

Fubon Research

2023 年 7 月 13 日

中立

股價 NT\$43.15	目標價 NT\$45.4
○ 訪談摘要	○ 初次評論
● 公司動態	● 獲利調整
● 獲利預覽	○ 評等調整
流通在外股數 (百萬)	459
市值 (百萬台幣)	19,780
市值 (百萬美元)	637
外資持股率 (%)	19.07
投信持股率 (%)	1.29
董監持股率 (%)	5.85
52 週高價 (元)	45.81
52 週低價 (元)	29.36
當沖比率	19%

ESG 評等 7 產業排名 3/35



資料來源：CMoney

盈餘預估及評等修正

	新	舊	%
評等	中立	中立	
目標價	45.4	47.3	-4
EPS 預估	4.54	3.15	44
目標 PE	10	15	

主要財務報表分析 至 12 月 31 日

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
營收淨額	174,075	148,519	175,336
年成長率(%)	-16.6	-14.7	18.1
營業利益	3,784	3,922	4,342
年成長率(%)	-15.7	3.6	10.7
稅後淨利	2,207	1,943	2,292
年成長率(%)	-23.4	-12.0	18.0
每股淨利(NT\$)	5.16	4.54	5.35
每股現金股利	4.4	3.2	3.6
本益比(x)	8.4	9.5	8.1
本淨比(x)	1.4	1.3	1.3
現金股利殖利率	10.2	7.4	8.3
淨值報酬率(%)	17.6	13.8	15.9

資料來源：CMoney、富邦投顧

夏武正

886-2-27815995#37011

richard.hsia@fubon.com

至上 (8112 TT)

手機庫存修正結束

評等維持中立，目標價 45.4 元，潛在上漲空間 5%

- ◆ 庫存跌價損失回沖，5 月自結母公司業主淨利 2.21 億元，EPS 0.52 元。
- ◆ 手機客戶修正近尾聲，3Q23 業績料小幅回溫。
- ◆ 6 月底送件辦理現金增資 7 仟萬股，初估股本稀釋約 16.3%。

修正步入尾聲，2Q23 營收反彈

至上 6 月合併營收 127.30 億元，YoY-6.2%、MoM+3.1%，累積 2Q23 合併營收 375.99 億元，QoQ+52.0%、YoY-16.2%，數字優於富邦預期。產品組合方面，記憶體銷售為近四季新高，QoQ+75.2%，主要手機品牌庫存修正已近尾聲；系統晶片營收 QoQ+38.0%；面板 QoQ+11.4% 及其他項目營收 QoQ+8.3%。據至上公告之 5 月自結數，稅前淨利 3.43 億元，母公司業主淨利 2.21 億元，EPS 0.52 元，主要受惠庫存跌價損失回沖之挹注。因此，我們預估至上 2Q23 毛利率將上揚至 3.8%，營業利益佔 10.18 億元，稅前淨利佔 7.58 億元，稅後淨利佔 6.02 億元，單季 EPS 佔 1.40 元(以不含甲種特別股之股本 42.85 億元計算)。

手機客戶採購謹慎，預估 3Q23 小幅成長

至上在手 4G 等低階手機零件的庫存去化已有成效，主要客戶皆已重啟備貨，並隨營收規模回升，庫齡跌價損失將逐步回沖，逐季挹注毛利率上升。記憶體業務方面，手機客戶對新機種備貨仍審慎看待，伺服器訂單則維持相對熱絡；因此我們預期至上 3Q23 在記憶體銷售帶動下，合併營收將成長至 408.80 億元，QoQ+8.7%、YoY+8.2%。簡言之，我們預估至上 3Q23 營業利益約 11.57 億元，稅前淨利約 7.70 億元，稅後淨利約 5.57 億元，單季 EPS 佔 1.30 元。

記憶體景氣回升，FY24 獲利料成長

富邦預期 4Q23 記憶體均價回升，將推升採購方回補庫存之意願，因此我們預估至上 4Q23 合併營收 452.98 億元，QoQ+10.8%、YoY+26.8%，EPS 估達 1.37 元，累積全年 EPS 約 4.54 元。至於 2024 年，記憶體向上周期展開，智慧型手機採購回歸正常化，各類零件採購向上，預估至上全年合併營收約 1,753.36 億元，YoY+18.1%；由庫存跌價損失將逐步回沖完畢，毛利率估將下滑至 3.4%，營業利益佔約 43.42 億元，業外淨損失佔 11.80 億元，稅前淨利佔 31.61 億元，歸屬母公司稅後淨利佔 22.92 億元，全年 EPS 佔 5.35 元，YoY+17.9%。

