

旭隼 (6409 TT) Voltronic

接獲高功率專案訂單，持續受惠雲端趨勢

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$2350.0

收盤價 (2024/11/15) : NT\$1885.0
隱含漲幅 : 24.7%

營收組成 (2023)

On-line UPS 35%、Off-line UPS 28%、Inverter 28%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	2350.0	2350.0
2024年營收 (NT\$/十億)	23.6	23.7
2024年EPS	49.1	50.2

交易資料表

市值	NT\$165,310百萬元
外資持股比率	69.0%
董監持股比率	16.9%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$106.19
負債比	49.2%
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	22,725	18,951	23,553	26,062
營業利益	5,288	4,138	5,336	6,445
稅後純益	4,433	3,623	4,285	5,427
EPS (元)	50.91	41.53	49.06	62.13
EPS YoY (%)	87.5	-18.4	18.1	26.6
本益比 (倍)	37.0	45.4	38.4	30.3
股價淨值比 (倍)	19.8	19.8	17.8	15.3
ROE (%)	63.1	43.4	46.2	50.3
現金殖利率 (%)	2.3%	2.0%	2.3%	2.9%
現金股利 (元)	43.51	37.50	43.65	53.98

陳澤心

Amber.Chen53@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

元大觀點

- 3Q24 EPS 大致符合市場預期，然南非市場疲弱使 Inverter 業務平均毛利下降。4Q24 南非市場拉貨仍未看到復甦，下調預估 EPS 4.5%。
- 旭隼 4Q24 接獲 Tier 1 客戶 60KVA 專案訂單，預期 2H25 有望出貨，預估未來三年旭隼高功率產品比重有望由 5%提升至 8-10%。
- 旭隼具備優異之研發及經營管理能力，長期看好旭隼 UPS 代工產業龍頭地位，重申買進評等，目標價 2,350 元 (38X2025F EPS 62.13 元)。

3Q24 EPS 大致符合市場預期，業外認列匯兌損失

3Q24 毛利率年減 1.4ppt 至 30.9%，低於預期的 31.1%，主因 Inverter 歐洲及南非市場表現疲弱；營業利益隨營收規模放大，年增 57.9% 至 15.8 億元，優於元大/市場預期 3.5%/6.4%；業外因人民幣兌台幣升值認列匯兌損失，稅後淨利季減 4.2%至 12.3 億元，EPS 14.08 元，低於元大/市場預期 3.8%/0.6%。觀察主要產品線，1) On-Line UPS (佔 31%)：季增 2%/年增 30%，受惠產品高功率發展；2) Off-Line UPS (佔 24%)：季減 5%/年增 16%，受惠客戶委外需求提升；3) Inverter (佔 39%)：季增 11%/年增 140%，因基期較低。

4Q24 南非市場拉貨仍未看到復甦，下調預估 EPS 4.5%

旭隼 10 月營收月減 20.9%，主因中國十一長假使中國廠工作天數減少。展望 4Q24，由於南非市場因選舉導致拉貨尚未看到復甦，下修 4Q24 營收預估 4.5%至 57.5 億元，年增 25.1%；上修預估毛利率 0.2 個百分點至 30.4%，主因觀察 On-Line UPS 毛利率隨高功率產品比重提升；下調稅後淨利 4.5%至 10.6 億元，年增 14.3%，EPS 12.1 元。此外，資料中心建置使高功率 UPS 需求成長快速，公司表示，4Q24 接獲 Tier 1 客戶 60KVA 專案訂單，預期 2H25 出貨，預估未來三年高功率產品比重有望由 5%提升至 8-10%。

看好旭隼長期受惠品牌廠擴大委外代工趨勢，重申買進評等

預估旭隼 2024/2025 年 EPS 分別達 49.06 元/62.13 元，年增 18%/27%，對於旭隼長期看法正面，主因 1) UPS 持續受惠客戶擴大委外代工趨勢。2) Inverter 毛利率與成長性為三大業務中最高，帶動產品組合轉佳。3) 旭隼 ROE 長期維持 40%以上之高水位，擁有良好之經營管理能力。目前股價交易於 30 倍 2025F EPS，高於國內同業平均的 16 倍，主因旭隼國際 UPS 大廠訂單快速成長，及公司為雲端運算受惠股，成長性優於同業。根據 2025F EPS 62.13 元、目標本益比 38 倍，維持目標價 2,350 元，重申買進評等。

營運分析

3Q24 EPS 大致符合市場預期，業外認列匯兌損失

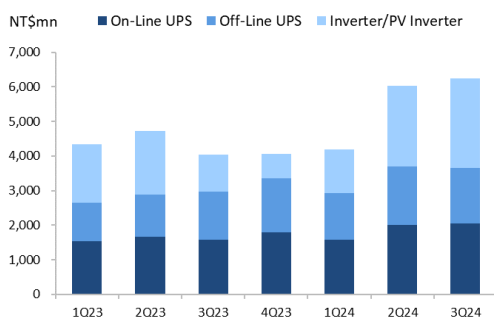
旭隼 3Q24 營收 67.0 億元，季增 3.0%/年增 50.1%；毛利率季減 0.3 個百分點/年減 1.4 個百分點至 30.9%，低於預期 0.2 個百分點，主因 Inverter 高毛利的歐洲及南非市場表現疲弱，使 Inverter 業務平均毛利率季減 2.3 個百分點/年減 5.3 個百分點至 35%；營業利益隨營收規模放大，年增 57.9% 至 15.8 億元，優於元大/市場預期 3.5%/6.4%；業外因人民幣兌台幣升值影響，認列匯兌損失，使稅後淨利季減 4.2%/年增 95.2%至 12.3 億元，EPS 14.08 元，低於元大/市場預期 3.8%/0.6%。觀察主要產品線，1) **On-Line UPS (營收比重 31%)**：季增 2%/年增 30%，受惠產品往高功率發展；2) **Off-Line UPS (營收比重 24%)**：季減 5%/年增 16%，受惠客戶委外需求提升；3) **Inverter (營收比重 39%)**：季增 11%/年增 140%，主因去年基期較低。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	4,463	6,507	6,701	3.0%	50.1%	6,615	6,680	1.3%	0.3%
營業毛利	1,441	2,031	2,073	2.1%	43.8%	2,058	2,082	0.7%	-0.4%
營業利益	1,003	1,518	1,584	4.3%	57.9%	1,530	1,489	3.5%	6.4%
稅前利益	822	1,482	1,510	1.9%	83.7%	1,543	1,496	-2.1%	0.9%
稅後淨利	630	1,284	1,230	-4.2%	95.2%	1,278	1,237	-3.8%	-0.6%
調整後 EPS (元)	7.22	14.70	14.08	-4.2%	95.0%	14.63	14.16	-3.8%	-0.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	32.3%	31.2%	30.9%	-0.3	-1.4	31.1%	31.2%	-0.2	-0.2
營業利益率	22.5%	23.3%	23.6%	0.3	1.2	23.1%	22.3%	0.5	1.3
稅後純益率	14.1%	19.7%	18.4%	-1.4	4.2	19.3%	18.5%	-1.0	-0.2

