

# 創意

(3443.TW/3443 TT)

## 持有 · 維持

收盤價 February 7 (NT\$)	1,380
12 個月目標價 (NT\$)	1,340
前次目標價 (NT\$)	1,420
調降 (%)	5.6
下跌空間 (%)	2.9

## 焦點內容

- 2025 年展望差強人意。
- NRE 營收與加密貨幣專案 Turnkey 營收驅動 2025 年營收年增。
- 2026 年營收年增動能主要來自三項 CSP 專案。
- 4Q24 EPS 符合預期。

## 交易資料表

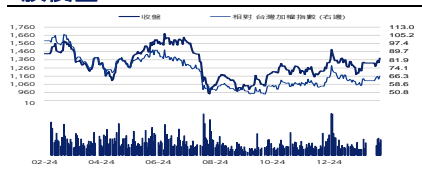
市值：(NT\$bn/US\$mn)	184.9 / 5,632
流通在外股數 (百萬股)：	134.0
外資持有股數 (百萬股)：	29.68
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.64
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	942 -1,680

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	7.4	36	-3.8
相對表現 (%)	7.1	25.7	-33.5

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	6.97A	6.26A	7.64A	5.31A
2024	4.94A	6.78A	7.71A	6.32A
2025	7.87F	6.98F	7.45F	7.66F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

劉宇程  
886.2.2181.8727  
lucas.liu@kgi.com

李靖涵  
886.2.2181.8741  
megan.li@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 潛在機會與不確定性並存

### 重要訊息

創意舉辦 4Q24 法說會。我們在報告中亦加入 2026 年的財務預測。

### 評論及分析

**2025 年展望差強人意。** 創意預估 1Q25 營收將季增雙位數百分比(對比先前預估為季增 24.9%與市場共識為季增 13.6%)。其中，NRE 營收預估將季減雙位數百分比，Turnkey 營收預估將季增雙位數百分比。1Q25 毛利率預估將微幅季減，主因：(1) NRE 對 Turnkey 營收占比下滑；及(2) Ship-out 相關 NRE 營收占比上升。營業費用則預估將季減雙位數百分比，主因壞帳回沖。展望 2025 年，創意預計營收將年增 14-16% (對比我們先前預估為年增 27.9%與市場共識為年增 25.6%)。其中，NRE 營收預估將年增逾公司整體平均，而 Turnkey 營收則預估將年增 11-13%。2025 年毛利率預估將年減數個百分比，主因 Ship-out 相關 NRE 營收占比增加(包括 2024 年遞延之兩項 AI 專案 Ship-out 相關 NRE 營收)。營業費用則預估將年減個位數百分比。

**NRE 營收與加密貨幣專案 Turnkey 營收驅動 2025 年營收年增。** 2025 年 NRE 營收將年增逾 10-20%中緣，主因 2024 年遞延之兩項 AI 專案 Ship-out 相關 NRE 營收有望於 2025 年認列，且數項 CSP 相關專案亦將於 2025 年貢獻 Ship-out 相關 NRE 營收。我們亦重申，加密貨幣專案對 2025 年 Turnkey 業務營收成長至關重要，4Q24 合約負債自 3Q24 之 64.5 億元增加至 93.5 億元，我們預期新增部分主要係向加密貨幣專案客戶提前收取全額預付款，將陸續貢獻 Turnkey 業務營收，而 2025 年加密貨幣專案營收占比預估將逾 10%。我們預期後續若持續取得產能，將有望創造 Turnkey 業務營收上檔。

### 投資建議

因 2025 年展望差強人意，我們將 2025 年 EPS 預估微幅下調至 29.95 元(年增 16.3%)，並預估 2026 年 EPS 為 35.80 元(年增 19.5%)，對比市場共識分別為 33.94 元與 42.21 元。我們將目標價自 1,420 元下調至 1,340 元，係基於 45 倍 2025 年 EPS 預估換算得出(週期平均加一倍標準差)。儘管數項 AI/HPC ASIC 專案將挹注 2026 年營收，且亦有數項潛在專案正在爭取當中，但考量：(1) 2026 年營收規模仍有變數，且主要專案皆屬於 TK3 類型；及(2)潛在爭取當中之專案能見度仍不明朗，我們仍維持「持有」評等。

