

Fubon Research

2022 年 12 月 8 日

股價	
NT\$36.55	
流通在外股數 (百萬)	459
市值 (百萬台幣)	16,690
市值 (百萬美元)	545
外資持股率 (%)	14.69
投信持股率 (%)	0.04
董監持股率 (%)	5.97
52 週高價 (元)	49.05
52 週低價 (元)	32.30
當沖比率	16%

ESG 評等	7	產業排名	3/35
--------	---	------	------



資料來源：CMoney

主要財務報表分析		至 12 月 31 日		
百萬元	FY22F	FY23F	FY24F	
營收淨額	175,439	167,660	177,156	
年成長率(%)	-16.0	-4.4	5.7	
營業利益	3,929	3,332	3,547	
年成長率(%)	-12.5	-15.2	6.5	
稅後淨利	2,264	1,443	1,852	
年成長率(%)	-21.4	-36.3	28.3	
每股淨利(NT\$)	5.28	3.37	4.32	
每股現金股利	3.8	3.2	3.5	
本益比(x)	6.9	10.8	8.4	
本淨比(x)	1.2	1.2	1.2	
現金股利殖利率	10.4	8.8	9.6	
淨值報酬率(%)	17.8	10.7	13.6	

資料來源：CMoney、富邦投顧

至上 (8112 TT)

基本面將逐步好轉

投資看法

- ◆ 3Q22 毛利率 3.3%、EPS 1.02 元，皆低於富邦預期。
- ◆ FY23 預估營運逐季回升，下半年將回復年成長。
- ◆ 未分配盈餘料將支撐配息水準。

庫存成為拖累因素，3Q22EPS 降至 1.02 元，

至上 3Q22 客戶多數處於積極去庫存階段，備貨動能不如季節性水準，合併營收 377.83 億元，QoQ-15.8%、YoY-29.9%，數字低於預期。其中，本季記憶體營收 QoQ-16.5%、面板銷售 QoQ-30.7%、系統晶片 QoQ-16.1%，其他 QoQ-9.3%。由於手機零件庫齡過長而提列跌價損失，拖累本季毛利率下滑至 3.28%；營業費用則升高至 5.57 億元，營業利益率降至 1.80%，創近六季新低。簡言之，我們至上 3Q22 營業利益 6.81 億元，稅前淨利 5.74 億元，歸屬母公司稅後淨利約 4.35 億元，單季 EPS 約 1.02 元，數字低於預期(股本按 42.85 億元計算，不含甲種特別股 3 千萬股及可轉換公司債完全轉換之潛在稀釋，以下同)。

部分客戶庫存去化緩慢，料 2Q23 底回復正常

至上 9 月底庫存金額 287 億元，較 6 月底下滑約 37 億元，但周轉天數仍較前季升高 16 天至 75 天，4Q22 仍在緩慢去化之中。個別產品方面，除 4G 手機 PA 消化緩慢外，由於電視銷售仍處於逆風，原廠之面板相關趨勢 IC 庫存水位仍在高檔。手機客戶方面，以新興市場為主市場之品牌 T 受美元升值致使當地購買力下降，整機去化速度緩慢；主要品牌 V 客戶庫存水位相對健康，但同樣有終端銷售疲軟的情況。簡言之，管理層預期 4Q22 庫存將緩慢下降，預料情況將到 2Q23 末才會告一段落，公司明年營運表現上半年 YoY 衰退，下半年有望回復 YoY 成長，全年 YoY 估計將個位數下滑。

不利因素明年消退，FY23 預料先蹲後跳

至上 4Q22 受到手機客戶庫存修正影響，合併營收預估 370.84 億元，QoQ 約-1.9%，毛利率估微降至 3.07%，EPS 估 0.53 元，全年 EPS 約 5.28 元。展望 FY23，我們預期至上營運將先蹲後跳。首先，安卓手機品牌今年銷售表現低於預期，其中部分不利因素有望消散，如中國封控及通膨拖累中低階手機之消費者購買力。其次，零組件高庫存已完成去化，正常季節性備貨動能預料將重新啟動。最後，記憶體原廠大砍資本支出、調降產能利用率等動作將使價格得到支撐，並進一步消除客戶採購的觀望心態，重新進行下單，效益將自 2Q23 顯現。

