

鈞興-KY (4571 TT) KHGears

急單挹注帶動營收規模與毛利率提升，機器人齒輪展望正向

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$250.0

收盤價 (2025/02/07) : NT\$215.5
隱含漲幅 : 16.0%

營收組成 (4Q24)

電動工具 63%/園林工具 27%/智能傳動 7%/縫紉機 2%/其他 2%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	250	195
2025年營收 (NT\$/十億)	3.5	3.2
2025年EPS	10.7	9.7

交易資料表

市值	NT\$11,420百萬元
外資持股比率	71.6%
董監持股比率	13.5%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$62.10
負債比	23.8%
ESG評級 (Sustainalytics)	-- (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	2,349	3,173	3,545	3,800
營業利益	280	506	601	669
稅後純益	274	492	569	624
EPS (元)	5.16	9.27	10.73	11.76
EPS YoY (%)	-21.5	79.7	15.7	9.6
本益比 (倍)	41.8	23.2	20.1	18.3
股價淨值比 (倍)	4.4	3.8	3.5	3.2
ROE (%)	10.5	16.7	17.7	17.9
現金殖利率 (%)	1.4%	2.6%	3.0%	3.0%
現金股利 (元)	3.10	5.57	6.45	6.45

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

◆ 急單挹注，上修 4Q24/1Q25 EPS 40%/32%至 2.6 元/2.9 元。

◆ 為機器人四大家族供應鏈，受中國政策推動及諧波減速機出貨加速，智能傳動營收 2025/26 年估年增 31%/34%，營收占比 7.3%/9.2%。

◆ 考量越南廠轉單效益加速、電動工具客戶營收與市占率穩定成長及機器人產業崛起，給予 23 倍本益比與 2025 年 EPS 得目標價 250 元。

急單挹注估 4Q24/1Q25 EPS 季增 42%/10%至 2.6 元/2.9 元

鈞興 4Q24 受惠川普上任將向墨西哥課徵關稅影響，客戶於 11M24 開始挹注急單，以園林工具及電動手工具提前拉貨為主。4Q24 營收占比電動工具 63%/園林工具 27%/智能傳動 7%/縫紉機 2%/其他 2%，營收年增 53.9%/季增 30.6%，且由於墨西哥關稅上路時程推遲，急單挹注估將延續至 3M25，上修 1Q25 營收 31.6%至 9.0 億元，年增 17.5%/季減 3.8%。受惠園林工具與電動工具營收規模擴大，上修 4Q24/1Q24 毛利率 2.9 個 ppts/1.5 個 ppts 至 33.2%/32.6%。營業利益率上修 3.7 個 ppts/1.3 個 ppts 至 18.2%/18.0%。上修 4Q24/1Q25 EPS 40.3%/31.8%至 2.6 元/2.9 元。4Q24 估稅率達 25%，主因珠海廠一次性盈餘匯回所得稅費用 800 萬人民幣。

四大家族機器手臂供應鏈，受惠中國機器人政策帶動營收攀升

鈞興已打入機器人四大家族的其中兩家(德、日)，提供客戶螺旋傘齒輪並裝載於重型機械手臂的 5、6 軸上。其中鈞興主要出貨德系大廠於中國需求，預期未來在 1) 客戶中國營收占比持續提高，且鈞興著重提供客戶於中國市場機器人零組件；2) 中國政府對機器人產業的補助政策；3)、持續開發新產品，從 1H24 的 49 款增加至 90 款，且與客戶推進新專案。本中心預估鈞興整體智能傳動 2025/2026 年營收將年增 31%/34%至 2.6/3.5 億元。此外，智能傳動產品毛利率優於公司平均，有望帶動產品組合好轉。

越南廠轉單效益發酵，受惠機器人產業崛起

考量鈞興：1)、國際電動工具機龍頭齒輪供應商，大客戶透過持續投資研發費用建立完整電池生態系使市佔率持续提升；2)、機器人齒輪打入四大家族手臂供應商，產品品質受認可且具指標性。且公司為台灣少數具備諧波減速機出貨實績；3)、公司為國際少數齒輪廠於越南耕耘已久廠商，川普關稅政策將使客戶轉單速度加快，毛利率提升逐漸浮現。本中心以齒輪與機器人平均本益比 23 倍及 2025 年 EPS 10.7 元，推得目標價 250 元，給予買進評等。

營運分析

急單挹注估 4Q24/1Q25 EPS 季增 42%/10%至 2.6 元/2.9 元，上修 41%/32%

鈞興 4Q24 受惠川普上任將向墨西哥課徵關稅影響，客戶於 11M24 開始挹注急單，以園林工具及電動手工具提前拉貨為主。4Q24 營收占比電動工具 63%/園林工具 27%/智能傳動 7%/縫紉機 2%/其他 2%，營收年增 53.9%/季增 30.6%，且由於墨西哥關稅上路時程推遲，急單挹注估將延續至 3M25，上修 1Q25 營收 31.6%至 9.0 億元，年增 17.5%/季減 3.8%。受惠園林工具與電動工具營收規模擴大，上修 4Q24/1Q25 毛利率 2.9 個 ppts/1.5 個 ppts 至 33.2%/32.6%。上修 4Q24/1Q25 營業利益 76.3%/41.6%至 1.7 億元/1.6 億元。營業利益率上修 3.7 個 ppts/1.3 個 ppts 至 18.2%/18.0%。上修 4Q24/1Q25 EPS 40.3%/31.8%至 2.6 元/2.9 元。4Q24 估稅率達 25%，主因珠海廠一次性盈餘匯回所得稅費用 800 萬人民幣。

圖 1：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	611	720	940	30.6%	53.9%	672	684	39.9%	37.5%
營業毛利	169	217	312	43.8%	85.0%	203	205	53.7%	52.5%
營業利益	77	103	171	66.3%	121.7%	97	96	76.3%	78.8%
稅前利益	82	113	185	63.6%	125.2%	115	113	60.9%	64.1%
稅後淨利	62	98	139	42.5%	125.8%	99	100	40.4%	39.8%
調整後 EPS (元)	1.17	1.85	2.62	41.9%	124.7%	1.87	1.88	40.3%	39.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	27.6%	30.2%	33.2%	3.0	5.6	30.3%	29.9%	2.9	3.3
營業利益率	12.6%	14.3%	18.2%	3.9	5.5	14.4%	14.0%	3.7	4.2
稅後純益率	10.1%	13.6%	14.8%	1.2	4.7	14.8%	14.5%	0.0	0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

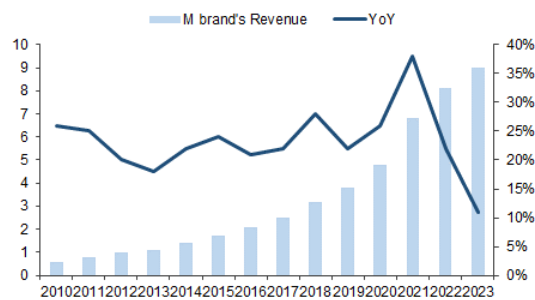
(百萬元)	1Q24A	4Q24F	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	770	940	904	-3.8%	17.5%	687	704	31.6%	28.5%
營業毛利	234	312	295	-5.5%	26.0%	213	215	38.1%	37.0%
營業利益	123	171	163	-4.8%	32.6%	115	109	41.6%	49.9%
稅前利益	135	185	177	-4.5%	31.7%	133	126	33.1%	40.5%
稅後淨利	116	139	152	9.5%	31.3%	116	110	31.6%	38.4%
調整後 EPS (元)	2.18	2.62	2.87	9.5%	31.5%	2.18	2.07	31.8%	38.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	30.4%	33.2%	32.6%	-0.6	2.2	31.0%	30.6%	1.5	2.0
營業利益率	15.9%	18.2%	18.0%	-0.2	2.1	16.7%	15.4%	1.3	2.6
稅後純益率	15.1%	14.8%	16.8%	2.1	1.8	16.8%	15.6%	0.0	1.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

