

研究員：陳執中 [tc.chen@capital.com.tw](mailto:tc.chen@capital.com.tw)

前日收盤價	97.80 元
目標價	
3 個月	110.00 元
12 個月	110.00 元

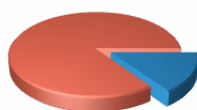
## 近期報告日期、評等及前日股價

03/28/2024	Trading Buy	98.20
12/23/2022	Trading Buy	75.60
09/06/2021	Trading Buy	71.20

## 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	796
市值(億元)	78
目前每股淨值(元)	65.92
外資持股比(%)	7.50
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	30.03
融資餘額(張)	1,996
現金股息配發率(%)	52.58

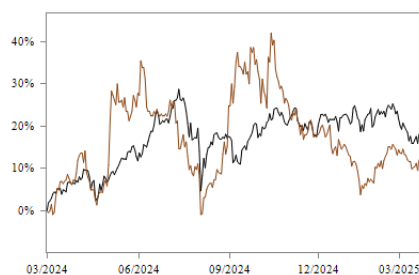
## 產品組合



■ 汽車零附件: 84.94%  
■ 展示架: 15.06%

## 股價相對大盤走勢

— 2228 — TWSE



## 劍麟(2228 TT)

**Trading Buy**
**2025 年營運穩健，投資建議 Trading Buy。**

**投資建議 Trading Buy：**2025 年本業獲利有望維持穩健態勢，但因較無一次性利益影響，整體獲利相對下滑。考量先前股價已從高檔明顯回落，投資建議 Trading Buy，目標價 110 元(以 2025 年 EPS 及 PE 16.5 倍評價)。

**公司營運展望重點：**(1)汽車零件事業：受惠於中國、美國市場需求增加，安全氣囊銷售表現佳，為汽車零件事業中成長性最高的產品，台灣廠產能不敷使用。劍麟計畫於 2025 年擴增台灣廠產能，新廠初期先以租賃為主。公司展望 2025 年汽車零件事業穩定小幅增長。(2)展示架家用事業：近年緩步下滑，2025 年維持此趨勢不變。(3)波蘭廠：擁有五條產線，產能滿載營收約可達 3 億元。波蘭廠 2023、2024 年營收皆約 2 億元左右，產能稼動率約 70%，目前仍處於虧損狀態。因公司期望擴大規模經濟，且有新客戶及新產品，預計將再擴增 3 條產線，第一條產線預計於 2H25 開始投產，第二、三條產線將於 2026 年進入生產。(4)散熱產品：中國浙江廠停止展示架生產業務後，劍麟將閒置產能轉作車用散熱零件工廠，首要產品為 IGBT 金屬部件(銅鍛造)，2023、2024 年營收皆約為 0.5 億元，目前仍處於虧損狀態。由於產品主要應用於電動車，受到市場競爭激烈影響，出貨成長動能有限。故公司將開發散熱產品其他應用，例如 AI 伺服器相關零件，但目前仍屬於初期研究階段。

**預估 2025 年 EPS 6.59 元：**公司展望汽車零件事業小幅增長，而展示架家用事業小幅衰退。波蘭廠新產線於 2H25 開始投產，並接獲新客戶、新產品；車用散熱產品則維持穩定出貨。預估 2025 年營收 53.62 億元，YoY+6.35%。獲利能力方面，預估毛利率 24.83%，維持穩定表現，營業利益 5.95 億元，YoY+12.79%。但因較無一次性利益挹注，預估稅後純益 5.25 億元，YoY-28.21%，以股本 7.96 億元計算，EPS 6.59 元。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	5,041	5,362	5,695	1,261	1,235	1,205	1,359	1,242	1,267	1,285	1,452	1,358
營業毛利淨額	1,249	1,332	1,418	344	312	296	361	280	314	319	361	337
營業利益	528	595	660	161	147	118	159	103	144	137	167	147
稅後純益	731	525	574	166	265	112	136	218	127	123	145	130
稅後 EPS(元)	9.18	6.59	7.21	2.08	3.32	1.41	1.71	2.74	1.60	1.54	1.82	1.63
毛利率(%)	24.77%	24.83%	24.91%	27.32%	25.29%	24.53%	26.55%	22.52%	24.83%	24.83%	24.85%	24.82%
營業利益率(%)	10.46%	11.10%	11.59%	12.76%	11.92%	9.79%	11.70%	8.31%	11.34%	10.68%	11.49%	10.85%
稅後純益率(%)	14.50%	9.79%	10.07%	13.14%	21.41%	9.33%	10.01%	17.55%	10.06%	9.54%	9.97%	9.58%
營業收入 YoY/QoQ(%)	3.01%	6.35%	6.21%	-5.54%	-2.02%	-2.47%	12.82%	-8.61%	1.97%	1.43%	13.05%	-6.49%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	42.27%	-28.21%	9.30%	17.54%	59.69%	-57.51%	21.10%	60.22%	-41.57%	-3.83%	18.18%	-10.14%

