

崇越 (5434 TT) Topco

先進製程需求強勁 推升 2025 年營運續創新高

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$350.0

收盤價 (2024/11/14) : NT\$308.5
隱含漲幅 : 13.5%

營收組成 (3Q24)

光阻劑 42%、矽晶圓(佣金)1%、上海崇越 23%(矽晶圓)、電子材料 15%、工程 11%、其他 7%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	350.0	320.0
2024年營收 (NT\$/十億)	56.5	55.4
2024年EPS	19.3	19.3

交易資料表

市值	NT\$58,860百萬元
外資持股比率	25.4%
董監持股比率	6.5%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$92.48
負債比	52.5%
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	52,978	49,273	56,549	63,757
營業利益	3,230	3,198	4,139	5,033
稅後純益	3,018	2,835	3,666	4,311
EPS (元)	15.89	14.93	19.30	22.70
EPS YoY (%)	31.6	-6.0	29.3	17.6
本益比 (倍)	19.4	20.7	16.0	13.6
股價淨值比 (倍)	4.3	3.9	3.3	3.0
ROE (%)	24.5	19.9	21.5	22.5
現金殖利率 (%)	3.2%	3.2%	3.8%	4.4%
現金股利 (元)	10.00	10.00	11.58	13.62

陳娟娟

Chuanchuan.Chen@yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

元大觀點

◆ 3Q24 EPS 4.93 元，約略符合預期。展望 4Q24 延續上季動能，營收趨勢向上，2024 全年營收表現將優於公司先前 10%成長目標。

◆ 2025 年來自 AI/HPC 新興應用需求強勁、搭配新晶圓廠產能、新增海外據點效益，展望更佳。先進製程、自主供應鏈趨勢推升中長期營運動能不變。

◆ 營運成長性佳、股息配發率 6~7 成，兼具殖利率概念。維持買進，目標價 350 元，以 15 倍本益比、2025 年 EPS 推得。

3Q24 EPS 4.93 元，符合預期；展望 4Q24 營收趨勢向上

3Q24 營收 QoQ、YoY 分別成長 11%、23%，主要受惠先進製程推升、中國新廠產能開出、海外工程維持強勁，毛利率季減 0.7 個百分點達 13.3%，主要受到產品組合因素，業外淨收益挹注 1.45 億元，EPS 4.93 元/季減 8%，約略符合預期。4Q24 延續上季動能，預估光阻、矽晶圓持平，工程為入帳高峰，近期公告 10 月營收 MoM -1%、YoY +20%，預期 4Q24 營收 QoQ 成長 1%，EPS 4.92 元，較前次上修 6%。

先進製程往前推升、新廠開出，原材料庫存回補力道強勁

3Q24 營收結構為光阻劑 42%、矽晶圓(佣金)1%、上海崇越 23%(矽晶圓)、其他電子材料 15%、工程 11%及其他 7%，其中光阻 QoQ +17%、矽晶圓(佣金)QoQ +1%，表現最為強勁，主要反映先進製程需求強勁、中國新晶圓廠產能開出等。公司在先進製程的原材料是 base line 供應商且具有很高市佔率，製程往前推進/先進封裝有助內容價值提升。近幾年受到地緣政治因素，部份電子廠/半導體廠轉往東南亞設廠、公司工程接案以環境工程為主，目前在手訂單約 60-70 億元，近年持續在東南亞工程案有斬獲，2024 年營收目標成長微增，然毛利率亦有顯著改善，近期持續在新加坡新擴晶圓廠訂單大有斬獲，展望正向。

2024 全年營收成長將優於 10%目標，2025 年亦不看淡

2024 年公司營收目標成長 10%，其中半導體材料、工程分別成長 5~10%、微幅成長，上海崇越及綠能高於平均水準。前 10 月營收 YoY 成長 12%，優於預期。然更看好 2025 年來自半導體景氣進入多頭循環而成長更為明確，AI/HPC/車用新興應用帶動半導體新材料的開發及內容價值提升，搭配新晶圓廠產能開出、新增海外據點等，推升營運動能更為強勁。元大最新預估 2024/25 年 EPS 19.30/22.70 元，其中上修 2025 年獲利 10%，基於光阻劑年成長率優於預期、海外工程接案有所斬獲。

