

順德 (2351 TT) SDI

新產品挹注營收動能，惟短期評價合理

持有-超越同業 (初次報告)

目標價 (12 個月)：NT\$170.0

收盤價 (2024/09/25)：NT\$157.0

隱含漲幅：8.3%

營收組成 (2Q24)

車用 47%、工業 23%、消費性 28%、其他 2%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	--
目標價 (NT\$)	170.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	11.3	--
2024年EPS	4.8	--

交易資料表

市值	NT\$30,050百萬元
外資持股比率	22.3%
董監持股比率	9.1%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$39.39
負債比	44.4%
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	11,724	10,857	11,280	13,244
營業利益	1,170	979	1,130	1,671
稅後純益	941	743	876	1,245
EPS (元)	5.16	4.08	4.80	6.83
EPS YoY (%)	10.3	(20.9)	17.6	42.1
本益比 (倍)	32.0	40.4	34.3	24.2
股價淨值比 (倍)	4.5	4.4	4.2	3.8
ROE (%)	14.8	11.1	12.2	15.8
現金殖利率 (%)	1.9%	1.6%	1.6%	1.8%
現金股利 (元)	3.20	2.60	2.57	3.01

何宗祐

bill0066@yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

◆ 順德在全球功率導線架市占率第一，2024 年推出新產品如穩壓器、PSU、均熱片、PIN-FIN 將為 2025 年營收注入貢獻。

◆ IDM 庫存回補力道將延續至 1Q25，同時受惠中國國產化趨勢，營運將逐季成長。

◆ 中國車廠態度轉趨積極、國際 IDM 廠商釋出庫存回補訊號且 2025 年新產品將陸續加入營收貢獻，惟評價合理，給予持有-超越同業評等，目標價 170 元(以 25X2025F EPS 6.83 元推得)。

順德在全球功率導線架市占率第一，新產品將挹注成長新動能

順德為功率導線架製造商，目前在全球功率導線架市佔率第一，2023 年營收年減 7.4%，主因 IDM 大廠持續去化庫存且終端需求不佳，不過目前國際 IDM 廠商釋出庫存回補訊號，且順德也推出新產品如穩壓器、PSU、均熱片、PIN-FIN，將為 2025 年營收注入貢獻，本中心估計 2024/2025 年新產品合計將分別佔營收 0.1%/7%，其中新產品營收貢獻約 9 成來自於穩壓器產品。

IDM 庫存回補力道將延續至 1Q25，營運將逐季成長

2Q24 順德已見客戶庫存落底，並有庫存回補跡象，同時受惠中國國產化趨勢，順德已見中國造車新勢力客戶對於 IGBT 產品拉貨意願提升。隨更多新能源車搭載 SiC 車型推出，充電樁往高壓發展，車用功率元件將加入更多第三代半導體應用，同時因為順德多屬客製化產品，車用/工控產品對於良率要求高，切入後不易更改供應商，因此本中心認為順德將受惠功率元件成長趨勢，估計 2024 年車用/工控/消費性/文具將分別年增 1%/4%/6%/8%，2025 年分別年增 15%/13%/年減 2%/年增 5%。

目前評價合理，給予順德「持有-超越同業」評等

本中心估計 2024/2025 年順德營收 112/132 億元，年增 4%/17%，毛利率 18.3%/20.3%，年增 1.2ppts/2ppts，營業利益 11.3/16.7 億元，年增 15%/48%，稅後淨利 8.8/12.5 億元，年增 18%/42%，EPS 4.8/6.83 元，現公司已見中國車廠態度轉趨積極，未來有望受惠中國持續推出 SiC 車型，且國際 IDM 廠商釋出庫存回補訊號，同時 2025 年新產品將陸續加入營收貢獻，惟考量近年合理比本益比約 17-30 倍，目前股價已交易於 2024/2025 年 34.4 倍/24 倍，同業平均本益比約 26 倍，評價合理，因此以 2025 年本益比 25 倍評價，目標價 170 元，給予順德「持有-超越同業」評等。

2Q24 已見 IDM 客戶庫存落底，且中國造車新勢力加入營運貢獻

2Q24 營收 27.9 億元，季增 16.6%，年減 1.4%，主因 1Q24 經歷 IDM 客戶庫存調整最嚴重的階段後，於 2Q24 順德已見客戶庫存落底，並有庫存回補跡象，同時受惠中國國產化趨勢，順德已見中國造車新勢力客戶對於 IGBT 產品拉貨意願提升。毛利率方面，受惠銅價自 8,700 美元/噸最高上漲至 10,800 美元/噸，整體毛利率受惠銅正價差(銅現價>銅庫存價)約 1ppts，且受惠稼動率較 1Q24 提升，因此 2Q24 毛利率為 19%，季增 2.7ppts，年增 3.5ppts，且受惠費用控制得宜，營業利益 3 億元，季增 79%，年增 30.5%，稅前淨利 2.2 億元，季增 33.4%，年增 8%，EPS 1.2 元。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	季增率	年增率	2Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	2,824	2,389	2,785	16.6%	-1.4%	2,776	0.3%
營業毛利	439	390	529	35.7%	20.6%	475	11.4%
營業利益	230	168	300	79.0%	30.5%	255	17.6%
稅前利益	283	217	305	40.2%	7.6%	277	10.2%
稅後淨利	203	164	219	33.4%	8.0%	206	6.0%
調整後 EPS (元)	1.11	0.90	1.20	33.4%	8.0%	1.13	6.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	15.5%	16.3%	19.0%	2.7	3.5	17.1%	1.9
營業利益率	8.1%	7.0%	10.8%	3.8	2.6	9.2%	1.6
稅後純益率	7.2%	6.9%	7.9%	1.0	0.7	7.4%	0.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1Q24 為營運谷底，各事業體拉貨力道將逐季恢復

順德車用應用領域包含車用逆變器(Inverter)、轉換器(Converter)，終端產品包含 ADAS、IGBT、SiC 等，就公司觀察目前 IDM 客戶下單狀況，已觀察到客戶庫存已落底並將開始回補庫存，且回補力道將延續到 1Q25，2H24 為汽車產業傳統旺季，將有助相關車用半導體出貨。同時順德耕耘的中國新能源車品牌已陸續開花結果，對 IGBT 需求提升，本中心預估 3Q24 車用營收達 12.5 億元，季增 10%，年增 8%，營收佔比達 42%。

工控產品主要貢獻還是再生能源產業，再生能源的導線架市場主要涉及太陽能 and 風能等領域中的功率模組和其他電力轉換設備，惟經歷太陽能廠商融資成本提升，補貼限縮等因素，1H24 工控產品呈年減 11%，惟 2H24 隨客戶陸續回補庫存，估 3Q24 工控營收季增 24%，年增 12%，營收佔比約 23%。

消費性產品終端產品複雜，如白色家電、吹風機、工具機、電動螺絲起子、無人機、電動腳踏車、手機等，順德消費性產品經歷 2023 庫存調整後，已陸續恢復，同時 2Q24 受惠華為手機拉貨，營收達 6.8 億元，不過就以往拉貨動能多落在第二季度後逐季衰減，因此本中心估 3Q24 消費性營收 5.8 億元，季減 14%，年增 7%，營收佔比 20%。

綜合上述，本中心預估順德 3Q24/4Q24 營收 29.8/31.3 億元，季增 7%/5%，年增 8%/21%，毛利率 18.7%/19%，主因 3Q24 平均銅價與 2Q24 一致，因此無銅正價差貢獻，而 4Q24 隨車用產品出貨提升而將帶動毛利率成長；營業利益 3/3.5 億元，季增 3%/15%，年增 30%/74%，主因夏季用電

費用約 2,000 萬/月、冬季費用約 1,000 萬/月；稅後獲利 2.3/2.7 億元，季增 4%/17%，年增 9%/139%，EPS 1.25/1.46 元。

圖 2：2024 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	2,748	2,785	2,974	6.8%	8.2%	3,005	-1.0%
營業毛利	468	529	555	4.9%	18.7%	550	0.8%
營業利益	237	300	309	3.1%	30.4%	322	-4.1%
稅前利益	276	305	300	-1.6%	8.7%	330	-9.0%
稅後淨利	208	219	227	3.8%	9.1%	250	-9.1%
調整後 EPS (元)	1.14	1.20	1.25	3.8%	9.2%	1.37	-9.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	17.0%	19.0%	18.7%	-0.3	1.6	18.3%	0.3
營業利益率	8.6%	10.8%	10.4%	-0.4	1.8	10.7%	-0.3
稅後純益率	7.6%	7.9%	7.6%	-0.2	0.1	8.3%	-0.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 3：2024 年第 4 季財測與預估比較

