

上銀 (2049 TT) Hiwin

具機電整合能力，台廠機器人產業代表廠商且跨足半導體設備

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月)：NT\$310.0

收盤價 (2024/11/07)：NT\$253.5
隱含漲幅：22.3%

營收組成 (2Q24)

滾珠螺桿 23%/線性滑軌 63%/工業機器人 6%/其他 8%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	310.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	24.4	--
2024年EPS	5.7	--

交易資料表

市值	NT\$89,690百萬元
外資持股比率	28.1%
董監持股比率	12.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$102.15
負債比	33.0%
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	29,315	24,633	24,414	27,716
營業利益	5,572	2,651	2,325	4,137
稅後純益	4,479	2,035	2,027	3,276
EPS (元)	12.94	5.75	5.73	9.26
EPS YoY (%)	23.2	-55.5	-0.4	61.7
本益比 (倍)	19.6	44.1	44.3	27.4
股價淨值比 (倍)	2.6	2.6	2.5	2.3
ROE (%)	13.2	5.2	5.6	8.5
現金殖利率 (%)	2.2%	1.0%	1.0%	1.6%
現金股利 (元)	5.50	2.50	2.49	4.03

陳昱暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

◆ 機電整合能力佳、銷售區域與終端應用分散，有助增加客戶黏著度、減少單一國家及產業景氣影響。

◆ 晶圓移載設備、機械手臂與人形機器人將爆發成長，工業機器人估 2025/26 年營收年增 41%/37%，營收占比達 9%/11%。

◆ 給予上銀買進評等，目標價 310 元，根據 2025 年 EPS 9.3 元與歷史本益比中緣 33 倍推得。

產品組合齊全且具備機電整合能力，銷售地與終端應用分散

上銀集團具備兩大優勢，包含產品組合完善、銷售地區及應用分散：1) 上銀能提供從線軌、螺桿、軸承、諧波減速機等單一零組件，到搭配大銀微系統的馬達、驅動器組成單軸機器人、機器手臂、半導體晶圓移載工具等次系統的產品；2) 上銀 2023 年營收占比台灣 4.7%/歐洲 27.6%/亞洲 61.9%/美洲 5.7%，其中中國佔達 40-45%。歐洲自 2016 年的 15%提升到 2023 年的 28%，減少中國整體工業經濟轉弱與供應鏈外移影響，使上銀較不受單一國家景氣影響。終端應用分散，包含工具機、半導體與電子以及其他傳統產業。

半導體設備、機械手臂與人型機器人/狗需求大增

上銀工業機器人(次系統)產品估 2025/26 年將年增 41%/37%，營收占比自 7%提升至 9%/11%。主要受惠 1) 先進封裝產能提升，帶動晶圓移載半導體設備需求大幅成長；2) 機器手臂於台系晶圓大廠拉貨速度加快，且已導入北美物流業指標性客戶，將自半導體與物流指標客戶向外擴散；3) 上銀受惠人形機器人產業 TAM 將自 2025-2034 年以 CAGR 將達 81.3%成長，上銀具有多年人形機器人/狗交付實績、具備機電整合及關鍵零組件包含諧波減速機、滾柱螺桿技術，本中心預期上銀於人型機器人/狗相關營收將逐年翻倍。

產業 2Q25 進入復甦期，上銀具半導體及機器人多重成長動能

產業庫存已於 1Q24 降至歷史低點，本中心認為上銀將受惠 1) 整體工具機產業在經歷長達 20 個月庫存調整期後，受惠全球進入降息循環+中國有望推出貨幣及財政政策加持下，於 2Q25 重回上升循環態勢；2) 具備機電整合能力、銷售區域分散且半導體次系統、機器手臂與人形機器人將迎爆發性成長。上銀為本中心機器人產業首選，2025 年 EPS 將年增 61.7%至 9.3 元。以 2025 年 EPS 及歷史本益比中緣 33 倍，給予目標價 310 元，買進評等。

營運分析

產品組合齊全且具備機電整合能力，銷售地區及終端應用分散

產品組合完善：本中心認為上銀集團相較同業具備產品組合完善且能提供完整解決方案，從線軌、螺桿、軸承、諧波減速機等單一零組件，到搭配大銀微系統的馬達、驅動器組成單軸機器人、機器手臂、半導體晶圓移載工具等次系統的產品。由圖 2 可見上銀相較台灣及日本國際大廠產品組合完善，在價格略低於日本同業但品質差異小下，客戶黏著度高。

銷售地區分散：上銀在產品銷售地區別部分，2023 年營收占比台灣 4.7%/歐洲 27.6%/亞洲 61.9%/美洲 5.7%，其中中國佔達 40-45%。歐洲地區自 2016 年的 15%提升到 2023 年的 28%，減少中國整體工業經濟轉弱與生產供應鏈外移影響。同時持續開拓印度、東南亞市場，區域分散並掌握中國供應鏈外移商機，使上銀較不受單一國家景氣影響。

終端應用產業分散：上銀線軌與螺桿於各國多採經銷商銷售制度，終端需求較台灣同業分散，估工具機/半導體、電子及醫療/其他傳統產業機械如 CNC、輪胎、瓶蓋、紡織等，占比各 33%/33%/33%。因此其較不易受工具機景氣循環波動影響。

本中心認為，上銀在整體產品組合完善、終端銷售區域與應用分散下，較工具機與自動化市場同業具客戶黏著度高且較不易受單一地區需求疲弱影響等優勢。

圖 1：上銀產品組合

分類	2023 年佔比	主要產品及用途
線性滑軌	64%	支撐和引導運動部件按給定的方向做往返直線運動，應用範圍廣泛，包含電子、電腦機械、半導體設備、輸送搬運機器、工具機、自動化工程設備、醫療設備以及 LCD 製程設備等產業。
滾珠螺桿	19%	利用內部的鋼珠的旋轉運動轉換成直線運動的機械元件，主要提供工具機 XYZ 軸的直線運動需求。
工業機器人	8%	單軸機器人、機器手臂、半導體晶圓移載設備等等。
其他	9%	產品包含減速機、軸承、旋轉工作台、刀具、海外子公司銷售大銀微系統馬達等線軌與螺桿相關零配件。

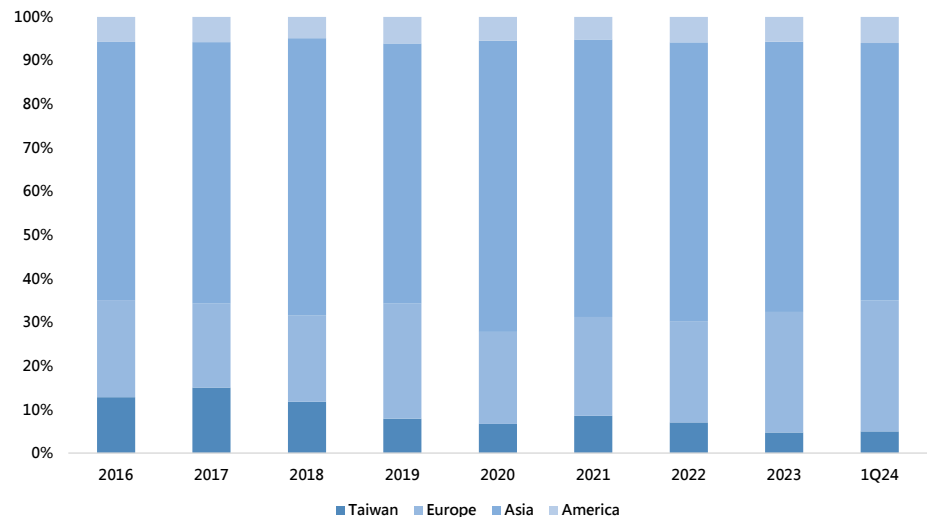
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 2：線性元件廠商產品組合比較

	2049 TT Hiwin + 4576 TT HIWIN MIKROSYSTEM	1597 TT CPC	4540 TT TBI	6481.T THK	6471.T NSK
Linear Guide	√	√	√	√	√
Ball Screw	√	√	√	√	√
Motors/Drives/Controllers	√	√			√
Actuators	√			√	√
Reduction gears	√				
Single Axis Robot	√	√	√	√	√
Multi Axis Robot	√			√	√

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：歐洲銷售佔比持續提升



資料來源：公司資料、元大投顧

半導體設備、機械手臂與人形機器人/狗需求大增

工業機器人產品佔上銀 2023 年總營收 8%，其中 70-80%為由線軌、螺桿、馬達及驅動器組成的單軸機器人。另 20-30%為半導體設備、機械手臂與人形機器人/狗產品。本中心預期上銀工業機器人各次系統產品將於 2025 年大幅成長。