營運分析

3Q24 獲利符合預期，展望 4Q24 營收趨勢向上

崇越 3Q24 營收季增 11%/年增 23% 至 154 億元，主要受惠先進製程推升、中國新廠產能開出、海外工程維持強勁；毛利率季減 0.7/年減 0.6 個百分點至 13.3%，低於本中心預期 0.8/市場預期 0.7 個百分點，主要受到產品組合因素，光阻液銷售增加；營業利益季增 11%/年增 17%至 11 億元，低於本中心預期 4%/市場預期 2%，營業利益率季減 0.1/年減 0.4 個百分點至 7.2%，低於本中心預期 0.7/市場預期 0.6 個百分點；本季 EPS 為 4.93 元，季減 8%/年增 18%，大致符合本中心及市場預期。

4Q24 延續上季動能，預估光阻、矽晶圓持平，工程為入帳高峰，近期公告 10 月營收 MoM -1%、YoY +20%，我們預期 4Q24 營收季持平/年增 26% 至 155 億元；毛利率季增 0.1/年增 0.4 個百分點至 13.4%；營業利益季增 4%/年增 43%至 11.6 億元，較前次上調 2%；營業利益率季增 0.3/年增 0.9 個百分點至 7.5%；EPS 為 4.92 元，季持平/年增 47%，較前次上調 6%。

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	12,492	13,792	15,367	11.4%	23.0%	14,635	14,616	5.0%	5.1%
營業毛利	1,738	1,931	2,051	6.2%	18.0%	2,072	2,051	-1.0%	0.0%
營業利益	947	1,002	1,108	10.6%	17.0%	1,152	1,136	-3.8%	-2.4%
稅前利益	1,065	1,255	1,253	-0.2%	17.6%	1,301	1,252	-3.7%	0.1%
稅後淨利	792	1,021	937	-8.2%	18.3%	967	922	-3.1%	1.6%
調整後 EPS (元)	4.17	5.37	4.93	-8.2%	18.3%	5.09	4.86	-3.1%	1.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	13.9%	14.0%	13.3%	-0.7	-0.6	14.2%	14.0%	-0.8	-0.7
營業利益率	7.6%	7.3%	7.2%	-0.1	-0.4	7.9%	7.8%	-0.7	-0.6
稅後純益率	6.3%	7.4%	6.1%	-1.3	-0.2	6.6%	6.3%	-0.5	-0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

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	12,233	15,367	15,459	0.6%	26.4%	15,040	15,094	2.8%	2.4%
營業毛利	1,590	2,051	2,075	1.2%	30.5%	2,051	2,081	1.2%	-0.3%
營業利益	807	1,108	1,155	4.2%	43.2%	1,131	1,157	2.1%	-0.2%
稅前利益	908	1,253	1,304	4.1%	43.6%	1,280	1,268	1.9%	2.8%
稅後淨利	634	937	934	-0.3%	47.3%	879	881	6.2%	5.9%
調整後 EPS (元)	3.34	4.93	4.92	-0.3%	47.3%	4.63	4.64	6.2%	5.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	13.0%	13.3%	13.4%	0.1	0.4	13.6%	13.8%	-0.2	-0.4
營業利益率	6.6%	7.2%	7.5%	0.3	0.9	7.5%	7.7%	0.0	-0.2
稅後純益率	5.2%	6.1%	6.0%	-0.1	0.9	5.8%	5.8%	0.2	0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

先進製程往前推升、新廠開出，原材料庫存回補力道強勁

3Q24 營收結構為光阻劑 42%、矽晶圓(佣金)1%、上海崇越 23%(矽晶圓)、其他電子材料 15%、工程 11%及其他 7%，其中光阻 QoQ +17%、矽晶圓(佣金)QoQ +1%，表現最為強勁，主要反映先進製程需求強勁、中國新晶圓廠產能開出等。公司在先進製程的原材料是 base line 供應商且具有很高市佔率，製程往前推進/先進封裝有助內容價值提升。近幾年受到地緣政治因素，部份電子廠/半導體廠轉往東南亞設廠、公司工程接案以環境工程為主，目前在手訂單約 60-70 億元，近年持續在東南亞工程案有斬獲，2024 年營收目標成長微增，然毛利率亦有顯著改善，近期持續在新加坡新擴晶圓廠訂單大有斬獲，展望正向。

2024 全年營收成長將優於 10%目標，2025 年亦不看淡

2024 年公司營收目標成長 10%，其中半導體材料、工程分別成長 5~10%、微幅成長，上海崇越及綠能高於平均水準。前 10 月營收 YoY 成長 12%，優於預期。然更看好 2025 年來自半導體景氣進入多頭循環而成長更為明確，AI/HPC/車用新興應用帶動半導體新材料的開發及內容價值提升，搭配新晶圓廠產能開出、新增海外據點等，推升營運動能更為強勁。元大最新預估 2024/25 年 EPS 19.30/22.70 元，其中上修 2025 年獲利 10%，基於光阻劑年成長率優於預期、海外工程接案有所斬獲。