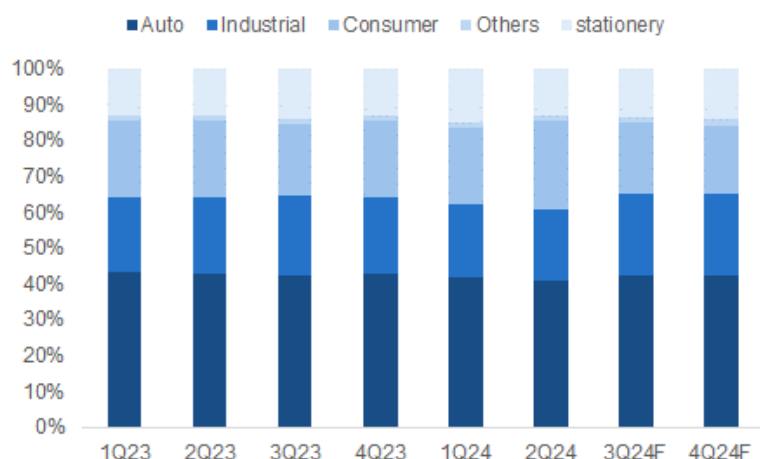
(百萬元)	4Q23A	3Q24F	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	2,599	2,974	3,133	5.3%	20.5%	3,084	1.6%
營業毛利	399	555	594	7.2%	49.1%	567	4.9%
營業利益	204	309	354	14.6%	73.9%	335	5.6%
稅前利益	147	300	348	16.0%	137.5%	340	2.3%
稅後淨利	111	227	266	17.2%	139.2%	259	2.8%
調整後 EPS (元)	0.61	1.25	1.46	17.1%	139.2%	1.42	2.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	15.4%	18.7%	19.0%	0.3	3.6	18.4%	0.6
營業利益率	7.8%	10.4%	11.3%	0.9	3.5	10.9%	0.4
稅後純益率	4.3%	7.6%	8.5%	0.9	4.2	8.4%	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

IDM 庫存回補力道將延續至 1Q25，2H24 營運將逐季成長

順德預期 2H24 將逐季成長，主因受惠 IDM 廠商庫存調整於 1Q24 落底，並已開始陸續回補庫存，本中心估計 2024 年車用/工控/消費性/文具將分別年增 1%/4%/6%/8%，並估計 2024 年營收 112.8 億元，年增 4%，毛利率 18.3%，年增 1.2ppts，營業利益 11.3 億元，年增 15%，稅後獲利 8.8 億元，年增 18%，EPS 4.8 元。

圖 4：2023/2024 年順德營收產業別



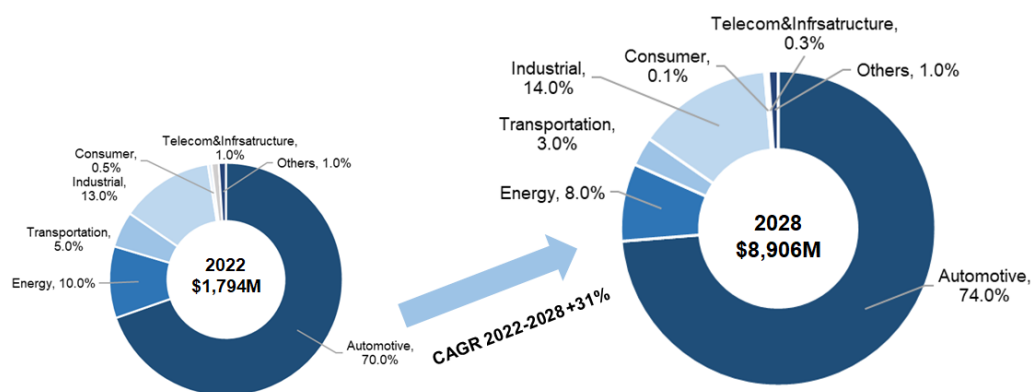
資料來源：公司資料、元大投顧

2025 年車用/工控/新產品挹注，提供營收動能

隨新能源車更多搭載 SiC 車型推出，充電樁往高壓發展，車用功率元件將加入更多第三代半導體應用，同時因為多屬客製化產品，車用/工控產品對於不良率要求高，切入後不易更改供應商，本中心認為順德將受惠功率元件成長趨勢，又根據 Yole 數據顯示，SiC 功率半導體市場預計將從 2022 年 179 億美元成長至 2028 年 890 億美元，隱含 2022-2028 年 CAGR+31%，其中汽車領域與工控領域佔比超過 85%。

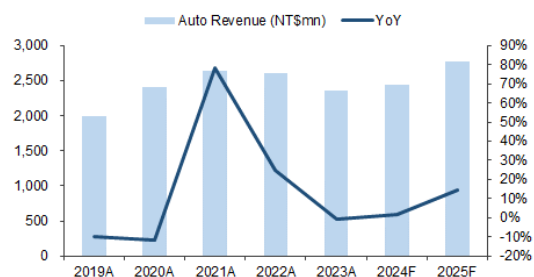
本中心估計，2025 年順德營收 132 億元，年增 17%，毛利率 20.3%，年增 2ppts，營業利益 16.7 億元，年增 48%，稅後淨利 12.5 億元，年增 42%，EPS 6.83 元。

圖 5：2022-2028 年 SiC 需求產業別



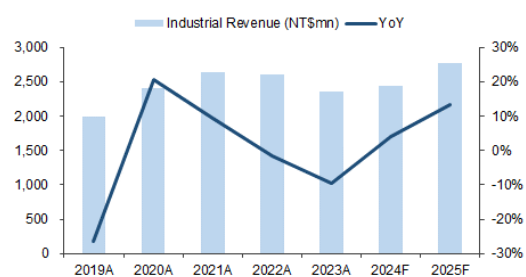
資料來源：Yole、元大投顧

圖 6：汽車事業營收與年增率



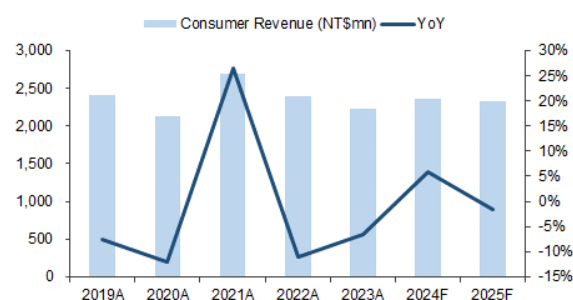
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：工控事業營收與年增率



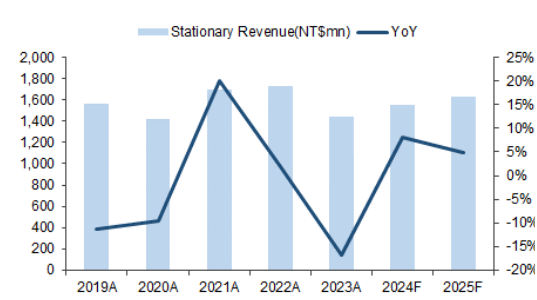
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：消費性產品事業營收與年增率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：文具事業營收與年增率



資料來源：公司資料、元大投顧

產品結構分析

導線架約佔順德營收 9 成

順德導線架產品歸類於電子業務，2Q24 電子業務營收佔比約為 87%。其中可以產業別分為車用 41%、工控 20%、消費性 24%、其他 2%；也可以產品別分為功率元件 59%、IC 26%、LED 2%、音圈馬達(Voice Coil Motor · VCM)5%、其他 8%。目前產業別毛利率排序為車用>工控>消費性。

圖 10：順德導線架客戶



資料來源：公司資料、元大投顧

車用事業受惠中國國產替代趨勢，加入中國造車新勢力營收貢獻

順德於 1997 年前往中國江蘇設廠並陸續擴增廠房，順德因具備高良率、高客製化程度，因此近年受惠中國自主供應鏈趨勢，其中中國客戶涵蓋整車廠與封裝廠商，由於已與中國車廠合作 1-2 年以上，在 4Q23 小量交樣相關產品後，於 2Q24 已見營收貢獻，中國廠商態度轉趨積極。

文具事業穩定貢獻營收獲利

目前順德為台灣最大文具供應商，產品包含釘書機、修正帶、油性筆、膠帶等，約一半營收為自有品牌、剩餘為 OEM/ODM，客戶包含國際知名文具品牌如 PHC、ACCO、Plus、Bostitch、Pilot、Double A 等。近五年順德文具事業營收約落於 14-18 億元，穩定貢獻公司營收與獲利。

2Q24 文具事業約占順德營收 13%，文具產業不論是耐久財或消耗品都往設計感、年輕化等方向發展。順德目前於台灣文具產業市占率位居龍頭，較成熟的舊產品主要受到大陸廠商價格上的競爭，然公司近年來持續投入自有品牌的推廣，並投入研發資源，已在產品創新與專利取得有效成果。不過整體文具事業已趨成熟，長期而言，順德致力於導線架發展，文具毛利率略高於公司平均，未來文具將穩定貢獻營收、獲利，預估文具營收佔比 2024/2025 年分別為 14%/12%。

圖 11：順德文具客戶



資料來源：公司資料、元大投顧

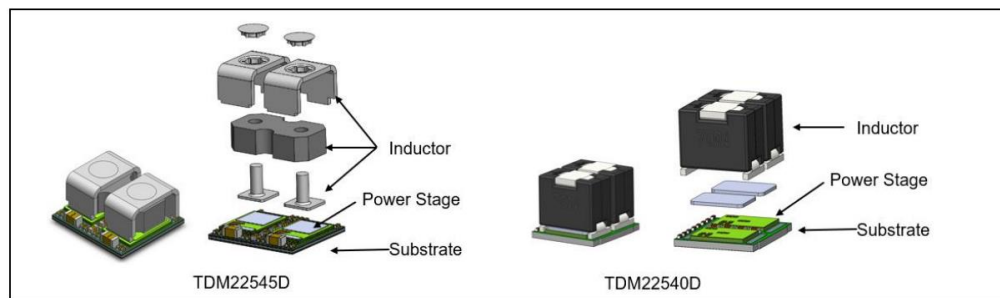
新產品將挹注成長新動能：穩壓器、PSU、均熱片、PIN-FIN

順德與國際 IDM 客戶合作許久，且具備客製化經驗，於不良率控制也優於同業表現，因此有利於 IDM 廠商投入新案時願意與順德共同開發。此次順德表示 2025 年將陸續加入除現有的車用/工控導線架、文具以外的產品，新產品包含穩壓器上蓋、運用在伺服器 PSU 裡的導線架、均熱片、PIN-FIN。

