

增加持股・維持

收盤價 March 10 (NT\$)	68.40
12 個月目標價 (NT\$)	80.00
前次目標價 (NT\$)	76.00
調升 (%)	5.3
上漲空間 (%)	17.0

焦點內容

原物料成本與所得稅支出攀升致使 4Q22 財報落後。然而，我們預期公司今年獲利復甦，動能來自獲利壓力緩解以及中國解封後消費展望改善。凱基維持統一「增加持股」評等，並調整目標價為 80 元。

交易資料表

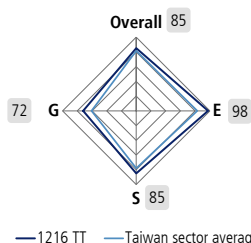
市值：(NT\$bn/US\$m)	388.6/12,614
流通在外股數 (百萬股)：	5,682
外資持有股數 (百萬股)：	2,318
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.34
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	63.00 - 70.60

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	3.6	2.2	3.6
相對表現 (%)	-2	-4.3	14.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	0.95A	0.95A	1.01A	0.59A
2022	0.75A	0.85A	0.97A	0.45A
2023	0.85F	1.05F	1.17F	0.54F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

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

統一

(1216.TW/1216 TT)



獲利將恢復年成長

重要訊息

原物料成本與稅費支出攀升致使 4Q22 每股盈餘年減 24%、季減 54% 至 0.45 元，落後市場與凱基預估。然而，我們認為成本壓力緩解與中國解封後消費展望改善將帶動公司今年獲利恢復年成長。

評論及分析

成本壓力造成 4Q22 獲利落後。儘管中國業務改善有助 4Q22 營收超前 (年增 11%)，但獲利率不如預期以及稅費增加使獲利僅 25.6 億元，換算每股盈餘 0.45 元，不及市場與凱基預估的 0.79 元、0.72 元。4Q22 毛利率 31.1%，分別較前一季、去年同期下滑 0.8、0.2 個百分點，低於凱基預估的 31.6% 與市場預期的 32.7%，原因是原物料 (尤其是 PET 與棕欖油) 價格上升。稅率由一年前的 24.5% 上升至 28.5% 亦為獲利落後另一原因。公司已通過發放現金股利每股 3.15 元，隱含 104% 配發率 (凱基預估配發率為 75%) 與 5% 殖利率 (以週五收盤價計算)。

疫後營運復甦。除疫情後台灣便利商店業務復甦外，凱基預期中國解封將帶動消費反彈。統一中控認為原物料價格已於 2Q22 觸頂，而進入 1Q23 原料成本與去年同期持穩，2Q23 獲利率展望看俏。管理層維持未來五年中國營收人民幣 500 億元的目標，亦即年複合成長率將達中雙位數。我們認為成本壓力緩解與人員移動限制解除後中國飲料銷售回溫將為獲利率挹注成長動能。凱基預期 2Q23 起營業利益率將恢復年增，全年營業利益率可望因此上升 0.5 個百分點至 6.0%，對比市場預估為 6.3%。

有利的風險報酬。隨著營收擺脫疫情影響、成本壓力緩解有助未來獲利率改善，且現金殖利率達 5%，我們認為在市場擔憂總體經濟與科技業庫存問題之際，統一提供了良好的風險報酬。我們下調 2023 年獲利預期以反映較低的毛利率預估，我們現估 2023 年每股盈餘將成長 20% 至 3.61 元 (相較於市場預估為 3.90 元)，終結過去兩年獲利衰退的情勢。

投資建議

統一目前股價相當於 19 倍本益比，對比歷史區間為 16-27 倍。我們預期公司今年獲利將恢復年成長，進而創造評價上檔。凱基將目標價調升為 80 元，係根據 2023-2024 平均每股盈餘 20 倍 (目標本益比不變)，並重申「增加持股」評等。

投資風險

中國消費放緩；原物料價格上漲。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	447,320	473,502	524,832	544,277	561,192
營業毛利 (NT\$百萬)	154,030	156,106	167,650	177,097	184,285
營業利益 (NT\$百萬)	29,784	28,392	29,017	32,564	36,428
稅後淨利 (NT\$百萬)	21,542	19,879	17,168	20,510	24,554
每股盈餘 (NT\$)	3.79	3.50	3.02	3.61	4.32
每股現金股利 (NT\$)	2.70	2.70	3.15	2.71	3.24
每股盈餘成長率 (%)	13.3	(7.7)	(13.6)	19.5	19.7
本益比 (x)	18.0	19.6	22.6	18.9	15.8
股價淨值比 (x)	3.4	3.3	3.1	3.0	2.8
EV/EBITDA (x)	5.7	5.8	5.5	4.9	4.3
淨負債比率 (%)	7.9	11.6	9.8	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.9	3.9	4.6	4.0	4.7
股東權益報酬率 (%)	19.3	17.2	14.2	16.0	18.3