半導體設備(次系統)：包含晶圓移載設備、晶圓機器人、晶圓裝卸機、晶圓尋邊器等。目前晶圓移載設備已自龍頭晶圓廠擴散至其他 LED/封測廠商，且近期隨先進封裝產能大幅提升，終端客戶拉貨需求強勁。

機械手臂：近期台系晶圓大廠於多軸機器手臂拉貨速度加快，且已導入北美物流業指標性客戶。本中心預期在半導體、物流均打入指標廠商下，訂單有望向外擴散帶動機械手臂營收成長。

人形機器人/狗：上銀已交付多家美、歐客戶機器狗與人形機器人零組件，包含單軸機器人、諧波減速機、線軌與螺桿等零組件，且公司具備行星滾柱螺桿技術。根據本中心預估，人形機器人 TAM 將自 2025-2034 年以 CAGR 將達 81.3%成長，其中諧波減速機與行星滾柱螺桿佔占人形機器人成本 31%。上銀 1) 全球線軌螺桿領導廠商，價格較日本同業低但品質相仿；2) 具備多年交付機器人/機器狗實績；3) 上銀集團具備機電整合能力且諧波減速機產品規格與日本大廠接近，有望受惠人形機器人市場爆發性成長。本中心預期上銀於人形機器人/狗相關營收將逐年翻倍。

在多重需求帶動，包含 1) 半導體尤其先進封裝製程帶動晶圓移載設備；2) 機器手臂加速導入半導體與北美物流龍頭，持續向外擴散；3) 2025 年為人形機器人元年，TAM 未來十年將以 CAGR 81.3%成長，上銀具備機電整合與減速機、滾柱螺桿關鍵零組件技術。

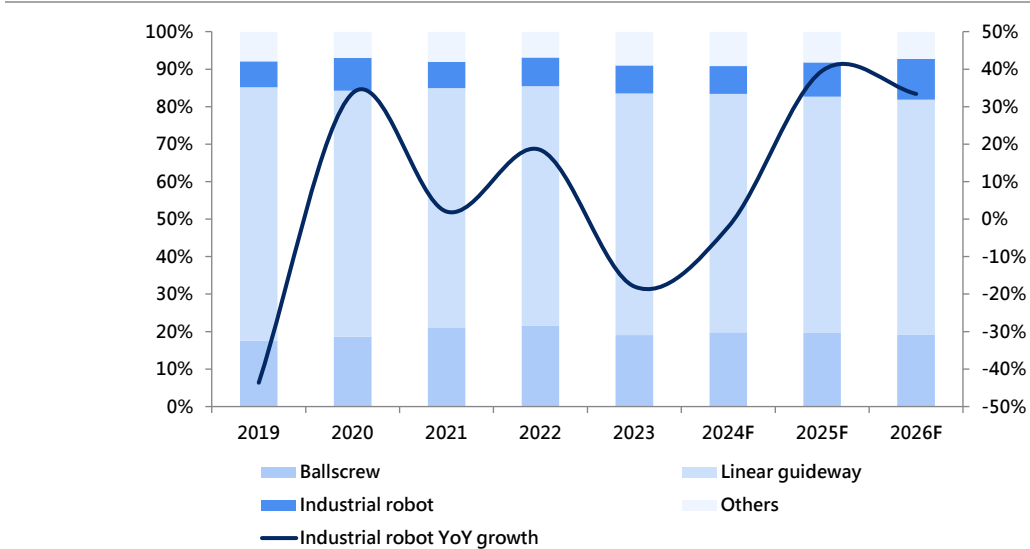
本中心預期上銀在次統模組包含半導體設備、機械手臂與人型機器人/狗相關營收將顯著成長，佔整體工業機器人 2024/25/26 年營收年減 2%/年增 41%/37%，營收占比達 7%/9%/11%，持續朝次系統與解決方案提供商邁進。

圖 4：單軸機器人整合線軌、螺桿、馬達與驅動器組成次系統件



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：工業機器人 - 半導體設備、機械手臂、人型機器人營收將迎爆發成長



資料來源：公司資料、元大投顧

產業底部已過，中國貨幣政策刺激下，工具機市場估 2Q25 需求回升

若觀察近 17 年(2008-2024)日本工具機協會(JMTBA)國內外工具機訂單金額訂單，產業上升期約 22-25 個月，下行期約 16-25 個月。此次下行期於 3Q22 達高峰後開始，此次下行期已達至少 21 個月。本中心認為產業已於 1Q24 落底，主因 1) 自動化同業營收年增幅自 2M24 的年減 28%回升至 9M24 的年增 5%；2) 產業庫存週轉天數於 2Q24 降至 4Q22 以來新低；3) 線軌龍頭 THK 訂單季減幅於 1Q24 落底，1Q24/2Q24 積壓訂單 QoQ -1.3%/-1.4%，底部已至。

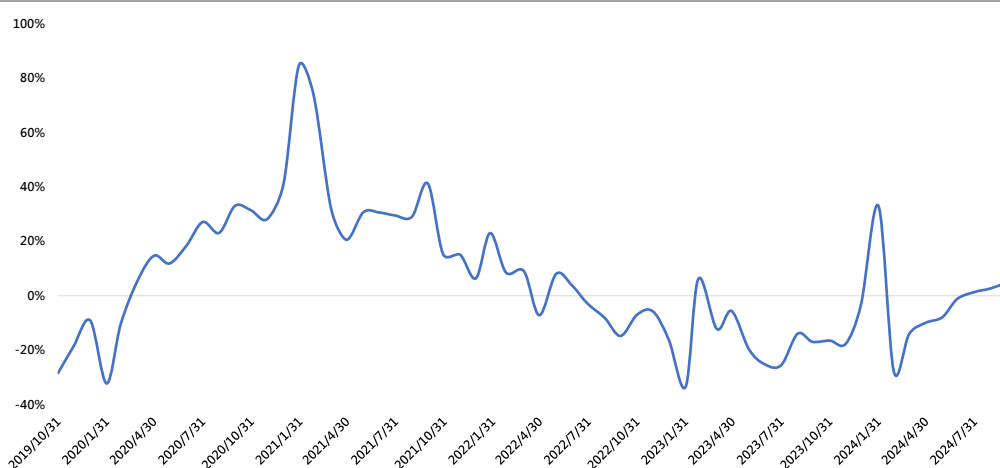
若觀察近 17 年(2008-2024)日本工具機協會(JMTBA)國內外工具機訂單金額訂單、產業庫存與產能以及各國貨幣與財政政策下，本中心認為整體工具機產業將於 2Q25 重回上升趨勢，主要原因包含 1) 工具機產業庫存與生產比率盤整完畢，通路庫存消化；2) 美、歐降息，中國貨幣政策刺激下，需求於 2Q25 回升。

1、產業庫存產能皆低，整理消化完畢：根據 JMTBA 資料顯示，過去三次工具機景氣上行循環前的低谷，產業庫存/生產比率盤整期約為 12-14 個月，比率落在 150%-300%之間，待終端庫存消化完畢且產能降至低水位後，整體市場透過貨幣、財政政策推升終端需求，帶動整體工具機市場回升並進入上升循環。本次產業庫存/生產比率於 5M23 達 168.2%，並進入庫存調整的市場盤整期，近期 8M24 自 4M24 的 186.4%回落至 169.7%，整體市場產能與庫存皆位於歷史低

點。本中心預估整體工具機市場庫存/產能比將於 4Q24 落底。產業庫存調整期本次將持續 20 個月，主因中國疫後面臨多項負面影響，包含缺工、供應鏈斷鏈與外移、高利率環境下內需疲弱等影響。