產業概況

崇越科技主要代理日本信越石英株式會社 (Shin-Etsu Chemical) 銷售半導體、光電、電子材料各類產品，其中以矽晶圓、光阻劑佔營收比重最高，分別佔營收約 4 成、3 成，以下針對兩產業概況分別說明：

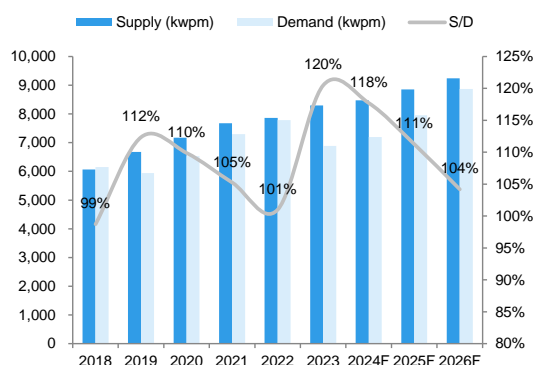
供過於求幅度將逐漸收斂，唯復甦期將較前次循環延長

各大矽晶圓廠擴產計畫皆已宣布，然因 2023 年半導體產業景氣復甦不如預期，當前已觀察到矽晶圓廠商建廠、裝機速度有所放緩，預期供給端主要放量時程將延後至 2025 年，本中心預估全球矽晶圓供給量在 2024/25 年將分別年增 2.1%/4.6%。本中心預期 2024 年供需結構將由 2023 年供需比 120%轉佳至 118%，主因終端需求復甦緩慢，並隨主要矽晶圓廠商 Greenfield 產能將陸續在 2024-2025 年開出，2024 年供過於求之隱憂仍將持續存在，本中心最新預估 2024/25/26 年供需比為 118%/111%/104%。然相較於 2018-2019 循環，本波循環主要差異在於矽晶圓廠商長約覆蓋率明顯較前波循環之水準提高，因此本中心認為本波供過於求對矽晶圓產業營運所造成之負面衝擊較小，惟後續仍需密切觀察全球半導體產業的復甦力道，以便判斷 2024-2025 年矽晶圓產業供需結構之健康狀況，雖預期整體需求將在 2025 年開始強勁復甦，然矽晶圓業者較高的長約覆蓋率也將使得整體產業的復甦期較前次循環延長。

EUV 光阻劑持續供不應求，KrF、ArF 光阻劑受稼動率下滑影響需求

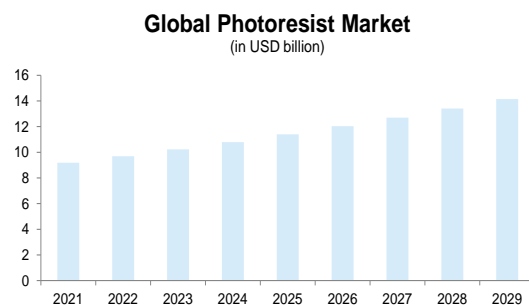
光阻劑(Photoresist)是光敏感材料，經曝光顯影後可幫助晶圓製程完成電路設計的圖案轉移。而依曝光的光源不同，所需要的光阻劑類型亦有所差異，應用於紫外線(UV)的為 g-line 和 i-line 光阻劑，應用於深紫外線(DUV)的為 KrF 與 ArF 光阻劑，而應用於超紫外線(EUV)的光阻劑則為目前最新技術之 EUV 光阻劑。根據調研機構預估，隨半導體需求持續擴張，預期全球光阻劑市場將在未來 5-10 年持續以 5.5%的年複合成長率成長。目前全球供應光阻劑的廠商以日商為主，包括信越化學、東京應用化學和 JSR，崇越主要代理日本信越化學的光阻劑產品，根據公司表示目前先進製程 EUV 光阻劑仍處於供不應求的狀態，而應用於深紫外線(DUV)的 KrF、ArF 光阻劑，則因反映晶圓廠稼動率而需求略顯疲弱。