富邦不同之處

我們對至上 FY2023-24 年 EPS 預估值分別為 4.54、5.35 元，相較同業平均值分別約 +39%、+9%。

評價與風險

至上基本面已逐步轉佳，目前股價約居 FY23 的 9.5XPER 或目前淨值的 1.34X，評價合理，因此我們維持中立的投資評等，目標價因除息而下調至 45.4 元(約 FY23 之 10XPER 或 1.4X 目前淨值)。至上的投資風險來自(1) 安卓智慧型手機銷售量變化超乎預期；(2) 記憶體景氣變化超出預期等。

現增 7 千萬股已送件，初估將稀釋股本 16.3%

據公開資訊觀測站資訊顯示，至上已於 6 月底送件辦理現金增資 7 仟萬股，增資資金用於償還銀行借款、減輕利息費用負擔。發行價格則暫訂為每股新台幣 32 元至 40 元，初估股本約稀釋 16.3%，現增後股本約達 49.85 億元(不含甲種特別股)。

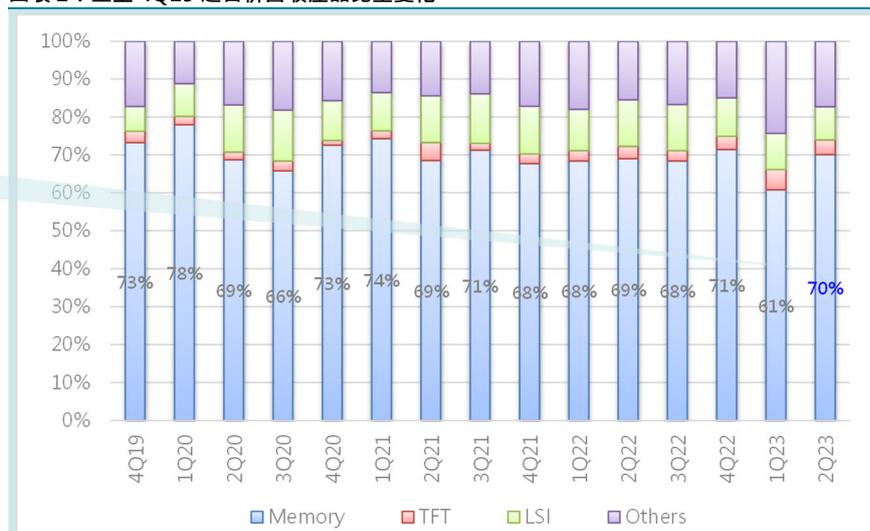
圖表 1：獲利預估修正 單位: 新台幣百萬元

	FY22		FY23F			FY24F		
		原估	新估	差異	原估	新估	差異	
營業收入	174,075	144,368	148,519	2.9%	171,672	175,336	2.1%	
銷貨毛利	5,914	4,871	5,406	11.0%	5,697	6,003	5.4%	
營業利益	3,784	3,335	3,922	17.6%	3,898	4,342	11.4%	
稅後淨利	2,207	1,351	1,943	43.8%	1,956	2,292	17.2%	
EPS (元)	5.16	3.15	4.54	43.9%	4.56	5.35	17.2%	
重要比率								
毛利率	3.4%	3.4%	3.6%		3.3%	3.4%		
營益率	2.2%	2.3%	2.6%		2.3%	2.5%		
淨利率	1.2%	0.9%	1.3%		1.1%	1.3%		

