

# 巨大

  
 (9921.TW/9921 TT)

## 持有 · 維持

收盤價 March 10 (NT\$)	198.5
12 個月目標價 (NT\$)	172.0
前次目標價 (NT\$)	188.0
調降 (%)	8.5
下跌空間 (%)	13.4

## 焦點內容

4Q22 獲利大幅落後。鑒於庫存正在去化，巨大釋出悲觀的 2023 年展望，遠不及市場預期。凱基根據 16 倍本益比（歷史區間為 13-28 倍），將目標價下修至 172 元；維持「持有」評等。

## 交易資料表

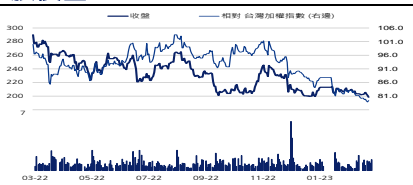
市值：(NT\$bn/US\$mn)	77.82 / 2,526
流通在外股數 (百萬股)：	392.1
外資持有股數 (百萬股)：	191.8
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.66
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	198.5 -282.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-14.3	-12.9	-31.6
相對表現 (%)	-19.9	-19.4	-20.7

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	4.54A	4.93A	3.42A	2.93A
2022	4.86A	4.80A	5.35A	0.57F
2023	2.02F	2.36F	3.25F	2.32F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

莊政翰  
886 2 2181 8719  
angus.chuang@kgi.com

高政修  
886.2.2181.8735  
allen.gao@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 尚未度過庫存去化陣痛期

### 重要訊息

巨大 4Q22 財報分別大幅落後共識和凱基預估 84%、81%，主因利潤率不如預期及業外損失。值此總經不確定性及中低階自行車去化庫存之際，管理層釋出悲觀的 2023 年展望，我們認為將持續壓抑近期股價表現。

### 評論及分析

**利潤率萎縮致使 4Q22 獲利落後。**4Q22 獲利僅 2.13 億元，年減 81%、季減 89%，遠低於每股盈餘共識預估的 3.45 元及凱基預估的 2.90 元，主因利潤率萎縮及業外損失。毛利率年減 1.9、季減 1.8 個百分點至 20.5%，落後凱基預估之 22.0%，主因原物料價格居高不下且產品組合不利（代工營收比重較高）。行銷費用增加及提列壞帳拖累營業利益年減 33%、季減 57%至 7.87 億元；加計匯損，4Q22 財報跌落至五年低點。公司決議配發 7.8 元現金股利，隱含配息率僅 50%，遠低於五年平均值 60%。

**疲於消化多餘庫存。**儘管高階自行車受零組件交期較長影響仍供不應求，然巨大正面臨中低階自行車過多庫存，係因在疫情帶動之自行車榮景過後需求冷卻。公司表示美國中低階自行車庫存已攀升至 7 個月，歐洲約為 5 個月，雙雙超過正常水位兩倍之多。我們認為持續去化庫存將壓抑 2023 年營收和利潤率前景，公司預期庫存於 2024 年初方可恢復至可接受的水位。巨大季初迄今營收僅達 1Q23 共識預估之 54%，對比五年平均值 61%；我們預期營收落後與均價下滑帶來之利潤率下檔將持續拖累巨大獲利至年底。

**獲利共識具下檔。**鑒於庫存去化及總經不確定性，巨大自估 2023 年營收將衰退中高雙位數，劣於共識預估之個位數跌幅。隨均價下滑及營運槓桿消失，公司自估毛利率 20-21%、營益率 7%，年減 2 個百分點，低於共識預估之 23.1%、9.1%。我們下修 2023 年獲利預估 26%，反映 4Q22 財報黯淡及前景相對孱弱。我們現估 2023 年獲利將年減 36%至每股 9.96 元，中斷連續五年的年增格局，料將壓抑個股評價。

