

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	315.00 元
目標價	
3 個月	416.00 元
12 個月	416.00 元

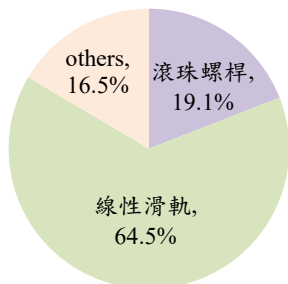
近期報告日期、評等及前日股價

12/18/2024	到達目標價	287.00
11/13/2024	Buy	246.50
09/30/2024	Buy	220.50
07/30/2024	Trading Buy	199.50
07/11/2024	Buy	227.00

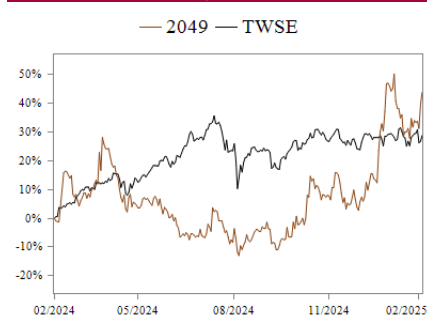
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	3,538
市值(億元)	1,115
目前每股淨值(元)	102.37
外資持股比(%)	29.82
投信持股比(%)	3.77
董監持股比(%)	12.62
融資餘額(張)	5,971
現金股息配發率(F)(%)	48.46

產品組合



股價相對大盤走勢



上銀(2049 TT)

Buy

2025 年展望佳，且具「人形機器人」題材，評等調整為 Buy。

投資建議：受惠於美國等地企業資本支出陸續轉為積極，2025 年上銀營收展望優於 2024 年，此外，上銀為「人形機器人」產業受患者之一，股價亦有機會反應相關題材，故群益將上銀的投資建議調整為 Buy。

預估 1Q25 營收較 4Q24 增加：上銀 12/2024 營收 20.63 億元，MoM-3.60%，4Q24 營收 63.76 億元，QoQ+0.79%，其中並以半導體、航太等大型設備相關產品出貨相對暢旺，2024 年營收 243.92 億元，YoY-0.98%，表現仍與 2021 年、2022 年 270 億元以上的實績相去甚遠，關鍵在於疫情過後多數客戶調整庫存。

展望 1Q25，雖然中國客戶需求受農曆過年影響，不過，受惠於 AI、半導體相關客戶資本支出態度陸續轉為積極，包括半導體、機器人衍生商機陸續發酵，預估 1Q25 營收較 4Q24 增加。

2025 年營運展望佳：展望 2025 年，由於美國總統大選結果出爐後整體自動化市場訂單能見度逐漸提升，日本工具機廠接單亦已見增溫跡象，加上近期各國央行降息動作有助於民間企業增加資本支出，群益預估，2025 年上銀的營收 YoY+14.26%，並以美國、日本、東南亞、台灣、印度等地營收成長動能較佳，尤其，上銀看好美國本土製造衍生商機，故積極在當地拓展機電整合、機器人業務。

再就上銀在高階產品、機器人的業績前景而言，出貨動能除來自半導體、自動化、大型基礎建設、航太相關設備外，晶圓機器人、醫療機器人、迴轉工作台等產品領域成長性亦可期。此外，上銀不但滾珠螺桿可藉由較佳的成本控制力競逐機器人相關訂單，近期上銀指出，包括諧波減速機、交叉滾柱軸承、伺服馬達、驅動器、控制器等機器人關鍵零組件亦可自行開發，若與滾珠螺桿搭配整組出貨，則有助於提高接單金額，並強化與客戶合作關係，為上銀在機器人領域另一競爭利基。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	24,392	27,871	30,598	5,758	5,506	6,183	6,326	6,376	6,617	6,943	7,313	6,999
營業毛利淨額	7,465	8,737	9,751	1,516	1,589	1,948	1,944	1,983	2,068	2,165	2,306	2,199
營業利益	2,365	3,303	4,088	179	400	656	685	625	792	839	933	738
稅後純益	2,117	2,674	3,280	333	395	582	664	475	624	708	786	556
稅後 EPS(元)	5.98	7.56	9.27	0.94	1.12	1.65	1.88	1.34	1.76	2.00	2.22	1.57
毛利率(%)	30.60%	31.35%	31.87%	26.33%	28.86%	31.51%	30.73%	31.10%	31.25%	31.18%	31.53%	31.42%
營業利益率(%)	9.70%	11.85%	13.36%	3.10%	7.27%	10.61%	10.82%	9.80%	11.98%	12.09%	12.76%	10.55%
稅後純益率(%)	8.68%	9.59%	10.72%	5.78%	7.18%	9.41%	10.50%	7.46%	9.42%	10.20%	10.74%	7.94%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-0.98%	14.26%	9.78%	-12.20%	-4.36%	12.28%	2.32%	0.79%	3.77%	4.93%	5.33%	-4.29%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	4.05%	26.27%	22.69%	-47.30%	18.82%	47.26%	14.16%	-28.46%	31.18%	13.58%	10.90%	-29.22%

