

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	220.50 元
目標價	
3 個月	287.00 元
12 個月	287.00 元

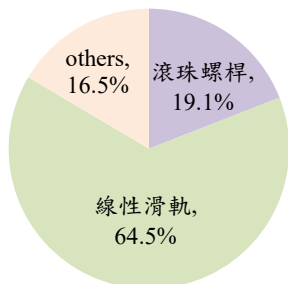
## 近期報告日期、評等及前日股價

07/30/2024	Trading Buy	199.50
07/11/2024	Buy	227.00
05/13/2024	Trading Buy	237.00
04/19/2024	Trading Buy	239.50
02/20/2024	Buy	243.00

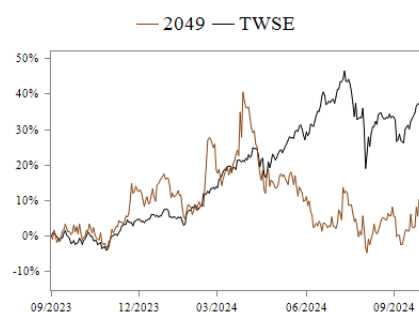
## 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	3,538
市值(億元)	780
目前每股淨值(元)	99.73
外資持股比(%)	27.00
投信持股比(%)	0.30
董監持股比(%)	12.65
融資餘額(張)	3,587
現金股息配發率(%)	43.48

## 產品組合



## 股價相對大盤走勢



## 上銀(2049 TT)

Buy

已屆產業景氣谷底，2025 年營運展望轉佳，評等調整為 Buy。

**投資建議：**雖然受到自動化產業庫存調整影響，2024 年上銀業績仍處近幾年相對低點，不過，中國市場已見觸底跡象，且整體自動化產業亦維持走向全面復甦的趨勢，2025 年出貨展望轉佳，預估 4Q24~1Q25 即為此波產業空頭景氣低點，故群益將上銀的投資建議調整為 Buy。

**2024 年業績仍處調整期：**2024 年以來終端客戶庫存狀況持續改善，包括基礎建設、航太、新能源、半導體設備相關大型產品 3Q24 買氣熱絡，自動化相關中小型產品訂單亦持續挹注，上銀的訂單能見度為 2.5~3 個月，高於 4Q23 的 2~2.5 個月，此外，上銀自 1Q24 開始即減少進行專案性降價，顯示標準品市況已轉佳，有助於上銀維持整體 ASP，1H24 毛利率回升亦肇因於此。

上銀 08/2024 營收 20.41 億元，MoM-3.76%，原因在於歐洲客戶暑假需求降溫，群益預估，3Q24 營收 63.05 億元，QoQ+1.98%，與 2Q24 相去有限。整體而言，2024 年上銀業績受自動化市況影響而仍處於調整期。

**中國市場觸底態勢明確：**根據日本媒體日刊工業新聞、日經新聞報導指出，日本工具機製造商協會(JMTBA)統計的日本工具機 08/2024 新增訂單金額為 1,107.70 億日圓，YoY-3.48%，為 05/2024 迄今首度月 YoY 轉為負數，主要係歐洲需求大減、日本內銷數量減少所致，JMTBA 會長並指出，自動化市況轉佳的時間將延後，不過，仍維持產業正由調整階段走向全面復甦的看法，此外，若觀察日本工具機製造商在中國市場的新接訂單狀況，08/2024 為 285.32 億日圓，YoY+50.07%，06~08/2024 均維持 280 億日圓以上，換言之，中國自動化產業觸底態勢較其他地區明確。