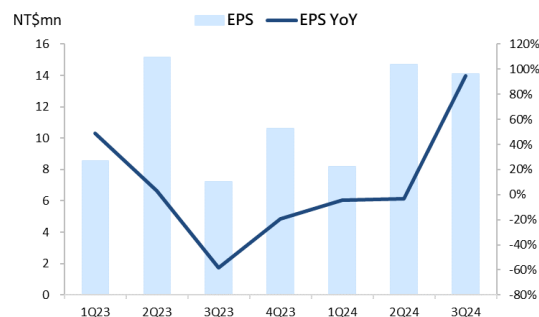
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：旭隼產品別營收成長趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：旭隼 EPS 成長趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧

4Q24 南非市場拉貨仍未看到復甦，下調預估 EPS 4.5%

旭隼 10 月營收月減 20.9%，主因中國十一長假使中國廠區工作天數減少。展望 4Q24，由於南非市場因選舉導致拉貨尚未看到復甦，下修 4Q24 營收預估 4.5%至 57.5 億元，季減 14.2%/年增 25.1%；上修預估毛利率 0.2 個百分點至 30.4%，年增 0.6 個百分點，主因觀察 On-Line UPS 毛利率隨高功率產品比重提升；營業利益下調 4.6%至 12.4 億元，季減 21.5%；下調稅後淨利 4.5%至 10.6 億元，季減 14.3%/年增 14.3%，EPS 12.1 元。

圖 4：2024 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	4,594	6,701	5,746	-14.2%	25.1%	6,018	5,683	-4.5%	1.1%
營業毛利	1,366	2,073	1,745	-15.8%	27.8%	1,814	1,723	-3.8%	1.3%
營業利益	939	1,584	1,243	-21.5%	32.5%	1,304	1,208	-4.6%	2.9%
稅前利益	1,025	1,510	1,273	-15.7%	24.2%	1,334	1,253	-4.5%	1.6%
稅後淨利	925	1,230	1,057	-14.1%	14.3%	1,107	1032	-4.5%	2.4%
調整後 EPS (元)	10.60	14.08	12.10	-14.1%	14.1%	12.68	11.81	-4.5%	2.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	29.7%	30.9%	30.4%	-0.6	0.6	30.1%	30.3%	0.2	0.1
營業利益率	20.4%	23.6%	21.6%	-2.0	1.2	21.7%	21.3%	0.0	0.4
稅後純益率	20.1%	18.4%	18.4%	0.0	-1.7	18.4%	18.2%	0.0	0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

高毛利 Inverter 及 On-Line UPS 成長趨勢明確，帶動產品組合持續轉佳

就三大產品成長性而言，Inverter>On-Line UPS>Off-Line UPS，帶動產品組合持續轉佳。旭隼 Off-line UPS 主要應用在 PC，毛利率較低僅 20-25%；On-line UPS 毛利率達 30%，應用為高端市場如雲端、電信等，看好資料中心建置使產品往高功率發展下，On-line UPS 營收長期可望成長 10%，大於 Off-line UPS 成長 5%。而 Inverter 業務毛利率達 30-40%，受惠全球淨零與開發中國家電力建設需求成長，產品低基期發展下，成長性為三大業務中最高，預估 Inverter 長期可望年成長 10-20%，後續主要留意南非市場復甦進度。

圖 5：旭隼三大事業亮點及營收成長率預估

	2023A		主要產品及應用	成長動能	毛利率	2023A	2024F	2025F
	營收佔比					營收 YoY	營收 YoY	營收 YoY
On-Line UPS	35%	電信、醫療設備、伺服器	資料中心建置使產品往高功率發展	30-35%	-8%	19%	12%	
Off-Line UPS	28%	PC、個人應用	品牌廠擴大委外代工	20-25%	-14%	22%	7%	
Inverter/ PV Inverter	28%	太陽能廠、居家、大樓	淨零政策與開發中國家電力建設	35-40%	-33%	38%	12%	

資料來源：公司資料、元大投顧預估

客戶擴大委外代工以及雲端產業發展，帶動旭隼 UPS 營運長期持續向上

- 中國競爭壓力促使品牌廠加速委外代工：中國過去受國產化扶植，UPS 廠商華為、科士達以及科華 2010-2020 年間發展快速，2020 年已成為全球前十大，三大廠商產值合計達全球產值的 14%，其技術能力已可與 Tier 1 大廠競爭，且持續布局中高功率 UPS 出口海外，產業整體價格競爭壓力加劇，促使國際品牌廠加速委外代工以降低生產成本，預估目前 Tier1 品牌客戶委外比重僅佔出貨量 10%，因此未來仍具極大的成長空間。

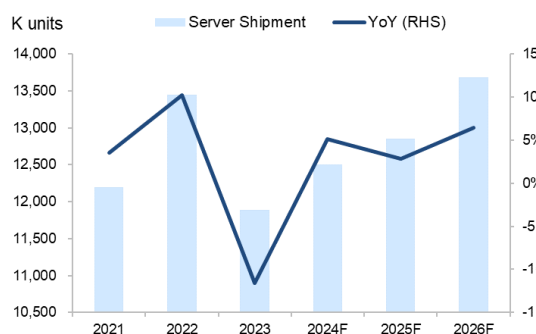
圖 6：2010-2020 年 UPS 產業全球市佔率變化

Market share by revenue	2010	2020
Schneider(APC)	25.5%	23.5%
Eaton	11%	12.5%
Emerson(Vertiv)	11.4%	11.5%
華為	-	6.5%
Riello	2.5%	4%
科士達	-	4%
科華	-	3.5%
Mitsubishi	3.1%	2.5%
其他	46.5%	32%

