

順德 (2351 TT) SDI

新產品量產時程遞延，靜待需求恢復

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$98.0

收盤價 (2024/11/08) : NT\$100.0

隱含漲幅 : -2.0%

營收組成 (3Q24)

電子 86%、文具 14%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	98.0	170.0
2024年營收 (NT\$/十億)	10.8	11.3
2024年EPS	3.8	4.8

交易資料表

市值	NT\$18,210百萬元
外資持股比率	18.1%
董監持股比率	8.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$38.39
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	10,765	11,535
營業利益	1,170	979	902	1,068
稅後純益	941	743	693	777
EPS (元)	4.68	5.16	3.80	4.27
EPS YoY (%)	143.8	10.3	-6.7	12.2
本益比 (倍)	21.4	19.4	26.3	23.5
股價淨值比 (倍)	2.8	2.7	2.6	2.5
ROE (%)	14.8	11.1	9.9	10.6
現金殖利率 (%)	3.2%	2.6%	2.6%	2.4%
現金股利 (元)	3.20	2.60	2.57	2.38

何宗祐

bill0066@yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

- 3Q24 受銅價回落影響，毛利率 15.7%，季減 3.3 ppts，EPS 0.86 元，季減 28%，低於元大預期 31%，受業外匯損影響。
- 4Q24 IDM 客戶指出車用及工控需求尚未復甦，下調 4Q24 營收 14%至 27 億元，毛利率下調 3.4 ppts 至 15.6%，EPS 下調 43%至 0.84 元。
- 2025 年新品受中國廠商競爭使出貨遞延至 3Q25，毛利率下調 2.9ppts 至 17.4%，年增 0.7ppts，EPS 下調 38%至 4.27 元，以 2025 年 EPS 4.27 元、23 倍本益比推得目標價 98 元，維持持有-超越同業評等。

3Q24 受銅價回落及匯率因素影響，EPS 低於預期 31%

3Q24 毛利率 15.7%，季減 3.3 ppts/年減 1.3 ppts，低於元大預期之 18.7%，LME 銅價由 2Q24 平均價格 9,870 美元下滑至 3Q24 的 9,340 元，受銅價影響大，營業利益 2.3 億元，季減 24.3%/年減 4.2%，低於預期 27%，稅後獲利 1.6 億元，季減 28.2%/年減 24.7%，低於元大預期 31%，除本業因素外，業外仍有匯損，3Q24 EPS 0.86 元。

4Q24 IDM 客戶近期均指出車用需求尚未恢復，EPS 季減 2%

10M24 中 IDM 客戶開始下修訂單，且近期 IDM 客戶展望均指出車用及工控需求尚未見恢復，同時預期 1H25 仍將為庫存調整階段，因此順德表示 4Q24 營運將受客戶拉貨動能下降影響，本中心下調 4Q24 營收 14.3%至 26.9 億元，季減 7.5%/年增 3.3%，毛利方面，儘管 LME 銅價目前均價較 3Q24 均價上升 3%，惟順德稼動率較 3Q24 下滑，4Q24 毛利估 15.6%與 3Q24 相當，季減 0.1 ppts/年增 0.2 ppts，營業利益 2.1 億元，季減 7%/年增 3.7%，稅後獲利 1.5 億元，季減 2.5%/年增 37.9%，EPS 0.84 元。

靜待需求恢復，維持順德「持有-超越同業」評等

順德向 Infineon 電感元件上蓋目前仍在等待認證通過，惟現已加入中國競爭廠商，因此相關產品原預計 1Q25 可進入量產階段，將遞延至 3Q25 方能小量貢獻，其餘新產品仍在驗證階段中，因此預估新產品營收於 2025 年營收比重僅能佔個位數。本中心下調 2025 年營收 13%至 115 億元，年增 7.2%，毛利率下調 2.9ppts 至 17.4%，年增 0.7ppts，營業利益下調 36%至 10.7 億元，年增 18.4%，稅後獲利下調 38%至 7.8 億元，年增 12.2%，EPS 4.27 元。由於整體需求尚未復甦且新品出貨遞延，因此本益比從 25 倍下調至 23 倍，並以 2025 年 EPS 推得目標價 98 元，維持順德「持有-超越同業」評等。

