



研究報告

亞翔(6139.TT)

買進(初次)

TP：270

尚未施工工程合約金額創下新高，有助明年營收持續創高

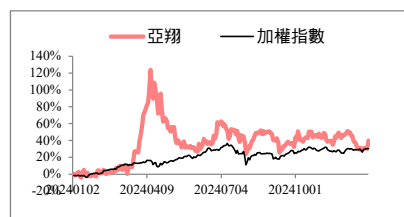
核心觀點

公司尚未施工工程案合約金額創下新高，看好明年營收有望同步成長，預估今年稅後EPS 15.51/19.16元，目前評價處於合理區間下緣，初次評等給予「買進」之投資建議。

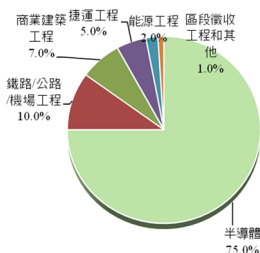
交易資料

收盤價	220.00
市值(億元)	512.40
流通在外股數(百萬股)	225.54
本益比(2025F)	11.48
股價淨值比	3.91
240日股價(低/均/高)	155.5/221.4/366
60日均成交額(百萬元)	632.38

相對報酬率



2025年產品組合預估



CSR 天下永續公民獎

企業類別	2024 排名	2023 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
------	---------	---------	------	------	------	------	------

資料來源：天下雜誌

2024 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	81%至 100%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	61%至 100%

資料來源：證基會

研究員：陳泳如

kate401124-71795@esunsec.com.tw

重要訊息

公司為國內少數可跨足光電、電子、生技、能源與公共工程等不同領域之工程服務廠商，近年積極布局東協電子廠擴產業務，並於12/27舉辦法說會。

玉山觀點

10~11月營收明顯下滑。10~11月營收合計約71.5億元，年減逾20%，因聯電12i P3/P4認列高峰已過，使公司半導體工程營收明顯下滑；因應短期公司處在半導體工程營收認列銜接期間，我們預期12月營收仍落在30~40億元附近，與10~11月營收差異不大，預估24Q4營收季減35.2%至106.4億元，毛利率10.6%，稅後EPS 2.56元。

聯電12i工程部分營收認列，預估25Q1營收有望淡季不淡。展望25Q1，基於聯電12i P3/P4仍有10%營收遞延至25Q1認列、世界先進VSMC土建與機電工程營收緩步增加，加上24Q4基期較低，預估25Q1營收季增11.5%至118.5億元，毛利率11.2%，稅後EPS 2.54元。

尚未施工工程合約創下新高，支撐明年營收持續成長。當前尚未施工工程合約金額約1,356.7億元，創下新高，預期明年營收動能包含：(1)半導體廠房如世界先進VSMC(明年最主要營收來源)土建和機電工程、台積電AP8部分舊廠房拆除機電、無塵室工程，以及P3工程，加上中國成熟製程與記憶體產能持續擴充同步挹注子公司亞翔集成，其中受惠於CoWoS需求強勁，使台積電要求AP8工程進度加快，根據公司與相關設備廠進度，我們預期公司營收認列時間落在25Q2~Q3，且工程急迫有利毛利率改善，加上長期尚有各國半導體自建供應鏈計劃(包含中國、東南亞)，為未來幾年潛在營收來源；(2)台灣公共工程則包含北中南與桃園捷運工程、桃園鐵路地下化工程等。預估營收年增8.2%至703.4億元，毛利率11.9%，稅後EPS 19.16元。

投資建議

公司尚未施工工程案合約金額創下新高，看好明年營收有望同步成長，預估今年稅後EPS 15.51/19.16元，目前評價處於近期合理區間8~19倍之下緣，初次評等給予「買進」之投資建議，目標價270元(14倍PER*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	19,167	18,796	16,409	10,636	65,007	70,338
YoY	132.7%	87.7%	12.6%	-55.8%	14.2%	8.2%
毛利率	9.7%	10.8%	11.7%	10.6%	10.7%	11.9%
營益率	7.6%	8.3%	10.8%	7.9%	8.7%	10.0%
稅後淨利	931	1,073	1,009	596	3,609	4,463
EPS(元)	4.01	4.61	4.33	2.56	15.51	19.16

