



# 旺矽

(6223.TWO/6223 TT)

## 2025 年 VPC 需求較預期強勁

### 重要訊息

管理層預估 2025 年營收將年增約 20%，我們認為此展望較為保守。公司亦預估 VPC 業務將強勁成長雙位數百分比，呼應我們先前預估 VPC 將為 2025 年營收成長動能之觀點。

### 評論及分析

**2025 年 VPC 需求較預期強勁。**我們於先前報告中提及我們預估 2025 年 VPC 營收將年增 35-40%，然而我們認為此預估將存在上檔空間，主要係因公司將受惠於多項專案，包含：(1)美系客戶之 AI ASIC 及網通 IC；(2)全球 GPU 領導業者之電競 GPU；(3)智慧型手機 SoC 及(4)歐/日系 IDM 客戶之車用晶片。我們亦於先前報告中提及我們預期 MEMS 探針卡滲透率將於未來幾年內持續提升，部分應用將由 Cobra 探針卡轉換至 MEMS 探針卡，而我們預期今年此論點將開始發酵，而 MEMS 營收比重提升將刺激公司之毛利率，係因 MEMS 探針卡之內涵價值較高。我們因此上修 VPC 營收預估 12.1%至 64.0 億元，並預估 2025 年營收將年增 27.5%至 129.7 億元，對比市場共識為 125.8 億元。我們亦上修 2025 年毛利率 1.1 個百分點至 56.8%，較市場共識之 56.0%高 0.8 個百分點。

**2025 年 VPC 產能如預期擴產 30%。**我們於先前報告中提及我們認為旺矽今年將繼續擴充 VPC 產能以滿足客戶 VPC/MEMS 探針卡之強勁需求。在 2024 年產能增加 30% (月產能自 2023 年底 100 萬根探針增加至 2024 年底 130 萬個探針)之後，公司預期 2025 年將進一步擴充 VPC 月產能至 180 萬，並預計新增之產能將於 2H25 投產。儘管 VPC 擴產計畫非常積極，但鑒於 VPC 需求較預期強勁，我們認為 VPC 利用率將維持在 100%以上。

### 投資建議

考量 VPC 需求展望較預期強勁及利潤率持續改善，我們上修 2025 年每股盈餘預估至 33.4 元，較市場共識之 30.5 元高 9.5%。我們對旺矽持正向看法，並預期股價表現將持續優於大盤。目前股價交易於 2025 年每股盈餘預估之 25 倍，對比同業平均為 26 倍。我們建議投資人於近期股價回檔加碼佈局。我們將目標價由 915 元上修至 1,005 元，係基於 30 倍 2025 年每股盈餘預估換算得出。維持「增加持股」評等。

### 投資風險

競爭加劇；需求轉弱；全球經濟衰退。

### 增加持股 · 維持

收盤價 February 10 (NT\$)	821
12 個月目標價 (NT\$)	1,005
前次目標價 (NT\$)	915
調升 (%)	9.8
上漲空間 (%)	22.4

### 焦點內容

1. 2025 年 VPC 需求較預期強勁。
2. 2025 年 VPC 產能如預期擴產 30%。
3. 1Q25 營收將季減；2Q25 營收將重啓季增趨勢。

### 交易資料表

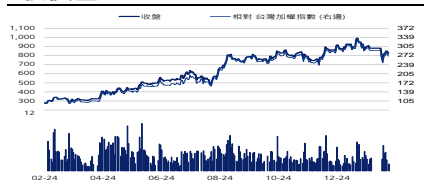
市值：(NT\$bn/US\$mn)	77.36 / 2,356
流通在外股數 (百萬股)：	94.23
外資持有股數 (百萬股)：	23.35
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.14
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	289.0 - 993

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-2.4	43.3	198.5
相對表現 (%)	-1.1	35	170

### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	2.98A	3.64A	4.38A	2.92A
2024	4.18A	5.76A	6.89A	7.66F
2025	6.79F	7.80F	9.07F	9.74F

