

## 增加持股・維持

收盤價 February 26 (NT\$)	345.5
12 個月目標價 (NT\$)	382.0
前次目標價 (NT\$)	294.0
調升 (%)	29.9
上漲空間 (%)	10.6

## 焦點內容

- 4Q24 獲利大幅低於預期係因利潤率落後
- 基本需求仍在。隨著美國和歐元區製造業 PMI 復甦，需求將逐步成長
- 獲利於 2025 年起進入上升週期將帶動評價上檔

## 交易資料表

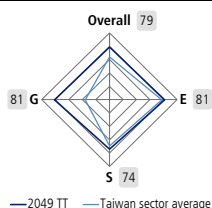
市值：(NT\$bn/US\$m)	122.2 / 3,727
流通在外股數 (百萬股)：	353.8
外資持有股數 (百萬股)：	104.3
3M 平均成交量 (百萬股)：	7.20
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	190.5 - 363.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	48.3	65.3	36.8
相對表現 (%)	45.1	60.1	13.3

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	1.26A	1.77A	1.78A	0.94A
2024	1.12A	1.65A	1.88A	0.93F
2025	1.18F	2.10F	2.71F	2.57F

## 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

張育程  
886.2.2181.8735  
eden.chang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

# 上銀

(2049.TW/2049 TT)



## 獲利進入上升週期

### 重要訊息

上銀 4Q24 每股盈餘 0.93 元，大幅低於預期，因利潤率落後。儘管訂單能見度不長，我們預期需求隨 PMI 復甦將逐步回溫，獲利進入上升週期將帶動評價上檔。

### 評論及分析

**4Q24 獲利不如預期。**儘管 4Q24 營收年增、季增，超前預期，獲利年減 1%、季減 50% 至 3.3 億元，EPS 為 0.93 元，明顯低於市場共識的 1.58 元與我們預估之 2.20 元係因利潤率較低。毛利率季減 3.5 個百分點至 27.2%，低於共識預估 30.9% 與我們預期的 30.2%，原因為：(1) 歐元貶值 (影響 0.6 個百分點)；(2) 區域組合不利 (中國營收比重較高)；與 (3) 產品組合不佳 (線性滑軌營收比重從 3Q24 的 62% 提升至 64%)。加上營業費用上揚 (電費與人事支出)，營益率下滑至 5%，低於我們預估的 10.7%。

**營運將逐季改善。**雖然因客戶觀望美國進口關稅上漲後的影響以及俄烏戰爭可能結束，訂單能見度不長僅兩個月，且未在春節後見到明顯復甦，但管理層表示基本需求仍在，由 1 月營收穩健可以印證，儘管工作日減少，營收仍年增 5.5%。隨著美國和歐元區製造業 PMI 復甦，我們認為 1Q25 將是今年的谷底，並預估訂單將逐季改善，受惠半導體資本支出復甦和 2H25 潛在戰後重建需求。我們預期 1Q25 營收將年增 10%，並在未來幾季成長加速。

**獲利上升週期帶動評價上檔。**反映 4Q24 財報落後，我們調整 2025-26 年獲利預估，並預期自 2025 年起獲利上升週期將推升個股評價。我們認為歐洲市場需求觸底且未來公司贏得更多機器人專案，將推升利潤率與獲利上檔。我們預估 2025 年每股盈餘將年增 54% 至 8.56 元，而 2026 年進一步年增 39% 至 11.94 元。

### 投資建議

我們認為 4Q24 財報落後無傷大雅，並建議投資人逢低買進上銀。我們相信營收逐步復甦與獲利於 2025 年進入上升週期將推升股價。維持「增加持股」評等，並調整目標價至 382 元，係採用較高的 32 倍本益比以反映獲利上升週期，對比歷史交易區間為 13-39 倍。

### 投資風險

下檔風險包括資本支出週期延遲與價格壓力。

### 主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	29,315	24,633	24,392	27,626	32,814
營業毛利 (NT\$百萬)	10,715	7,655	7,218	8,578	10,596
營業利益 (NT\$百萬)	5,572	2,651	2,059	3,318	4,791
稅後淨利 (NT\$百萬)	4,479	2,035	1,972	3,030	4,224
每股盈餘 (NT\$)	12.98	5.75	5.57	8.56	11.94
每股現金股利 (NT\$)	5.50	2.50	2.42	3.72	5.19
每股盈餘成長率 (%)	25.2	(55.7)	(3.1)	53.7	39.4
本益比 (x)	26.6	60.1	62.0	40.3	28.9
股價淨值比 (x)	3.5	3.5	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA (x)	15.1	24.1	21.7	16.7	13.1
淨負債比率 (%)	4.3	4.3	0.1	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.6	0.7	0.7	1.1	1.5
股東權益報酬率 (%)	13.8	5.8	5.5	8.2	10.8