資料來源：Frost&Sullivan、Omdia、元大投顧

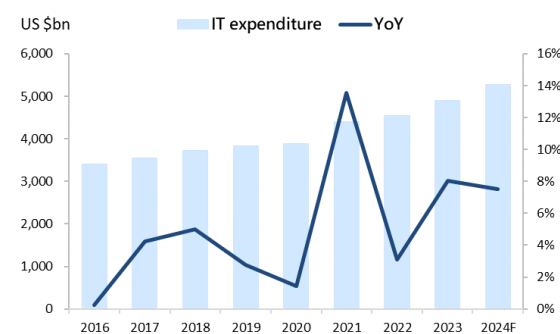
- 資料中心建置使高功率 UPS 需求成長快速：伺服器與資料中心等大型機房終端應用發展下，20KVA 以上的高功率 UPS 成長速度高於低功率，然而，因客戶高功率產品仍多為自製，旭隼高功率僅佔營收 5%，整體比重仍低，預估未來三年有望成長至 8-10% 比重。旭隼研發生產能力已推出最高 1.2MW 之產品，足以因應未來國際大廠委外時之技術能力。隨產業趨勢朝向高功率發展，已看到部分高功率代工專案釋出，旭隼 4Q24 接獲 Tier 1 客戶 60KVA 專案訂單，預期 2H25 有望出貨，長期而言客戶高功率委外比重將逐步提升。

圖 7：全球伺服器出貨量預估



資料來源：IDC、元大投顧

圖 8：全球 IT 支出金額預估



資料來源：Gartner、元大投顧

UPS 可在斷電時為設備供電，依設計可區分為離線式與在線式

UPS 為發生停電或電壓不穩等電源問題時，可自動將電源切換為內建電池，在短時間內繼續供應電力之裝置，故通常用於維持商用電腦系統、通訊設備、精密儀器等電子產品的穩定運行，以避免操作中斷所帶來的損失。現行以鉛酸電池為主流的 UPS，主要係由電池、功率半導體、變壓器、電源轉換器、電阻電容及其他相關零組件所組成，其供電原理是當市電正常時，機器會將市電的交流電(AC)轉換為直流電(DC)，並對電池充電。但當 UPS 偵測到市電電壓出現異常或是斷電時，再將儲存於電池中的直流電轉換為交流電，供給負載繼續使用，以達到不斷電的功能。UPS 依設計類別之區分可分類為離線式不斷電系統(Off-Line UPS)及在線式不斷電系統(On-Line UPS)。

圖 9：離線式與在線式 UPS 之優缺點及終端應用產品介紹

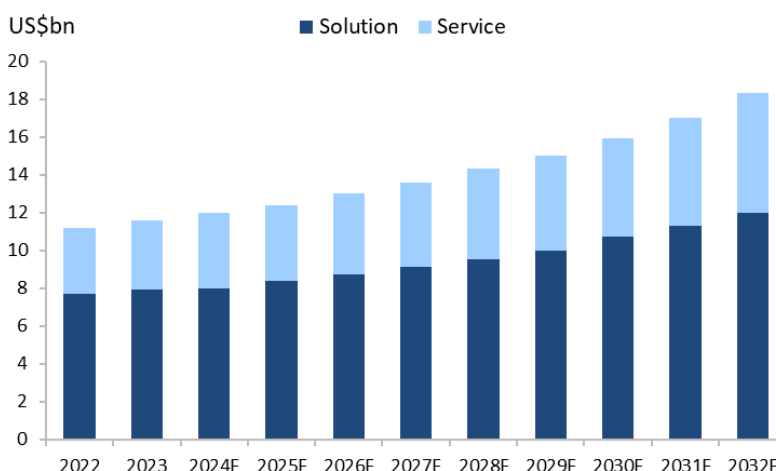
	離線式	在線式	在線互動式
圖示			
優點	結構簡單、體積小、重量輕、價格最低	能提供純淨交流電力輸出，電力品質不良的情況能完全改善	能改善部分電力品質不良之影響，價格介於在線式與離線式之間
缺點	對市電不經處理，電力品質不良問題無法完全改善。轉換時間長、保護性最低	價格高，換流器持續運轉，結構複雜、成本最高，故障可能性較離線式 UPS 高	控制複雜、結構複雜、成本高
應用	PC、個人應用為多	大型電信設備、醫療院所等	企業伺服器

資料來源：公司資料、元大投顧

節能、雲端及基礎建設三大動能，帶動 UPS 產業以 5% CAGR 穩定向上成長

Global Market Insights 調研指出，2023 年 UPS 市場規模約為 116 億美元，近年來全球 UPS 的銷售三大市場產值中，美洲佔比約 40%，歐洲及亞洲佔比均近 30%。展望未來，三大成長動能為 1) 全球綠色節能解決方案推進；2) 北美及歐洲雲端技術成長；3) 亞太地區基礎建設快速發展，預期 2024-2032 年全球 UPS 產業市場規模以 5% CAGR 成長。

圖 10：UPS 產業 2022-2032 年市場規模預估

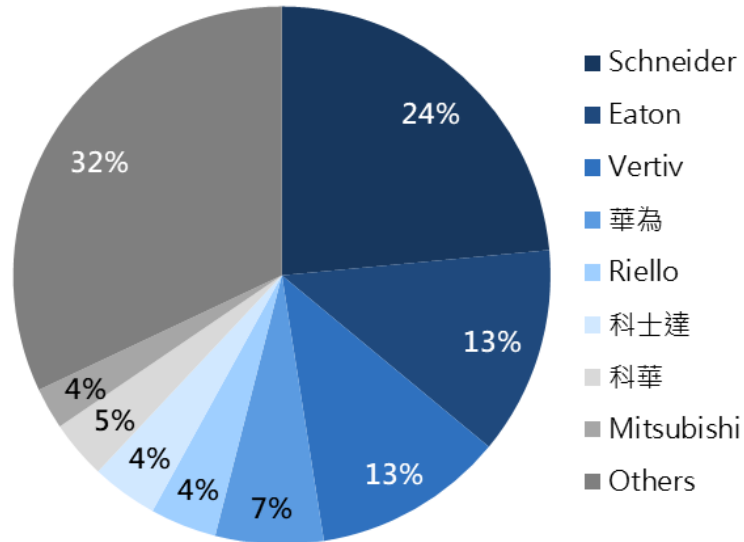


資料來源：Global Market Insights、元大投顧

Schneider(APC)、Eaton、Emerson(Vertiv)三大品牌廠市佔率合計達近 50%

UPS 市場以 Schneider(APC)、Eaton、Emerson(Vertiv)三大品牌為首，全球有超過 100 家的廠商在市場上競爭，近十年來全球前幾大廠商持續藉由併購而擴大市占率，但 UPS 產品牽涉到各區域的電力供應情況，產品設計需符合市場當地之需求，所以各區域當地廠商因具熟悉當地市場與電力環境之優勢，故可在當地市場佔有一席之地，此外，中國近年因 UPS 國產化政策扶植，中國廠商華為、科華及科士達快速成長，全球市占率合計已達近 15%。