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 35.38 億元計算。

2025 年 2 月 6 日

企業 ESG 資訊揭露：

上銀因應氣候變遷、溫室氣體乃採取減緩與調適措施，並擬定策略實施短中長期目標，依此實施篩選重大風險與機會，並依據政策與法規、市場與生產製造等面向，分別進行氣候變遷風險分析評估潛在財務衝擊。

上銀使用 IPCC 2007 年全球升溫潛能值，以及環保署公告之國家排放係數，進行 ISO 14064-1 盤查作業，包括營運總部、工二廠、精科二廠、雲科一廠、雲科二廠、雲科三廠、大埔美一廠、大埔美三廠等廠區已陸續完成驗證，上銀並將持續製程改善、綠色生產，並在生產過程中致力於節能減碳，符合對客戶、環境之綠色承諾。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 2 月 6 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	52,140	51,437	53,083	55,123	57,830
流動資產	20,319	19,228	19,800	20,303	20,768
現金及約當現金	7,458	7,564	7,521	7,847	7,959
應收帳款與票據	3,357	3,553	3,665	3,742	3,803
存貨	8,938	7,490	7,722	7,900	8,092
採權益法之投資	327	378	461	587	780
不動產、廠房設備	27,679	28,215	28,415	28,615	28,815
負債總計	17,175	16,322	16,849	17,367	17,947
流動負債	9,410	7,960	8,197	8,405	8,598
應付帳款及票據	2,997	2,839	2,912	3,012	3,099
非流動負債	7,765	8,362	8,580	8,789	9,089
權益總計	34,965	35,114	36,234	37,755	39,883
普通股股本	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538
保留盈餘	23,459	23,588	24,708	26,229	28,357
母公司業主權益	34,751	34,998	36,230	37,878	40,132
負債及權益總計	52,140	51,437	53,083	55,123	57,830

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	29,315	24,633	24,392	27,871	30,598
營業成本	18,599	16,978	16,928	19,134	20,847
營業毛利淨額	10,715	7,655	7,465	8,737	9,751
營業費用	5,143	5,004	5,100	5,434	5,663
營業利益	5,572	2,651	2,365	3,303	4,088
EBITDA	8,152	4,998	5,048	5,548	6,044
業外收入及支出	192	-173	227	-14	-14
稅前純益	5,818	2,540	2,592	3,289	4,075
所得稅	1,506	709	587	742	921
稅後純益	4,479	2,035	2,117	2,674	3,280
稅後 EPS(元)	12.66	5.75	5.98	7.56	9.27
完全稀釋 EPS**	12.66	5.75	5.98	7.56	9.27

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 35.38【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 35.38 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	7.52%	-15.97%	-0.98%	14.26%	9.78%
營業毛利淨額	9.17%	-28.56%	-2.49%	17.04%	11.61%
營業利益	8.95%	-52.43%	-10.78%	39.64%	23.78%
稅後純益	26.81%	-54.58%	4.05%	26.27%	22.69%
獲利能力分析(%)					
毛利率	36.55%	31.08%	30.60%	31.35%	31.87%
EBITDA(%)	27.81%	20.29%	20.70%	19.90%	19.75%
營益率	19.01%	10.76%	9.70%	11.85%	13.36%
稅後純益率	15.28%	8.26%	8.68%	9.59%	10.72%
總資產報酬率	8.59%	3.96%	3.99%	4.85%	5.67%
股東權益報酬率	12.81%	5.79%	5.84%	7.08%	8.22%

償債能力檢視

負債比率(%)	32.94%	31.73%	31.74%	31.51%	31.03%
負債/淨值比(%)	49.12%	46.48%	46.50%	46.00%	45.00%
流動比率(%)	215.92%	241.56%	241.56%	241.56%	241.56%