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：4Q24 財報與 1Q25 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	4Q24							1Q25F						
	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	6,376	6,135	3.9	0.8	10.7	6,279	1.5	6,067	6,067	0.0	(4.8)	10.2	6,131	(1.0)
毛利	1,736	1,853	(6.3)	(10.7)	14.5	1,939	(10.5)	1,711	1,820	(6.0)	(1.5)	7.7	1,885	(9.2)
營業利益	318	656	(51.5)	(53.5)	78.0	638	(50.1)	437	576	(24.2)	37.3	9.1	649	(32.7)
稅前淨利	285	692	(58.9)	(64.0)	(0.4)	671	(57.6)	468	602	(22.3)	64.3	(3.2)	676	(30.8)
稅後淨利	330	777	(57.5)	(50.3)	(0.8)	561	(41.1)	418	528	(20.9)	26.6	5.7	551	(24.2)
每股盈餘(元)	0.93	2.20	(57.5)	(50.3)	(0.8)	1.58	(41.1)	1.18	1.49	(20.9)	26.6	5.7	1.56	(24.2)
毛利率(%)	27.2	30.2	(3.0)ppts	(3.5)ppts	0.9 ppts	30.9	(3.7)ppts	28.2	30.0	(1.8)ppts	1.0 ppts	(0.7) ppts	30.7	(2.5) ppts
營業利益率(%)	5.0	10.7	(5.7) ppts	(5.8) ppts	1.9 ppts	10.2	(5.2) ppts	7.2	9.5	(2.3)ppts	2.2 ppts	(0.1) ppts	10.6	(3.4) ppts
淨利率(%)	5.2	12.7	(7.5) ppts	(5.3) ppts	(0.6) ppts	8.9	(3.8) ppts	6.9	8.7	(1.8) ppts	1.7 ppts	(0.3) ppts	9.0	(2.1) ppts

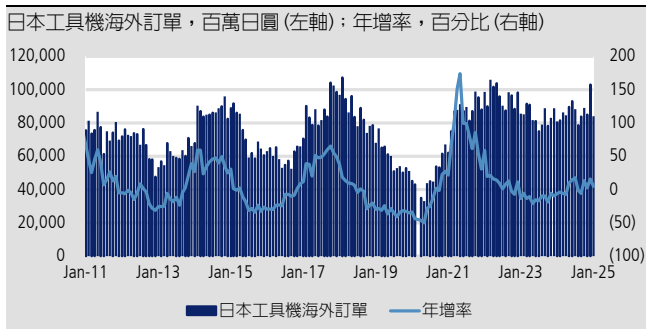
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2024 財報與 2025-26 年財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	2024						2025F						2026F					
	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	24,392	24,151	1.0	(1.0)	24,305	0.4	27,626	27,985	(1.3)	13.3	27,382	0.9	32,814	33,091	(0.8)	18.8	30,270	8.4
毛利	7,218	7,334	(1.6)	(5.7)	7,427	(2.8)	8,578	8,799	(2.5)	18.8	8,804	(2.6)	10,596	10,691	(0.9)	23.5	10,031	5.6
營業利益	2,059	2,397	(14.1)	(22.3)	2,389	(13.8)	3,318	3,502	(5.2)	61.2	3,489	(4.9)	4,791	4,846	(1.1)	44.4	4,329	10.7
稅前淨利	2,250	2,657	(15.3)	(11.4)	2,604	(13.6)	3,446	3,615	(4.7)	53.2	3,624	(4.9)	4,954	4,994	(0.8)	43.8	4,403	12.5
稅後淨利	1,972	2,419	(18.5)	(3.1)	2,175	(9.4)	3,030	3,164	(4.2)	53.7	2,935	3.2	4,224	4,255	(0.7)	39.4	3,528	19.7
每股盈餘(元)	5.57	6.84	(18.5)	(3.1)	6.15	(9.4)	8.56	8.94	(4.2)	53.7	8.30	3.2	11.94	12.03	(0.7)	39.4	9.97	19.7
毛利率(%)	29.6	30.4	(0.8)ppts	(1.5)ppts	30.6	(1.0)ppts	31.1	31.4	(0.4) ppts	1.5 ppts	32.2	(1.1) ppts	32.3	32.3	(0.0) ppts	1.2 ppts	33.1	(0.8) ppts
淨利率(%)	8.4	9.9	(1.5)ppts	(2.3)ppts	9.8	(1.4)ppts	12.0	12.5	(0.5) ppts	3.6 ppts	12.7	(0.7) ppts	14.6	14.6	(0.0) ppts	2.6 ppts	14.3	0.3 ppts
淨利率(%)	8.1	10.0	(1.9)ppts	(0.2)ppts	9.0	(0.9)ppts	11.0	11.3	(0.3) ppts	2.9 ppts	10.7	0.2 ppts	12.9	12.9	0.0 ppts	1.9 ppts	11.7	1.2 ppts

