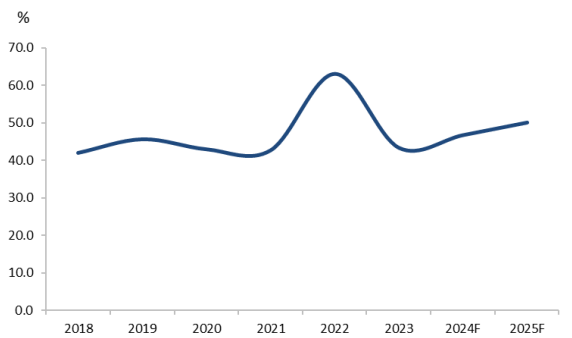
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 27：旭隼現金及約當現金維持高檔



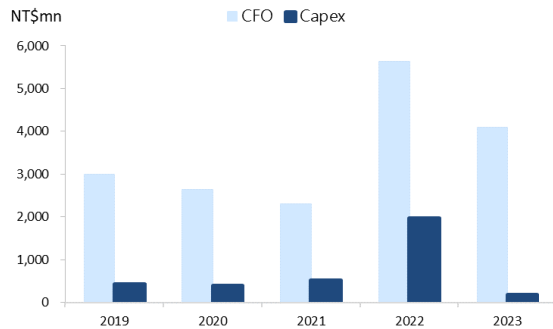
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 28：旭隼 ROE 位於 40% 以上高水位



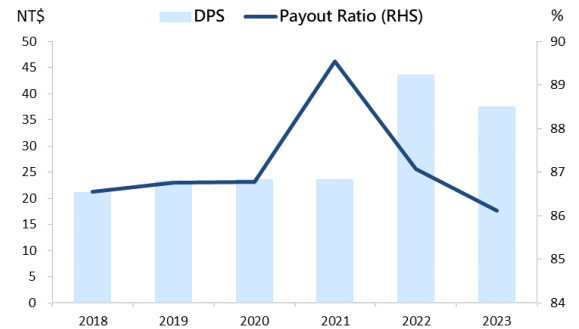
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 29：旭隼營運現金流維持穩定



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 30：旭隼股利配發率高且穩定



資料來源：公司資料、元大投顧

UPS 可在斷電時為設備供電，依設計可區分為離線式與在線式

UPS 為發生停電或電壓不穩等電源問題時，可自動將電源切換為內建電池，在短時間內繼續供應電力之裝置，故通常用於維持商用電腦系統、通訊設備、精密儀器等電子產品的穩定運行，以避免操作中斷所帶來的損失。現行以鉛酸電池為主流的 UPS，主要係由電池、功率半導體、變壓器、電源轉換器、電阻電容及其他相關零組件所組成，其供電原理是當市電正常時，機器會將市電的交流電(AC)轉換為直流電(DC)，並對電池充電。但當 UPS 偵測到市電電壓出現異常或是斷電時，再將儲存於電池中的直流電轉換為交流電，供給負載繼續使用，以達到不斷電的功能。UPS 依設計類別之區分可分類為離線式不斷電系統(Off-Line UPS)及在線式不斷電系統(On-Line UPS)。

圖 31：離線式與在線式 UPS 之優缺點及終端應用產品介紹

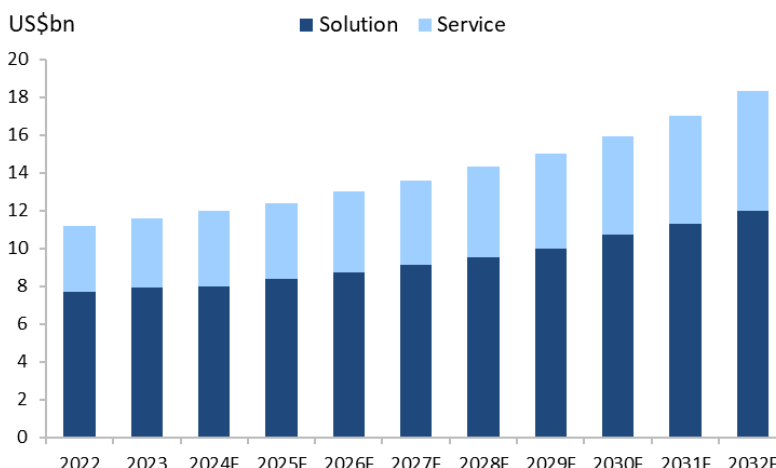
	離線式	在線式	在線互動式
圖示			
優點	結構簡單、體積小、重量輕、價格最低	能提供純淨交流電力輸出，電力品質不良的情況能完全改善	能改善部分電力品質不良之影響，價格介於在線式與離線式之間
缺點	對市電不經處理，電力品質不良問題無法完全改善。轉換時間長、保護性最低	價格高，換流器持續運轉，結構複雜、成本最高，故障可能性較離線式 UPS 高	控制複雜、結構複雜、成本高
應用	PC、個人應用為多	大型電信設備、醫療院所等	企業伺服器