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
營收	10,636	11,853	10,337	11,371	2.89	4.24
毛利	1,132	1,322	1,105	1,222	2.43	8.11
營業利益	839	1,023	832	966	0.82	5.87
稅前淨利	906	1,071	857	1,023	5.70	4.72
稅後淨利	596	591	581	488	2.46	21.02
每股盈餘(元)	2.56	2.54	2.50	2.10	2.46	21.02
財務比率(%)						
毛利率	10.64	11.15	10.69	10.75	(0.45)	3.71
營益率	7.89	8.63	8.05	8.50	(2.01)	1.57
淨利率	8.52	9.04	8.29	8.99	2.73	0.46

資料來源：玉山投顧(2024/12)

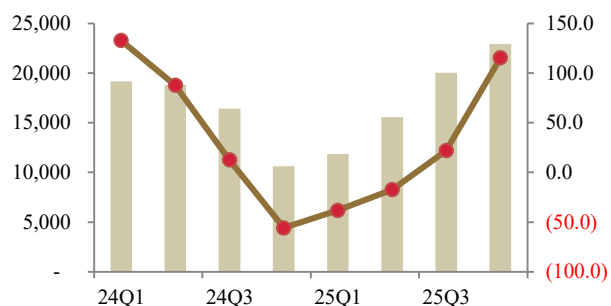
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	19,167	18,796	16,409	10,636	65,007	11,853	15,554	20,022	22,909	70,338
營業毛利	1,856	2,038	1,915	1,132	6,941	1,322	1,886	2,443	2,743	8,394
營業費用	406	472	141	293	1,312	298	307	370	384	1,360
營業利益	1,450	1,565	1,774	839	5,629	1,023	1,579	2,073	2,359	7,035
淨業外收支	55	211	109	67	443	48	132	112	55	347
稅前淨利	1,505	1,777	1,884	906	6,072	1,071	1,711	2,185	2,414	7,382
稅後淨利	931	1,073	1,009	596	3,609	591	1,028	1,104	1,740	4,463
EPS(元)	4.01	4.61	4.33	2.56	15.51	2.54	4.41	4.74	7.47	19.16
財務比率										
毛利率	9.68	10.84	11.67	10.64	10.68	11.15	12.13	12.20	11.98	11.93
營業利益率	7.57	8.33	10.81	7.89	8.66	8.63	10.15	10.35	10.30	10.00
稅前淨利率	7.85	9.45	11.48	8.52	9.34	9.04	11.00	10.91	10.54	10.49
YoY(%)										
營業收入	132.72	87.66	12.65	(55.84)	14.24	(38.16)	(17.25)	22.02	115.39	8.20
營業毛利	152.90	108.44	17.43	(37.60)	34.61	(28.79)	(7.43)	27.58	142.37	20.95
營業利益	338.99	153.96	19.53	(46.97)	40.25	(29.43)	0.87	16.85	181.21	24.98
稅前淨利	242.04	135.86	12.43	(45.71)	33.82	(28.85)	(3.69)	16.01	166.49	21.58
稅後淨利	149.8	90.13	(21.81)	(54.73)	1.85	(36.57)	(4.22)	9.47	192.15	23.67
QoQ(%)										
營業收入	(20.43)	(1.93)	(12.70)	(35.18)		11.45	31.22	28.73	14.42	
營業毛利	2.30	9.81	(6.04)	(40.88)		16.76	42.74	29.50	12.31	
營業利益	(8.35)	7.96	13.34	(52.72)		21.96	54.32	31.29	13.80	
稅前淨利	(9.78)	18.01	6.03	(51.90)		18.22	59.76	27.71	10.48	
稅後淨利	(29.22)	15.19	(5.95)	(40.96)		(0.83)	73.93	7.49	57.58	

資料來源：玉山投顧(2024/12)