### 股價圖



資料來源：TEJ

### 凱基投顧

黃章中  
886.2.2181.8749  
josh.huang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	6,509	7,439	8,147	10,172	12,972
營業毛利 (NT\$百萬)	2,743	3,408	3,897	5,588	7,370
營業利益 (NT\$百萬)	808	1,243	1,471	2,588	3,593
稅後淨利 (NT\$百萬)	694	1,214	1,312	2,308	3,147
每股盈餘 (NT\$)	7.44	12.89	13.92	24.49	33.40
每股現金股利 (NT\$)	4.00	7.00	7.50	13.19	17.99
每股盈餘成長率 (%)	(11.5)	73.3	8.0	75.9	36.4
本益比 (x)	110.4	63.7	59.0	33.5	24.6
股價淨值比 (x)	12.8	11.2	10.2	8.2	6.8
EV/EBITDA (x)	57.1	41.8	32.3	23.4	17.5
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.5	0.9	0.9	1.6	2.2
股東權益報酬率 (%)	11.9	18.8	18.1	27.1	30.2

資料來源：公司資料，凱基預估

**1Q25 營收將季減；2Q25 營收將重啓季增趨勢。**鑒於季節性因素，我們預估 1Q25 營收將季減 8-10%。然而，我們注意到公司近期 VPC 之接單出貨比仍維持於高水位(我們將此歸因於強勁 AI ASIC 探針卡需求)，我們預估旺矽季營收將於 2Q25 重啓季增趨勢，並預期此趨勢將延續至 2H25。我們預估 1Q25 營收將季減 8.1%但年增 34.9%至 27.6 億元，對比市場共識為 26.4 億元。

圖 1：4Q24-1Q25 財測修正暨市場共識

百萬元	4Q24F							1Q25F						
	修正後	修正前	調幅(%)	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	3,003	2,748	9.3	10.0	36.7	2,873	4.5	2,760	2,519	9.6	(8.1)	34.9	2,637	4.7
毛利	1,715	1,520	12.8	10.8	64.1	1,614	6.3	1,546	1,339	15.5	(9.8)	50.7	1,440	7.4
營業利益	859	723	18.8	15.3	143.4	788	9.1	724	596	21.4	(15.8)	87.1	665	8.8
稅後淨利	721	607	18.9	11.0	162.0	648	11.4	640	539	18.7	(11.3)	62.6	562	13.8
每股盈餘(元)	7.66	6.44	18.9	11.0	162.0	6.49	18.1	6.79	5.72	18.7	(11.3)	62.6	5.97	13.8
毛利率(%)	57.1	55.3	1.8 ppts	0.4 ppts	9.5 ppts	56.2	1.0 ppts	56.0	53.2	2.9 ppts	(1.1)ppts	5.9 ppts	54.6	1.4 ppts
營利率(%)	28.6	26.3	2.3 ppts	1.3 ppts	12.5 ppts	27.4	1.2 ppts	26.2	23.7	2.6 ppts	(2.4)ppts	7.3 ppts	25.2	1.0 ppts
淨利率(%)	24.0	22.1	1.9 ppts	0.2 ppts	11.5 ppts	22.5	1.5 ppts	23.2	21.4	1.8 ppts	(0.8)ppts	4.0 ppts	21.3	1.9 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 2：2024-25 年財測修正暨市場共識