雖然先前中國三中全會結束後，並未釋出激勵終端需求的重大利多政策，並影響當地客戶採購數量，不過，近日中國政府已再推出多項重大貨幣寬鬆政策，若後續對激勵終端需求的政策補貼態度亦轉為積極，屆時上銀即有機會重拾成長動能。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	24,633	23,948	25,653	6,583	6,558	5,758	5,506	6,183	6,305	5,953	5,714	6,473
營業毛利淨額	7,655	7,432	8,197	2,216	2,182	1,516	1,589	1,948	2,013	1,882	1,759	2,079
營業利益	2,651	2,232	2,778	959	944	179	400	656	683	493	516	751
稅後純益	2,035	1,860	2,162	626	631	333	395	582	500	382	417	629
稅後 EPS(元)	5.75	5.26	6.11	1.77	1.78	0.94	1.12	1.65	1.41	1.08	1.18	1.78
毛利率(%)	31.08%	31.03%	31.95%	33.66%	33.27%	26.33%	28.86%	31.51%	31.92%	31.61%	30.79%	32.12%
營業利率(%)	10.76%	9.32%	10.83%	14.57%	14.39%	3.10%	7.27%	10.61%	10.83%	8.28%	9.03%	11.60%
稅後純益率(%)	8.26%	7.76%	8.43%	9.51%	9.63%	5.78%	7.18%	9.41%	7.93%	6.42%	7.30%	9.71%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-15.97%	-2.78%	7.12%	14.81%	-0.39%	-12.20%	-4.36%	12.28%	1.98%	-5.59%	-4.02%	13.28%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-54.58%	-8.61%	16.26%	40.63%	0.87%	-47.30%	18.82%	47.26%	-14.07%	-23.62%	9.13%	50.83%

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 35.38 億元計算。

2024 年 9 月 30 日

## 企業 ESG 資訊揭露：

上銀因應氣候變遷、溫室氣體乃採取減緩與調適措施，並擬定策略實施短中長期目標，依此實施篩選重大風險與機會，並依據政策與法規、市場與生產製造等面向，分別進行氣候變遷風險分析評估潛在財務衝擊。

上銀使用 IPCC 2007 年全球升溫潛能值，以及環保署公告之國家排放係數，進行 ISO 14064-1 盤查作業，包括營運總部、工二廠、精科二廠、雲科一廠、雲科二廠、雲科三廠、大埔美一廠、大埔美三廠等廠區已陸續完成驗證，上銀並將持續製程改善、綠色生產，並在生產過程中致力於節能減碳，符合對客戶、環境之綠色承諾。

## 受自動化產業市況影響，2024 年業績仍處調整期：

上銀主要生產滾珠螺桿、線性滑軌等傳動元件，近幾年營收比重分別為 15~25%、50~70%，此外，上銀也跨足工業機器人領域，產品線包括單軸機器人、垂直關節式機器手臂、水平關節式機器手臂(SCARA 機器人)、並聯式機器手臂(Delta 機器人)、晶圓機器手臂等，近幾年營收比重為 5~10%。

上銀已於台中、潭子、雲林等地設廠，群益認為，與 NSK、THK、STAR(Bosch)等同業相較，上銀產品價格競爭力較佳，為爭取訂單的重要利基。上銀的滾珠螺桿主要承接客製化訂單，至於線性滑軌則多屬標準品，故滾珠螺桿的 ASP、毛利率通常均高於線性滑軌。

上銀傳動元件的終端應用包括工具機以及醫療、電子業、光電、半導體、自動化等領域的產業設備，上銀除透過代理商銷售產品外，亦於美國、德國、日本、中國蘇州、韓國、新加坡等地設立子公司負責擴展客源，目前銷售地區以亞洲為主，近幾年營收比重為 60~70%，至於歐洲、台灣、美洲的營收重則分別為 20~30%、5~15%、5~10%。

2Q24 營收 61.83 億元，QoQ+12.28%，其中，線性滑軌營收 39.26 億元，QoQ+10.30%，滾珠螺桿營收 12.52 億元，QoQ+24.00%，在營收規模擴大下，毛利率提高至 31.51%(1Q24 為 28.86%)，稅後淨利 5.82 億元，QoQ+47.26%。

2024 年以來終端客戶庫存狀況持續改善，包括基礎建設、航太、新能源、半導體設備相關大型產品 3Q24 買氣熱絡，自動化相關中小型產品訂單亦持續挹注，上銀的訂單能見度為 2.5~3 個月，高於 4Q23 的 2~2.5 個月，此外，上銀自 1Q24 開始即減少進行專案性降價，顯示標準品市況已轉佳，有助於上銀維持整體 ASP，1H24 毛利率回升亦肇因於此。上銀 08/2024 營收 20.41 億元，MoM-3.76%，原因在於歐洲客戶暑假需求降溫，群益預估，3Q24 營收 63.05 億元，QoQ+1.98%，與 2Q24 相去有限。整體而言，2024 年上銀業績受自動化市況影響而仍處於調整期。

