

增加持股・維持

收盤價 November 12 (NT\$)	246.5
12 個月目標價 (NT\$)	294.0
前次目標價 (NT\$)	304.0
調降 (%)	3.3
上漲空間 (%)	19.3

焦點內容

- 3Q24 EPS 1.88 元優於市場共識，係受惠匯兌收益，然利潤率不如預期。
- 公司表示自動化與半導體應用需求暢旺，並預期未來幾年機器人營收貢獻將攀升。
- 儘管訂單能見度不長，公司展望 2025 年營運將成長。

交易資料表

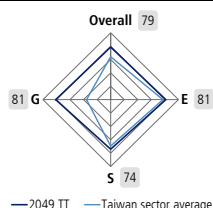
市值：(NT\$bn/US\$mn)	87.21 / 2,692
流通在外股數 (百萬股)：	353.8
外資持有股數 (百萬股)：	102.0
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.22
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	190.5 - 284.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	22.6	4	18.8
相對表現 (%)	17	-7	-19

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	1.26A	1.77A	1.78A	0.94A
2024	1.12A	1.65A	1.88F	2.20F
2025	1.49F	2.31F	2.77F	2.36F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基



請將您珍貴的一票投給凱基！

凱基投顧

莊政翰
886.2.2181.8719
angus.chuang@kgi.com

張育程
886.2.2181.8735
eden.chang@kgi.com
重要免責聲明，詳見最終頁

上銀

(2049.TW/2049 TT)



搭上半導體資本支出復甦

重要訊息

儘管利潤率落後，但 3Q24 每股盈餘達 1.88 元，超越市場共識，係因匯兌收益。受惠半導體設備與自動化需求，管理層看好 2025 年成長前景，加上機器人營收貢獻增加，我們認為可望帶來評價上揚機會。

評論及分析

3Q24 利潤率低於預期。3Q24 獲利年增 5%、季增 14%至 6.64 億元，EPS 1.88 元優於市場共識 1.69 元，係受惠於匯兌收益，但低於我們預期係因利潤率落後。3Q24 營收季增，惟毛利率年減 2.5 個、季減 0.8 個百分點至 30.7%，低於我們預估的 32.5%，主因中國取消 ECFA 優惠關稅後公司給予經銷商折價。加上缺乏營運槓桿，營利率年減 3.6 個百分點至 10.8%，低於預期。惟匯兌收益貢獻 1.24 億元，彌補獲利缺口。

機器人營收比重提升。公司表示自動化與半導體應用需求暢旺，包含晶圓機器人與晶圓裝卸機。公司已與一家美國物流公司合作推出一款機器人，目前正進行認證，並將於明年年初小樣試產，然後自 2H25 起量產出貨。上銀預估未來幾年機器人營收比重將從目前的 10% 以下成長。公司認為其優勢在於自行生產關鍵零組件，包括線性滑軌和減速機，以及提供整體傳動控制解決方案的能力。上銀已從一家單純供應自動化零組件的公司蛻變成為整合傳動控制系統的供應商，我們認為有機會提升個股評價。

2025 年營運將成長。公司表示目前訂單能見度維持在 2.0 至 2.5 個月，且價格展望穩定。公司表示東南亞和印度需求熱絡，並展望明年美國和台灣市場將成長，而歐洲與中國市場則表現平淡。公司並未於法說會中提供明確的數字展望，但認為 2025 年有望成長。我們調整獲利預估以反映 3Q24 財報，並維持半導體資本支出復甦將帶動公司未來兩年獲利進入上升週期的看法，預估將複合成長 33%。

投資建議

儘管訂單能見度不長，上銀預期半導體應用需求及美國大選後工具機訂單復甦將帶動公司 2025 年重拾成長動能。我們維持「增加持股」評等，目標價調整為 294 元，係基於 28 倍本益比，對比歷史區間為 13-39 倍。