富邦不同之處

我們下調至上 2022 及 2023 年 EPS 估值至 5.28、3.37 元，相較市場同業平均 5.72、4.77 元約-14%、-34%。

主要風險

至上基本面受中國封控、財務成本上升之影響已接近高峰，後市情況料將逐漸好轉；公司配息能力料可維持高殖利率。主要風險來自(1)智慧型手機恢復比預期時間更延後；(2)記憶體景氣修正比預期嚴重等。



圖表 1: 季 EPS 回顧

單位: 新台幣百萬元

	3Q22	QoQ	YoY	富邦	差異	市場同業	差異
營業收入	37,783	-15.8%	-29.9%	37,780	0.0%	37,780	0.0%
銷貨毛利	1,237	-27.9%	-31.0%	1,338	-7.5%	1,338	-7.5%
營業利益	681	-43.8%	-42.8%	838	-18.8%	838	-18.8%
稅前淨利	574	-43.5%	-48.0%	665	-13.7%	665	-13.7%
稅後淨利	435	-38.5%	-43.7%	497	-12.6%	497	-12.6%
EPS (元)	1.02	-38.2%	-43.3%	1.16	-12.1%	1.08	-5.6%
重要比率							
毛利率	3.3%			3.5%		3.5%	
營益率	1.8%			2.2%		2.2%	
淨利率	1.2%			1.3%		1.3%	

資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

圖表 2: 獲利預估修正

單位: 新台幣百萬元

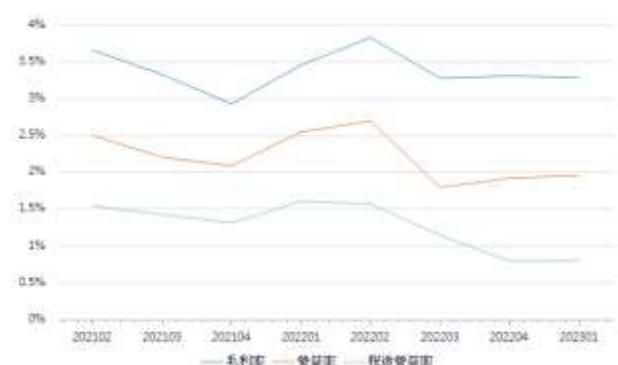
	FY21		FY22		FY23		
	實際	原估	新估	差異	原估	新估	差異
營業收入	208,739	179,348	175,439	-2.2%	186,499	167,660	-10.1%
銷貨毛利	6,636	6,449	6,017	-6.7%	6,023	5,461	-9.3%
營業利益	4,491	4,448	3,929	-11.7%	4,008	3,332	-16.9%
稅後淨利	2,881	2,675	2,264	-15.4%	2,187	1,443	-34.1%
EPS (元)	6.72	6.24	5.28	-15.4%	5.10	3.37	-34.1%
重要比率							
毛利率	3.18%	3.60%	3.43%		3.23%	3.26%	
營益率	2.15%	2.48%	2.24%		2.15%	1.99%	
淨利率	1.38%	1.49%	1.29%		1.17%	0.86%	