圖 3：12 吋矽晶圓供需結構預估



資料來源：元大投顧預估

圖 4：光阻劑市場將以 CAGR 5.5% 成長



資料來源：元大投顧

看好 2024~2025 年營運重返新高格局，維持買進、目標價上調至 350 元

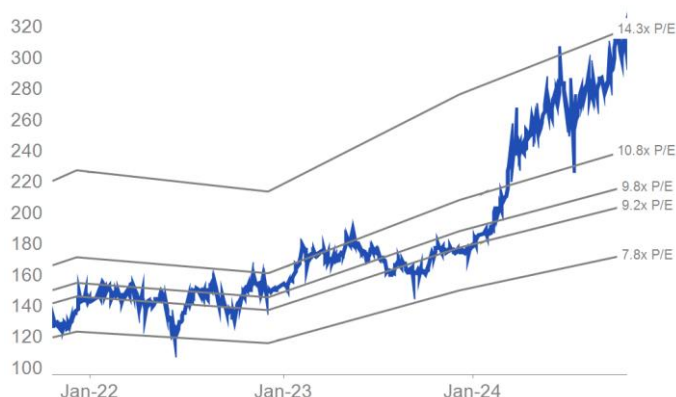
元大最新預估崇越 2024/25 年 EPS 分別為 19.30/22.70 元，其中上修 2025 年獲利 10%，乃針近期光阻劑營收成長優於預期，主要來自先進製程帶動內容價值提升、大陸新增晶圓廠效益，海外工程接案強勁及毛利率相較過往顯著提升。展望 2025 年營運，主要成長來自景氣全面復甦、AI/HPC/車用新興應用帶動半導體新材料的開發及內容價值提升，搭配新晶圓廠產能開出等推升營運動能更為強勁。根據 2024/25 年預估獲利換算本益比皆為 13~16 倍，目前本益比落於歷史區間 8-13 倍之上緣，略低於國內/國外同業平均本益比 13/23 倍。反映市場看好 2025 年景氣復甦、公司營運成長性，加上股息配發率達 6~7 成以上，兼具現金殖利率概念。維持買進，以 15 倍目標本益比、2025 年 EPS，推得目標價 350 元。

圖 5：2024 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	56,549	55,398	63,757	62,260	2.1%	2.4%
營業毛利	7,739	7,736	8,703	8,566	0.0%	1.6%
營業利益	4,139	4,159	5,033	4,896	-0.5%	2.8%
稅前利益	4,865	4,889	5,769	5,532	-0.5%	4.3%
稅後淨利	3,667	3,642	4,311	3,920	0.7%	10.0%
調整後 EPS (元)	19.30	19.17	22.70	20.63	0.7%	10.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	13.7%	14.0%	13.7%	13.8%	-0.3	-0.1
營業利益率	7.3%	7.5%	7.9%	7.9%	-0.2	0.0
稅後純益率	6.5%	6.6%	6.8%	6.3%	-0.1	0.5

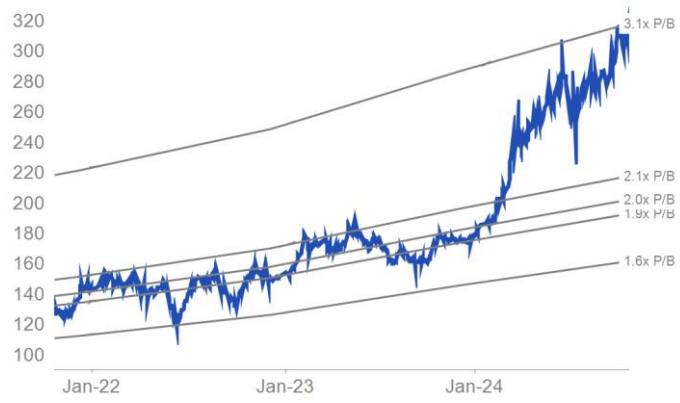
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：12 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 8：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
崇越	5434 TT	買進	308.5	1,783	14.93	19.30	22.70	20.7	16.0	13.6	(6.0)	29.3	17.6
國外													
Shin-Etsu	4063 JP	未評等	5650.0	72,754	347.8	271.5	290.0	16.2	20.8	19.5	44.5	(21.9)	6.8
Sumco	3436 JP	未評等	1279.5	2,882	182.6	65.8	47.3	7.0	19.4	27.0	(8.9)	(63.9)	(28.1)
國外平均					265.2	168.7	168.7	11.6	20.1	23.3	17.8	(42.9)	(10.7)
國內													
帆宣	6196 TT	買進	151.0	937	11.0	10.3	11.6	13.8	14.6	13.1	(2.1)	(5.8)	11.9
國內平均					11.0	10.3	11.6	13.8	14.6	13.1	(2.1)	(5.8)	11.9