資料來源：公司資料、元大投顧

節能、雲端及基礎建設三大動能，帶動 UPS 產業以 5% CAGR 穩定向上成長

Global Market Insights 調研指出，2023 年 UPS 市場規模約為 116 億美元，近年來全球 UPS 的銷售三大市場產值中，美洲佔比約 40%，歐洲及亞洲佔比均近 30%。展望未來，三大成長動能為 1) 全球綠色節能解決方案推進；2) 北美及歐洲雲端技術成長；3) 亞太地區基礎建設快速發展，預期 2024-2032 年全球 UPS 產業市場規模以 5% CAGR 成長。

圖 32：UPS 產業 2022-2032 年市場規模預估

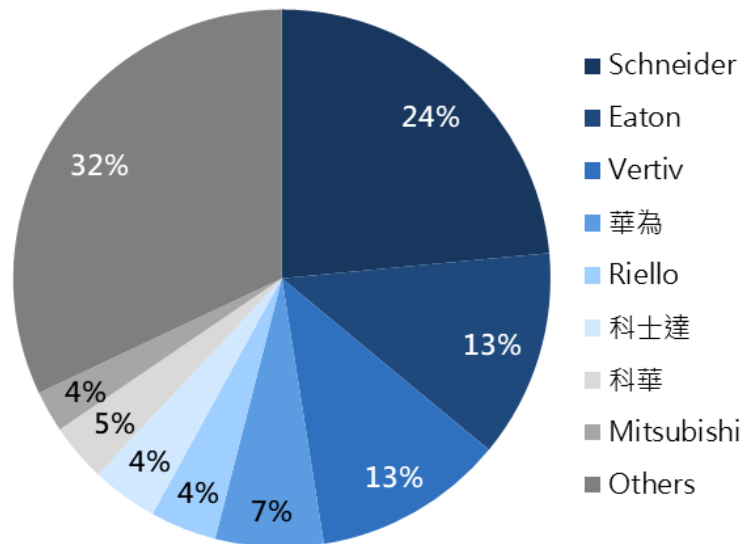


資料來源：Global Market Insights、元大投顧

Schneider (APC)、Eaton、Emerson (Vertiv)三大品牌廠市佔率合計達近 50%

UPS 市場以 Schneider (APC)、Eaton、Emerson (Vertiv)三大品牌為首，全球有超過 100 家的廠商在市場上競爭，近十年來全球前幾大廠商持續藉由併購而擴大市占率，但 UPS 產品牽涉到各區域的電力供應情況，產品設計需符合市場當地之需求，所以各區域當地廠商因具熟悉當地市場與電力環境之優勢，故可在當地市場佔有一席之地，此外，中國近年因 UPS 國產化政策扶植，中國廠商華為、科華及科世達快速成長，全球市占率合計已達近 15%。

圖 33：2020 年全球 UPS 市佔率狀況



資料來源：Omdia、元大投顧

資料中心應用成長快速，UPS 產品往高技術、高功率發展

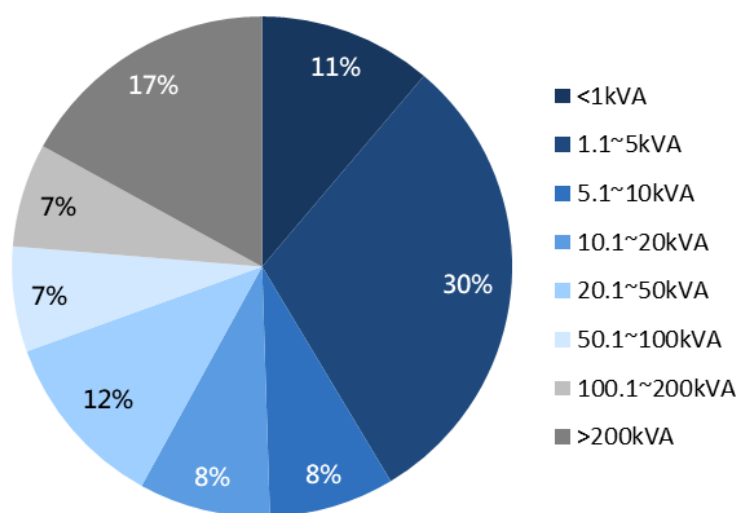
UPS 終端市場分為醫療保健、工業、IT 和電信、資料中心、基礎建設等，主要成長動能來自資料中心應用。UPS 系統對於確保資料中心保持持續運作、防止資料遺失和停機至關重要，隨著雲端概念議題發酵，伺服器、大型工作站及資料中心等相關電腦資訊配套硬體之大量建置，因對電流設計及電力設備規格的特殊要求，On-Line UPS 的產品需求預估將大幅成長。而 20KVA 以上的 UPS 產品受惠於企業用大型資料中心及公共基礎設施之大型機房設備近年發展，每年成長速度高於 20KVA 以下的 UPS 產品及整體 UPS 產值成長率，可見產品整體往高技術、高功率發展。