投資風險

下檔風險包括資本支出週期延遲與價格壓力。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	29,315	24,633	24,151	27,985	33,091
營業毛利 (NT\$百萬)	10,715	7,655	7,334	8,799	10,691
營業利益 (NT\$百萬)	5,572	2,651	2,397	3,502	4,846
稅後淨利 (NT\$百萬)	4,479	2,035	2,419	3,164	4,255
每股盈餘 (NT\$)	12.98	5.75	6.84	8.94	12.03
每股現金股利 (NT\$)	5.50	2.50	2.97	3.89	5.23
每股盈餘成長率 (%)	25.2	(55.7)	18.9	30.8	34.5
本益比 (x)	19.0	42.9	36.0	27.6	20.5
股價淨值比 (x)	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA (x)	10.8	17.3	14.4	11.4	9.1
淨負債比率 (%)	4.3	4.3	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.2	1.0	1.2	1.6	2.1
股東權益報酬率 (%)	13.8	5.8	6.8	8.5	10.8

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：3Q24 財報與 4Q24 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	3Q24							4Q24F						
	實際數	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	6,326	7,214	(12.3)	2.3	(3.5)	6,355	(0.4)	6,135	6,621	(7.3)	(3.0)	6.6	6,218	(1.3)
毛利	1,944	2,344	(17.1)	(0.2)	(10.9)	2,009	(3.2)	1,853	2,119	(12.6)	(4.7)	22.2	1,936	(4.3)
營業利益	685	1,046	(34.6)	4.4	(27.5)	733	(6.6)	656	828	(20.7)	(4.1)	267.2	665	(1.3)
稅前淨利	790	1,033	(23.5)	14.3	(0.3)	752	5.0	692	821	(15.7)	(12.4)	142.2	687	0.8
稅後淨利	664	871	(23.7)	14.2	5.3	598	11.2	777	669	16.2	17.0	133.7	559	39.0
每股盈餘(元)	1.88	2.46	(23.7)	14.2	5.3	1.69	11.2	2.20	1.89	16.2	17.0	133.7	1.58	39.0
毛利率(%)	30.7	32.5	(1.8)ppts	(0.8)ppts	(2.5) ppts	31.6	(0.9)ppts	30.2	32.0	(1.8)ppts	(0.5) ppts	3.9 ppts	31.1	(0.9) ppts
營業利益率(%)	10.8	14.5	(3.7) ppts	0.2 ppts	(3.6) ppts	11.5	(0.7) ppts	10.7	12.5	(1.8)ppts	(0.1) ppts	7.6 ppts	10.7	0.0 ppts
淨利率(%)	10.5	12.1	(1.6) ppts	1.1 ppts	0.9 ppts	9.4	1.1 ppts	12.7	10.1	2.6 ppts	2.2 ppts	6.9 ppts	9.0	3.7 ppts