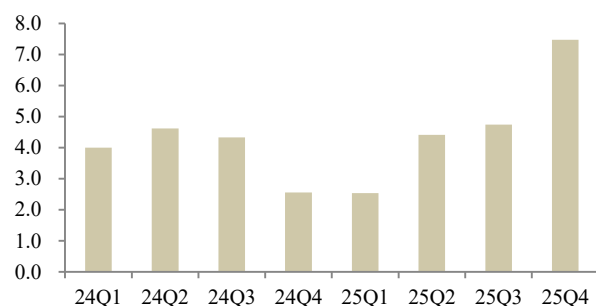
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



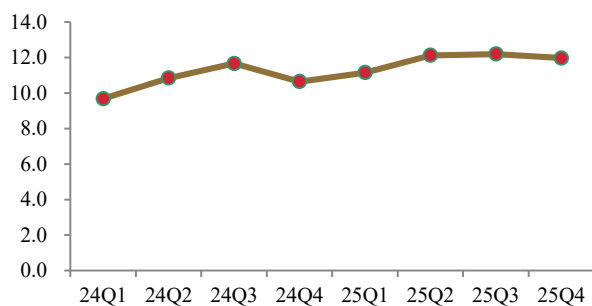
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



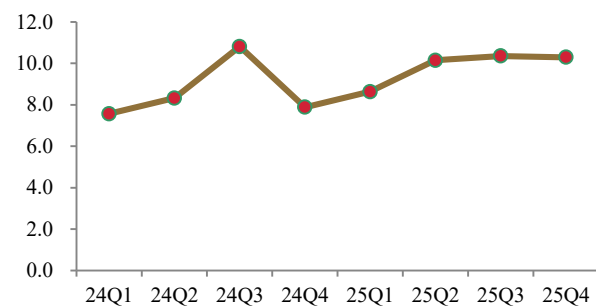
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



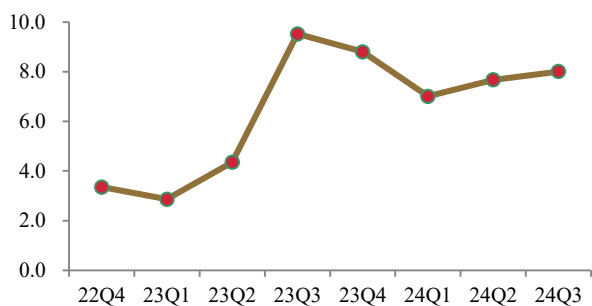
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



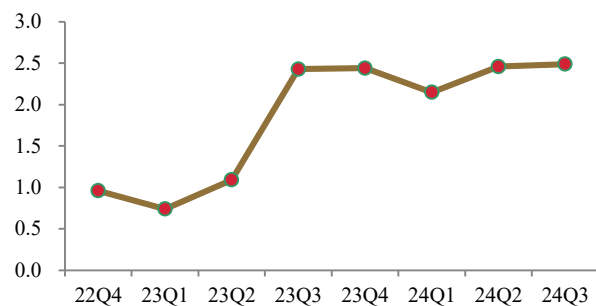
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)