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：4Q22 財報暨 1Q23 財務預估調整與市場共識比較

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	128,334	122,943	4.4	(9.5)	10.8	123,296	4.1	130,231	128,837	1.1	1.5	4.9	131,954	(1.3)
毛利	39,972	38,837	2.9	(11.8)	10.0	40,362	(1.0)	42,238	42,044	0.5	5.7	4.2	43,012	(1.8)
營業利益	4,943	6,257	(21.0)	(45.1)	(5.7)	6,524	(24.2)	7,822	7,996	(2.2)	58.2	(1.7)	8,712	(10.2)
稅前淨利	5,810	6,584	(11.8)	(48.9)	(16.6)	8,064	(28.0)	9,206	9,020	2.1	58.4	7.8	9,579	(3.9)
稅後淨利	2,555	4,101	(37.7)	(53.8)	(24.4)	4,470	(42.8)	4,838	4,878	(0.8)	89.3	14.3	5,018	(3.6)
每股盈餘(元)	0.45	0.72	(37.7)	(53.8)	(24.4)	0.79	(42.8)	0.85	0.86	(0.8)	89.3	14.3	0.88	(3.6)
毛利率(%)	31.1	31.6	(0.4) ppts	(0.8) ppts	(0.2) ppts	32.7	(1.6) ppts	32.4	32.6	(0.2) ppts	1.3 ppts	(0.2) ppts	32.6	(0.2) ppts
營業利益率(%)	3.9	5.1	(1.2) ppts	(2.5) ppts	(0.7) ppts	5.3	(1.4) ppts	6.0	6.2	(0.2) ppts	2.2 ppts	(0.4) ppts	6.6	(0.6) ppts
淨利率(%)	2.0	3.3	(1.3) ppts	(1.9) ppts	(0.9) ppts	3.6	(1.6) ppts	3.7	3.8	(0.1) ppts	1.7 ppts	0.3 ppts	3.8	(0.1) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2022 年財報與 2023-24 年財務預估調整與市場共識比較

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	524,832	519,440	1.0	10.8	519,770	1.0	544,277	535,760	1.6	3.7	543,507	0.1	561,192	552,502	1.6	3.1	562,712	(0.3)
毛利	167,650	166,515	0.7	7.4	168,374	(0.4)	177,097	176,512	0.3	5.6	179,923	(1.6)	184,285	183,686	0.3	4.1	188,649	(2.3)
營業利益	29,017	30,331	(4.3)	2.2	30,799	(5.8)	32,564	35,600	(8.5)	12.2	34,350	(5.2)	36,428	38,124	(4.5)	11.9	37,272	(2.3)
稅前淨利	35,342	36,116	(2.1)	(2.6)	37,603	(6.0)	39,545	42,259	(6.4)	11.9	41,810	(5.4)	45,118	45,922	(1.8)	14.1	44,966	0.3
稅後淨利	17,168	18,714	(8.3)	(13.6)	19,109	(10.2)	20,510	23,769	(13.7)	19.5	22,175	(7.5)	24,554	26,448	(7.2)	19.7	23,645	3.8
每股盈餘(元)	3.02	3.29	(8.3)	(13.6)	3.36	(10.2)	3.61	4.18	(13.7)	19.5	3.90	(7.5)	4.32	4.65	(7.2)	19.7	4.16	3.8
毛利率(%)	31.9	32.1	(0.1) ppts	(1.0) ppts	32.4	(0.5) ppts	32.5	32.9	(0.4) ppts	0.6 ppts	33.1	(0.6) ppts	32.8	33.2	(0.4) ppts	0.3 ppts	33.5	(0.7) ppts
營業率(%)	5.5	5.8	(0.3) ppts	(0.5) ppts	5.9	(0.4) ppts	6.0	6.6	(0.7) ppts	0.5 ppts	6.3	(0.3) ppts	6.5	6.9	(0.4) ppts	0.5 ppts	6.6	(0.1) ppts
淨利率(%)	3.3	3.6	(0.3) ppts	(0.9) ppts	3.7	(0.4) ppts	3.8	4.4	(0.7) ppts	0.5 ppts	4.1	(0.3) ppts	4.4	4.8	(0.4) ppts	0.6 ppts	4.2	0.2 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