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 9：季度及年度簡明損益表 (合併)

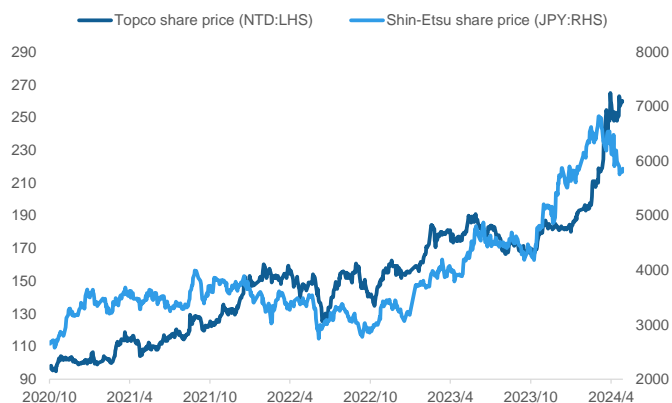
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	11,932	13,792	15,367	15,459	14,714	15,662	16,834	16,547	56,549	63,757
銷貨成本	(10,246)	(11,860)	(13,323)	(13,384)	(12,720)	(13,495)	(14,533)	(14,305)	(48,814)	(55,054)
營業毛利	1,686	1,931	2,043	2,075	1,994	2,166	2,301	2,242	7,735	8,703
營業費用	(808)	(929)	(943)	(920)	(850)	(920)	(950)	(950)	(3,600)	(3,670)
營業利益	875	1,002	1,108	1,155	1,144	1,246	1,351	1,292	4,139	5,033
業外利益	179	253	145	149	129	289	159	159	726	736
稅前純益	1,054	1,255	1,253	1,304	1,273	1,535	1,510	1,451	4,865	5,769
所得稅費用	(275)	(230)	(309)	(353)	(332)	(300)	(375)	(388)	(1,168)	(1,395)
少數股東權益	4	4	7	17	14	15	17	17	32	63
歸屬母公司稅後純益	775	1,021	937	934	927	1,220	1,118	1,046	3,666	4,311
調整後每股盈餘(NT\$)	4.08	5.37	4.93	4.92	4.88	6.42	5.88	5.51	19.30	22.70
調整後加權平均股數(百萬股)	185	185	185	185	185	185	185	185	185	185
重要比率										
營業毛利率	14.1%	14.0%	13.3%	13.4%	13.6%	13.8%	13.7%	13.6%	13.7%	13.7%
營業利益率	7.3%	7.3%	7.2%	7.5%	7.8%	8.0%	8.0%	7.8%	7.3%	7.9%
稅前純益率	8.8%	9.1%	8.2%	8.4%	8.7%	9.8%	9.0%	8.8%	8.6%	9.1%
稅後純益率	6.5%	7.4%	6.1%	6.0%	6.3%	7.8%	6.6%	6.3%	6.5%	6.8%
有效所得稅率	26.1%	18.4%	24.7%	27.1%	26.1%	19.5%	24.8%	26.7%	24.0%	24.2%
季增率(%)										
營業收入	-2.5%	15.6%	11.4%	0.6%	-4.8%	6.4%	7.5%	-1.7%		
營業利益	8.4%	14.5%	10.6%	4.2%	-1.0%	8.9%	8.4%	-4.4%		
稅後純益	22.3%	31.7%	-8.2%	-0.3%	-0.7%	31.6%	-8.4%	-6.4%		
調整後每股盈餘	22.2%	31.7%	-8.2%	-0.3%	-0.7%	31.6%	-8.4%	-6.4%		
年增率(%)										
營業收入	-4.5%	14.4%	23.0%	26.4%	23.3%	13.6%	9.5%	7.0%	14.8%	12.7%
營業利益	22.9%	36.7%	17.0%	43.2%	30.8%	24.4%	21.9%	11.9%	29.4%	21.6%
稅後純益	4.7%	52.4%	18.3%	47.3%	19.6%	19.5%	19.4%	12.0%	29.6%	18.3%
調整後每股盈餘	4.7%	52.4%	18.3%	47.3%	19.6%	19.5%	19.3%	12.1%	29.3%	17.6%