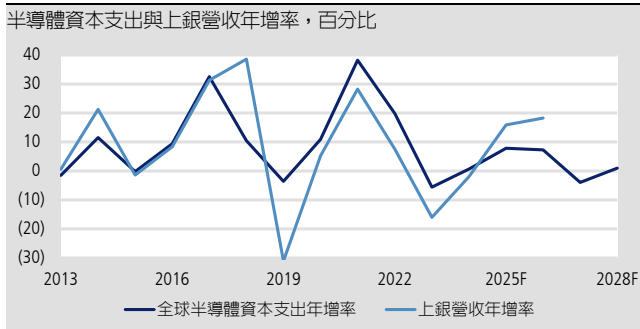
資料來源：Bloomberg：凱基預估

圖 2：2024-26 年財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	2024F						2025F						2026F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	24,151	25,672	(5.9)	(2.0)	24,311	(0.7)	27,985	30,518	(8.3)	15.9	27,100	3.3	33,091	34,746	(4.8)	18.2	29,626	11.7
毛利	7,334	8,015	(8.5)	(4.2)	7,511	(2.4)	8,799	9,850	(10.7)	20.0	8,920	(1.4)	10,691	11,401	(6.2)	21.5	10,054	6.3
營業利益	2,397	3,034	(21.0)	(9.6)	2,478	(3.3)	3,502	4,717	(25.8)	46.1	3,656	(4.2)	4,846	5,473	(11.5)	38.4	4,513	7.4
稅前淨利	2,657	3,132	(15.2)	4.6	2,615	1.6	3,615	4,809	(24.8)	36.1	3,713	(2.6)	4,994	5,604	(10.9)	38.1	4,524	10.4
稅後淨利	2,419	2,607	(7.2)	18.9	2,125	13.9	3,164	3,843	(17.7)	30.8	2,926	8.1	4,255	4,457	(4.5)	34.5	3,551	19.8
每股盈餘(元)	6.84	7.37	(7.2)	18.9	6.01	13.9	8.94	10.86	(17.7)	30.8	8.27	8.1	12.03	12.60	(4.5)	34.5	10.04	19.8
毛利率(%)	30.4	31.2	(0.9)ppts	(0.7)ppts	30.9	(0.5)ppts	31.4	32.3	(0.8)ppts	1.1 ppts	32.9	(1.5) ppts	32.3	32.8	(0.5) ppts	0.9 ppts	33.9	(1.6) ppts
營業利益率(%)	9.9	11.8	(1.9)ppts	(0.8)ppts	10.2	(0.3)ppts	12.5	15.5	(2.9) ppts	2.6 ppts	13.5	(1.0) ppts	14.6	15.8	(1.1) ppts	2.1 ppts	15.2	(0.6) ppts
淨利率(%)	10.0	10.2	(0.1)ppts	1.8 ppts	8.7	1.3 ppts	11.3	12.6	(1.3) ppts	1.3 ppts	10.8	0.5 ppts	12.9	12.8	0.0 ppts	1.6 ppts	12.0	0.9 ppts

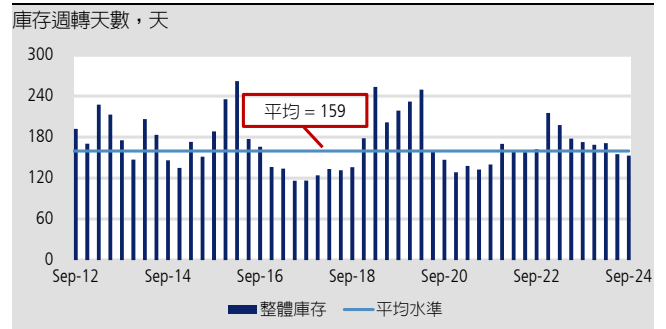
資料來源：Bloomberg：凱基預估

圖 3：半導體資本支出復甦將帶動上銀營收成長



資料來源：Gartner：凱基

圖 4：上銀庫存週轉天數低於平均水準



資料來源：公司資料：凱基

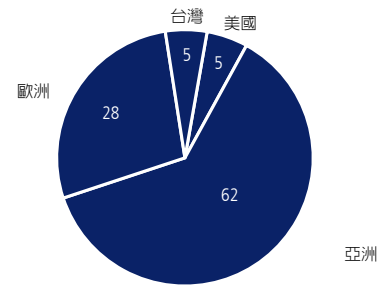
圖 5: 公司概況

上銀為全球第二大線性滑軌產品製造商，僅次於 THK (6481 JP)，公司研發並製造線性移動零組件，包括線性滑軌與滾珠螺桿。線性滑軌為公司收入大宗，佔整體營收的 64%，其次為滾珠螺桿 (19%)、工業機器人 (7%) 與其他 (9%)。目前亞洲 (不含台灣) 為其最大市場，營收佔比達 62%，其次為歐洲 (28%)、台灣 (5%) 與美洲 (5%)。

資料來源：凱基

圖 6: 亞洲為上銀主要銷售市場

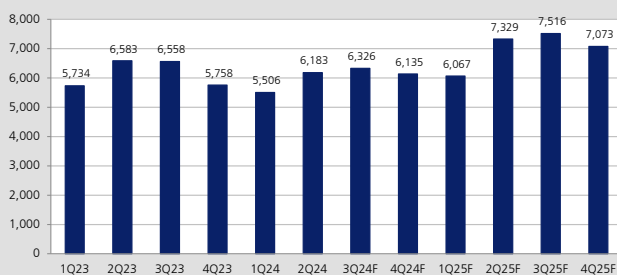
營收地區占比，百分比



資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

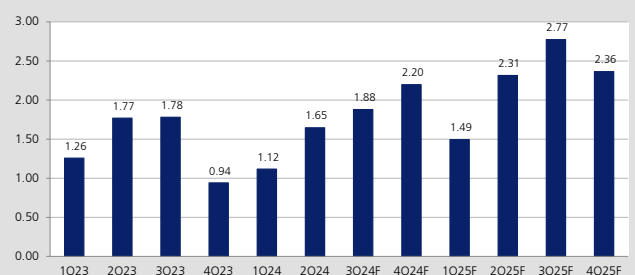
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利