資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

圖表 2：至上 4Q19 起合併營收產品比重變化

至上 2Q23 記憶體營收
比重新站上 70%。

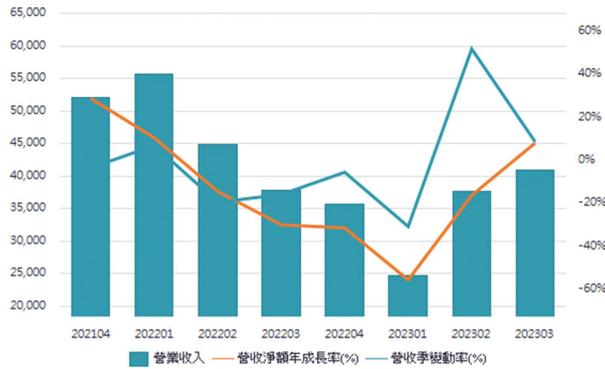


資料來源：CMoney、富邦投顧整理

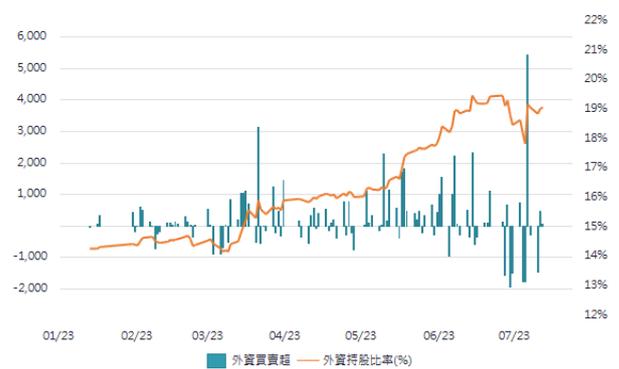
圖表 3：單季預測

單位: 百萬元	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
損益模型											
營業收入	24,742	37,599	40,880	45,298	39,724	42,727	47,586	45,299	174,075	148,519	175,336
銷貨成本	23,923	36,188	39,324	43,677	38,359	41,239	45,987	43,749	168,161	143,113	169,333
銷貨毛利	819	1,411	1,556	1,621	1,365	1,489	1,599	1,550	5,914	5,406	6,003
營業費用	274	392	398	420	394	409	434	424	2,129	1,484	1,662
營業利益	545	1,018	1,157	1,201	971	1,080	1,165	1,126	3,784	3,922	4,342
業外收支淨額	-291	-261	-388	-394	-282	-298	-308	-292	-961	-1,339	-1,180
稅前淨利	254	758	770	808	689	781	857	834	2,823	2,584	3,161
稅後淨利	200	602	557	585	506	560	615	611	2,207	1,943	2,292
EPS	0.35	1.40	1.30	1.37	1.18	1.31	1.44	1.43	5.16	4.54	5.35
獲利能力(%)											
毛利率	3.3%	3.8%	3.8%	3.6%	3.4%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%	3.6%	3.4%
營益率	2.2%	2.7%	2.8%	2.7%	2.4%	2.5%	2.4%	2.5%	2.2%	2.6%	2.5%
淨利率	0.9%	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%
年成長率(%)											
營業收入	-55.6%	-16.2%	8.2%	26.8%	60.6%	13.6%	16.4%	0.0%	-16.6%	-14.7%	18.1%
銷貨毛利	-57.5%	-17.8%	25.7%	56.9%	66.7%	5.5%	2.8%	-4.4%	-10.9%	-8.6%	11.0%
營業利益	-61.7%	-15.9%	70.0%	155.3%	78.1%	6.1%	0.7%	-6.2%	-15.7%	3.6%	10.7%
稅後淨利	-77.7%	-14.8%	28.2%	245.1%	152.6%	-7.0%	10.4%	4.4%	-23.4%	-12.0%	18.0%
EPS	-83.3%	-14.9%	27.3%	241.3%	237.5%	-7.0%	10.5%	4.4%	-26.5%	-12.1%	17.9%
季成長率(%)											
營業收入	-30.7%	52.0%	8.7%	10.8%	-12.3%	7.6%	11.4%	-4.8%			
銷貨毛利	-20.8%	72.3%	10.3%	4.2%	-15.8%	9.1%	7.4%	-3.1%			
營業利益	15.9%	86.7%	13.7%	3.8%	-19.2%	11.2%	7.9%	-3.3%			
稅後淨利	18.2%	200.6%	-7.5%	5.0%	-13.5%	10.7%	9.8%	-0.7%			
EPS	-12.5%	301.2%	-7.5%	5.1%	-13.5%	10.6%	9.9%	-0.7%			

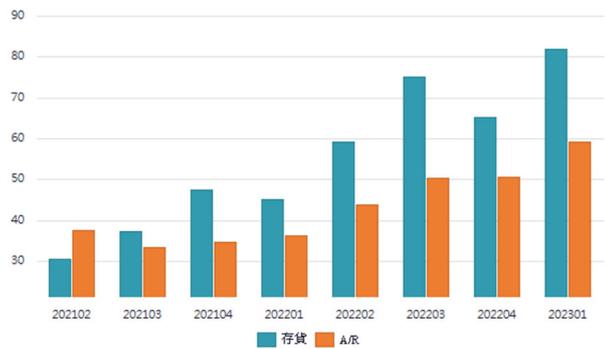
資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