百萬元	2024F						2025F					
	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	10,172	9,917	2.6	24.9	10,043	1.3	12,972	12,198	6.3	27.5	12,584	3.1
毛利	5,588	5,393	3.6	43.4	5,486	1.9	7,370	6,795	8.5	31.9	7,052	4.5
營業利益	2,588	2,452	5.5	75.9	2,517	2.8	3,593	3,230	11.2	38.8	3,424	4.9
稅後淨利	2,308	2,193	5.2	75.9	2,228	3.6	3,147	2,868	9.7	36.4	2,902	8.5
每股盈餘(元)	24.49	23.27	5.2	75.9	21.81	12.3	33.40	30.44	9.7	36.4	30.50	9.5
毛利率(%)	54.9	54.4	0.6 ppts	7.1 ppts	54.6	0.3 ppts	56.8	55.7	1.1 ppts	1.9 ppts	56.0	0.8 ppts
營利率(%)	25.4	24.7	0.7 ppts	7.4 ppts	25.1	0.4 ppts	27.7	26.5	1.2 ppts	2.2 ppts	27.2	0.5 ppts
淨利率(%)	22.7	22.1	0.6 ppts	6.6 ppts	22.2	0.5 ppts	24.3	23.5	0.7 ppts	1.6 ppts	23.1	1.2 ppts

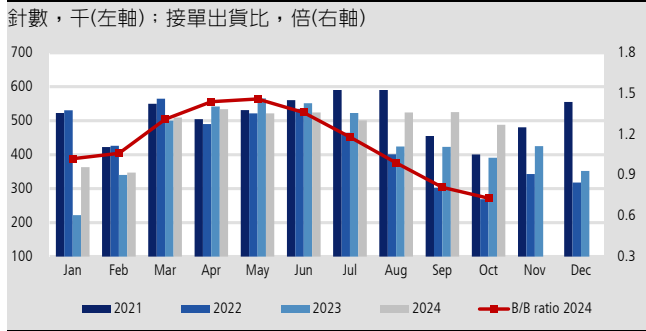
資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 3：同業評價比較

公司	代號	市值	股價	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘 複合成長率(%)		本益比 (倍)		股價淨值比 (倍)		股東權益報酬率 (%)		股利殖利率 (%)	
		(美金百萬元)	(當地貨幣)	2024F	2025F	(2023-2025F)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
旺矽	6223 TT	2,355	821.0	24.49	33.40	54.9		33.5	24.6	10.2	8.2	18.1	25.7	0.9	1.5
穎威	6515 TT	1,284	1,205.0	34.91	50.26	92.8		34.5	24.0	12.0	9.0	29.4	31.2	0.9	2.1
精測	6510 TT	791	793.0	10.32	18.68	333.5		76.9	42.4	3.5	3.3	4.4	7.6	0.1	0.7
致茂	2360 TT	4,570	353.0	12.51	16.69	32.9		28.2	21.1	6.3	5.4	N.M.	27.0	1.9	3.1
雍智科技	6683 TT	352	422.5	N.A.	N.A.	N.M.		N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	1.5	N.M.
中探針	6217 TT	109	35.9	N.A.	N.A.	N.M.		N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	0.8	N.M.
Advantest Corp	6857 JP	43,537	8,645.0	84.45	220.06	12.3		102.4	39.3	14.8	12.3	15.6	33.6	0.5	0.7
是德科技	KEYS US	30,141	174.3	3.53	6.93	7.9		49.4	25.1	5.9	5.8	12.6	20.0	N.M.	0.0
泰瑞達公司	TER US	18,441	113.2	3.41	3.94	16.4		33.2	28.7	6.5	6.0	20.3	22.8	0.4	0.4
日本發條	5991 JP	3,067	1,912.0	173.27	213.57	50.3		11.0	9.0	1.0	1.0	10.4	11.2	3.3	3.4
福達電子公司	FORM US	2,776	35.8	0.90	1.32	11.7		39.8	27.1	2.9	N.M.	7.5	8.8	N.M.	0.0
李諾工業公司	058470 KS	2,380	226,500.0	N.A.	N.A.	N.M.		N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	1.3	1.4
Micronics Japan	6871 JP	1,033	3,925.0	219.17	297.14	66.7		17.9	13.2	3.1	2.6	N.M.	24.0	1.7	2.2
Isc有限公司	095340 KS	1,027	70,300.0	2,505.00	2,963.83	98.9		28.1	23.7	2.9	2.6	N.M.	11.2	1.2	0.7
Cohu公司	COHU US	1,012	21.7	(0.20)	0.70	8.9		N.M.	31.0	1.2	1.2	N.M.	1.2	N.M.	0.0
山一電機	6941 JP	323	2,250.0	100.43	302.10	(6.6)		22.4	7.4	1.2	1.0	5.5	14.7	4.0	4.0
Enplas Corp	6961 JP	274	4,290.0	390.14	407.50	(11.8)		11.0	10.5	0.7	0.7	7.0	6.6	1.4	1.4
友華有限公司	6800 JP	252	1,610.0	64.86	124.60	(3.9)		24.8	12.9	0.7	0.7	3.1	5.6	3.0	3.0
日本電子材料	6855 JP	179	2,158.0	49.32	237.50	7.0		43.8	9.1	1.1	N.M.	2.5	11.1	2.3	2.5
同業平均								29.6	25.8	4.6	4.3	12.7	12.8	1.6	1.6