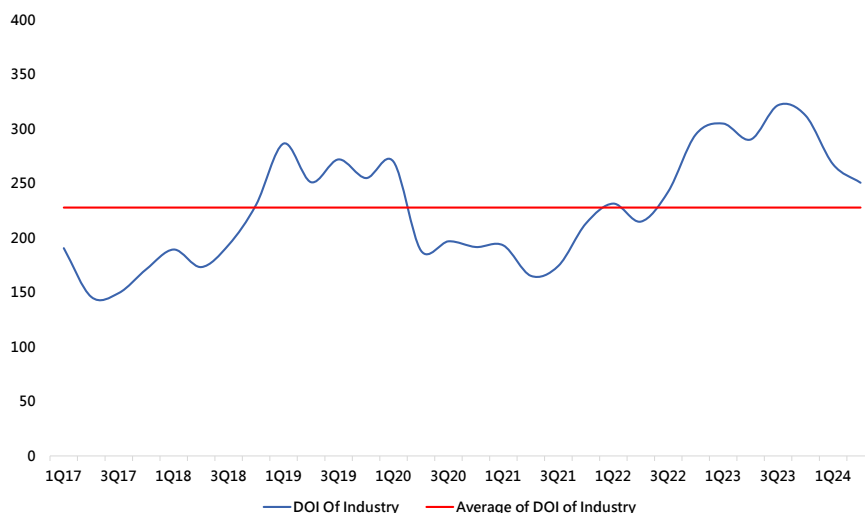
2、中國貨幣政策發力，需求提升：根據 JMTBA 資料顯示，過去上升循環起點落在 2008/2012/2015/2020 年，由於中國市場需求占整體工具機市場 30-40%，其中 2008/2015/2020 年三大上升循環可對應中國推出強力財政刺激政策，包含 1) 2008 年主要的政策是透過四兆人民幣經濟刺激計畫來大量推動基礎建設；2) 2015 年除了基礎設施投資外，還推出一系列減稅降費的措施以及公私合營(PPP)方案；3) 2020 年著重在減稅降費。本中心認為中國財政政策將有望推動整體工具機產業進入上升循環，由中央政府推動中國房市、車市及傳統製造業需求。近期，9M24 中國央行首先推出一系列貨幣刺激政策，包含調降存款準備率 0.5 個百分點；調降 7 天期逆回購操作利率 0.2 個百分點至 1.5%；調降存量房貸利率至新發放房貸利率附近；將二套房貸款最低首付比例從 25%下調至 15%，統一首套房和二套房的房貸最低首付比例...。中共中央政治局進一步表態支持經濟成長，許諾加大財政支持力度，預期 11M24 中國人大常委會會議後或將有進一步財政政策方案推出。因此，本中心認為 4Q24 中國政府有望推出新一輪財政政策，透過政府支出以刺激經濟成長。因此，本中心認為工具機市場有望在中國貨幣、財政政策雙管齊下，整體市場於 2Q25 開始回升。

圖 6：自動化同業月營收年增率於 7M24 轉正後持續上揚



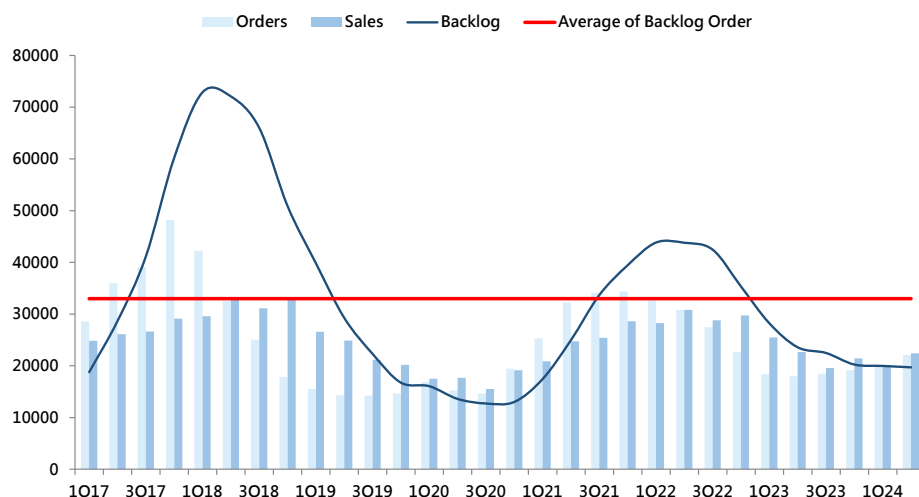
資料來源：公司資料、元大投顧。註：同業包括上銀、亞德客-KY、直得、全球傳動、氣立。

圖 7：自動化同業庫存週轉天數下滑估於 4Q24 下滑至近 8 年平均水準



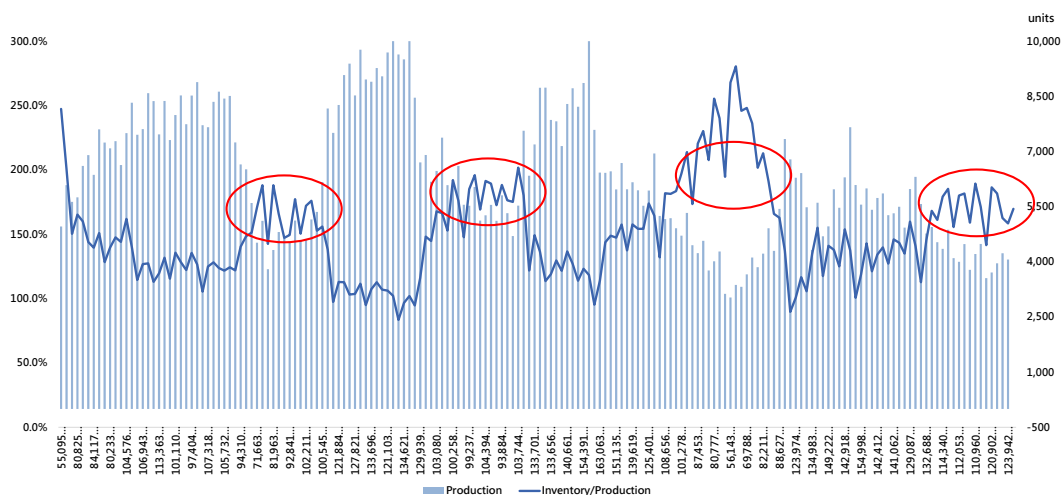
資料來源：公司資料、元大投顧。註：同業包括上銀、亞德客-KY、直得、全球傳動、氣立。

圖 8：線軌龍頭廠 THK 積壓訂單落底



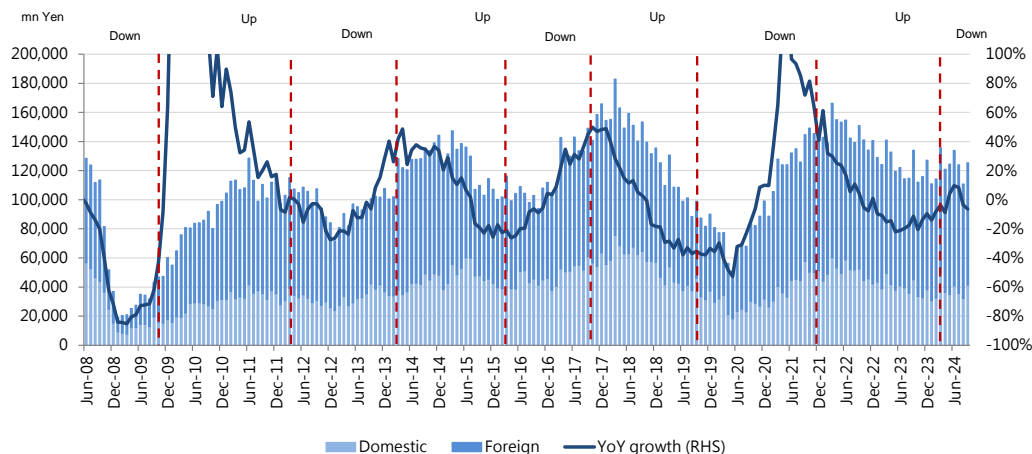
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：日本工具機生產與庫存比較



資料來源：JMTBA、元大投顧

圖 10：2008-2024 年日本工具機訂單週期



資料來源：JMTBA、元大投顧

圖 11：中國 9/24 貨幣政策

貨幣政策	房市刺激政策
下調存款準備金 0.5%，並保留年底前續降 0.25-0.5%可能	降低存量房貸利率 0.5%
下調 7 天逆回購利率 0.2%	統一房貸最低首付比例至 15%
創設股票回購增持再貸款， 支持上市公司主要股東回購增持股票， 首期規模 3,000 億元，有後續追加可能	保障性住房再貸款央行資金支持比例由 60% 提升至 100%
創設證券/基金/保險互換便利， 支持以債券/股票/股票 ETF/滬深 300 成分股 向央行抵押以喚回高流動性國債/央行票據，有後續追加可能	