營運分析

3Q24 受銅價回落及匯率因素影響，EPS 低於預期 31%

3Q24 營收 29.1 億元，季增 4.3%/年增 5.7%，達成率 98%，低於預期 2.3%，毛利方面，3Q24 毛利率 15.7%，季減 3.3ppts/年減 1.3ppts，低於預期之 18.7%，公司表示受銅價因素影響較大，LME 銅價由 2Q24 平均價格 9,870 美元下滑至 3Q24 的 9,340 元，營業利益 2.3 億元，季減 24.3%/年減 4.2%，低於預期 27%，營益率 7.8%，季減 3ppts/年減 0.8ppts，低於預期之 10.4%，稅後獲利 1.6 億元，季減 28.2%/年減 24.7%，低於預期 31%，除本業因素外，業外仍有匯損。EPS 0.86 元。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	3Q24A		預估差異		
						元大預估	市場預估	元大	市場	
營業收入	2,748	2,785	2,905	4.3%	5.7%	2,974	2,998	-2.3%	-3.1%	
營業毛利	468	529	456	-13.8%	-2.5%	555	552	-17.8%	-17.4%	
營業利益	237	300	227	-24.3%	-4.2%	309	319	-26.5%	-28.8%	
稅前利益	276	305	197	-35.4%	-28.6%	300	322	-34.3%	-38.9%	
稅後淨利	208	219	157	-28.2%	-24.7%	227	244	-31.2%	-35.7%	
調整後 EPS (元)	1.14	1.20	0.86	-28.4%	-24.7%	1.25	1.34	-31.2%	-35.7%	
重要比率 (%)			百分點				百分點			
營業毛利率	17.0%	19.0%	15.7%	-3.3	-1.3	18.7%	18.4%	-3.0	-2.7	
營業利益率	8.6%	10.8%	7.8%	-3.0	-0.8	10.4%	10.6%	-2.6	-2.8	
稅後純益率	7.6%	7.9%	5.4%	-2.5	-2.2	7.6%	8.1%	-2.2	-2.7	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

4Q24 IDM 客戶近期均指出車用需求尚未恢復，順德營運季減

展望 4Q24，公司原觀察 IDM 客戶有庫存落底並開始回補庫存跡象，惟 10M24 中 IDM 客戶開始有下修訂單狀況，同時輔以近期 IDM 客戶展望觀察，STM、NXP、OnSemi、Infineon 均指出車用及工控需求尚未見恢復，同時預期 1H25 仍將維持庫存調整階段，因此順德表示 4Q24 營運將受客戶拉貨動能下降影響，本中心下調 4Q24 營收至 26.9 億元，季減 7.5%/年增 3.3%，下調幅度約 14.3%，毛利方面，儘管 LME 銅價目前均價較 3Q24 均價上升 3%，惟順德稼動率較 3Q24 下滑，因此預期 4Q24 毛利將與 3Q24 相當，預估為 15.6%，季減 0.1ppts/季增 0.2ppts，下調 3.4ppts，營業利益 2.1 億元，季減 7%/年增 3.7%，下調幅度約 40.4%，營益率 7.9%，季增 0.1ppts/年增 0.1ppts，稅後獲利 1.5 億元，季減 2.5%/年增 37.9%，EPS 0.84 元，下調 42.5%。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	2,599	2,905	2,686	-7.5%	3.3%	3,133	2,879	-14.3%	-6.7%
營業毛利	399	456	418	-8.3%	4.7%	594	493	-29.6%	-15.3%
營業利益	204	227	211	-7.0%	3.7%	354	269	-40.4%	-21.6%
稅前利益	147	197	205	4.1%	39.9%	348	273	-41.1%	-24.9%
稅後淨利	111	157	153	-2.5%	37.9%	266	207	-42.5%	-25.9%
調整後 EPS (元)	0.61	0.86	0.84	-2.1%	37.9%	1.46	1.13	-42.5%	-25.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點				
營業毛利率	15.4%	15.7%	15.6%	-0.1	0.2	19.0%	17.1%	-3.4	-1.6
營業利益率	7.8%	7.8%	7.9%	0.1	0.1	11.3%	9.4%	-3.4	-1.5
稅後純益率	4.3%	5.4%	5.7%	0.3	1.4	8.5%	7.2%	-2.8	-1.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

新產品將遞延至 3Q25 出貨，估新產品營收比重佔比約個位數

如前次報告中指出，順德 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 等。順德對 Infineon 出貨電感元件(inductor)上蓋於 8M24 陸續出貨樣品後，目前仍在等待認證通過，惟現已加入中國競爭廠商，因此相關產品原預計 1Q25 可進入量產階段，將遞延至 3Q25 方能小量貢獻，而其餘新產品仍在驗證階段中，因此預估新產品營收於 2025 年營收比重僅能佔個位數。既有產品線方面如前述，IDM 客戶對於終端市場需求尚未恢復，將影響車用/工控相關零組件 1H25 處庫存調整階段，而文具將維持穩定貢獻。

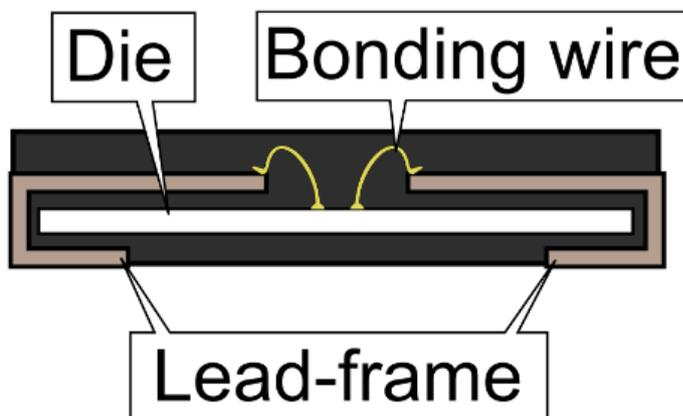
因此本中心下調 2025 年營收預估至 115 億元，年增 7.2%，下調幅度約 12.9%，毛利率 17.4%，年增 0.7ppts，下調 2.9ppts，營業利益 10.7 億元，年增 18.4%，下調幅度約 36.1%，稅後獲利 7.8 億元，年增 12.2%，下調幅度約 37.6%，EPS 4.27 元。