資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

明年逐季回升，EPS 估 3.37 元

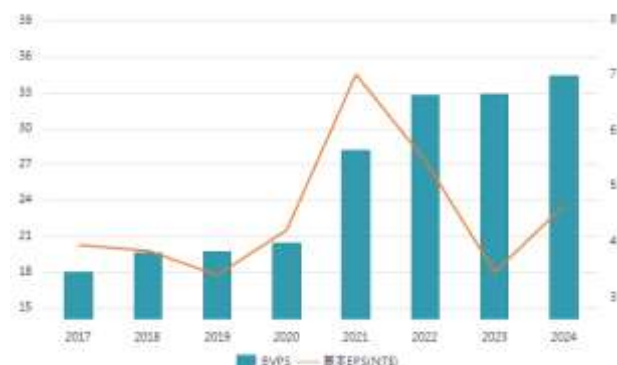
基於前述對 FY23 之看法，我們預估至上明年營運將逐季回升，全年合併營收約 1,676.60 億元，YoY-4.4%；由於庫存跌價損失有望先認列後回沖，毛利率將先蹲後升，全年平均估降至 3.26%，營業利益估約 33.32 億元，財務成本約 14.55 億元，稅前淨利估 19.42 億元，歸屬母公司稅後淨利估 14.43 億元，EPS 約 3.37 元，YoY-36.3%。

圖表 4：毛利率、營益率、稅後營益率 單位： %



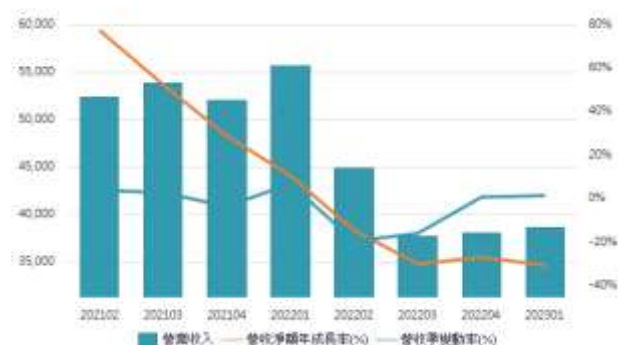
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 7：EPS 與 BVPS 趨勢 單位：元



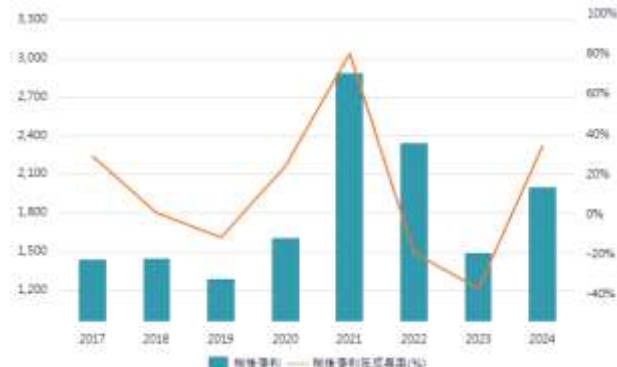
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 5：季營收變化 單位：百萬元/%



資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 8：稅後淨利年成長趨勢 單位：百萬元/%



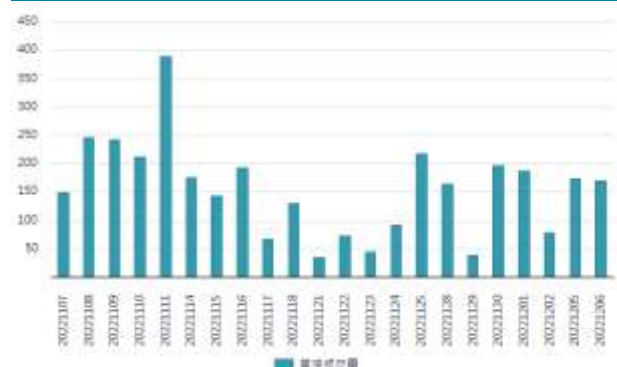
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 6：存貨及 A/R 週轉天數 單位：天