## 中國市場觸底態勢明確，待當地政府補貼態度轉為積極即可重拾動能：

根據日本媒體日刊工業新聞、日經新聞報導指出，日本工具機製造商協會(JMTBA)統計的日本工具機 08/2024 新增訂單金額為 1,107.70 億日圓，YoY-3.48%，為 05/2024 迄今首度月 YoY 轉為負數，主要係歐洲需求大減、日本內銷數量減少所致，JMTBA 會長並指出，自動化市況轉佳的時間將延後，不過，仍維持產業正由調整階段走向全面復甦的看法，此外，若觀察日本工具機製造商在中國市場的新接訂單狀況，08/2024 為 285.32 億日圓，

2024 年 9 月 30 日

YoY+50.07%，06~08/2024 均維持 280 億日圓以上，換言之，中國自動化產業觸底態勢較其他地區明確。

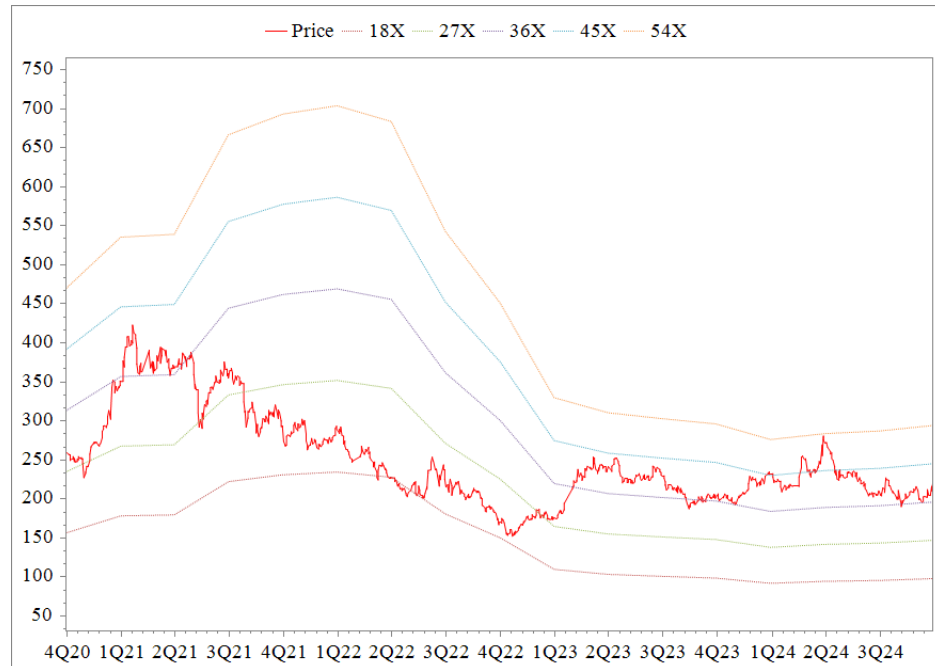
雖然先前中國三中全會結束後，並未釋出激勵終端需求的重大利多政策，並影響當地客戶採購數量，不過，近日中國政府已再推出多項重大貨幣寬鬆政策，若後續對激勵終端需求的政策補貼態度亦轉為積極，屆時上銀即有機會重拾成長動能。

**預估 4Q24~1Q25 即為此波產業空頭景氣低點，2025 年展望將轉佳，故群益將上銀的投資建議調整為 Buy：**

雖然受到自動化產業庫存調整影響，2024 年上銀業績仍處近幾年相對低點，不過，中國市場已見觸底跡象，且整體自動化產業亦維持走向全面復甦的趨勢，2025 年出貨展望轉佳，預估 4Q24~1Q25 即為此波產業空頭景氣低點，故群益將上銀的投資建議調整為 Buy。