產業概況

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 3：導線架示意圖



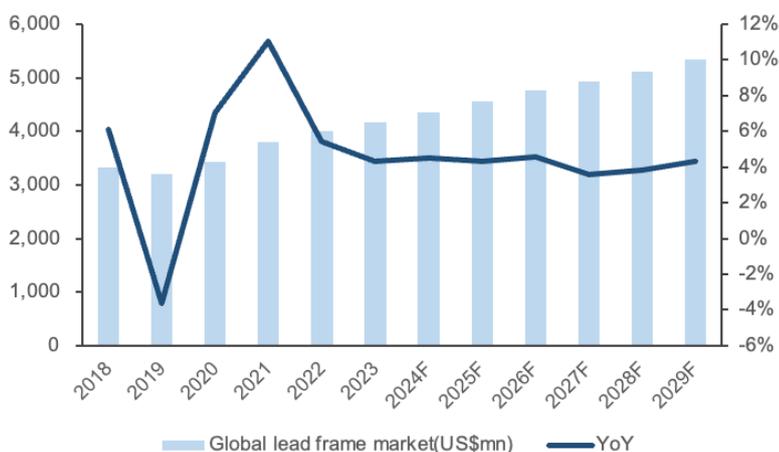
資料來源：公司資料、元大投顧

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，因此廠商需具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 4：全球導線架 2018-2029 年市場規模

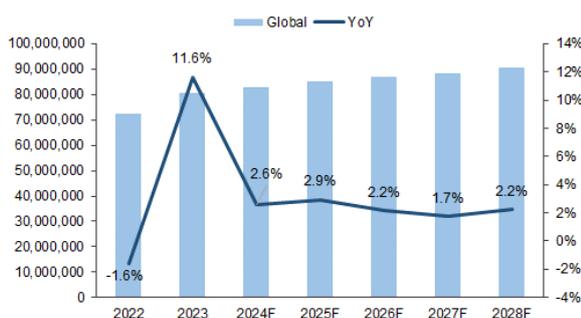


資料來源：QY Research、元大投顧

高壓功率導線架將受惠新能源車長期趨勢

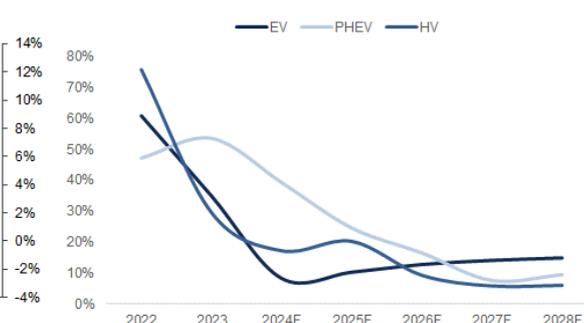
在各國對於碳排放、能源效率要求逐漸提高下，新能源車、再生能源產業將帶動高壓功率元件需求，高壓功率元件導線架也將因此受惠。不過據本中心 7/23 發布的汽車產業報告中，預估新能源車短期需求受，充電樁佈建不足及相關補助減少，2024/2025 年銷量 1,715/1,969 萬輛，年增 17%/15%，預期靠近淨零碳排中期時間點 2030 年，全球新能源車仍將加速，估 2028 年將成長至 2,883 萬輛，估 2023-2028 年 CAGR+12%。EV/PHEV/HV 2023 年銷售量為 1,046 萬/418 萬/711 萬台，預估 2028 年分別亦將成長至 1,84 萬/996 萬/1,237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

圖 5：2022-2028 年全球汽車銷售量預估 (輛)



資料來源：Bloomberg、BEA、ACEA、Wind、元大投顧

圖 6：2022-2028 年全球汽車銷售量年增率

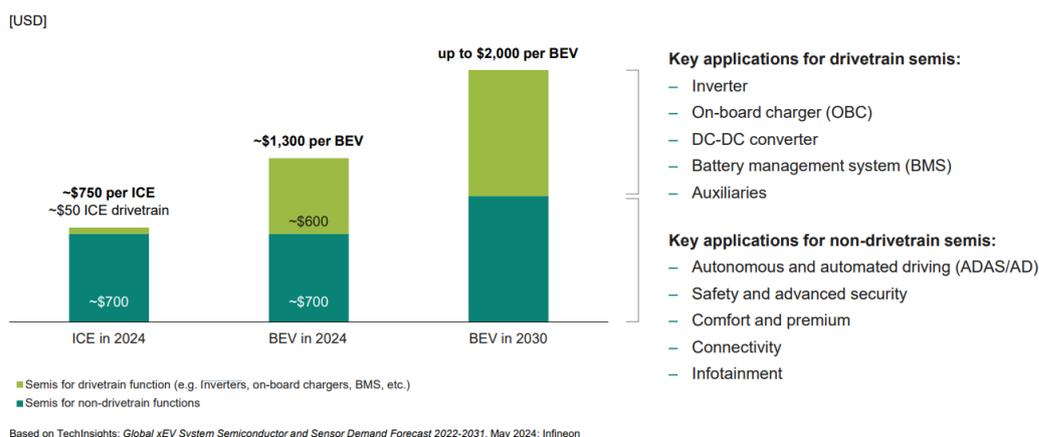


資料來源：Bloomberg、BEA、ACEA、Wind、元大投顧

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 7：純電車將帶動單車半導體產值明顯提升



Based on Techn Insights: Global xEV System Semiconductor and Sensor Demand Forecast 2022-2031, May 2024, Infineon