資料來源：Tradingeconomics、元大投顧

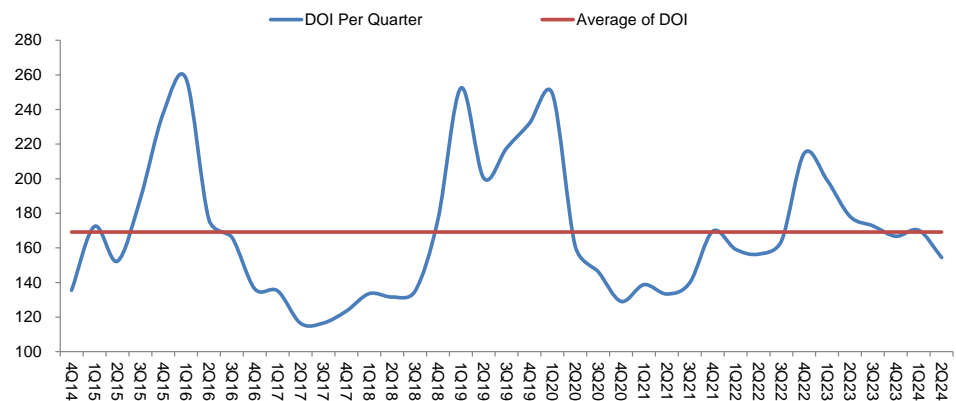
上銀庫存水位估 4Q24 降至近期最低水位，ASP 估止穩微增，需求於 2Q25 復甦

上銀庫存週轉天數於 2Q24 已落至 10 年平均低點，本中心預期在市場需求逐漸復甦，公司控制產能且持續消化庫存下，估庫存將於 4Q24 降至最低水位，估計在中國貨幣政策刺激下，先由補庫存需求帶動，後續實質工具機需求提升將帶動上銀整體銷售回升。

綜合上述，本中心認為 1) 整體工具機產業在經歷長達 20 個月庫存調整期後，產業庫存已降至歷史低點，將受惠全球進入降息循環、中國有望推出貨幣、財政政策加持下，於 2Q25 重回上升循環態勢；2) 上銀受惠產品組合完善且積極推廣次系統產品，產品議價能力與客戶黏著度較高，終端應用與銷售區域積極發展高附加價值如半導體、機器人等領域，開拓歐、美、日等市場，產業復甦較同業快且顯著；3) 上銀庫存週轉天數將於 4Q24 下滑至近期最低水位，終端拉貨動能於 2Q25 顯著回升。ASP 部分在日幣貶值趨勢緩和下，有望止穩。

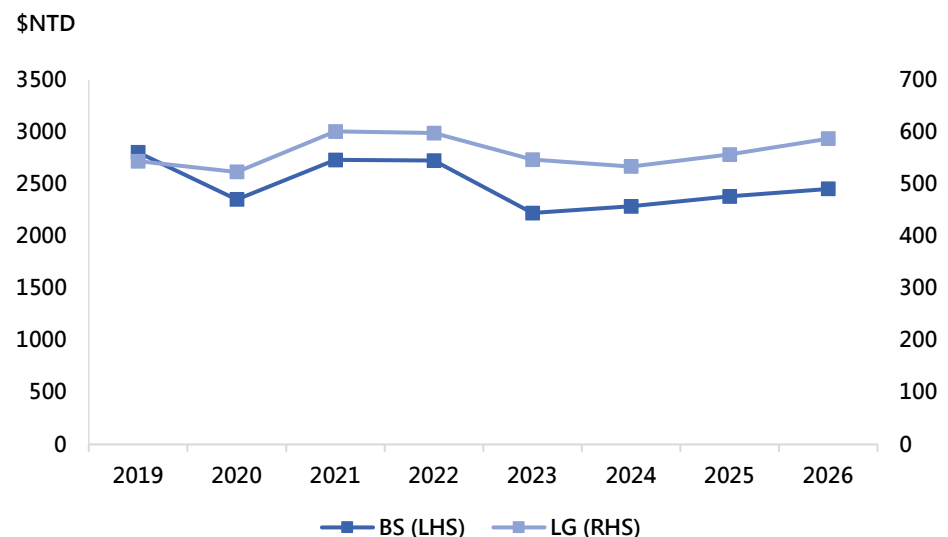
估上銀 2025/26 年螺桿、線軌銷售量年增 8%/年增 6%，本中心認為需求成長幅度不及過去上升循環，主因中國內需結構性問題難以短期解決，然中國刺激政策與全球降息趨勢仍將刺激終端需求。ASP 部分，本中心認為短期提升幅度有限，主因 2020 年受日幣持續貶值影響，上銀於各地需進行補貼等措施以維持價格競爭力。估上銀 2025/2026 年螺桿、線軌 ASP 分別年增 4.2%/4.3%、3.1%/5.5%。帶動上銀 2025/2026 年營收年增 13.5%/12.7%。毛利率受惠 1) 日幣貶值趨勢止穩；2) ECFA 取消影響陰霾在產能與進出口配置下減緩；3) 終端需求提升帶動 UTR 提升。估 2025/2026 年毛利率年增 3.6/1.3 個 ppts 至 33.9%/35.2%。營業利益率在營收規模提升下，2025/2026 年年增 5.5/年增 2.6 個 ppts 至 14.9%/17.5%。帶動 2025/2026 年 EPS 年增 61.7%/30.8%至 9.3/12.1 元。

圖 12：上銀庫存週轉天數持續下滑，估 4Q24 降至谷底



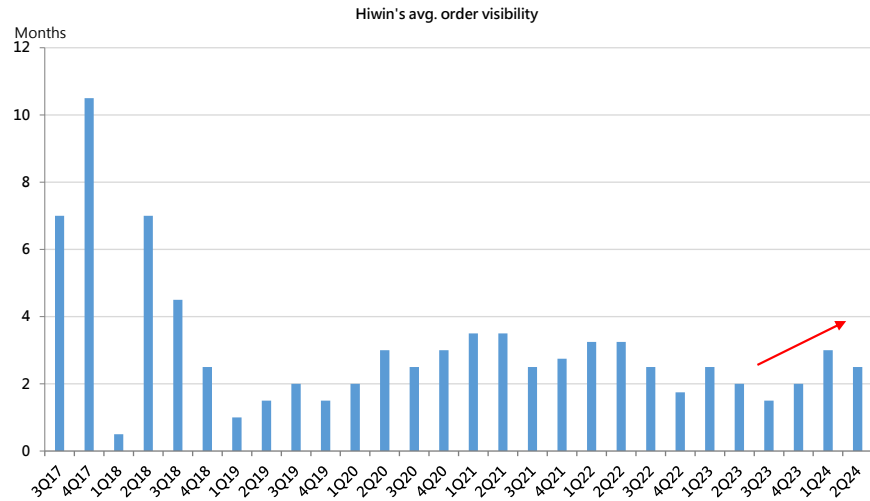
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 13：上銀各產品 ASP 提升幅度有限



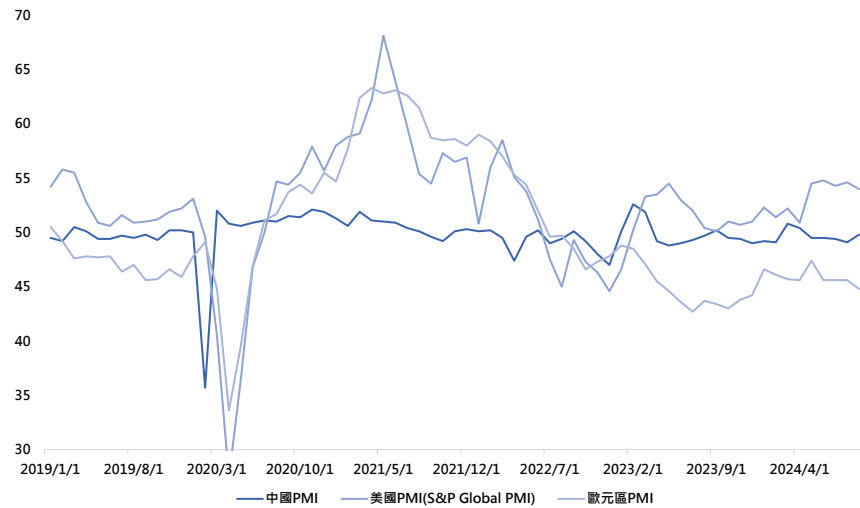
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 14：上銀平均交期變化



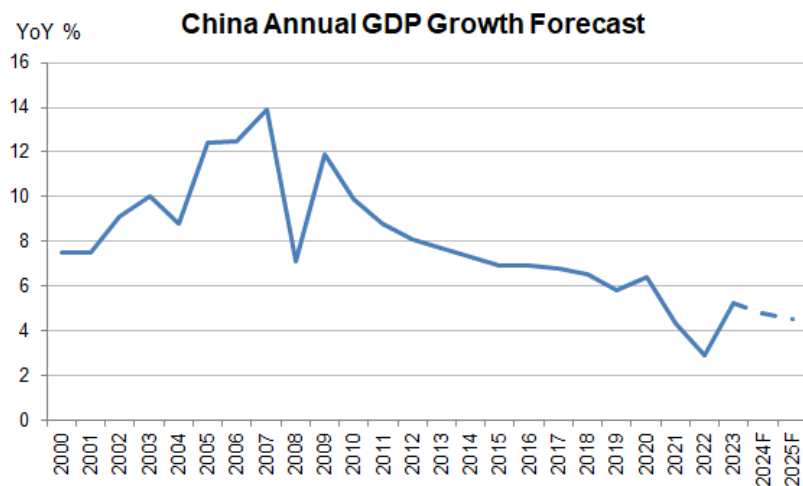
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：美國、中國、歐洲近 5 年製造業指數