圖 11：2020 年全球 UPS 市佔率狀況



資料來源：Omdia、元大投顧

資料中心應用成長快速，UPS 產品往高技術、高功率發展

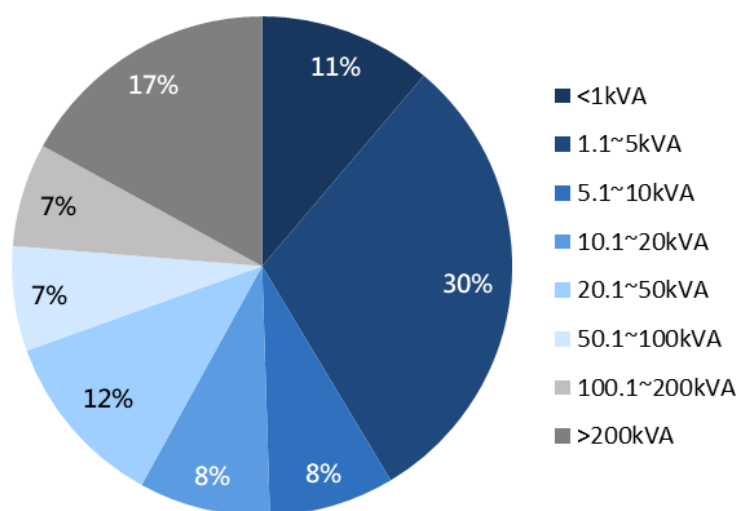
UPS 終端市場分為醫療保健、工業、IT 和電信、資料中心、基礎建設等，主要成長動能來自資料中心應用。UPS 系統對於確保資料中心保持持續運作、防止資料遺失和停機至關重要，隨著雲端概念議題發酵，伺服器、大型工作站及資料中心等相關電腦資訊配套硬體之大量建置，因對電流設計及電力設備規格的特殊要求，On-Line UPS 的產品需求預估將大幅成長。而 20KVA 以上的 UPS 產品受惠於企業用大型資料中心及公共基礎設施之大型機房設備近年發展，每年成長速度高於 20KVA 以下的 UPS 產品及整體 UPS 產值成長率，可見產品整體往高技術、高功率發展。

UPS 外包設計製造方式為產業主流，高功率委外比重預估將逐步提升

UPS 為產業競爭激烈的成熟產業，大部分 UPS 品牌廠採取 1)當地區域投資設廠；2)通過 OEM 或 ODM 方式外包設計製造，以降低生產成本。由於產業鏈分工的不斷細化，外包設計製造的方式已逐步成為主流，亞太地區逐漸成為國際 UPS 生產製造中心。研究機構 Frost & Sullivan 報告顯示，2010 年 UPS 產業產品以中小容量產品為大宗，惟近年來由於雲端設備及資料中心需求成長快速，大型 UPS 的營收金額成長率，已高於中小型 UPS。

多數品牌廠將毛利率較低、技術門檻低的低功率(<20KVA)產品外包以降低生產成本，而高功率(>20KVA)高毛利產品大多仍自行生產，釋出委外訂單比重預估僅 10%，因此未來仍具極大的成長空間。隨產業趨勢朝向高功率發展，已看到部分高功率代工專案釋出，預估客戶高功率委外比重將逐步提升。

圖 12：2010 年 UPS 全球銷售功率以中小容量為主，而近年大容量 UPS 成長快速



資料來源：Frost & Sullivan、元大投顧

Inverter 產業受惠全球太陽能建置需求，預估 2024-2030 產業 CAGR 達 18.3%

PV Inverter 為太陽能系統的重要零組件，銷售業績變化與全球太陽能系統安裝量相關，為因應 2050 淨零趨勢，全球許多國家和地區皆推出了稅額扣抵、補貼及電價補貼等獎勵，以鼓勵太陽能等再生能源發展。Statistics MRC 的數據顯示，2024 年全球太陽能市場規模為 2,344 億美元，預計 2030 年將達到 8,941 億美元，預測期內年複合成長率為 25.0%，帶動 PV Inverter 出貨量年年成長。受惠全球大型太陽能發電廠建置需求，以及將太陽能引入住宅和商業建築，進一步推升產業成長潛力。Global Market Insights 機構預估，全球 PV Inverter 市場規模 2030 年將達到 419 億美元，預估 2024-2030 產業 CAGR 達 18.3%，明顯高於 UPS 產業的 5%。

獲利調整與股票評價

長期看好旭隼受惠品牌廠擴大委外代工趨勢，重申買進評等

預估旭隼 2024/2025 年 EPS 分別達 49.06 元/62.13 元，較先前微幅下修 2.2%/上修 0.5%，下修 2024 年 EPS 主因 Inverter 南非市場復甦不如預期。本中心對於旭隼長期看法正面，主因 1) 客戶擴大委外代工趨勢，使旭隼 UPS 營運長期持續向上。2) Inverter 毛利率與成長性為三大業務中最高，帶動產品組合轉佳。3) 旭隼 ROE 長期維持 40%以上之高水位，擁有良好之經營管理能力。

目前旭隼股價交易於 38/30 倍 2024/2025 年預估每股盈餘，相較 2025 年國內/外電源供應器同業平均 22/16 倍為高，主因旭隼國際 UPS 大廠訂單快速成長，以及公司為雲端運算受惠股，成長性優於同業。考量客戶庫存調整完畢，旭隼營運重回正成長軌道，且旭隼 UPS 代工產業龍頭地位具不可取代性，長線將受惠節能、雲端及開發國家基礎建設三大動能，帶動營運穩健向上，維持目標價 2,350 元，係根據 2025 EPS 62.13 元、目標本益比 38 倍推得，重申買進評等。