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

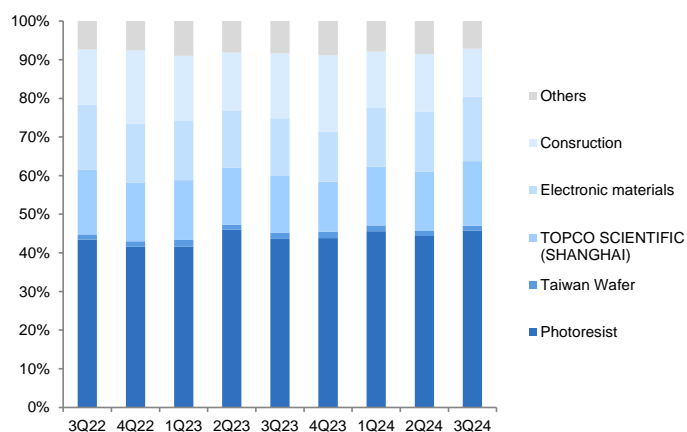
崇越科技主要代理日本信越石英株式會社 (Shin-Etsu Chemical) 銷售半導體、LCD、LED 等產業所需之精密材料、製程設備與零組件，並提供系統規劃整合服務。同時公司持續拓展營運範疇，事業版圖擴及環保、綠能科技產業，如廠務廢水處理、無塵室、太陽能电站工程等，從設計、建置、運轉、維修等整合服務。

圖 10：崇越與信越股價具高連動性



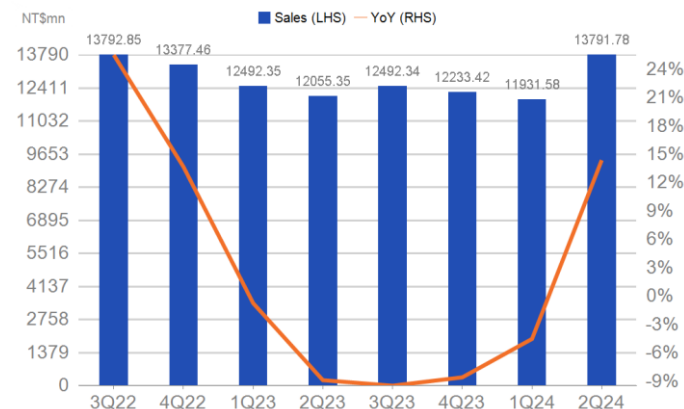
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 11：營收組成