UPS 外包設計製造方式為產業主流，高功率委外比重預估將逐步提升

UPS 為產業競爭激烈的成熟產業，大部分 UPS 品牌廠採取 1) 當地區域投資設廠；2) 通過 OEM 或 ODM 方式外包設計製造，以降低生產成本。由於產業鏈分工的不斷細化，外包設計製造的方式已逐步成為主流，亞太地區逐漸成為國際 UPS 生產製造中心。研究機構 Frost & Sullivan 報告顯示，2010 年 UPS 產業產品以中小容量產品為大宗，惟近年來由於雲端設備及資料中心需求成長快速，大型 UPS 的營收金額成長率，已高於中小型 UPS。

多數品牌廠將毛利率較低、技術門檻低的低功率(<20KVA)產品外包以降低生產成本，而高功率(>20KVA)高毛利產品大多仍自行生產，釋出委外訂單比重預估僅 10%，因此未來仍具極大的成長空間。隨產業趨勢朝向高功率發展，已看到部分高功率代工專案釋出，預估客戶高功率委外比重將逐步提升。

圖 34：2010 年 UPS 全球銷售功率以中小容量為主，而近年大容量 UPS 成長快速



資料來源：Frost & Sullivan、元大投顧

Inverter 產業受惠全球太陽能建置需求，預估 2024-2030 年產業 CAGR 達 18.3%

PV Inverter 為太陽能系統的重要零組件，銷售業績變化與全球太陽能系統安裝量相關，為因應 2050 淨零趨勢，全球許多國家和地區皆推出了稅額扣抵、補貼及電價補貼等獎勵，以鼓勵太陽能等再生能源發展。Statistics MRC 的數據顯示，2024 年全球太陽能市場規模為 2,344 億美元，預計 2030 年將達到 8,941 億美元，預測期內年複合成長率為 25.0%，帶動 PV Inverter 出貨量年年成長。受惠全球大型太陽能發電廠建置需求，以及將太陽能引入住宅和商業建築，進一步推升產業成長潛力。Global Market Insights 機構預估，全球 PV Inverter 市場規模 2030 年將達到 419 億美元，預估 2024-2030 年產業 CAGR 達 18.3%，明顯高於 UPS 產業的 5%。

獲利調整與股票評價

看好旭隼長期受惠品牌廠擴大委外代工趨勢，給予買進評等

預估旭隼 2024/2025 年 EPS 分別達 50.19 元/61.86 元，本中心對於旭隼長期看法正面，主因 1) 客戶擴大委外代工趨勢，使旭隼 UPS 營運長期持續向上；2) Inverter 毛利率與成長性為三大業務中最高，帶動產品組合轉佳；3) 旭隼 ROE 長期維持 40%以上之高水位，擁有良好之經營管理能力。

目前旭隼股價交易於 40.8/33 倍 2024/2025 年預估每股盈餘，相較 2025 年國內/外電源供應器同業平均 16.6/17.7 倍為高，主因旭隼國際 UPS 大廠訂單快速成長，以及公司為雲端運算受惠股，成長性優於同業。考量客戶庫存調整完畢，旭隼營運重回正成長軌道，且旭隼 UPS 代工產業龍頭地位具不可取代性，長線將受惠節能、雲端及開發國家基礎建設三大動能，帶動營運穩健向上，首次報告根據 2025 年 EPS 61.86 元、目標本益比 38 倍，推得目標價 2,350 元，給予買進評等。

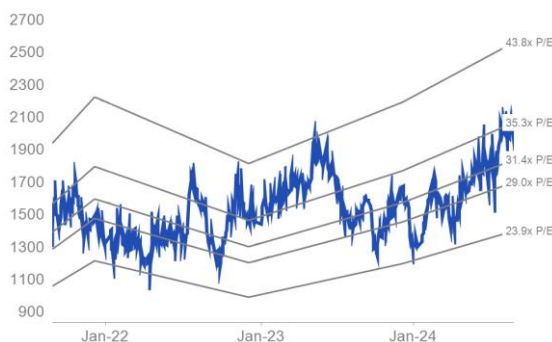
投資風險：1) 南非市場需求復甦持續疲弱；2) 各國節能補助費用減少。

圖 35：2024 和 2025 年財務預估

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	元大	市場	元大	市場	2024	2025
營業收入	23,739	24,302	26,160	27,618	-2.3%	-5.3%
營業毛利	7,331	7,440	8,814	8,463	-1.5%	4.1%
營業利益	5,342	5,351	6,414	5,982	-0.2%	7.2%
稅前利益	5,236	5,324	6,542	6,437	-1.7%	1.6%
稅後淨利	4,383	4,446	5,402	5,088	-1.4%	6.2%
調整後 EPS (元)	50.19	50.91	61.86	58.27	-1.4%	6.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	30.9%	30.6%	33.7%	30.6%	0.3	3.0
營業利益率	22.5%	22.0%	24.5%	21.7%	0.5	2.9
稅後純益率	18.5%	18.3%	20.6%	18.4%	0.2	2.2