### 投資建議

雖然市場早已熟知中低階自行車多餘庫存問題，但我們認為巨大的悲觀展望顯示獲利共識具大幅下修空間，恐將持續壓抑個股表現。凱基維持巨大「持有」評等並下修目標價至 172 元，係根據 16 倍本益比（歷史區間為 13-28 倍）。

### 投資風險

庫存去化速度快於預期、新台幣貶值。

### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	70,011	81,840	92,044	78,722	83,299
營業毛利 (NT\$百萬)	16,169	19,764	20,824	16,034	17,242
營業利益 (NT\$百萬)	6,858	8,709	7,914	5,669	6,358
稅後淨利 (NT\$百萬)	4,949	5,930	5,844	3,735	4,327
每股盈餘 (NT\$)	13.19	15.81	15.58	9.96	11.54
每股現金股利 (NT\$)	8.00	10.00	7.80	5.98	6.92
每股盈餘成長率 (%)	46.7	19.8	(1.5)	(36.1)	15.9
本益比 (x)	15.0	12.6	12.7	19.9	17.2
股價淨值比 (x)	3.0	2.7	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA (x)	9.8	8.6	8.2	9.1	8.1
淨負債比率 (%)	21.5	51.1	51.0	24.3	15.1
殖利率 (%)	4.0	5.0	3.9	3.0	3.5
股東權益報酬率 (%)	21.1	22.5	20.2	12.0	13.2

資料來源：公司資料，凱基

**圖 1：4Q22 財報與 1Q23 財務預估修正暨市場共識比較**

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	21,169	21,162	0.0	(18.2)	6.4	21,876	(3.2)	17,509	19,278	(9.2)	(17.3)	(21.3)	21,293	(17.8)
毛利	4,349	4,656	(6.6)	(24.7)	(2.5)	4,871	(10.7)	3,327	4,164	(20.1)	(23.5)	(34.8)	4,648	(28.4)
營業利益	1,026	1,820	(43.6)	(56.5)	(33.3)	1,822	(43.6)	1,156	1,774	(34.8)	12.6	(50.3)	1,854	(37.7)
稅前淨利	787	1,658	(52.5)	(73.4)	(47.3)	1,815	(56.6)	1,104	1,722	(35.9)	40.2	(57.5)	1,925	(42.7)
稅後淨利	213	1,094	(80.5)	(89.4)	(80.6)	1,299	(83.6)	758	1,207	(37.2)	255.6	(58.4)	1,409	(46.2)
每股盈餘 (元)	0.57	2.92	(80.5)	(89.4)	(80.6)	3.46	(83.6)	2.02	3.22	(37.2)	255.6	(58.4)	3.76	(46.2)
毛利率 (%)	20.5	22.0	(1.5) ppts	(1.8) ppts	(1.9) ppts	22.3	(1.7) ppts	19.0	21.6	(2.6) ppts	(1.5) ppts	(3.9) ppts	21.8	(2.8) ppts
營業利益率 (%)	4.8	8.6	(3.8) ppts	(4.3) ppts	(2.9) ppts	8.3	(3.5) ppts	6.6	9.2	(2.6) ppts	1.8 ppts	(3.8) ppts	8.7	(2.1) ppts
淨利率 (%)	1.0	5.2	(4.2) ppts	(6.7) ppts	(4.5) ppts	5.9	(4.9) ppts	4.3	6.3	(1.9) ppts	3.3 ppts	(3.9) ppts	6.6	(2.3) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

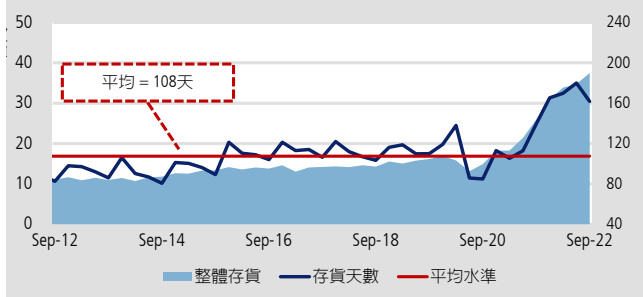
**圖 2：2022 年財報與 2023-24 年財務預估修正暨市場共識比較**

