

2025 年 3 月 18 日

研究員：涂憶君 A51619@cim.capital.com.tw

前日收盤價 111.50 元
目標價
3 個月 125.00 元
12 個月 125.00 元

勤凱(4760 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

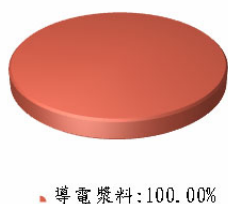
客戶滲透率持續提升，營運穩健向上。

投資建議：2025 年勤凱的導電膏於指標性大廠將有更高滲透率，營收成長性可望優於產業平均，使營運穩健向上，研究部考量勤凱過往本益比表現與被動元件產業本益比區間，給予 17 倍本益比評價，目標價 125 元(2025 EPS X 17 PER)，投資建議為 Trading Buy。

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 301
市值(億元) 33
目前每股淨值(元) 30.73
外資持股比(%) 3.46
投信持股比(%) 0.00
董監持股比(%) 22.98
融資餘額(張) 1,664
現金股息配發率(%) 58.73

產品組合



股價相對大盤走勢



2024 獲新客戶，營運大躍進：勤凱 2024 年受惠新增一中國被動元件客戶，帶動營收自 03/2024 開始明顯走揚，整體營收 14.91 億元，YoY+42.76%，毛利率 21.86%，YoY+0.42ppt，稅後純益 1.89 億元，YoY+62.58%，EPS 6.3 元。

1Q25 銅膏出貨持續強勁，毛利率可望與 4Q24 相當：01/2025 營收 1.26 億元，MoM+8.45%/YoY+40.79%，02/2025 營收 1.42 億元，MoM+13.13%/YoY+88.63%，公司給出 03/2025 營收有望年增 3 成以上、1Q25 銅膏出貨強勁之看法，故研究部認為有望使毛利率與 4Q24 相當；綜合以上，預估 1Q25 營收 4.05 億元，QoQ-5.04%/YoY+52.51%，毛利率 22.3%，稅後純益 5,414 萬元，QoQ-8.57%/YoY+44.79%，EPS 1.8 元。

2025 年客戶份額持續提升，營運穩健向上：展望 2025 年，公司認為目前訂單能見度約 1-1.5 個月，為過往產業平均狀態，然原有客戶滲透率將持續提升，將拿下一間台灣被動元件大廠銅膏、一間中國被動元件大廠銀膏更高滲透率，並打入中國指標性被動元件大廠銀膏新品(過往此家廠商僅使用勤凱之銅膏)，故研究部以勤凱原有主力客戶 2025 年之成長性、與舊客戶將有新營收貢獻為預估基礎，預估勤凱 2025 年營收 17.02 億元，YoY+14.1%，毛利率 21.93%，稅後純益 2.2 億元，YoY+16.32%，EPS 7.33 元。另外，公司積極送樣導電膏給數家日本被動元件指標大廠，IC 封裝使用之銀膠已小量交貨給台灣封測廠，玻璃基板、高頻軟板使用之合金膏亦與客戶合作開發，預估將於 2026 年挹注營收表現，亦有利未來評價之推升。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	1,492	1,702	1,975	220	266	368	431	427	406	416	456	426
營業毛利淨額	326	373	433	47	57	89	85	95	90	95	95	93
營業利益	222	262	308	22	33	63	59	67	64	67	66	65
稅後純益	190	221	258	20	37	56	37	59	54	58	55	54
稅後 EPS(元)	6.30	7.33	8.59	0.68	1.24	1.86	1.23	1.97	1.80	1.92	1.82	1.79
毛利率(%)	21.86%	21.93%	21.95%	21.44%	21.39%	24.25%	19.66%	22.29%	22.30%	22.80%	20.90%	21.85%
營業利益率(%)	14.88%	15.39%	15.60%	10.12%	12.27%	17.11%	13.81%	15.67%	15.70%	16.20%	14.40%	15.35%
稅後純益率(%)	12.72%	12.97%	13.09%	9.26%	14.06%	15.24%	8.61%	13.87%	13.35%	13.92%	12.05%	12.66%
營業收入 YoY/QoQ(%)	42.76%	14.10%	16.00%	-31.98%	20.77%	38.37%	17.12%	-0.90%	-5.04%	2.47%	9.63%	-6.59%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	62.58%	16.32%	17.10%	-43.57%	83.33%	49.94%	-33.83%	59.62%	-8.57%	6.87%	-5.14%	-1.86%