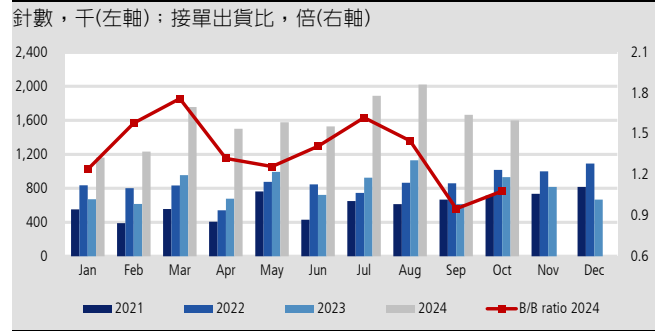
資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 4：CPC 月出貨針數及月接單出貨比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：VPC 月出貨針數及月接單出貨比



資料來源：公司資料，凱基

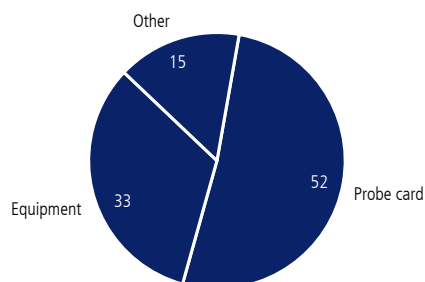
圖 6：公司概況

旺矽成立於 1995 年，提供探針卡、光電自動化、先進半導體測試、散熱解決方案。公司之探針卡解決方案包含懸臂式探針卡(CPC)、垂直式探針卡(VPC)及微機電式探針卡(MEMS)。公司於 2023 年全球探針卡市場中排名第四。2023 產品營收比重為探針卡 52%、設備 33%與其他 15%。

資料來源：公司資料，凱基

圖 7：2023 年產品組合

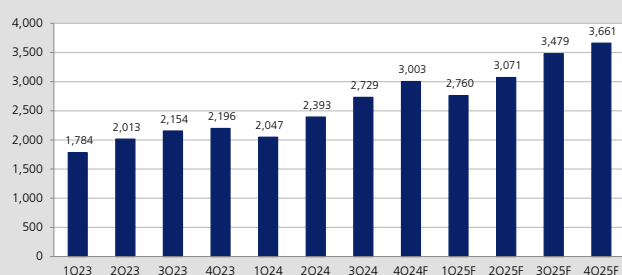
產品比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 8：季營業收入

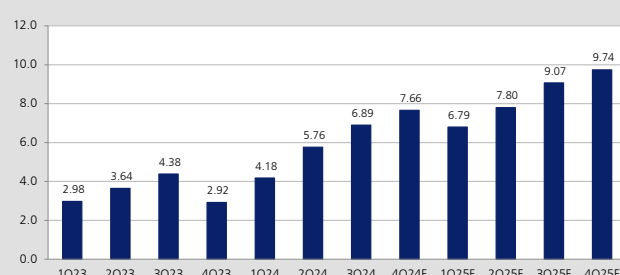
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9：每股盈利