### 投資風險

競爭加劇；需求降溫；全球經濟衰退。

### 主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	24,040	26,241	25,044	29,764	36,298
營業毛利 (NT\$百萬)	8,335	7,976	8,108	8,562	9,494
營業利益 (NT\$百萬)	4,099	3,969	3,803	4,560	5,484
稅後淨利 (NT\$百萬)	3,710	3,508	3,451	4,014	4,798
每股盈餘 (NT\$)	27.69	26.18	25.75	29.95	35.80
每股現金股利 (NT\$)	14.00	14.00	16.00	18.61	22.25
每股盈餘成長率 (%)	154.1	(5.5)	(1.6)	16.3	19.5
本益比 (x)	49.8	52.7	53.6	46.1	38.5
股價淨值比 (x)	22.9	19.1	16.4	14.0	12.0
EV/EBITDA (x)	37.7	38.7	39.4	33.9	28.4
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.0	1.0	1.2	1.3	1.6
股東權益報酬率 (%)	55.7	39.5	32.9	32.8	33.5

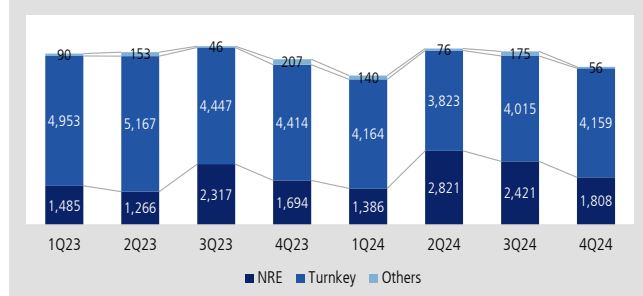
資料來源：公司資料，凱基預估

**2026 年營收年增動能主要來自三項 CSP 專案。**我們預期三項美系 CSP 專案將為創意 2026 年營收年增主要推手，包括：(1)一項 AI ASIC 專案；(2)一項伺服器 CPU 專案；及(3)一項智慧裝置專案，惟我們重申前兩項專案皆屬於 TK3 類型，創意僅參與生產製造服務，而非自前端/後端設計做起，毛利率恐將被稀釋。管理層亦正向看待前述提及之專案最早將自 4Q25 開始陸續挹注營收，且即使 2026 年無任何加密貨幣專案營收貢獻，對 2026 年營收年增仍深具信心。此外，我們亦正向看待 DeepSeek 橫空出世之後，不僅美系 CSP 將擴大、加速 AI/HPC ASIC 專案之佈局，美系新創業者亦有望更積極投入 AI/HPC ASIC 專案之開發，為創意提供除了美系 CSP 之外，更多整體潛在市場。

**4Q24 EPS 符合預期。**4Q24 毛利率為 33.2%，季減 2.6 個百分點，年增 4.7 個百分點，優於我們預估的 31.0%與市場共識的 31.5%。加上略高於我們預估與市場共識的營業費用 11.2 億元，及略高於我們預估與市場共識的業外收入 4,835 萬元，總計 4Q24 EPS 為 6.32 元，季減 18.1%，年增 18.9%，大致符合我們預估的 6.31 元與市場共識的 6.22 元。

圖 1：創意營收結構(按解決方案)

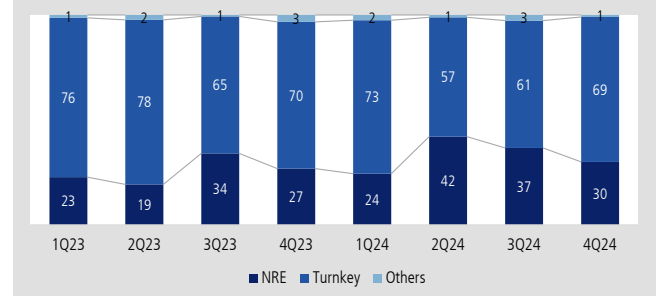
營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 2：創意營收占比(按解決方案)

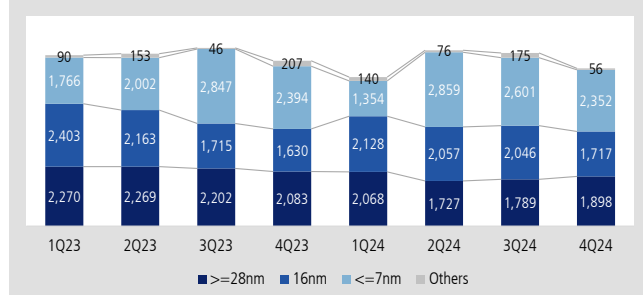
營收占比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 3：創意營收結構(按製程)

