

致伸

(4915.TW/4915 TT)



增加持股 · 維持

| | |
|------------------------|-------|
| 收盤價 February 14 (NT\$) | 58.60 |
| 12 個月目標價 (NT\$) | 68.00 |
| 前次目標價 (NT\$) | 68.00 |
| 維持 (%) | 0.0 |
| 上漲空間 (%) | 16.0 |

焦點內容

4Q22 EPS 1.33 元低於我們預估，主因營收較低。公司展望 1Q23 營收年減雙位數，但 2H23 營收將受惠新客戶加入而復甦。目標價維持 68 元，基於 10 倍 2H23-1H24F EPS 預估(與前次目標本益比相同)。因獲利率顯著上升且評價未過高，維持「增加持股」評等。

交易資料表

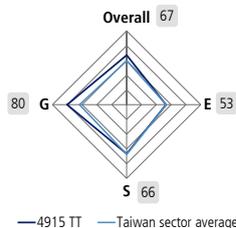
| | |
|----------------------|--------------|
| 市值：(NT\$bn/US\$mn) | 26.86 / 887 |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 458.3 |
| 外資持有股數 (百萬股)： | 277.1 |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 3.76 |
| 52 週股價 (低\高) (NT\$)： | 50.00 -71.00 |

| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
|----------|-----|-------|------|
| 絕對表現 (%) | 5.4 | -15.1 | 11.8 |
| 相對表現 (%) | -5 | -17.5 | 24.8 |

每股盈餘

| NT\$ | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 2021 | 1.13A | 1.37A | 1.50A | 1.13A |
| 2022 | 1.23A | 1.58A | 1.95A | 1.33F |
| 2023 | 1.06F | 1.54F | 1.93F | 1.81F |

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

凱基投顧

余昀澄
886.2.2181.8013
alex.a.yu@kgi.com

向子慧
886.2.2181.8726
angelah@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

1H23 營收落底；2023 年獲利率持續上揚

重要訊息

4Q22 EPS 1.33 元低於我們預估，主因營收較低。公司展望 1Q23 營收年減雙位數，但 2H23 營收將受惠新客戶加入而復甦。相較營收成長，公司將更著重於優化獲利率。

評論及分析

4Q22 獲利低於預期。4Q22 EPS 1.33 元，季減 32%，但年增 18%，低於我們及市場預估。儘管 PC 與智慧音箱需求較弱使營收低於預期(年減 8%、季減 16%)，毛利率仍季增、年增至 15%，主因產品組合優化(專業聲學、電動車與 B2B 相機營收提升)。營利率亦年增至 4.1%，但因營收規模較小與持續投資新事業而季減。4Q22 EPS 年增 18%至 1.33 元，2022 年 EPS 年增 19%至 6.1 元，其中營收年增 11%，且車電與 AIoT 營收比重由 2021 年之 15%提高至 2022 年之 22-23%)推升獲利率。此外，儘管庫存金額季減，但因營收較低，4Q22 庫存天數季持平於 61 天，而公司目標 2023 年庫存天數降至 40-50 天。

1H23 營收觸底；調高獲利率預估，但仍下修 2023 年營收與 EPS。一月營收月減、年減 31%係因工作天數較少且 PC 相關營收年減 39%。管理層預期 1Q23 營收年減雙位數，但受惠於成本管控與產品組合優化，毛利率展望年增。因營收較低(年減 16%)，下修 1Q23 EPS 至 1.06 元。預期 1Q23 營收為全年谷底，而車用聲學、車隊管理及 AIoT 等新案將使 2H23 營收優於上半年且年增。考量景氣不確定性使消費需求低迷，我們保守看待 2023 年營收(年減 5%)，但預期電動車 ADAS 相機、車用聲學、B2B 相機營收強勁成長。預估 2023 年車用和工業 AIoT 營收年增 23%，優於整體營收表現係因 2023 年主要電動車客戶出貨年增約 40%與 2H23 新車隊管理、IoT 新客戶加入，使營收比重由 2022 年的 23%提升至 30%。公司 2023 年將著重於獲利率成長。因產品組合優化(非消費性營收如電動車與 B2B 相機營收提高)、成本管控、資訊產品(PC 相關)與聲學獲利率提升，我們上修 2023 年毛利率與營利率預估至 14.3%與 4.8%，但仍下修 2023 年 EPS 至 6.33 元(年增 4%)，其中營業利益預估年增 9%。

投資建議

維持目標價 68 元，基於 10 倍 2H23-1H24F EPS 預估(與前次目標本益比相同)。因獲利率顯著上升且評價未過高，維持「增加持股」評等。

投資風險

需求較弱、新專案與新客戶遞延出貨、獲利率成長幅度不如預期。

主要財務數據及估價

| | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22F | Dec-23F | Dec-24F |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入 (NT\$百萬) | 68,241 | 71,650 | 79,241 | 75,329 | 80,237 |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 8,111 | 9,380 | 10,985 | 10,783 | 11,603 |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 2,300 | 2,813 | 3,345 | 3,642 | 4,091 |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 1,919 | 2,298 | 2,743 | 2,865 | 3,100 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 4.30 | 5.13 | 6.10 | 6.33 | 6.85 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 3.00 | 3.10 | 4.03 | 4.18 | 4.52 |
| 每股盈餘成長率 (%) | (10.4) | 19.3 | 18.8 | 3.8 | 8.2 |
| 本益比 (x) | 13.6 | 11.4 | 9.6 | 9.3 | 8.6 |
| 股價淨值比 (x) | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.6 |
| EV/EBITDA (x) | 5.3 | 5.9 | 4.3 | 3.4 | 2.8 |
| 淨負債比率 (%) | Net cash |
| 殖利率 (%) | 5.1 | 5.3 | 6.9 | 7.1 | 7.7 |
| 股東權益報酬率 (%) | 15.0 | 16.7 | 18.7 | 18.4 | 18.7 |