電動工具客戶市佔率持續提升，新品持續推出帶動鉤興營收成長

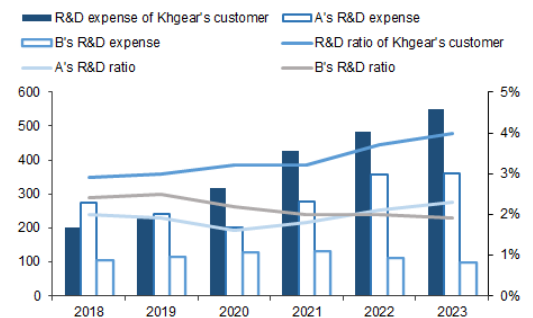
鉤興營收超過 60% 來自 T 客戶，其中主要來自大客戶專業電動工具 M 品牌，專攻非住宅領域市場，2023 年 M 品牌占大客戶營收約 65%，M 品牌營收 2010-2023 年以 CAGR 22% 成長。主因 1) 客戶研發費用遠高於同業，持續投資鋰電池、高階無刷馬達、無碳刷馬達和智能系統等零件並推出新產品，提升產品效能與附加價值，帶動營收與毛利率逐年創高；2) 推出一系列以電池為基礎的產品平台，包含 M12、M18、MX Fuel、RYOBI's ONE+ 跟 40V 系列，同一系列產品電池具高度相容性，且新產品迭代下電池依然可持續使用，例如 RYOBI's ONE+ 平台於 1996 年推出鎳鎘電池，即使 2007 年公司將之升級成鋰電池，其硬體仍可相容。同時間，公司硬體與電池系統無法與他牌硬體及電池相容，因此透過持續加強電池技術，T 客戶打造獨特「硬體+可相容式電池」電動手工工具生態系，消費者黏著度與置換品牌成本高；3) 客戶以電池包生產起家，產品 90% 以上為無線裝置且依靠電池運作，成長力度較整體產業高(同業無線裝置比重落在 50% 左右，產業趨勢顯著自有線轉向無線)，市占率自 2014 年 7% 提升到 2023 年的 14%。同時，M 品牌主打高階專業用途，除將受惠資料中心、太陽能、大型基礎建設等建置快速提升外，其毛利率與終端議價能力較高，連帶使其毛利率與鉤興於 T 客戶毛利率皆高於同業。

圖 3：大客戶 M 品牌營收每年皆呈雙位數成長



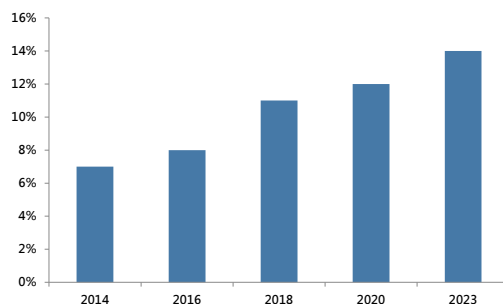
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：鉤興大客戶較同業研發費用高



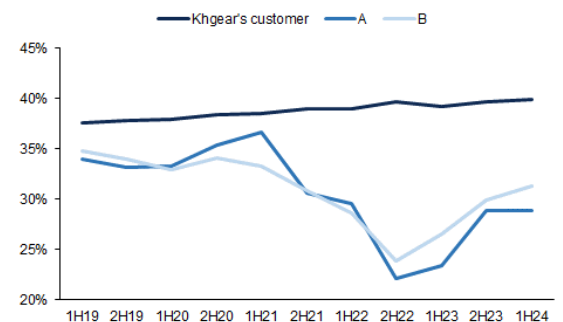
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 5：大客戶市占率逐年成長



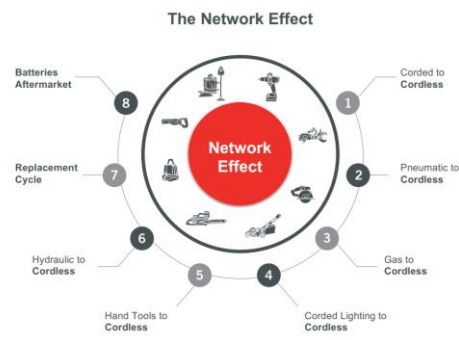
資料來源：Frost & Sullivan、Stanley Black& Decker、元大投顧

圖 6：鉤興大客戶毛利率優於同業



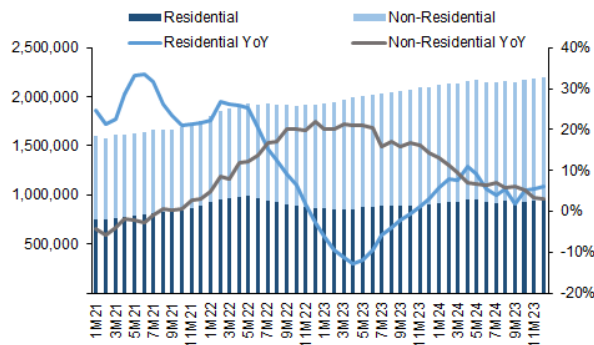
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 7：大客戶具備硬體+電池生態系，網路效應帶動消費者多項產品一站式購足，提升 ASP



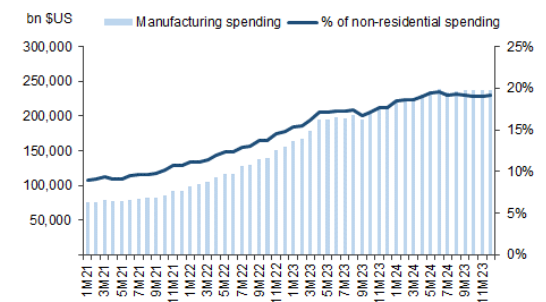
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：北美建築投資金額與年增率



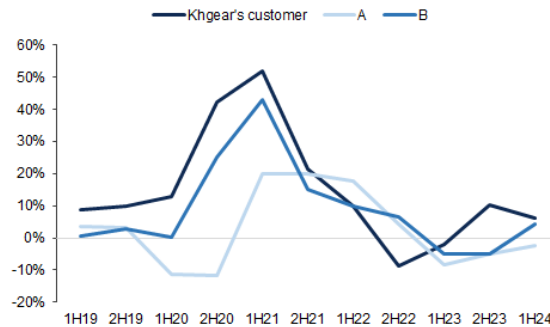
資料來源：US Census Bureau、元大投顧

圖 9：北美工廠投資金額佔比非住宅比重提升



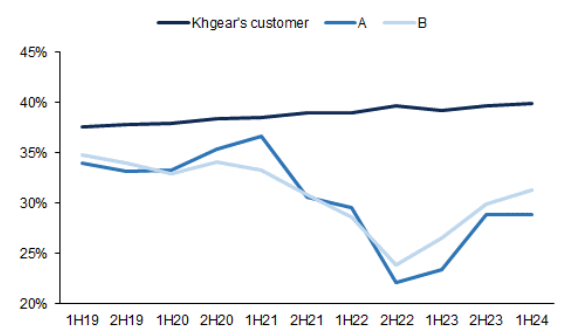
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 10：鈞興大客戶營收年增率優於同業



