

研究員：陳長榮 [cj.chen@capital.com.tw](mailto:cj.chen@capital.com.tw)

前日收盤價	292.50 元
目標價	
3 個月	333.00 元
12 個月	333.00 元

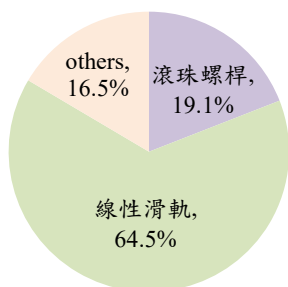
## 近期報告日期、評等及前日股價

02/06/2025	Buy	315.00
12/18/2024	到達目標價	287.00
11/13/2024	Buy	246.50
09/30/2024	Buy	220.50
07/30/2024	Trading Buy	199.50

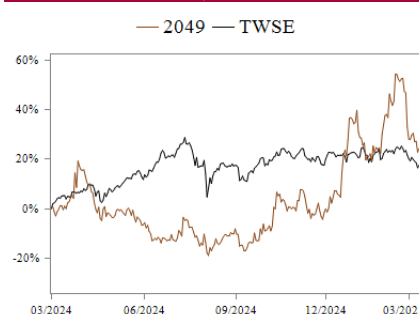
## 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	3,538
市值(億元)	1,035
目前每股淨值(元)	104.38
外資持股比(%)	28.15
投信持股比(%)	5.65
董監持股比(%)	12.61
融資餘額(張)	6,827
現金股息配發率(%)	43.09

## 產品組合



## 股價相對大盤走勢



## 上銀(2049 TT)

## Trading Buy

總經景氣轉差影響訂單能見度，評等調整為 Trading Buy。

**投資建議：**雖然中國市場景氣逐漸復甦，美國等地買氣亦持續熱絡，上銀 2025 年營收展望佳，不過，由於近期總經景氣轉差，影響上銀訂單能見度，2025 年需求回溫進度落後預期，故群益將上銀的投資建議調整為 Trading Buy。

## 02/2025 營收 19.31 億元，MoM+1.59%，中國市場需求回溫進度落後預期

雖然 AI、半導體客戶資本支出態度已轉趨積極，近期中國政府亦再度宣示將透過貨幣政策、財政政策刺激當地景氣，有助於上銀相關接單數量回升，不過，上銀 02/2025 營收 19.31 億元，MoM+1.59%，仍為近期偏低水準，原因在於中國客戶農曆春節過後需求回溫狀況落後預期。

**業績改善度動能來自美、日等地：**群益預估，2025 年上銀的營收 YoY+13.24%，並以美國、日本、東南亞、台灣、印度等地營收成長動能較佳，原因主要有三，(1)美國總統大選結果出爐後整體自動化市況逐漸改善，此外，上銀看好美國本土製造衍生商機，故積極在當地拓展機電整合、機器人業務，(2)日本工具機廠接單亦已見增溫跡象，(3)近期各國央行降息動作有助於民間企業增加資本支出。

再就上銀在高階產品、機器人的業績前景而言，首先，半導體、自動化、大型基礎建設、航太相關設備外，晶圓機器人、醫療機器人、迴轉工作台等產品領域成長性可期，為 2025 年主要出貨動能，其次，上銀不但滾珠螺桿可藉由較佳的成本控制力競逐機器人相關訂單，近期上銀指出，包括諧波減速機、交叉滾柱軸承、伺服馬達、驅動器、控制器等機器人關鍵零組件亦可自行開發，若與滾珠螺桿搭配整組出貨，則有助於提高接單金額，並強化與客戶合作關係，為上銀在機器人領域另一競爭利基。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	24,392	27,620	29,838	5,758	5,506	6,183	6,326	6,376	5,950	7,241	7,445	6,984
營業毛利淨額	7,218	8,630	9,482	1,516	1,589	1,948	1,944	1,736	1,806	2,288	2,363	2,172
營業利益	2,059	3,214	3,909	179	400	656	685	318	567	956	1,004	687
稅後純益	1,972	2,625	3,136	333	395	582	664	330	452	823	837	514
稅後 EPS(元)	5.57	7.42	8.86	0.94	1.12	1.65	1.88	0.93	1.28	2.33	2.37	1.45
毛利率(%)	29.59%	31.24%	31.78%	26.33%	28.86%	31.51%	30.73%	27.23%	30.34%	31.60%	31.75%	31.10%
營業利益率(%)	8.44%	11.64%	13.10%	3.10%	7.27%	10.61%	10.82%	4.99%	9.53%	13.20%	13.48%	9.84%
稅後純益率(%)	8.08%	9.50%	10.51%	5.78%	7.18%	9.41%	10.50%	5.18%	7.59%	11.36%	11.24%	7.35%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-0.98%	13.24%	8.03%	-12.20%	-4.36%	12.28%	2.32%	0.78%	-6.67%	21.69%	2.82%	-6.19%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-3.09%	33.11%	19.45%	-47.30%	18.82%	47.26%	14.16%	-50.32%	36.81%	82.21%	1.69%	-38.63%