1. 穩壓器：

受 AI 推動全球數據生成快速增長，AI 伺服器能耗為傳統伺服器三倍，隨數據中心電力需求達極限後，節能及降低數據中心成本將為關鍵，因此 Infineon 於 1M24 推出雙相電源模組(如下圖所示)，該產品將兩個穩壓器整合在一個模組中，相較此前結構節省約 40%空間，同時可以被放置在 GPU 下方，大幅減少電流路徑長度，並增加相較同業平均水準約 2%的電源轉換效率。順德方面，主要出貨電感元件(inductor)上蓋，6M24 Infineon 正式開模並下採購單，順德於 8M24 陸續出貨樣品，公司表示將於 1Q25 開始量產，且該產品不限於運用在 AI 伺服器，因此公司預期 2025 年平均單月數量將為 30kk。

圖 12：Infineon 穩壓器產品示意圖



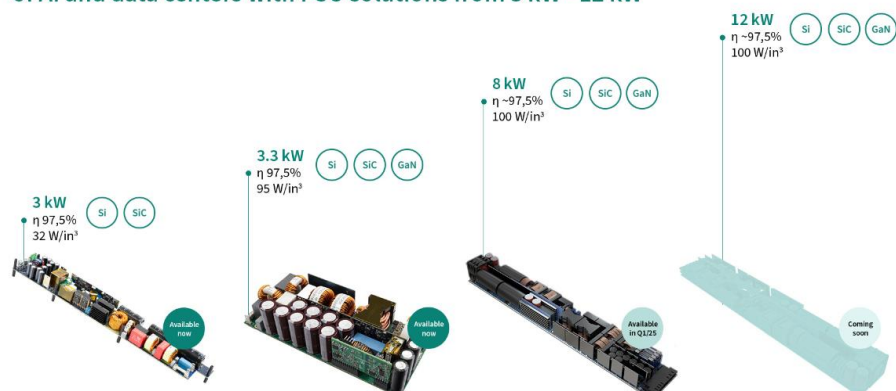
資料來源：Infineon、元大投顧

2. 電源供應器(Power supply unit, PSU)：

主要功能是將來自交流電源的電壓轉換為設備所需的低壓直流電，並提供電流過載或電壓過壓時的保護。如前述電力需求的增加，PSU 的效率要求提高到超過 98%，並且還要求更高的功率密度(例如 100W/in³)，現英飛凌產品已有 3kw/3.3kw，並將於 1Q25 推出 8kw，未來將推出 12kw，將加入更多第三代半導體的應用，現順德已有出貨 4-5 款導線架到 PSU 上，並專門開發 QD-pack、DD-pack 等封裝型式的產品。

圖 13：Infineon PSU 產品規畫路徑圖

For AC/DC, Infineon is addressing the growing power demand of AI and data centers with PSU solutions from 3 kW - 12 kW



資料來源：Infineon、元大投顧

3. 均熱片：

順德開發的沖壓產品，現已給封測廠進行認證，未來公司將採購鍛造機開發鍛造式均熱片。

4. 散熱鰭片：

順德自有開發一體沖壓成形的產品，運用於 IGBT 散熱上，現正與台系電源廠驗證中。

綜合上述，本中心估計 2024/2025 年新產品合計將分別佔整體營收 0.1%/7%，並預估新產品營收貢獻約 9 成來自於穩壓器產品。

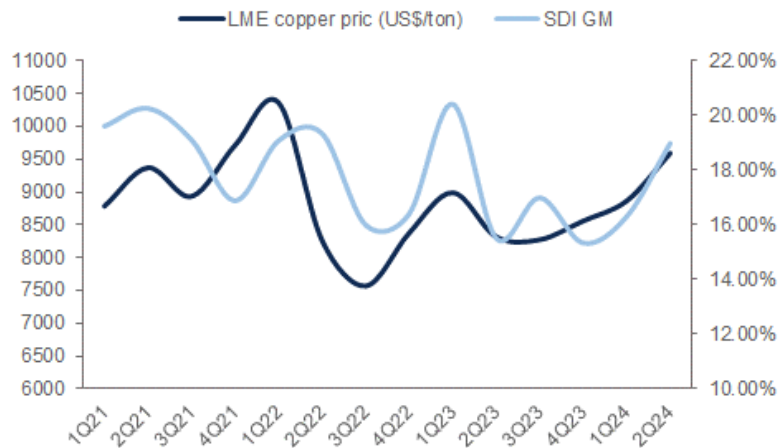
銅價走向與公司毛利率通常為正相關

半導體導線架主要使用銅合金和鐵鎳合金，其中原料平均約佔公司成本 60-65% (車用約 40-50%、消費性產品 80-85%)，公司報價分為長短約，英飛凌採前一季季均價，其餘 IDM 客戶採銅前一月均價，根據公司近 3 年庫存週轉天數約為 140-150 天，銅價利差約為 3-4 個月，因此若銅現價快速上漲，使用前月的低價銅庫存出貨，正價差將有助公司毛利率表現。

3Q24 銅價回落，毛利無正價差貢獻

據 IGCS 推測 5M24 銅價上漲原因包含 2024 年全球銅礦產量增速低於預期，且巴拿馬關閉每年 38 萬噸產能的大型銅礦，且隨基礎設施和能源轉型趨勢，帶動 5M24 銅價上漲至 10,241 美元/噸，約高於前三個月均價 15%，及前月均價 7%，因此帶動順德 2Q24 毛利率 19%，季增 2.7%，其中銅價約貢獻 1ppts。不過以 8 月銅價回落至 9,084 元，約低於前三個月均價 8%，及前月均價 5%，整體 3Q24 銅價不易有正價差，估計將影響毛利約 0.3ppt。

圖 14：順德毛利率與銅價呈正相關



資料來源：公司資料、元大投顧

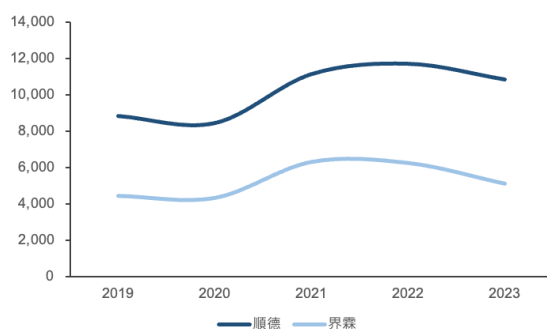
同業比較分析

順德以高度客製化與優秀技術，在全球功率導線架市占率第一

順德國內同業為界霖(5285 TT；未評等)，從事各式功率元件研發與製造，其中順德與界霖在全球功率導線架市占率分別排名第一與第二，終端客戶皆為 IDM 大廠。

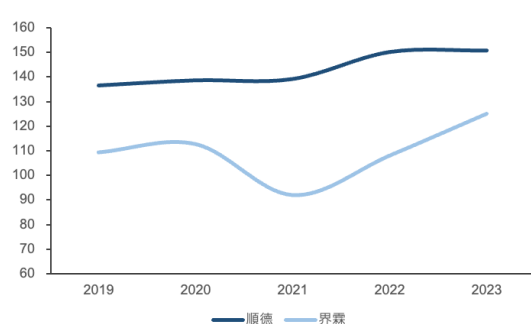
順德 2Q24 產品組合為車用 47%、工業 23%、消費性 28%、其他 2%，界霖 1H23 產品組合為車用 52%、工業 27%、消費性 21%，皆以車用為主要應用別；順德 2023 年地區營收(電子)為台灣 9%、中國 38%、東南亞 27%、其他 26%，界霖 2023 年地區營收為台灣 11%、中國 40%、其他 49%，皆以 IDM 中國廠為主要銷售地。但觀察兩者營收規模，順德營收規模大於界霖主因客製化程度較高且為 IDM 客戶開發之首選，而順德 2023 年存貨週轉天數約落在 150 天，略高於疫情前水準，主因受疫後市場需求不佳，不過在此情況下，順德 2023 年存貨週轉天數仍維持 2022 年水準，較同業界霖存貨控管能力佳。

圖 15：順德與同業界霖營收規模比較



資料來源：公司資料、元大投顧

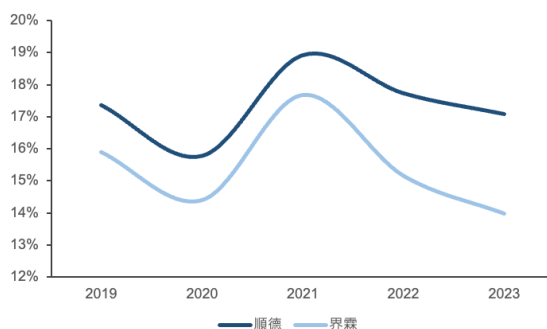
圖 16：順德與同業界霖存貨週轉天數比較



資料來源：公司資料、元大投顧

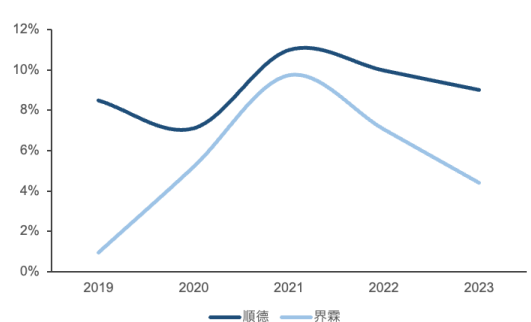
為了滿足功率導線架耐高壓、高電流的需求，會對銅材進行額外加工製成異型銅，為節省成本和對自身原料庫存保有彈性，自製異形銅為功率導線架發展重點，順德 2023 年毛利率為 17%，高於界霖之 14%，主因順德在自製異形銅之自製率>90%，高於界霖自製率 80%，且順德未來在高毛利 HPC 產品發展下，毛利率有望逐步提升。而在營利率方面，順德費用管控得宜在營業利益率優於同業界霖。