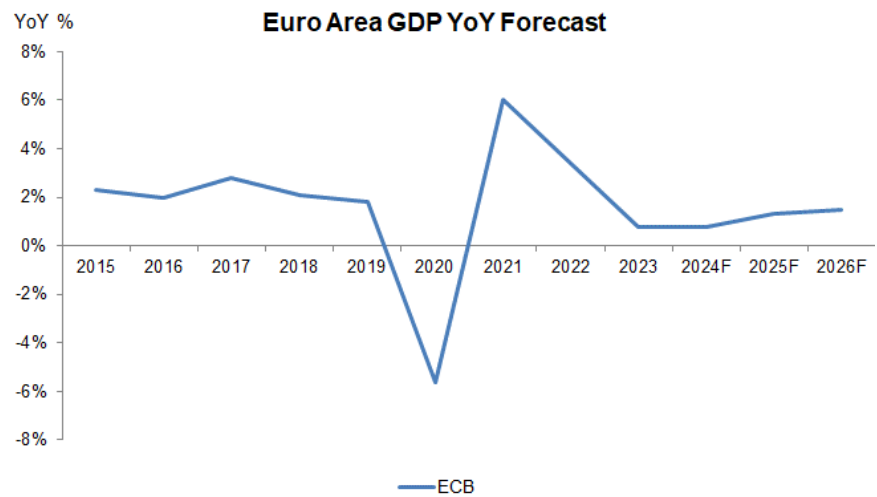
資料來源：ISM、IHS Markit、中國國家統計局、元大投顧

圖 16：中國 GDP 預估 YoY (年)



資料來源：IMF、元大投顧

圖 17：歐元區 GDP 預估 YoY (年)



資料來源：ECB、Bloomberg、元大投顧

台灣線性元件在世界供應鏈擔任重要角色

一個完整的線性傳動元件廠有四項必要元件：線性滑軌、滾珠螺桿、滾珠花鍵、單軸機器人。滑軌主要功用是移動物件，物件會固定在滑座上，然滑座無法自行移動，因此需要馬達結合滾珠螺桿，透過圓周轉換成直線運動。若想將物件在半空中移動，則必須將線性滑軌替換為滾珠花鍵，係因滾珠花鍵是圓柱狀，只要靠前後支撐即可讓物件在半空移動，且除了搬運待加工的物件，也可移動加工設備進行加工。單軸機器人則是將線性滑軌與滾珠螺桿模組化，使客戶安裝使用更為便利，單軸機器人在半導體相關製造非常常見。

過去的線性傳動元件絕大部分是由日系廠商主導，係因日本製造業對滑軌的需求非常強勁，光是國內就常供不應求。台灣廠商過去受惠國際自動化需求漸增趨勢，日廠無法供應足量產品而漸漸展露頭角，廠商近年透過在穩定度、精密性、耐久性的提升，不但已可提供與日廠幾乎相同水準的產品，價格上也更具優勢，為有意導入自動化設備的廠商提供更優質且經濟的選擇。

近年中國自動化需求逐漸攀升，主因 1) 人口成本持續上升；2) 現代人較少加班，平均工作時數較以往短。中國亦有許多廠商進入線性傳動元件市場，但因中國廠商的技術能力與台、日廠商仍有差距，且中國廠商多專注於價格優勢而非品質優化，故儘管有中國廠商積極搶市，但受影響僅止於台灣較不具高階技術能力的供應商，上銀由於技術能力強、整合能力高，對於中國有意引進自動化的廠商仍是優先選擇。

線性元件亦為寡占市場，上銀市占率排名第二

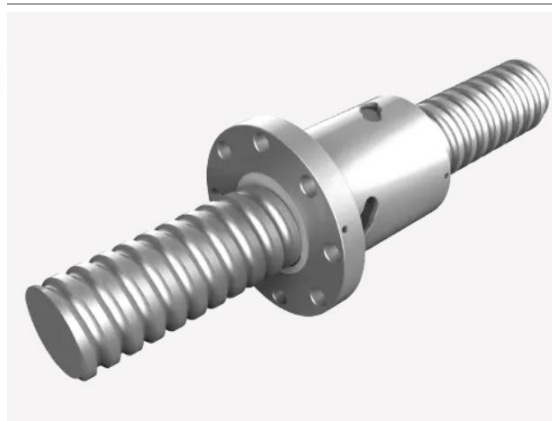
目前全球線性元件市場為寡占市場，前三名市占率超過 7 成。上銀 2022 年線性元件市占率成功超越日商 NSK，目前市佔率為 21%，僅次於日商 THK 的 32%。上銀的後續成長動能將來自於高端線性元件，主要應用於電動車與半導體產業。上銀相較其他競爭者之優勢主要來自於自製製程壓低成本帶來的高性價比，上銀產品品質相較低價的中國廠高，而價格較品質相當的日本同業低。

圖 18：線性滑軌示意圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：滾珠螺桿示意圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：滾珠花鍵示意圖



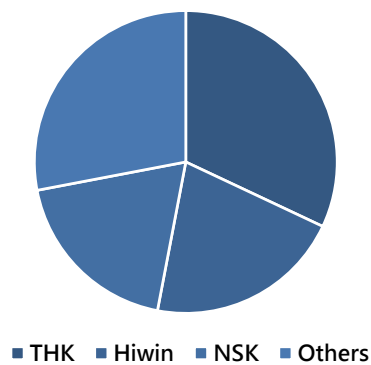
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：工業機器人示意圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 22：線性滑軌市占率



資料來源：元大投顧

中國進入價格競爭、供應鏈轉移與通縮的下行循環，美、歐、東南亞為發展重點

自動化產業最近兩次上升循環均與中國有關。第一次為 2016-2018 年，主因中國受惠電子、汽車、太陽能等需求大幅提升，大量導入自動化設備下，整體市場呈現價量齊揚。第二次上升週期為 2020-2022 年，主因 2020 年 Covid19 使中國封城、全球供應鏈斷鏈、缺工嚴重下，解封後工業生產加速帶動自動化需求提升。然在 4Q22 解封後，高通膨、高利率、電動車增速放緩、太陽能供過於求、房地產泡沫、美中貿易戰等多因素下，整體中國經濟成長放緩，連帶影響整體工業設備投入速度放緩。同時因中國需求不振導致內部價格競爭加劇，導致行業出現惡行循環。儘管中國政府持續推出刺激政策，然整體製造工業在 1) 中美貿易戰使供應鏈外移至東南亞趨勢明確；2) 過去 20 年擔任經濟領頭羊的房地產泡沫化；3) 人口紅利不再，供應鏈外移使消費動能差，景氣通縮。本中心認為整體自動化市場未來 3-5 年將以中國曝險較低廠商有望於產業中脫穎而出，成長動能將會以美國、歐洲製造以及東南亞生產為發展重心。

獲利調整與股票評價

給予上銀「買進」投資評等，目標價 310 元

上銀約 85-90% 營收來自於線性元件，我們認為線性元件產業已於 1Q24 落底，估將於 2Q25 反轉進入產業上升期，故 2025 年表現將大幅優於 2024 年。預估 2025/2026 年 EPS 分別為 9.3/12.1 元，年增 61.7%/30.8%。過去線性元件上升期上銀本益比區間為 19-50 倍，本中心給予上銀買進評等，目標價 310 元，係根據 2025 年 EPS 9.3 元與過去線性元件上升期本益比之中緣 33 倍推得，目前上銀股價約落在 27 倍 2025 年預估每股盈餘，高於國外同業 22 倍，低於國內同業 55 倍，但本中心認為上銀享有較高本益比，主因 1) 線性元件估將於 2Q25 開始反轉，上銀庫存水位已降至歷史低點且其為產業領導廠商；2) 上銀具備機電整合能力，銷售區域分散且歐洲占比持續提高；3) 上銀於半導體次系統、機器手臂與人型機器人將迎爆發性成長。上銀為本中心於機器人產業首選，因其具備機電整合及關鍵零組件包含諧波減速機及滾柱螺桿等技術。

我們亦觀察本益比與營業利益率呈現正相關性，線性元件於 2Q25 進入產業上升期，後續營業利益逐季轉佳將帶動股價持續向上。根據歷史上升週期 22-25 個月，2Q25 開始將進入上升期，對本益比具支撐作用，下檔風險有限。