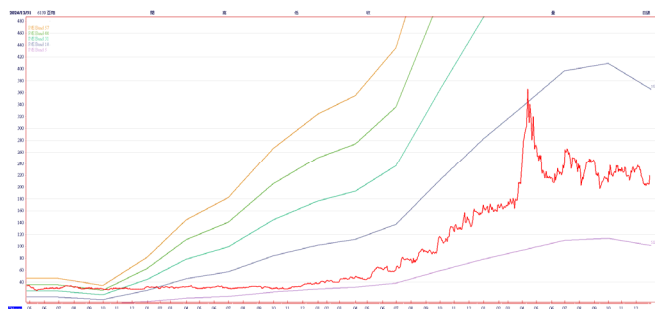


圖表 9、稅後資產報酬率

(季末年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2024/12)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	35,739	56,905	65,007	70,338
營業成本	33,002	51,748	58,067	61,943
營業毛利	2,737	5,156	6,941	8,394
營業費用	1,120	1,143	1,312	1,360
營業利益	1,617	4,013	5,629	7,035
營業外收支淨額	87	524	443	347
稅前淨利	1,704	4,537	6,072	7,382
稅後淨利	999	2,889	3,609	4,463
普通股股本	2,255	2,255	2,330	2,330
EPS(元)	4.43	12.81	15.49	19.16
年成長率				
營收	50.5%	59.2%	14.2%	8.2%
營業利益	475.4%	148.2%	40.3%	25.0%
稅前淨利	324.3%	166.3%	33.8%	21.6%
母公司稅後淨利	210.9%	189.1%	24.9%	23.7%
獲利能力比率				
毛利率	7.7%	9.1%	10.7%	11.9%
營業利益率	4.5%	7.1%	8.7%	10.0%
稅前淨利率	4.8%	8.0%	9.3%	10.5%
稅後淨利率	2.8%	5.1%	5.6%	6.3%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	43,936	49,295	50,443	52,508
現金及約當現金	9,955	13,386	13,763	14,254
存貨	695	696	720	779
應收帳款及票據	6,192	12,001	12,310	13,254
其他流動資產	27,093	23,212	23,650	24,221
長期投資	0	0	0	0
固定資產	847	795	618	472
其他長期資產	4,244	4,276	4,289	4,314
資產總額	49,018	54,358	55,341	57,285
流動負債	34,274	37,606	41,646	42,280
應付帳款及票據	10,943	19,639	22,436	23,245
短期借款	2,032	1,441	1,647	1,782
什項負債	21,299	16,525	17,563	17,253
非流動負債	1,932	1,188	1,353	1,344
負債總額	36,206	38,794	42,999	43,624
普通股股本	2,255	2,255	2,330	2,330
資本公積	2,854	2,861	2,854	2,854
保留盈餘	3,720	5,818	4,767	6,085
股東權益總額	12,812	15,564	12,342	13,661

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	1,704	4,537	6,072	7,382
折舊及攤提費用	166	235	215	186
本期營運資金變動	1,801	2,536	-2,464	194
其他項目	3,892	-1,702	-1,944	-2,104
營運活動之現金流量	7,563	5,606	1,878	5,658
資本支出	-153	-36	-38	-40
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-1,424	999	3,623	-3,227
投資活動之現金流量	-1,577	963	3,585	-3,267
短期借款及票券變動	-233	-1,288	206	135
舉措/償還長期借款	-77	-1,126	165	-9
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-338	-789	-2,026	-2,026
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-362	-3,099	-1,655	-1,899
匯率影響數	112	-40	0	0
本期現金流量	5,736	3,431	3,808	491
期末現金及約當現金	9,955	13,386	13,763	14,254

重要財務比率	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	73.9%	71.4%	77.7%	76.2%
槓桿比率	282.6%	249.3%	348.4%	319.3%
流動比率	128.2%	131.1%	121.1%	124.2%
速動比率	126.2%	129.2%	119.4%	122.3%
存貨週轉率(次)	50.71	74.37	87.56	84.03
存貨週轉天數	7.10	4.84	4.11	4.28
應收帳款週轉率(次)	5.80	6.26	7.05	7.23
應收帳款週轉天數	62.10	57.55	51.08	49.76
總資產週轉率(次)	0.73	1.05	1.17	1.23
淨值週轉率(次)	2.79	3.66	5.27	5.15
股東權益報酬率	8.3%	20.4%	30.4%	33.7%
總資產報酬率	2.5%	5.6%	8.2%	8.4%
OCF/流動負債	22.1%	14.9%	4.5%	13.4%
每股比率				
每股淨值(元)	38.56	48.47	52.98	58.64
每股營收(元)	158.46	252.30	279.05	301.94
每股盈餘(元)	4.43	12.81	15.49	19.16
每股現金股利(元)	3.50	8.98	11.00	13.50
現金股利配發率	79.0%	70.1%	71.0%	70.5%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站(www.esunconsulting.com.tw)取閱。

研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

邀請過去3年內有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法