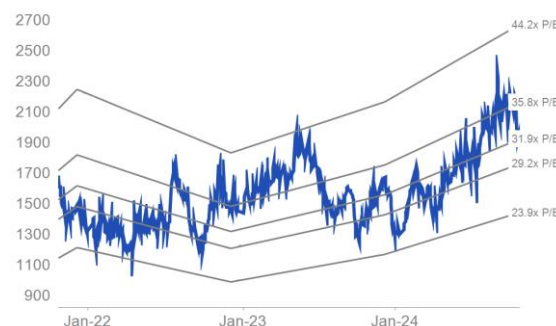
投資風險：1) 南非市場需求復甦持續疲弱；2) 各國節能補助費用減少。

圖 13：2024 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	23,553	23,739	26,062	26,160	-0.8%	-0.4%
營業毛利	7,277	7,331	8,845	8,814	-0.7%	0.4%
營業利益	5,336	5,342	6,445	6,414	-0.1%	0.5%
稅前利益	5,142	5,226	6,573	6,542	-1.6%	0.5%
稅後淨利	4,285	4,383	5,427	5,402	-2.2%	0.5%
調整後 EPS (元)	49.06	50.18	62.13	61.84	-2.2%	0.5%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	30.9%	30.9%	33.9%	33.7%	0.0	0.2
營業利益率	22.7%	22.5%	24.7%	24.5%	0.2	0.2
稅後純益率	18.2%	18.5%	20.8%	20.6%	-0.3	0.2

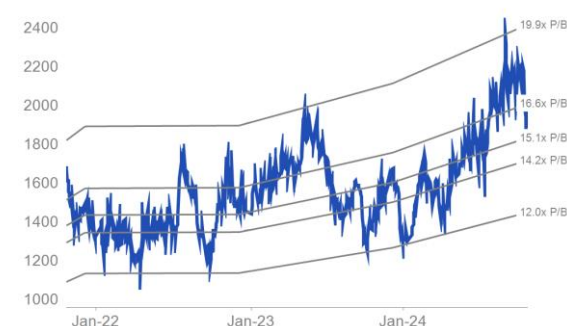
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：12 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 16：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
旭集	6409 TT	買進	1885.0	5,165	41.53	49.06	62.13	45.4	38.4	30.3	(18.4)	18.1	26.6
國外													
Emerson	EMR US	未評等	129.0	73,556	3.7	5.5	6.0	34.5	23.6	21.7	(31.4)	46.6	8.7
Schneider	SU FP	未評等	245.0	149,182	7.2	8.1	9.4	34.3	30.2	26.1	14.8	13.6	15.6
Eaton	ETN US	未評等	361.9	143,007	8.1	10.8	12.1	44.9	33.5	30.0	30.6	33.9	11.8
Kstar	002518 CH	未評等	19.9	1,606	1.5	1.0	1.3	13.7	20.2	14.9	28.8	(32.2)	35.8
Kehua	002335 CH	未評等	24.7	1,579	1.1	1.2	1.7	22.5	21.0	14.9	104.4	7.0	41.3
國外平均					4.3	5.3	6.1	30.0	25.7	21.5	29.4	13.8	22.6
國內													
碩天	3617 TT	未評等	308.0	867	16.4	22.2	24.2	18.8	13.9	12.8	22.2	35.4	8.8
科風	3043 TT	未評等	30.9	37	(0.1)	--	--	--	--	--	--	--	--
盈正	3628 TT	未評等	45.3	63	2.0	--	--	23.3	--	--	(23.6)	--	--
台達電	2308 TT	買進	386.0	30,762	12.9	15.3	19.6	30.0	25.2	19.7	2.3	19.0	27.8
國內平均					7.8	18.8	21.9	24.0	19.6	16.2	0.3	27.2	18.3

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 17：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
旭集	6409 TT	買進	1885.0	5,165	43.4	46.2	50.3	95.30	106.19	123.60	19.8	17.8	15.3
國外													
Emerson	EMR US	未評等	129.0	73,556	16.5	11.6	13.3	36.0	38.2	40.1	3.6	3.4	3.2
Schneider	SU FP	未評等	245.0	149,182	15.7	16.4	17.4	47.3	51.2	56.2	5.2	4.8	4.4
Eaton	ETN US	未評等	361.9	143,007	20.3	21.1	22.0	47.7	49.8	54.2	7.6	7.3	6.7
Kstar	002518 CH	未評等	19.9	1,606	21.3	12.8	15.4	7.3	10.8	10.4	2.8	1.8	1.9
Kehua	002335 CH	未評等	24.7	1,579	12.5	11.9	14.0	9.5	10.7	12.3	2.6	2.3	2.0
國外平均					17.3	14.8	16.4	29.6	32.1	34.6	4.3	3.9	3.6
國內													
碩天	3617 TT	未評等	308.0	867	20.3	24.3	22.9	81.9	93.1	107.3	3.8	3.3	2.9
科風	3043 TT	未評等	30.9	37	10.0	--	--	10.9	--	--	2.8	--	--
盈正	3628 TT	未評等	45.3	63	5.2	--	--	37.5	--	--	1.2	--	--
台達電	2308 TT	買進	386.0	30,762	16.6	17.9	20.1	76.7	85.5	97.5	5.0	4.5	4.0
國內平均					13.0	21.1	21.5	51.7	89.3	102.4	3.2	3.9	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 18：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	4,599	6,507	6,701	5,746	5,552	7,097	7,197	6,216	23,553	26,062
銷貨成本	(3,171)	(4,476)	(4,628)	(4,001)	(3,621)	(4,754)	(4,722)	(4,120)	(16,275)	(17,218)
營業毛利	1,428	2,031	2,073	1,745	1,931	2,343	2,475	2,096	7,277	8,845
營業費用	(437)	(513)	(489)	(502)	(515)	(635)	(665)	(585)	(1,942)	(2,400)
營業利益	991	1,518	1,584	1,243	1,416	1,708	1,810	1,511	5,336	6,445
業外利益	(114)	(35)	(74)	30	36	40	19	33	(194)	128
稅前純益	877	1,482	1,510	1,273	1,452	1,748	1,829	1,544	5,142	6,573
所得稅費用	(163)	(198)	(280)	(216)	(254)	(308)	(316)	(267)	(858)	(1,145)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	714	1,284	1,230	1,057	1,198	1,440	1,512	1,277	4,285	5,427
調整後每股盈餘(NT\$)	8.18	14.70	14.08	12.10	13.71	16.49	17.31	14.62	49.06	62.13
調整後加權平均股數(百萬股)	87	87	87	87	87	87	87	87	87	87
重要比率										
營業毛利率	31.1%	31.2%	30.9%	30.4%	34.8%	33.0%	34.4%	33.7%	30.9%	33.9%
營業利益率	21.6%	23.3%	23.6%	21.6%	25.5%	24.1%	25.2%	24.3%	22.7%	24.7%
稅前純益率	19.1%	22.8%	22.5%	22.2%	26.2%	24.6%	25.4%	24.8%	21.8%	25.2%
稅後純益率	15.5%	19.7%	18.4%	18.4%	21.6%	20.3%	21.0%	20.5%	18.2%	20.8%
有效所得稅率	18.6%	13.4%	18.6%	17.0%	17.5%	17.6%	17.3%	17.3%	16.7%	17.4%
季增率(%)										
營業收入	0.1%	41.5%	3.0%	-14.2%	-3.4%	27.8%	1.4%	-13.6%		
營業利益	5.6%	53.2%	4.3%	-21.5%	13.9%	20.6%	6.0%	-16.5%		
稅後純益	-22.8%	79.9%	-4.2%	-14.1%	13.3%	20.2%	5.0%	-15.5%		
調整後每股盈餘	-22.9%	79.8%	-4.2%	-14.1%	13.3%	20.2%	5.0%	-15.6%		
年增率(%)										
營業收入	-2.1%	25.2%	50.1%	25.1%	20.7%	9.1%	7.4%	8.2%	24.3%	10.7%
營業利益	-4.7%	31.3%	57.9%	32.5%	42.9%	12.5%	14.3%	21.6%	29.0%	20.8%
稅後純益	-4.3%	-2.9%	95.2%	14.3%	67.8%	12.1%	23.0%	20.8%	18.3%	26.7%
調整後每股盈餘	-4.4%	-3.0%	95.0%	14.1%	67.7%	12.1%	23.0%	20.8%	18.1%	26.6%