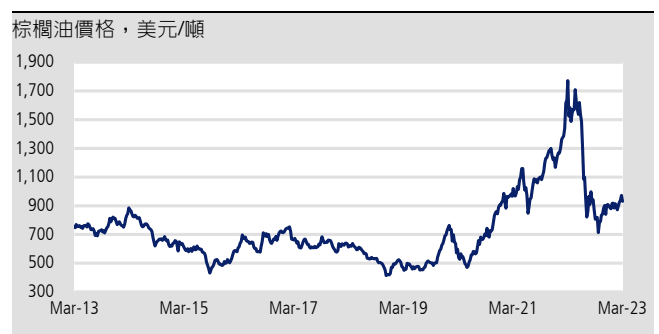
圖 3：主要子公司投資收益

主要投資收益 (百萬元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
統一超商	4,488	14,108	4,616	4,786	4,651	4,035	4,189	1,375	1,192	1,263	955	1,191	1,189	1,294	977	1,288	866	917	964	1,156	1,006	1,218	808
統一企業中國控股	2,078	2,787	3,309	4,309	4,906	4,592	3,816	1,225	1,985	1,325	(226)	1,289	1,913	1,855	(150)	1,164	1,435	1,951	42	1,025	895	1,660	236
統一實業	492	279	672	239	417	841	1,033	66	144	35	(5)	(26)	152	269	21	96	208	326	211	301	396	345	(9)
台灣神隆	250	160	168	82	107	92	134	33	17	14	18	9	67	28	3	34	35	3	20	29	44	23	38
統一證券	233	741	343	676	989	1,149	209	261	53	164	198	(265)	444	321	488	272	599	96	183	(162)	114	194	62
YoY (%)																							
統一超商	22	214	(67)	4	(3)	(13)	4	14	2	(1)	(1)	(13)	(0)	2	2	8	(27)	(29)	(1)	(10)	16	33	(16)
統一企業中國控股	(30)	34	19	30	14	(6)	(17)	47	32	5	N.M.	5	(4)	40	N.M.	(10)	(25)	5	N.M.	(12)	(38)	(15)	464
統一實業	82	(43)	141	(64)	74	102	23	26	(71)	(9)	N.M.	N.M.	6	679	N.M.	N.M.	36	21	888	213	91	6	N.M.
台灣神隆	4	(36)	5	(51)	30	(14)	45	(24)	(70)	(58)	(48)	(74)	298	106	(83)	292	(48)	(88)	559	(17)	28	599	89
統一證券	(12)	218	(54)	97	46	16	(82)	719	(80)	220	N.M.	N.M.	735	96	147	N.M.	35	(70)	(63)	N.M.	(81)	103	(66)

資料來源：公司資料；凱基

圖 4：小麥價格自近期高點回落


資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：棕櫚油價格自高點回跌


資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：PET 樹脂價格回檔

PET 樹脂價格，美元/噸



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：砂糖價格仍高

砂糖價格，人民幣元/噸



資料來源：Bloomberg；凱基

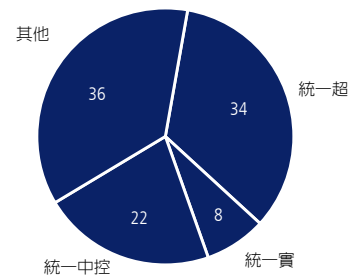
圖 8: 公司概況

統一企業為大中華地區最大的食品飲料集團。公司自 1967 年開始營運，為台灣市場龍頭，多數產品市佔超過 50%。公司在中國市場的方便麵、即飲茶飲料和稀釋果汁領域均為前五大業者。旗下長期投資擴及零售、金屬、金融和營建。2003 年以來進行結構重整，重新聚焦食品本業，已處分許多業外投資事業。

資料來源：凱基

圖 9: 統一超商與統一中控為主要營收來源

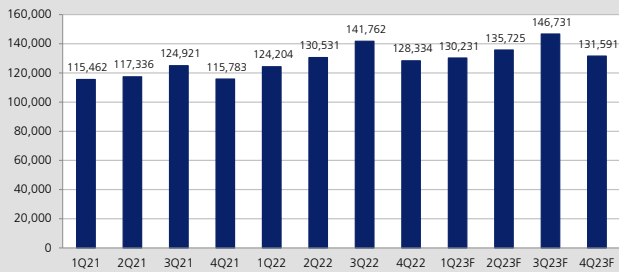
營收組成，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 季營業收入