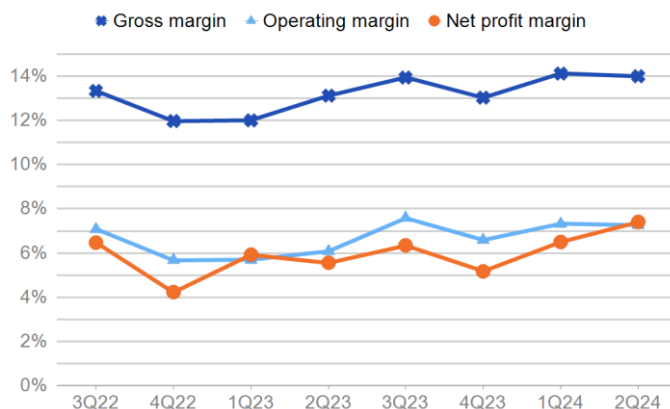
資料來源：公司資料

圖 12：營收趨勢



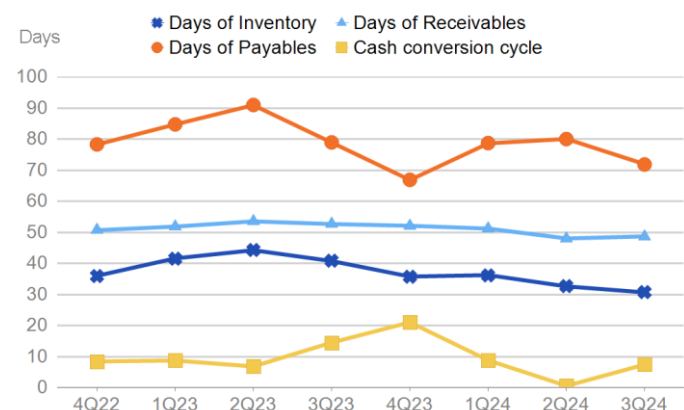
資料來源：CMoney、公司資料

圖 13：毛利率、營益率、淨利率



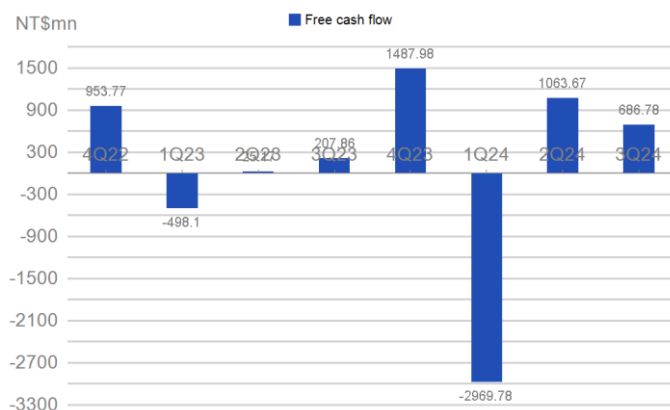
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：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：** 崇越整體的 ESG 風險評級屬於中風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行於略微領先的位置，但在半導體設備行業中排名略微領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 崇越的整體曝險屬於低等水準，但略低於半導體設備行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資本、商業道德及資源使用等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 崇越在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。崇越於 ESG 相關揭露程度高，顯示其對投資人及大眾的責任感極佳，雖說公司有針對重大 ESG 議題進行管控，但對於關鍵領域仍缺乏相關政策及計畫。然而，目前崇越尚未涉及任何 ESG 重大爭議。

圖 16：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	23.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	34.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	35.5
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	44

資料來源：Sustainalytics (2024/11/14)

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

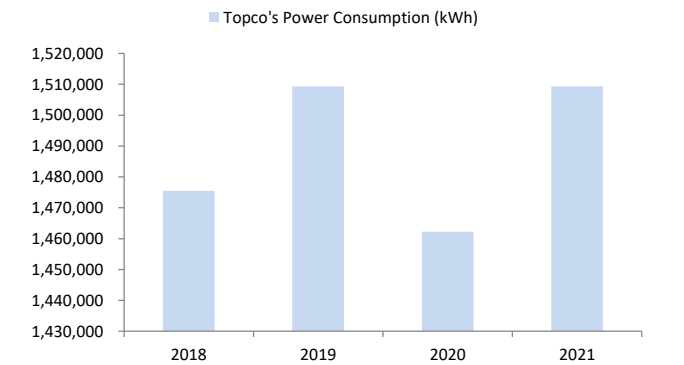
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

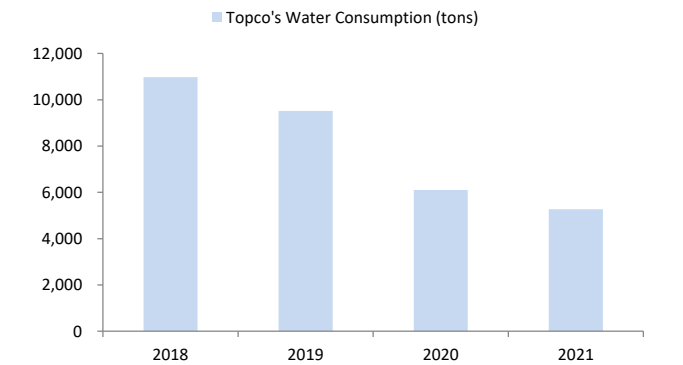
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 17：崇越用電量總計 (度)



資料來源：公司資料、Reuters

圖 18：崇越總用水量 (噸)



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	3,752	5,335	6,485	8,172	10,284
存貨	3,336	5,291	4,142	5,487	5,675
應收帳款及票據	7,059	7,164	6,655	8,838	10,377
其他流動資產	2,751	2,801	3,229	3,823	4,525
流動資產	16,897	20,592	20,512	26,319	30,861
採用權益法之投資	1,844	2,177	2,368	2,491	2,616
固定資產	3,506	3,644	3,797	3,719	4,063
無形資產	516	468	440	368	296
其他非流動資產	2,411	2,999	4,520	4,529	4,539
非流動資產	8,277	9,288	11,124	11,107	11,514
資產總額	25,174	29,880	31,636	37,426	42,375
應付帳款及票據	7,609	9,206	6,713	9,335	10,273
短期借款	1,453	755	2,268	2,268	2,268
什項負債	2,448	4,188	3,745	3,745	3,745
流動負債	11,510	14,149	12,727	15,349	16,287
長期借款	748	1,315	1,292	2,465	4,301
其他負債及準備	1,037	1,145	2,272	2,272	2,272
長期負債	1,786	2,461	3,564	4,737	6,573
負債總額	13,296	16,609	16,291	20,086	22,860
股本	1,817	1,817	1,887	1,887	1,887
資本公積	2,345	2,344	2,689	2,689	2,689
保留盈餘	6,605	8,042	9,757	11,722	13,833
什項權益	830	757	776	776	776
歸屬母公司之權益	11,597	12,960	15,109	17,073	19,185
非控制權益	282	311	235	267	330
股東權益總額	11,879	13,271	15,344	17,340	19,515