資料來源：Bloomberg、BEA、ACEA、Wind、元大投顧

獲利調整與股票評價

靜待需求恢復，維持順德「持有-超越同業」評等

本中心此次下調 2024/2025 年順德營收至 108/115 億元，年減 0.8%/年增 7.2%，毛利率 16.7%/17.4%，年減 0.4 ppts/年增 0.7 ppts，營業利益 9/10.7 億元，年減 7.9%/年增 18.4%，稅後淨利 6.9/7.8 億元，年減 6.7%/年增 12.2%，EPS 3.8/4.27 元。

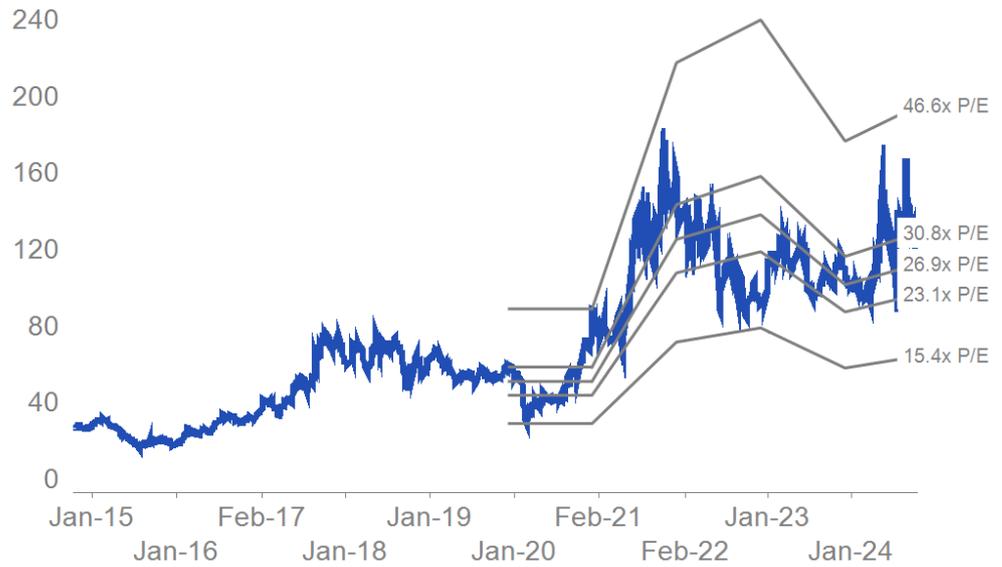
評價方面，由於短期順德訂單狀況較前次下修，4Q24 營運將呈季減，且 IDM 客戶目前觀察終端市場仍處庫存調整階段，整體需求仍未明朗，同時新產品量產時程由 1Q25 遞延至 3Q25，對 2025 年貢獻程度下降，本中心認為市場信心仍待恢復，因此本益比由前次 25 倍下調至 23 倍，並以 2025 年 EPS 推得目標價 98 元，維持順德「持有-超越同業」評等。

圖 8：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	10,765	11,280	11,535	13,244	-4.6%	-12.9%
營業毛利	1,793	2,070	2,004	2,691	-13.4%	-25.5%
營業利益	902	1,130	1,068	1,671	-20.2%	-36.1%
稅前利益	925	1,170	1,049	1,644	-20.9%	-36.2%
稅後淨利	693	876	777	1,245	-20.9%	-37.6%
調整後 EPS (元)	3.80	4.80	4.27	6.83	-20.8%	-37.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	16.7%	18.4%	17.4%	20.3%	-1.7	-2.9
營業利益率	8.4%	10.0%	9.3%	12.6%	-1.6	-3.4
稅後純益率	6.4%	7.8%	6.7%	9.4%	-1.3	-2.7