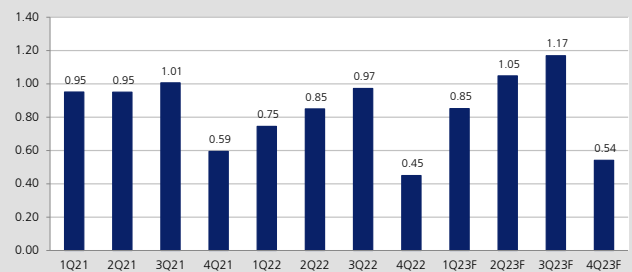
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 11: 每股盈利

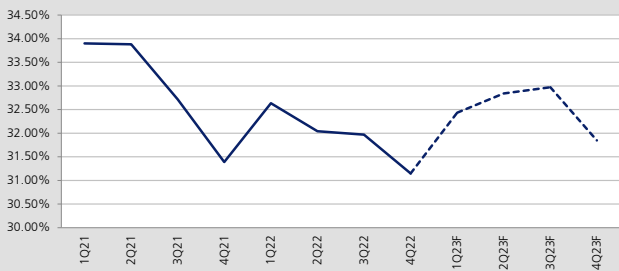
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 12: 毛利率

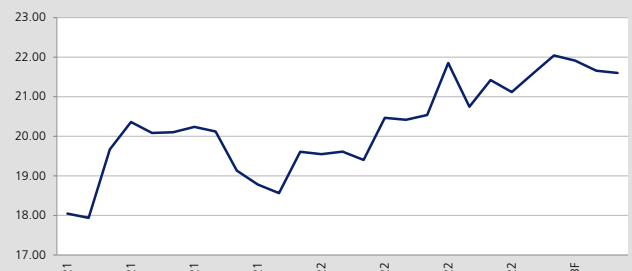
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 13: 本益比

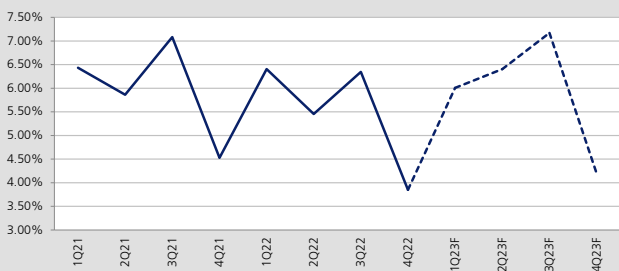
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 14: 營業利潤率

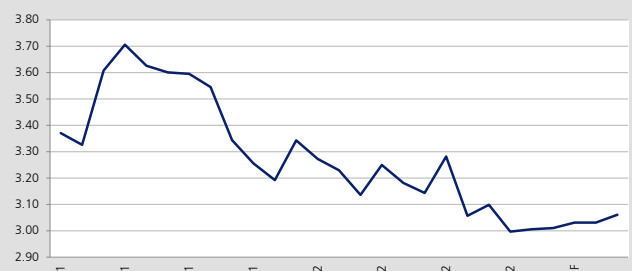
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 15: 股價淨值比

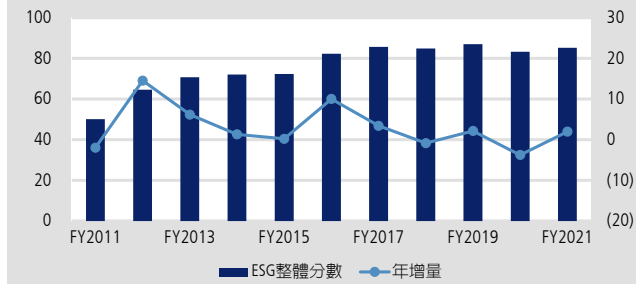
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 16：ESG 整體分數

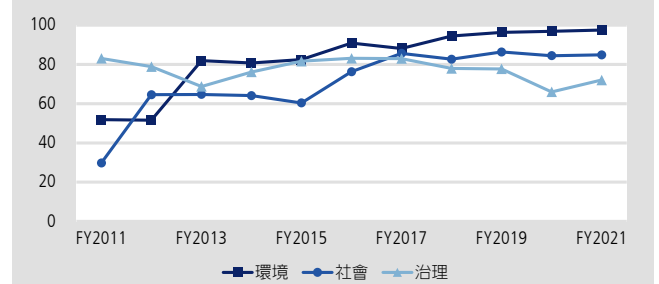
ESG 整體分數，分（左軸）；年增量，分（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 17：ESG 各項分數