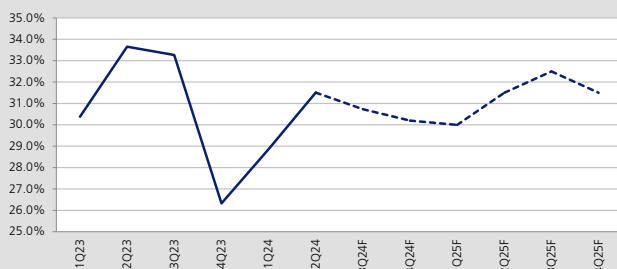
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

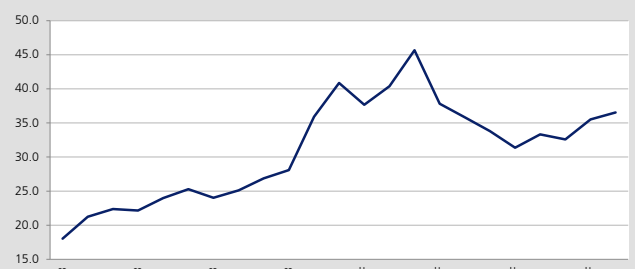
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

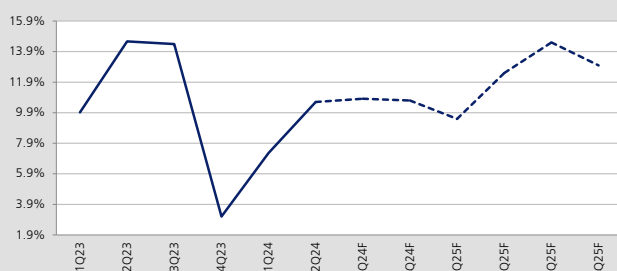
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

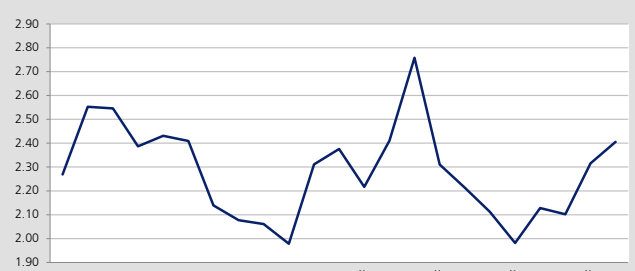
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比

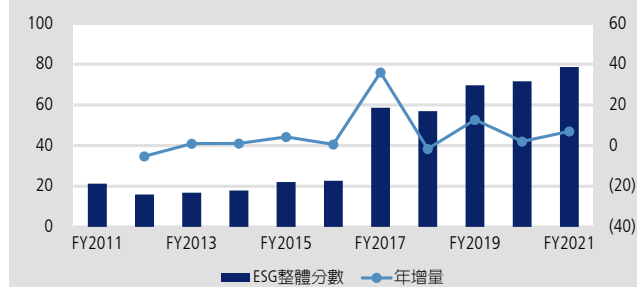
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 13: ESG 整體分數

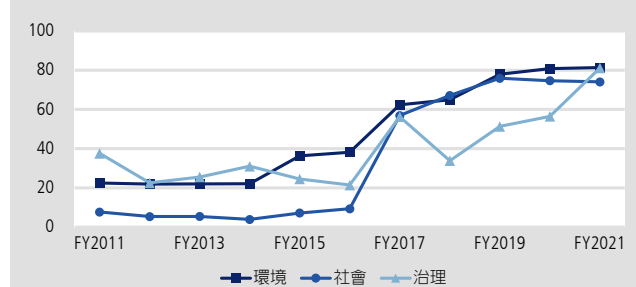
ESG 整體分數，分 (左軸)；年增量，分 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 14: ESG 各項分數