資料來源：公司資料、凱基

圖 1：4Q22 財報與 1Q23 預估修正暨市場比較

| 百萬元 | 4Q22 | | | | | | | 1Q23F | | | | | | |
|-----------|--------|--------|-----------|-----------|----------|--------|----------|--------|--------|----------|-----------|----------|--------|-----------|
| | 實際數 | 凱基預估 | 差異 (%) | QoQ (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異 (%) | 修正後 | 修正前 | 調幅 (%) | QoQ (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異 (%) |
| 營收 | 18,724 | 20,329 | (7.9) | (16.2) | (8.1) | 20,198 | (7.3) | 14,979 | 17,686 | (15.3) | (20.0) | (16.3) | 17,830 | (16.0) |
| 毛利 | 2,809 | 2,744 | 2.3 | (11.6) | 5.7 | 2,753 | 2.0 | 2,142 | 2,282 | (6.1) | (23.7) | (4.9) | 2,410 | (11.1) |
| 營業利益 | 765 | 894 | (14.4) | (26.9) | (7.2) | 821 | (6.7) | 569 | 663 | (14.2) | (25.6) | (7.1) | 689 | (17.4) |
| 稅前淨利 | 793 | 925 | (14.2) | (33.3) | 8.2 | 868 | (8.6) | 590 | 719 | (18.0) | (25.6) | (14.2) | 723 | (18.4) |
| 稅後淨利 | 602 | 665 | (9.5) | (31.4) | 17.9 | 649 | (7.3) | 478 | 564 | (15.3) | (20.6) | (13.5) | 549 | (13.0) |
| 每股盈餘 (元) | 1.33 | 1.48 | (10.2) | (31.9) | 17.7 | 1.43 | (7.3) | 1.06 | 1.26 | (15.9) | (20.6) | (14.1) | 1.21 | (13.0) |
| 毛利率 (%) | 15.0 | 13.5 | 1.5 ppts | 0.8 ppts | 2.0 ppts | 13.6 | 1.4 ppts | 14.3 | 12.9 | 1.4 ppts | (0.7)ppts | 1.7 ppts | 13.5 | 0.8 ppts |
| 營業利益率 (%) | 4.1 | 4.4 | (0.3)ppts | (0.6)ppts | 0.0 ppts | 4.1 | 0.0 ppts | 3.8 | 3.8 | 0.0 ppts | (0.3)ppts | 0.4 ppts | 3.9 | (0.1)ppts |
| 淨利率 (%) | 3.2 | 3.3 | (0.1)ppts | (0.7)ppts | 0.7 ppts | 3.2 | 0.0 ppts | 3.2 | 3.2 | 0.0 ppts | (0.0)ppts | 0.1 ppts | 3.1 | 0.1 ppts |

資料來源：凱基預估、彭博

圖 2：2022 財報與 2023-24 年財測修正暨市場共識比較

| 百萬元 | 2022 | | | | | | 2023F | | | | | | 2024F | | | |
|----------|--------|--------|-----------|----------|--------|----------|--------|--------|----------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|
| | 實際數 | 凱基預估 | 差異 (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異 (%) | 修正後 | 修正前 | 調幅 (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異 (%) | 修正後 | YoY (%) | 市場共識 | 差異 (%) |
| 營收 | 79,241 | 80,846 | (2.0) | 10.6 | 80,680 | (1.8) | 75,329 | 83,546 | (9.8) | (4.9) | 83,111 | (9.4) | 80,237 | 6.5 | 90,340 | (11.2) |
| 毛利 | 10,985 | 10,920 | 0.6 | 17.1 | 10,916 | 0.6 | 10,783 | 11,434 | (5.7) | (1.8) | 11,475 | (6.0) | 11,603 | 7.6 | 12,467 | (6.9) |
| 營業利益 | 3,345 | 3,474 | (3.7) | 18.9 | 3,383 | (1.1) | 3,642 | 3,880 | (6.1) | 8.9 | 3,766 | (3.3) | 4,091 | 12.4 | 4,290 | (4.6) |
| 稅前淨利 | 3,629 | 3,761 | (3.5) | 19.8 | 3,676 | (1.3) | 3,804 | 4,115 | (7.6) | 4.8 | 3,920 | (3.0) | 4,151 | 9.1 | 4,497 | (7.7) |
| 稅後淨利 | 2,743 | 2,806 | (2.3) | 19.3 | 2,774 | (1.1) | 2,865 | 3,056 | (6.2) | 4.5 | 2,952 | (2.9) | 3,100 | 8.2 | 3,301 | (6.1) |
| 每股盈餘 (元) | 6.10 | 6.25 | (2.4) | 18.8 | 6.17 | (1.1) | 6.33 | 6.81 | (6.9) | 3.8 | 6.53 | (2.9) | 6.85 | 8.2 | 7.30 | (6.1) |
| 毛利率 (%) | 13.9 | 13.5 | 0.4 ppts | 0.8 ppts | 13.5 | 0.3 ppts | 14.3 | 13.7 | 0.6 ppts | 0.5 ppts | 13.8 | 0.5 ppts | 14.5 | 0.1 ppts | 13.8 | 0.7 ppts |
| 營業率 (%) | 4.2 | 4.3 | (0.1)ppts | 0.3 ppts | 4.2 | 0.0 ppts | 4.8 | 4.6 | 0.2 ppts | 0.6 ppts | 4.5 | 0.3 ppts | 5.1 | 0.3 ppts | 4.7 | 0.4 ppts |
| 淨利率 (%) | 3.5 | 3.5 | (0.0)ppts | 0.3 ppts | 3.4 | 0.0 ppts | 3.8 | 3.7 | 0.1 ppts | 0.3 ppts | 3.6 | 0.3 ppts | 3.9 | 0.1 ppts | 3.7 | 0.2 ppts |