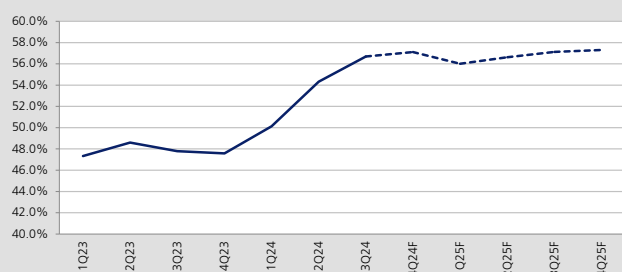
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10：毛利率

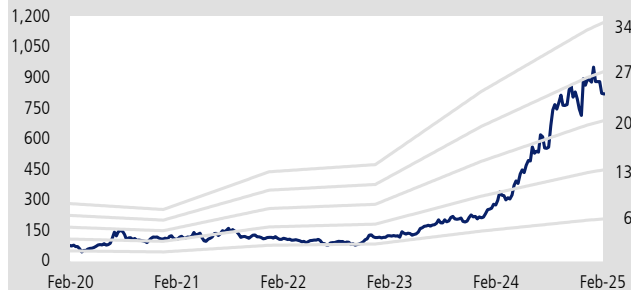
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11：未來一年預估本益比區間

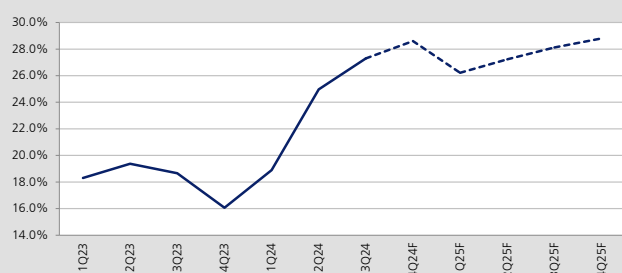
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 12：營業利潤率