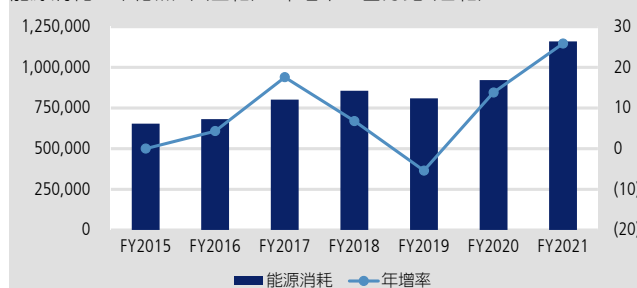
ESG 分數，分



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 15: 能源消耗

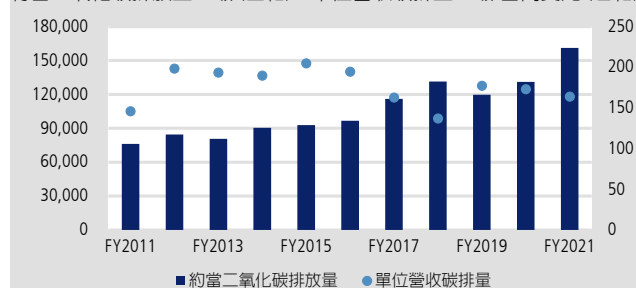
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 16: 碳排量

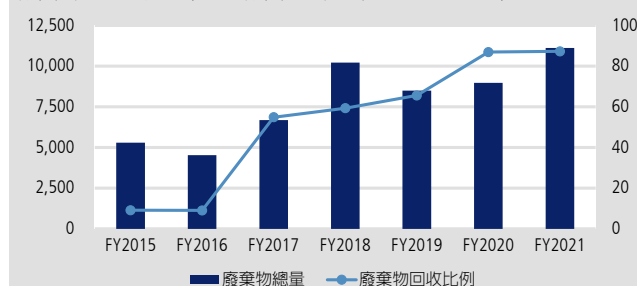
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 17: 廢棄物總量

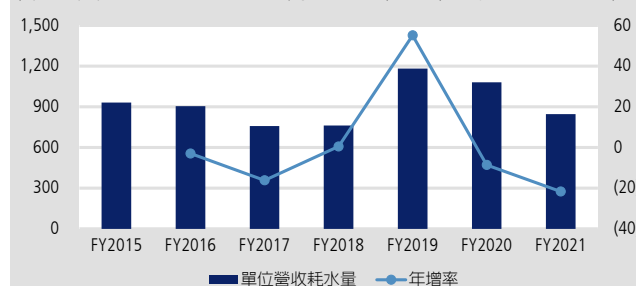
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 18: 耗水量

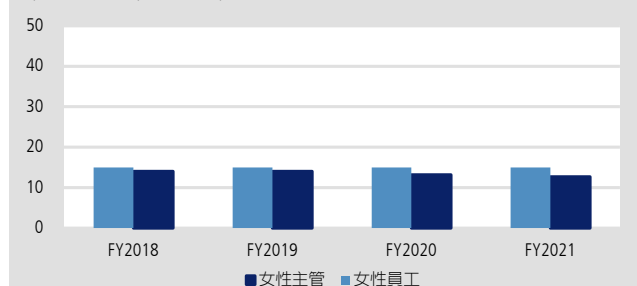
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 19: 性別多樣性

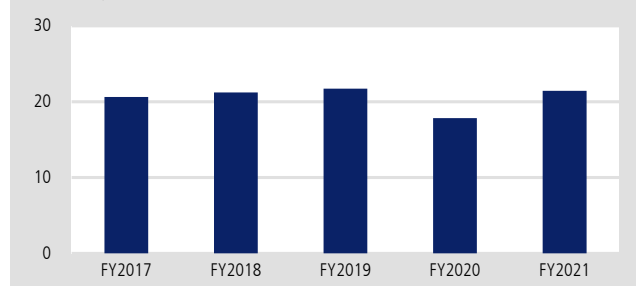
女性主管及女性員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 20: 員工流動率