資料來源：凱基預估、彭博

圖 3：車電與工業物聯網營收為 2023 年營收主要動能

| 台幣百萬元 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q21 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22F | 2019 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 資訊產品 | 10,622 | 10,214 | 10,478 | 9,392 | 9,430 | 9,837 | 9,383 | 7,242 | 34,015 | 34,578 | 40,706 | 35,892 | 30,852 |
| 智慧生活 | 4,513 | 3,849 | 4,258 | 7,681 | 4,724 | 6,166 | 7,461 | 6,673 | 41,799 | 26,799 | 20,301 | 25,024 | 21,968 |
| 車電 / 工業物聯 | 2,025 | 2,385 | 2,933 | 3,301 | 3,740 | 4,280 | 5,518 | 4,786 | 5,339 | 6,668 | 10,643 | 18,324 | 22,510 |
| 總計 | 17,159 | 16,448 | 17,669 | 20,374 | 17,894 | 20,283 | 22,339 | 18,724 | 80,650 | 68,241 | 71,650 | 79,241 | 75,329 |
| 年增率 (%) | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22F | 2019 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F |
| 資訊產品 | 40 | 16 | 3 | 17 | (11) | (4) | (10) | (23) | 9 | 2 | 18 | (12) | (14) |
| 智慧生活 | (2) | (36) | (39) | (16) | 5 | 60 | 75 | (13) | 44 | (36) | (24) | 23 | (12) |
| 車電 / 工業物聯 | 50 | 63 | 72 | 53 | 85 | 79 | 88 | 45 | 22 | 25 | 60 | 72 | 23 |
| 總計 | 27 | 1 | (7) | 4 | 4 | 23 | 26 | (8) | 24 | (15) | 5 | 11 | (5) |
| 季增率 (%) | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22F | 2019 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F |
| 資訊產品 | 32 | (4) | 3 | (10) | 0 | 4 | (5) | (23) | | | | | |
| 智慧生活 | (51) | (15) | 11 | 80 | (38) | 31 | 21 | (11) | | | | | |
| 車電 / 工業物聯 | (6) | 18 | 23 | 13 | 13 | 14 | 29 | (13) | | | | | |
| 總計 | (12) | (4) | 7 | 15 | (12) | 13 | 10 | (16) | | | | | |
| 營收比重 (%) | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22F | 2019 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F |
| 資訊產品 | 62 | 62 | 59 | 46 | 53 | 49 | 42 | 39 | 42 | 51 | 57 | 45 | 41 |
| 智慧生活 | 26 | 23 | 24 | 38 | 26 | 30 | 33 | 36 | 52 | 39 | 28 | 32 | 29 |
| 車電 / 工業物聯 | 12 | 15 | 17 | 16 | 21 | 21 | 25 | 26 | 7 | 10 | 15 | 23 | 30 |
| 總計 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

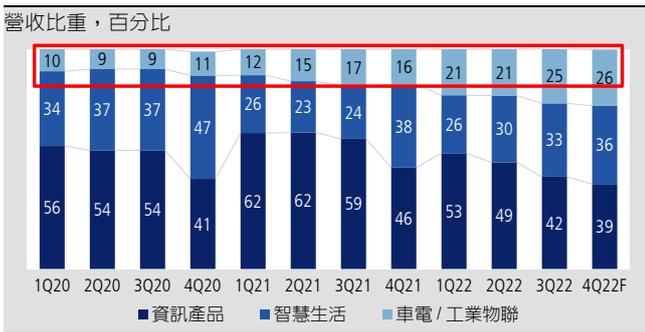
資料來源：公司資料、凱基預估

圖 4：致伸營收分類—車電與工業物聯網營收為 2022-23 年主要營收成長動能



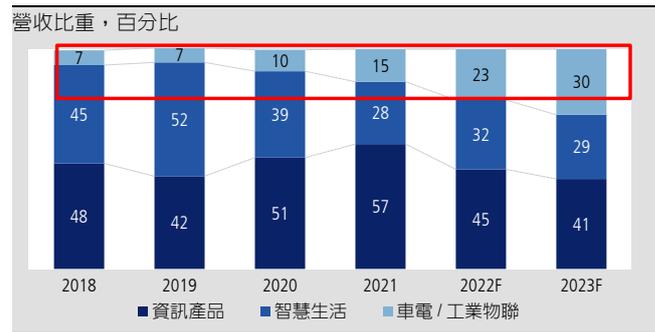
資料來源：公司資料

圖 5：車電與工業物聯網營收比重提高將有利獲利率擴張



資料來源：公司資料、凱基

圖 6：車電/工業物聯網營收比重 2022-23 年年增至 23%、30%



資料來源：公司資料、凱基

圖 7：股價目前交易於 8-9 倍 2023 年 EPS 預估，位於歷史本益比區間 7-15 倍之下緣



資料來源：TEJ、凱基預估

圖 8: 公司概況

致伸成立於 1984 年，專門製造消費型與企業電子產品。2021 年營收 47% 來自智慧裝置介面、34% 來自聲學、13% 來自視覺影像、6% 來自商用設備；電腦設計製造代工(ODM) 與電子製造服務(EMS)兩種服務模式並存。近年產品組合再從手機相機鏡頭模組(CCM)拓展至商務、監視錄像與汽車產品，並藉收購迪芬尼(Tymphany)切入音響及耳機市場。