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

旭隼為 UPS 不斷電系統 DMS(設計製造與服務)領導廠商

旭隼成立於 2008 年，自成立以來，經營理念為成為全球首屈一指的 DMS 不斷電系統製造商，不作自有品牌、不與客戶競爭，專注經營客戶品牌委外設計與生產，以優異的設計製造與成本控管能力，進一步拉大與品牌和代工混營廠商的距離，提供全方位的客製化服務，全球前十大 UPS 廠商 APC、Eaton、Vertiv、Riello 等皆為旭隼之客戶。

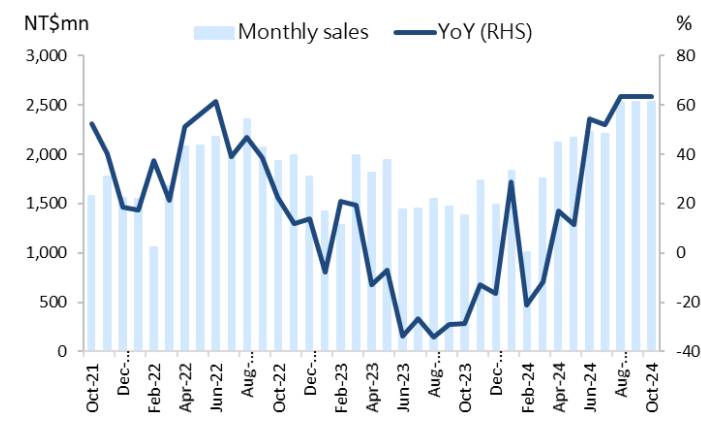
旭隼可分為三大產品線，2023 年營收比重分別：On-line UPS 35%、Off-line UPS 28%、Inverter 28%。旭隼目前產能 80% 集中於中國，剩餘 20% 為台灣及越南，2023 年地區別營收占比為亞洲 51%、美洲 23%、歐洲 19%、非洲與其他 7%。

圖 19：旭隼源股東結構

前 10 大股東(2024/4/16)	持股人姓名	持股數	持股比例%
1	謝卓明	8,372,166	9.54
2	全漢企業股份有限公司	3,344,822	3.81
3	開宏國際投資有限公司	3,310,359	3.77
4	元大證券股份有限公司受託保管 RGIS.R.L 有限公司投資專戶	2,529,464	2.88
5	花旗(台灣)商業銀行受託保管新加坡政府投資專戶	2,374,958	2.71
6	謝宜玲	2,099,874	2.39
7	渣打國際商業銀行營業部受託保管聖詹姆士新興市場股票單位信託受託人為奈威施特受託人和存託服務有限公司委託外部經理人瓦薩齊顧問公司投資專戶	1,914,110	2.18
8	國泰人壽全權委託國泰投信投資帳戶 (SG 台股策略一)	1,338,885	1.53
9	匯豐 (台灣) 商業銀行股份有限公司受託保管富達投資信託：富達新興市場基金投資專戶	1,114,868	1.27
10	花旗 (台灣) 商業銀行受託保管科威特投資處委託外部經理人貝萊德投資管理 (英國) 公司投資專戶	1,050,000	1.20

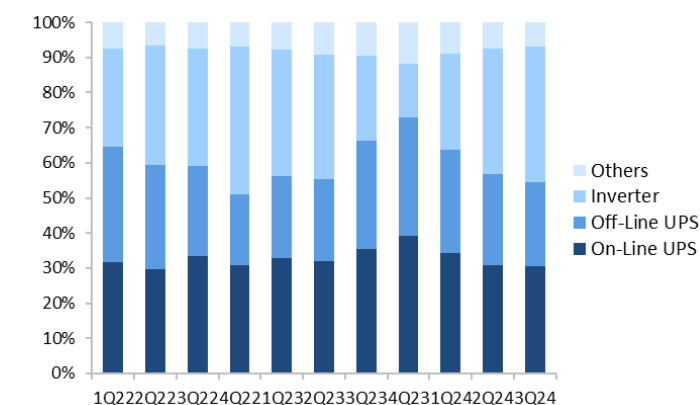
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 20：旭隼月營收趨勢