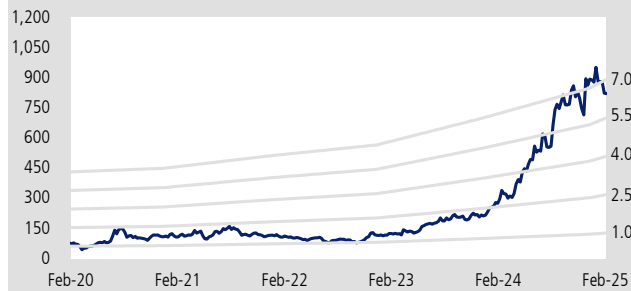
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 13：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	2,047	2,393	2,729	3,003	2,760	3,071	3,479	3,661	8,147	10,172	12,972
營業成本	(1,021)	(1,093)	(1,182)	(1,288)	(1,214)	(1,332)	(1,492)	(1,563)	(4,250)	(4,584)	(5,601)
營業毛利	1,026	1,300	1,547	1,715	1,546	1,739	1,987	2,097	3,897	5,588	7,370
營業費用	(639)	(702)	(802)	(856)	(823)	(903)	(1,009)	(1,043)	(2,426)	(3,000)	(3,778)
營業利益	387	598	745	859	724	836	978	1,054	1,471	2,588	3,593
折舊	(112)	(116)	(118)	(122)	(133)	(133)	(133)	(133)	(462)	(467)	(533)
攤提	(19)	(19)	(20)	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)	(75)	(78)	(78)
EBITDA	518	733	883	1,000	876	989	1,131	1,207	2,008	3,134	4,203
利息收入	9	13	9	9	10	10	10	10	30	39	40
投資利益淨額	-	-	7	-	-	-	-	-	7	7	-
其他營業外收入	35	36	26	-	25	25	25	25	78	97	100
總營業外收入	43	48	42	9	35	35	35	35	115	143	140
利息費用	(8)	(8)	(10)	(10)	(7)	(7)	(7)	(7)	(26)	(35)	(28)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	60	46	(6)	-	10	10	10	10	22	100	40
總營業外費用	52	38	(16)	(10)	3	3	3	3	(5)	65	12
稅前純益	482	684	772	858	762	874	1,016	1,092	1,582	2,797	3,745
所得稅費用[利益]	(86)	(142)	(121)	(137)	(122)	(140)	(163)	(175)	(264)	(486)	(599)
少數股東損益	1	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2
非常項目前稅後純益	398	543	651	721	640	735	854	918	1,321	2,313	3,147
非常項目	(4)	0	(2)	-	-	-	-	-	(9)	(5)	-
稅後淨利	394	543	650	721	640	735	854	918	1,312	2,308	3,147
每股盈餘 (NT\$)	4.18	5.76	6.89	7.66	6.79	7.80	9.07	9.74	13.92	24.49	33.40
獲利率 (%)											
營業毛利率	50.1	54.3	56.7	57.1	56.0	56.6	57.1	57.3	47.8	54.9	56.8
營業利率率	18.9	25.0	27.3	28.6	26.2	27.2	28.1	28.8	18.1	25.4	27.7
EBITDA Margin	25.3	30.6	32.4	33.3	31.7	32.2	32.5	33.0	24.6	30.8	32.4
稅前純益率	23.6	28.6	28.3	28.6	27.6	28.5	29.2	29.8	19.4	27.5	28.9
稅後純益率	19.2	22.7	23.8	24.0	23.2	23.9	24.6	25.1	16.1	22.7	24.3
季成長率 (%)											
營業收入	(6.8)	16.9	14.1	10.0	(8.1)	11.3	13.3	5.2			
營業毛利	(1.8)	26.7	19.0	10.8	(9.8)	12.5	14.3	5.5			
營業收益增長	9.6	54.5	24.7	15.3	(15.8)	15.6	17.0	7.7			
EBITDA	6.2	41.4	20.5	13.2	(12.4)	12.9	14.4	6.7			
稅前純益	43.1	41.9	12.8	11.2	(11.3)	14.8	16.3	7.5			
稅後純益	43.0	37.8	19.7	11.0	(11.3)	14.8	16.3	7.5			
年成長率 (%)											
營業收入	14.8	18.9	26.7	36.7	34.9	28.4	27.5	21.9	9.5	24.9	27.5
營業毛利	21.5	32.9	50.3	64.1	50.7	33.8	28.5	22.3	14.3	43.4	31.9
營業收益	18.4	53.3	85.4	143.4	87.1	39.9	31.3	22.7	18.4	75.9	38.8
EBITDA	13.6	38.7	64.8	104.9	69.2	35.0	28.1	20.7	13.6	56.1	34.1
稅前純益	44.7	68.7	52.5	154.7	57.9	27.8	31.7	27.3	9.8	76.8	33.9
稅後純益	40.4	58.1	57.4	162.0	62.6	35.4	31.5	27.2	8.1	75.9	36.4