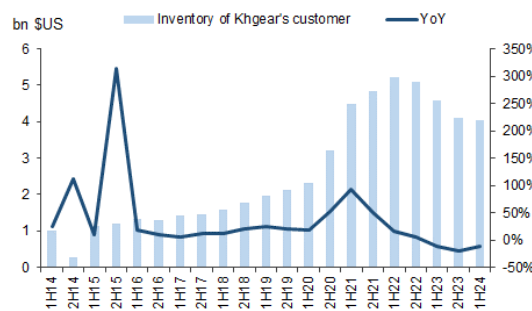
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 11：鈞興大客戶毛利率優於同業



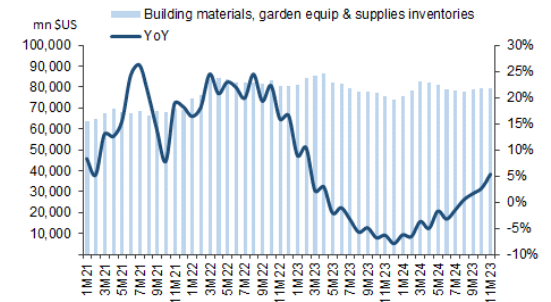
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 12：鈞興大客戶存貨與年增率



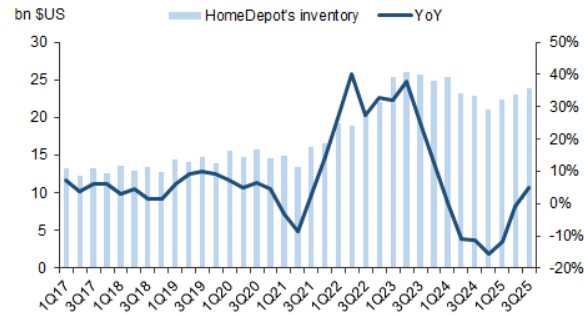
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 13：北美建築園藝零售庫存與年增率



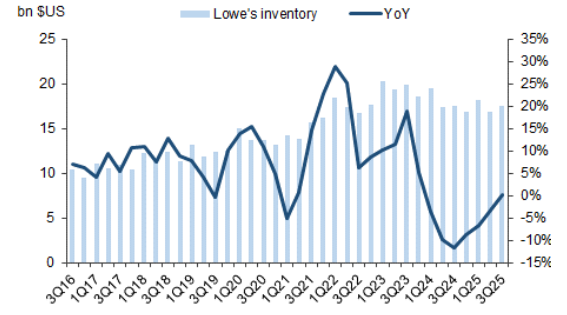
資料來源：US Census Bureau、元大投顧預估

圖 14：Home Depot 庫存年增率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 15：Lowe's 庫存年增率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

智能傳動為四大家族供應鏈，受惠中國政策帶動營收大幅成長

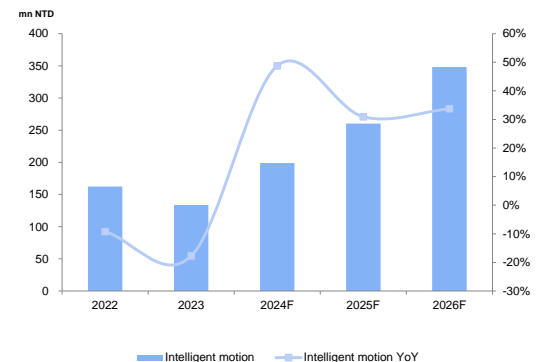
鈞興智能傳動 2024 年營收約 1.9 億元，年增 49%。目前已經打入機器人四大家族的其中兩家(德、日)，提供客戶螺旋傘齒輪並裝載於重型機械手臂的 5、6 軸上。觀察鈞興與機器人齒輪德系大客戶訂單量 2019-2023 年以 CAGR+5%成長至 40 億歐元，訂單穩定成長，但 2024 年受整體需求疲弱以及中國廠商競爭影響下，客戶預估 2024 年營收僅微幅成長 2%；在銷售地區別方面，亞洲地區營收占比自 2019 年 18%提升至 2023 年 25%，主因德系客戶於 2022 年被中國集團收購，拓展高需求之中國市場。預期未來在 1) 客戶中國營收占比持續提高，且鈞興著重提供客戶於中國市場機器人零組件；2) 中國政府對機器人產業的補助政策。3)、持續開發新產品，從 1H24 的 49 款增加至 90 款，且與客戶推進新專案。本中心預估鈞興整體智能傳動 2025/2026 年營收將年增 31%/34%至 2.6/3.5 億元。此外，智能傳動產品毛利率優於公司平均，有望帶動產品組合好轉。

圖 16：鈞興機器人齒輪示意圖



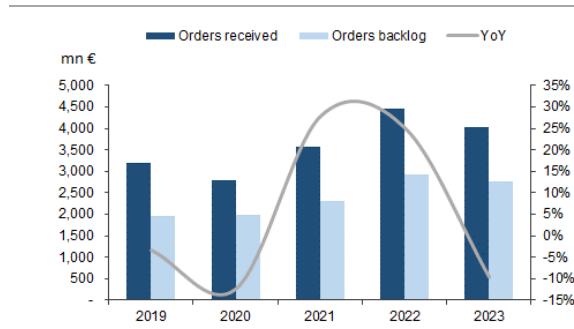
資料來源：公司資料

圖 17：智能傳動營收與年增率



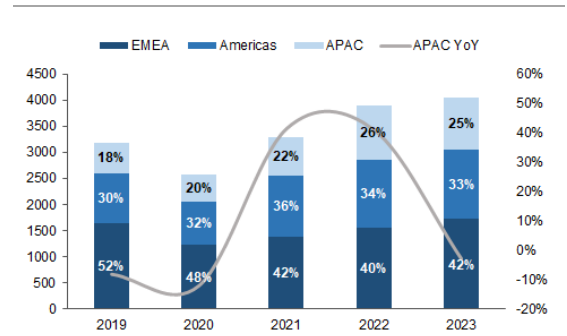
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 18：鈞興機器人大客戶出貨量



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 19：鈞興機器人客戶亞洲銷售佔比提升



資料來源：公司資料、元大投顧

中美貿易使鈞興越南廠持續受惠客戶產能移轉比例提升，成長估將超越客戶

在中美貿易情勢和疫情干擾之下，全球供應鏈重組，客戶紛紛前往東南亞設立生產據點，鈞興客戶近年多將產能移轉至越南及美國。T 客戶產能 2019 年約 80% 於中國，逐年降至 2021 年 50%/2023 年 39%，其中越南廠產能於 2023 年已提升至 39%。同時間，大客戶越南廠約有 70% 原料需在當地採購，因鈞興領先競爭者於 2020 年興建越南一期廠房(競爭者多於 2022 年-2023 年啟動越南廠)，有利鈞興取得客戶訂單。鈞興自 2H23 開始自越南廠直接交貨給大客戶，目前大客戶產能移轉率僅 20%，隨客戶諭示 2025 年將加速產品轉移至越南廠生產，鈞興將持續受惠，同時間其他客戶也陸續完成鈞興越南廠之審查，最快預計 2026 年有望將開始量產。

目前越南廠 2024 年營收佔比約 20%，預期 2025 年將達 25-30%。由於越南產能提升與規模經濟提升下，毛利率有望追上珠海廠(目前低珠海廠 5-6 個 ppts)。本中心預期隨越南廠營收佔比提升下，有望持續帶動毛利率成長。

圖 20：鈞興生產據點

	珠海廠	越南一期	越南二期
月產值	2-2.2 億	0.8-1 億	約 2.2-2.4 億
稼動率	80-85%	80%	-
生產產品	全部(包括智能傳動產品)	電動工具、園林工具	-