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 7.96 億元計算。

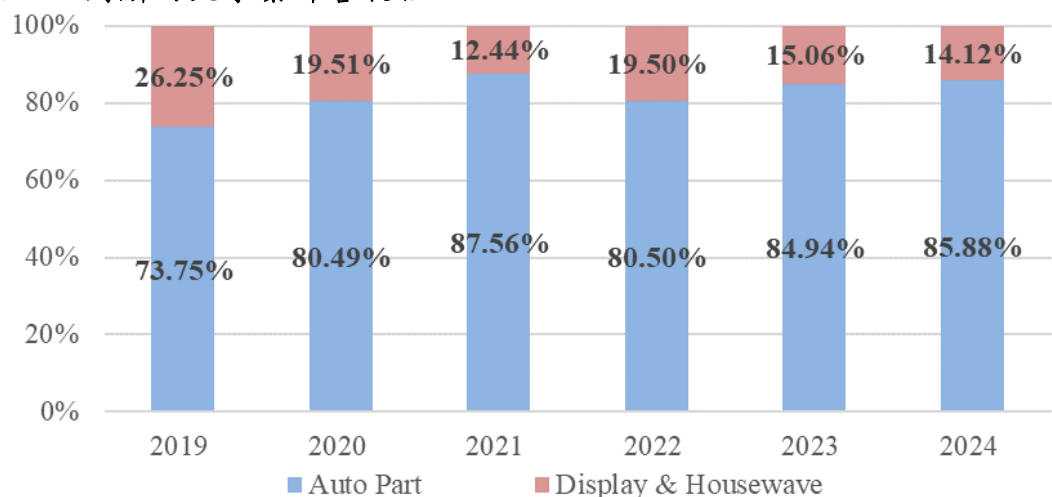
## 劍麟(2228 TT) ESG 政策：

1.氣體排放管理：訂定「空污管制程序」，凡廠內各製程或作業活動所產生廢氣、煙煙及金屬微粒等均加以管制，以符合現行環保法規之排放標準。2.水資源管理：訂定「廢水及廢油管控程序」，對污染源作管制與處理，以確保廢水達到工業區廢水處理廠要求的放流水標準及事業廢水、廢油做有效之管制與回收。3.化學品及油品管理：訂定「危害物管制程序」，凡廠內使用儲存之乙炔、氧氣、氬氣鋼瓶、瓦斯、防銹劑、清洗劑、調漆劑、潤滑油、廢水處理廠藥劑、高壓氣瓶及氣體發生氣模組，均加以管控，以確保安全及避免污染環境。4.噪音管制：訂定「噪音管制程序」，依相關法令規定，劃分為作業場所及廠區周界環境兩類，並依規定時間委託合格檢測公司進行檢測。5.廢棄物管理：訂定「廢棄物管理程序」，對各類廢棄物進行各式管理。6.節能減碳：訂定「能資源管制程序」，對公司內所使用之各項電氣、機械設備等均作適當之管制，以做好用水、用電節約，減少浪費資源。7.勞動人權：公司訂定推行人權政策。8.供應商管理：公司要求供應商提供無有害物質保證之原料。9.社會公益：公司關懷公益，不定期參與募捐活動，款項捐助對象主要為政府立案且財務公開之社福及慈善機構。10.消費者權益：公司秉持誠信的經營理念，遵循政府法規與相關國際準則。