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	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	92,044	92,036	0.0	12.5	92,799	(0.8)	78,722	85,028	(7.4)	(14.5)	89,836	(12.4)	83,299	90,011	(7.5)	5.8	94,716	(12.1)
毛利	20,824	21,130	(1.4)	5.4	21,686	(4.0)	16,034	18,728	(14.4)	(23.0)	20,742	(22.7)	17,242	20,120	(14.3)	7.5	22,257	(22.5)
營業利益	7,914	8,708	(9.1)	(9.1)	8,690	(8.9)	5,669	7,535	(24.8)	(28.4)	8,140	(30.4)	6,358	8,364	(24.0)	12.2	8,901	(28.6)
稅前淨利	8,738	9,608	(9.1)	0.1	9,717	(10.1)	5,452	7,281	(25.1)	(37.6)	8,286	(34.2)	6,293	8,243	(23.7)	15.4	9,068	(30.6)
稅後淨利	5,844	6,725	(13.1)	(1.5)	6,881	(15.1)	3,735	5,041	(25.9)	(36.1)	5,901	(36.7)	4,327	5,719	(24.3)	15.9	6,412	(32.5)
每股盈餘 (元)	15.58	17.93	(13.1)	(1.5)	18.35	(15.1)	9.96	13.44	(25.9)	(36.1)	15.73	(36.7)	11.54	15.25	(24.3)	15.9	17.10	(32.5)
毛利率 (%)	22.6	23.0	(0.3) ppts	(1.5) ppts	23.4	(0.7) ppts	20.4	22.0	(1.7) ppts	(2.3) ppts	23.1	(2.7) ppts	20.7	22.4	(1.7) ppts	0.3 ppts	23.5	(2.8) ppts
營業利益率 (%)	8.6	9.5	(0.9) ppts	(2.0) ppts	9.4	(0.8) ppts	7.2	8.9	(1.7) ppts	(1.4) ppts	9.1	(1.9) ppts	7.6	9.3	(1.7) ppts	0.4 ppts	9.4	(1.8) ppts
淨利率 (%)	6.3	7.3	(1.0) ppts	(0.9) ppts	7.4	(1.1) ppts	4.7	5.9	(1.2) ppts	(1.6) ppts	6.6	(1.8) ppts	5.2	6.4	(1.2) ppts	0.5 ppts	6.8	(1.6) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

**圖 3：庫存遠高於平均水準**

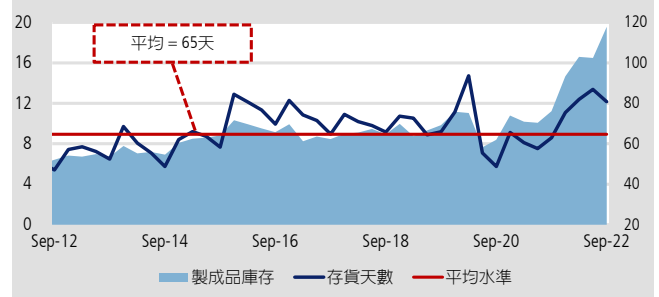
整體存貨金額，十億元（左軸）；存貨天數，天（右軸）



資料來源：TEJ；凱基

**圖 4：巨大面臨過多庫存**

製成品存貨金額，十億元（左軸）；存貨天數，天（右軸）



資料來源：TEJ；凱基

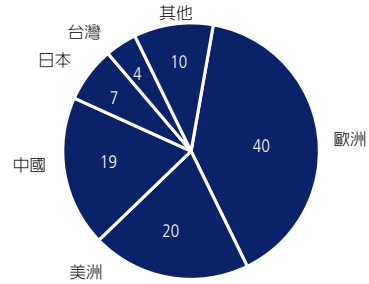
**圖 5: 公司概況**

巨大成立於 1972 年，為台灣第一大自行車製造商。目前生產基地位於中國、歐洲（荷蘭及匈牙利）與臺灣。歐洲為最大市場，3Q22 營收佔比達 40%，北美營收貢獻 20%，中國為 19%，日本 7%，臺灣 4% 及其他 10%。