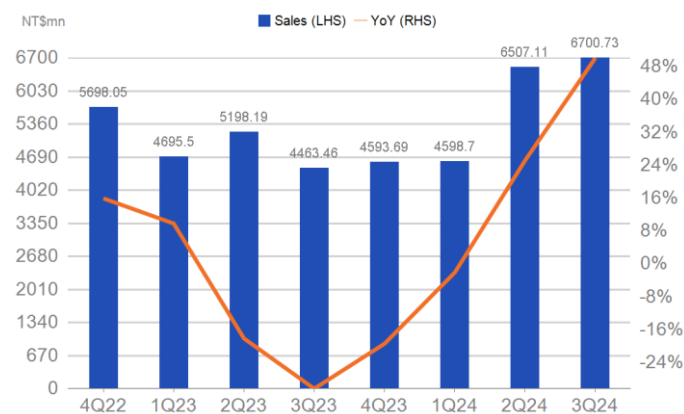
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：營收組成



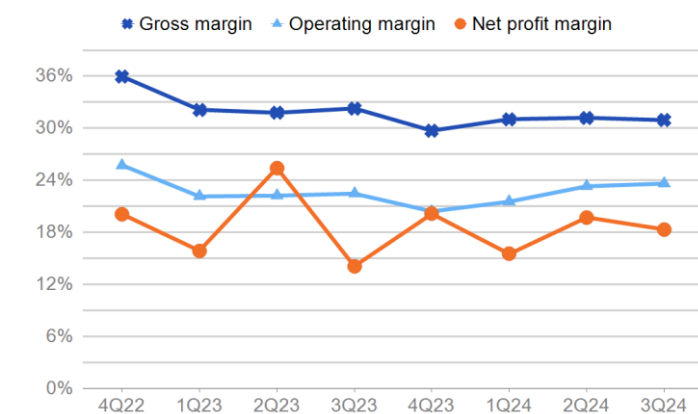
資料來源：公司資料

圖 22：營收趨勢



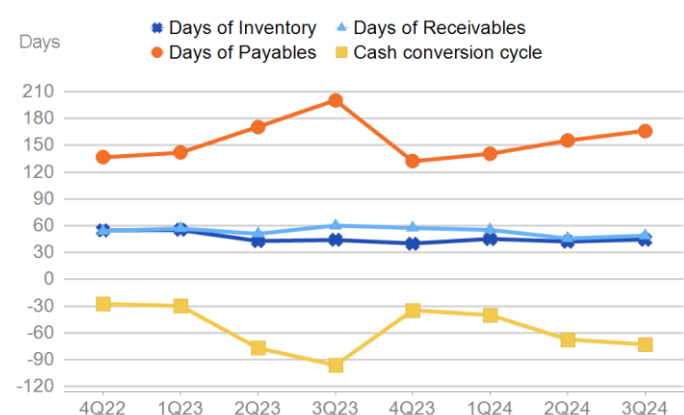
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：毛利率、營益率、淨利率



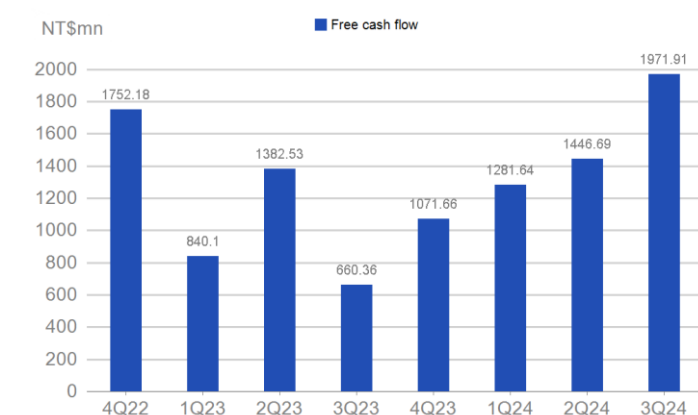
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：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：**旭隼整體的 ESG 風險評級屬於中風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行在略微領先的位置，亦於電氣設備業的公司中排名略微領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**旭隼的整體曝險中等，略優於電氣設備業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的商業道德、產品治理與人力資本等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**旭隼與 ESG 相關的整體披露遵循最佳實踐，表明對投資者和公眾的強烈責任感。公司的 ESG 相關議題由董事會監督，顯示這些議題已納入核心業務策略，同時公司之環境政策也很強有力。然而，現有證據表明其舉報計畫被評估為薄弱，且公司高階主管薪酬與永續發展績效目標沒有明確掛鉤。

圖 26：ESG 分析

分項	評分/評級	
ESG 總分	22.1	
在 ESG 議題上的曝險 (A)	37.5	
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	42.8	
風險評級	中	★
同業排行(1~100，1 為最佳)	39	

資料來源：Sustainalytics (2024/11/17)

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	5,155	5,353	5,045	6,101	7,444
存貨	1,787	2,019	1,412	1,442	1,483
應收帳款及票據	2,838	3,117	2,949	3,117	3,310
其他流動資產	262	328	252	272	332
流動資產	10,042	10,816	9,657	10,931	12,568
採用權益法之投資	0	0	0	3	6
固定資產	2,730	4,474	4,420	4,263	4,189
無形資產	29	25	19	19	19
其他非流動資產	583	770	660	660	660
非流動資產	3,343	5,269	5,099	4,946	4,874
資產總額	13,384	16,085	14,756	15,877	17,442
應付帳款及票據	3,615	4,173	3,687	3,893	3,937
短期借款	2,380	0	0	0	0
什項負債	1,500	2,454	1,798	1,798	1,798
流動負債	7,495	6,627	5,485	5,691	5,735
長期借款	0	832	734	734	734
其他負債及準備	181	283	180	180	180
長期負債	181	1,115	914	914	914
負債總額	7,676	7,742	6,398	6,604	6,648
股本	874	878	877	877	877
資本公積	942	1,825	1,772	1,772	1,772
保留盈餘	4,213	6,592	6,397	7,407	9,023
什項權益	(321)	(951)	(689)	(784)	(879)
歸屬母公司之權益	5,708	8,343	8,358	9,273	10,793
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	5,708	8,343	8,358	9,273	10,793