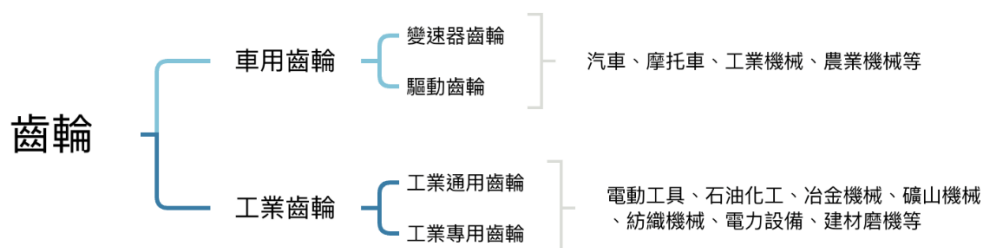
資料來源：公司資料、元大投顧

齒輪應用領域廣泛，可分為車用齒輪與工業齒輪

傳動元件分為螺桿、線性滑軌、軸承與齒輪，其中以齒輪應用領域最為廣泛，齒輪為傳遞動力及扭力的重要機械元件，透過邊緣上的齒互相咬和傳遞動力改變運動方向、旋轉速度，再經由不同齒輪數之組合得到不同轉速比，常見齒輪可分為車用齒輪和工業齒輪，其中車用齒輪占比整體齒輪市場 60%、工業齒輪占比 40%，應用領域廣泛。

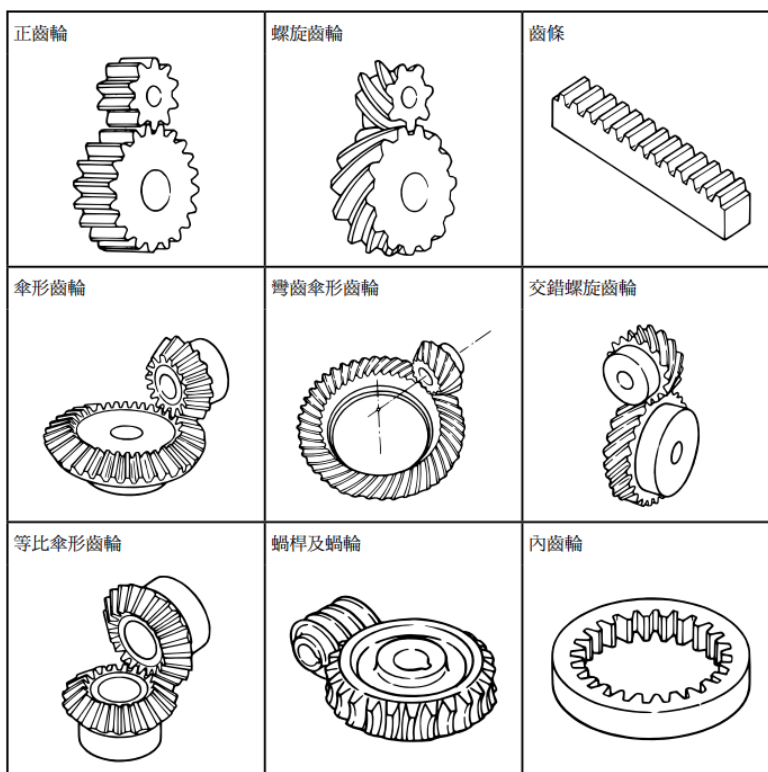
齒輪種類眾多，分為正齒輪、螺旋齒輪、齒條、傘齒輪、交錯螺旋齒輪、等比傘型齒輪、蝸桿與蝸輪、內齒輪等，車用齒輪多使用正齒輪與螺旋齒輪，鈞興提供之電動工具與園林工具則使用各式傘齒輪。

圖 21：齒輪主要分為車用齒輪與工業齒輪



資料來源：元大投顧

圖 22：齒輪種類示意圖

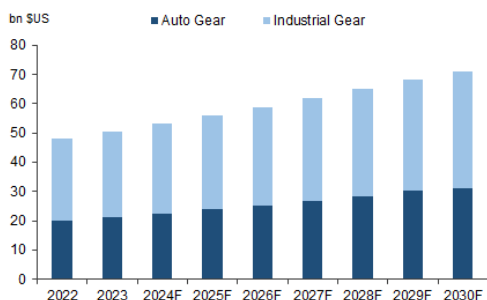


資料來源：KHK、元大投顧

齒輪應用以汽車齒輪為大宗，其次為電動工具與園林工具

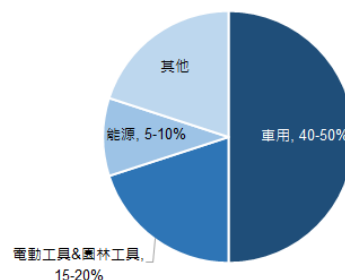
根據 Zion Research 數據顯示，2022-2030 年全球齒輪市場規模將以 CAGR+4.8% 成長至 700 億美元，其中車用齒輪以 CAGR+6.1% 成長至 311 億美元，工業齒輪以 CAGR+4.4% 成長至 399 億美元。以地區別來看，2023 年中國為最大齒輪市場，其次為歐洲與北美市場。在應用領域方面，車用市場占比 40-50% 最大，其次為電動工具與園林工具，占比為 15-20%。

圖 23：2022-2030 年全球齒輪市場規模



資料來源：Zion research、元大投顧

圖 24：齒輪終端應用以車用市場為大宗

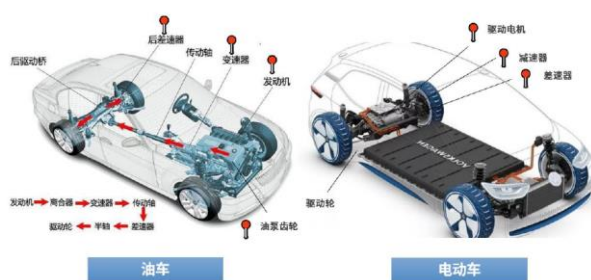


資料來源：QYResearch、元大投顧

車用齒輪多應用於汽車動力模組中，提供汽車行進與轉向動力，在燃油車方面，單車齒輪數量約 10-12 個，主要分布在發動機、變速器、減速器等，而在新能源車因減少了變速器、發動機等模組，單車齒輪數量下降至 5-7 個，主要分布於驅動電機、差速器與減速器中。由於新能源車輕薄化需求且噪音容許範圍需降至 60 分貝以下，因此需提高齒輪精度，帶動整體齒輪市場規模持續成長。

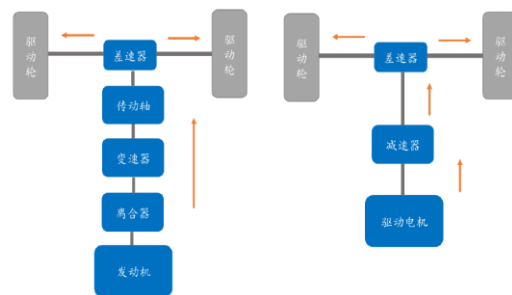
汽車齒輪多使用直齒輪與螺旋齒輪，相關供應商包括和大(1536 TT)、倉佑(1568 TT)與中國藍黛傳動(002765 SZ)、雙環傳動(002472 SZ)等，由於燃油車齒輪市場規模龐大，吸引眾多廠商加入此紅海市場，且在中國廠商不斷殺價競爭下，競爭較為激烈。未來隨新能源車滲透率持續提升，其所需精度與壽命皆需提高，而目前能符合要求的齒輪廠商不多，有利於具備高技術含量之廠商發展。