資料來源：公司資料，凱基預估

### 資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>9,857</b>	<b>10,903</b>	<b>12,440</b>	<b>14,429</b>	<b>16,597</b>
<b>流動資產</b>	<b>5,430</b>	<b>6,408</b>	<b>6,904</b>	<b>8,146</b>	<b>9,593</b>
現金及短期投資	1,324	2,382	2,579	2,293	2,745
存貨	2,575	2,747	2,752	3,297	3,939
應收帳款及票據	1,384	1,123	1,338	2,282	2,636
其他流動資產	147	155	235	274	274
<b>非流動資產</b>	<b>4,427</b>	<b>4,495</b>	<b>5,536</b>	<b>6,283</b>	<b>7,003</b>
長期投資	166	195	1,147	504	504
固定資產	3,532	3,427	3,391	4,797	5,517
什項資產	728	872	997	982	982
<b>負債總額</b>	<b>3,810</b>	<b>4,009</b>	<b>4,819</b>	<b>4,999</b>	<b>5,175</b>
<b>流動負債</b>	<b>2,538</b>	<b>2,794</b>	<b>3,105</b>	<b>3,456</b>	<b>3,632</b>
應付帳款及票據	562	528	564	824	1,000
短期借款	120	111	170	853	853
什項負債	1,856	2,155	2,372	1,779	1,779
<b>長期負債</b>	<b>1,272</b>	<b>1,215</b>	<b>1,714</b>	<b>1,543</b>	<b>1,543</b>
長期借款	1,135	1,039	1,511	1,354	1,354
其他負債及準備	35	59	97	119	119
<b>股東權益總額</b>	<b>6,048</b>	<b>6,894</b>	<b>7,620</b>	<b>9,431</b>	<b>11,422</b>
普通股本	941	942	942	942	942
保留盈餘	2,651	3,419	3,956	5,496	7,489
少數股東權益	9	9	6	4	2
優先股股東資金	-	-	-	-	-

### 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	9.8%	14.3%	9.5%	24.9%	27.5%
營業收益增長	(6.1%)	53.9%	18.4%	75.9%	38.8%
EBITDA	(7.4%)	35.6%	13.6%	56.1%	34.1%
稅後純益	(2.9%)	74.9%	8.1%	75.9%	36.4%
每股盈餘成長率	(11.5%)	73.3%	8.0%	75.9%	36.4%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	42.1%	45.8%	47.8%	54.9%	56.8%
營業利益率	12.4%	16.7%	18.1%	25.4%	27.7%
EBITDA Margin	20.0%	23.8%	24.6%	30.8%	32.4%
稅後純益率	10.7%	16.3%	16.1%	22.7%	24.3%
平均資產報酬率	7.4%	11.7%	11.2%	17.2%	20.3%
股東權益報酬率	11.9%	18.8%	18.1%	27.1%	30.2%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	20.8%	16.7%	22.1%	23.4%	19.3%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	122.9	105.7	61.7	80.2	134.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	94.3	124.7	40.1	31.3	104.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	5.1	13.8	5.3	1.2	3.3
流動比率 (x)	2.1	2.3	2.2	2.4	2.6
速動比率 (x)	1.1	1.3	1.3	1.4	1.6
淨負債 (NT\$百萬)	(69)	(1,233)	(898)	(86)	(538)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	7.44	12.89	13.92	24.49	33.40
每股現金盈餘 (NT\$)	6.88	18.24	11.10	11.73	31.17
每股淨值 (NT\$)	64.19	73.07	80.81	100.04	121.19
調整後每股淨值 (NT\$)	64.73	73.14	80.81	100.04	121.19
每股營收 (NT\$)	69.78	79.02	86.46	107.95	137.66
EBITDA/Share (NT\$)	13.98	18.78	21.31	33.25	44.60
每股現金股利 (NT\$)	4.00	7.00	7.50	13.19	17.99
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.69	0.72	0.70	0.76	0.84
應收帳款周轉天數	77.6	55.1	59.9	82.1	74.2
存貨周轉天數	249.6	248.8	236.4	263.3	256.7
應付帳款周轉天數	54.5	47.8	48.4	65.8	65.2
現金轉換周轉天數	272.7	256.1	247.9	279.6	265.6