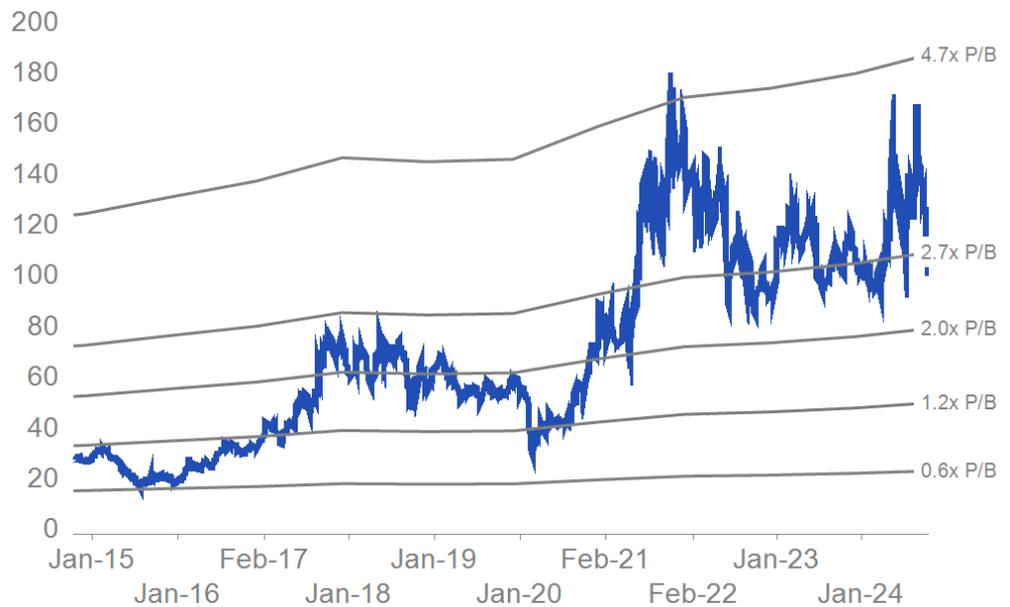
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 9：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 10：12 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 11：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	持有-超越同業	100.0	569	5.16	3.80	4.27	19.4	26.3	23.5	10.3	(6.7)	12.2
功率半導體同業													
JIH LIN Tech CO., LTD	5285 TT	未評等	59.5	189	1.8	-	-	34.0	-	-	(57.1)	-	-
CHANG WAH Tech CO., LTD	6548 TT	未評等	36.0	1,060	1.7	1.9	2.2	21.5	18.6	16.6	(44.4)	15.6	11.6
Enomoto Co Ltd	6928 JP	未評等	1,493	67	190.0	22.5	75.5	7.9	66.4	19.8	(17.6)	(88.2)	235.6
NXP Semiconductors NV	NXPI.O	未評等	234	59,444	10.8	13.0	13.2	21.6	18.0	17.7	1.7	20.3	1.2
Infineon Technologies AG	IFXGn.DE	未評等	29	40,613	2.4	1.8	1.9	12.1	15.6	14.9	44.0	(22.9)	4.6
STMicroelectronics NV	STM	未評等	27	24,279	4.7	1.7	1.4	5.7	16.0	19.0	6.6	(64.4)	(16.1)
Texas Instruments Inc	TXN.O	未評等	220	200,952	7.1	5.1	5.9	30.9	43.2	37.5	(25.0)	(28.6)	15.4
Renesas Electronics Corp	6723 JP	未評等	1,989	24,323	189.8	195.7	199.4	10.5	10.2	10.0	37.9	3.1	1.9
同業平均					51.0	34.5	42.8	18.0	26.8	19.4	(6.7)	(23.6)	36.3

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 12：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	持有-超越同業	100.0	569	11.1	9.9	10.6	37.16	38.39	40.27	2.7	2.6	2.5
功率半導體同業													
JIH LIN Tech CO., LTD	5285 TT	未評等	71.2	227	5.9	-	-	28.1	-	-	2.1	NA	NA
CHANG WAH Tech CO., LTD	6548 TT	未評等	42.8	1,270	15.9	17.0	18.0	10.6	14.6	17.5	3.4	2.5	2.1
Enomoto Co Ltd	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
NXP Semiconductors NV	NXPI.O	未評等	234	59,544	45.5	34.2	32.7	33.5	38.2	42.0	7.0	6.1	5.6
Infineon Technologies AG	IFXGn.DE	未評等	29	42,794	21.7	12.8	12.5	13.1	13.8	15.1	2.2	2.1	1.9
STMicroelectronics NV	STM	未評等	28.44	25,614	28.7	9.0	11.2	18.5	19.7	22.5	1.4	1.3	1.2
Texas Instruments Inc	TXN.O	未評等	204.94	187,120	41.2	27.2	29.8	18.6	18.7	19.7	11.8	11.8	11.2
Renesas Electronics Corp	6723 JP	未評等	2,018.00	26,288	24.5	13.6	13.3	1,126.8	1,310.1	1,433.0	1.8	1.5	1.4
同業平均					23.7	16.4	17.1	541.6	636.6	669.5	3.8	3.7	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 13：季度及年度簡明損益表 (合併)