員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源消耗	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
約當二氧化碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
單位營收碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收比例	公司呈報的廢棄物回收比例 - 廢棄物回收比例 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
耗水量	耗水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性主管	女性主管百分比 - 女性主管占公司主管的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性主管之百分比 - 女性主管百分比 = 女性主管人數/主管總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24F	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	5,506	6,183	6,326	6,135	6,067	7,329	7,516	7,073	24,151	27,985	33,091
營業成本	(3,917)	(4,235)	(4,382)	(4,282)	(4,247)	(5,020)	(5,073)	(4,845)	(16,817)	(19,186)	(22,400)
營業毛利	1,589	1,948	1,944	1,853	1,820	2,309	2,443	2,228	7,334	8,799	10,691
營業費用	(1,189)	(1,292)	(1,260)	(1,196)	(1,244)	(1,392)	(1,353)	(1,309)	(4,937)	(5,298)	(5,845)
營業利益	400	656	685	656	576	916	1,090	920	2,397	3,502	4,846
折舊	(558)	(568)	(830)	(1,363)	(884)	(881)	(881)	(877)	(3,318)	(3,522)	(3,705)
攤提	(15)	(15)	(15)	(14)	(15)	(15)	(15)	(15)	(59)	(59)	(59)
EBITDA	973	1,238	1,529	2,034	1,475	1,811	1,985	1,811	5,774	7,083	8,610
利息收入	20	31	17	18	24	26	26	27	85	102	122
投資利益淨額	8	14	10	24	15	16	14	16	55	61	67
其他營業外收入	34	25	28	25	28	31	31	34	112	124	130
總營業外收入	62	69	55	66	67	72	70	77	252	286	318
利息費用	(42)	(44)	(45)	(42)	(36)	(39)	(38)	(39)	(172)	(153)	(153)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	63	10	96	12	(5)	(5)	(5)	(5)	180	(20)	(18)
總營業外費用	21	(34)	51	(30)	(41)	(44)	(43)	(44)	8	(173)	(171)
稅前純益	484	691	790	692	602	944	1,117	952	2,657	3,615	4,994
所得稅費用[利益]	(123)	(134)	(149)	(153)	(126)	(206)	(228)	(199)	(558)	(759)	(1,049)
少數股東損益	34	24	23	238	52	80	92	84	320	308	310
非常項目稅後純益	395	582	664	777	528	818	981	836	2,419	3,164	4,255
非常項目	0	0	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	395	582	664	777	528	818	981	836	2,419	3,164	4,255
每股盈餘 (NT\$)	1.12	1.65	1.88	2.20	1.49	2.31	2.77	2.36	6.84	8.94	12.03
獲利率 (%)											
營業毛利率	28.9	31.5	30.7	30.2	30.0	31.5	32.5	31.5	30.4	31.4	32.3
營業利益率	7.3	10.6	10.8	10.7	9.5	12.5	14.5	13.0	9.9	12.5	14.6
EBITDA Margin	17.7	20.0	24.2	33.2	24.3	24.7	26.4	25.6	23.9	25.3	26.0
稅前純益率	8.8	11.2	12.5	11.3	9.9	12.9	14.9	13.5	11.0	12.9	15.1
稅後純益率	7.2	9.4	10.5	12.7	8.7	11.2	13.0	11.8	10.0	11.3	12.9
季成長率 (%)											
營業收入	(4.4)	12.3	2.3	(3.0)	(1.1)	20.8	2.6	(5.9)			
營業毛利	4.8	22.6	(0.2)	(4.7)	(1.8)	26.8	5.8	(8.8)			
營業收益增長	123.9	63.9	4.4	(4.1)	(12.2)	58.9	19.0	(15.6)			
EBITDA	29.3	27.2	23.5	33.0	(27.5)	22.8	9.6	(8.8)			
稅前純益	69.2	43.0	14.3	(12.4)	(13.0)	56.8	18.3	(14.8)			
稅後純益	18.8	47.3	14.2	17.0	(32.0)	54.9	19.8	(14.7)			
年成長率 (%)											
營業收入	(4.0)	(6.1)	(3.5)	6.6	10.2	18.5	18.8	15.3	(2.0)	15.9	18.2
營業毛利	(8.8)	(12.1)	(10.9)	22.2	14.5	18.5	25.7	20.3	(4.2)	20.0	21.5
營業收益	(29.7)	(31.6)	(27.5)	267.2	44.0	39.7	59.2	40.1	(9.6)	46.1	38.4
EBITDA	(15.4)	(19.7)	(0.2)	170.2	51.6	46.3	29.8	(10.9)	16.0	22.7	21.6
稅前純益	(18.1)	(20.7)	(0.3)	142.2	24.6	36.6	41.4	37.5	4.6	36.1	38.1
稅後純益	(11.2)	(7.0)	5.3	133.7	33.7	40.6	47.6	7.6	18.9	30.8	34.5