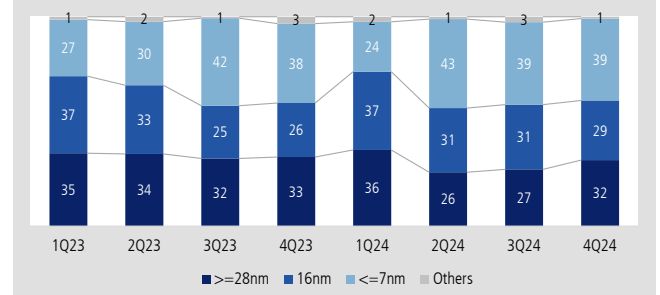
營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：創意營收占比(按製程)

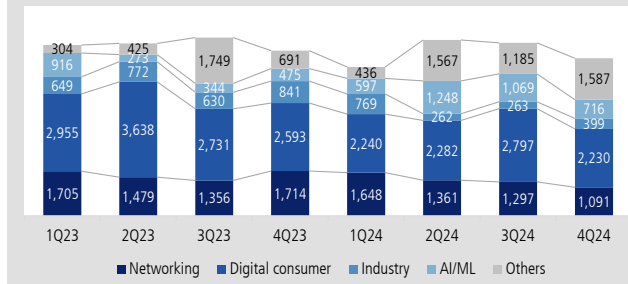
營收占比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：創意營收結構(按應用)

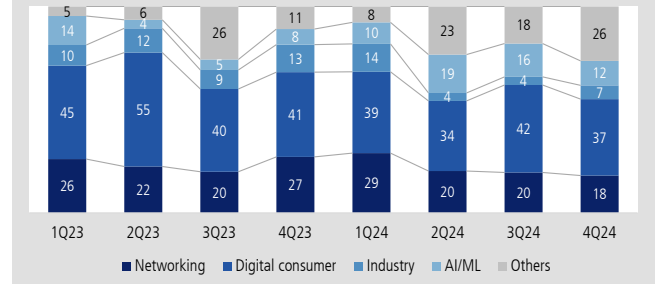
營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：創意營收占比(按應用)

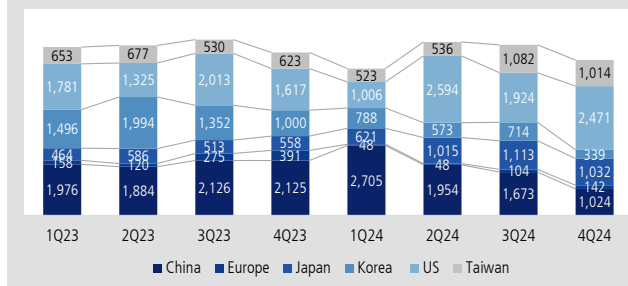
營收占比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 7：創意營收結構(按地區)

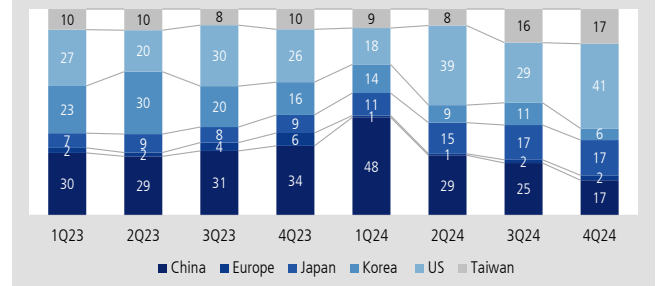
營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 8：創意營收占比(按地區)