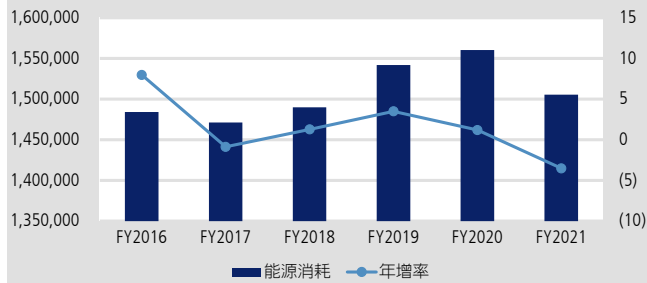
ESG 分數，分



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 18：能源使用

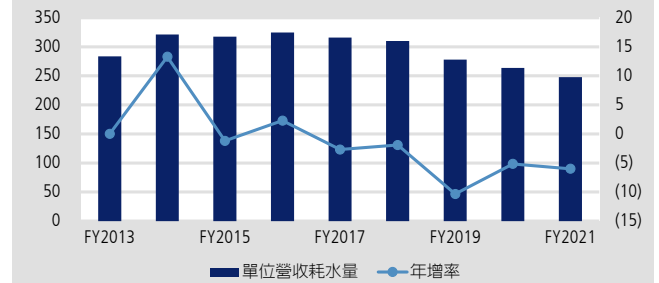
能源使用，十億焦耳（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 19：耗水量

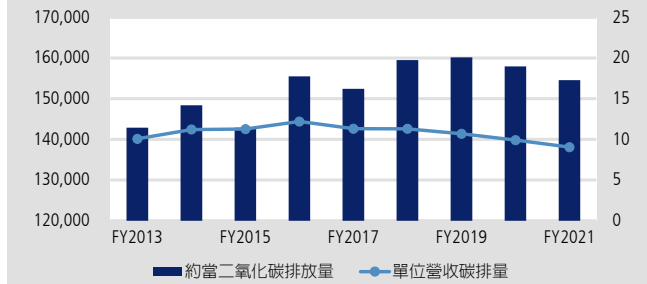
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 20：碳排放量

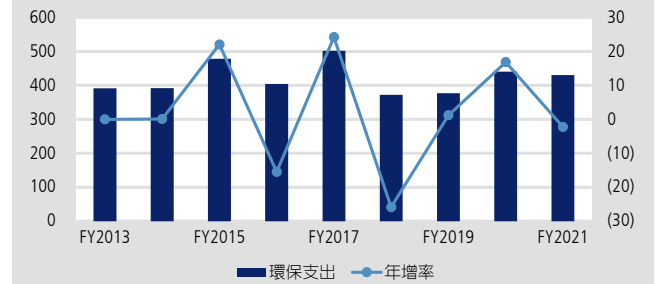
碳排放量，噸（左軸）；單位營收碳排放量，噸/百萬美元（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 21：環保支出

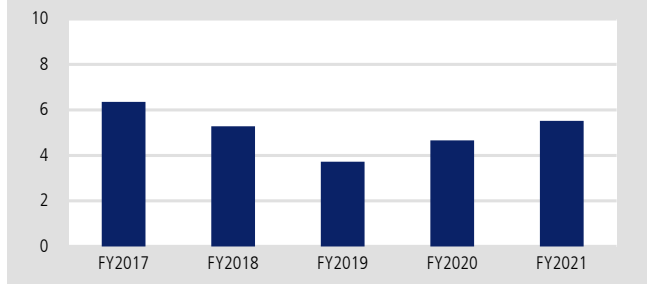
環保支出，台幣百萬元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 22：員工流動率

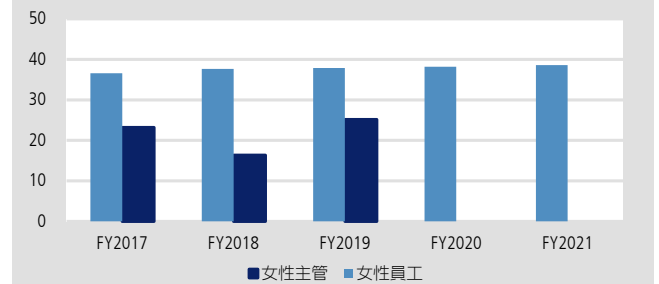
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 23：性別多元化