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 3.01 億元計算。

2025 年 3 月 18 日

勤凱 ESG：

環境面上，勤凱導入 ISO14001:2015 環境管理系統，針對製程中所產出之廢棄物、下腳料、廢水等，評估是否達到清潔生產、資材節用、資源回收及污染防治等目的。2020 年勤凱設置空氣污染防治設備，工廠內製程廢氣經防治設處理後達法定排放標準，並委託環保署認可檢測機構進行定期排放管道檢測合格後，取得市政府環境保護局核發固定污染源操作許可；廢棄物管理取得環保機關核准「廢棄物清理計劃書」，推行廢棄物減量分類管理，委託環保署核可之清除處理業者執行事業廢棄物之清運及處理。

公司治理上，勤凱長期關注員工職場友善環境，截至 2024 年女性員工占員工總人數達 63%，而女性擔任管理階層的比例也佔 36.4%，亦制訂「工作規則」、「性騷擾防治」等內部辦法，針對年齡、工時、假勤、性別等明確宣示保護員工權利，確保同仁獲得妥善照顧。

公司介紹：

勤凱成立於 2007 年，總部位於高雄市大寮區，為一家專門製造導電膏之公司，終端產品約有 95% 應用於被動元件，5% 應用於太陽能領域，故與被動元件市況息息相關。其中，銀膏與銅膏為主要產品項目，銀膏與銅膏出貨量常態性呈現 3：7，營收比例則呈現約 7:3，常態性毛利率將隨產品組合維穩於 20-22% 間。

產品應用上，銀膏多數使用於電感、電阻，銅膏多數使用於電容 MLCC，勤凱產品於台灣、中國、韓國被動元件市場佔有一席之地。近年，公司積極切入其他領域之應用，如 IC 封裝使用之銀膠，亦與客戶共同開發玻璃基板與高頻軟板使用之合金膏。

4Q24 銅膏出貨占比提升，毛利率跳升：

4Q24 營收 4.27 億元，QoQ-0.9%/YoY+93.96%，毛利率 22.29%，QoQ+2.63ppt，主要是銅膏出貨占比拉升，業外則由 3Q24 的支出 1287 萬元轉為收入 729 萬元，主要受惠匯兌收益，使稅後純益為 5,921 萬元，QoQ+59.62%/YoY+190.34%，EPS 1.96 元。

2024 獲新客戶，營運大躍進：

勤凱 2024 年受惠新增一中國被動元件客戶，帶動營收自 03/2024 開始明顯走揚，整體營收 14.91 億元，YoY+42.76%，毛利率 21.86%，YoY+0.42ppt，稅後純益 1.89 億元，YoY+62.58%，EPS 6.3 元。

1Q25 銅膏出貨持續強勁，毛利率可望與 4Q24 相當：

01/2025 營收 1.26 億元，MoM+8.45%/YoY+40.79%，02/2025 營收 1.42 億元，MoM+13.13%/YoY+88.63%，公司給出 03/2025 營收有望年增 3 成以上、1Q25 銅膏出貨強勁之看法，故研究部認為有望使毛利率與 4Q24 相當；綜合以上，預估 1Q25 營收 4.05 億元，QoQ-5.04%/YoY+52.51%，毛利率 22.3%，稅後純益 5,414 萬元，QoQ-8.57%/YoY+44.79%，EPS 1.8 元。