營收占比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 9：4Q24 財報暨凱基與市場共識比較

百萬元	4Q24									
	實際值	凱基預估	差異(%)	3Q24	QoQ (%)	4Q23	YoY (%)	市場共識	差異(%)	
營收	6,023	6,386	(5.7)	6,611	(8.9)	6,315	(4.6)	6,278	(4.1)	
毛利	1,999	1,981	0.9	2,366	(15.5)	1,799	11.1	1,980	1.0	
營業利益	877	955	(8.2)	1,191	(26.4)	827	6.1	915	(4.2)	
稅後淨利	847	846	0.1	1,034	(18.1)	712	18.9	818	3.5	
每股盈餘(元)	6.32	6.31	0.1	7.71	(18.1)	5.31	18.9	6.22	1.7	
毛利率(%)	33.2	31.0	2.2 ppts	35.8	(2.6)ppts	28.5	4.7 ppts	31.5	1.7 ppts	
營利率(%)	14.6	15.0	(0.4)ppts	18.0	(3.5)ppts	13.1	1.5 ppts	14.6	(0.0)ppts	
淨利率(%)	14.1	13.2	0.8 ppts	15.6	(1.6)ppts	11.3	2.8 ppts	13.0	1.0 ppts	

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 10：1Q25 財測修正暨市場共識比較

百萬元	1Q25F						
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	6,962	7,523	(7.4)	15.6	22.4	6,843	1.8
毛利	2,180	2,226	(2.1)	9.0	29.1	2,163	0.8
營業利益	1,198	1,173	2.1	36.7	69.8	1,086	10.4
稅後淨利	1,055	1,027	2.7	24.5	59.1	960	9.9
每股盈餘(元)	7.87	7.66	2.7	24.5	59.1	6.96	13.0
毛利率(%)	31.3	29.6	1.7 ppts	(1.9)ppts	1.6 ppts	31.6	(0.3)ppts
營利率(%)	17.2	15.6	1.6 ppts	2.7 ppts	4.8 ppts	15.9	1.3 ppts
淨利率(%)	15.1	13.7	1.5 ppts	1.1 ppts	3.5 ppts	14.0	1.1 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 11：2024 年財報與 2025 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2024						2025F					
	實際值	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(%)
營收	25,044	25,408	(1.4)	(4.6)	25,311	(1.1)	29,764	32,024	(7.1)	18.8	31,461	(5.4)
毛利	8,108	8,089	0.2	1.7	8,067	0.5	8,562	9,173	(6.7)	5.6	9,692	(11.7)
營業利益	3,803	3,881	(2.0)	(4.2)	3,834	(0.8)	4,560	4,886	(6.7)	19.9	5,161	(11.6)
稅後淨利	3,451	3,450	0.0	(1.6)	3,402	1.4	4,014	4,273	(6.1)	16.3	4,508	(11.0)
每股盈餘(元)	25.75	25.75	(0.0)	(1.6)	25.44	1.2	29.95	31.88	(6.1)	16.3	33.94	(11.8)
毛利率(%)	32.4	31.8	0.5 ppts	2.0 ppts	31.9	0.5 ppts	28.8	28.6	0.1 ppts	(3.6)ppts	30.8	(2.0)ppts
營利率(%)	15.2	15.3	(0.1)ppts	0.1 ppts	15.1	0.0 ppts	15.3	15.3	0.1 ppts	0.1 ppts	16.4	(1.1)ppts
淨利率(%)	13.8	13.6	0.2 ppts	0.4 ppts	13.4	0.3 ppts	13.5	13.3	0.1 ppts	(0.3)ppts	14.3	(0.8)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

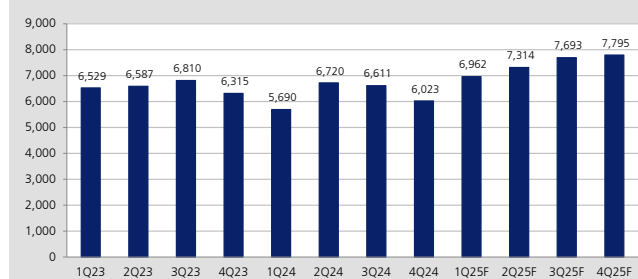
圖 12：公司概況

1998 年成立的創意電子為台積電(2330 TT, NT\$1,125, 增加持股)之關係企業(台積電為最大股東, 持股比例達 34.84%), 專門提供 IC 設計服務, 尤其專精先進 ASIC 領域。公司之設計服務涵蓋 Spec-in 與 SoC 整合、物理實現、2.5D/3D 封裝技術、量產服務及先進技術, 如: 世界級的高頻寬記憶體(HBM)與晶粒對晶粒之互連 IP。公司總部位於新竹, 並在北美、中國、歐洲、韓國與日本設有辦公室。