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 35.38 億元計算。

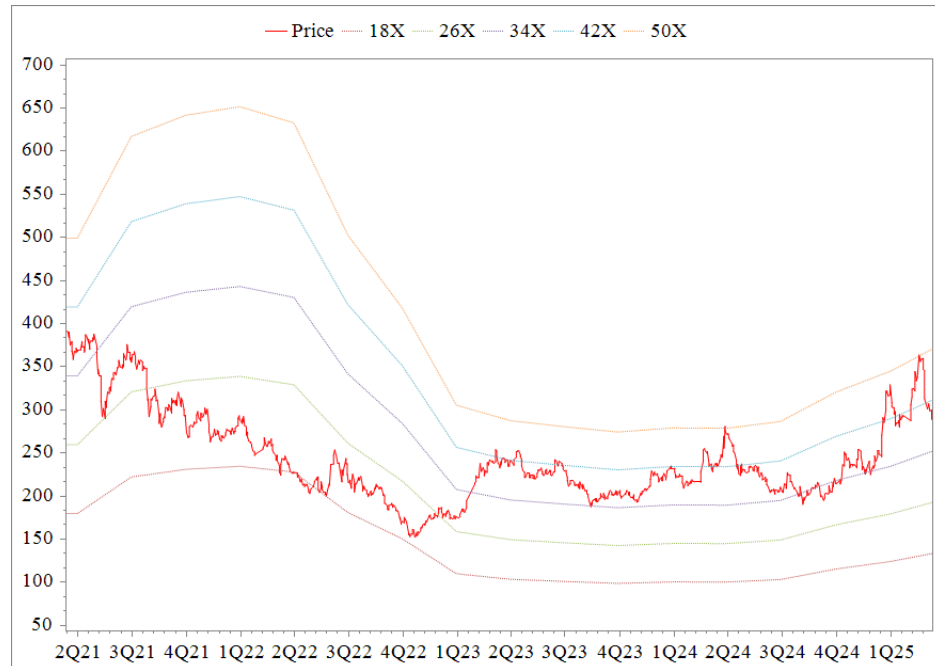
2025 年 3 月 13 日

## 企業 ESG 資訊揭露：

上銀因應氣候變遷、溫室氣體乃採取減緩與調適措施，並擬定策略實施短中長期目標，依此實施篩選重大風險與機會，並依據政策與法規、市場與生產製造等面向，分別進行氣候變遷風險分析評估潛在財務衝擊。

上銀使用 IPCC 2007 年全球升溫潛能值，以及環保署公告之國家排放係數，進行 ISO 14064-1 盤查作業，包括營運總部、工二廠、精科二廠、雲科一廠、雲科二廠、雲科三廠、大埔美一廠、大埔美三廠等廠區已陸續完成驗證，上銀並將持續製程改善、綠色生產，並在生產過程中致力於節能減碳，符合對客戶、環境之綠色承諾。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 3 月 13 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	52,140	51,437	54,418	56,578	59,056
流動資產	20,319	19,228	19,983	20,338	20,817
現金及約當現金	7,458	7,564	7,354	7,738	7,792
應收帳款與票據	3,357	3,553	4,467	4,613	4,706
存貨	8,938	7,490	7,407	7,577	7,704
採權益法之投資	327	378	306	430	565
不動產、廠房設備	27,679	28,215	29,367	29,117	28,867
<b>負債總計</b>	17,175	16,322	17,343	17,826	18,328
流動負債	9,410	7,960	8,322	8,420	8,618
應付帳款及票據	2,997	2,839	3,318	3,394	3,466
非流動負債	7,765	8,362	9,021	9,330	9,562
<b>權益總計</b>	34,965	35,114	37,074	38,752	40,728
普通股股本	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538
保留盈餘	23,459	23,588	24,549	26,227	28,203
母公司業主權益	34,751	34,998	36,929	38,704	40,779
<b>負債及權益總計</b>	52,140	51,437	54,418	56,578	59,056

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	29,315	24,633	24,392	27,620	29,838
營業成本	18,599	16,978	17,174	18,991	20,356
<b>營業毛利淨額</b>	10,715	7,655	7,218	8,630	9,482
營業費用	5,143	5,004	5,159	5,416	5,573
<b>營業利益</b>	5,572	2,651	2,059	3,214	3,909
<b>EBITDA</b>	8,152	4,998	4,667	5,794	6,559
業外收入及支出	192	-173	95	0	0
稅前純益	5,818	2,540	2,250	3,214	3,909
所得稅	1,506	709	387	687	871
稅後純益	4,479	2,035	1,972	2,625	3,136
稅後 EPS(元)	12.66	5.75	5.57	7.42	8.86
完全稀釋 EPS**	12.66	5.75	5.57	7.42	8.86