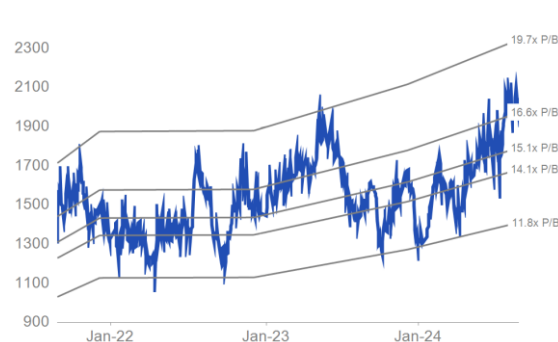
資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

圖 36：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 37：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 38：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
旭準	6409 TT	買進	2045.0	5,604	41.53	50.19	61.86	49.2	40.8	33.1	(18.4)	20.8	23.3
國外同業													
Emerson	EMR US	未評等	103.7	59,378	3.7	5.5	6.0	27.7	18.9	17.4	(31.4)	46.6	8.8
Schneider	SU FP	未評等	229.2	146,618	7.2	8.3	9.4	32.1	27.5	24.3	14.8	16.7	13.2
Eaton	ETN US	未評等	314.7	125,262	8.1	10.7	11.9	39.0	29.5	26.5	30.6	32.2	11.6
Kstar	002518 CH	未評等	15.9	1,293	1.5	1.2	1.5	11.0	13.6	10.3	28.8	(19.7)	31.8
Kehua	002335 CH	未評等	18.9	1,224	1.1	1.4	1.9	17.2	13.7	10.2	104.4	25.3	34.4
國外同業平均					4.3	5.4	6.1	25.4	20.7	17.7	29.4	20.2	20.0
國內同業													
碩天	3617 TT	未評等	334.0	927	16.6	23.5	25.5	20.2	14.2	13.1	23.6	41.8	8.5
科風	3043 TT	未評等	32.7	39	(0.1)	--	--	--	--	--	--	--	--
盈正	3628 TT	未評等	42.5	60	2.0	--	--	21.8	--	--	(23.6)	--	--
台達電	2308 TT	買進	391.5	30,912	12.9	14.9	19.5	30.4	26.3	20.1	2.3	15.7	31.2
國內同業平均					7.8	19.2	22.5	24.1	20.3	16.6	0.8	28.7	19.8

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 39：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
旭準	6409 TT	買進	2045.0	5,604	43.4	46.8	50.1	95.30	107.31	123.43	21.5	19.1	16.6
國外同業													
Emerson	EMR US	未評等	103.7	59,378	16.5	12.2	15.1	36.0	38.5	39.4	2.9	2.7	2.6
Schneider	SU FP	未評等	229.2	146,618	15.7	16.7	17.3	47.3	51.5	56.7	4.9	4.5	4.0
Eaton	ETN US	未評等	314.7	125,262	20.3	20.6	21.3	47.7	49.9	55.3	6.6	6.3	5.7
Kstar	002518 CH	未評等	15.9	1,293	21.3	14.2	16.3	7.3	9.0	9.4	2.2	1.8	1.7
Kehua	002335 CH	未評等	18.9	1,224	12.5	12.8	15.0	9.5	10.8	12.6	2.0	1.8	1.5
國外同業平均					17.3	15.3	17.0	29.6	31.9	34.7	3.7	3.4	3.1
國內同業													
碩天	3617 TT	未評等	334.0	927	7.4	28.3	24.2	81.9	96.4	121.9	4.1	3.5	2.7
科風	3043 TT	未評等	32.7	39	10.0	--	--	10.9	--	--	3.0	--	--
盈正	3628 TT	未評等	42.5	60	5.2	--	--	37.5	--	--	1.1	--	--
台達電	2308 TT	買進	391.5	30,912	16.6	17.5	20.1	76.7	85.1	97.2	5.1	4.6	4.0
國內同業平均					9.8	22.9	22.1	51.7	90.8	109.6	3.3	4.0	3.4