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	52,140	51,437	52,617	54,825	57,932
流動資產	20,319	19,228	20,871	24,141	28,627
現金及短期投資	7,458	7,574	9,387	11,030	13,361
存貨	8,938	7,490	7,398	8,464	9,882
應收帳款及票據	3,357	3,553	3,474	4,036	4,773
其他流動資產	566	612	612	612	612
非流動資產	31,821	32,209	31,746	30,684	29,305
長期投資	1,177	1,228	1,283	1,343	1,410
固定資產	27,679	28,215	27,697	26,575	25,130
什項資產	2,965	2,766	2,766	2,766	2,766
負債總額	17,175	16,322	16,455	17,183	18,194
流動負債	9,410	7,960	9,796	9,956	11,157
應付帳款及票據	2,997	2,839	2,804	3,208	3,746
短期借款	2,651	2,104	3,807	3,239	3,428
什項負債	3,762	3,017	3,185	3,508	3,982
長期負債	7,765	8,362	6,659	7,227	7,038
長期借款	6,309	6,955	5,252	5,819	5,630
其他負債及準備	1,080	1,037	1,037	1,037	1,037
股東權益總額	34,965	35,114	36,162	37,643	39,738
普通股	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538
保留盈餘	20,069	19,767	21,135	22,923	25,329
少數股東權益	213	116	(204)	(512)	(822)
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	7.5%	(16.0%)	(2.0%)	15.9%	18.2%
營業收益增長	9.0%	(52.4%)	(9.6%)	46.1%	38.4%
EBITDA	5.8%	(36.0%)	16.0%	22.7%	21.6%
稅後純益	26.8%	(54.6%)	18.9%	30.8%	34.5%
每股盈餘成長率	25.2%	(55.7%)	18.9%	30.8%	34.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	36.6%	31.1%	30.4%	31.4%	32.3%
營業利益率	19.0%	10.8%	9.9%	12.5%	14.6%
EBITDA Margin	26.5%	20.2%	23.9%	25.3%	26.0%
稅後純益率	15.3%	8.3%	10.0%	11.3%	12.9%
平均資產報酬率	8.7%	3.9%	4.6%	5.9%	7.5%
股東權益報酬率	13.8%	5.8%	6.8%	8.5%	10.8%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	25.6%	25.8%	25.0%	24.1%	22.8%
淨負債比率	4.3%	4.3%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	32.1	14.0	16.4	24.7	33.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.7	0.5	0.4	0.5	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	32.5	24.5	34.2	35.8	41.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	2.1	2.1	1.5	1.6	1.8
流動比率 (x)	2.2	2.4	2.1	2.4	2.6
速動比率 (x)	1.2	1.5	1.4	1.6	1.7
淨負債 (NT\$百萬)	1,503	1,494	(319)	(1,961)	(4,292)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	12.98	5.75	6.84	8.94	12.03
每股現金盈餘 (NT\$)	17.61	13.48	16.61	15.44	17.91
每股淨值 (NT\$)	98.23	98.92	102.79	107.84	114.64
調整後每股淨值 (NT\$)	100.70	98.92	102.79	107.84	114.64
每股營收 (NT\$)	84.95	69.63	68.26	79.10	93.53
EBITDA/Share (NT\$)	22.53	14.07	16.32	20.02	24.34
每股現金股利 (NT\$)	5.50	2.50	2.97	3.89	5.23
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.57	0.48	0.46	0.52	0.59
應收帳款周轉天數	41.8	52.6	52.6	52.6	52.6
存貨周轉天數	175.4	161.0	161.0	161.0	161.0
應付帳款周轉天數	58.8	61.0	61.0	61.0	61.0
現金轉換周轉天數	158.4	152.6	152.6	152.6	152.6