圖 17：順德與同業界霖毛利率比較



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 18：順德與同業界霖營利率比較



資料來源：公司資料、元大投顧

財務分析

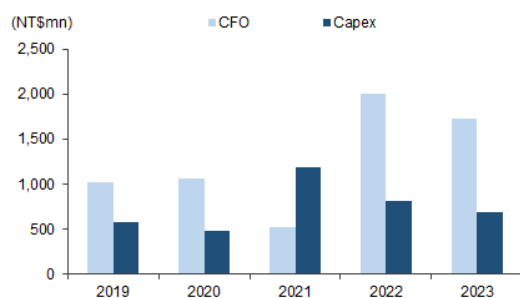
順德營收和獲利穩定向上，資產負債表健全

順德 2023 年營收 108 億元，年減 7.4%，主因 IDM 大廠持續去化庫存且終端需求不佳。毛利率方面，2023 年毛利率 17%，年減 0.65 ppts，主要受到營收規模下降與稼動率下滑，且對部分客戶做降價策略以爭取訂單。

資產負債表方面，2023 年順德流動比/速動比為 211%/96%，負債比多落在 40-50% 健康水位之間，截至 2Q24，順德現金及約當現金 9.3 億元，維持 6 億元以上水準，顯示公司經營狀況健全。順德 2019 年至 2023 年營運現金流皆維持正數，近年資本支出皆落在 4-5 億，2025 年有望提升，主要用於廠房與設備建置，ROE 維持 10-20%，屬於健康水準。

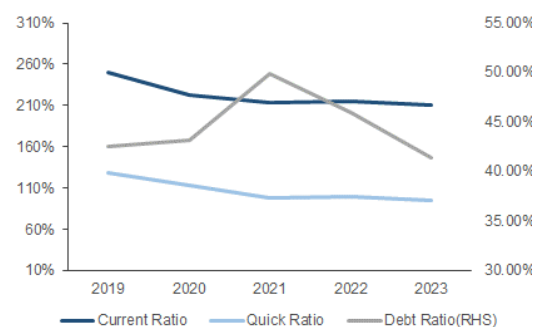
順德 2023 年 EPS 4.08 元，年減 21%，公布現金股利 2.6 元，股利配發率 63.7%，維持過去 60-65% 區間。展望 2024/2025 年，預估營收年增 3.9%/17.4% 至 113/132 億元，毛利率年增 1.3ppt/1.9ppt 至 18.4%/20.3%，EPS 4.8/6.83 元，年增 18%/42.1%。

圖 19：順德營運現金流維持穩定



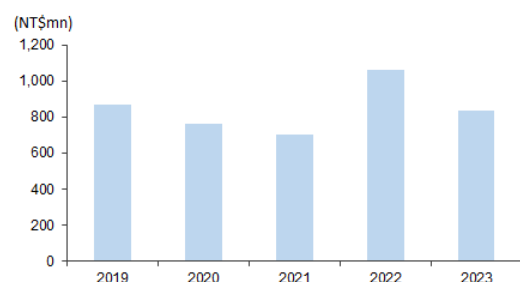
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 20：順德資產負債表體質健全



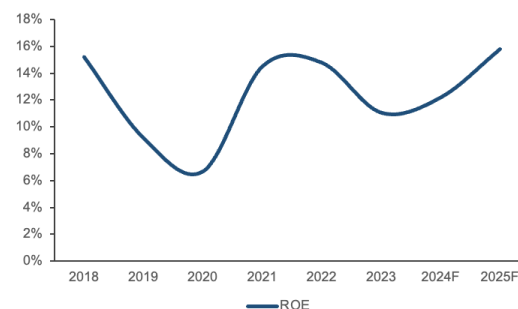
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 21：順德現金及約當現金



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 22：順德 ROE 穩定上升

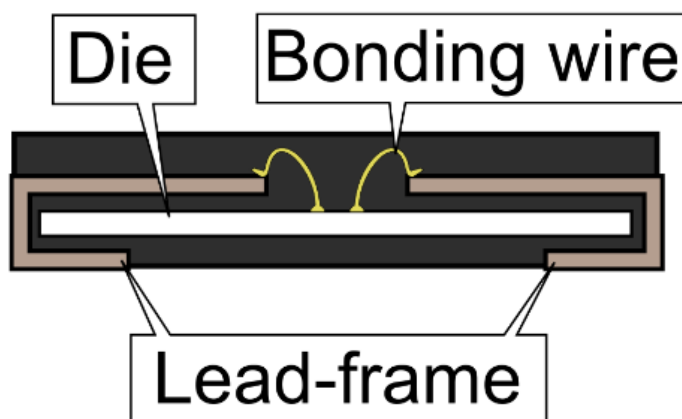


資料來源：公司資料、元大投顧

導線架(Lead Frame)為半導體封裝所需重要材料

導線架，亦稱框架、引線架，主要應用於半導體封裝。導線架主要作用為支撐晶片、散熱、將電子元件內部訊號傳輸至封裝之外接印刷電路板(Printed Circuit Board, PCB)。半導體封裝材料主要有導線架、金線、封裝膠，導線架屬於最重要之材料。

圖 23：導線架示意圖



資料來源：公司資料、元大投顧

導線架製程分為沖壓(Stamped)與蝕刻(Etched)

導線架依照半導體的引腳數以及排列方式不同分為沖壓式與蝕刻式。沖壓(Stamped)製程會將導線架形狀印在晶片上，需要事先製作模具，因此一開始認列較大費用，但模具可重複使用，故生產量若大可達成規模效益，大多運用在少樣多量的半導體；蝕刻(Etched)則是運用雷射光罩，進行乾式或濕式顯影後，浸泡於蝕刻液，較多運用在客製化產品，故適合少量多樣之生產。

積體電路(Integrated Circuit, IC)與功率元件(Discrete)導線架製程發展趨勢不同

沖壓為 IC 最早使用的製程，因有規模效益，平均單價較蝕刻低。然隨 IC 逐漸走向品項多元、少量多變的趨勢，且近年來廣為運用的方形扁平無引腳封裝(Quad Flat No-lead Package, QFN)必須使用蝕刻方式生產，IC 導線架根據產品特性不同，製程於蝕刻、沖壓各有其市場。

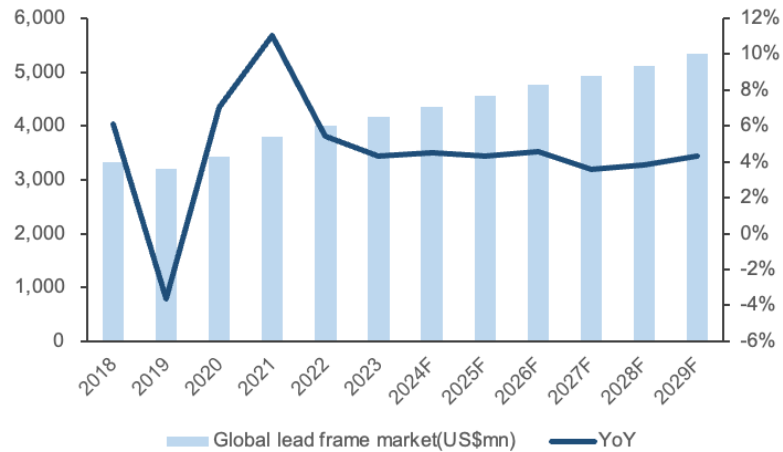
近期成長較快的高壓功率元件因為有高導電需求、沖壓式製程在大量生產下可降低平均成本，再加上化學蝕刻製程主要用在微小化、多腳數的產品，功率元件體積較 IC 大，因此功率元件導線架的發展趨勢將與 IC 不同，大多由蝕刻轉為沖壓製程。

預估 2029 年導線架市場規模達 54 億，2023-2029 年 CAGR+4.1%

由於導線架屬於中低成本元件，一般導線架已進入成熟市場，市場競爭的核心在於生產效率和成本控制，因此廠商需俱備技術創新與提供客戶市場(如消費電子、汽車電子、工業應用等)提供差異化的導線架產品。如前述，台灣廠商如順德、界霖、長科於全球於功率導線架市佔率達 40%，並已佔據領導地位，因其需要開模且對品質要求高(工業級、車規不良率需低於 1%)，一般新進廠商不易切入，未來將受惠新能源車、再生能源產業將帶動高壓功率元件需求帶動相關廠商營收成長。

根據 QY Research 統計數據顯示，2023 年全球導線架市場規模約 40.3 億美元，預計 2029 年將達 54 億元，2023-2029 年 CAGR+4.1%。