女性管理人員及女性員工佔比，百分比



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	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	
約當二氧化碳排放量	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)	
單位營收碳排放量	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	
廢棄物回收比例	公司呈報的廢棄物回收比例 - 廢棄物回收比例 = 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	
耗水量	耗水量(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	
女性主管	女性主管百分比 - 女性主管占公司主管的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性主管之百分比 - 女性主管百分比 = 女性主管人數/主管總數*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

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	124,204	130,531	141,762	128,334	130,231	135,725	146,731	131,591	524,832	544,277	561,192
營業成本	(83,673)	(88,707)	(96,440)	(88,363)	(87,993)	(91,150)	(98,353)	(89,684)	(357,182)	(367,180)	(376,907)
營業毛利	40,532	41,824	45,322	39,972	42,238	44,574	48,378	41,907	167,650	177,097	184,285
營業費用	(32,575)	(34,704)	(36,325)	(35,029)	(34,416)	(35,883)	(37,857)	(36,378)	(138,633)	(144,533)	(147,857)
營業利益	7,956	7,120	8,997	4,943	7,822	8,692	10,521	5,529	29,017	32,564	36,428
折舊	(7,968)	(8,534)	(8,380)	(8,575)	(8,325)	(8,325)	(8,295)	(8,355)	(33,458)	(33,299)	(35,372)
攤提	(229)	(235)	(235)	(247)	(232)	(232)	(233)	(231)	(946)	(928)	(928)
EBITDA	16,154	15,889	17,612	13,765	16,378	17,248	19,049	14,115	63,420	66,791	72,728
利息收入	435	530	692	1,028	682	722	910	1,221	2,685	3,535	4,729
投資利益淨額	179	1,099	944	(99)	322	1,120	622	867	2,064	2,931	3,371
其他營業外收入	803	1,526	1,360	1,400	1,242	1,520	1,328	132	5,148	4,222	4,433
總營業外收入	1,417	3,155	2,996	2,329	2,246	3,362	2,860	2,220	9,897	10,688	12,532
利息費用	(531)	(566)	(654)	(744)	(622)	(612)	(674)	(787)	(2,495)	(2,694)	(2,810)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(305)	(84)	30	(718)	(240)	(262)	(280)	(230)	(1,077)	(1,012)	(1,033)
總營業外費用	(835)	(650)	(624)	(1,462)	(862)	(874)	(954)	(1,017)	(3,572)	(3,707)	(3,843)
稅前純益	8,538	9,625	11,369	5,810	9,206	11,180	12,428	6,732	35,342	39,545	45,118
所得稅費用[利益]	(2,095)	(2,164)	(2,904)	(1,653)	(2,210)	(2,627)	(2,920)	(1,734)	(8,816)	(9,491)	(10,828)
少數股東損益	(2,209)	(2,609)	(2,938)	(1,601)	(2,158)	(2,598)	(2,866)	(1,923)	(9,357)	(9,545)	(9,735)
非常項目稅後純益	4,234	4,853	5,526	2,555	4,838	5,955	6,642	3,075	17,168	20,510	24,554
非常項目	(0)	0	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	4,234	4,853	5,526	2,555	4,838	5,955	6,642	3,075	17,168	20,510	24,554
每股盈餘 (NT\$)	0.75	0.85	0.97	0.45	0.85	1.05	1.17	0.54	3.02	3.61	4.32
獲利率 (%)											
營業毛利率	32.6	32.0	32.0	31.1	32.4	32.8	33.0	31.8	31.9	32.5	32.8
營業利益率	6.4	5.5	6.3	3.9	6.0	6.4	7.2	4.2	5.5	6.0	6.5
EBITDA Margin	13.0	12.2	12.4	10.7	12.6	12.7	13.0	10.7	12.1	12.3	13.0
稅前純益率	6.9	7.4	8.0	4.5	7.1	8.2	8.5	5.1	6.7	7.3	8.0
稅後純益率	3.4	3.7	3.9	2.0	3.7	4.4	4.5	2.3	3.3	3.8	4.4
季成長率 (%)											
營業收入	7.3	5.1	8.6	(9.5)	1.5	4.2	8.1	(10.3)			
營業毛利	11.5	3.2	8.4	(11.8)	5.7	5.5	8.5	(13.4)			
營業收益增長	51.8	(10.5)	26.4	(45.1)	58.2	11.1	21.1	(47.4)			
EBITDA	19.4	(1.6)	10.8	(21.8)	19.0	5.3	10.4	(25.9)			
稅前純益	22.6	12.7	18.1	(48.9)	58.4	21.4	11.2	(45.8)			
稅後純益	25.3	14.6	13.9	(53.8)	89.3	23.1	11.5	(53.7)			
年成長率 (%)											
營業收入	7.6	11.2	13.5	10.8	4.9	4.0	3.5	2.5	10.8	3.7	3.1
營業毛利	3.6	5.2	10.9	10.0	4.2	6.6	6.7	4.8	7.4	5.6	4.1
營業收益	7.1	3.5	1.7	(5.7)	(1.7)	22.1	16.9	11.9	2.2	12.2	11.9
EBITDA	2.7	4.6	2.6	1.8	1.4	8.6	8.2	2.5	2.9	5.3	8.9
稅前純益	(10.2)	1.0	10.7	(16.6)	7.8	16.1	9.3	15.9	(2.6)	11.9	14.1
稅後純益	(21.7)	(9.8)	(3.3)	(24.4)	14.3	22.7	20.2	20.3	(13.6)	19.5	19.7