資料來源：凱基

**圖 6: 歐洲為營收最大來源**

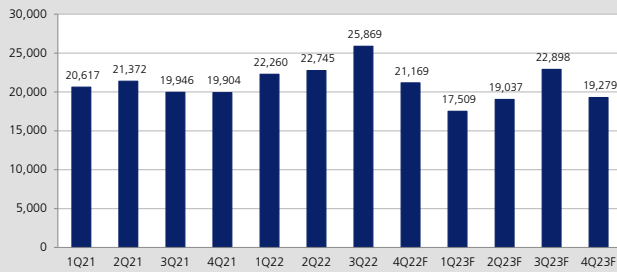
3Q22 年區域市場營收比重，百分比



資料來源：凱基

**圖 7: 季營業收入**

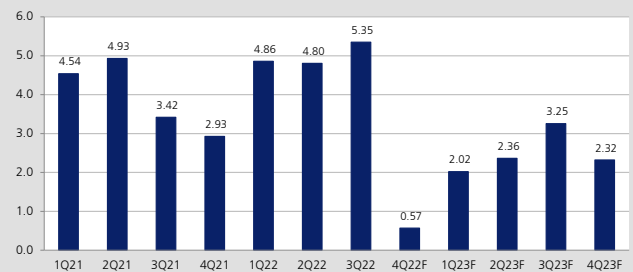
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 8: 每股盈利**

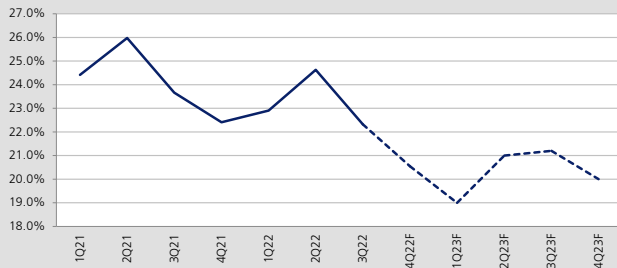
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 9: 毛利率**

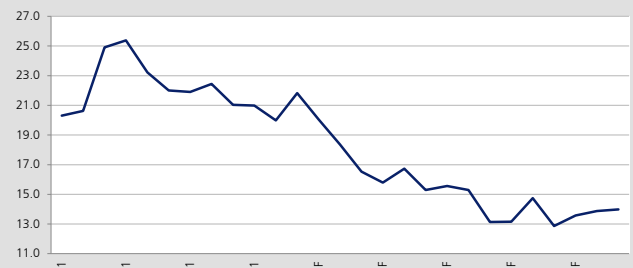
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 10: 本益比**

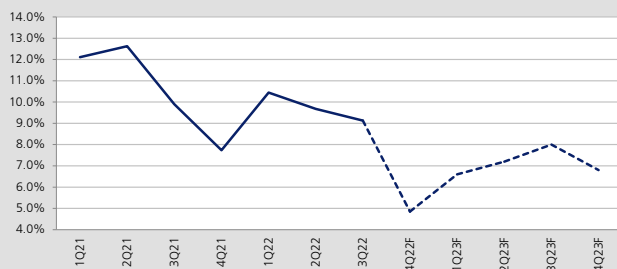
本益比，倍



資料來源：凱基

**圖 11: 營業利潤率**

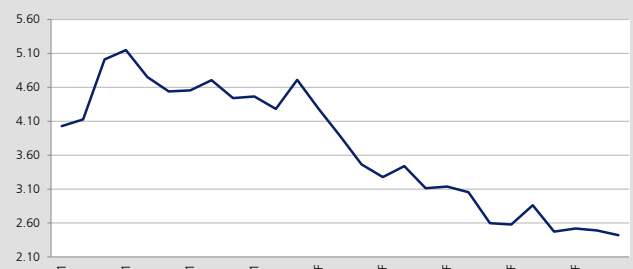
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 12: 股價淨值比**