圖 24：全球導線架 2018-2029 年市場規模

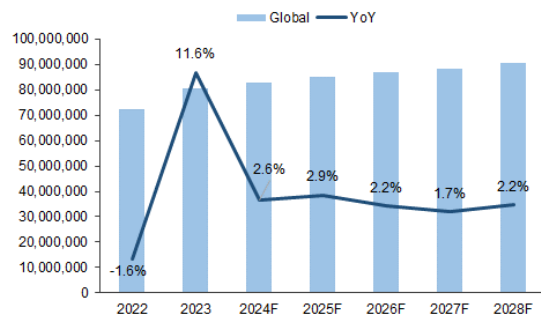


資料來源：QY Research、元大投顧

高壓功率導線架將受惠新能源車長期趨勢

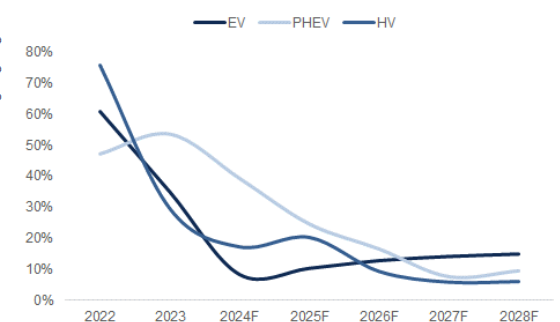
在各國對於碳排放、能源效率要求逐漸提高下，新能源車、再生能源產業將帶動高壓功率元件需求，高壓功率元件導線架也將因此受惠。不過據本中心 7/23 發布的汽車產業報告中，預估新能源車短期需求受，充電樁佈建不足及相關補助減少，2024/2025 年銷量 1,715/1,969 萬輛，年增 17%/15%，預期靠近淨零碳排中期時間點 2030 年，全球新能源車仍將加速，估 2028 年將成長至 2,883 萬輛，估 2023-2028 年 CAGR+12%。EV/PHEV/HV 2023 年銷售量為 1,046 萬/418 萬/711 萬台，預估 2028 年分別亦將成長至 1,84 萬/996 萬/1,237 萬台，隱含 2023-2028 年 CAGR+10%/+16%/+10%。

圖 25：2022-2028 年全球汽車銷售量預估 (輛)



資料來源：Bloomberg、BEA、ACEA、Wind、元大投顧

圖 26：2022-2028 年全球汽車銷售量年增率

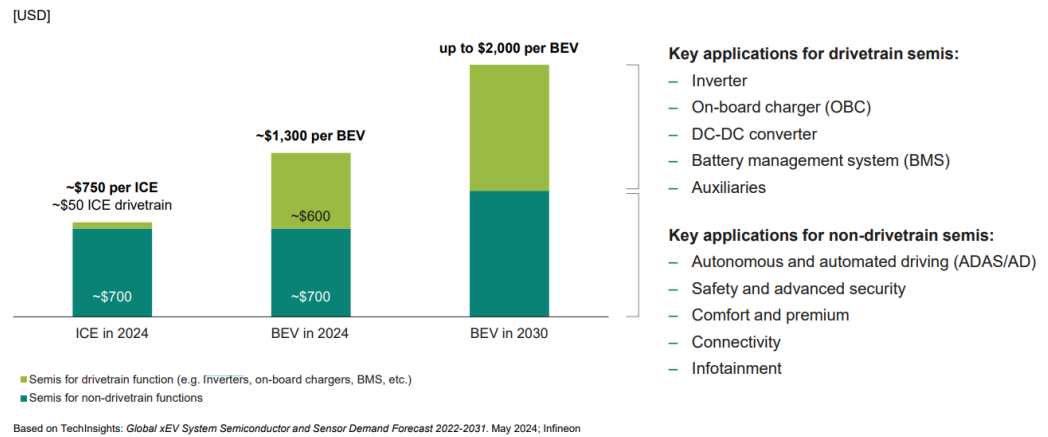


資料來源：Bloomberg、BEA、ACEA、Wind、元大投顧

功率半導體市場規模將受惠 BEV 單車用量(Content Value)持續增加

根據 Infineon，2024 年燃油車 ICE 單車半導體用量為 750 美元，相較之下新能源車(BEV)單車半導體用量約當 1,300 美元，其中約 600 美元來自於逆變器、車載充電器(OBC)、DC-DC 轉換器、電池管理系統(Battery Management System, BMS)、輔助設備等相關傳動系統，相較 ICE 使用於傳動系統中的功率半導體價值呈倍數增長，甚至 2030 年隨 ADAS 應用提升、自駕系統、電池容量提升等因素，單車功率半導體用量將提升至 2,000 美元，本中心仍持續看好新能源車銷售持續成長，同時隨可行駛距離、能源使用效率等性能要求持續提高，將有助單車功率元件使用量持續增加。

圖 27：純電車將帶動單車半導體產值明顯提升

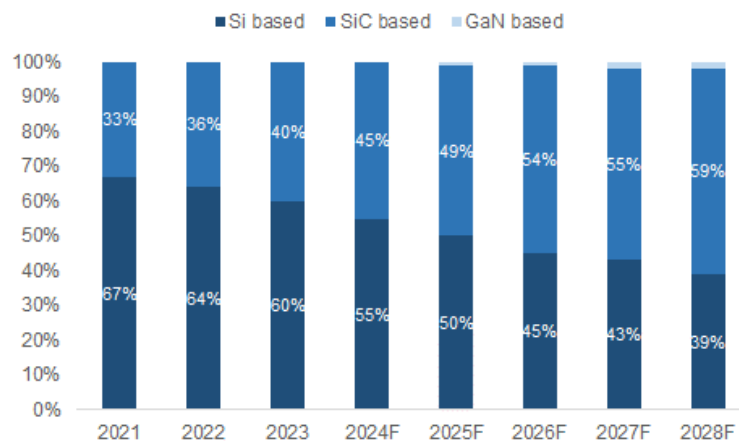


資料來源：Bloomberg、BEA、ACEA、Wind、元大投顧

隨高壓快充車型推出，第三代半導體將加入應用

第三代半導體如 SiC、GaN 具備能隙寬、擊穿電壓高、熱導率高，於高溫、高壓環境中的工作效率優於 Si，因此隨新能源車、再生能源、高效電源管理、5G 設備等領域發展，第三代半導體將擴大應用。

圖 28：車用高壓需求將加入第三代半導體應用



資料來源：Yole、元大投顧

圖 29：目前搭載 SiC 車型

品牌	搭載 SiC 新能源車型	時間
Tesla	Tesla Model 3	2018
	Tesla Model Y	2020
	Tesla Model S Plaid	2021
Mercedes-Benz	VISION EQXX	2024
LEXUS	LEXUS RZ	2022
Karma	Karma GS-6	2022
Toyota	bZ4X SUV	2022
Hyundai	IONIQ 6	2022
Cadillac	Lyriq	2023
Lucid	Air Sapphire	2023
Maserati	GranTurismo Folgore	2023
小鵬	小鵬 X9、G9、G6、P7i	2022
中車時代電氣	C-Power 220s	2021
蔚來	ET7/ ES7/ES8/EC7/ET5	2022
	ET7 行政版	2024
	樂道 L60	2024
五菱	宏光 MINIEV	2021
BYD	BYD 漢	2020
	海獅 07、ocean M、皮卡 shark	2024
	方程豹 SUPER 9	2024
	仰望 U8/U9/U7	2024
	騰勢 Z9T、N7	2024
廣汽埃安	Hyper SSR	2023
	第二代 AION V	2024
	昊鉑	2024
大運汽車	運航 Y6/Y7/H8/H9	2023
吉利	Smart 精靈 1/3/5	2024
	ZEEKR X / 001 / 001FR / 007 / 009	2024
	EVIJA、ELETRE、繁花 EMEYA、EMIRA	2024
	極星 2/4/3、極星 5	2024、2025
	極越 07	2024
	銀河星艦	2024
華為鴻蒙智駕	問界 M9/M5、智界 S7、享界 S9	2024
奇瑞汽車	奇瑞、星途、捷途、iCAR	2024

資料來源：公司資料、元大投顧

IDM 廠商仍具庫存壓力，2H24 持續去化庫存

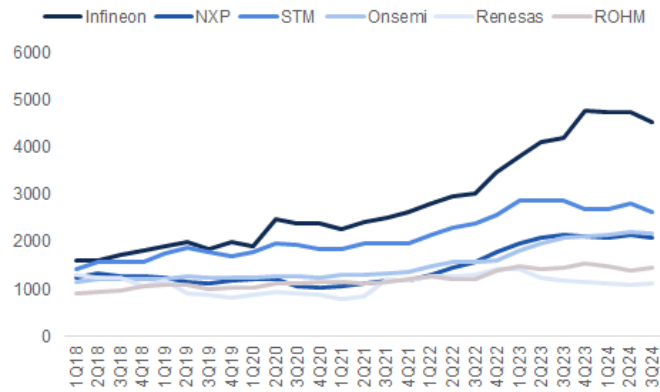
IDM 大廠疫情後隨車用、工控需求增加，產能大幅擴張，使 IDM 業者存貨水位與週轉天數不斷提升，其中 Infineon 2Q24 存貨週轉天數維持在 180 天、On Semi 2Q24 庫存增加至 217 天、Renesas 2Q24 庫存增加至 103 天、STM 2Q24 庫存增加至 130 天、Vishay 2Q24 庫存增加至 105 天、NXP 2Q24 庫存增加至 148 天等，皆顯示客戶庫存回補力道疲弱。從 IDM 大廠 2Q24 法說會說法推估，儘管 2H24 市場需求回溫，4Q24 庫存將持續消化。而目前 IDM 大廠存貨週轉天數持續增加，除了市場需求影響外，推估為新能源車用料提升，而使 IDM 庫存仍具壓力。從 IDM 大廠 2Q24 法說會論調指出，消費性與新能源車需求放緩，庫存需至 4Q24 才能見到消化。