圖 23：2024 和 2025 年財務預估調整

(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	24,414	24,304	27,716	27,059	0.5%	2.4%
營業毛利	7,409	7,522	9,401	8,880	-1.5%	5.9%
營業利益	2,325	2,489	4,137	3,624	-6.6%	14.1%
稅前利益	2,455	2,619	4,180	3,668	-6.3%	14.0%
稅後淨利	2,027	2,127	3,276	2,859	-4.7%	14.6%
調整後 EPS (元)	5.73	6.07	9.26	8.44	-5.6%	9.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	30.4%	31.0%	33.9%	32.8%	-0.6	1.1
營業利益率	9.5%	10.2%	14.9%	13.4%	-0.7	1.5
稅後純益率	8.3%	8.8%	11.8%	10.6%	-0.5	1.3

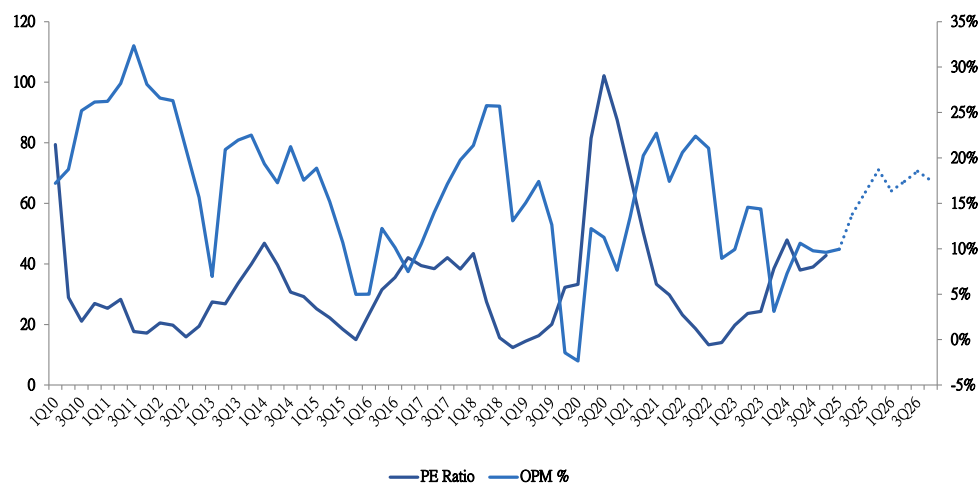
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 24：上銀各產品線營收成長預估

	2023 年營收佔比	YOY 2024F	YOY 2025F	YOY 2026F
線性滑軌	64%	-2%	13%	12%
滾珠螺桿	19%	3%	12%	9%
工業機器人	8%	-2%	41%	37%
其他	9%	1%	2%	0%

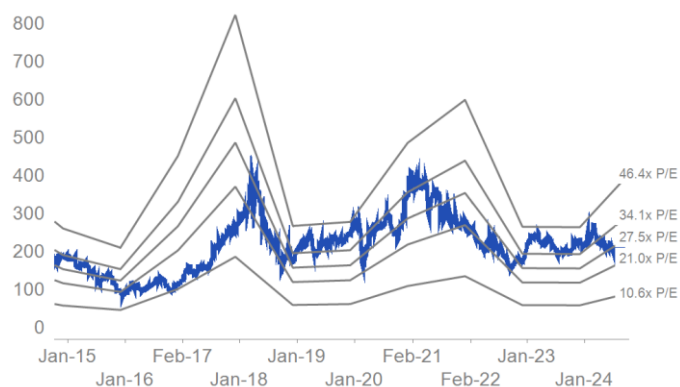
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 25：上銀本益比區間與營業利益率呈現正相關



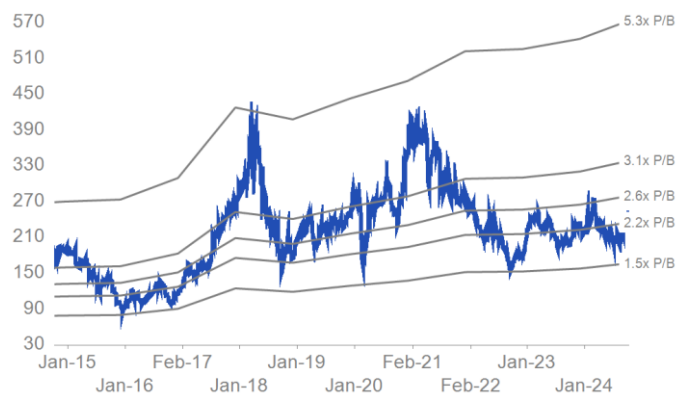
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 26：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 27：12 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 28：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
上銀	2049 TT	買進	253.5	2,802	5.75	5.73	9.26	44.1	44.3	27.4	(55.5)	(0.4)	61.7
國外同業													
SMC Corp	6273 JP Equity	未評等	67,870	29,570	3,445	2,737	2,946	19.7	24.8	23.0	17.8	(20.5)	7.6
THK Co Ltd	6481 JP Equity	未評等	2,646	2,222	150.08	147.52	195.65	17.6	17.9	13.5	(13.1)	(1.7)	32.6
Yaskawa Electric Corp	6506 JP Equity	未評等	4,529	7,811	198.07	184.91	209.08	22.9	24.5	21.7	35.0	(6.6)	13.1
Fanuc Corp	6954 JP Equity	未評等	4,309	27,739	178.55	132.00	147.16	24.1	32.6	29.3	10.3	(26.1)	11.5
國外同業平均								21.1	25.0	21.9	12.5	(13.7)	16.2
國內同業													
Chieftek Precision Co Ltd	1597 TT	未評等	98.80	273	1.12	1.42	1.80	87.9	69.6	54.9	-	-	-
Airtac International Group	1590 TT	未評等	940.00	5,815	34.83	38.33	42.08	35.8	30.1	23.3	(3.8)	19.2	28.9
Taiwan Chelic Co Ltd	4555 TT	未評等	42.50	92	(0.51)	(0.28)	0.35	(83.7)	(151.8)	121.4	(119.9)	-	-
Delta Electronics Inc	2308 TT	買進	399.00	32,059	12.86	15.42	18.65	31.0	25.9	21.4	2.2	19.9	21.0
國內同業平均					12.1	13.7	15.7	17.8	(6.6)	55.3	(40.5)	19.6	24.9

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 29：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
上銀	2049 TT	買進	253.5	2,802	5.2	5.6	8.5	98.92	102.15	108.92	2.6	2.5	2.3
國外同業													
SMC Corp	6273 JP Equity	未評等	67890.0	31,252	14.2	10.0	9.9	26,046	28,094	30,888	2.6	2.4	2.2
THK Co Ltd	6481 JP Equity	未評等	2618.5	2,323	5.3	5.0	6.5	2,914.3	3,012.3	3,147.0	0.9	0.9	0.8
Yaskawa Electric Corp	6506 JP Equity	未評等	5605.0	10,214	16.2	14.0	13.3	1,329.2	1,410.7	1,654.4	3.4	3.2	2.7
Fanuc Corp	6954 JP Equity	未評等	4071.0	27,902	10.8	7.9	8.3	1,690.8	1,730.0	1,824.4	2.5	2.5	2.4
國外同業平均					11.6	9.2	9.5				2.4	2.2	2.0
國內同業													
Chieftek Precision Co Ltd	1597	未評等	66.4	187	9.8	-	-	26.9	-	-	3.7	-	-
Airtac International Group	1590	買進	903.0	5,685	10.8	-	-	212.9	-	-	5.7	4.5	3.9
Taiwan Chelic Co Ltd	4555	未評等	52.0	113	5.5	-	-	40.6	-	-	1.0	-	-
Delta Electronics Inc	2308	買進	348.0	28,493	15.4	17.3	18.9	76.7	88.7	99.3	5.2	4.5	4.0
國內同業平均					10.4	17.3	18.9				3.9	4.5	4.0

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 30：季度及年度簡明損益表 (合併)