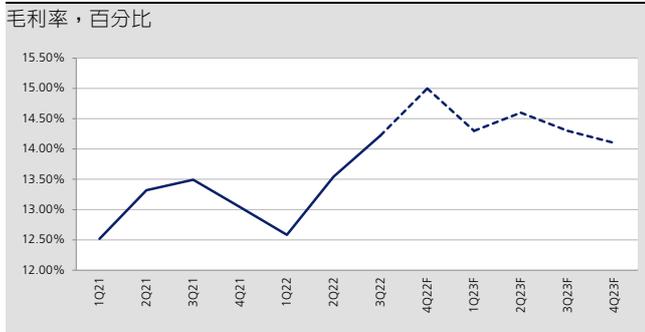
資料來源：凱基

圖 10: 季營業收入



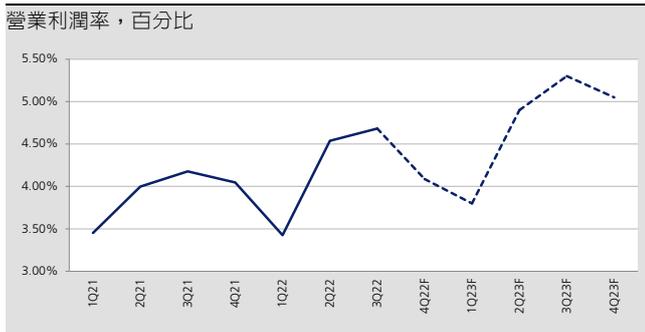
資料來源：凱基

圖 12: 毛利率



資料來源：凱基

圖 14: 營業利潤率



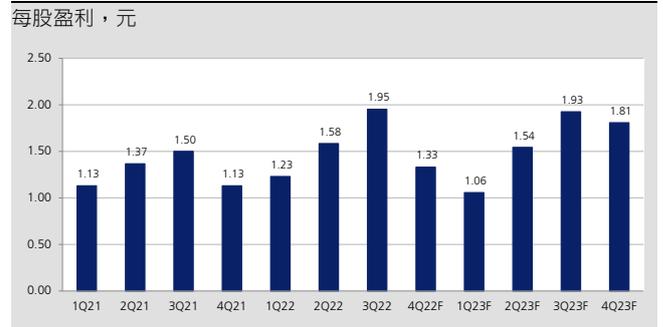
資料來源：凱基

圖 9: 2022 年資訊產品營收佔比下滑，而車電與工業物聯業務營收比重持續上升



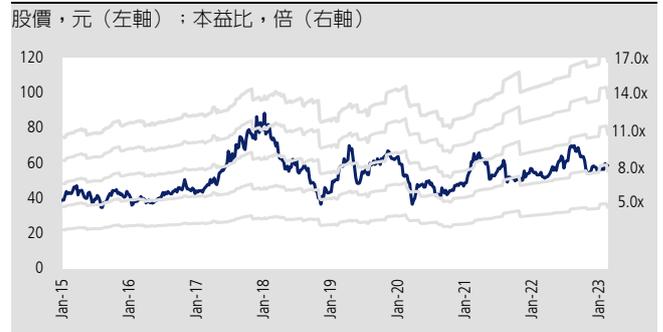
資料來源：公司資料、凱基

圖 11: 每股盈利



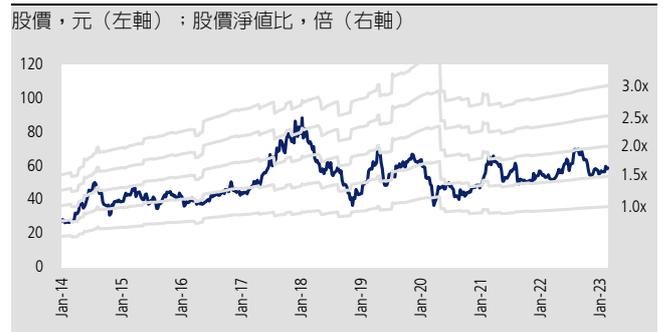
資料來源：凱基

圖 13: 未來一年預估本益比區間



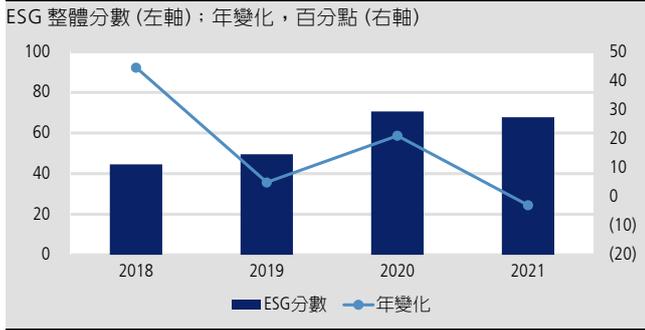
資料來源：凱基

圖 15: 未來一年預估股價淨值比區間



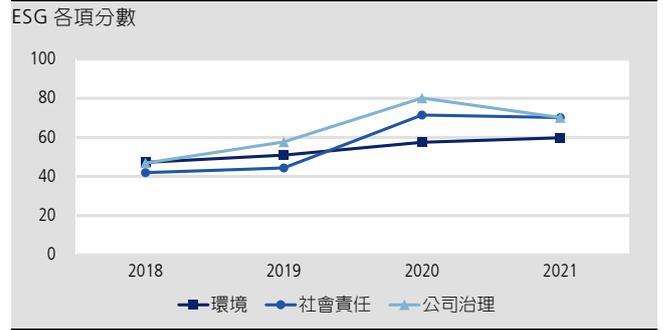
資料來源：凱基

圖 16：ESG 整體分數



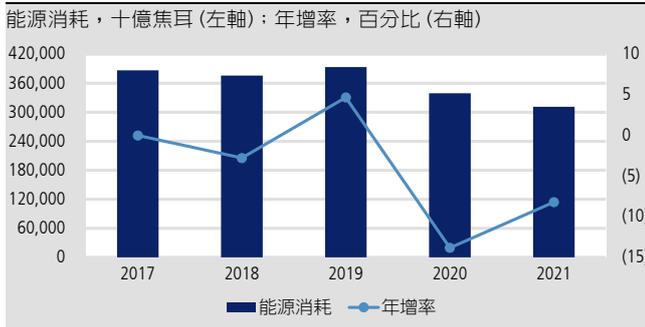
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 17：ESG 各項分數