圖 30：IDM 廠商車用營收展望

IDM	2023 車用營收比重	3Q24 營收展望	庫存狀況	車用相關營收目標與展望
Infineon	53%	3Q24~40 億歐元 (QoQ+8%/年持平)	2Q24 DOI 維持 180 天，預計隨市場需求的回升，第四季庫存將有所消化。	<ul style="list-style-type: none"> ● 2024 年汽車部門營收 YoY+3% ● SiC 需求強勁，預估 4Q24 SiC 營收進一步成長
ON semi	52%	3Q24 ~17-18 億美元(季持平/YoY-15%)	2Q24 DOI 上升至 214 天，通路庫存增加至 8 週，隨市場復甦，4Q24 庫存消耗加速。	<ul style="list-style-type: none"> ● 車用相關營收自 2021 年以 17% CAGR 成長到 2025 年。
STM	37%	3Q24 ~32.5 億美元 (QoQ+0.6%/YoY-26.7%)	2Q24 DOI 上升至 130 天，3Q24 庫存狀況將維持穩定，並在 4Q24 出現改善。	<ul style="list-style-type: none"> ● 3Q24 汽車營收 YoY+4%。
Vishay	35%	3Q24 營收持平 2Q24。	2Q24 DOI 上升至 105 天，預期 2H24 庫存消耗速度加快。	<ul style="list-style-type: none"> ● 儘管汽車市場需求有復甦信號，但公司對 3Q24 的汽車市場持保守預期，估計與 2Q24 表現相當，可能到 4Q24 後才有明顯復甦。
NXP	56%	3Q24 ~32.5 億美元 (QoQ+4%/YoY-5%)	2Q24 DOI 上升至 148 天，預計到第四季會開始下降，並在 2025 年進一步調整。	<ul style="list-style-type: none"> ● 汽車市場 2Q24 觸底，3Q24 恢復增長，主要受到公司內部推動因素影響，如雷達和其他新平台的上線。
Renesas	48%	3Q24~3,480 億日元 (QoQ-3%/YoY-8.3%)	2Q24 DOI 上升至 103 天，通路庫存增加至 11 週。預計庫存在 3Q24 逐步消化，但速度低於預期。	<ul style="list-style-type: none"> ● 汽車業務預計持續增長，但步伐放慢，預計要到第四季或更晚才有明顯復甦跡象。

資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 31：IDM 廠商仍具庫存壓力

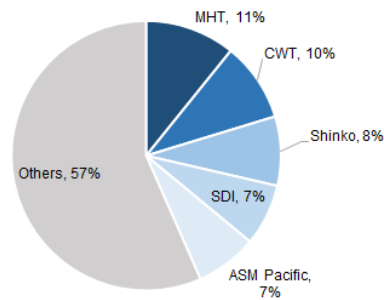


資料來源：Bloomberg、元大投顧

順德於功率導線架市占率為全球第一

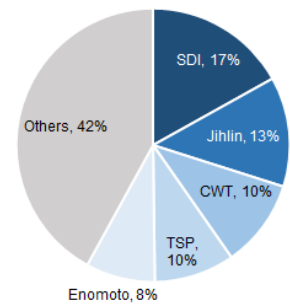
順德於功率導線架元件市佔率約為 17%，為全球第一，與國際 IDM 廠為策略夥伴關係。考量半導體導線架的客製化程度高、客戶黏著度高，且沖壓模具前期需投入較大成本，因此進入門檻高，我們認為長期順德亦鞏固其於功率導線架元件產業龍頭寶座，即使外在環境、市場波動劇烈時，順德亦能穩定供貨。

圖 32：全球半導體導線架市占率分布



資料來源：SEMI 2020、元大投顧

圖 33：全球功率元件導線架市占率分布



資料來源：SEMI 2020、元大投顧

獲利調整與股票評價

目前評價合理，給予順德「持有-超越同業」評等

本中心估計，2024/2025 年順德營收 112/132 億元，年增 4%/17%，毛利率 18.3%/20.3%，年增 1.2ppts/2ppts，營業利益 11.3/16.7 億元，年增 15%/48%，稅後淨利 8.8/12.5 億元，年增 18%/42%，EPS 4.8/6.83 元。

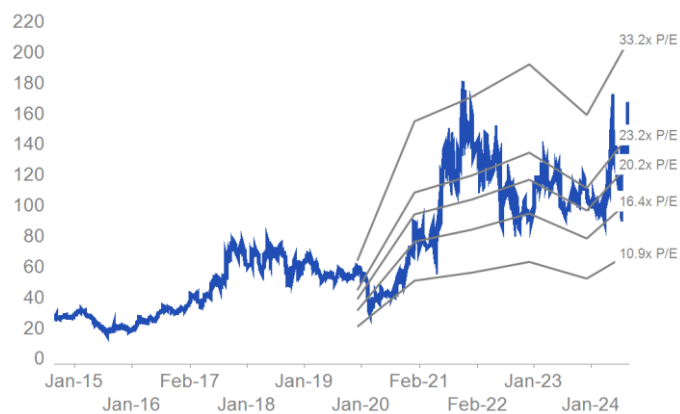
評價方面，本中心認為順德有望受惠中國車廠持續推出 SiC 車型，現公司已見中國車廠態度轉趨積極，且國際 IDM 廠商對順德釋出庫存回補訊號，同時 2025 年新產品如穩壓器、PSU、均熱片、PIN-FIN 將陸續加入營收貢獻，惟考量順德近年合理比本益比約交易於 17-30 倍，目前股價交易於 2024/2025 年 34.4 倍/24 倍，同業平均本益比約 26.5/17.4 倍，已位於合理本益比區間，因此以 2025 年 EPS 並以本益比 25 倍評價，目標價 170 元，給予順德「持有-超越同業」評等。

圖 34：2024 和 2025 年財務預估比較

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	元大預估	市場預估	元大預估	市場預估	2024	2025
營業收入	11,280	11,291	13,244	14,656	-0.1%	-9.6%
營業毛利	2,070	2,044	2,691	2,818	1.3%	-4.5%
營業利益	1,130	1,120	1,671	1,589	0.9%	5.2%
稅前利益	1,170	1,183	1,644	1,617	-1.1%	1.7%
稅後淨利	876	886	1,245	1,220	-1.2%	2.0%
調整後 EPS (元)	4.80	4.86	6.83	6.69	-1.2%	2.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	18.4%	18.1%	20.3%	19.2%	0.2	1.1
營業利益率	10.0%	9.9%	12.6%	10.8%	0.1	1.8
稅後純益率	7.8%	7.8%	9.4%	8.3%	-0.1	1.1

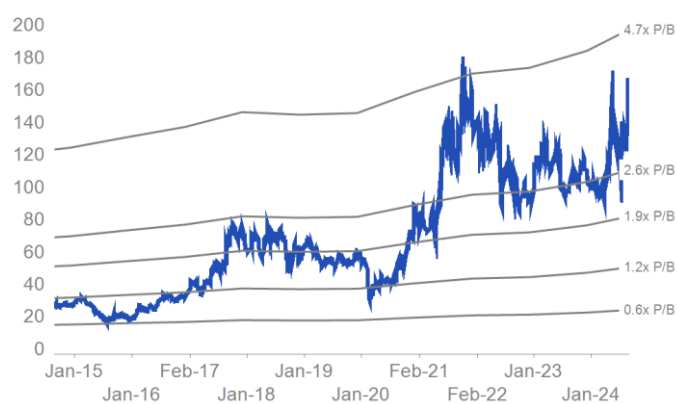
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 35：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 36：12 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 37：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
順德	2351 TT	買進	157	938	4.08	4.80	6.83	40.4	34.3	24.2	(20.9)	17.6	42.1
功率半導體同業													
JiH LIN Tech CO., LTD	5285 TT	未評等	71.2	227	1.8	-	-	40.7	-	-	(57.1)	-	-
CHANG WAH Tech CO., LTD	6548 TT	未評等	42.8	1,270	1.7	1.9	2.1	25.6	22.4	20.3	(44.4)	14.0	10.2
Enomoto Co Ltd	6928 JP	未評等	1,425	68	190.0	22.5	75.5	7.5	63.3	18.9	(17.6)	(88.2)	235.6
NXP Semiconductors NV	NXPI.O	未評等	234	59,544	10.8	13.5	15.3	21.6	17.3	15.3	1.7	24.5	13.6
Infineon Technologies AG	IFXGn.DE	未評等	29	42,794	2.4	1.8	2.1	12.4	16.0	13.9	44.0	(22.7)	15.1
STMicroelectronics NV	STM	未評等	28	25,614	4.5	1.7	2.3	6.4	16.8	12.5	2.0	(62.0)	34.4
Texas Instruments Inc	TXN.O	未評等	205	187,120	7.1	5.2	6.3	28.7	39.6	32.3	(25.0)	(27.4)	22.4
Renesas Electronics Corp	6723 JP	未評等	2,018	26,288	189.8	205.0	231.7	10.6	9.8	8.7	37.9	8.0	13.0
同業平均											(7.3)	(22.0)	49.2

