

研究員：賴季宏 [david.lai@capital.com.tw](mailto:david.lai@capital.com.tw)

前日收盤價	15.30 元
目標價	
3 個月	17.00 元
12 個月	17.00 元

## 統一實(9907 TT)

### Trading Buy

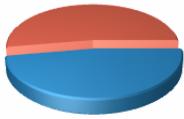
#### 近期報告日期、評等及前日股價

11/04/2024	Buy	17.00
09/23/2023	Neutral	16.80

#### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	15,791
市值(億元)	242
目前每股淨值(元)	12.90
外資持股比(%)	16.88
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	48.06
融資餘額(張)	6,120
現金股息配發率(%)	69.77

#### 產品組合



- 塑膠包材(含充填)產品:52.66%
- 馬口鐵包材產品:47.34%

#### 股價相對大盤走勢



(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	44,158	46,546	48,935	7,959	9,370	11,621	12,489	10,679	10,003	12,136	12,956	11,452
營業毛利淨額	5,446	5,864	6,156	438	930	1,601	1,604	1,311	1,140	1,620	1,698	1,405
營業利益	2,290	2,660	2,691	-48	238	790	739	522	410	775	848	627
稅後純益	1,437	1,677	1,879	-72	153	522	458	304	252	489	533	403
稅後 EPS(元)	0.91	1.06	1.19	-0.05	0.10	0.33	0.29	0.19	0.16	0.31	0.34	0.26
毛利率(%)	12.33%	12.60%	12.58%	5.50%	9.93%	13.77%	12.84%	12.28%	11.40%	13.35%	13.11%	12.27%
營業利益率(%)	5.19%	5.72%	5.50%	-0.60%	2.54%	6.80%	5.92%	4.89%	4.10%	6.39%	6.54%	5.47%
稅後純益率(%)	3.25%	3.60%	3.84%	-0.90%	1.63%	4.49%	3.67%	2.84%	2.52%	4.03%	4.11%	3.52%
營業收入 YoY/QoQ(%)	25.31%	5.41%	5.13%	-6.18%	17.73%	24.01%	7.47%	-14.49%	-6.33%	21.32%	6.76%	-11.61%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	110.90%	16.71%	12.09%	N.A	N.A	240.95%	-12.31%	-33.65%	-16.93%	93.66%	9.05%	-24.41%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 157.91 億元計算。

飲料包材出貨增加可望帶動 2025 年獲利成長。

**投資建議：**預估統一實 2024 年營收 441.58 億元，YoY+25.31%，稅後 EPS 0.91 元。2025 年預期營運可望受惠飲料包材新產能陸續投產及鋼材原料價格落底止跌，預估營收 465.46 億元，YoY+5.41%，稅後 EPS 1.06 元。

考量(1)統一實在中國的飲料包材業務持續成長，除了集團統一中控外也新增兩位外部客戶，新產能將在 2025 年投產，可望推升營運獲利。(2)美國對進口馬口鐵的反傾銷調查已在 1Q24 結束，客戶訂單已逐漸回流，推升出貨量成長。評估目前鋼鐵價格有機會落底止穩，有助於統一實馬口鐵業務獲利回穩。對統一實的投資建議為 Trading Buy 目標價 17.00 元(2025 年 PBR 1.3X)。

**3Q24 營收 124.89 億元，稅後 EPS 0.29 元，低於預期：**統一實 3Q24 營收 124.89 億元，YoY+47.20%，QoQ+7.47%，但毛利率略為下滑至 12.84%，稅後 EPS 0.29 元，低於預期。

**2025 年預計將有三條飲料包材新產線投產，隨飲料包材出貨量增加可望推升 2025 年獲利：**飲料包材業務是統一實目前獲利的主要來源，2024 年隨著統一中控在中國大陸銷售成長，帶動包材業務穩定增長。且統一實在擴展外部客戶也有斬獲，新增兩個中國飲料客戶。且 2025 年將有三個無菌充填產線投產，分別在中國無錫、漳州及北京，估計擴產後將推升飲料包材產能增加約 1 成多。受惠於飲料包材出貨的成長，預期可推升 2025 年的獲利。