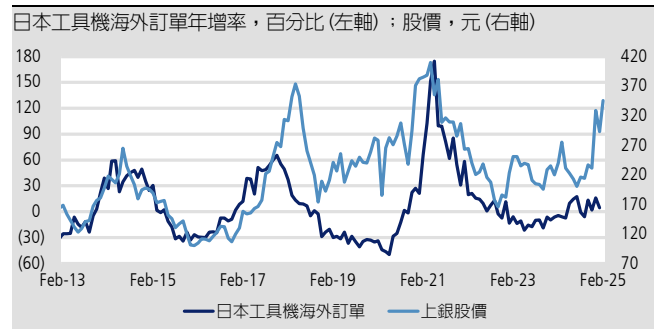
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：工具機訂單改善



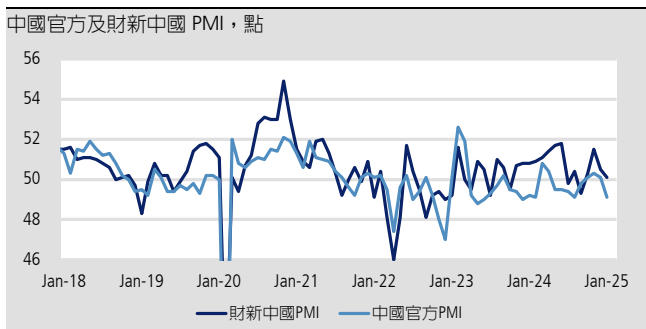
資料來源：日本工具機協會；凱基

圖 4：上銀股價走勢與日本工具機訂單同步



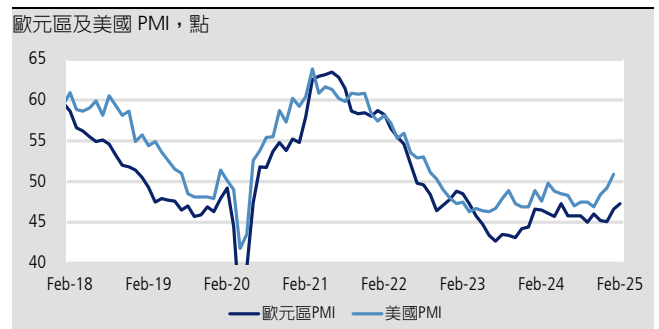
資料來源：日本工具機協會；凱基

圖 5：中國官方及財新 PMI 微幅下降



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：歐美製造業 PMI 進一步改善



資料來源：Bloomberg；凱基

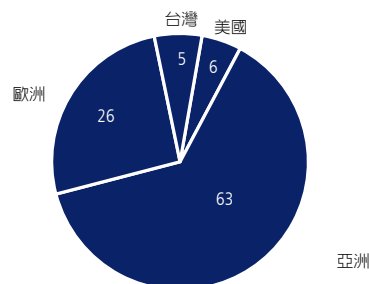
圖 7: 公司概況

上銀為全球第二大線性滑軌產品製造商，僅次於 THK (6481 JP)，公司研發並製造線性移動零組件，包括線性滑軌與滾珠螺桿。線性滑軌為公司收入大宗，佔整體營收的 64%，其次為滾珠螺桿 (20%)、工業機器人 (7%) 與其他 (9%)。目前亞洲 (不含台灣) 為其最大市場，營收佔比達 63%，其次為歐洲 (26%)、台灣 (5%) 與美洲 (6%)。

資料來源：凱基

圖 8: 亞洲為上銀主要銷售市場

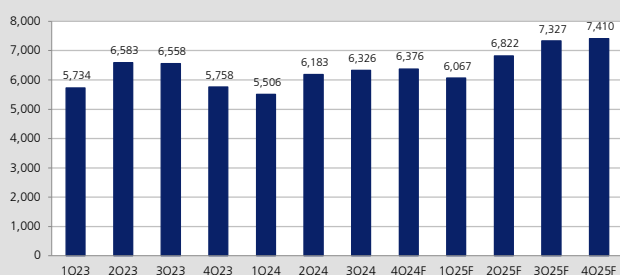
營收地區占比，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 季營業收入