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

## 損益表

	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
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	22,260	22,745	25,869	21,169	17,509	19,037	22,898	19,279	92,044	78,722	83,299
營業成本	(17,162)	(17,144)	(20,094)	(16,820)	(14,182)	(15,039)	(18,043)	(15,423)	(71,220)	(62,687)	(66,057)
營業毛利	5,099	5,601	5,775	4,349	3,327	3,998	4,854	3,856	20,824	16,034	17,242
營業費用	(2,773)	(3,400)	(3,413)	(3,323)	(2,171)	(2,627)	(3,022)	(2,545)	(12,910)	(10,365)	(10,884)
營業利益	2,325	2,201	2,362	1,026	1,156	1,371	1,832	1,311	7,914	5,669	6,358
折舊	(503)	(521)	(541)	(1,885)	(931)	(932)	(936)	(944)	(3,450)	(3,744)	(3,978)
攤提	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	2,829	2,722	2,903	2,912	2,087	2,303	2,768	2,255	11,365	9,413	10,335
利息收入	72	79	78	30	62	66	69	80	259	278	391
投資利益淨額	0	1	1	(2)	0	0	0	0	0	0	0
其他營業外收入	44	25	70	36	48	54	48	43	176	193	203
總營業外收入	117	106	149	63	110	120	118	123	435	471	594
利息費用	(66)	(80)	(101)	(72)	(72)	(82)	(83)	(83)	(318)	(320)	(321)
投資損失	(0)	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	221	166	552	(231)	(90)	(102)	(110)	(66)	707	(368)	(338)
總營業外費用	155	86	451	(303)	(162)	(184)	(193)	(149)	389	(688)	(659)
稅前純益	2,597	2,392	2,962	787	1,104	1,307	1,757	1,285	8,738	5,452	6,293
所得稅費用[利益]	(683)	(542)	(851)	(485)	(286)	(350)	(450)	(332)	(2,561)	(1,418)	(1,636)
少數股東損益	(91)	(48)	(105)	(89)	(60)	(70)	(86)	(83)	(333)	(299)	(329)
非常項目稅後純益	1,822	1,802	2,006	213	758	887	1,221	870	5,844	3,735	4,327
非常項目	0	0	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	1,822	1,802	2,006	213	758	887	1,221	870	5,844	3,735	4,327
每股盈餘 (NT\$)	4.86	4.80	5.35	0.57	2.02	2.36	3.25	2.32	15.58	9.96	11.54
獲利率 (%)											
營業毛利率	22.9	24.6	22.3	20.5	19.0	21.0	21.2	20.0	22.6	20.4	20.7
營業利益率	10.4	9.7	9.1	4.8	6.6	7.2	8.0	6.8	8.6	7.2	7.6
EBITDA Margin	12.7	12.0	11.2	13.8	11.9	12.1	12.1	11.7	12.3	12.0	12.4
稅前純益率	11.7	10.5	11.5	3.7	6.3	6.9	7.7	6.7	9.5	6.9	7.6
稅後純益率	8.2	7.9	7.8	1.0	4.3	4.7	5.3	4.5	6.3	4.7	5.2
季成長率 (%)											
營業收入	11.8	2.2	13.7	(18.2)	(17.3)	8.7	20.3	(15.8)			
營業毛利	14.3	9.9	3.1	(24.7)	(23.5)	20.2	21.4	(20.6)			
營業收益增長	51.1	(5.4)	7.3	(56.5)	12.6	18.6	33.6	(28.4)			
EBITDA	37.2	(3.8)	6.7	0.3	(28.3)	10.3	20.2	(18.5)			
稅前純益	74.0	(7.9)	23.8	(73.4)	40.2	18.4	34.4	(26.8)			
稅後純益	66.0	(1.1)	11.3	(89.4)	255.6	17.0	37.7	(28.7)			
年成長率 (%)											
營業收入	8.0	6.4	29.7	6.4	(21.3)	(16.3)	(11.5)	(8.9)	12.5	(14.5)	5.8
營業毛利	1.3	0.9	22.4	(2.5)	(34.8)	(28.6)	(15.9)	(11.3)	5.4	(23.0)	7.5
營業收益	(6.9)	(18.4)	19.6	(33.3)	(50.3)	(37.7)	(22.4)	27.7	(9.1)	(28.4)	12.2
EBITDA	(4.3)	(14.6)	18.3	41.2	(26.2)	(15.4)	(4.6)	(22.6)	6.7	(17.2)	9.8
稅前純益	4.2	(13.7)	50.2	(47.3)	(57.5)	(45.4)	(40.7)	63.3	0.1	(37.6)	15.4
稅後純益	7.1	(2.5)	56.6	(80.6)	(58.4)	(50.8)	(39.2)	308.6	(1.5)	(36.1)	15.9