資料來源：公司資料，凱基

圖 14：季營業收入

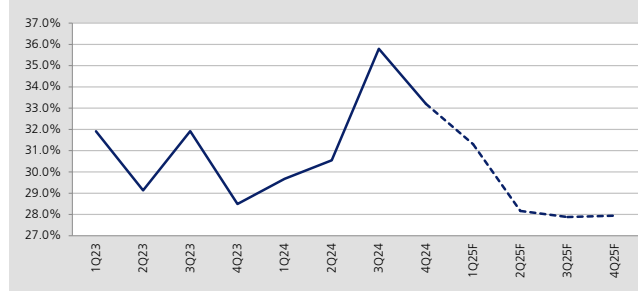
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 16：毛利率

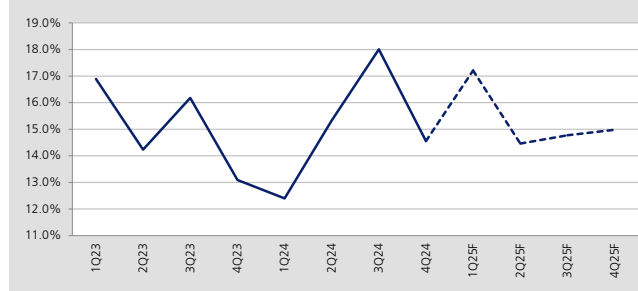
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 18：營業利潤率

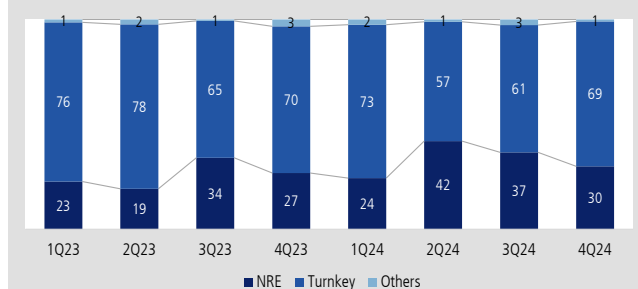
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 13：創意營收占比(按解決方案)

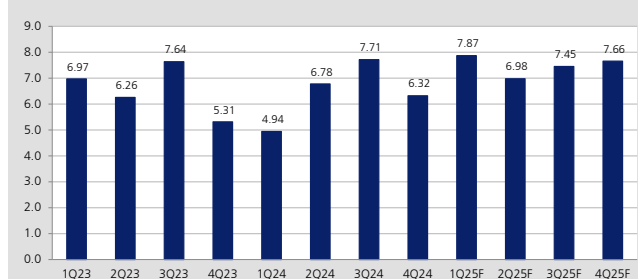
營收占比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 15：每股盈利

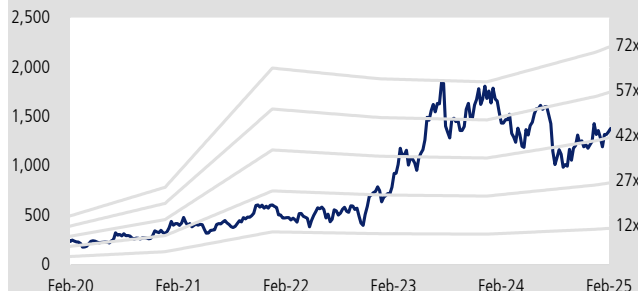
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 17：未來 12 個月預估本益比區間