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 38：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
順德	2351 TT	買進	157	938	11.1	12.2	15.8	37.16	39.39	43.22	4.4	4.2	3.8
功率半導體同業													
SMC Corp	5285 TT	未評等	71.2	227	5.9	-	-	28.1	-	-	2.5	-	-
THK Co Ltd	6548 TT	未評等	42.8	1,270	15.9	16.5	17.4	10.6	13.2	-	4.0	3.2	-
Yaskawa Electric Corp	6928 JP	未評等	1,425	68	6.5	0.7	2.4	3,083.9	3,041.2	3,136.6	0.5	0.5	0.5
Fanuc Corp	NXPI.O	未評等	234	59,544	45.5	34.9	34.2	33.5	38.7	43.6	7.0	6.0	5.4
Abb Ltd	IFXGn.DE	未評等	29	42,794	21.7	12.8	13.9	13.1	13.8	15.3	2.3	2.1	1.9
Chieftek Precision	STM	未評等	28.44	25,614	28.7	9.2	12.8	17.7	19.7	22.5	1.6	1.4	1.3
Hiwin Technologies	TXN.O	未評等	204.94	187,120	41.2	26.8	30.1	18.6	19.3	21.1	11.0	10.6	9.7
Taiwan Chelic	6723 JP	未評等	2,018.00	26,288	24.5	14.1	14.4	1,126.8	1,313.7	1,427.9	1.8	1.5	1.4
Delta Electronics	5285 TT	未評等	71.2	227	5.9	-	-	28.1	-	-	2.5	-	-
同業平均					23.7	16.4	17.9				3.8	3.6	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 39：季度及年度簡明損益表 (合併)

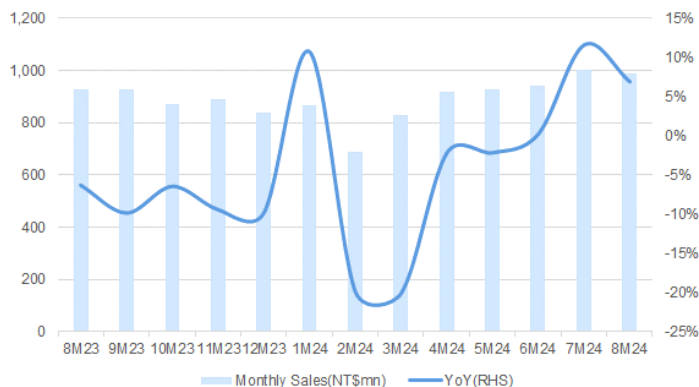
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	2,389	2,785	2,974	3,133	2,916	3,409	3,404	3,514	11,280	13,244
銷貨成本	(1,999)	(2,255)	(2,419)	(2,538)	(2,404)	(2,701)	(2,686)	(2,762)	(9,211)	(10,552)
營業毛利	390	529	555	595	512	708	718	753	2,070	2,691
營業費用	(222)	(229)	(247)	(241)	(235)	(273)	(272)	(240)	(940)	(1,020)
營業利益	168	300	309	354	276	436	446	513	1,130	1,671
業外利益	50	5	(9)	(6)	(7)	(6)	(7)	(6)	40	(27)
稅前純益	217	305	300	348	269	430	439	507	1,170	1,644
所得稅費用	(42)	(71)	(63)	(73)	(58)	(92)	(94)	(109)	(249)	(353)
少數股東權益	12	15	10	9	12	15	10	9	46	46
歸屬母公司稅後純益	164	219	227	266	199	322	334	389	876	1,245
調整後每股盈餘(NT\$)	0.90	1.20	1.25	1.46	1.09	1.77	1.84	2.14	4.80	6.83
調整後加權平均股數(百萬股)	182	182	182	182	182	182	182	182	182	182
重要比率										
營業毛利率	16.3%	19.0%	18.7%	19.0%	17.6%	20.8%	21.1%	21.4%	18.4%	20.3%
營業利益率	7.0%	10.8%	10.4%	11.3%	9.5%	12.8%	13.1%	14.6%	10.0%	12.6%
稅前純益率	9.1%	11.0%	10.1%	11.1%	9.2%	12.6%	12.9%	14.4%	10.4%	12.4%
稅後純益率	6.9%	7.9%	7.6%	8.5%	6.8%	9.5%	9.8%	11.1%	7.8%	9.4%
有效所得稅率	19.2%	23.2%	21.0%	21.0%	21.6%	21.4%	21.4%	21.5%	21.3%	21.5%
季增率(%)										
營業收入	-8.1%	16.6%	6.8%	5.3%	-6.9%	16.9%	-0.1%	3.2%		
營業利益	-17.7%	79.0%	3.1%	14.6%	-22.0%	58.0%	2.3%	15.0%		
稅後純益	47.5%	33.4%	3.8%	17.2%	-25.2%	61.8%	3.7%	16.5%		
調整後每股盈餘	47.5%	33.4%	3.8%	17.1%	-25.1%	61.8%	3.8%	16.4%		
年增率(%)										
營業收入	-11.1%	-1.4%	8.2%	20.5%	22.1%	22.4%	14.5%	12.2%	3.9%	17.4%
營業利益	-45.8%	30.5%	30.4%	73.9%	64.8%	45.4%	44.3%	44.9%	15.4%	47.9%
稅後純益	-25.8%	8.0%	9.1%	139.2%	21.4%	47.2%	47.1%	46.2%	18.0%	42.1%
調整後每股盈餘	-25.8%	8.0%	9.2%	139.2%	21.4%	47.2%	47.3%	46.3%	18.0%	42.1%

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

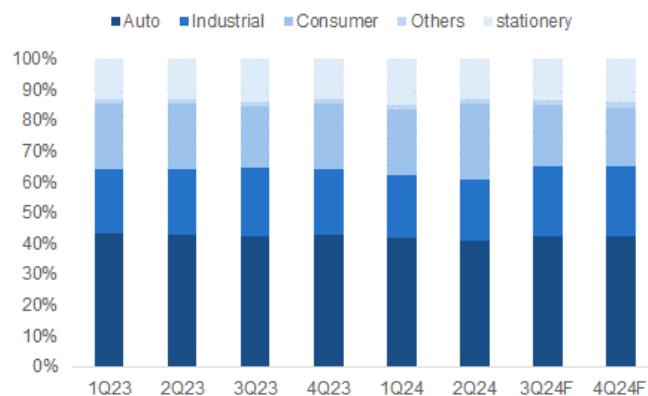
順德成立於 1967 年 10 月，總部位於彰化，以辦公文具業務起家，1983 年成立電子事業部門，主要生產半導體導線架，2010 年跨入 LED 導線架生產，目前在全球功率導線架市佔率第一。2023 年產品比重：汽車 43%、工業 22%、消費性 21%、文具 13%、其他 2%。

圖 40：月營收



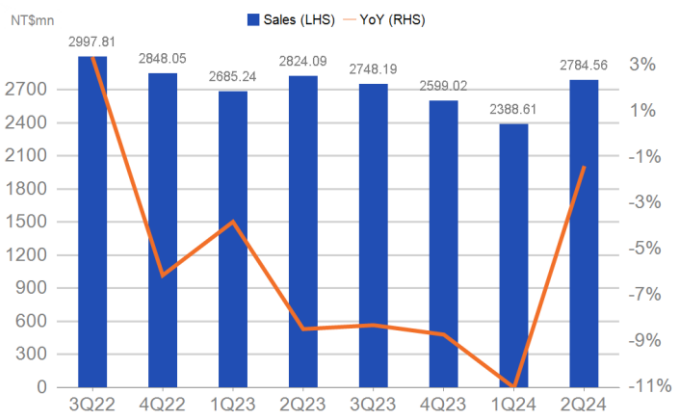
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 41：營收組成



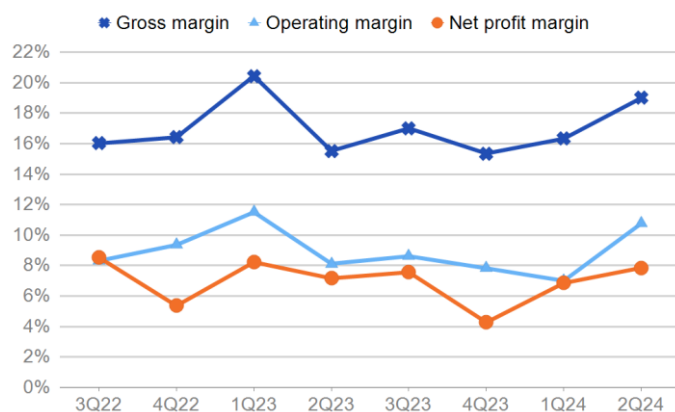
資料來源：公司資料

圖 42：營收趨勢



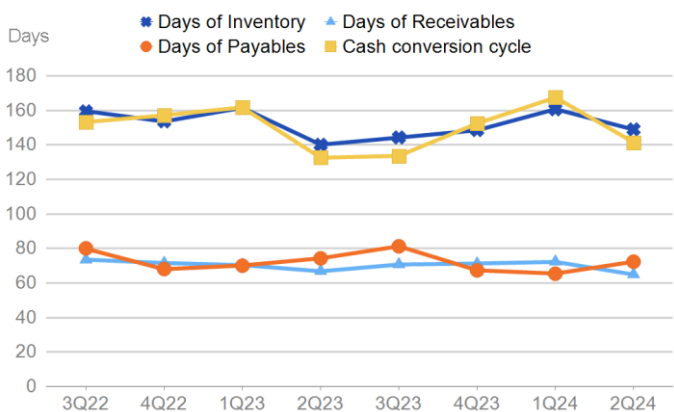
資料來源：CMoney、公司資料

圖 43：毛利率、營益率、淨利率



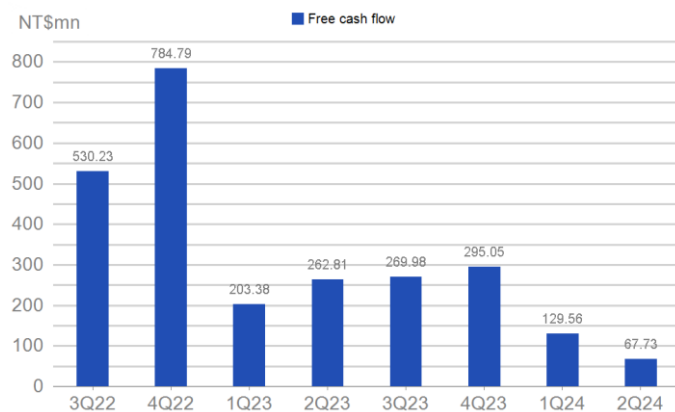
資料來源：CMoney、公司資料

圖 44：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 45：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：**順德整體的 ESG 風險評級屬於中度風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於中間的位置，但在汽車行業的公司中排名略微落後同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**順德的整體曝險屬於中等水準，但仍略優於汽車行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含公司職安、溫室氣體以外之排放、公司產品碳排等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**順德在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。順德遵循適當的 ESG 揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。其 ESG 相關問題由董事會或經營團隊負責，建議將這些整合到核心業務戰略中。