## 公司概況：

劍麟為國內金屬零部件生產廠商，主要可分為兩大事業群：(1)汽車零件事業處，廠辦分別設於台灣、中國浙江及波蘭。主要從事生產銷售安全氣囊充電器金屬部件、預縮式安全帶金屬部件、電子輔助轉向系統(EPS)零件。客戶皆為汽車產業全球前三大系統廠(Tier 1)。汽車零件事業佔 2024 年營收比重 88.88%。以細項來看，安全氣囊、安全帶、電子輔助轉向系統、其他分別佔汽車零件事業 2024 年營收比重為 33%、55%、4%、6%。(2)展示架家用用品事業處，為公司最早期事業部門，主要從事衣架、展示架、家用五金等商品買賣。公司於 2020 年結束中國展示架事業的營運，並將工廠轉做汽車零件(IGBT 散熱產品)使用。目前展示架業務於台灣、德國市場以貿易為主。營收呈現逐年小幅下滑狀態。

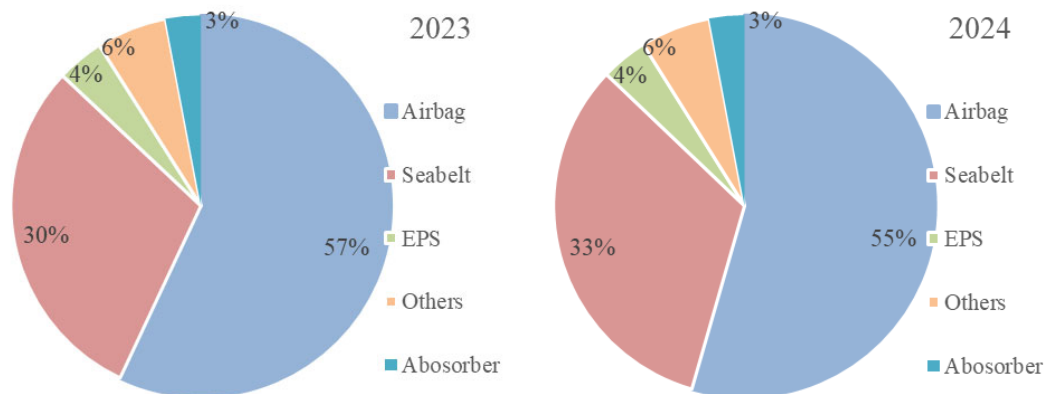
表一、劍麟兩大事業群營收佔比



資料來源：劍麟、群益投顧整理

2025 年 3 月 21 日

表二、劍麟汽車零件產品組合



資料來源：劍麟、群益投顧整理

## 公司營運展望重點：

**汽車零件事業：**受惠於中國、美國市場需求增加，安全氣囊銷售表現佳，為汽車零件事業中成長性最高的產品，台灣廠產能不敷使用。劍麟計畫於2025年擴增台灣廠產能，新廠初期先以租賃為主。公司展望2025年汽車零件事業穩定小幅增長。

**展示架家用事業：**受到實體店面衰退影響，展示架業務這幾年緩步下滑，2025年將維持此趨勢不變。

**波蘭廠：**由於安全帶產品主要市場在歐美地區，且Tier1廠商總部、研發中心皆位於歐洲地區。為了配合客戶的產品開發，方便即時反應客戶需求，劍麟設立波蘭廠。因波蘭地理位置處於歐洲中心，可就近供應歐洲市場的需求。波蘭廠第一期擁有五條產線，目前產能滿載營收約可達3億元。波蘭廠2023、2024年營收皆約2億元左右，產能稼動率約70%，目前仍處於虧損狀態。因公司期望擴大規模經濟，且有新客戶及新產品，預計將再擴增3條產線，第一條產線預計於2H25開始投產，第二、三條產線將於2026年進入生產。

**IGBT散熱產品：**中國浙江廠停止展示架生產業務後，劍麟將閒置產能轉作車用散熱零件工廠，首要產品為IGBT金屬部件(銅鍛造)，交予歐系客戶，2022年開始小規模量產，2023、2024年營收皆約為0.5億元，目前仍處於虧損狀態。由於產品主要應用於電動車，受到市場競爭激烈影響，出貨成長動能有限。故公司將開發散熱產品其他應用，例如AI伺服器相關零件，但目前仍屬於初期研究階段。