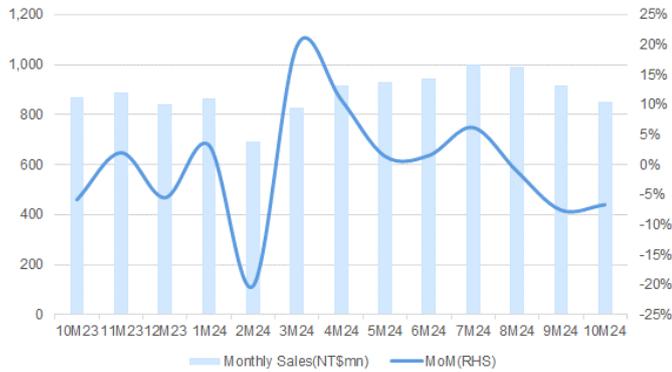
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	2,389	2,785	2,905	2,686	2,551	2,699	3,026	3,258	10,765	11,535
銷貨成本	(1,999)	(2,255)	(2,449)	(2,268)	(2,183)	(2,227)	(2,468)	(2,651)	(8,972)	(9,530)
營業毛利	390	529	456	418	367	472	558	607	1,793	2,004
營業費用	(222)	(229)	(229)	(207)	(224)	(216)	(245)	(251)	(891)	(936)
營業利益	168	300	227	211	143	256	313	356	902	1,068
業外利益	50	5	(30)	(6)	(5)	(3)	(4)	(6)	23	(19)
稅前純益	217	305	197	205	138	253	309	350	925	1,049
所得稅費用	(42)	(71)	(29)	(43)	(30)	(54)	(66)	(75)	(185)	(226)
少數股東權益	12	15	11	9	12	15	11	9	47	47
歸屬母公司稅後純益	164	219	157	153	97	183	231	266	693	777
調整後每股盈餘(NT\$)	0.90	1.20	0.86	0.84	0.53	1.01	1.27	1.46	3.80	4.27
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%	15.7%	15.6%	14.4%	17.5%	18.4%	18.6%	16.7%	17.4%
營業利益率	7.0%	10.8%	7.8%	7.9%	5.6%	9.5%	10.3%	10.9%	8.4%	9.3%
稅前純益率	9.1%	11.0%	6.8%	7.6%	5.4%	9.4%	10.2%	10.7%	8.6%	9.1%
稅後純益率	6.9%	7.9%	5.4%	5.7%	3.8%	6.8%	7.6%	8.2%	6.4%	6.7%
有效所得稅率	19.2%	23.2%	14.7%	21.0%	21.7%	21.3%	21.4%	21.4%	20.0%	21.5%
季增率(%)										
營業收入	-8.1%	16.6%	4.3%	-7.5%	-5.0%	5.8%	12.1%	7.7%		
營業利益	-17.7%	79.0%	-24.3%	-7.0%	-32.2%	79.0%	22.3%	13.7%		
稅後純益	47.5%	33.4%	-28.2%	-2.5%	-36.6%	88.7%	26.2%	15.2%		
調整後每股盈餘	47.5%	33.4%	-28.4%	-2.1%	-36.9%	89.7%	25.8%	15.2%		
年增率(%)										
營業收入	-11.1%	-1.4%	5.7%	3.3%	6.8%	-3.1%	4.2%	21.3%	-0.8%	7.2%
營業利益	-45.8%	30.5%	-4.2%	3.7%	-14.6%	-14.6%	37.9%	68.7%	-7.9%	18.4%
稅後純益	-25.8%	8.0%	-24.7%	37.9%	-41.0%	-16.1%	47.3%	73.4%	-6.7%	12.2%
調整後每股盈餘	-25.8%	8.0%	-24.7%	37.9%	-41.0%	-16.1%	47.3%	73.4%	-6.7%	12.2%

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

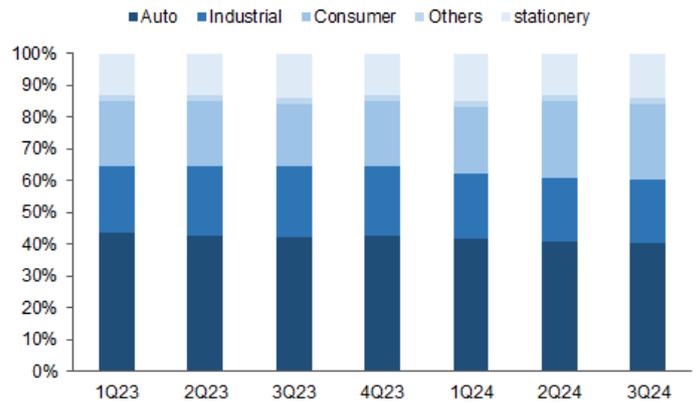
順德成立於 1967 年 10 月，總部位於彰化，以辦公文具業務起家，1983 年成立電子事業部門，主要生產半導體導線架，2010 年跨入 LED 導線架生產，目前在全球功率導線架市佔率第一。2023 年產品比重：汽車 43%、工業 22%、消費性 21%、文具 13%、其他 2%。

圖 14：月營收



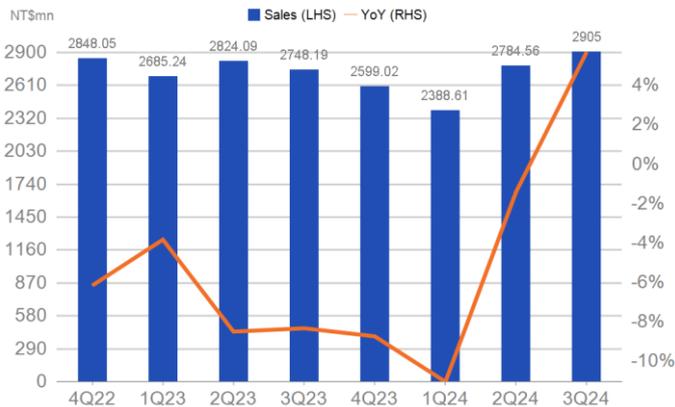
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：營收組成