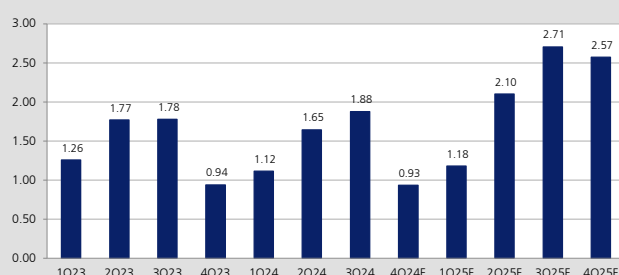
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利

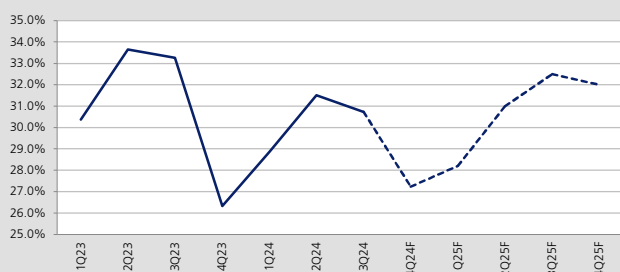
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率

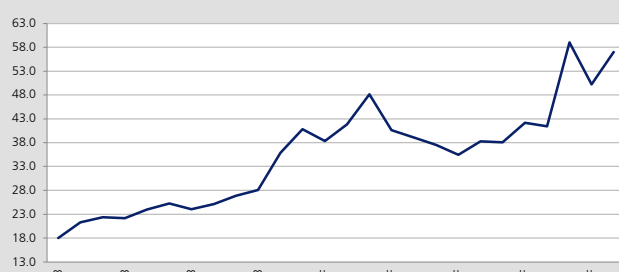
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 本益比

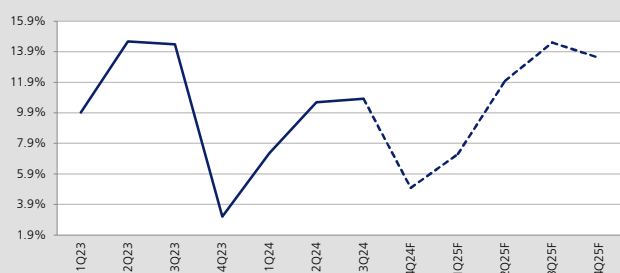
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 13: 營業利潤率

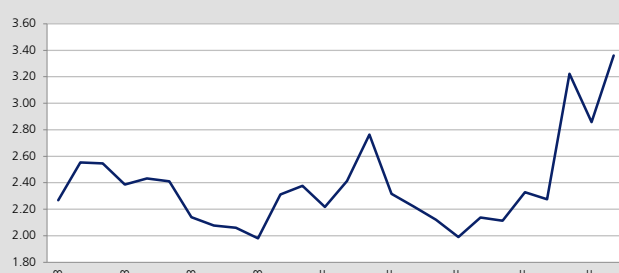
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 14: 股價淨值比

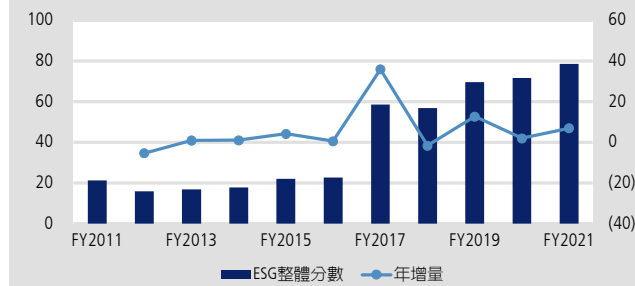
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 15: ESG 整體分數

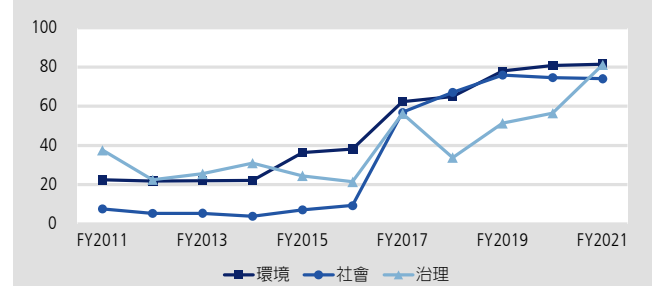
ESG 整體分數，分 (左軸)；年增量，分 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 16: ESG 各項分數