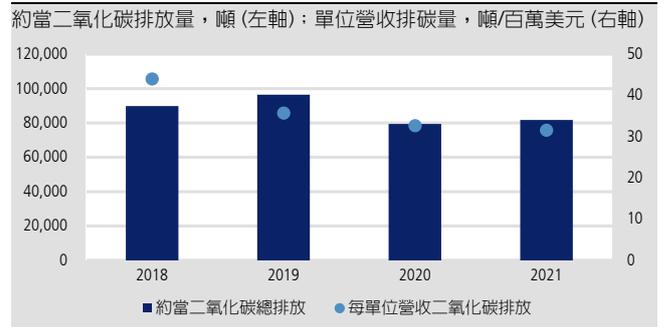
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 18：能源消耗



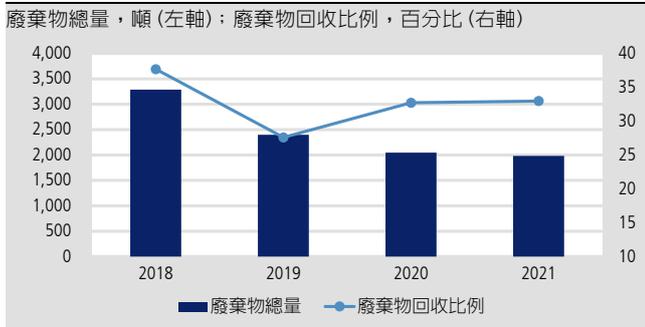
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 19：碳排量



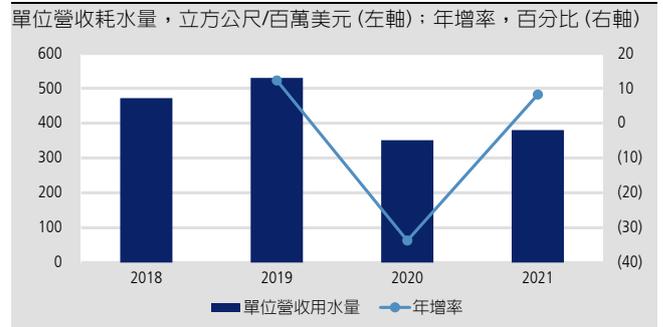
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 20：廢棄物總量



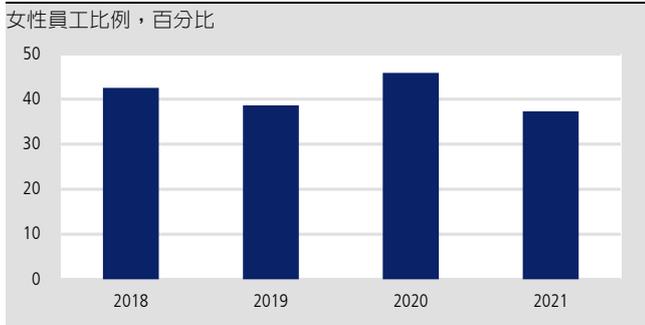
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 21：耗水量



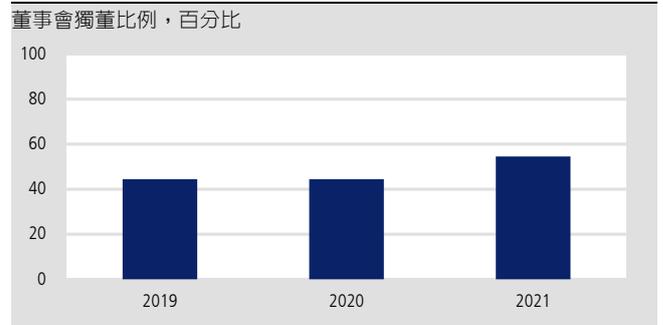
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 22：性別多樣性



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 23：董事會獨董比例



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

ESG 圖表定義

| 項目 | 定義 | 說明 |
|--------------|--|----|
| 能源使用 | 直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下 | |
| 購買之再生能源 | Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源 | |
| 再生能源使用率 | 再生能源占總能源消耗量之比例 | |
| CO2 約當排放量 | 直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3) | |
| CO2 約當排放量營收比 | 直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3) | |
| 廢棄物總量 | 廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內 | |
| 廢棄物回收率 | 公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物 | |
| 總取水量 | 總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮 | |
| 環保支出 | 環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出 | |
| 員工流動率 | 員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數 | |
| 女性經理 | 女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數 * 100 | |
| 女性員工 | 女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數 * 100 | |
| 教育訓練總時數 | 所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作 | |
| 每位員工教育訓練時數 | 平均每年每位員工總教育訓練時數 | |