資料來源：公司資料，凱基預估

### 損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>6,509</b>	<b>7,439</b>	<b>8,147</b>	<b>10,172</b>	<b>12,972</b>
營業成本	(3,765)	(4,031)	(4,250)	(4,584)	(5,601)
<b>營業毛利</b>	<b>2,743</b>	<b>3,408</b>	<b>3,897</b>	<b>5,588</b>	<b>7,370</b>
營業費用	(1,936)	(2,165)	(2,426)	(3,000)	(3,778)
<b>營業利益</b>	<b>808</b>	<b>1,243</b>	<b>1,471</b>	<b>2,588</b>	<b>3,593</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>53</b>	<b>62</b>	<b>115</b>	<b>143</b>	<b>140</b>
利息收入	6	5	30	39	40
投資利益淨額	-	1	7	7	-
其他營業外收入	47	56	78	97	100
<b>總營業外費用</b>	<b>(32)</b>	<b>136</b>	<b>(5)</b>	<b>65</b>	<b>12</b>
利息費用	(7)	(14)	(26)	(35)	(28)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(25)	150	22	100	40
<b>稅前純益</b>	<b>829</b>	<b>1,441</b>	<b>1,582</b>	<b>2,797</b>	<b>3,745</b>
所得稅費用[利益]	(133)	(229)	(264)	(486)	(599)
少數股東損益	(2)	1	2	2	2
非常項目	-	(0)	(9)	(5)	-
<b>稅後淨利</b>	<b>694</b>	<b>1,214</b>	<b>1,312</b>	<b>2,308</b>	<b>3,147</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,304</b>	<b>1,768</b>	<b>2,008</b>	<b>3,134</b>	<b>4,203</b>
每股盈餘 (NT\$)	7.44	12.89	13.92	24.49	33.40

### 現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>641</b>	<b>1,717</b>	<b>1,046</b>	<b>1,105</b>	<b>2,937</b>
本期純益	694	1,214	1,312	2,308	3,147
折舊及攤提	497	525	537	545	611
本期運用資金變動	(274)	51	(213)	(1,245)	(819)
其他營業資產及負債變動	(275)	(73)	(590)	(503)	(2)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,152)</b>	<b>(469)</b>	<b>(1,269)</b>	<b>(1,142)</b>	<b>(1,331)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(168)	(51)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	0	-	-
資本支出淨額	(762)	(291)	(313)	(1,051)	(1,253)
其他資產變動	(222)	(126)	(956)	(91)	(78)
<b>自由現金流</b>	<b>79</b>	<b>1,271</b>	<b>1,162</b>	<b>310</b>	<b>1,478</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>389</b>	<b>(182)</b>	<b>434</b>	<b>(275)</b>	<b>(1,154)</b>
短期借款變動	100	(100)	-	660	-
長期借款變動	370	4	532	(134)	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	-	-	-	(707)	(1,154)
其他融資現金流	(81)	(86)	(97)	(94)	-
<b>匯率影響數</b>	<b>0</b>	<b>(8)</b>	<b>(14)</b>	<b>25</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(121)</b>	<b>1,058</b>	<b>197</b>	<b>(287)</b>	<b>452</b>

### 投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	29.7%	29.1%	29.8%	29.5%	29.1%
<b>= 營業利益率</b>	<b>12.4%</b>	<b>16.7%</b>	<b>18.1%</b>	<b>25.4%</b>	<b>27.7%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4
+ 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>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>
營業利益率	12.4%	16.7%	18.1%	25.4%	27.7%
x 資本周轉率	1.2	1.5	1.6	1.2	1.3
x (1 - 有效現金稅率)	83.9%	84.1%	83.3%	82.6%	84.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>12.5%</b>	<b>20.8%</b>	<b>23.9%</b>	<b>25.5%</b>	<b>30.4%</b>

資料來源：公司資料，凱基預估

## 旺砂 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-11-12	增加持股	915	762
2024-08-13	增加持股	730	591
2024-05-08	增加持股	500	425
2024-03-08	增加持股	400	289
2023-11-09	增加持股	270	214
2023-07-12	增加持股	207	175

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	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。
未評等 (R)	
*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）為凱基金控集團之成員。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，過後若有變更時，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。