圖 25：齒輪在燃油車與新能源車示意圖



資料來源：汽車之家、元大投顧

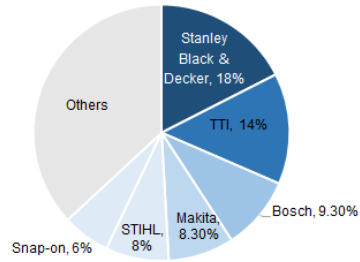
圖 26：新能源車所需齒輪較燃油車減少



資料來源：太平洋汽車、元大投顧

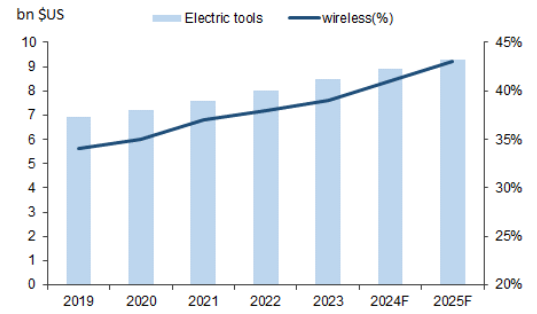
電動工具與園林工具為齒輪第二大應用市場，占比 15-20%，以傘齒輪為主。在電動工具方面，為穩定競爭格局，集中度高且大型跨國公司具競爭優勢，2023 年全球電動工具品牌市佔率依序為 Stanley Black & Decker 18%、TTI (創科實業) 14%、Bosch 9.3%、Makita 8.3%、STIHL 8%、Snap-on 6%，以歐美國家為主要市場。依照應用場域可分為 1) 專業級電動工具：為長時間高強度工作設計，具備更高扭矩、轉速及精度，常見品牌包括 Milwaukee (TTI 旗下品牌)、Makita、Hilti；2) 中階電動工具：功率和精度足以應付日常需求，不適合連續高強度作業，常見品牌包括 Bosch、Black & Decker；3) DIY 電動工具：輕型家庭維修、裝飾，適合一般家庭用戶和 DIY 愛好者，常見品牌包括 Ryobi、Stanley，而未來隨電動工具往無線發展，無線電動工具滲透率將於 2025 年提升至 43%，帶動 2019-2025 年全球電動工具市場以 CAGR+13% 成長至 164 億美元。

圖 27：全球電動工具競爭格局集中



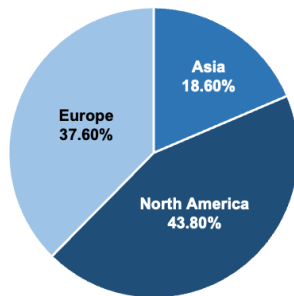
資料來源：Frost & Sullivan、元大投顧

圖 28：全球電動工具市場規模



資料來源：Frost & Sullivan、元大投顧

圖 29：電動工具市場集中於歐美地區



資料來源：Frost & Sullivan、元大投顧

圖 30：Milwaukee 電動工具示意圖

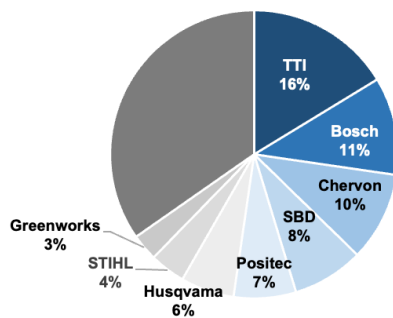


資料來源：Milwaukee、元大投顧

園林工具方面，市場競爭格局集中，2023 年全球園林工具品牌市佔率依序為 TTI 16%、Bosch 11%、Chervon 10%、SBD 8%、Positec 7%、Husqvama 6%、STIHL 4%、Greenworks 3%，包括割草機、鏈鋸、修枝機、農夫車等。在園林工具電動化、智能化、小型化和環保趨勢下，帶動 2019-2025 年全球園林工具市場規模以 CAGR+6%成長至 455 億美元元。

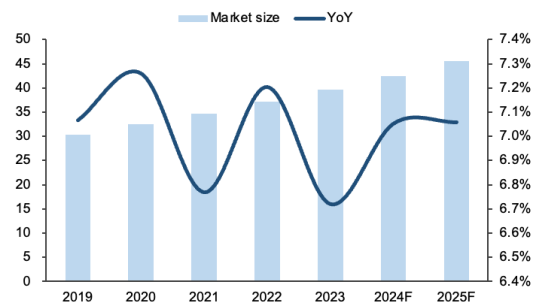
園林工具市場集中於歐美市場，主因歐美居住家空間大且擁有私家庭院比例高，維護庭院需求頻繁，為歐美國家家庭中不可或缺之生活用品，因此對園林工具需求旺盛。根據 Freedonia 數據顯示，美國民眾對於庭院維護和園藝工具支出逐年提高且與個人支出成正相關，但在 2019 年疫情催化下，雖然個人支出總額下降，勞動力短缺和居家辦公模式興起使居民對於庭院維護意願提升，2020 年庭院維護和園藝工具支出年增 8%，並成為許多居民的新興愛好，推升園林工具市場持續成長。

圖 31：全球園林工具市佔率



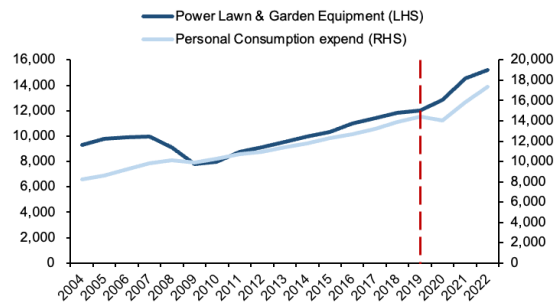
資料來源：Frost & Sullivan、元大投顧

圖 32：全球園林工具市場規模



資料來源：Global Market Insights、元大投顧

圖 33：美國庭院維護和園藝工具支出逐年成長



資料來源：Freedonia、元大投顧預估

圖 34：Makita 園林工具示意圖

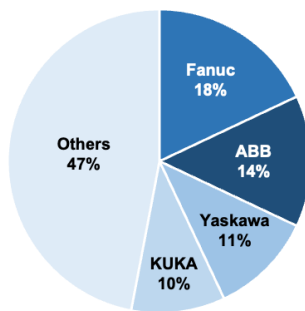


資料來源：Makita、元大投顧預估

工業機械手臂齒輪進入門檻高，為少量多樣市場

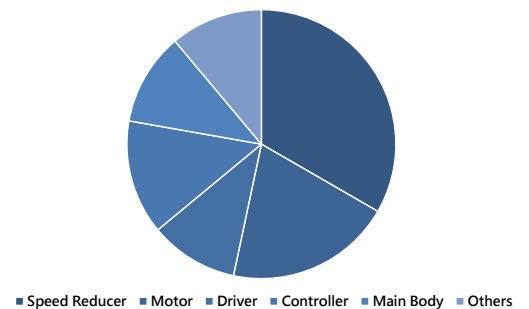
目前全球工業型機械手臂主要掌握在 ABB、KUKA 以及 FANUC、日本安川(YASKAWA)四大家族，其所使用的工業機械手臂齒輪 90%以上來自於日本 KHK、宮本以及岡本三大廠商，其中齒輪僅佔工業機器人成本約 15-20%，年市場規模約 2 億美元，規模不大且為少量多樣市場，因此工業機械手臂齒輪利潤遠高於一般齒輪，進入門檻較高。