2025 年 3 月 18 日

2025 年客戶份額持續提升，營運穩健向上：

展望 2025 年，公司認為目前訂單能見度約 1-1.5 個月，為過往產業平均狀態，然原有客戶滲透率將持續提升，將拿下一間台灣被動元件大廠銅膏、一間中國被動元件大廠銀膏更高滲透率，並打入中國指標性被動元件大廠銀膏新品(過往此家廠商僅使用勤凱之銅膏)，故研究部以勤凱原有主力客戶 2025 年之成長性、與舊客戶將有新營收貢獻為預估基礎，預估勤凱 2025 年營收 17.02 億元，YoY+14.1%，毛利率 21.93%，稅後純益 2.2 億元，YoY+16.32%，EPS 7.33 元。另外，公司積極送樣導電膏給數家日本被動元件指標大廠，IC 封裝使用之銀膠已小量交貨給台灣封測廠，玻璃基板、高頻軟板使用之合金膏亦與客戶合作開發，預估將於 2026 年挹注營收表現，亦有利未來評價之推升。

投資建議：

2025 年勤凱的導電膏於指標性大廠將有更高滲透率，營收成長性可望優於產業平均，使營運穩健向上，研究部考量勤凱過往本益比表現與被動元件產業本益比區間，給予 17 倍本益比評價，目標價 125 元(2025 EPS X 17 PER)，投資建議為 Trading Buy。

2025 年 3 月 18 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 18 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
資產總計	983	1,168	1,507	1,609	1,777
流動資產	693	825	1,163	1,170	1,175
現金及約當現金	204	96	91	110	101
應收帳款與票據	255	408	666	670	675
存貨	215	262	358	360	365
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	210	197	191	192	187
負債總計	252	347	582	620	686
流動負債	251	347	581	585	587
應付帳款及票據	62	74	160	160	165
非流動負債	1	0	1	35	94
權益總計	731	822	925	989	1,091
普通股股本	318	321	301	301	301
保留盈餘	252	303	409	473	575
母公司業主權益	731	822	925	989	1,090
負債及權益總計	983	1,168	1,507	1,609	1,777

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業收入淨額	928	1,045	1,492	1,702	1,975
營業成本	734	821	1,166	1,329	1,541
營業毛利淨額	194	224	326	373	433
營業費用	90	95	104	111	125
營業利益	105	129	222	262	308
EBITDA	147	174	270	304	352
業外收入及支出	11	13	-5	14	15
稅前純益	116	143	238	276	323
所得稅	24	26	48	55	65
稅後純益	92	117	190	221	258
稅後 EPS(元)	3.07	3.88	6.30	7.33	8.59
完全稀釋 EPS**	3.07	3.88	6.30	7.33	8.59

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 3.01【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 3.01 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	-46.49%	12.60%	42.76%	14.10%	16.00%
營業毛利淨額	-44.77%	15.34%	45.52%	14.52%	16.08%
營業利益	-57.16%	23.03%	72.36%	17.96%	17.63%
稅後純益	-54.08%	26.38%	62.58%	16.32%	17.10%

獲利能力分析(%)

毛利率	20.93%	21.44%	21.86%	21.93%	21.95%
EBITDA(%)	15.83%	16.70%	18.11%	17.83%	17.82%
營益率	11.28%	12.33%	14.88%	15.39%	15.60%
稅後純益率	9.95%	11.17%	12.72%	12.97%	13.09%
總資產報酬率	9.40%	9.99%	12.59%	13.72%	14.55%
股東權益報酬率	12.64%	14.21%	20.52%	22.32%	23.69%

償債能力檢視

負債比率(%)	25.67%	29.68%	38.63%	38.54%	38.61%
負債/淨值比(%)	34.54%	42.21%	62.94%	62.70%	62.89%
流動比率(%)	276.02%	237.99%	200.23%	200.00%	200.17%