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	29,315	24,633	24,151	27,985	33,091
營業成本	(18,599)	(16,978)	(16,817)	(19,186)	(22,400)
營業毛利	10,715	7,655	7,334	8,799	10,691
營業費用	(5,143)	(5,004)	(4,937)	(5,298)	(5,845)
營業利益	5,572	2,651	2,397	3,502	4,846
總營業外收入	286	292	252	286	318
利息收入	-	62	85	102	122
投資利益淨額	80	49	55	61	67
其他營業外收入	206	181	112	124	130
總營業外費用	(40)	(403)	8	(173)	(171)
利息費用	(187)	(195)	(172)	(153)	(153)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	147	(208)	180	(20)	(18)
稅前純益	5,818	2,540	2,657	3,615	4,994
所得稅費用[利益]	(1,506)	(709)	(558)	(759)	(1,049)
少數股東損益	168	203	320	308	310
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	4,479	2,035	2,419	3,164	4,255
EBITDA	7,774	4,977	5,774	7,083	8,610
每股盈餘 (NT\$)	12.98	5.75	6.84	8.94	12.03

現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	6,078	4,770	5,877	5,461	6,336
本期純益	4,479	2,035	2,419	3,164	4,255
折舊及攤提	2,202	2,326	3,377	3,581	3,764
本期運用資金變動	(517)	1,409	136	(1,224)	(1,617)
其他營業資產及負債變動	(86)	(999)	(55)	(61)	(67)
投資活動之現金流量	(2,203)	(2,846)	(2,859)	(2,459)	(2,319)
投資用短期投資出售[新購]	-	69	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(2,177)	(2,944)	(2,800)	(2,400)	(2,260)
其他資產變動	(26)	29	(59)	(59)	(59)
自由現金流	3,573	2,639	2,547	2,665	3,656
融資活動之現金流量	(1,921)	(1,800)	(1,204)	(1,360)	(1,685)
短期借款變動	(3,063)	(354)	-	-	-
長期借款變動	847	558	-	-	-
現金增資	2,075	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,534)	(1,946)	(884)	(1,052)	(1,375)
其他融資現金流	(246)	(58)	(320)	(308)	(310)
匯率影響數	72	(18)			
本期產生現金流量	2,025	106	1,813	1,642	2,331

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入	17.5%	20.3%	20.4%	18.9%	17.7%
- 銷管費用/營業收入	19.0%	10.8%	9.9%	12.5%	14.6%
= 營業利益率					
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.9	1.1	1.1	0.9	0.8
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
= 資本周轉率	0.8	0.7	0.7	0.8	1.0
營業利益率	19.0%	10.8%	9.9%	12.5%	14.6%
x 資本周轉率	0.8	0.7	0.7	0.8	1.0
x (1 - 有效現金稅率)	74.1%	72.1%	79.0%	79.0%	79.0%
= 稅後 ROIC	11.7%	5.4%	5.5%	8.0%	11.2%

資料來源：公司資料，凱基

上銀 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-05-10	增加持股	304.0	237.0
2024-02-27	增加持股	304.0	254.5
2023-11-22	增加持股	278.0	215.0
2023-11-10	增加持股	278.0	207.5
2023-10-17	增加持股	278.0	204.0
2023-08-10	增加持股	278.0	201.5
2023-06-28	增加持股	318.0	242.5
2023-05-10	增加持股	318.0	228.5
2023-03-06	增加持股	318.0	249.0
2023-01-07	降低持股	148.0	185.5

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為凱基金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，週後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。