資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 9：當沖成交量 單位：張



資料來源：CMoney、富邦投顧



ESG永續發展專區

CMoney Taiwan ESG Rating

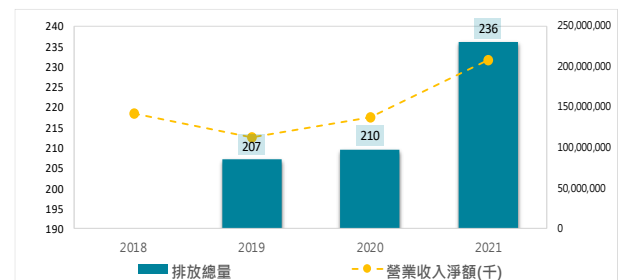
CMoney ESG Rating	E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)
7 /10	7 /10	7 /10	6 /10
交易所產業類別	產業排名	交易所公司治理評鑑	
電子-電子通路	3 /35	21%至 35%	



環境保護 Environment

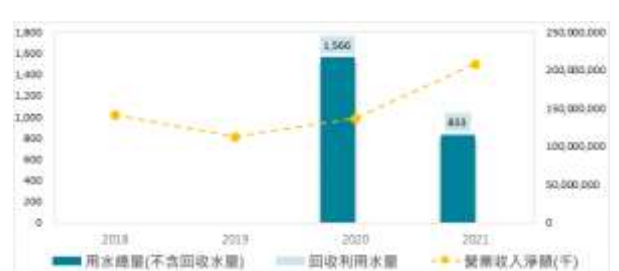
溫室氣體排放與營收

摘要	溫室氣體盤查數據		
年度	排放總量(公噸)	直接排放(公噸)	間接排放(公噸)
2021	236	3	232
2020	210	未揭露	210
2019	207	未揭露	207
2018	未揭露	未揭露	未揭露



企業用水量與營收

摘要	企業用水量盤查數據		
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	833	未揭露	未揭露
2020	1,566	未揭露	未揭露
2019	未揭露	未揭露	未揭露
2018	未揭露	未揭露	未揭露



社會責任 Social Responsibility

員工人數與福利費用

摘要	員工人數與福利費用統計		
年度	員工人數(人)	員工人數增減(人)	福利費用
2022	391	-7	未揭露
2021	398	47	821,298
2020	351	-7	511,620
2019	358	18	465,135
2018	340	10	483,055



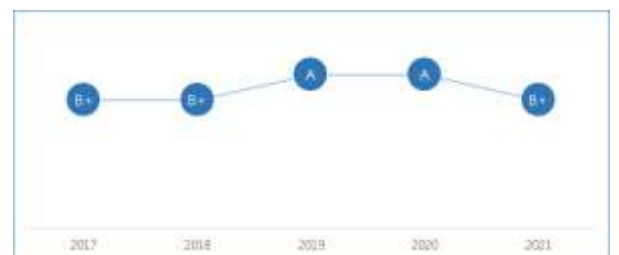
公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			構面一	構面二	構面三	構面四
2021	21%至 35%	B+	0.20	0.33	0.26	0.21
2020	6%至 20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	6%至 20%	A	0.20	0.35	0.24	0.21
2018	21%至 35%	B+	0.20	0.35	0.24	0.21

[註]等級轉換：前 5%：「A+」；6%至 20%：「A」；21%至 35%：「B+」；36%至 50%：「B」；51%至 65%：「C+」；66%至 80%：「C」；81%至 100%：「D」

資料來源：交易所、公司、CMoney、富邦投顧





免責宣言

分析師認證

負責分析師（或者負責參與的分析師）確認：

1. 本研究報告的內容係反映分析師對於相關證券的個人看法。
2. 分析師的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

免責聲明

本研究報告所載資料僅供參考，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何證券。所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。然而，有關內容及看法並未考慮個別投資人之投資目標、財務狀況及特別需求。本研究報告所載述的意見可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司及任何關係企業等，皆有可能持有報告中提及的證券。本公司或任何關係企業會提供或嘗試提供投資銀行或其他形式的服務給報告中提及的公司。富邦投顧保留報告內容之一切著作權，禁止以任何形式之抄襲及轉寄他人。