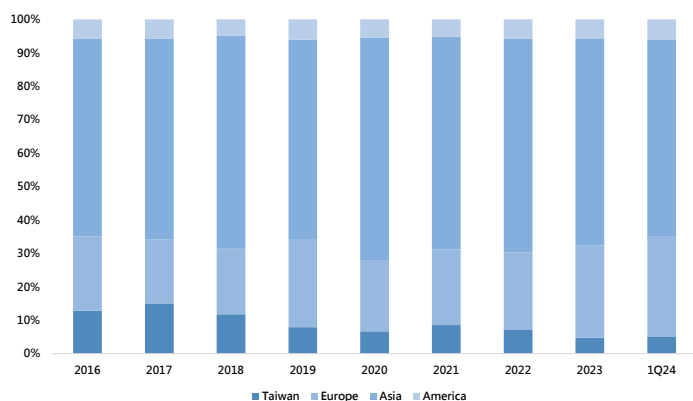
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	5,506	6,183	6,379	6,346	6,133	6,753	7,254	7,576	24,414	27,716
銷貨成本	(3,917)	(4,235)	(4,404)	(4,448)	(4,315)	(4,530)	(4,712)	(4,759)	(17,004)	(18,316)
營業毛利	1,589	1,948	1,974	1,897	1,819	2,223	2,542	2,817	7,409	9,401
營業費用	(1,189)	(1,292)	(1,314)	(1,288)	(1,208)	(1,290)	(1,364)	(1,402)	(5,084)	(5,264)
營業利益	400	656	660	609	610	933	1,178	1,415	2,325	4,137
業外利益	83	36	6	5	17	9	9	9	130	43
稅前純益	484	691	666	614	627	942	1,187	1,424	2,455	4,180
所得稅費用	(123)	(134)	(186)	(135)	(138)	(264)	(261)	(399)	(578)	(1,062)
少數股東權益	(34)	(24)	(48)	(44)	(44)	(36)	(39)	(39)	(150)	(158)
歸屬母公司稅後純益	395	582	527	523	533	714	965	1,065	2,027	3,276
調整後每股盈餘(NT\$)	1.12	1.65	1.49	1.48	1.51	2.02	2.73	3.01	5.73	9.26
調整後加權平均股數(百萬股)	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354
重要比率										
營業毛利率	28.9%	31.5%	31.0%	29.9%	29.7%	32.9%	35.1%	37.2%	30.4%	33.9%
營業利益率	7.3%	10.6%	10.4%	9.6%	10.0%	13.8%	16.2%	18.7%	9.5%	14.9%
稅前純益率	8.8%	11.2%	10.4%	9.7%	10.2%	13.9%	16.4%	18.8%	10.1%	15.1%
稅後純益率	7.2%	9.4%	8.3%	8.2%	8.7%	10.6%	13.3%	14.1%	8.3%	11.8%
有效所得稅率	25.3%	19.3%	27.9%	22.0%	22.0%	28.0%	22.0%	28.0%	23.5%	25.4%
季增率(%)										
營業收入	-4.4%	12.3%	3.2%	-0.5%	-3.4%	10.1%	7.4%	4.4%		
營業利益	123.9%	63.8%	0.6%	-7.7%	0.2%	53.0%	26.3%	20.1%		
稅後純益	18.8%	47.3%	-9.5%	-0.8%	1.9%	34.0%	35.2%	10.4%		
調整後每股盈餘	18.6%	47.3%	-9.5%	-0.8%	2.0%	33.8%	35.1%	10.4%		
年增率(%)										
營業收入	-4.0%	-6.1%	-2.7%	10.2%	11.4%	9.2%	13.7%	19.4%	-0.9%	13.5%
營業利益	-29.7%	-31.6%	-30.1%	240.7%	52.4%	42.3%	78.5%	132.3%	-12.3%	77.9%
稅後純益	-11.2%	-7.0%	-16.5%	57.2%	34.8%	22.7%	83.1%	103.6%	2.5%	66.1%
調整後每股盈餘	-11.2%	-7.0%	-16.5%	57.0%	35.0%	22.6%	83.1%	103.7%	-0.4%	61.7%

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

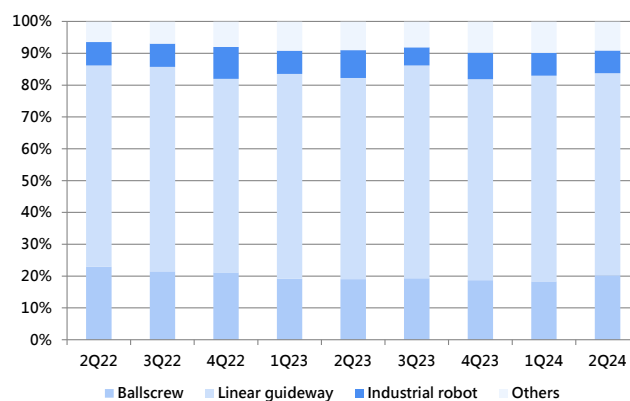
上銀科技為台灣機械製造商、世界第二大滾珠螺桿製造商，成立於 1989 年，主要從事精密滾珠螺桿、線性滑軌、工業用機器人的研發與製造，海外子公司包括德國、美國、日本、瑞士、捷克、法國，並以自有品牌「HIWIN」行銷全世界。2Q24 營收比重滾珠螺桿佔比 23%、線性滑軌佔比 63%、工業機器人佔比 6%，其他包括子公司大銀微、陸聯精密等，佔營收比重 8%。線性滑軌同業包括日本 THK、NSK 等。

圖 31：銷售區域



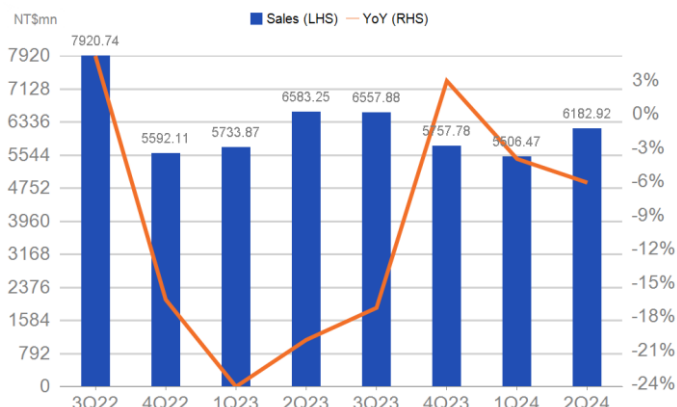
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 32：營收組成



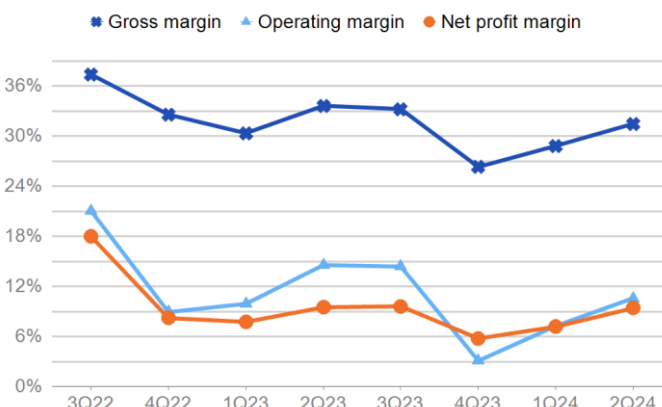
資料來源：公司資料

圖 33：營收趨勢



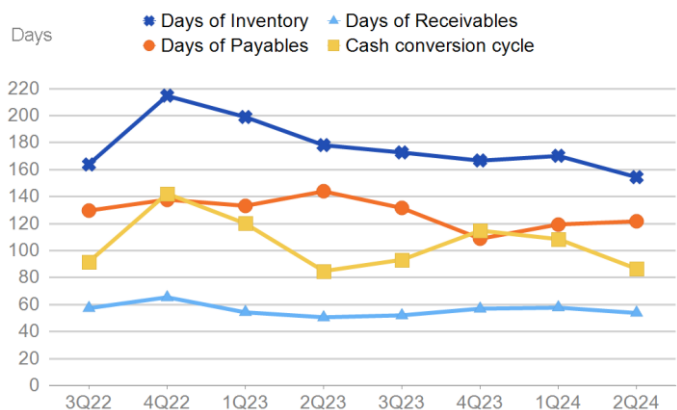
資料來源：CMoney、公司資料

圖 34：毛利率、營益率、淨利率



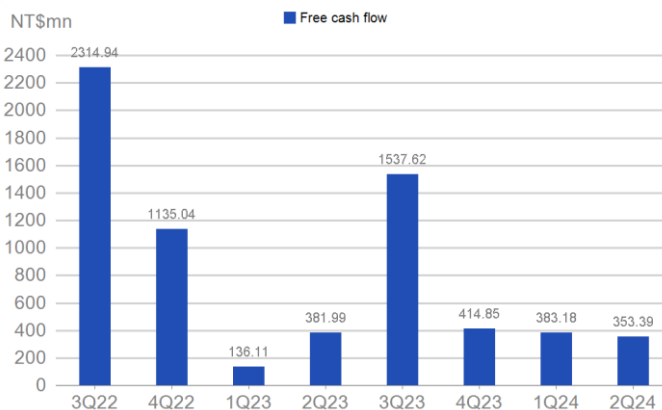
資料來源：CMoney、公司資料

圖 35：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 36：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：**上銀科技整體的 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落後的位置，但在工業設備行業的公司中排名落後同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**上銀科技的整體曝險屬於中等水準，處於工業設備行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含客戶組合管理、安全問題、勞工問題等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**上銀科技在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循適當的 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。該公司還制定了適當的環境政策，並制訂了舉報計劃以解決潛在問題。