資料來源：公司資料・凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	495,338	514,040	551,400	590,885	619,505
流動資產	168,054	187,570	210,083	265,023	312,739
現金及短期投資	99,935	106,532	120,950	173,597	219,381
存貨	38,940	46,607	52,932	54,414	55,703
應收帳款及票據	17,540	20,669	21,916	22,728	23,370
其他流動資產	11,639	13,762	14,285	14,285	14,285
非流動資產	327,285	326,469	341,317	325,862	306,767
長期投資	80,643	80,804	84,728	87,772	91,229
固定資產	126,977	122,583	125,862	107,364	84,811
什項資產	119,665	123,082	130,726	130,726	130,726
負債總額	314,740	333,046	359,205	384,018	396,765
流動負債	162,340	176,162	188,130	220,522	222,179
應付帳款及票據	37,599	41,401	47,209	48,530	49,680
短期借款	38,939	41,486	47,665	63,354	60,827
什項負債	85,801	93,275	93,256	108,638	111,671
長期負債	152,400	156,884	171,075	163,496	174,586
長期借款	57,297	60,356	68,157	60,578	71,667
其他負債及準備	31,444	30,944	28,365	28,365	28,365
股東權益總額	180,599	180,994	192,195	206,867	222,741
普通股股本	56,820	56,820	56,820	56,820	56,820
保留盈餘	30,740	32,450	31,745	36,872	43,011
少數股東權益	66,155	64,408	66,492	76,036	85,772
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	(0.1%)	5.9%	10.8%	3.7%	3.1%
營業收益增長	0.5%	(4.7%)	2.2%	12.2%	11.9%
EBITDA	1.4%	(1.4%)	2.9%	5.3%	8.9%
稅後純益	13.3%	(7.7%)	(13.6%)	19.5%	19.7%
每股盈餘成長率	13.3%	(7.7%)	(13.6%)	19.5%	19.7%
獲利能力分析					
營業毛利率	34.4%	33.0%	31.9%	32.5%	32.8%
營業利益率	6.7%	6.0%	5.5%	6.0%	6.5%
EBITDA Margin	14.0%	13.0%	12.1%	12.3%	13.0%
稅後純益率	4.8%	4.2%	3.3%	3.8%	4.4%
平均資產報酬率	4.4%	3.9%	3.2%	3.6%	4.1%
股東權益報酬率	19.3%	17.2%	14.2%	16.0%	18.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	53.3%	56.3%	60.3%	59.9%	59.5%
淨負債比率	7.9%	11.6%	9.8%	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	16.7	18.4	15.2	15.7	17.1
利息及短期償保障倍數 (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	25.3	27.0	25.2	18.9	20.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.5	1.3	1.3	0.8	0.9
流動比率 (x)	1.0	1.1	1.1	1.2	1.4
速動比率 (x)	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2
淨負債 (NT\$百萬)	14,258	21,004	18,835	(25,702)	(62,922)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.79	3.50	3.02	3.61	4.32
每股現金盈餘 (NT\$)	10.86	9.92	11.05	8.95	9.98
每股淨值 (NT\$)	20.14	20.52	22.12	23.03	24.11
調整後每股淨值 (NT\$)	20.14	20.52	22.12	23.03	24.11
每股營收 (NT\$)	78.73	83.33	92.37	95.79	98.77
EBITDA/Share (NT\$)	11.00	10.84	11.16	11.75	12.80
每股現金股利 (NT\$)	2.70	2.70	3.15	2.71	3.24
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.92	0.94	0.99	0.95	0.93
應收帳款周轉天數	14.4	15.9	15.2	15.2	15.2
存貨周轉天數	48.6	53.6	54.1	54.1	54.1
應付帳款周轉天數	46.9	47.6	48.2	48.2	48.2
現金轉換周轉天數	16.0	21.9	21.1	21.1	21.1