其他比率分析

存貨天數	169.37	176.59	164.00	149.00	140.00
應收帳款天數	47.48	51.19	54.00	48.50	45.00

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	6,078	4,770	3,356	4,279	5,189
稅前純益	5,818	2,540	2,592	3,289	4,075
折舊及攤銷	2,202	2,326	2,342	2,359	2,375
營運資金變動	-841	1,094	-272	-155	-165
其他營運現金	-1,101	-1,190	-1,306	-1,213	-1,096
投資活動現金	-2,203	-2,846	-2,192	-2,109	-2,049
資本支出淨額	-2,153	-2,872	-2,000	-2,000	-2,000
長期投資變動	0	69	0	0	0
其他投資現金	-50	-44	-192	-109	-49
籌資活動現金	-1,921	-1,800	-1,007	-1,044	-829
長借/公司債變動	847	558	217	209	300
現金增資	2,075	0	0	0	0
發放現金股利	-1,534	-1,946	-884	-1,026	-1,026
其他籌資現金	-3,310	-413	-340	-227	-103
淨現金流量	2,025	106	157	1,127	2,311
期初現金	5,433	7,458	7,564	7,721	8,847
期末現金	7,458	7,564	7,721	8,847	11,159

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 6 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	6,558	5,758	5,506	6,183	6,326	6,376	6,617	6,943	7,313	6,999	7,329	7,653
營業成本	4,376	4,242	3,917	4,235	4,382	4,393	4,549	4,778	5,007	4,800	4,996	5,227
營業毛利淨額	2,182	1,516	1,589	1,948	1,944	1,983	2,068	2,165	2,306	2,199	2,333	2,426
營業費用	1,238	1,337	1,189	1,292	1,260	1,359	1,275	1,326	1,373	1,461	1,327	1,381
營業利益	944	179	400	656	685	625	792	839	933	738	1,006	1,045
業外收入及支出	-151	107	83	36	106	2	2	-2	-16	2	2	-2
稅前純益	793	286	484	691	790	627	795	837	917	741	1,008	1,043
所得稅	247	-18	123	134	149	183	201	153	172	216	255	193
稅後純益	631	333	395	582	664	475	624	708	786	556	783	875
最新股本	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538
稅後EPS(元)	1.78	0.94	1.12	1.65	1.88	1.34	1.76	2.00	2.22	1.57	2.21	2.47

獲利能力(%)

毛利率(%)	33.27%	26.33%	28.86%	31.51%	30.73%	31.10%	31.25%	31.18%	31.53%	31.42%	31.83%	31.70%
營業利益率(%)	14.39%	3.10%	7.27%	10.61%	10.82%	9.80%	11.98%	12.09%	12.76%	10.55%	13.72%	13.66%
稅後純益率(%)	9.63%	5.78%	7.18%	9.41%	10.50%	7.46%	9.42%	10.20%	10.74%	7.94%	10.68%	11.43%

QoQ(%)

營業收入淨額	-0.39%	-12.20%	-4.36%	12.28%	2.32%	0.79%	3.77%	4.93%	5.33%	-4.29%	4.72%	4.42%
營業利益	-1.57%	-81.06%	123.90%	63.85%	4.38%	-8.73%	26.84%	5.89%	11.16%	-20.83%	36.19%	3.96%
稅前純益	-9.05%	-63.94%	69.17%	42.99%	14.28%	-20.62%	26.71%	5.32%	9.51%	-19.17%	36.04%	3.51%
稅後純益	0.87%	-47.30%	18.82%	47.26%	14.16%	-28.46%	31.18%	13.58%	10.90%	-29.22%	40.81%	11.76%

YoY(%)

營業收入淨額	-17.21%	2.96%	-3.97%	-6.08%	-3.53%	10.75%	20.16%	12.29%	15.59%	9.76%	10.77%	10.23%
營業利益	-43.47%	-64.25%	-29.67%	-31.62%	-27.49%	249.50%	98.00%	27.96%	36.26%	18.20%	26.91%	24.59%
稅前純益	-56.86%	-50.74%	-18.06%	-20.67%	-0.33%	119.43%	64.35%	21.06%	16.01%	18.13%	26.84%	24.65%
稅後純益	-55.76%	-27.60%	-11.18%	-6.99%	5.26%	42.91%	57.77%	21.69%	18.22%	16.96%	25.55%	23.53%

註1：稅後EPS以股本35.38億元計算

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。