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 35.38【最新股本】億元計算  
 註 3：完全稀釋 EPS 以股本 35.38 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	7.52%	-15.97%	-0.98%	13.24%	8.03%
營業毛利淨額	9.17%	-28.56%	-5.71%	19.56%	9.87%
營業利益	8.95%	-52.43%	-22.34%	56.10%	21.63%
稅後純益	26.81%	-54.58%	-3.09%	33.11%	19.45%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	36.55%	31.08%	29.59%	31.24%	31.78%
EBITDA(%)	27.81%	20.29%	19.13%	20.98%	21.98%
營益率	19.01%	10.76%	8.44%	11.64%	13.10%
稅後純益率	15.28%	8.26%	8.08%	9.50%	10.51%
總資產報酬率	8.59%	3.96%	3.62%	4.64%	5.31%
股東權益報酬率	12.81%	5.79%	5.32%	6.77%	7.70%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	32.94%	31.73%	31.87%	31.51%	31.03%
負債/淨值比(%)	49.12%	46.48%	46.78%	46.00%	45.00%
流動比率(%)	215.92%	241.56%	240.13%	241.56%	241.56%

## 其他比率分析

存貨天數	169.37	176.59	158.30	144.00	137.00
應收帳款天數	47.48	51.19	60.01	60.00	57.00

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	6,078	4,770	3,619	4,740	5,461
稅前純益	5,818	2,540	2,250	3,214	3,909
折舊及攤銷	2,202	2,326	2,334	2,399	2,379
營運資金變動	-841	1,094	-354	-239	-148
其他營運現金	-1,101	-1,190	-612	-634	-679
<b>投資活動現金</b>	-2,203	-2,846	-3,883	-2,531	-2,513
資本支出淨額	-2,153	-2,872	-3,700	-2,500	-2,500
長期投資變動	0	69	-127	0	0
其他投資現金	-50	-44	-56	-31	-13
<b>籌資活動現金</b>	-1,921	-1,800	-19	-924	-1,194
長借/公司債變動	847	558	1,101	308	232
現金增資	2,075	0	0	0	0
發放現金股利	-1,534	-1,946	-884	-849	-1,061
其他籌資現金	-3,310	-413	-236	-384	-364
<b>淨現金流量</b>	2,025	106	-210	1,284	1,754
<b>期初現金</b>	5,433	7,458	7,564	7,354	8,638
<b>期末現金</b>	7,458	7,564	7,354	8,638	10,392

資料來源：CMoney、群益

2025 年 3 月 13 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	6,558	5,758	5,506	6,183	6,326	6,376	5,950	7,241	7,445	6,984	6,747	7,739
營業成本	4,376	4,242	3,917	4,235	4,382	4,639	4,145	4,953	5,081	4,812	4,669	5,300
營業毛利淨額	2,182	1,516	1,589	1,948	1,944	1,736	1,806	2,288	2,363	2,172	2,078	2,439
營業費用	1,238	1,337	1,189	1,292	1,260	1,418	1,238	1,333	1,360	1,485	1,272	1,364
營業利益	944	179	400	656	685	318	567	956	1,004	687	805	1,076
業外收入及支出	-151	107	83	36	106	-34	2	-2	0	0	2	-2
稅前純益	793	286	484	691	790	285	569	954	1,003	688	808	1,074
所得稅	247	-18	123	134	149	-18	144	154	189	200	204	192
稅後純益	631	333	395	582	664	330	452	823	837	514	630	905
最新股本	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538	3,538
稅後EPS(元)	1.78	0.94	1.12	1.65	1.88	0.93	1.28	2.33	2.37	1.45	1.78	2.56

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	33.27%	26.33%	28.86%	31.51%	30.73%	27.23%	30.34%	31.60%	31.75%	31.10%	30.79%	31.52%
營業利益率(%)	14.39%	3.10%	7.27%	10.61%	10.82%	4.99%	9.53%	13.20%	13.48%	9.84%	11.94%	13.90%
稅後純益率(%)	9.63%	5.78%	7.18%	9.41%	10.50%	5.18%	7.59%	11.36%	11.24%	7.35%	9.33%	11.70%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-0.39%	-12.20%	-4.36%	12.28%	2.32%	0.78%	-6.67%	21.69%	2.82%	-6.19%	-3.39%	14.70%
營業利益	-1.57%	-81.06%	123.90%	63.85%	4.38%	-53.51%	78.23%	68.51%	4.99%	-31.52%	17.20%	33.56%
稅前純益	-9.05%	-63.94%	69.17%	42.99%	14.28%	-63.96%	100.00%	67.47%	5.21%	-31.47%	17.46%	32.92%
稅後純益	0.87%	-47.30%	18.82%	47.26%	14.16%	-50.32%	36.81%	82.21%	1.69%	-38.63%	22.60%	43.80%

## YoY(%)

營業收入淨額	-17.21%	2.96%	-3.97%	-6.08%	-3.53%	10.73%	8.06%	17.11%	17.68%	9.54%	13.39%	6.88%
營業利益	-43.47%	-64.25%	-29.67%	-31.62%	-27.49%	78.03%	41.72%	45.75%	46.60%	115.94%	42.00%	12.55%
稅前純益	-56.86%	-50.74%	-18.06%	-20.67%	-0.33%	-0.38%	17.77%	37.93%	26.99%	141.52%	41.84%	12.58%
稅後純益	-55.76%	-27.60%	-11.18%	-6.99%	5.26%	-0.76%	14.26%	41.37%	25.93%	55.56%	39.40%	10.02%

註1：稅後EPS以股本35.38億元計算

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。