圖 35：2024 年全球工業機器人市占率



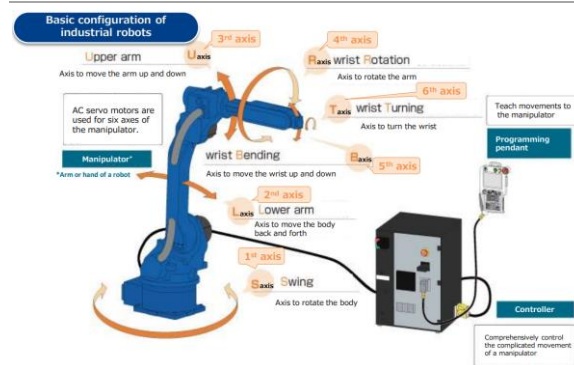
資料來源：元大投顧預估

圖 36：工業機器人成本佔比



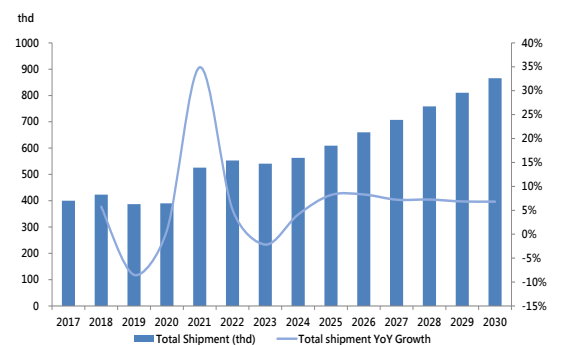
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 37：六軸機器手臂基本構造



資料來源：Yaskawa

圖 38：全球工業機器人出貨量預估



資料來源：IFR、元大投顧預估

獲利調整與股票評價

電動工具齒輪穩增+機器人齒輪與諧波減速機續強+越南廠轉單效益，評價向上

本中心認為鈞興有別其他同業於手工具產業具備高度景氣循環，在受惠客戶穩定成長與機器人產業布局下，預估 2025/26 年營收將年增 11.7%/7.2%至 35.5/38.0 億元，EPS 年增 15.7%/9.6%至 10.7/11.8 元。鈞興過去三年本益比平均為 13 倍、其 T 客戶過去五年平均本益比為 25 倍、機器人同業本益比多為 30 倍以上，考量鈞興：1)、國際電動工具機龍頭齒輪供應商，大客戶透過持續投資研發費用建立完整電池生態系，以及著重高階專業級 M 品牌無線產品，市佔率持續提升；2)、機器人齒輪打入四大家族手臂供應商，產品品質受認可且具指標性。且公司為台灣少數具備諧波減速機出貨實績；3)、公司為國際少數齒輪廠於越南耕耘已久廠商，川普關稅政策將使客戶轉單速度加快，毛利率提升逐漸浮現。本中心以鈞興、T 客戶及機器人平均本益比的 23 倍及 2025 年 EPS 10.7 元，推得目標價 250 元，給予買進評等。

圖 39：鈞興產品組合與營收年增預估

產品	2024 年營收占比	預估毛利率	2024 YoY	2025F YoY
電動工具	67%	30%-35%	28%	12%
園林工具	23%	25%-30%	63%	6%
智能傳動	6%	35%-40%	49%	31%
工業縫紉機	2%	15%-20%	22%	15%

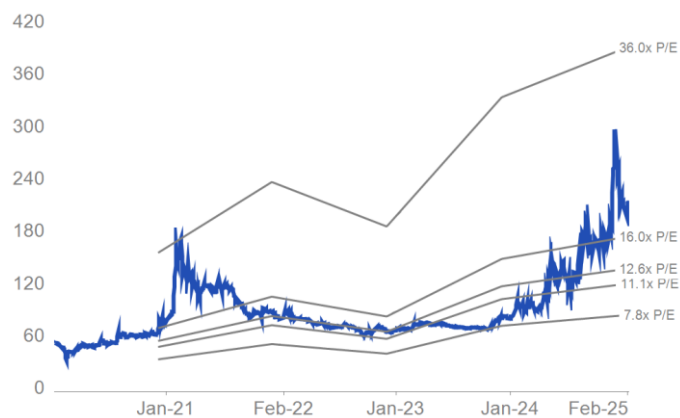
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 40：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	3,173	2,904	3,545	3,150	9.3%	12.5%
營業毛利	988	879	1,126	980	12.4%	14.9%
營業利益	506	432	601	515	17.1%	16.7%
稅前利益	580	512	662	591	13.3%	12.0%
稅後淨利	492	452	569	514	8.8%	10.7%
調整後 EPS (元)	9.27	8.50	10.73	9.68	9.1%	10.9%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	31.2%	30.3%	31.8%	31.1%	0.9	0.7
營業利益率	15.9%	14.9%	17.0%	16.4%	1.1	0.6
稅後純益率	15.5%	15.6%	16.1%	16.3%	-0.1	-0.3

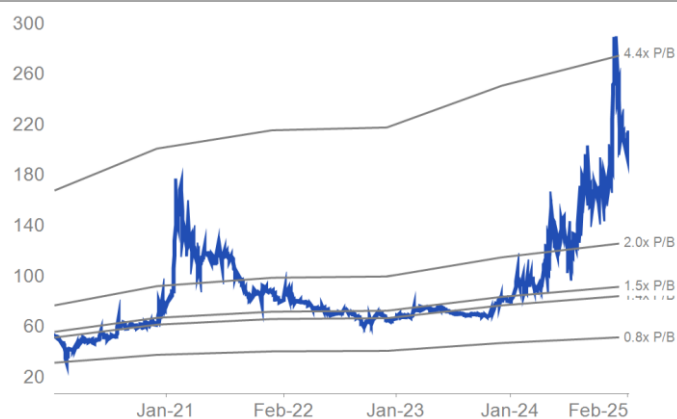
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 41：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 42：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 43：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
鈞興-KY	4571 TT	買進	215.5	346	5.16	9.27	10.73	41.8	23.2	20.1	(21.5)	79.7	15.7
國內同業													
和大	1536 TT	未評等	61	522	1.2	1.6	1.0	52.3	38.9	63.4	(47.6)	34.3	(38.6)
上銀	2049 TT	買進	325	3,506	5.8	5.7	9.3	56.5	56.7	35.1	(55.5)	(0.4)	61.6
倉佑	1568 TT	未評等	27	86	1.9	-	-	14.3	-	-	(4.0)	-	-
台灣精銳	4583 TT	未評等	868	2,122	10.9	14.3	14.7	79.7	60.6	59.2	(24.7)	31.5	2.4
國內同業平均								50.7	52.1	52.6	(33.0)	21.8	8.5
國外同業													
創科實業	0669 HK	未評等	102	24,037	4.2	4.8	5.6	24.5	21.5	18.4	(9.4)	14.1	17.1
Makita	6585 JP	未評等	4,390	8,117	43.1	153.6	262.1	101.8	28.6	16.7	(81.9)	256.2	70.7
Stanley Black & Decker Inc	SWK	未評等	86	13,329	(1.9)	4.1	5.4	-	20.9	16.1	-	-	29.2
Snap-on	SNA	未評等	339	17,769	19.1	19.5	20.0	17.7	17.4	17.0	11.5	1.8	2.6
國外同業平均								48.0	22.1	17.0	(26.6)	90.7	29.9