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 40：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	4,599	6,507	6,615	6,018	5,552	7,091	7,235	6,282	23,739	26,160
銷貨成本	(3,171)	(4,476)	(4,557)	(4,204)	(3,658)	(4,754)	(4,752)	(4,182)	(16,408)	(17,347)
營業毛利	1,428	2,031	2,058	1,814	1,894	2,337	2,483	2,100	7,331	8,814
營業費用	(437)	(513)	(528)	(510)	(515)	(635)	(665)	(585)	(1,988)	(2,400)
營業利益	991	1,518	1,530	1,304	1,379	1,702	1,818	1,515	5,342	6,414
業外利益	(114)	(35)	13	30	36	40	19	33	(106)	128
稅前純益	877	1,482	1,543	1,334	1,415	1,742	1,837	1,548	5,236	6,542
所得稅費用	(163)	(198)	(265)	(227)	(248)	(307)	(318)	(268)	(853)	(1,140)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	714	1,284	1,278	1,107	1,167	1,436	1,519	1,280	4,383	5,402
調整後每股盈餘(NT\$)	8.18	14.70	14.63	12.68	13.37	16.44	17.39	14.66	50.19	61.86
調整後加權平均股數(百萬股)	87	87	87	87	87	87	87	87	87	87
重要比率										
營業毛利率	31.1%	31.2%	31.1%	30.1%	34.1%	33.0%	34.3%	33.4%	30.9%	33.7%
營業利益率	21.6%	23.3%	23.1%	21.7%	24.8%	24.0%	25.1%	24.1%	22.5%	24.5%
稅前純益率	19.1%	22.8%	23.3%	22.2%	25.5%	24.6%	25.4%	24.6%	22.1%	25.0%
稅後純益率	15.5%	19.7%	19.3%	18.4%	21.0%	20.3%	21.0%	20.4%	18.5%	20.7%
有效所得稅率	18.6%	13.4%	17.2%	17.0%	17.5%	17.6%	17.3%	17.3%	16.3%	17.4%
季增率(%)										
營業收入	0.1%	41.5%	1.7%	-9.0%	-7.7%	27.7%	2.0%	-13.2%		
營業利益	5.6%	53.2%	0.8%	-14.8%	5.8%	23.4%	6.8%	-16.7%		
稅後純益	-22.8%	79.9%	-0.5%	-13.3%	5.4%	23.1%	5.8%	-15.7%		
調整後每股盈餘	-22.9%	79.8%	-0.5%	-13.3%	5.4%	23.0%	5.8%	-15.7%		
年增率(%)										
營業收入	-2.1%	25.2%	48.2%	31.0%	20.7%	9.0%	9.4%	4.4%	25.3%	10.2%
營業利益	-4.7%	31.3%	52.5%	38.9%	39.2%	12.1%	18.8%	16.2%	29.1%	20.1%
稅後純益	-4.3%	-2.9%	102.8%	19.7%	63.5%	11.8%	18.9%	15.6%	21.0%	23.2%
調整後每股盈餘	-4.4%	-3.0%	102.6%	19.6%	63.5%	11.8%	18.9%	15.6%	20.8%	23.3%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

旭隼為 UPS 不斷電系統 DMS (設計製造與服務) 領導廠商

旭隼成立於 2008 年，自成立以來，經營理念為成為全球首屈一指的 DMS 不斷電系統製造商，不做自有品牌，不與客戶競爭，專注經營客戶品牌委外設計與生產，以優異的設計製造與成本控管能力，進一步拉大與品牌和代工混營廠商的距離，提供全方位的客製化服務，全球前十大 UPS 廠商 APC、Eaton、Vertiv、Riello 等皆為旭隼之客戶。

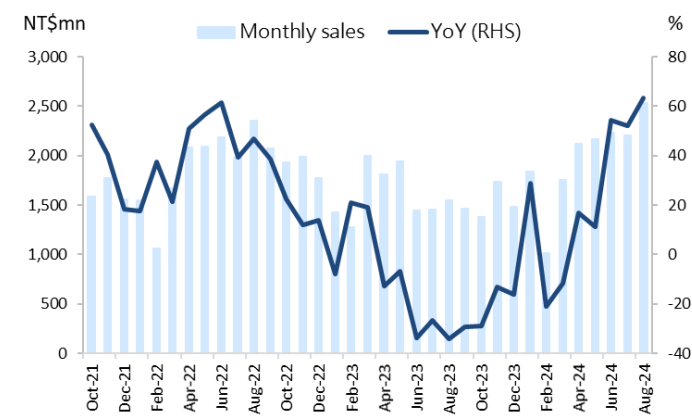
旭隼可分為三大產品線，2023 年營收比重分別：On-line UPS 35%、Off-line UPS 28%、Inverter 28%。旭隼目前產能 80% 集中於中國，剩餘 20% 為台灣及越南，2023 年地區別營收占比為亞洲 51%、美洲 23%、歐洲 19%、非洲與其他 7%。

圖 41：旭隼股東結構

前 10 大股東(2024/4/16)	持股人姓名	持股數	持股比例%
1	謝卓明	8,372,166	9.54
2	全漢企業股份有限公司	3,344,822	3.81
3	開宏國際投資有限公司	3,310,359	3.77
4	元大證券股份有限公司受託保管 RGIS.R.L 有限公司投資專戶	2,529,464	2.88
5	花旗(台灣)商業銀行受託保管新加坡政府投資專戶	2,374,958	2.71
6	謝宜玲	2,099,874	2.39
7	渣打國際商業銀行營業部受託保管聖詹姆士新興市場股票單位信託受託人為奈威施特受託人和存託服務有限公司委託外部經理人瓦薩齊顧問公司投資專戶	1,914,110	2.18
8	國泰人壽全權委託國泰投信投資帳戶 (SG 台股策略一)	1,338,885	1.53
9	匯豐 (台灣) 商業銀行股份有限公司受託保管富達投資信託：富達新興市場基金投資專戶	1,114,868	1.27
10	花旗 (台灣) 商業銀行受託保管科威特投資處委託外部經理人貝萊德投資管理 (英國) 公司投資專戶	1,050,000	1.20