## 2024 年 EPS 9.18 元，預估 2025 年 EPS 6.59 元：

2024年方面，安全帶產品出貨表現持穩，避震器、轉向機構、其他產品出貨增長，而安全氣囊成長動能最佳。汽車零件事業營收YoY+4.14%，維持穩健增長態勢。展示架家用事業小幅下滑，營收YoY-3.39%。2024年營收50.41億元，YoY+3.01%。獲利能力方面，2024年毛利率24.77%，與2023年的24.79%約略相當，因營業費用提升，營業利益5.28億元，YoY-5.95%。雖然本業獲利能力平平。但因認列土地出售利益，業外淨收入由2023年的1.44億元提升至2.95億元。且有所得稅迴轉利益挹注，稅後純益7.31億元，EPS 9.18元。若扣除兩筆一次性利益，2024年EPS約6.22元。

2025 年 3 月 21 日

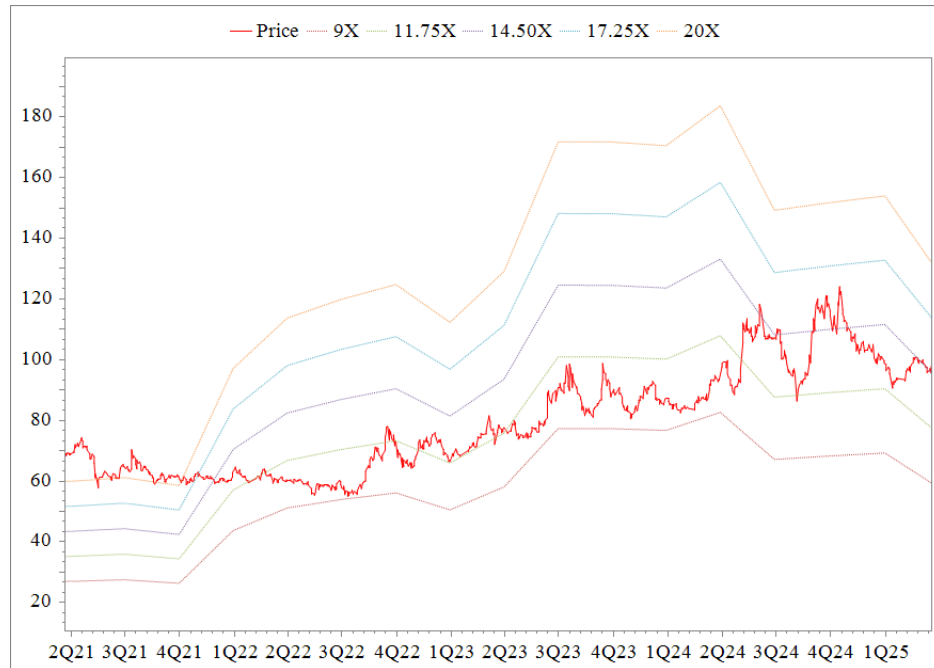
2025 年方面，公司展望汽車零件事業小幅增長，而展示架家用事業小幅衰退。波蘭廠新產線於 2H25 開始投產，並接獲新客戶、新產品；車用散熱產品則維持穩定出貨。預估 2025 年營收 53.62 億元，YoY+6.35%。獲利能力方面，預估毛利率 24.83%，維持穩定表現，營業利益 5.95 億元，YoY+12.79%。但因較無一次性利益挹注，預估稅後純益 5.25 億元，YoY-28.21%，EPS 6.59 元。

## 投資建議：

投資建議方面，2025 年本業獲利有望維持穩健態勢，但因較無一次性利益影響，整體獲利相對下滑。考量先前股價已從高檔明顯回落，投資建議 Trading Buy，目標價 110 元(以 2025 年 EPS 及 PE 16.5 倍評價)。