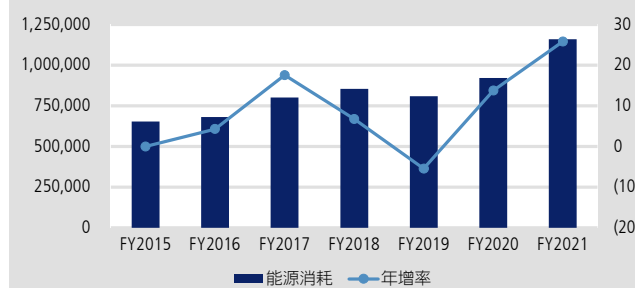
ESG 分數，分



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 17: 能源消耗

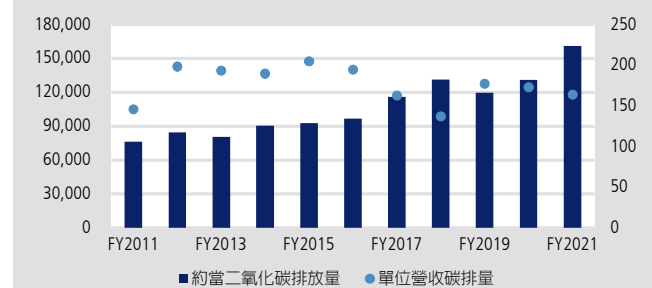
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 18: 碳排量

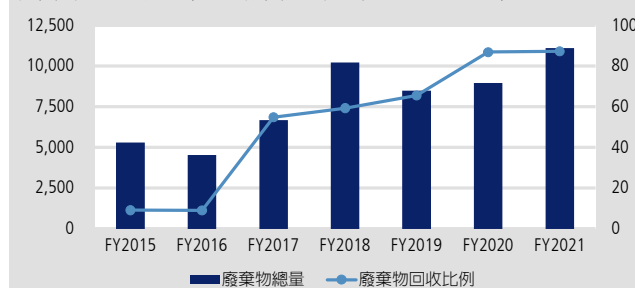
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 19: 廢棄物總量

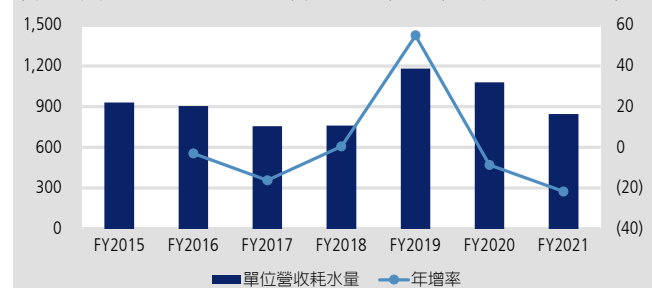
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 20: 耗水量

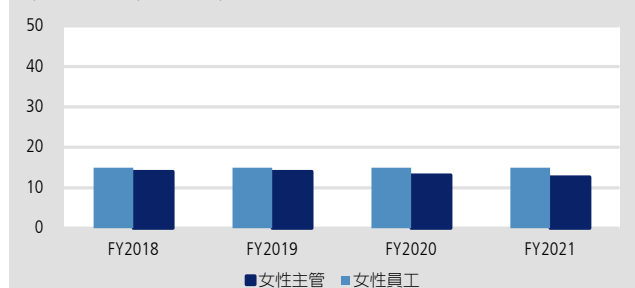
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 21: 性別多樣性

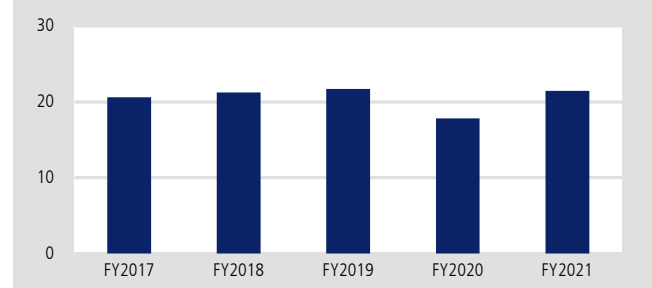
女性主管及女性員工比例，百分比



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

## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源消耗	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