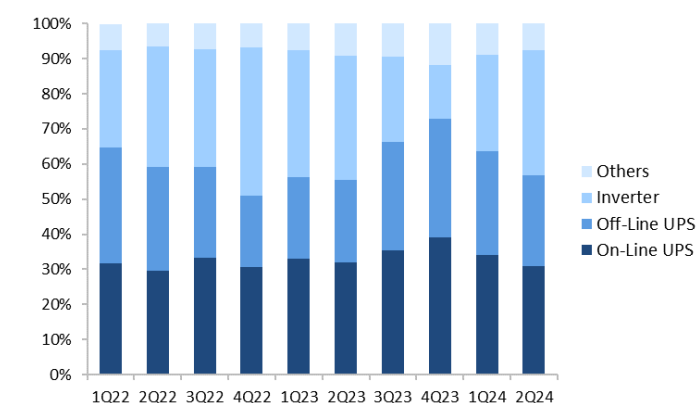
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 42：旭隼月營收趨勢



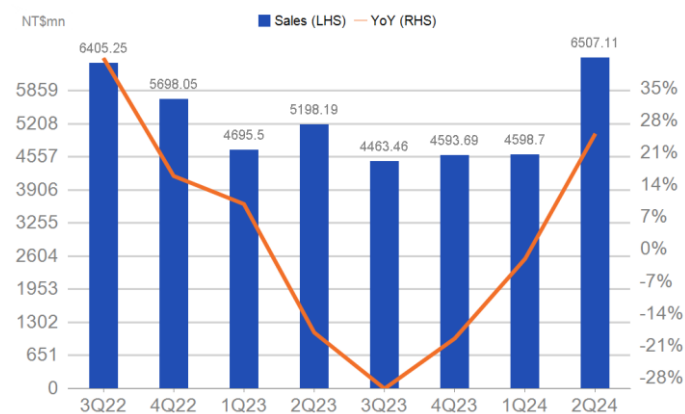
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 43：營收組成