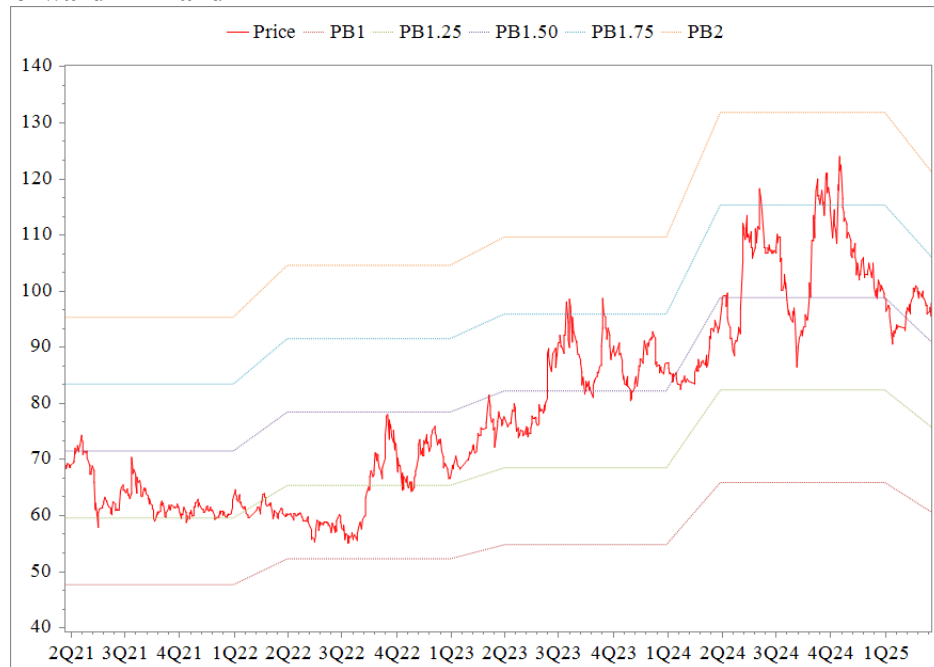
2025 年 3 月 21 日

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整



2025 年 3 月 21 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	6,113	6,135	6,846	6,609	6,774
流動資產	4,014	3,998	4,035	4,309	4,065
現金及約當現金	1,055	1,407	610	1,419	1,295
應收帳款與票據	1,124	1,241	1,273	1,354	1,329
存貨	1,058	1,004	1,208	1,111	1,162
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	1,828	1,853	1,829	1,885	1,901
<b>負債總計</b>	<b>1,949</b>	<b>1,772</b>	<b>1,599</b>	<b>1,785</b>	<b>1,793</b>
流動負債	1,414	1,131	711	1,231	1,162
應付帳款及票據	249	310	273	338	341
非流動負債	534	641	888	525	600
<b>權益總計</b>	<b>4,164</b>	<b>4,364</b>	<b>5,248</b>	<b>4,824</b>	<b>4,981</b>
普通股股本	<b>758</b>	<b>758</b>	<b>795</b>	<b>758</b>	<b>758</b>
保留盈餘	2,918	3,124	3,481	3,584	3,741
母公司業主權益	4,164	4,364	5,248	4,823	4,980
<b>負債及權益總計</b>	<b>6,113</b>	<b>6,135</b>	<b>6,846</b>	<b>6,609</b>	<b>6,774</b>

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	4,374	4,894	5,041	5,362	5,695
營業成本	3,238	3,681	3,793	4,030	4,276
<b>營業毛利淨額</b>	1,136	1,213	1,249	1,332	1,418
營業費用	686	652	721	737	758
<b>營業利益</b>	451	561	528	595	660
<b>EBITDA</b>	813	890	1,003	917	983
業外收入及支出	137	112	-13	105	105
稅前純益	606	705	823	700	765
所得稅	153	191	92	175	191
稅後純益	453	514	731	525	574
稅後 EPS(元)	5.69	6.45	9.18	6.59	7.21
完全稀釋 EPS**	5.69	6.45	9.18	6.59	7.21

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 7.96【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 7.96 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	18.90%	11.90%	3.01%	6.35%	6.21%
營業毛利淨額	38.95%	6.76%	2.93%	6.64%	6.53%
營業利益	199.90%	24.47%	-5.95%	12.79%	10.94%
稅後純益	89.70%	13.53%	42.27%	-28.21%	9.30%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	25.98%	24.79%	24.77%	24.83%	24.91%
EBITDA(%)	18.59%	18.17%	19.89%	17.09%	17.27%
營益率	10.30%	11.46%	10.46%	11.10%	11.59%
稅後純益率	10.35%	10.50%	14.50%	9.79%	10.07%
總資產報酬率	7.40%	8.37%	10.68%	7.94%	8.47%
股東權益報酬率	10.87%	11.78%	13.93%	10.88%	11.52%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	31.88%	28.88%	23.35%	27.01%	26.47%
負債/淨值比(%)	46.80%	40.60%	30.47%	37.00%	36.00%
流動比率(%)	283.79%	353.50%	567.43%	350.00%	350.00%