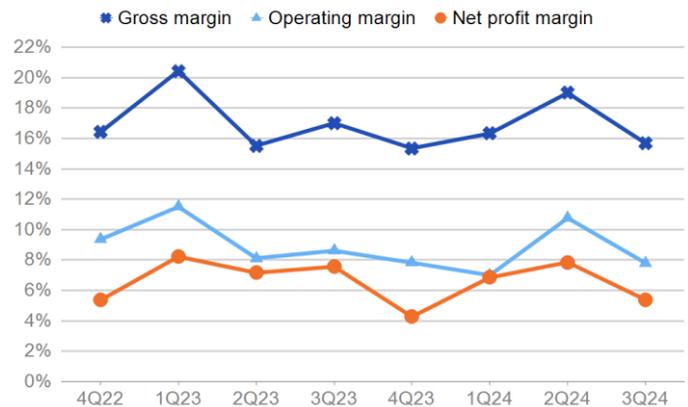
資料來源：公司資料

圖 16：營收趨勢



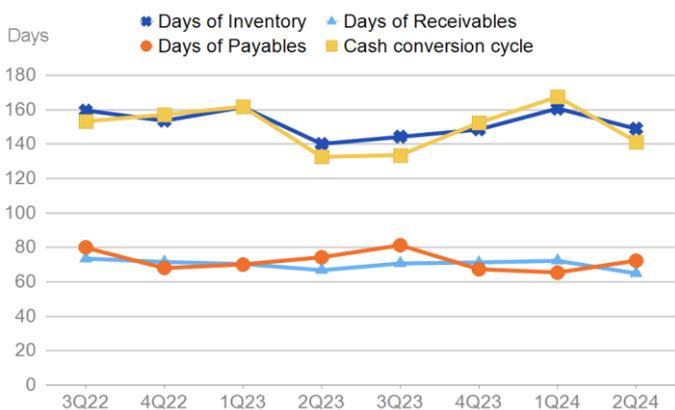
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：毛利率、營益率、淨利率



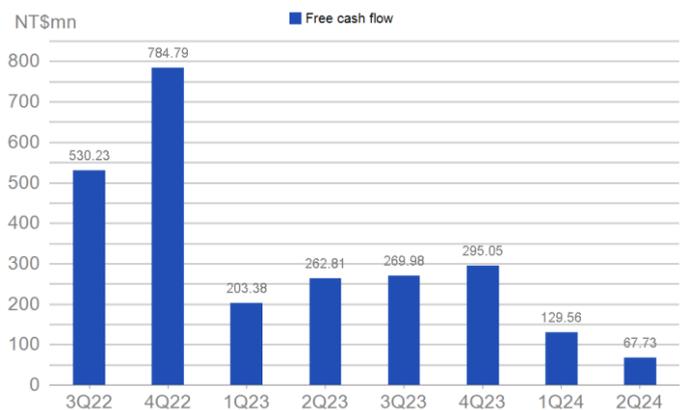
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：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，但在汽車行業中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 的揭露，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 20：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)	47

資料來源：Sustainalytics (2024/11/10)

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	996	1,340
存貨	4,087	3,866	3,578	3,796	4,037
應收帳款及票據	2,543	2,125	1,917	2,153	2,271
其他流動資產	244	211	202	202	202
流動資產	7,575	7,260	6,534	7,148	7,850
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	(3)	(64)
其他非流動資產	475	418	381	358	358
非流動資產	5,470	5,666	5,612	5,360	5,116
資產總額	13,045	12,926	12,145	12,508	12,966
應付帳款及票據	1,479	1,008	904	1,013	1,075
短期借款	867	738	664	664	664
什項負債	1,203	1,640	1,526	1,526	1,526
流動負債	3,549	3,386	3,094	3,203	3,266
長期借款	2,381	1,998	1,381	1,381	1,381
其他負債及準備	581	557	554	536	541
長期負債	2,962	2,554	1,935	1,935	1,935
負債總額	6,511	5,940	5,028	5,138	5,200
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	4,822	5,166
什項權益	(140)	(116)	(138)	(138)	(138)
歸屬母公司之權益	6,187	6,628	6,767	6,992	7,335
非控制權益	346	358	350	397	443
股東權益總額	6,533	6,986	7,117	7,388	7,779

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	740	824
折舊及攤提	674	661	672	828	844
本期營運資金變動	(1,417)	176	462	(346)	(296)
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	1,222	1,372
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)	(433)
其他調整數	(53)	(52)	(57)	0	0
融資活動之現金流量	642	(803)	(1,257)	(468)	(433)
匯率影響數	(2)	1	(1)	0	0
本期產生現金流量	(62)	356	(222)	159	344
自由現金流量	(673)	1,182	1,031	622	772