資料來源：Refinitiv；凱基

損益表

| 損益表 (NT\$百萬) | 季度 | | | | | | | | 年度 | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Mar-22A | Jun-22A | Sep-22A | Dec-22F | Mar-23F | Jun-23F | Sep-23F | Dec-23F | Dec-22F | Dec-23F | Dec-24F |
| 營業收入 | 17,894 | 20,283 | 22,339 | 18,724 | 14,979 | 17,975 | 20,671 | 21,705 | 79,241 | 75,329 | 80,237 |
| 營業成本 | (15,643) | (17,536) | (19,162) | (15,915) | (12,837) | (15,350) | (17,715) | (18,644) | (68,256) | (64,547) | (68,634) |
| 營業毛利 | 2,252 | 2,747 | 3,177 | 2,809 | 2,142 | 2,624 | 2,956 | 3,060 | 10,985 | 10,783 | 11,603 |
| 營業費用 | (1,639) | (1,827) | (2,131) | (2,043) | (1,573) | (1,744) | (1,860) | (1,964) | (7,640) | (7,141) | (7,512) |
| 營業利益 | 613 | 920 | 1,046 | 765 | 569 | 881 | 1,096 | 1,096 | 3,345 | 3,642 | 4,091 |
| 折舊 | (406) | (416) | (413) | (1,238) | (688) | (688) | (688) | (688) | (2,474) | (2,751) | (3,048) |
| 攤提 | (58) | (58) | (58) | (44) | (54) | (54) | (54) | (54) | (218) | (218) | (218) |
| EBITDA | 1,077 | 1,394 | 1,517 | 2,048 | 1,311 | 1,623 | 1,838 | 1,838 | 6,036 | 6,610 | 7,357 |
| 利息收入 | 20 | 24 | 23 | 35 | 42 | 42 | 42 | 42 | 102 | 168 | 191 |
| 投資利益淨額 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 其他營業外收入 | 134 | 252 | 230 | 138 | 110 | 120 | 150 | 120 | 754 | 500 | 380 |
| 總營業外收入 | 154 | 275 | 253 | 173 | 152 | 162 | 192 | 162 | 855 | 668 | 571 |
| 利息費用 | (61) | (70) | (95) | (108) | (86) | (86) | (86) | (86) | (334) | (345) | (351) |
| 投資損失 | (19) | (9) | (14) | (18) | (15) | (15) | (15) | (15) | (60) | (60) | (60) |
| 其他營業外費用 | (0) | (158) | (0) | (20) | (30) | (20) | (20) | (30) | (178) | (100) | (100) |
| 總營業外費用 | (80) | (237) | (109) | (145) | (131) | (121) | (121) | (131) | (571) | (505) | (511) |
| 稅前純益 | 687 | 959 | 1,190 | 793 | 590 | 921 | 1,166 | 1,127 | 3,629 | 3,804 | 4,151 |
| 所得稅費用[利益] | (144) | (201) | (250) | (164) | (124) | (193) | (245) | (237) | (760) | (799) | (872) |
| 少數股東損益 | 9 | (46) | (62) | (27) | 12 | (30) | (50) | (72) | (126) | (140) | (180) |
| 非常項目前稅後純益 | 552 | 711 | 878 | 602 | 478 | 698 | 871 | 818 | 2,743 | 2,865 | 3,100 |
| 非常項目 | (0) | 0 | 0 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 稅後淨利 | 552 | 711 | 878 | 602 | 478 | 698 | 871 | 818 | 2,743 | 2,865 | 3,100 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 1.23 | 1.58 | 1.95 | 1.33 | 1.06 | 1.54 | 1.93 | 1.81 | 6.10 | 6.33 | 6.85 |
| 獲利率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 12.6 | 13.5 | 14.2 | 15.0 | 14.3 | 14.6 | 14.3 | 14.1 | 13.9 | 14.3 | 14.5 |
| 營業利益率 | 3.4 | 4.5 | 4.7 | 4.1 | 3.8 | 4.9 | 5.3 | 5.0 | 4.2 | 4.8 | 5.1 |
| EBITDA Margin | 6.0 | 6.9 | 6.8 | 10.9 | 8.8 | 9.0 | 8.9 | 8.5 | 7.6 | 8.8 | 9.2 |
| 稅前純益率 | 3.8 | 4.7 | 5.3 | 4.2 | 3.9 | 5.1 | 5.6 | 5.2 | 4.6 | 5.0 | 5.2 |
| 稅後純益率 | 3.1 | 3.5 | 3.9 | 3.2 | 3.2 | 3.9 | 4.2 | 3.8 | 3.5 | 3.8 | 3.9 |
| 季成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (12.2) | 13.3 | 10.1 | (16.2) | (20.0) | 20.0 | 15.0 | 5.0 | | | |
| 營業毛利 | (15.2) | 22.0 | 15.6 | (11.6) | (23.7) | 22.5 | 12.6 | 3.5 | | | |
| 營業收益增長 | (25.7) | 50.2 | 13.7 | (26.9) | (25.6) | 54.7 | 24.4 | 0.0 | | | |
| EBITDA | (16.6) | 29.5 | 8.8 | 35.0 | (36.0) | 23.8 | 13.2 | 0.0 | | | |
| 稅前純益 | (6.2) | 39.5 | 24.1 | (33.3) | (25.6) | 56.2 | 26.6 | (3.4) | | | |
| 稅後純益 | 8.2 | 28.8 | 23.4 | (31.4) | (20.6) | 46.0 | 24.8 | (6.1) | | | |
| 年成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 4.3 | 23.3 | 26.4 | (8.1) | (16.3) | (11.4) | (7.5) | 15.9 | 10.6 | (4.9) | 6.5 |
| 營業毛利 | 4.8 | 25.4 | 33.3 | 5.7 | (4.9) | (4.5) | (7.0) | 9.0 | 17.1 | (1.8) | 7.6 |
| 營業收益 | 3.5 | 40.0 | 41.7 | (7.2) | (7.1) | (4.3) | 4.7 | 43.2 | 18.9 | 8.9 | 12.4 |
| EBITDA | (2.7) | 22.1 | 25.0 | 58.6 | 21.8 | 16.4 | 21.1 | (10.2) | 27.0 | 9.5 | 11.3 |
| 稅前純益 | 8.4 | 20.7 | 37.0 | 8.2 | (14.2) | (3.9) | (2.0) | 42.1 | 19.8 | 4.8 | 9.1 |
| 稅後純益 | 9.3 | 16.4 | 30.6 | 17.9 | (13.5) | (1.9) | (0.7) | 36.0 | 19.3 | 4.5 | 8.2 |