## 其他比率分析

存貨天數	106.12	102.24	106.41	104.98	97.00
應收帳款天數	81.03	88.20	91.01	89.42	86.00

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	197	1,293	475	914	1,034
稅前純益	606	705	823	700	765
折舊及攤銷	218	206	208	217	219
營運資金變動	-447	-2	-272	-166	-24
其他營運現金	-179	384	-284	163	74
<b>投資活動現金</b>	-163	-208	-1,278	-4	-553
資本支出淨額	-148	-197	-138	-160	-160
長期投資變動	0	0	-1,161	0	0
其他投資現金	-15	-12	21	156	-393
<b>籌資活動現金</b>	-72	-700	-102	-740	-605
長借/公司債變動	-4	-293	332	-90	75
現金增資	0	0	329	0	0
發放現金股利	-152	-303	-379	-417	-417
其他籌資現金	83	-103	-384	-233	-263
<b>淨現金流量</b>	21	351	-796	169	-124
<b>期初現金</b>	1,034	1,055	1,407	1,250	1,419
<b>期末現金</b>	1,055	1,407	610	1,419	1,295

資料來源：CMoney、群益

2025 年 3 月 21 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	1,335	1,261	1,235	1,205	1,359	1,242	1,267	1,285	1,452	1,358	1,341	1,361
營業成本	985	916	923	909	998	962	952	966	1,091	1,021	1,007	1,022
營業毛利淨額	350	344	312	296	361	280	314	319	361	337	334	339
營業費用	158	184	165	178	202	176	171	182	194	190	178	188
營業利益	192	161	147	118	159	103	144	137	167	147	156	151
業外收入及支出	-6	69	44	39	22	190	26	26	26	26	26	26
稅前純益	185	230	191	157	181	293	170	163	193	173	182	177
所得稅	44	64	-73	45	45	75	42	41	48	43	46	44
稅後純益	141	166	265	112	136	218	127	123	145	130	137	133
最新股本	796	796	796	796	796	796	796	796	796	796	796	796
稅後EPS(元)	1.77	2.08	3.32	1.41	1.71	2.74	1.60	1.54	1.82	1.63	1.72	1.67

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	26.21%	27.32%	25.29%	24.53%	26.55%	22.52%	24.83%	24.83%	24.85%	24.82%	24.90%	24.90%
營業利益率(%)	14.35%	12.76%	11.92%	9.79%	11.70%	8.31%	11.34%	10.68%	11.49%	10.85%	11.63%	11.08%
稅後純益率(%)	10.56%	13.14%	21.41%	9.33%	10.01%	17.55%	10.06%	9.54%	9.97%	9.58%	10.19%	9.75%

## QoQ(%)

營業收入淨額	13.75%	-5.54%	-2.02%	-2.47%	12.82%	-8.61%	1.97%	1.43%	13.05%	-6.49%	-1.22%	1.44%
營業利益	104.51%	-15.99%	-8.47%	-19.88%	34.82%	-35.11%	39.19%	-4.52%	21.65%	-11.73%	5.95%	-3.41%
稅前純益	18.21%	24.11%	-16.75%	-17.88%	15.29%	62.09%	-42.12%	-3.82%	18.18%	-10.14%	5.05%	-2.92%
稅後純益	25.07%	17.54%	59.69%	-57.51%	21.10%	60.22%	-41.57%	-3.83%	18.18%	-10.14%	5.05%	-2.92%

## YoY(%)

營業收入淨額	5.16%	18.39%	9.76%	2.68%	1.84%	-1.48%	2.53%	6.64%	6.85%	9.33%	5.91%	5.91%
營業利益	0.15%	48.31%	28.27%	25.98%	-16.95%	-35.85%	-2.44%	16.26%	4.90%	42.70%	8.62%	9.89%
稅前純益	-25.23%	76.33%	43.03%	0.30%	-2.18%	27.76%	-11.17%	4.03%	6.64%	-40.88%	7.29%	8.30%
稅後純益	-25.99%	67.56%	179.67%	-0.26%	-3.43%	31.64%	-51.84%	9.03%	6.39%	-40.33%	7.29%	8.30%

註1：稅後EPS以股本7.96億元計算

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。