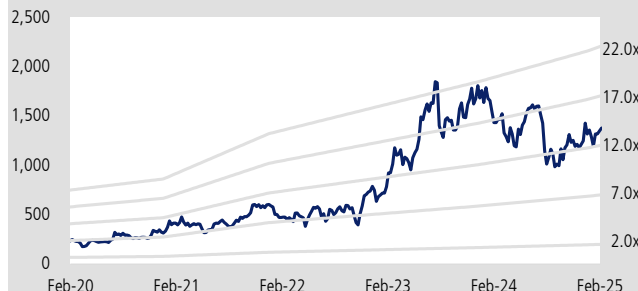
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 19：未來 12 個月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-24A	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	5,690	6,720	6,611	6,023	6,962	7,314	7,693	7,795	25,044	29,764	36,298
營業成本	(4,002)	(4,667)	(4,245)	(4,023)	(4,783)	(5,254)	(5,549)	(5,617)	(16,937)	(21,202)	(26,803)
營業毛利	1,689	2,053	2,366	1,999	2,180	2,060	2,145	2,178	8,108	8,562	9,494
營業費用	(983)	(1,023)	(1,176)	(1,123)	(982)	(1,002)	(1,008)	(1,010)	(4,305)	(4,002)	(4,010)
營業利益	705	1,030	1,191	877	1,198	1,058	1,137	1,168	3,803	4,560	5,484
折舊	(62)	(62)	(62)	(62)	(78)	(78)	(78)	(78)	(247)	(311)	(386)
攤提	(92)	(93)	(96)	(96)	(72)	(72)	(72)	(72)	(376)	(288)	(289)
EBITDA	859	1,185	1,348	1,034	1,348	1,208	1,287	1,317	4,426	5,160	6,159
利息收入	37	37	37	44	40	39	35	37	154	152	154
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	2	6	1	4	15	15	15	15	12	60	60
總營業外收入	39	42	38	47	55	54	50	52	166	212	214
利息費用	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(4)	(4)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	32	32	(24)	58	(6)	(6)	(6)	(6)	98	(24)	(24)
總營業外費用	31	31	(25)	57	(7)	(7)	(7)	(7)	94	(28)	(28)
稅前純益	775	1,103	1,204	981	1,246	1,105	1,180	1,213	4,062	4,744	5,671
所得稅費用[利益]	(112)	(196)	(170)	(134)	(192)	(170)	(182)	(187)	(612)	(731)	(873)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	663	907	1,034	847	1,055	935	998	1,026	3,451	4,014	4,798
非常項目	0	0	(0)	0	0	0	0	0	-	0	0
稅後淨利	663	907	1,034	847	1,055	935	998	1,026	3,451	4,014	4,798
每股盈餘 (NT\$)	4.94	6.78	7.71	6.32	7.87	6.98	7.45	7.66	25.75	29.95	35.80
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	29.7	30.5	35.8	33.2	31.3	28.2	27.9	27.9	32.4	28.8	26.2
營業利益率	12.4	15.3	18.0	14.6	17.2	14.5	14.8	15.0	15.2	15.3	15.1
EBITDA Margin	15.1	17.6	20.4	17.2	19.4	16.5	16.7	16.9	17.7	17.3	17.0
稅前純益率	13.6	16.4	18.2	16.3	17.9	15.1	15.3	15.6	16.2	15.9	15.6
稅後純益率	11.6	13.5	15.6	14.1	15.1	12.8	13.0	13.2	13.8	13.5	13.2
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(9.9)	18.1	(1.6)	(8.9)	15.6	5.0	5.2	1.3			
營業毛利	(6.1)	21.6	15.3	(15.5)	9.0	(5.5)	4.1	1.5			
營業收益增長	(14.7)	46.0	15.6	(26.4)	36.7	(11.7)	7.5	2.7			
EBITDA	(12.8)	37.9	13.8	(23.3)	30.4	(10.4)	6.5	2.4			
稅前純益	(7.5)	42.4	9.1	(18.6)	27.1	(11.3)	6.8	2.8			
稅後純益	(6.9)	36.9	13.9	(18.1)	24.5	(11.3)	6.8	2.8			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	(12.8)	2.0	(2.9)	(4.6)	22.4	8.8	16.4	29.4	(4.6)	18.8	22.0
營業毛利	(18.9)	7.0	8.9	11.1	29.1	0.3	(9.4)	8.9	1.7	5.6	10.9
營業收益	(36.0)	9.9	8.1	6.1	69.8	2.7	(4.5)	33.2	(4.2)	19.9	20.3
EBITDA	(31.5)	8.8	7.4	5.0	57.0	2.0	(4.6)	27.4	(3.4)	16.6	19.4
稅前純益	(28.9)	6.9	0.7	17.0	60.9	0.2	(2.0)	23.7	(2.2)	16.8	19.5
稅後純益	(29.1)	8.2	1.0	18.9	59.1	3.0	(3.4)	21.1	(1.6)	16.3	19.5