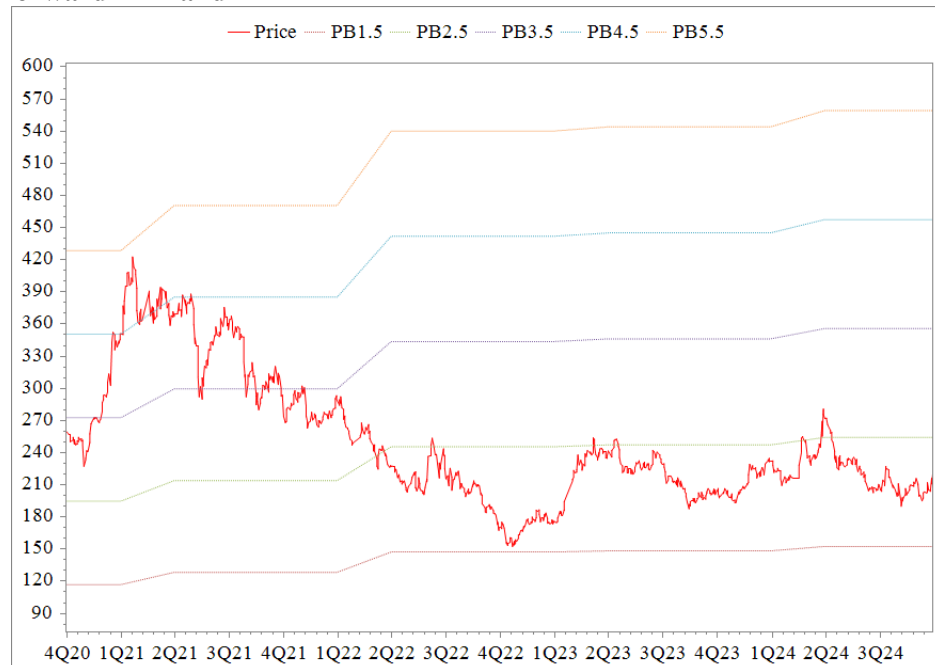
2024 年 9 月 30 日

## 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 9 月 30 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	51,032	52,140	51,437	52,679	53,973
流動資產	18,553	20,319	19,228	20,355	20,690
現金及約當現金	5,433	7,458	7,564	7,732	7,995
應收帳款與票據	4,270	3,357	3,553	3,664	3,856
存貨	8,323	8,938	7,490	7,715	7,972
採權益法之投資	253	327	378	370	442
不動產、廠房設備	27,354	27,679	28,215	28,415	28,615
<b>負債總計</b>	20,565	17,175	16,322	16,721	17,005
流動負債	13,853	9,410	7,960	8,427	8,565
應付帳款及票據	4,136	2,997	2,839	2,908	2,975
非流動負債	6,712	7,765	8,362	8,225	8,304
<b>權益總計</b>	30,467	34,965	35,114	35,959	36,968
普通股股本	3,408	3,538	3,538	3,538	3,538
保留盈餘	20,681	23,459	23,588	24,433	25,442
母公司業主權益	30,280	34,751	34,998	35,973	37,109
<b>負債及權益總計</b>	51,032	52,140	51,437	52,679	53,973

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	8,160	6,078	4,770	4,187	5,190
稅前純益	4,475	5,818	2,540	2,337	2,764
折舊及攤銷	2,236	2,202	2,326	2,342	2,359
營運資金變動	781	-841	1,094	-268	-382
其他營運現金	669	-1,101	-1,190	-225	449
<b>投資活動現金</b>	-2,385	-2,203	-2,846	-1,924	-2,687
資本支出淨額	-2,253	-2,153	-2,872	-2,000	-2,000
長期投資變動	19	0	69	0	0
其他投資現金	-151	-50	-44	176	-587
<b>籌資活動現金</b>	-2,838	-1,921	-1,800	-1,096	-1,240
長借/公司債變動	-1,936	847	558	-137	79
現金增資	0	2,075	0	0	0
發放現金股利	-662	-1,534	-1,946	-884	-1,026
其他籌資現金	-240	-3,310	-413	-74	-293
<b>淨現金流量</b>	2,829	2,025	106	1,268	1,363
<b>期初現金</b>	2,604	5,433	7,458	7,564	8,832
<b>期末現金</b>	5,433	7,458	7,564	8,832	10,195

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	27,265	29,315	24,633	23,948	25,653
營業成本	17,450	18,599	16,978	16,516	17,456
<b>營業毛利淨額</b>	9,815	10,715	7,655	7,432	8,197
營業費用	4,701	5,143	5,004	5,199	5,419
<b>營業利益</b>	5,115	5,572	2,651	2,232	2,778
<b>EBITDA</b>	6,867	8,152	4,998	4,712	5,184
業外收入及支出	-653	192	-173	105	-14
稅前純益	4,475	5,818	2,540	2,337	2,764
所得稅	1,320	1,506	709	609	729
稅後純益	3,532	4,479	2,035	1,860	2,162
稅後 EPS(元)	9.98	12.66	5.75	5.26	6.11
完全稀釋 EPS**	9.98	12.66	5.75	5.26	6.11