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 44：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
鈞興-KY	4571 TT	買進	215.5	346	10.5	16.7	17.7	49.17	56.81	62.10	4.4	3.8	3.5
國內同業													
和大	1536 TT	未評等	61	522	10.8	16.0	16.7	16.8	18.2	20.1	2.9	2.7	2.5
上銀	2049 TT	買進	325	3,506	7.4	(2.7)	4.0	25.2	23.9	24.1	1.2	1.3	1.3
倉佑	1568 TT	未評等	27	86	12.5	19.9	19.9	27.1	31.8	34.0	6.0	5.1	4.8
台灣精銳	4583 TT	未評等	868	2,122	56.7	85.4	96.3	35.1	28.9	27.3	12.2	14.8	15.7
國內同業平均					18.9	25.3	29.5	30.7	29.4	30.6	4.8	5.2	5.2
國外同業													
創科實業	0669 HK	未評等	102	24,037	17.83	18.42	19.39	31.2	30.6	30.9	2.0	2.0	2.0
Makita	6585 JP	未評等	4,390	8,117	(13.84)	5.36	6.59	98.9	102.2	108.9	3.3	3.2	3.0
Stanley Black & Decker Inc	SWK	未評等	86	13,329	2.33	6.76	9.94	60.5	59.0	61.1	1.5	1.6	1.5
Snap-on	SNA	未評等	339	17,769	21.17	19.45	19.00	122.9	-	-	7.1	-	-
國外同業平均								67.7	66.4	69.9	3.5	2.6	2.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 45：季度及年度簡明損益表 (合併)

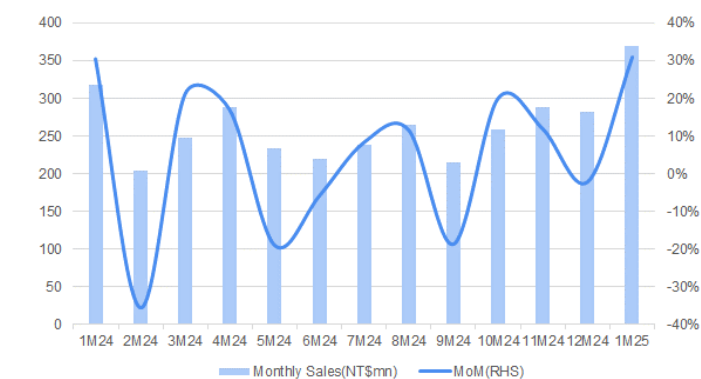
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	770	744	720	940	904	883	888	870	3,173	3,545
銷貨成本	(536)	(518)	(503)	(628)	(609)	(603)	(609)	(597)	(2,185)	(2,418)
營業毛利	234	226	217	312	295	280	279	273	988	1,126
營業費用	(111)	(114)	(114)	(141)	(132)	(134)	(132)	(128)	(483)	(525)
營業利益	123	111	103	171	163	146	147	145	506	601
業外利益	12	36	10	14	14	15	15	16	74	61
稅前純益	135	147	113	185	177	161	162	161	580	662
所得稅費用	(19)	(8)	(16)	(46)	(25)	(23)	(23)	(23)	(89)	(93)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	116	139	98	139	152	139	140	139	492	569
調整後每股盈餘(NT\$)	2.18	2.62	1.85	2.62	2.87	2.61	2.63	2.62	9.27	10.73
調整後加權平均股數(百萬股)	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52
重要比率										
營業毛利率	30.4%	30.4%	30.2%	33.2%	32.6%	31.7%	31.4%	31.4%	31.2%	31.8%
營業利益率	15.9%	15.0%	14.3%	18.2%	18.0%	16.6%	16.6%	16.7%	15.9%	17.0%
稅前純益率	17.5%	19.8%	15.7%	19.7%	19.6%	18.3%	18.3%	18.5%	18.3%	18.7%
稅後純益率	15.0%	18.7%	13.6%	14.8%	16.9%	15.7%	15.7%	15.9%	15.5%	16.1%
有效所得稅率	13.9%	5.5%	13.7%	24.9%	14.1%	14.3%	14.2%	14.3%	15.3%	14.0%
季增率(%)										
營業收入	26.0%	-3.4%	-3.2%	30.6%	-3.8%	-2.3%	0.6%	-2.0%		
營業利益	59.0%	-9.2%	-7.7%	66.3%	-4.7%	-10.4%	0.7%	-1.4%		
稅後純益	88.0%	20.3%	-30.0%	42.5%	9.4%	-8.6%	0.7%	-0.7%		
調整後每股盈餘	87.1%	19.8%	-29.4%	41.9%	9.5%	-9.0%	0.8%	-0.7%		
年增率(%)										
營業收入	31.1%	48.3%	10.8%	53.9%	17.5%	18.7%	23.4%	-7.4%	35.1%	11.7%
營業利益	54.2%	246.0%	12.7%	121.7%	32.9%	31.1%	42.9%	-15.2%	80.7%	18.8%
稅後純益	78.6%	64.6%	55.1%	125.8%	31.3%	-0.2%	43.5%	0.3%	79.6%	15.7%
調整後每股盈餘	79.2%	64.2%	56.5%	124.7%	31.5%	-0.2%	42.4%	-0.3%	79.7%	15.7%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

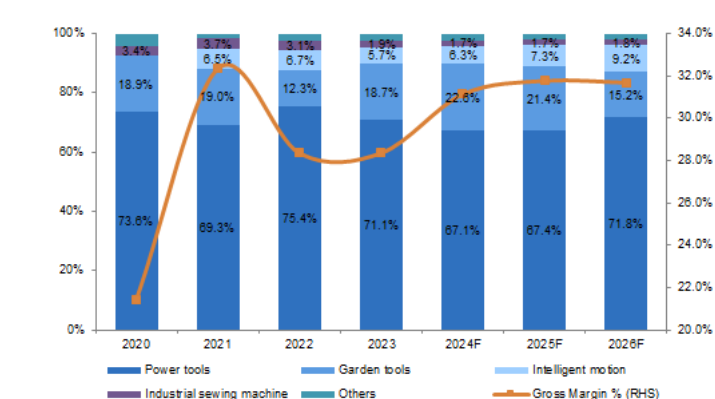
鈞興為高精度中小模數齒輪製造商，以客製化生產各式齒輪、齒輪箱及五金件之設計、製造及銷售，4Q24 產品主要應用於：電動工具 63%/園林工具 27%/智能傳動 7%/縫紉機 2%/其他 2%，主要銷售市場為中國、美國及歐洲等地區。

圖 46：月營收



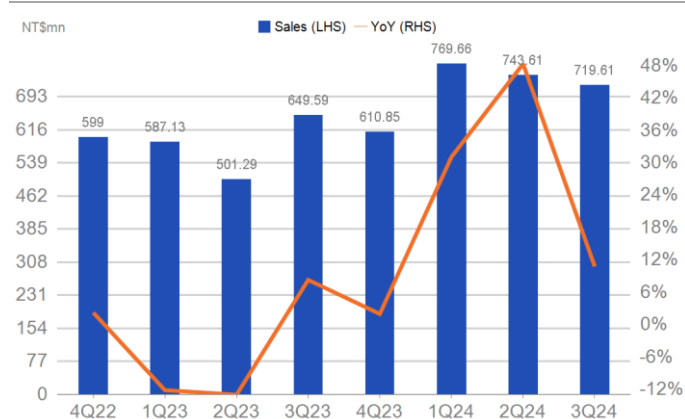
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 47：營收組成