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	10,765	11,535
銷貨成本	(9,043)	(9,646)	(9,002)	(8,972)	(9,530)
營業毛利	2,110	2,079	1,854	1,793	2,004
營業費用	(885)	(909)	(875)	(891)	(936)
推銷費用	(311)	(320)	(298)	(299)	(328)
研究費用	(248)	(254)	(242)	(262)	(258)
管理費用	(328)	(333)	(336)	(333)	(350)
其他費用	3	(2)	1	2	0
營業利益	1,225	1,170	979	902	1,068
利息收入	1	3	13	12	12
利息費用	(62)	(81)	(71)	(63)	(51)
利息收入淨額	(61)	(79)	(57)	(51)	(39)
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	(3)	20
稅前純益	1,168	1,270	1,001	925	1,049
所得稅費用	(257)	(270)	(220)	(185)	(226)
少數股權淨利	58	59	38	47	47
歸屬母公司之稅後純益	852	941	743	693	777
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,900	2,004	1,736	1,730	1,912
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.92	4.68	5.16	3.80	4.27

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)	(0.8)	7.2
營業利益	103.7	(4.6)	(16.3)	(7.9)	18.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	49.9	5.5	(13.4)	(0.4)	10.5
稅後純益	126.8	9.8	(21.9)	(5.2)	11.4
調整後每股盈餘	0	143.8	10.3	(26.3)	12.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	18.9	17.7	17.1	16.7	17.4
營業利益率	11.0	10.0	9.0	8.4	9.3
稅前息前淨利率	9.9	10.1	8.6	8.4	9.3
稅前息前折舊攤銷前淨利率	17.0	17.1	16.0	16.1	16.6
稅前純益率	10.5	10.8	9.2	8.6	9.1
稅後純益率	7.6	8.0	6.8	6.4	6.7
資產報酬率	7.7	7.7	6.2	5.9	6.4
股東權益報酬率	14.5	14.8	11.1	9.9	10.6
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	99.7	85.0	70.7	69.5	66.9
淨負債權益比 (%)	39.0	24.0	17.0	14.2	9.1
利息保障倍數 (倍)	19.9	16.6	15.1	15.7	21.6
流動比率 (%)	213.4	214.4	211.2	223.1	240.4
速動比率 (%)	95.2	98.3	92.7	104.6	116.8
淨負債 (NT\$百萬元)	2,546	1,677	1,208	1,049	705
調整後每股淨值 (NT\$)	33.97	36.40	37.16	38.39	40.27
評價指標 (倍)					
本益比	52.1	21.4	19.4	26.3	23.5
股價自由現金流量比	--	15.4	17.7	29.3	23.6
股價淨值比	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	9.6	9.1	10.5	10.5	9.5
股價營收比	1.6	1.6	1.7	1.7	1.6

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

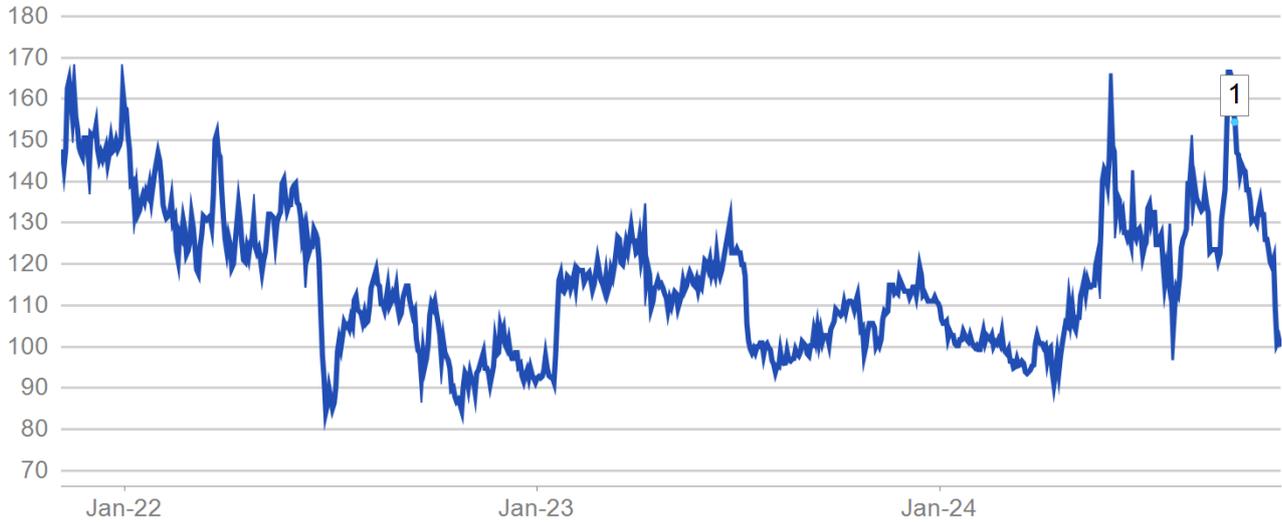
附錄：重要揭露事項

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

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20240926	165.00	170.00	170.00	持有-超越同業	何宗祐

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

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>.