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	5,506	6,183	6,326	6,376	6,067	6,822	7,327	7,410	24,392	27,626	32,814
營業成本	(3,917)	(4,235)	(4,382)	(4,639)	(4,356)	(4,707)	(4,946)	(5,038)	(17,174)	(19,048)	(22,218)
營業毛利	1,589	1,948	1,944	1,736	1,711	2,115	2,381	2,371	7,218	8,578	10,596
營業費用	(1,189)	(1,292)	(1,260)	(1,418)	(1,274)	(1,296)	(1,319)	(1,371)	(5,159)	(5,260)	(5,805)
營業利益	400	656	685	318	437	819	1,062	1,000	2,059	3,318	4,791
折舊	(558)	(568)	(572)	(1,621)	(884)	(881)	(881)	(877)	(3,318)	(3,522)	(3,705)
攤提	(15)	(15)	(17)	(13)	(15)	(15)	(15)	(15)	(59)	(59)	(59)
EBITDA	973	1,238	1,273	1,951	1,336	1,714	1,958	1,892	5,436	6,900	8,555
利息收入	20	31	17	28	24	25	25	26	95	100	122
投資利益淨額	8	14	10	4	10	12	9	8	35	39	43
其他營業外收入	34	25	28	59	38	40	40	42	146	161	169
總營業外收入	62	69	55	91	72	77	74	77	277	300	333
利息費用	(42)	(44)	(45)	(48)	(36)	(39)	(38)	(39)	(178)	(153)	(153)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	63	10	96	(76)	(5)	(5)	(5)	(5)	92	(20)	(18)
總營業外費用	21	(34)	51	(124)	(41)	(44)	(43)	(44)	(86)	(173)	(171)
稅前純益	484	691	790	285	468	852	1,093	1,032	2,250	3,446	4,954
所得稅費用[利益]	(123)	(134)	(149)	18	(102)	(188)	(228)	(206)	(387)	(724)	(1,040)
少數股東損益	34	24	23	27	52	80	92	84	109	308	310
非常項目稅後純益	395	582	664	330	418	744	957	911	1,972	3,030	4,224
非常項目	0	0	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	395	582	664	330	418	744	957	911	1,972	3,030	4,224
每股盈餘 (NT\$)	1.12	1.65	1.88	0.93	1.18	2.10	2.71	2.57	5.57	8.56	11.94
獲利率 (%)											
營業毛利率	28.9	31.5	30.7	27.2	28.2	31.0	32.5	32.0	29.6	31.1	32.3
營業利率率	7.3	10.6	10.8	5.0	7.2	12.0	14.5	13.5	8.4	12.0	14.6
EBITDA Margin	17.7	20.0	20.1	30.6	22.0	25.1	26.7	25.5	22.3	25.0	26.1
稅前純益率	8.8	11.2	12.5	4.5	7.7	12.5	14.9	13.9	9.2	12.5	15.1
稅後純益率	7.2	9.4	10.5	5.2	6.9	10.9	13.1	12.3	8.1	11.0	12.9
季成長率 (%)											
營業收入	(4.4)	12.3	2.3	0.8	(4.8)	12.5	7.4	1.1			
營業毛利	4.8	22.6	(0.2)	(10.7)	(1.5)	23.6	12.6	(0.4)			
營業收益增長	123.9	63.9	4.4	(53.5)	37.3	87.4	29.8	(5.9)			
EBITDA	29.3	27.2	2.8	53.3	(31.6)	28.3	14.2	(3.4)			
稅前純益	69.2	43.0	14.3	(64.0)	64.3	82.1	28.3	(5.6)			
稅後純益	18.8	47.3	14.2	(50.3)	26.6	78.1	28.7	(4.9)			
年成長率 (%)											
營業收入	(4.0)	(6.1)	(3.5)	10.7	10.2	10.3	15.8	16.2	(1.0)	13.3	18.8
營業毛利	(8.8)	(12.1)	(10.9)	14.5	7.7	8.6	22.5	36.6	(5.7)	18.8	23.5
營業收益	(29.7)	(31.6)	(27.5)	78.0	9.1	24.8	55.2	214.3	(22.3)	61.2	44.4
EBITDA	(15.4)	(19.7)	(16.9)	159.2	37.2	38.4	53.8	(3.0)	9.2	26.9	24.0
稅前純益	(18.1)	(20.7)	(0.3)	(0.4)	(3.2)	23.2	38.4	262.6	(11.4)	53.2	43.8
稅後純益	(11.2)	(7.0)	5.3	(0.8)	5.7	27.8	44.1	175.9	(3.1)	53.7	39.4