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 35.38【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 35.38 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	28.21%	7.52%	-15.97%	-2.78%	7.12%
營業毛利淨額	69.51%	9.17%	-28.56%	-2.92%	10.30%
營業利益	195.22%	8.95%	-52.43%	-15.79%	24.46%
稅後純益	83.04%	26.81%	-54.58%	-8.61%	16.26%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	36.00%	36.55%	31.08%	31.03%	31.95%
EBITDA(%)	25.19%	27.81%	20.29%	19.68%	20.21%
營益率	18.76%	19.01%	10.76%	9.32%	10.83%
稅後純益率	12.96%	15.28%	8.26%	7.76%	8.43%
總資產報酬率	6.92%	8.59%	3.96%	3.53%	4.01%
股東權益報酬率	11.59%	12.81%	5.79%	5.17%	5.85%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	40.30%	32.94%	31.73%	31.74%	31.51%
負債/淨值比(%)	67.50%	49.12%	46.48%	46.50%	46.00%
流動比率(%)	133.93%	215.92%	241.56%	241.56%	241.56%

## 其他比率分析

存貨天數	151.87	169.37	176.59	168.00	164.00
應收帳款天數	71.03	47.48	51.19	55.00	53.50

2024 年 9 月 30 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	5,734	6,583	6,558	5,758	5,506	6,183	6,305	5,953	5,714	6,473	6,914	6,553
營業成本	3,992	4,368	4,376	4,242	3,917	4,235	4,293	4,072	3,955	4,394	4,665	4,442
營業毛利淨額	1,742	2,216	2,182	1,516	1,589	1,948	2,013	1,882	1,759	2,079	2,249	2,110
營業費用	1,173	1,257	1,238	1,337	1,189	1,292	1,329	1,389	1,244	1,328	1,389	1,459
營業利益	569	959	944	179	400	656	683	493	516	751	860	652
業外收入及支出	21	-88	-151	107	83	36	-16	2	2	-2	-16	2
稅前純益	590	872	793	286	484	691	667	495	518	749	844	654
所得稅	188	292	247	-18	123	134	208	144	131	145	263	190
稅後純益	445	626	631	333	395	582	500	382	417	629	622	495
最新股本	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538
稅後EPS(元)	1.26	1.77	1.78	0.94	1.12	1.65	1.41	1.08	1.18	1.78	1.76	1.40

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	30.38%	33.66%	33.27%	26.33%	28.86%	31.51%	31.92%	31.61%	30.79%	32.12%	32.52%	32.21%
營業利益率(%)	9.93%	14.57%	14.39%	3.10%	7.27%	10.61%	10.83%	8.28%	9.03%	11.60%	12.44%	9.95%
稅後純益率(%)	7.76%	9.51%	9.63%	5.78%	7.18%	9.41%	7.93%	6.42%	7.30%	9.71%	8.99%	7.55%

## QoQ(%)

營業收入淨額	2.54%	14.81%	-0.39%	-12.20%	-4.36%	12.28%	1.98%	-5.59%	-4.02%	13.28%	6.82%	-5.22%
營業利益	13.83%	68.53%	-1.57%	-81.06%	123.90%	63.85%	4.18%	-27.83%	4.59%	45.60%	14.54%	-24.22%
稅前純益	1.70%	47.69%	-9.05%	-63.94%	69.17%	42.99%	-3.52%	-25.72%	4.53%	44.56%	12.71%	-22.48%
稅後純益	-3.14%	40.63%	0.87%	-47.30%	18.82%	47.26%	-14.07%	-23.62%	9.13%	50.83%	-1.11%	-20.47%

## YoY(%)

營業收入淨額	-24.22%	-20.06%	-17.21%	2.96%	-3.97%	-6.08%	-3.85%	3.39%	3.77%	4.69%	9.65%	10.08%
營業利益	-63.49%	-47.98%	-43.47%	-64.25%	-29.67%	-31.62%	-27.63%	175.82%	28.85%	14.49%	25.88%	32.18%
稅前純益	-66.41%	-46.96%	-56.86%	-50.74%	-18.06%	-20.67%	-15.85%	73.35%	7.11%	8.29%	26.50%	32.03%
稅後純益	-67.45%	-48.95%	-55.76%	-27.60%	-11.18%	-6.99%	-20.77%	14.84%	5.47%	8.02%	24.32%	29.45%

註1：稅後EPS以股本35.38億元計算

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。