圖表 4：季營收變化 單位: 百萬元/%


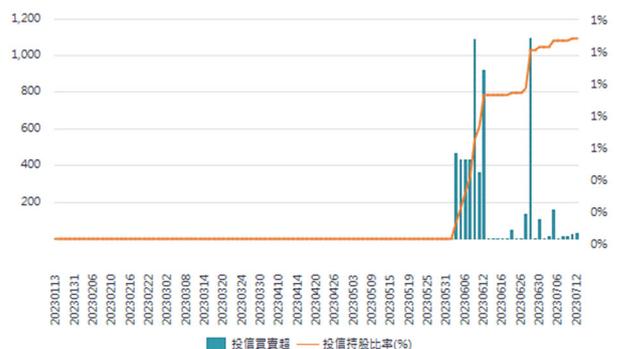
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 7：外資買賣超張數及持股比率 單位: 張/%


資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 5：存貨及 A/R 週轉天數 單位: 天


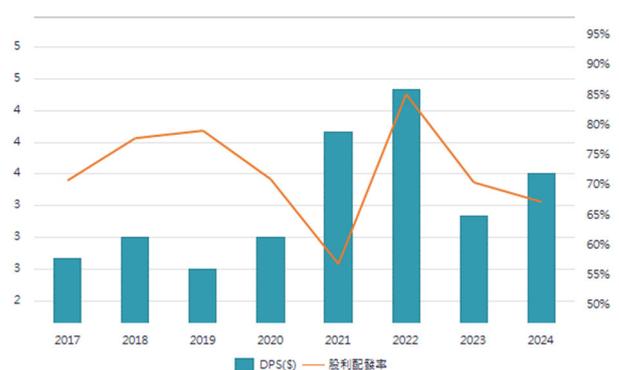
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 8：投信買賣超張數及持股比率 單位: 張/%


資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 6：EPS 與 BVPS 趨勢 單位: 元/%


資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 9：每股股利及股利配發率 單位: 元/%


資料來源：CMoney、富邦投顧

ESG永續發展專區

CMoney Taiwan ESG Rating

CMoney ESG Rating	E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)
7/10	7/10	7/10	6/10

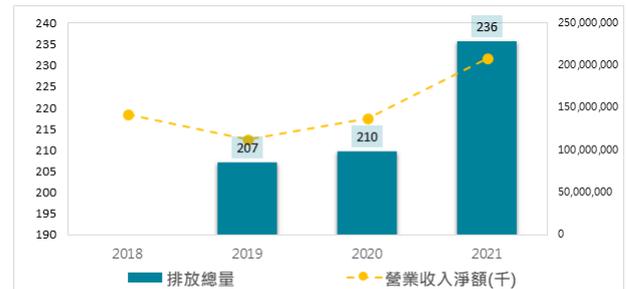
交易所產業類別	產業排名	交易所公司治理評鑑
電子-電子通路	3/35	6%至20%



環境保護 Environment

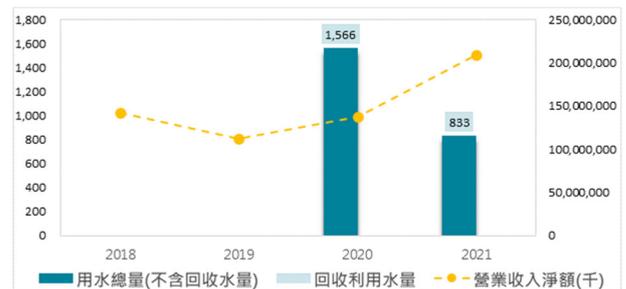
溫室氣體排放與營收

摘要			
溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	直接排放(公噸)	間接排放(公噸)
2021	236	3	232
2020	210	--	210
2019	207	--	207
2018	--	--	--



企業用水量與營收

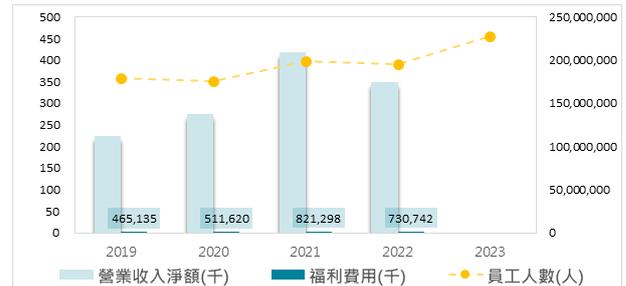
摘要			
企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	833	--	--
2020	1,566	--	--
2019	--	--	--
2018	--	--	--



社會責任 Social Responsibility

員工人數與福利費用

摘要			
員工人數與福利費用統計			
年度	員工人數(人)	員工人數增減(人)	福利費用
2023	456	65	--
2022	391	-7	730,742
2021	398	47	821,298
2020	351	-7	511,620
2019	358	18	465,135