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	2,301	3,075	2,853	3,698	4,374
折舊及攤提	380	456	479	520	565
本期營運資金變動	(129)	(1,955)	1,149	(905)	(790)
其他營業資產 及負債變動	45	1,607	(2,860)	(594)	(702)
營運活動之現金流量	2,597	3,184	1,620	2,720	3,447
資本支出	(406)	(369)	(398)	(370)	(837)
本期長期投資變動	58	333	190	(124)	(125)
其他資產變動	(601)	(747)	(1,698)	(10)	(10)
投資活動之現金流量	(949)	(783)	(1,905)	(504)	(972)
股本變動	0	0	70	0	0
本期負債變動	320	(154)	2,500	1,173	1,836
現金增減資	0	0	1,047	0	0
支付現金股利	(1,454)	(1,599)	(1,817)	(1,702)	(2,200)
其他調整數	(104)	(86)	(312)	0	0
融資活動之現金流量	(1,237)	(1,838)	1,488	(529)	(364)
匯率影響數	(30)	78	(54)	0	0
本期產生現金流量	380	641	1,150	1,688	2,111
自由現金流量	2,191	2,815	1,223	2,350	2,610

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	42,669	52,978	49,273	56,549	63,757
銷貨成本	(37,457)	(46,453)	(42,855)	(48,814)	(55,054)
營業毛利	5,212	6,525	6,419	7,735	8,703
營業費用	(2,661)	(3,296)	(3,209)	(3,600)	(3,670)
推銷費用	(1,320)	(1,618)	(1,661)	(1,845)	(1,801)
研究費用	(101)	(156)	(117)	(87)	(174)
管理費用	(1,239)	(1,522)	(1,430)	(1,668)	(1,695)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	2,552	3,230	3,198	4,139	5,033
利息收入	24	52	87	76	76
利息費用	0	0	0	(110)	(120)
利息收入淨額	24	52	87	(34)	(44)
投資利益(損失)淨額	423	542	472	669	700
匯兌損益	(38)	124	(14)	3	0
其他業外收入(支出)淨額	80	295	138	89	80
稅前純益	3,040	4,242	3,880	4,865	5,769
所得稅費用	(739)	(1,167)	(1,028)	(1,168)	(1,395)
少數股權淨利	7	57	18	32	63
歸屬母公司之稅後純益	2,294	3,018	2,835	3,666	4,311
稅前息前折舊攤銷前淨利	3,454	4,751	4,459	3,619	4,468
調整後每股盈餘 (NT\$)	12.08	15.89	14.93	19.30	22.70

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	18.0	24.2	(7.0)	14.8	12.7
營業利益	23.8	26.6	(1.0)	29.4	21.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	19.4	37.5	(6.1)	(18.8)	23.5
稅後純益	11.4	33.7	(7.2)	29.6	18.3
調整後每股盈餘	6.1	31.6	(6.0)	29.3	17.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	12.2	12.3	13.0	13.7	13.7
營業利益率	6.0	6.1	6.5	7.3	7.9
稅前息前淨利率	7.1	8.0	7.9	7.3	7.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	8.1	9.0	9.1	6.4	7.0
稅前純益率	7.1	8.0	7.9	8.6	9.1
稅後純益率	5.4	5.7	5.8	6.5	6.8
資產報酬率	9.9	11.2	9.3	9.9	10.3
股東權益報酬率	20.5	24.5	19.9	21.5	22.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	111.9	125.2	106.2	115.8	117.1
淨負債權益比(%)	(13.1)	(24.6)	(19.1)	(19.8)	(19.0)
利息保障倍數 (倍)	--	--	--	45.1	49.1
流動比率 (%)	146.8	145.5	161.2	171.5	189.5
速動比率 (%)	117.8	108.1	128.6	135.7	154.6
淨負債 (NT\$百萬元)	(1,550)	(3,265)	(2,925)	(3,439)	(3,714)
調整後每股淨值 (NT\$)	63.82	71.32	80.07	92.48	103.92
評價指標 (倍)					
本益比	25.6	19.4	20.7	16.0	13.6
股價自由現金流量比	26.0	20.3	46.7	24.3	21.9
股價淨值比	4.8	4.3	3.9	3.3	3.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨	16.5	12.0	12.8	15.8	12.8
股價營收比	1.3	1.1	1.2	1.0	0.9

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。

崇越 (5434 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



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>.