圖 37：ESG 分析

分項	評分/評級	
ESG 總分	26.0	
在 ESG 議題上的曝險 (A)	46.1	
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	45.4	
風險評級	中	★
同業排行(1~100，1 為最佳)	29	

資料來源：Sustainalytics (2024/11/7)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

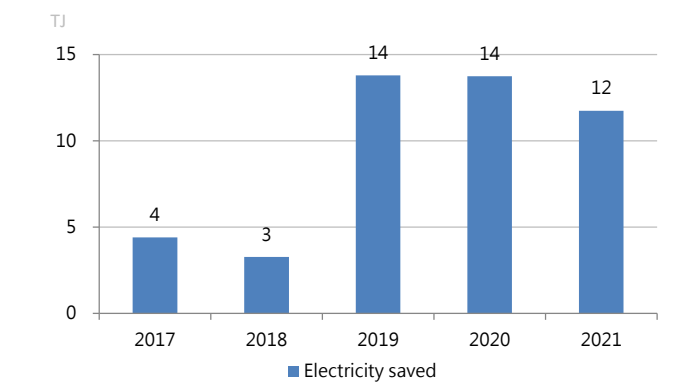
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

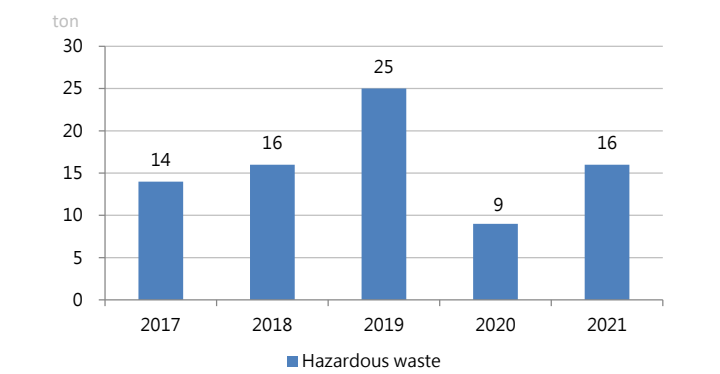
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 38：節電量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 39：有害廢棄物生產量



資料來源：公司資料、Reuters

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	5,433	7,458	7,564	7,727	6,995
存貨	8,323	8,938	7,490	7,046	8,811
應收帳款及票據	4,270	3,357	3,553	3,805	4,548
其他流動資產	528	566	622	622	622
流動資產	18,553	20,319	19,228	19,200	20,976
採用權益法之投資	253	327	378	358	338
固定資產	27,354	27,679	28,215	29,559	30,637
無形資產	256	256	256	238	217
其他非流動資產	4,615	3,558	3,359	3,359	3,359
非流動資產	32,478	31,821	32,209	33,515	34,552
資產總額	51,032	52,140	51,437	52,714	55,528
應付帳款及票據	4,136	2,997	2,839	3,124	3,700
短期借款	4,953	1,857	1,488	1,488	1,488
什項負債	4,764	4,556	3,633	3,633	3,633
流動負債	13,853	9,410	7,960	8,245	8,821
長期借款	5,378	6,310	6,955	6,955	6,955
其他負債及準備	1,334	1,455	1,408	1,408	1,408
長期負債	6,712	7,765	8,362	8,362	8,362
負債總額	20,565	17,175	16,322	16,608	17,184
股本	3,408	3,538	3,538	3,538	3,538
資本公積	5,516	7,480	7,480	7,480	7,480
保留盈餘	20,681	23,459	23,588	24,731	27,126
什項權益	675	274	392	392	392
歸屬母公司之權益	30,280	34,751	34,998	36,141	38,536
非控制權益	187	213	116	(34)	(192)
股東權益總額	30,467	34,965	35,114	36,107	38,344

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	3,155	4,312	1,832	1,877	3,118
折舊及攤提	2,236	2,202	2,326	2,150	2,321
本期營運資金變動	601	(895)	1,300	477	(1,933)
其他營業資產 及負債變動	2,168	459	(686)	0	0
營運活動之現金流量	8,160	6,078	4,770	4,504	3,507
資本支出	(1,494)	(1,605)	(2,300)	(3,476)	(3,378)
本期長期投資變動	33	75	51	20	20
其他資產變動	(924)	(673)	(597)	0	0
投資活動之現金流量	(2,385)	(2,203)	(2,846)	(3,456)	(3,358)
股本變動	99	130	0	0	0
本期負債變動	(2,324)	(5,460)	204	0	0
現金增減資	0	2,075	0	0	0
支付現金股利	(662)	(1,534)	(1,946)	(884)	(881)
其他調整數	48	2,867	(58)	0	0
融資活動之現金流量	(2,838)	(1,922)	(1,800)	(884)	(881)
匯率影響數	(108)	72	(18)	0	0
本期產生現金流量	2,829	2,025	106	163	(732)
自由現金流量	6,667	4,473	2,471	1,028	129

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	27,265	29,315	24,633	24,414	27,716
銷貨成本	(17,450)	(18,599)	(16,978)	(17,004)	(18,316)
營業毛利	9,815	10,715	7,655	7,409	9,401
營業費用	(4,701)	(5,143)	(5,004)	(5,084)	(5,264)
推銷費用	(1,643)	(1,854)	(1,905)	(2,035)	(2,176)
研究費用	(1,059)	(1,129)	(943)	(930)	(888)
管理費用	(1,999)	(2,160)	(2,156)	(2,119)	(2,199)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	5,115	5,572	2,651	2,325	4,137
利息收入	13	54	62	90	88
利息費用	(169)	(187)	(195)	(211)	(214)
利息收入淨額	(156)	(133)	(132)	(120)	(126)
投資利益(損失)淨額	42	80	49	44	44
匯兌損益	(181)	301	16	131	0
其他業外收入(支出)淨額	(345)	(2)	(44)	56	125
稅前純益	4,475	5,818	2,540	2,455	4,180
所得稅費用	(1,320)	(1,506)	(709)	(578)	(1,062)
少數股權淨利	(378)	(168)	(203)	(150)	(158)
歸屬母公司之稅後純益	3,532	4,479	2,035	2,027	3,276
稅前息前折舊攤銷前淨利	6,880	8,206	5,061	4,476	6,458
調整後每股盈餘 (NT\$)	10.51	12.94	5.75	5.73	9.26

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	28.2	7.5	(16.0)	(0.9)	13.5
營業利益	195.2	8.9	(52.4)	(12.3)	77.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	41.8	19.3	(38.3)	(11.6)	44.3
稅後純益	85.7	36.7	(57.5)	2.5	66.1
調整後每股盈餘	74.3	23.2	(55.5)	(0.4)	61.7
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	36.0	36.6	31.1	30.4	33.9
營業利益率	18.8	19.0	10.8	9.5	14.9
稅前息前淨利率	15.8	19.2	9.5	9.5	14.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	25.2	28.0	20.5	18.3	23.3
稅前純益率	16.4	19.9	10.3	10.1	15.1
稅後純益率	13.0	15.3	8.3	8.3	11.8
資產報酬率	6.4	8.4	3.5	3.6	5.6
股東權益報酬率	10.9	13.2	5.2	5.6	8.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	67.5	49.1	46.5	46.0	44.8
淨負債權益比(%)	16.1	2.0	2.5	2.0	3.8
利息保障倍數 (倍)	27.5	32.1	14.0	12.6	20.5
流動比率 (%)	133.9	215.9	241.6	232.9	237.8
速動比率 (%)	73.9	120.9	147.5	147.4	137.9
淨負債 (NT\$百萬元)	4,898	709	879	716	1,448
調整後每股淨值 (NT\$)	88.85	98.22	98.92	102.15	108.92
評價指標 (倍)					
本益比	24.1	19.6	44.1	44.3	27.4
股價自由現金流量比	13.5	20.1	36.3	87.3	695.7
股價淨值比	2.9	2.6	2.6	2.5	2.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨	13.0	10.9	17.7	20.1	13.9
股價營收比	3.3	3.1	3.6	3.7	3.2

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。

上銀 (2049 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 仁愛路三段 157 號 4 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>.