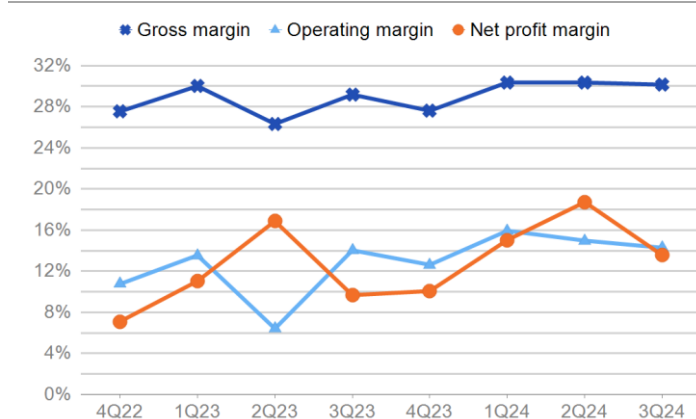
資料來源：公司資料

圖 48：營收趨勢



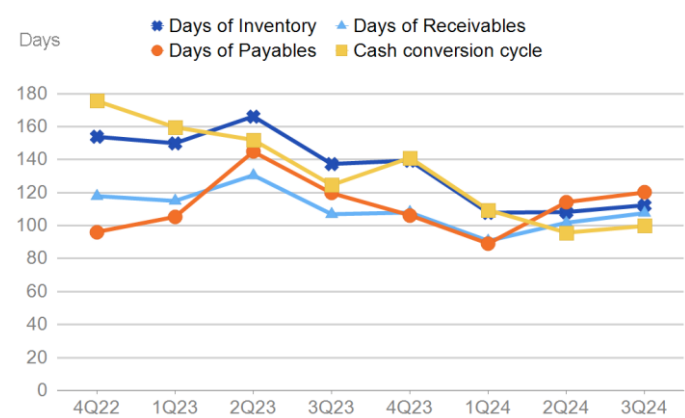
資料來源：CMoney、公司資料

圖 49：毛利率、營益率、淨利率



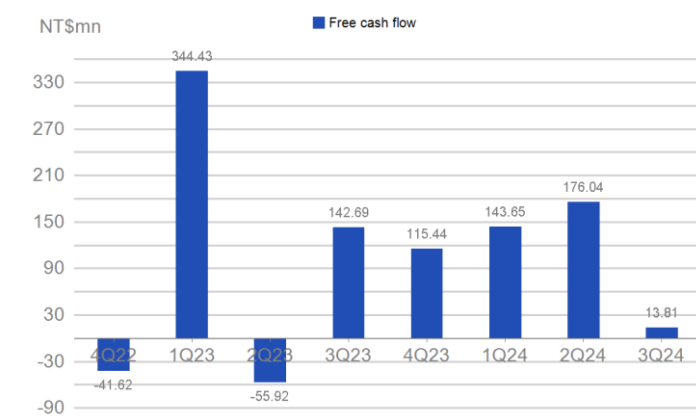
資料來源：CMoney、公司資料

圖 50：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 51：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	799	881	727	760	847
存貨	705	665	771	819	817
應收帳款及票據	774	641	889	917	957
其他流動資產	153	202	227	287	329
流動資產	2,431	2,390	2,614	2,784	2,950
採用權益法之投資	0	0	(2)	(6)	(9)
固定資產	1,024	973	943	878	823
無形資產	7	5	2	(1)	(4)
其他非流動資產	184	130	130	130	130
非流動資產	1,216	1,107	1,073	1,002	941
資產總額	3,647	3,497	3,687	3,786	3,890
應付帳款及票據	230	256	319	344	367
短期借款	246	61	61	61	61
什項負債	498	486	486	486	486
流動負債	974	804	866	891	915
長期借款	23	8	(192)	(392)	(592)
其他負債及準備	46	75	75	75	75
長期負債	69	83	(117)	(317)	(517)
負債總額	1,043	886	749	574	398
股本	533	531	531	531	531
資本公積	1,179	1,165	1,165	1,165	1,165
保留盈餘	988	1,071	1,398	1,672	1,953
什項權益	(96)	(156)	(156)	(156)	(156)
歸屬母公司之權益	2,604	2,611	2,938	3,211	3,493
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	2,604	2,611	2,938	3,211	3,493

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	351	274	492	569	624
折舊及攤提	146	156	156	171	172
本期營運資金變動	(63)	187	(291)	(51)	(14)
其他營業資產 及負債變動	62	(24)	(25)	(60)	(42)
營運活動之現金流量	496	593	332	628	739
資本支出	(62)	(46)	(124)	(103)	(113)
本期長期投資變動	0	0	2	4	3
其他資產變動	(104)	(31)	0	0	0
投資活動之現金流量	(166)	(77)	(121)	(99)	(110)
股本變動	0	(2)	0	0	0
本期負債變動	224	(200)	(200)	(200)	(200)
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(237)	(190)	(165)	(296)	(342)
其他調整數	(1)	(13)	0	0	0
融資活動之現金流量	(15)	(406)	(365)	(496)	(542)
匯率影響數	39	(27)	0	0	0
本期產生現金流量	354	83	(154)	33	87
自由現金流量	434	547	209	525	626

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	2,443	2,349	3,173	3,545	3,800
銷貨成本	(1,751)	(1,682)	(2,185)	(2,418)	(2,596)
營業毛利	693	666	988	1,126	1,204
營業費用	(433)	(386)	(483)	(525)	(535)
推銷費用	(96)	(98)	(118)	(133)	(148)
研究費用	(141)	(134)	(145)	(177)	(159)
管理費用	(196)	(154)	(220)	(214)	(228)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	260	280	506	601	669
利息收入	6	17	13	7	7
利息費用	(7)	(16)	(10)	(7)	(7)
利息收入淨額	(1)	1	3	0	0
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	90	2	3	0	0
其他業外收入(支出)淨額	49	75	69	61	57
稅前純益	397	358	580	662	725
所得稅費用	(46)	(84)	(89)	(93)	(102)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	351	274	492	569	624
稅前息前折舊攤銷前淨利	551	530	661	772	841
調整後每股盈餘 (NT\$)	6.58	5.16	9.27	10.73	11.76

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	(10.7)	(3.9)	35.1	11.7	7.2
營業利益	(40.1)	7.7	80.7	18.8	11.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	(1.3)	(3.8)	24.7	16.8	8.9
稅後純益	(10.8)	(22.0)	79.6	15.7	9.7
調整後每股盈餘	52.9	(21.5)	79.7	15.7	9.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	28.4	28.4	31.2	31.8	31.7
營業利益率	10.7	11.9	15.9	17.0	17.6
稅前息前淨利率	16.0	14.6	15.9	17.0	17.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	22.5	22.6	20.9	21.8	22.1
稅前純益率	16.3	15.3	18.3	18.7	19.1
稅後純益率	14.4	11.7	15.5	16.1	16.4
資產報酬率	10.1	7.7	13.3	15.0	16.0
股東權益報酬率	13.9	10.5	16.7	17.7	17.9
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	40.0	34.0	25.5	17.9	11.4
淨負債權益比(%)	(20.4)	(31.1)	(29.2)	(34.0)	(39.5)
利息保障倍數 (倍)	56.2	23.8	61.4	94.5	103.4
流動比率 (%)	249.7	297.4	301.8	312.3	322.4
速動比率 (%)	177.3	214.6	212.8	220.4	233.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(530)	(812)	(858)	(1,091)	(1,378)
調整後每股淨值 (NT\$)	48.85	49.17	56.81	62.10	67.53
評價指標 (倍)					
本益比	32.8	41.8	23.2	20.1	18.3
股價自由現金流量比	25.8	20.5	53.6	21.3	17.9
股價淨值比	4.4	4.4	3.8	3.5	3.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	20.4	21.1	17.0	14.5	13.3
股價營收比	4.6	4.8	3.5	3.2	3.0

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

鈞興-KY (4571 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股本變動調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2025 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2025} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.