資料來源：公司資料，凱基預估

### 資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
<b>資產總額</b>	<b>21,188</b>	<b>21,074</b>	<b>26,309</b>	<b>28,714</b>	<b>31,712</b>
<b>流動資產</b>	<b>19,558</b>	<b>19,436</b>	<b>24,480</b>	<b>26,398</b>	<b>28,738</b>
現金及短期投資	7,629	9,718	13,407	13,192	13,310
存貨	6,563	4,851	2,794	4,458	5,996
應收帳款及票據	3,000	1,989	2,007	2,477	3,161
其他流動資產	2,366	2,878	6,271	6,271	6,271
<b>非流動資產</b>	<b>1,630</b>	<b>1,638</b>	<b>1,829</b>	<b>2,316</b>	<b>2,975</b>
長期投資	-	-	-	-	-
固定資產	646	559	942	1,429	2,087
什項資產	984	1,079	887	887	887
<b>負債總額</b>	<b>13,126</b>	<b>11,392</b>	<b>15,015</b>	<b>15,550</b>	<b>16,245</b>
<b>流動負債</b>	<b>12,598</b>	<b>10,954</b>	<b>14,669</b>	<b>15,204</b>	<b>15,899</b>
應付帳款及票據	2,983	1,688	1,691	2,226	2,921
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	9,615	9,266	12,977	12,977	12,977
<b>長期負債</b>	<b>528</b>	<b>439</b>	<b>346</b>	<b>346</b>	<b>346</b>
長期借款	166	113	73	73	73
其他負債及準備	147	154	164	237	237
<b>股東權益總額</b>	<b>8,061</b>	<b>9,682</b>	<b>11,294</b>	<b>13,164</b>	<b>15,467</b>
普通股股本	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340
保留盈餘	5,612	6,896	8,111	9,981	12,284
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

### 主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
<b>年成長率</b>					
營業收入	59.1%	9.2%	(4.6%)	18.8%	22.0%
營業收益增長	144.9%	(3.2%)	(4.2%)	19.9%	20.3%
EBITDA	102.6%	(3.5%)	(3.4%)	16.6%	19.4%
稅後純益	154.1%	(5.5%)	(1.6%)	16.3%	19.5%
每股盈餘成長率	154.1%	(5.5%)	(1.6%)	16.3%	19.5%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	34.7%	30.4%	32.4%	28.8%	26.2%
營業利益率	17.1%	15.1%	15.2%	15.3%	15.1%
EBITDA Margin	19.8%	17.5%	17.7%	17.3%	17.0%
稅後純益率	15.4%	13.4%	13.8%	13.5%	13.2%
平均資產報酬率	20.6%	16.6%	14.6%	14.6%	15.9%
股東權益報酬率	55.7%	39.5%	32.9%	32.8%	33.5%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	2.1%	1.2%	0.6%	0.6%	0.5%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	986.0	756.0	971.2	1,353.8	1,618.0
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	361.5	819.1	1,490.9	859.8	1,125.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	361.5	819.1	1,490.9	859.8	1,125.2
流動比率 (x)	1.6	1.8	1.7	1.7	1.8
速動比率 (x)	1.0	1.3	1.5	1.4	1.4
淨負債 (NT\$百萬)	(5,683)	(7,525)	(10,354)	(10,139)	(10,257)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	27.69	26.18	25.75	29.95	35.80
每股現金盈餘 (NT\$)	11.90	33.64	46.58	22.50	29.45
每股淨值 (NT\$)	60.15	72.24	84.28	98.23	115.42
調整後每股淨值 (NT\$)	60.15	72.24	84.28	98.23	115.42
每股營收 (NT\$)	179.38	195.81	186.88	222.10	270.86
EBITDA/Share (NT\$)	35.45	34.20	33.03	38.50	45.96
每股現金股利 (NT\$)	14.00	14.00	16.00	18.61	22.25
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.33	1.24	1.06	1.08	1.20
應收帳款周轉天數	45.6	27.7	29.3	30.4	31.8
存貨周轉天數	152.5	96.9	60.4	76.7	81.7
應付帳款周轉天數	69.3	33.7	36.5	38.3	39.8
現金轉換周轉天數	128.7	90.9	53.2	68.8	73.7