**美國對進口馬口鐵的反傾銷查已結束，隨負面影響消除客戶訂單逐漸回流：**隨著美國對進口馬口鐵的反傾銷調查在 1Q24 結束，統一實的馬口鐵客戶訂單已逐漸回流，推升出貨量成長。評估目前鋼鐵價格有機會落底止穩，隨著鋼價止跌與出貨量的緩步回升，有助於統一實馬口鐵業務獲利回穩。

## 統一實的 ESG：

統一實持續致力於節能減排，2022 年的節能績效中減少約 690 噸 CO<sub>2</sub> 排放量。2015-2022 年度，平均每一年的節電量達到 1.13%。2022 年新取得全國唯一的塗印鐵皮及金屬罐的清真 (HALAL) 驗證，為客戶提供更多選擇。

## 公司簡介：

統一實為國內最大的專業馬口鐵生產大廠，同時具有馬口鐵及飲料包材的生產能力。公司具有一條龍的生產優勢，擁有馬口鐵基板、馬口鐵鍍錫至最後製成罐頭的垂直整合競爭優勢。統一實為統一集團的一員，配合集團在中國大陸佈局多年，在中國及台灣均設有生產基地，產品銷售偏佈中國、台灣、歐美等地。

## 3Q24 營收 124.89 億元，稅後 EPS 0.29 元，低於預期：

統一實 3Q24 營收 124.89 億元，YoY+47.20%，QoQ+7.47%，但毛利率略為下滑至 12.84%，稅後 EPS 0.29 元，低於預期。

## 2025 年預計將有三條飲料包材新產線投產，隨飲料包材出貨量增加可望推升 2025 年獲利：

飲料包材業務是統一實目前獲利的主要來源，2024 年隨著統一中控在中國大陸銷售成長，帶動包材業務穩定增長。且統一實在擴展外部客戶也有斬獲，新增兩個中國飲料客戶。且 2025 年將有三個無菌充填產線投產，分別在中國無錫、漳州及北京，估計擴產後將推升飲料包材產能增加約 1 成多。受惠於飲料包材出貨的成長，預期可推升 2025 年的獲利。

## 美國對進口馬口鐵的反傾銷查已結束，隨負面影響消除客戶訂單逐漸回流：

原本美國商務部於 08/2023 宣布，將對中國、德國和加拿大進口的鍍錫鋼材徵收傾銷稅。主因這三個國家被發現以低於美國市場價格，在當地出售鍍錫鋼材。其中，對中國業者裁定稅率為 122.5%，加拿大和德國分別為 5.29%、7.02%，台灣、韓國、荷蘭、土耳其和英國等則免加徵。隨後在 1Q24 時美國國際貿易委員會 (ITC) 投票決定，撤銷對進口自加拿大、中國、德國和南韓的馬口鐵課徵反傾銷稅，認定這些進口鋼品並未損及國內鋼鐵製造商。

隨著美國對進口馬口鐵的反傾銷調查在 1Q24 結束，統一實的馬口鐵客戶訂單已逐漸回流，推升出貨量成長。評估目前鋼鐵價格有機會落底止穩，隨著鋼價止跌與出貨量的緩步回升，有助於統一實馬口鐵業務獲利回穩。

## 投資建議：

預估統一實 2024 年營收 441.58 億元，YoY+25.31%，稅後 EPS 0.91 元。2025 年預期營運可望受惠飲料包材新產能陸續投產及鋼材原料價格落底止跌，預估營收 465.46 億元，YoY+5.41%，稅後 EPS 1.06 元。