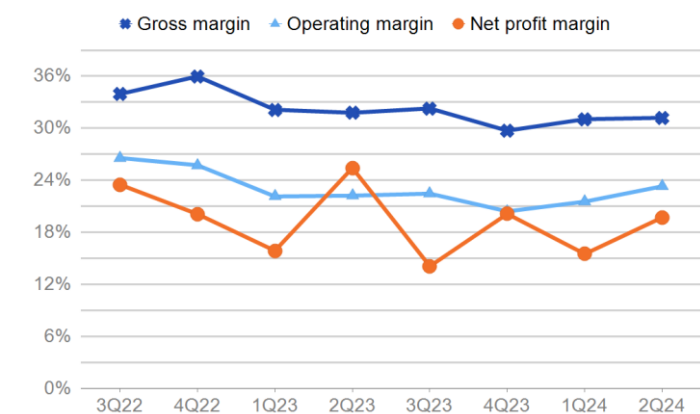
資料來源：公司資料

圖 44：營收趨勢



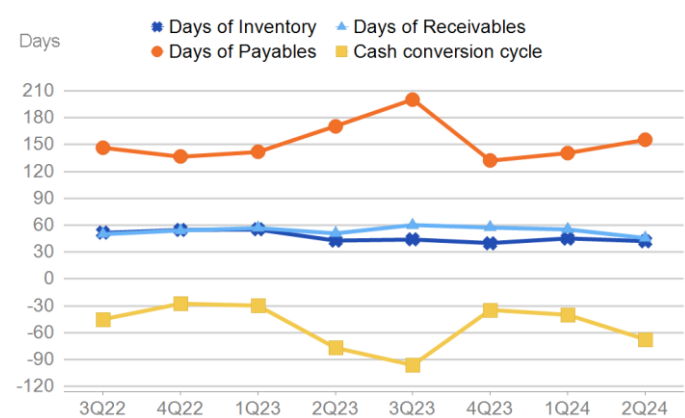
資料來源：CMoney、公司資料

圖 45：毛利率、營益率、淨利率



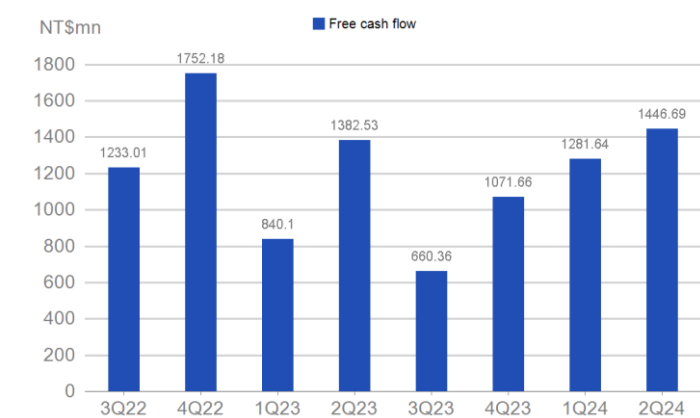
資料來源：CMoney、公司資料

圖 46：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 47：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**旭隼整體的 ESG 風險評級屬於中度風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行在略微領先的位置，亦於電氣設備業的公司中排名略微領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**旭隼的整體曝險中等，略優於電氣設備業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的商業道德、產品治理與人力資本等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**旭隼與 ESG 相關的整體披露遵循最佳實踐，表明對投資者和公眾的強烈責任感。公司的 ESG 相關議題由董事會監督，顯示這些議題已納入核心業務策略，同時公司之環境政策也很強有力。然而，現有證據表明其舉報計畫被評估為薄弱，且公司高階主管薪酬與永續發展績效目標沒有明確掛鉤。

圖 48：ESG 分析

分項	評分/評級	
ESG 總分	22.1	
在 ESG 議題上的曝險 (A)	37.5	
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	42.8	
風險評級	中	★
同業排行(1~100，1 為最佳)	39	

資料來源：Sustainalytics (2024/9/19)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	5,155	5,353	5,045	6,156	7,415
存貨	1,787	2,019	1,412	1,465	1,481
應收帳款及票據	2,838	3,117	2,949	3,165	3,286
其他流動資產	262	328	252	272	332
流動資產	10,042	10,816	9,657	11,058	12,514
採用權益法之投資	0	0	0	3	6
固定資產	2,730	4,474	4,420	4,297	4,224
無形資產	29	25	19	19	19
其他非流動資產	583	770	660	660	660
非流動資產	3,343	5,269	5,099	4,979	4,910
資產總額	13,384	16,085	14,756	16,037	17,424
應付帳款及票據	3,615	4,173	3,687	3,955	3,934
短期借款	2,380	0	0	0	0
什項負債	1,500	2,454	1,798	1,798	1,798
流動負債	7,495	6,627	5,485	5,752	5,732
長期借款	0	832	734	734	734
其他負債及準備	181	283	180	180	180
長期負債	181	1,115	914	914	914
負債總額	7,676	7,742	6,398	6,666	6,645
股本	874	878	877	877	877
資本公積	942	1,825	1,772	1,772	1,772
保留盈餘	4,213	6,592	6,397	7,505	9,008
什項權益	(321)	(951)	(689)	(784)	(879)
歸屬母公司之權益	5,708	8,343	8,358	9,371	10,778
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	5,708	8,343	8,358	9,371	10,778

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	2,359	4,433	3,623	4,383	5,402
折舊及攤提	299	327	362	388	412
本期營運資金變動	(699)	112	79	(2)	(158)
其他營業資產 及負債變動	340	747	19	(20)	(60)
營運活動之現金流量	2,299	5,619	4,083	4,749	5,596
資本支出	(485)	(1,807)	(129)	(265)	(339)
本期長期投資變動	0	0	0	(3)	(3)
其他資產變動	(48)	(167)	(103)	0	0
投資活動之現金流量	(532)	(1,975)	(232)	(268)	(342)
股本變動	0	3	0	0	0
本期負債變動	622	(1,639)	(98)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(2,055)	(2,054)	(3,818)	(3,275)	(3,899)
其他調整數	(91)	(101)	(93)	(95)	(95)
融資活動之現金流量	(1,524)	(3,791)	(4,009)	(3,370)	(3,994)
匯率影響數	26	345	(151)	0	0
本期產生現金流量	269	198	(308)	1,111	1,259
自由現金流量	1,814	3,811	3,955	4,484	5,257

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	16,957	22,725	18,951	23,739	26,160
銷貨成本	(12,646)	(15,588)	(12,982)	(16,408)	(17,347)
營業毛利	4,311	7,137	5,968	7,331	8,814
營業費用	(1,386)	(1,849)	(1,831)	(1,988)	(2,400)
推銷費用	(387)	(434)	(372)	(453)	(677)
研究費用	(601)	(906)	(933)	(957)	(1,030)
管理費用	(385)	(513)	(519)	(577)	(693)
其他費用	(13)	4	(6)	(8)	(8)
營業利益	2,925	5,288	4,138	5,342	6,414
利息收入	72	68	146	174	178
利息費用	(41)	(74)	(63)	(52)	(52)
利息收入淨額	31	(7)	83	122	126
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(92)	88	101	(229)	0
其他業外收入(支出)淨額	28	34	61	0	2
稅前純益	2,891	5,403	4,382	5,236	6,542
所得稅費用	(531)	(970)	(760)	(853)	(1,140)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	2,359	4,433	3,623	4,383	5,402
稅前息前折舊攤銷前淨利	3,231	5,804	4,808	4,955	6,002
調整後每股盈餘 (NT\$)	27.15	50.91	41.53	50.19	61.86