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	2,359	4,433	3,623	4,285	5,427
折舊及攤提	299	327	362	387	409
本期營運資金變動	(699)	112	79	8	(189)
其他營業資產 及負債變動	340	747	19	(20)	(60)
營運活動之現金流量	2,299	5,619	4,083	4,659	5,587
資本支出	(485)	(1,807)	(129)	(231)	(334)
本期長期投資變動	0	0	0	(3)	(3)
其他資產變動	(48)	(167)	(103)	0	0
投資活動之現金流量	(532)	(1,975)	(232)	(234)	(337)
股本變動	0	3	0	0	0
本期負債變動	622	(1,639)	(98)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(2,055)	(2,054)	(3,818)	(3,275)	(3,812)
其他調整數	(91)	(101)	(93)	(95)	(95)
融資活動之現金流量	(1,524)	(3,791)	(4,009)	(3,370)	(3,907)
匯率影響數	26	345	(151)	0	0
本期產生現金流量	269	198	(308)	1,056	1,343
自由現金流量	1,814	3,811	3,955	4,429	5,253

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	16,957	22,725	18,951	23,553	26,062
銷貨成本	(12,646)	(15,588)	(12,982)	(16,275)	(17,218)
營業毛利	4,311	7,137	5,968	7,277	8,845
營業費用	(1,386)	(1,849)	(1,831)	(1,942)	(2,400)
推銷費用	(387)	(434)	(372)	(434)	(677)
研究費用	(601)	(906)	(933)	(947)	(1,030)
管理費用	(385)	(513)	(519)	(559)	(693)
其他費用	(13)	4	(6)	(2)	(8)
營業利益	2,925	5,288	4,138	5,336	6,445
利息收入	72	68	146	196	178
利息費用	(41)	(74)	(63)	(56)	(52)
利息收入淨額	31	(7)	83	140	126
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(92)	88	101	(332)	0
其他業外收入(支出)淨額	28	34	61	(1)	2
稅前純益	2,891	5,403	4,382	5,142	6,573
所得稅費用	(531)	(970)	(760)	(858)	(1,145)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	2,359	4,433	3,623	4,285	5,427
稅前息前折舊攤銷前淨利	3,231	5,804	4,808	4,949	6,036
調整後每股盈餘 (NT\$)	27.15	50.91	41.53	49.06	62.13

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	24.2	34.0	(16.6)	24.3	10.7
營業利益	7.1	80.8	(21.8)	29.0	20.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	10.3	79.7	(17.2)	2.9	22.0
稅後純益	7.4	87.9	(18.3)	18.3	26.7
調整後每股盈餘	5.2	87.5	(18.4)	18.1	26.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	25.4	31.4	31.5	30.9	33.9
營業利益率	17.3	23.3	21.8	22.7	24.7
稅前息前淨利率	16.8	23.5	22.8	22.7	24.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	19.1	25.5	25.4	21.0	23.2
稅前純益率	17.1	23.8	23.1	21.8	25.2
稅後純益率	13.9	19.5	19.1	18.2	20.8
資產報酬率	18.7	30.1	23.5	27.0	31.1
股東權益報酬率	42.7	63.1	43.4	46.2	50.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	134.5	92.8	76.6	71.2	61.6
淨負債權益比(%)	(48.6)	(54.2)	(51.6)	(57.9)	(62.2)
利息保障倍數 (倍)	71.3	73.8	70.3	92.8	127.4
流動比率 (%)	134.0	163.2	176.1	192.1	219.2
速動比率 (%)	107.1	128.7	146.8	166.8	193.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(2,775)	(4,521)	(4,311)	(5,367)	(6,710)
調整後每股淨值 (NT\$)	65.31	95.03	95.30	106.19	123.60
評價指標 (倍)					
本益比	37.0	37.0	45.4	38.4	30.3
股價自由現金流量比	90.4	43.0	41.5	37.0	31.2
股價淨值比	19.8	19.8	19.8	17.8	15.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨	50.8	28.3	34.1	33.1	27.2
股價營收比	9.7	7.2	8.7	7.0	6.3

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

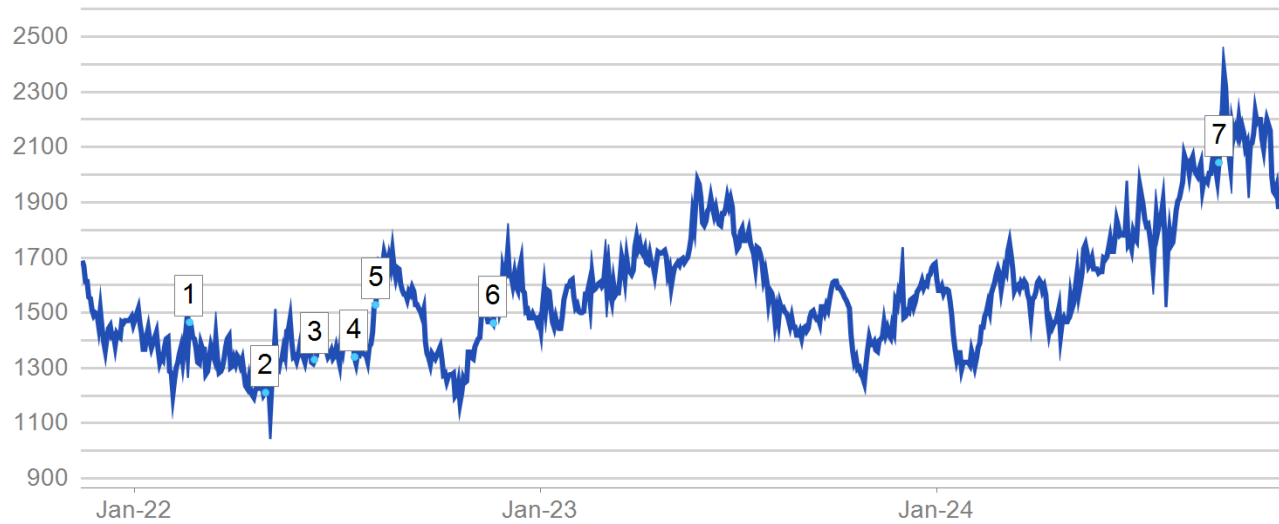
附錄：重要揭露事項

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。

旭集 (6409 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	20220301	1440.00	1850.00	1745.64	買進	魏建發
2	20220509	1275.00	1800.00	1698.46	買進	魏建發
3	20220621	1395.00	1850.00	1745.64	買進	魏建發
4	20220725	1515.00	1430.00	1349.33	持有-超越同業	魏建發
5	20220811	1620.00	1530.00	1443.69	持有-超越同業	魏建發
6	20221122	1540.00	1650.00	1577.56	持有-超越同業	魏建發
7	20240919	2045.00	2350.00	2350.00	買進	陳澤心

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>.