考量(1)統一實在中國的飲料包材業務持續成長，除了集團統一中控外也新增兩位外部客戶，新產能將在 2025 年投產，可望推升營運獲利。(2)美國對進口馬口鐵的反傾銷調查已在 1Q24 結束，客戶訂單已逐漸回流，推升出貨量成長。評估目前鋼鐵價格有機會落底止穩，有助於統一實馬口鐵業務獲

2025 年 1 月 2 日

利回穩。對統一實的投資建議為 Trading Buy 目標價 17.00 元(2025 年 PBR 1.3X)。

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	34,906	32,573	32,730	32,905	34,951
流動資產	12,901	12,168	15,869	14,956	17,559
現金及約當現金	3,168	3,308	4,100	3,952	4,586
應收帳款與票據	4,716	4,174	5,747	4,710	6,015
存貨	4,702	4,144	5,826	4,874	6,612
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	18,861	17,039	17,039	17,039	17,039
<b>負債總計</b>	12,753	12,641	12,526	12,339	13,376
流動負債	6,755	6,301	8,265	7,872	9,145
應付帳款及票據	1,593	1,495	1,687	1,880	1,871
非流動負債	5,998	6,340	4,069	4,083	3,855
<b>權益總計</b>	22,153	19,932	20,204	20,566	21,575
普通股股本	15,791	15,791	15,791	15,791	15,791
保留盈餘	6,442	4,822	5,094	5,455	6,464
母公司業主權益	21,053	18,948	19,278	19,692	20,466
<b>負債及權益總計</b>	34,906	32,573	32,730	32,905	34,951

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	43,480	35,240	44,158	46,546	48,935
營業成本	37,036	31,900	38,712	40,682	42,779
<b>營業毛利淨額</b>	6,444	3,340	5,446	5,864	6,156
營業費用	3,425	2,288	3,156	3,204	3,465
<b>營業利益</b>	3,019	1,052	2,290	2,660	2,691
<b>EBITDA</b>	5,782	3,913	5,011	5,421	5,651
業外收入及支出	-153	-88	-104	-81	-81
稅前純益	2,913	1,025	2,187	2,579	2,610
所得稅	779	430	810	954	496
稅後純益	2,246	681	1,437	1,677	1,879
稅後 EPS(元)	1.42	0.43	0.91	1.06	1.19
完全稀釋 EPS**	1.42	0.43	0.91	1.06	1.19

註1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註2：稅後 EPS 以股本 157.91【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 157.91 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

### 成長力分析(%)

營業收入淨額	3.80%	-18.95%	25.31%	5.41%	5.13%
營業毛利淨額	18.18%	-48.17%	63.05%	7.67%	4.98%
營業利益	28.25%	-65.16%	117.74%	16.16%	1.15%
稅後純益	21.29%	-69.68%	110.90%	16.71%	12.09%

### 獲利能力分析(%)

毛利率	14.82%	9.48%	12.33%	12.60%	12.58%
EBITDA(%)	13.30%	11.10%	11.35%	11.65%	11.55%
營益率	6.94%	2.98%	5.19%	5.72%	5.50%
稅後純益率	5.17%	1.93%	3.25%	3.60%	3.84%
總資產報酬率	6.44%	2.09%	4.39%	5.10%	5.38%
股東權益報酬率	10.14%	3.42%	7.11%	8.15%	8.71%

### 償債能力檢視

負債比率(%)	36.53%	38.81%	38.27%	37.50%	38.27%
負債/淨值比(%)	57.56%	63.42%	62.00%	60.00%	62.00%
流動比率(%)	190.98%	193.11%	192.00%	190.00%	192.00%