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
<b>資產總額</b>	<b>62,502</b>	<b>77,199</b>	<b>81,466</b>	<b>81,133</b>	<b>84,167</b>
<b>流動資產</b>	<b>45,399</b>	<b>58,062</b>	<b>63,272</b>	<b>64,859</b>	<b>70,244</b>
現金及短期投資	13,774	10,932	9,803	17,971	21,007
存貨	18,195	30,872	35,420	31,177	32,763
應收帳款及票據	12,025	14,357	16,147	13,810	14,573
其他流動資產	1,405	1,901	1,901	1,901	1,901
<b>非流動資產</b>	<b>17,103</b>	<b>19,137</b>	<b>18,194</b>	<b>16,274</b>	<b>13,923</b>
長期投資	438	1,480	1,482	1,486	1,489
固定資產	11,965	12,182	11,236	9,312	6,959
什項資產	4,700	5,476	5,476	5,476	5,476
<b>負債總額</b>	<b>35,541</b>	<b>47,546</b>	<b>48,561</b>	<b>46,435</b>	<b>47,408</b>
<b>流動負債</b>	<b>28,038</b>	<b>40,450</b>	<b>42,009</b>	<b>39,902</b>	<b>40,715</b>
應付帳款及票據	8,150	9,032	10,362	9,121	9,585
短期借款	10,935	19,697	20,751	20,570	20,563
什項負債	8,952	11,722	10,896	10,212	10,567
<b>長期負債</b>	<b>7,503</b>	<b>7,096</b>	<b>6,552</b>	<b>6,532</b>	<b>6,693</b>
長期借款	4,241	3,163	2,619	2,599	2,760
其他負債及準備	2,549	3,006	3,006	3,006	3,006
<b>股東權益總額</b>	<b>26,961</b>	<b>29,653</b>	<b>32,905</b>	<b>34,698</b>	<b>36,758</b>
普通股本	3,751	3,751	3,751	3,751	3,751
保留盈餘	14,767	17,166	20,085	21,579	23,310
少數股東權益	1,788	2,177	2,510	2,809	3,139
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	10.3%	16.9%	12.5%	(14.5%)	5.8%
營業收益增長	44.9%	27.0%	(9.1%)	(28.4%)	12.2%
EBITDA	35.1%	23.5%	6.7%	(17.2%)	9.8%
稅後純益	46.7%	19.8%	(1.5%)	(36.1%)	15.9%
每股盈餘成長率	46.7%	19.8%	(1.5%)	(36.1%)	15.9%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	23.1%	24.1%	22.6%	20.4%	20.7%
營業利益率	9.8%	10.6%	8.6%	7.2%	7.6%
EBITDA Margin	12.3%	13.0%	12.3%	12.0%	12.4%
稅後純益率	7.1%	7.2%	6.3%	4.7%	5.2%
平均資產報酬率	8.1%	8.5%	7.4%	4.6%	5.2%
股東權益報酬率	21.1%	22.5%	20.2%	12.0%	13.2%
<b>穩定 / 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	56.3%	77.1%	71.0%	66.8%	63.5%
淨負債比率	21.5%	51.1%	51.0%	24.3%	15.1%
利息保障倍數 (x)	29.6	41.2	28.4	18.0	20.6
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
Cash Flow Int. Coverage (x)	47.8	(22.8)	13.5	40.0	20.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.0	(0.2)	0.2	0.6	0.3
流動比率 (x)	1.6	1.4	1.5	1.6	1.7
速動比率 (x)	1.0	0.7	0.7	0.8	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	5,805	15,145	16,784	8,415	5,534
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	13.19	15.81	15.58	9.96	11.54
每股現金盈餘 (NT\$)	30.39	(13.22)	11.43	34.18	17.12
每股淨值 (NT\$)	67.12	73.26	81.04	85.02	89.64
調整後每股淨值 (NT\$)	67.12	73.26	81.04	85.02	89.64
每股營收 (NT\$)	186.66	218.20	245.41	209.89	222.09
EBITDA/Share (NT\$)	23.00	28.41	30.30	25.10	27.56
每股現金股利 (NT\$)	8.00	10.00	7.80	5.98	6.92
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.15	1.17	1.16	0.97	1.01
應收帳款周轉天數	62.9	64.0	64.0	64.0	64.0
存貨周轉天數	123.7	181.5	181.5	181.5	181.5
應付帳款周轉天數	55.4	53.1	53.1	53.1	53.1
現金轉換周轉天數	131.1	192.5	192.5	192.5	192.5