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
<b>資產總額</b>	<b>52,140</b>	<b>51,437</b>	<b>52,440</b>	<b>54,626</b>	<b>57,753</b>
<b>流動資產</b>	<b>20,319</b>	<b>19,228</b>	<b>20,714</b>	<b>23,983</b>	<b>28,512</b>
現金及短期投資	7,458	7,574	9,038	10,984	13,366
存貨	8,938	7,490	7,556	8,403	9,802
應收帳款及票據	3,357	3,553	3,508	3,985	4,733
其他流動資產	566	612	612	612	612
<b>非流動資產</b>	<b>31,821</b>	<b>32,209</b>	<b>31,726</b>	<b>30,643</b>	<b>29,240</b>
長期投資	1,177	1,228	1,263	1,302	1,345
固定資產	27,679	28,215	27,697	26,575	25,130
什項資產	2,965	2,766	2,766	2,766	2,766
<b>負債總額</b>	<b>17,175</b>	<b>16,322</b>	<b>16,320</b>	<b>17,101</b>	<b>18,150</b>
<b>流動負債</b>	<b>9,410</b>	<b>7,960</b>	<b>9,661</b>	<b>9,874</b>	<b>11,112</b>
應付帳款及票據	2,997	2,839	2,864	3,185	3,715
短期借款	2,651	2,104	3,807	3,239	3,428
什項負債	3,762	3,017	2,990	3,450	3,969
<b>長期負債</b>	<b>7,765</b>	<b>8,362</b>	<b>6,659</b>	<b>7,227</b>	<b>7,038</b>
長期借款	6,309	6,955	5,252	5,819	5,630
其他負債及準備	1,080	1,037	1,037	1,037	1,037
<b>股東權益總額</b>	<b>34,965</b>	<b>35,114</b>	<b>36,120</b>	<b>37,525</b>	<b>39,603</b>
普通股	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538
保留盈餘	20,069	19,767	20,882	22,595	24,982
少數股東權益	213	116	7	(301)	(611)
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
<b>年成長率</b>					
營業收入	7.5%	(16.0%)	(1.0%)	13.3%	18.8%
營業收益增長	9.0%	(52.4%)	(22.3%)	61.2%	44.4%
EBITDA	5.8%	(36.0%)	9.2%	26.9%	24.0%
稅後純益	26.8%	(54.6%)	(3.1%)	53.7%	39.4%
每股盈餘成長率	25.2%	(55.7%)	(3.1%)	53.7%	39.4%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	36.6%	31.1%	29.6%	31.1%	32.3%
營業利益率	19.0%	10.8%	8.4%	12.0%	14.6%
EBITDA Margin	26.5%	20.2%	22.3%	25.0%	26.1%
稅後純益率	15.3%	8.3%	8.1%	11.0%	12.9%
平均資產報酬率	8.7%	3.9%	3.8%	5.7%	7.5%
股東權益報酬率	13.8%	5.8%	5.5%	8.2%	10.8%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	25.6%	25.8%	25.1%	24.1%	22.9%
淨負債比率	4.3%	4.3%	0.1%	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	32.1	14.0	13.6	23.6	33.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.7	0.5	0.3	0.5	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	32.5	24.5	29.8	36.5	41.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	2.1	2.1	1.3	1.6	1.8
流動比率 (x)	2.2	2.4	2.1	2.4	2.6
速動比率 (x)	1.2	1.5	1.4	1.6	1.7
淨負債 (NT\$百萬)	1,503	1,494	30	(1,916)	(4,298)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	12.98	5.75	5.57	8.56	11.94
每股現金盈餘 (NT\$)	17.61	13.48	15.03	15.74	17.89
每股淨值 (NT\$)	98.23	98.92	102.07	106.91	113.66
調整後每股淨值 (NT\$)	100.70	98.92	102.07	106.92	113.66
每股營收 (NT\$)	84.95	69.63	68.94	78.09	92.75
EBITDA/Share (NT\$)	22.53	14.07	15.37	19.50	24.18
每股現金股利 (NT\$)	5.50	2.50	2.42	3.72	5.19
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.57	0.48	0.47	0.52	0.58
應收帳款周轉天數	41.8	52.6	52.6	52.6	52.6
存貨周轉天數	175.4	161.0	161.0	161.0	161.0
應付帳款周轉天數	58.8	61.0	61.0	61.0	61.0
現金轉換周轉天數	158.4	152.6	152.6	152.6	152.6

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
<b>營業收入</b>	<b>29,315</b>	<b>24,633</b>	<b>24,392</b>	<b>27,626</b>	<b>32,814</b>
營業成本	(18,599)	(16,978)	(17,174)	(19,048)	(22,218)
<b>營業毛利</b>	<b>10,715</b>	<b>7,655</b>	<b>7,218</b>	<b>8,578</b>	<b>10,596</b>
營業費用	(5,143)	(5,004)	(5,159)	(5,260)	(5,805)
<b>營業利益</b>	<b>5,572</b>	<b>2,651</b>	<b>2,059</b>	<b>3,318</b>	<b>4,791</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>286</b>	<b>292</b>	<b>277</b>	<b>300</b>	<b>333</b>
利息收入	-	62	95	100	122
投資利益淨額	80	49	35	39	43
其他營業外收入	206	181	146	161	169
<b>總營業外費用</b>	<b>(40)</b>	<b>(403)</b>	<b>(86)</b>	<b>(173)</b>	<b>(171)</b>
利息費用	(187)	(195)	(178)	(153)	(153)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	147	(208)	92	(20)	(18)
<b>稅前純益</b>	<b>5,818</b>	<b>2,540</b>	<b>2,250</b>	<b>3,446</b>	<b>4,954</b>
所得稅費用[利益]	(1,506)	(709)	(387)	(724)	(1,040)
少數股東損益	168	203	109	308	310
非常項目	-	0	-	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>4,479</b>	<b>2,035</b>	<b>1,972</b>	<b>3,030</b>	<b>4,224</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7,774</b>	<b>4,977</b>	<b>5,436</b>	<b>6,900</b>	<b>8,555</b>
每股盈餘 (NT\$)	12.98	5.75	5.57	8.56	11.94