資料來源：公司資料，凱基預估

### 損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
<b>營業收入</b>	<b>24,040</b>	<b>26,241</b>	<b>25,044</b>	<b>29,764</b>	<b>36,298</b>
營業成本	(15,705)	(18,265)	(16,937)	(21,202)	(26,803)
<b>營業毛利</b>	<b>8,335</b>	<b>7,976</b>	<b>8,108</b>	<b>8,562</b>	<b>9,494</b>
營業費用	(4,236)	(4,007)	(4,305)	(4,002)	(4,010)
<b>營業利益</b>	<b>4,099</b>	<b>3,969</b>	<b>3,803</b>	<b>4,560</b>	<b>5,484</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>120</b>	<b>173</b>	<b>166</b>	<b>212</b>	<b>214</b>
利息收入	-	98	154	152	154
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	120	74	12	60	60
<b>總營業外費用</b>	<b>125</b>	<b>14</b>	<b>94</b>	<b>(28)</b>	<b>(28)</b>
利息費用	(4)	(6)	(4)	(4)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	130	19	98	(24)	(24)
<b>稅前純益</b>	<b>4,345</b>	<b>4,155</b>	<b>4,062</b>	<b>4,744</b>	<b>5,671</b>
所得稅費用[利益]	(634)	(647)	(612)	(731)	(873)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	0	0	0
<b>稅後淨利</b>	<b>3,710</b>	<b>3,508</b>	<b>3,451</b>	<b>4,014</b>	<b>4,798</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4,751</b>	<b>4,584</b>	<b>4,426</b>	<b>5,160</b>	<b>6,159</b>
每股盈餘 (NT\$)	27.69	26.18	25.75	29.95	35.80

### 現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>1,595</b>	<b>4,508</b>	<b>6,242</b>	<b>3,015</b>	<b>3,946</b>
本期純益	3,710	3,508	3,451	4,014	4,798
折舊及攤提	652	615	623	600	675
本期運用資金變動	(4,363)	1,749	1,871	(1,598)	(1,527)
其他營業資產及負債變動	1,595	(1,363)	298	0	(0)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(347)</b>	<b>(743)</b>	<b>(1,522)</b>	<b>(1,087)</b>	<b>(1,333)</b>
投資用短期投資出售[新購]	361	(277)	(850)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(320)	(102)	(471)	(798)	(1,044)
其他資產變動	(387)	(364)	(201)	(288)	(289)
<b>自由現金流</b>	<b>(864)</b>	<b>5,265</b>	<b>4,878</b>	<b>1,773</b>	<b>2,455</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(1,007)</b>	<b>(1,962)</b>	<b>(1,962)</b>	<b>(2,144)</b>	<b>(2,494)</b>
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(938)	(1,876)	(1,876)	(2,144)	(2,494)
其他融資現金流	(69)	(85)	(86)	-	-
<b>匯率影響數</b>	<b>20</b>	<b>(15)</b>	<b>31</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>261</b>	<b>1,789</b>	<b>2,790</b>	<b>(216)</b>	<b>119</b>

### 投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入	17.6%	15.3%	17.2%	13.4%	11.0%
- 銷管費用/營業收入	17.1%	15.1%	15.2%	15.3%	15.1%
<b>= 營業利益率</b>	<b>17.1%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.2%</b>	<b>15.3%</b>	<b>15.1%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	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>185.3</b>	<b>(60.0)</b>	<b>(10.4)</b>	<b>(90.4)</b>	<b>19.6</b>
營業利益率	17.1%	15.1%	15.2%	15.3%	15.1%
x 資本周轉率	185.3	(60.0)	(10.4)	(90.4)	19.6
x (1 - 有效現金稅率)	85.4%	84.4%	84.9%	84.6%	84.6%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>2698.2%</b>	<b>(766.0%)</b>	<b>(133.8%)</b>	<b>(1171.2%)</b>	<b>250.0%</b>

資料來源：公司資料，凱基預估



## 創意 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-11-25	持有	1,420	1,275
2024-07-26	持有	1,430	1,335
2024-07-24	持有	1,600	1,430
2024-02-02	持有	1,360	1,590
2024-01-28	持有	1,570	1,545
2023-10-26	增加持股	1,750	1,425
2023-07-28	增加持股	2,000	1,815
2023-06-21	增加持股	2,000	1,625
2023-02-03	持有	870	860
2023-01-13	增加持股	800	682

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。