資料來源：公司資料、凱基

資產負債表

| NT\$百萬 | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22F | Dec-23F | Dec-24F |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 資產總額 | 47,307 | 49,474 | 54,774 | 54,289 | 57,442 |
| 流動資產 | 35,110 | 35,729 | 41,663 | 41,788 | 45,850 |
| 現金及短期投資 | 8,104 | 6,661 | 11,238 | 14,581 | 17,117 |
| 存貨 | 10,247 | 13,165 | 13,090 | 10,610 | 11,251 |
| 應收帳款及票據 | 13,777 | 13,505 | 14,936 | 14,198 | 15,082 |
| 其他流動資產 | 2,981 | 2,399 | 2,399 | 2,399 | 2,399 |
| 非流動資產 | 12,197 | 13,745 | 13,111 | 12,500 | 11,593 |
| 長期投資 | 692 | 445 | 385 | 325 | 265 |
| 固定資產 | 6,542 | 7,605 | 7,031 | 6,481 | 5,633 |
| 什項資產 | 4,963 | 5,695 | 5,695 | 5,695 | 5,695 |
| 負債總額 | 31,806 | 33,032 | 37,273 | 35,673 | 37,593 |
| 流動負債 | 27,941 | 28,532 | 32,038 | 30,010 | 31,416 |
| 應付帳款及票據 | 19,001 | 17,693 | 19,394 | 18,340 | 19,448 |
| 短期借款 | 980 | 2,466 | 3,873 | 2,818 | 2,960 |
| 什項負債 | 7,960 | 8,373 | 8,772 | 8,852 | 9,007 |
| 長期負債 | 3,866 | 4,499 | 5,234 | 5,663 | 6,177 |
| 長期借款 | 681 | 1,026 | 1,760 | 2,189 | 2,703 |
| 其他負債及準備 | 2,204 | 1,595 | 1,595 | 1,595 | 1,595 |
| 股東權益總額 | 15,501 | 16,443 | 17,501 | 18,616 | 19,849 |
| 普通股 | 4,509 | 4,553 | 4,553 | 4,553 | 4,553 |
| 保留盈餘 | 5,733 | 6,492 | 7,425 | 8,399 | 9,453 |
| 少數股東權益 | 2,213 | 2,267 | 2,393 | 2,533 | 2,713 |
| 優先股股東資金 | - | - | - | - | - |

主要財務比率

| | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22F | Dec-23F | Dec-24F |
|------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 年成長率 | | | | | |
| 營業收入 | (15.4%) | 5.0% | 10.6% | (4.9%) | 6.5% |
| 營業收益增長 | (16.8%) | 22.3% | 18.9% | 8.9% | 12.4% |
| EBITDA | (8.6%) | 4.9% | 27.0% | 9.5% | 11.3% |
| 稅後純益 | (10.1%) | 19.7% | 19.3% | 4.5% | 8.2% |
| 每股盈餘成長率 | (10.4%) | 19.3% | 18.8% | 3.8% | 8.2% |
| 獲利能力分析 | | | | | |
| 營業毛利率 | 11.9% | 13.1% | 13.9% | 14.3% | 14.5% |
| 營業利益率 | 3.4% | 3.9% | 4.2% | 4.8% | 5.1% |
| EBITDA Margin | 6.6% | 6.6% | 7.6% | 8.8% | 9.2% |
| 稅後純益率 | 2.8% | 3.2% | 3.5% | 3.8% | 3.9% |
| 平均資產報酬率 | 3.8% | 4.7% | 5.3% | 5.3% | 5.5% |
| 股東權益報酬率 | 15.0% | 16.7% | 18.7% | 18.4% | 18.7% |
| 穩定 \ 償債能力分析 | | | | | |
| 毛負債比率 (%) | 10.7% | 21.2% | 32.2% | 26.9% | 28.5% |
| 淨負債比率 | Net cash |
| 利息保障倍數 (x) | 14.4 | 17.7 | 11.9 | 12.0 | 12.8 |
| 利息及短期債保障倍數 (x) | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| Cash Flow Int. Coverage (x) | 21.5 | 9.2 | 17.5 | 23.3 | 17.1 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 3.4 | 0.6 | 1.4 | 2.5 | 1.8 |
| 流動比率 (x) | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.5 |
| 速動比率 (x) | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| 淨負債 (NT\$百萬) | (5,275) | (1,347) | (3,783) | (7,752) | (9,631) |
| 每股資料分析 | | | | | |
| 每股盈餘 (NT\$) | 4.30 | 5.13 | 6.10 | 6.33 | 6.85 |
| 每股現金盈餘 (NT\$) | 8.88 | 3.74 | 12.99 | 17.81 | 13.28 |
| 每股淨值 (NT\$) | 29.47 | 31.14 | 33.19 | 35.32 | 37.64 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 29.80 | 31.67 | 33.60 | 35.55 | 37.88 |
| 每股營收 (NT\$) | 153.07 | 160.06 | 176.24 | 166.52 | 177.37 |
| EBITDA/Share (NT\$) | 10.16 | 10.62 | 13.43 | 14.61 | 16.26 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 3.00 | 3.10 | 4.03 | 4.18 | 4.52 |
| 資產運用狀況 | | | | | |
| 資產周轉率 (x) | 1.36 | 1.48 | 1.52 | 1.38 | 1.44 |
| 應收帳款周轉天數 | 73.9 | 68.8 | 68.8 | 68.8 | 68.8 |
| 存貨周轉天數 | 62.4 | 77.2 | 70.0 | 60.0 | 60.0 |
| 應付帳款周轉天數 | 115.7 | 103.7 | 103.7 | 103.7 | 103.7 |
| 現金轉換周轉天數 | 20.6 | 42.3 | 35.1 | 25.1 | 25.1 |

資料來源：公司資料，凱基

損益表

| NT\$百萬 | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22F | Dec-23F | Dec-24F |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 營業收入 | 68,241 | 71,650 | 79,241 | 75,329 | 80,237 |
| 營業成本 | (60,130) | (62,270) | (68,256) | (64,547) | (68,634) |
| 營業毛利 | 8,111 | 9,380 | 10,985 | 10,783 | 11,603 |
| 營業費用 | (5,811) | (6,567) | (7,640) | (7,141) | (7,512) |
| 營業利益 | 2,300 | 2,813 | 3,345 | 3,642 | 4,091 |
| 總營業外收入 | 719 | 716 | 855 | 668 | 571 |
| 利息收入 | 141 | 118 | 102 | 168 | 191 |
| 投資利益淨額 | 0 | 5 | - | - | - |
| 其他營業外收入 | 577 | 592 | 754 | 500 | 380 |
| 總營業外費用 | (540) | (498) | (571) | (505) | (511) |
| 利息費用 | (184) | (182) | (334) | (345) | (351) |
| 投資損失 | (84) | (62) | (60) | (60) | (60) |
| 其他營業外費用 | (271) | (255) | (178) | (100) | (100) |
| 稅前純益 | 2,478 | 3,030 | 3,629 | 3,804 | 4,151 |
| 所得稅費用[利益] | (534) | (637) | (760) | (799) | (872) |
| 少數股東損益 | (25) | (95) | (126) | (140) | (180) |
| 非常項目 | - | (0) | 0 | - | - |
| 稅後淨利 | 1,919 | 2,298 | 2,743 | 2,865 | 3,100 |
| EBITDA | 4,529 | 4,754 | 6,036 | 6,610 | 7,357 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 4.30 | 5.13 | 6.10 | 6.33 | 6.85 |