### 其他比率分析

存貨天數	51.05	50.61	47.00	48.00	49.00
應收帳款天數	42.21	46.04	41.00	41.00	40.00

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	7,160	3,329	3,456	5,507	4,472
稅前純益	2,913	1,025	2,187	2,579	2,610
折舊及攤銷	2,735	2,764	2,215	2,556	2,556
營運資金變動	1,609	1,003	-3,063	2,181	-3,052
其他營運現金	-98	-1,462	2,118	-1,810	2,357
<b>投資活動現金</b>	-981	-1,048	2,444	-2,110	-465
資本支出淨額	-1,025	-1,044	-1,100	-1,022	-1,022
長期投資變動	0	0	0	0	0
其他投資現金	44	-4	3,544	-1,088	557
<b>籌資活動現金</b>	-5,813	-1,946	-5,109	-3,545	-3,372
長借/公司債變動	-3,250	350	-2,270	13	-227
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-1,579	-2,337	-1,105	-1,263	-1,105
其他籌資現金	-984	41	-1,733	-2,295	-2,039
<b>淨現金流量</b>	504	140	792	-148	635
<b>期初現金</b>	2,664	3,168	3,308	4,100	3,952
<b>期末現金</b>	3,168	3,308	4,100	3,952	4,586

資料來源：CMoney、群益

2025年1月2日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	8,484	7,959	9,370	11,621	12,489	10,679	10,003	12,136	12,956	11,452	10,242	12,570
營業成本	7,838	7,521	8,440	10,020	10,885	9,367	8,863	10,516	11,257	10,047	9,103	10,775
營業毛利淨額	646	438	930	1,601	1,604	1,311	1,140	1,620	1,698	1,405	1,140	1,795
營業費用	486	486	692	810	864	789	730	845	851	778	825	869
營業利益	160	-48	238	790	739	522	410	775	848	627	315	926
業外收入及支出	18	-10	-1	-1	-39	-62	-22	-24	-28	-7	-17	-19
稅前純益	178	-57	237	789	700	460	388	752	820	620	298	907
所得稅	108	41	103	286	255	166	144	278	303	229	57	172
稅後純益	93	-72	153	522	458	304	252	489	533	403	215	653
最新股本	15,791	15,791	15,791	15,791	15,791	15,791	15,791	15,791	15,791	15,791	15,791	15,791
稅後EPS(元)	0.06	-0.05	0.10	0.33	0.29	0.19	0.16	0.31	0.34	0.26	0.14	0.41
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	7.62%	5.50%	9.93%	13.77%	12.84%	12.28%	11.40%	13.35%	13.11%	12.27%	11.13%	14.28%
營業利益率(%)	1.89%	-0.60%	2.54%	6.80%	5.92%	4.89%	4.10%	6.39%	6.54%	5.47%	3.08%	7.37%
稅後純益率(%)	1.09%	-0.90%	1.63%	4.49%	3.67%	2.84%	2.52%	4.03%	4.11%	3.52%	2.09%	5.20%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	-14.25%	-6.18%	17.73%	24.01%	7.47%	-14.49%	-6.33%	21.32%	6.76%	-11.61%	-10.56%	22.72%
營業利益	-70.01%	N.A	N.A	231.37%	-6.45%	-29.34%	-21.51%	89.16%	9.33%	-26.06%	-49.74%	194.01%
稅前純益	-65.42%	N.A	N.A	232.28%	-11.33%	-34.23%	-15.65%	93.66%	9.05%	-24.41%	-51.92%	204.49%
稅後純益	-74.21%	N.A	N.A	240.95%	-12.31%	-33.65%	-16.93%	93.66%	9.05%	-24.41%	-46.74%	204.49%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	-28.40%	-12.33%	5.25%	17.45%	47.20%	34.17%	6.75%	4.43%	3.74%	7.24%	2.40%	3.58%
營業利益	-82.56%	N.A	-41.12%	47.92%	361.44%	N.A	71.93%	-1.85%	14.70%	20.03%	-23.15%	19.44%
稅前純益	-81.85%	N.A	-38.73%	52.95%	292.23%	N.A	63.46%	-4.73%	17.17%	34.66%	-23.24%	20.69%
稅後純益	-87.80%	N.A	-48.99%	44.94%	392.88%	N.A	64.80%	-6.39%	16.42%	32.62%	-14.97%	33.69%

註1：稅後EPS以股本157.91億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。