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	24.2	34.0	(16.6)	25.3	10.2
營業利益	7.1	80.8	(21.8)	29.1	20.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	10.3	79.7	(17.2)	3.1	21.1
稅後純益	7.4	87.9	(18.3)	21.0	23.2
調整後每股盈餘	5.2	87.5	(18.4)	20.8	23.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	25.4	31.4	31.5	30.9	33.7
營業利益率	17.3	23.3	21.8	22.5	24.5
稅前息前淨利率	16.8	23.5	22.8	22.5	24.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	19.1	25.5	25.4	20.9	22.9
稅前純益率	17.1	23.8	23.1	22.1	25.0
稅後純益率	13.9	19.5	19.1	18.5	20.7
資產報酬率	18.7	30.1	23.5	27.3	31.0
股東權益報酬率	42.7	63.1	43.4	46.8	50.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	134.5	92.8	76.6	71.1	61.7
淨負債權益比(%)	(48.6)	(54.2)	(51.6)	(57.9)	(62.0)
利息保障倍數 (倍)	71.3	73.8	70.3	101.7	126.8
流動比率 (%)	134.0	163.2	176.1	192.2	218.3
速動比率 (%)	107.1	128.7	146.8	166.8	192.5
淨負債 (NT\$百萬元)	(2,775)	(4,521)	(4,311)	(5,422)	(6,681)
調整後每股淨值 (NT\$)	65.31	95.03	95.30	107.31	123.43
評價指標 (倍)					
本益比	75.3	40.2	49.2	40.8	33.1
股價自由現金流量比	98.1	46.7	45.0	39.7	33.8
股價淨值比	31.3	21.5	21.5	19.1	16.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	55.1	30.7	37.0	35.9	29.6
股價營收比	10.5	7.8	9.4	7.5	6.8

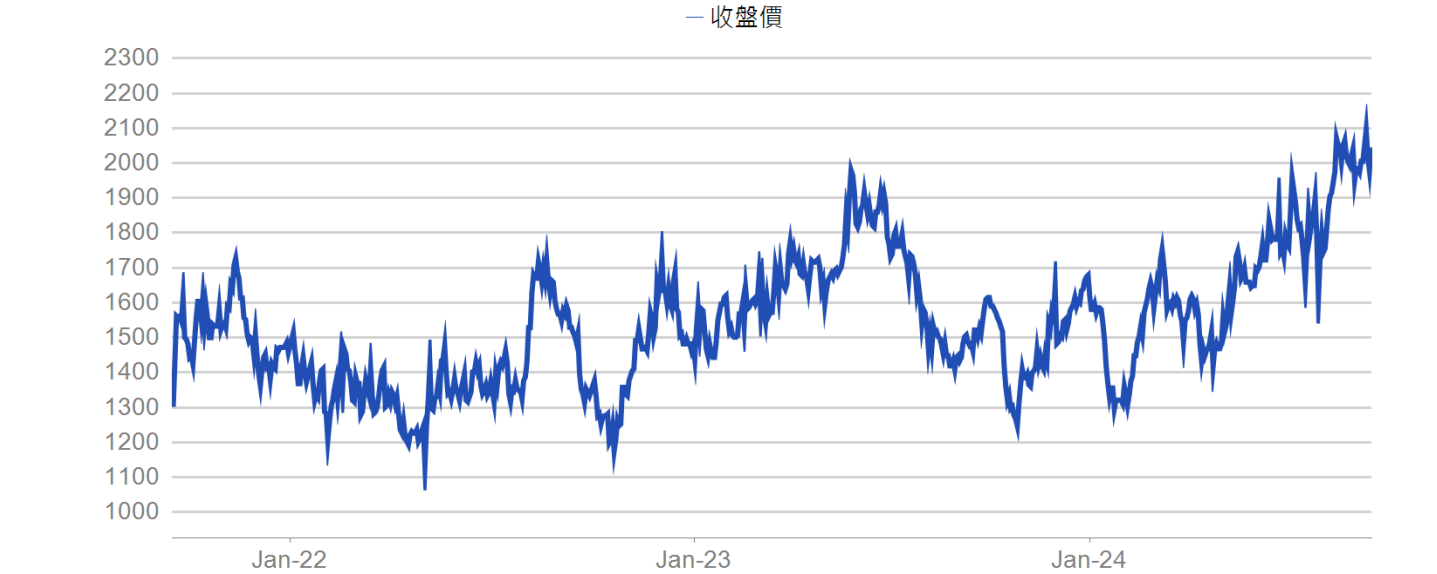
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

旭集 (6409 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並

獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.