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	447,320	473,502	524,832	544,277	561,192
營業成本	(293,290)	(317,396)	(357,182)	(367,180)	(376,907)
營業毛利	154,030	156,106	167,650	177,097	184,285
營業費用	(124,246)	(127,714)	(138,633)	(144,533)	(147,857)
營業利益	29,784	28,392	29,017	32,564	36,428
總營業外收入	10,763	10,051	9,897	10,688	12,532
利息收入	2,434	1,721	2,685	3,535	4,729
投資利益淨額	3,862	3,956	2,064	2,931	3,371
其他營業外收入	4,467	4,374	5,148	4,222	4,433
總營業外費用	(2,109)	(2,176)	(3,572)	(3,707)	(3,843)
利息費用	(2,441)	(2,084)	(2,495)	(2,694)	(2,810)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	332	(91)	(1,077)	(1,012)	(1,033)
稅前純益	38,438	36,268	35,342	39,545	45,118
所得稅費用 [利益]	(7,637)	(7,471)	(8,816)	(9,491)	(10,828)
少數股東損益	(9,258)	(8,917)	(9,357)	(9,545)	(9,735)
非常項目	-	-	0	-	-
稅後淨利	21,542	19,879	17,168	20,510	24,554
EBITDA	62,484	61,617	63,420	66,791	72,728
每股盈餘 (NT\$)	3.79	3.50	3.02	3.61	4.32

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	61,720	56,353	62,772	50,833	56,702
本期純益	21,542	19,879	17,168	20,510	24,554
折舊及攤提	32,700	33,225	34,403	34,227	36,300
本期運用資金變動	1,700	(6,618)	(1,362)	(972)	(782)
其他營業資產及負債變動	5,778	9,867	12,563	(2,931)	(3,371)
投資活動之現金流量	(15,755)	(23,103)	(25,162)	(15,841)	(13,834)
投資用短期投資出售 [新購]	(2,107)	(5,892)	(347)	-	-
本期長期投資變動	83	(166)	(60)	(113)	(86)
資本支出淨額	(16,313)	(16,791)	(20,583)	(14,800)	(12,820)
其他資產變動	2,582	(254)	(4,172)	(928)	(928)
自由現金流	41,047	31,454	33,291	42,275	49,456
融資活動之現金流量	(38,380)	(33,042)	(23,850)	17,655	2,917
短期借款變動	(6,750)	2,160	8,733	-	-
長期借款變動	(5,451)	7,203	9,017	8,110	8,563
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(14,205)	(15,341)	(15,341)	-	(15,382)
其他融資現金流	(11,974)	(27,064)	(26,258)	9,545	9,735
匯率影響數	(313)	(1,349)	2,388		
本期產生現金流量	7,272	(1,141)	16,148	52,647	45,784

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	27.8%	27.0%	26.4%	26.6%	26.3%
= 營業利益率	6.7%	6.0%	5.5%	6.0%	6.5%
1 / (營業運用資金/營業收入	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	5.5	6.0	6.1	10.3	20.1
營業利益率	6.7%	6.0%	5.5%	6.0%	6.5%
x 資本周轉率	5.5	6.0	6.1	10.3	20.1
x (1 - 有效現金稅率)	80.1%	79.4%	75.1%	76.0%	76.0%
= 稅後 ROIC	29.3%	28.4%	25.4%	47.0%	99.2%

資料來源：公司資料，凱基

統一 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2022-11-09	增加持股	76.00	65.30
2022-08-11	增加持股	76.00	66.00
2022-05-12	增加持股	76.00	65.30
2022-03-11	增加持股	84.00	66.30
2021-11-10	增加持股	84.00	67.30
2021-09-14	增加持股	84.00	69.40
2021-08-12	增加持股	84.00	73.00
2021-03-25	增加持股	84.00	69.70
2020-11-11	增加持股	79.00	65.10
2020-08-13	持有	75.00	68.30

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。