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>6,078</b>	<b>4,770</b>	<b>5,317</b>	<b>5,570</b>	<b>6,328</b>
本期純益	4,479	2,035	1,972	3,030	4,224
折舊及攤提	2,202	2,326	3,377	3,581	3,764
本期運用資金變動	(517)	1,409	3	(1,002)	(1,617)
其他營業資產及負債變動	(86)	(999)	(35)	(39)	(43)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(2,203)</b>	<b>(2,846)</b>	<b>(2,859)</b>	<b>(2,459)</b>	<b>(2,319)</b>
投資用短期投資出售[新購]	-	69	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(2,177)	(2,944)	(2,800)	(2,400)	(2,260)
其他資產變動	(26)	29	(59)	(59)	(59)
<b>自由現金流</b>	<b>3,573</b>	<b>2,639</b>	<b>2,226</b>	<b>2,741</b>	<b>3,613</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(1,921)</b>	<b>(1,800)</b>	<b>(994)</b>	<b>(1,165)</b>	<b>(1,627)</b>
短期借款變動	(3,063)	(354)	-	-	-
長期借款變動	847	558	-	-	-
現金增資	2,075	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,534)	(1,946)	(884)	(857)	(1,317)
其他融資現金流	(246)	(58)	(109)	(308)	(310)
<b>匯率影響數</b>	<b>72</b>	<b>(18)</b>			
<b>本期產生現金流量</b>	<b>2,025</b>	<b>106</b>	<b>1,464</b>	<b>1,946</b>	<b>2,382</b>

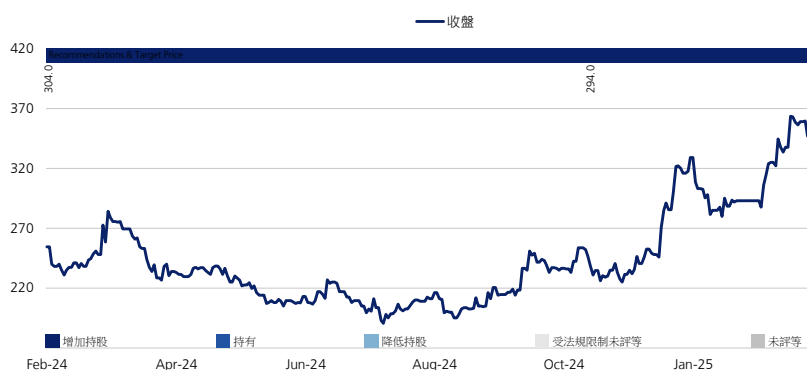
**投資回報率**

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	17.5%	20.3%	21.2%	19.0%	17.7%
<b>= 營業利益率</b>	<b>19.0%</b>	<b>10.8%</b>	<b>8.4%</b>	<b>12.0%</b>	<b>14.6%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.9	1.1	1.1	1.0	0.8
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>
營業利益率	19.0%	10.8%	8.4%	12.0%	14.6%
x 資本周轉率	0.8	0.7	0.7	0.8	1.0
x (1 - 有效現金稅率)	74.1%	72.1%	82.8%	79.0%	79.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>11.7%</b>	<b>5.4%</b>	<b>4.9%</b>	<b>7.6%</b>	<b>11.1%</b>

資料來源：公司資料，凱基



## 上銀 – 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	294.0	246.5
2024-05-10	增加持股	304.0	237.0
2024-02-27	增加持股	304.0	254.5
2023-11-22	增加持股	278.0	215.0
2023-11-10	增加持股	278.0	207.5
2023-10-17	增加持股	278.0	204.0
2023-08-10	增加持股	278.0	201.5
2023-06-28	增加持股	318.0	242.5
2023-05-10	增加持股	318.0	228.5
2023-03-06	增加持股	318.0	249.0

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，週後若有變更時，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。