現金流量

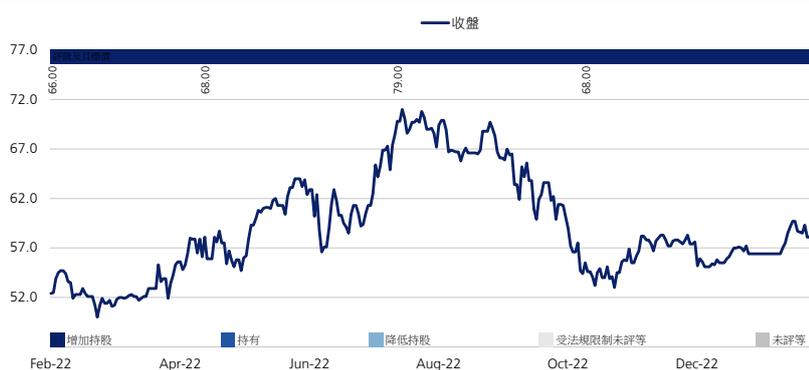
| NT\$百萬 | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22F | Dec-23F | Dec-24F |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 營運活動之現金流量 | 3,961 | 1,673 | 5,839 | 8,056 | 6,008 |
| 本期純益 | 1,919 | 2,298 | 2,743 | 2,865 | 3,100 |
| 折舊及攤提 | 2,230 | 1,941 | 2,691 | 2,968 | 3,265 |
| 本期運用資金變動 | 829 | (4,102) | 344 | 2,163 | (417) |
| 其他營業資產及負債變動 | (1,017) | 1,537 | 60 | 60 | 60 |
| 投資活動之現金流量 | (2,796) | (3,874) | (2,118) | (2,418) | (2,418) |
| 投資用短期投資出售[新購] | (29) | (839) | - | - | - |
| 本期長期投資變動 | - | - | - | - | - |
| 資本支出淨額 | (3,089) | (3,044) | (1,900) | (2,200) | (2,200) |
| 其他資產變動 | 322 | 10 | (218) | (218) | (218) |
| 自由現金流 | 1,554 | (3,205) | 3,562 | 5,590 | 3,663 |
| 融資活動之現金流量 | (975) | 227 | 856 | (2,297) | (1,054) |
| 短期借款變動 | (187) | 1,126 | 1,500 | (1,300) | - |
| 長期借款變動 | 577 | 705 | 641 | 673 | 657 |
| 現金增資 | - | - | - | - | - |
| 已支付普通股股息 | (1,077) | (1,355) | (1,411) | (1,810) | (1,891) |
| 其他融資現金流 | (288) | (249) | 126 | 140 | 180 |
| 匯率影響數 | 44 | (123) | | | |
| 本期產生現金流量 | 235 | (2,096) | 4,577 | 3,342 | 2,537 |

投資回報率

| | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22F | Dec-23F | Dec-24F |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1 - 營業成本/營業收入 | | | | | |
| - 銷管費用/營業收入 | 8.5% | 9.2% | 9.6% | 9.5% | 9.4% |
| = 營業利益率 | 3.4% | 3.9% | 4.2% | 4.8% | 5.1% |
| 1 / (營業運用資金/營業收入) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| + 淨固定資產/營業收入 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| + 什項資產/營業收入 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| = 資本周轉率 | 9.8 | 6.5 | 8.2 | 11.0 | 12.8 |
| 營業利益率 | 3.4% | 3.9% | 4.2% | 4.8% | 5.1% |
| x 資本周轉率 | 9.8 | 6.5 | 8.2 | 11.0 | 12.8 |
| x (1 - 有效現金稅率) | 78.4% | 79.0% | 79.1% | 79.0% | 79.0% |
| = 稅後 ROIC | 25.9% | 20.2% | 27.4% | 41.9% | 51.5% |

資料來源：公司資料，凱基

致伸 – 以往評級及目標價



| 日期 | 評級 | 目標價 | 收盤價 |
|------------|------|-------|-------|
| 2022-10-27 | 增加持股 | 68.00 | 55.50 |
| 2022-07-29 | 增加持股 | 79.00 | 69.80 |
| 2022-04-28 | 增加持股 | 68.00 | 58.10 |
| 2022-02-15 | 增加持股 | 66.00 | 52.50 |
| 2021-10-28 | 增加持股 | 66.00 | 50.80 |
| 2021-07-29 | 增加持股 | 74.00 | 60.40 |
| 2021-07-27 | 增加持股 | 74.00 | 58.40 |

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

| | | |
|-----|----|---|
| 中國 | 上海 | 上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040 |
| 台灣 | 台北 | 104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691 |
| 香港 | | 香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800 |
| 泰國 | 曼谷 | 8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014 |
| 新加坡 | | 珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826 |
| 印尼 | | Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337 |

股價說明

| 等級 | 定義 |
|------------------|--|
| 增加持股 (OP) | 對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。 |
| 持有 (N) | 對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。 |
| 降低持股 (U) | 對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。 |
| 未評等 (NR) | 凱基證券未對該個股加以評等。 |
| 受法規限制 未評等 (R) | 受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。 |

*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。