其他比率分析

存貨天數	126.47	105.96	97.06	98.62	85.85
應收帳款天數	157.63	115.64	131.29	143.20	124.31

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業活動現金	433	-62	-30	318	337
稅前純益	116	143	238	276	323
折舊及攤銷	25	24	24	26	26
營運資金變動	330	-189	-268	-6	-5
其他營運現金	-38	-40	-24	23	-7
投資活動現金	-52	-84	-21	-4,094	-4,168
資本支出淨額	-12	-13	-12	-2,700	-2,700
長期投資變動	-37	-69	-16	-1,300	-1,300
其他投資現金	-2	-2	7	-94	-168
籌資活動現金	-454	39	47	3,795	3,822
長借/公司債變動	0	-1	0	33	58
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-136	-66	-81	-157	-157
其他籌資現金	-317	105	128	3,918	3,920
淨現金流量	-72	-107	-5	19	-9
期初現金	276	204	96	91	110
期末現金	204	96	91	110	101

資料來源：CMoney、群益

2025 年 3 月 18 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	324	220	266	368	431	427	406	416	456	426	444	464
營業成本	259	173	209	279	346	332	315	321	360	333	344	358
營業毛利淨額	64	47	57	89	85	95	90	95	95	93	99	106
營業費用	23	25	24	26	25	28	27	27	30	28	28	30
營業利益	41	22	33	63	59	67	64	67	66	65	71	76
業外收入及支出	4	1	13	8	-13	7	4	5	3	2	3	4
稅前純益	45	24	46	71	47	74	68	72	69	67	74	80
所得稅	9	3	8	15	10	15	14	14	14	13	15	16
稅後純益	36	20	37	56	37	59	54	58	55	54	59	64
最新股本	301	301	301	301	301	301	301	301	301	301	301	301
稅後EPS(元)	1.20	0.68	1.24	1.86	1.23	1.97	1.80	1.92	1.82	1.79	1.97	2.13

獲利能力(%)

毛利率(%)	19.89%	21.44%	21.39%	24.25%	19.66%	22.29%	22.30%	22.80%	20.90%	21.85%	22.40%	22.80%
營業利益率(%)	12.63%	10.12%	12.27%	17.11%	13.81%	15.67%	15.70%	16.20%	14.40%	15.35%	16.00%	16.40%
稅後純益率(%)	11.17%	9.26%	14.06%	15.24%	8.61%	13.87%	13.35%	13.92%	12.05%	12.66%	13.34%	13.81%

QoQ(%)

營業收入淨額	8.93%	-31.98%	20.77%	38.37%	17.12%	-0.90%	-5.04%	2.47%	9.63%	-6.59%	4.25%	4.51%
營業利益	-1.87%	-45.53%	46.51%	92.95%	-5.52%	12.49%	-4.87%	5.73%	-2.55%	-0.42%	8.67%	7.12%
稅前純益	-12.37%	-47.54%	94.69%	55.03%	-34.40%	59.15%	-8.82%	6.87%	-5.14%	-1.86%	9.89%	8.18%
稅後純益	-12.38%	-43.57%	83.33%	49.94%	-33.83%	59.62%	-8.57%	6.87%	-5.14%	-1.86%	9.89%	8.18%

YoY(%)

營業收入淨額	80.99%	35.56%	30.38%	23.82%	33.13%	93.96%	52.51%	12.94%	5.71%	-0.36%	9.39%	11.57%
營業利益	180.81%	96.13%	36.07%	51.12%	45.50%	200.47%	95.10%	6.90%	10.25%	-2.40%	11.48%	12.95%
稅前純益	97.01%	470.84%	95.37%	38.73%	3.86%	215.11%	47.58%	1.73%	47.11%	-9.29%	9.33%	10.67%
稅後純益	92.57%	493.74%	97.52%	35.90%	2.64%	190.34%	44.79%	3.20%	47.93%	-9.04%	9.33%	10.67%

註1：稅後EPS以股本3.01億元計算

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。