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
<b>營業收入</b>	<b>70,011</b>	<b>81,840</b>	<b>92,044</b>	<b>78,722</b>	<b>83,299</b>
營業成本	(53,842)	(62,076)	(71,220)	(62,687)	(66,057)
<b>營業毛利</b>	<b>16,169</b>	<b>19,764</b>	<b>20,824</b>	<b>16,034</b>	<b>17,242</b>
營業費用	(9,310)	(11,055)	(12,910)	(10,365)	(10,884)
<b>營業利益</b>	<b>6,858</b>	<b>8,709</b>	<b>7,914</b>	<b>5,669</b>	<b>6,358</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>520</b>	<b>725</b>	<b>435</b>	<b>471</b>	<b>594</b>
利息收入	260	286	259	278	391
投資利益淨額	6	0	0	0	0
其他營業外收入	254	439	176	193	203
<b>總營業外費用</b>	<b>(545)</b>	<b>(706)</b>	<b>389</b>	<b>(688)</b>	<b>(659)</b>
利息費用	(239)	(217)	(318)	(320)	(321)
投資損失	(11)	(7)	-	-	-
其他營業外費用	(296)	(482)	707	(368)	(338)
<b>稅前純益</b>	<b>6,833</b>	<b>8,728</b>	<b>8,738</b>	<b>5,452</b>	<b>6,293</b>
所得稅費用[利益]	(1,657)	(2,421)	(2,561)	(1,418)	(1,636)
少數股東損益	(227)	(377)	(333)	(299)	(329)
非常項目	-	0	-	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>4,949</b>	<b>5,930</b>	<b>5,844</b>	<b>3,735</b>	<b>4,327</b>
EBITDA	<b>8,628</b>	<b>10,656</b>	<b>11,365</b>	<b>9,413</b>	<b>10,335</b>
每股盈餘 (NT\$)	13.19	15.81	15.58	9.96	11.54