圖 46：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	22.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	36.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	41.1
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	52

資料來源：Sustainalytics (2024/9/25)

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	702	1,059	837	1,202	1,012
存貨	4,087	3,866	3,578	3,993	4,680
應收帳款及票據	2,543	2,125	1,917	2,286	2,648
其他流動資產	244	211	202	202	202
流動資產	7,575	7,260	6,534	7,683	8,543
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	4,951	5,191	5,178	5,005	4,822
無形資產	43	57	52	42	34
其他非流動資產	475	418	381	358	358
非流動資產	5,470	5,666	5,612	5,424	5,227
資產總額	13,045	12,926	12,145	13,062	13,672
應付帳款及票據	1,479	1,008	904	664	664
短期借款	867	738	664	1,367	1,235
什項負債	1,203	1,640	1,526	1,526	1,526
流動負債	3,549	3,386	3,094	3,557	3,425
長期借款	2,381	1,998	1,381	1,381	1,381
其他負債及準備	581	557	554	554	554
長期負債	2,962	2,554	1,935	1,935	1,935
負債總額	6,511	5,940	5,028	5,492	5,359
股本	1,821	1,821	1,821	1,821	1,821
資本公積	486	486	486	486	486
保留盈餘	4,020	4,437	4,598	5,005	5,702
什項權益	(140)	(116)	(138)	(138)	(138)
歸屬母公司之權益	6,187	6,628	6,767	7,175	7,872
非控制權益	346	358	350	395	441
股東權益總額	6,533	6,986	7,117	7,570	8,313

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	910	1,000	781	921	1,290
折舊及攤提	674	661	672	783	791
本期營運資金變動	(1,417)	176	462	(322)	(1,182)
其他營業資產 及負債變動	353	160	(189)	0	0
營運活動之現金流量	521	1,997	1,726	639	1,873
資本支出	(1,194)	(815)	(695)	(600)	(600)
本期長期投資變動	0	0	0	6	6
其他資產變動	(29)	(24)	6	0	0
投資活動之現金流量	(1,223)	(838)	(689)	(594)	(594)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	1,023	(204)	(617)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(328)	(546)	(583)	(468)	(548)
其他調整數	(53)	(52)	(57)	0	0
融資活動之現金流量	642	(803)	(1,257)	(468)	(548)
匯率影響數	(2)	1	(1)	0	0
本期產生現金流量	(62)	356	(222)	(424)	731
自由現金流量	(673)	1,182	1,031	39	1,273

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	11,153	11,724	10,857	11,280	13,244
銷貨成本	(9,043)	(9,646)	(9,002)	(9,211)	(10,552)
營業毛利	2,110	2,079	1,854	2,070	2,691
營業費用	(885)	(909)	(875)	(940)	(1,020)
推銷費用	(311)	(320)	(298)	(317)	(343)
研究費用	(248)	(254)	(242)	(274)	(287)
管理費用	(328)	(333)	(336)	(350)	(390)
其他費用	3	(2)	1	2	0
營業利益	1,225	1,170	979	1,130	1,671
利息收入	1	3	13	12	12
利息費用	(62)	(81)	(71)	(63)	(60)
利息收入淨額	(61)	(79)	(57)	(51)	(48)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	1	0
匯兌損益	(20)	134	30	79	0
其他業外收入(支出)淨額	23	45	49	10	20
稅前純益	1,168	1,270	1,001	1,170	1,644
所得稅費用	(257)	(270)	(220)	(249)	(353)
少數股權淨利	58	59	38	46	46
歸屬母公司之稅後純益	852	941	743	876	1,245
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,900	2,004	1,736	1,958	2,515
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.68	5.16	4.08	4.80	6.83

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	32.0	5.1	(7.4)	3.9	17.4
營業利益	103.7	(4.6)	(16.3)	15.4	47.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	49.9	5.5	(13.4)	12.8	28.5
稅後純益	126.8	9.8	(21.9)	18.0	40.1
調整後每股盈餘	143.8	10.3	(20.9)	17.6	42.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	18.9	17.7	17.1	18.4	20.3
營業利益率	11.0	10.0	9.0	10.0	12.6
稅前息前淨利率	9.9	10.1	8.6	10.0	12.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	17.0	17.1	16.0	17.4	19.0
稅前純益率	10.5	10.8	9.2	10.4	12.4
稅後純益率	7.6	8.0	6.8	7.8	9.4
資產報酬率	7.7	7.7	6.2	6.6	9.1
股東權益報酬率	14.5	14.8	11.1	12.2	15.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	99.7	85.0	70.7	85.9	71.1
淨負債權益比(%)	39.0	24.0	17.0	21.6	10.8
利息保障倍數 (倍)	19.9	16.6	15.1	19.6	28.4
流動比率 (%)	213.4	214.4	211.2	190.4	228.7
速動比率 (%)	95.2	98.3	92.7	163.7	116.8
淨負債 (NT\$百萬元)	2,546	1,677	1,208	1,632	901
調整後每股淨值 (NT\$)	33.97	36.40	37.16	39.39	43.22
評價指標 (倍)					
本益比	35.3	32.0	32.0	34.3	24.2
股價自由現金流量比	--	25.4	29.1	770.0	23.6
股價淨值比	4.9	4.5	4.4	4.2	3.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	15.8	15.0	17.3	15.3	11.9
股價營收比	2.7	2.6	2.8	2.7	2.3

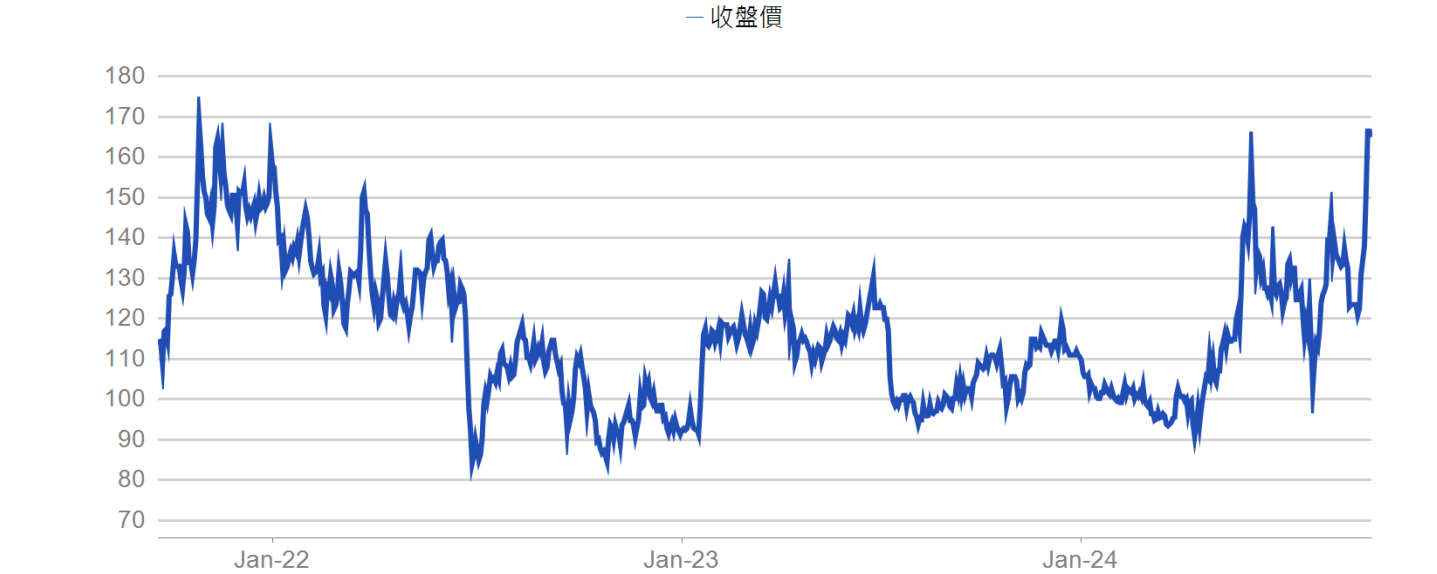
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

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。

順德 (2351 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>.