**現金流量**

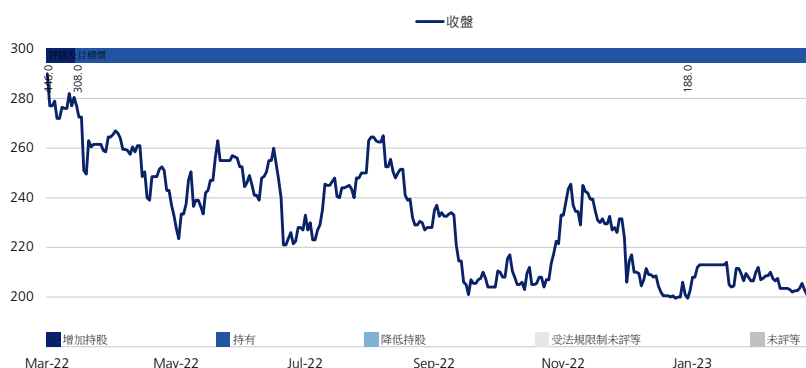
NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>11,398</b>	<b>(4,960)</b>	<b>4,287</b>	<b>12,818</b>	<b>6,420</b>
本期純益	4,949	5,930	5,844	3,735	4,327
折舊及攤提	1,769	1,946	3,450	3,744	3,978
本期運用資金變動	3,040	(15,563)	(5,007)	5,339	(1,885)
其他營業資產及負債變動	1,639	2,727	(0)	-	-
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,457)</b>	<b>(1,752)</b>	<b>(2,507)</b>	<b>(1,823)</b>	<b>(1,627)</b>
投資用短期投資出售[新購]	1,047	48	-	-	-
本期長期投資變動	-	(5)	(2)	(3)	(3)
資本支出淨額	(2,417)	(2,093)	(2,505)	(1,820)	(1,624)
其他資產變動	(87)	297	-	-	-
<b>自由現金流</b>	<b>7,588</b>	<b>(9,416)</b>	<b>1,532</b>	<b>11,458</b>	<b>5,173</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(5,717)</b>	<b>4,775</b>	<b>(2,908)</b>	<b>(2,827)</b>	<b>(1,757)</b>
短期借款變動	(5,934)	8,924	-	-	-
長期借款變動	1,933	(913)	510	(201)	154
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,725)	(3,001)	(3,751)	(2,925)	(2,241)
其他融資現金流	9	(236)	333	299	329
<b>匯率影響數</b>	<b>1</b>	<b>281</b>			
<b>本期產生現金流量</b>	<b>4,225</b>	<b>(1,657)</b>	<b>(1,128)</b>	<b>8,168</b>	<b>3,036</b>

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	13.3%	13.5%	14.0%	13.2%	13.1%
- 銷管費用/營業收入					
<b>= 營業利益率</b>	<b>9.8%</b>	<b>10.6%</b>	<b>8.6%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.6%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	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
<b>= 資本周轉率</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>
營業利益率	9.8%	10.6%	8.6%	7.2%	7.6%
x 資本周轉率	2.5	2.1	2.1	2.1	2.2
x (1 - 有效現金稅率)	75.8%	72.3%	70.7%	74.0%	74.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>18.8%</b>	<b>15.9%</b>	<b>12.6%</b>	<b>11.1%</b>	<b>12.7%</b>

資料來源：公司資料，凱基

## 巨大 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-01-10	持有	188.0	201.0
2022-03-24	持有	308.0	277.0
2021-11-24	增加持股	446.0	314.5
2021-11-12	增加持股	446.0	303.5
2021-08-10	增加持股	446.0	346.5
2021-05-12	增加持股	425.0	300.0
2021-04-15	增加持股	425.0	354.5

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，遲後若有變更時，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。