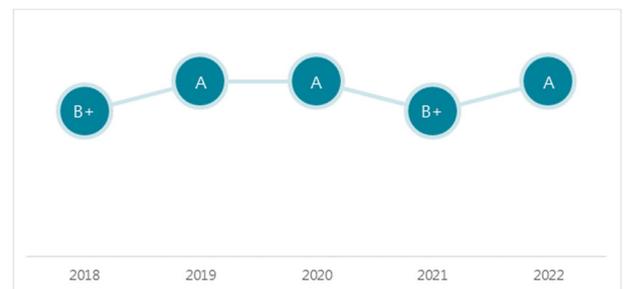
公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			構面一	構面二	構面三	構面四
2022	6%至20%	A	0.20	0.33	0.23	0.24
2021	21%至35%	B+	0.20	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	6%至20%	A	0.20	0.35	0.24	0.21

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

資料來源：交易所、公司、CMoney、富邦投顧



損益表					
	百萬台幣				
	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
營收淨額	137,510	208,739	174,075	148,519	175,336
銷貨成本	133,884	202,103	168,161	143,113	169,333
銷貨毛利	3,626	6,636	5,914	5,406	6,003
營業費用	1,306	2,145	2,129	1,484	1,662
營業利益	2,320	4,491	3,784	3,922	4,342
EBITDA	2,856	4,710	3,985	4,188	4,503
利息淨收支	0	0	0	(1,512)	(1,249)
投資淨損益	0	0	0	3	8
匯兌淨損益	(70)	44	101	77	0
其他收支	74	(378)	(1,073)	93	61
業外收支淨額	11	(325)	(961)	(1,339)	(1,180)
稅前淨利	2,331	4,166	2,823	2,584	3,161
所得稅	497	1,023	665	562	762
少數股權	699	727	888	837	837
稅後淨利	1,595	2,881	2,207	1,943	2,292
基本 EPS(NT\$)	4.22	7.02	5.16	4.54	5.35
完全稀釋 EPS(NT\$)	4.21	7.00	4.95	4.30	5.07
股票股利(NT\$)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
現金股利(NT\$)	3.00	4.00	4.40	3.20	3.60

年成長率(%)					
營收淨額	22.1	51.8	(16.6)	(14.7)	18.1
銷貨毛利	7.5	83.0	(10.9)	(8.6)	11.0
營業利益	16.2	93.6	(15.7)	3.6	10.7
稅後淨利	24.4	80.6	(23.4)	(12.0)	18.0
基本 EPS	23.8	66.4	(26.5)	(12.1)	17.9

獲利能力(%)					
毛利率	2.6	3.2	3.4	3.6	3.4
營益率	1.7	2.2	2.2	2.6	2.5
稅後淨利率	1.3	1.5	1.2	1.3	1.3
EBITDA 率	2.1	2.3	2.3	2.8	2.6

財務比率					
	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
流動比率(%)	158	146	210	193	186
速動比率(%)	91	64	100	95	95
淨負債股權比率(%)	271	262	132	132	139
稅後淨利率(%)	1.3	1.5	1.2	1.3	1.3
資產周轉率(x)	4.0	4.2	3.4	3.2	3.6
財務槓桿(x)	4.6	4.8	3.1	3.2	3.2
已動用資本/淨值(x)	3.4	3.7	2.4	2.4	2.5
總資產報酬率(%)	3.9	4.9	4.9	4.1	4.6
淨值報酬率(%)	20.2	30.0	17.6	13.8	15.9
資本報酬率(%)	18.1	25.5	14.1	18.8	20.0

財務比率					
	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
股息保障倍數(x)	(7.9)	(8.5)	6.4	0.9	(1.0)
所得稅保障倍數(x)	(16.2)	(9.4)	16.5	3.3	(1.9)
資本支出保障倍數(x)	(1,816.1)	(730.3)	1,468.2	228.6	(162.0)
應收帳款週轉率(x)	8.0	10.2	10.1	8.5	8.8
存貨週轉率(x)	9.2	6.8	7.8	6.1	7.0
應付帳款週轉率(x)	59.4	38.3	46.9	26.8	35.0
應收帳款週轉天數	46	36	36	43	41
存貨週轉天數	40	53	47	59	52
應付帳款週轉天數	6	10	8	14	10
現金循環週期(天)	79	80	75	89	83

資產負債表					
	百萬台幣				
	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
現金及約當現金	1,760	1,752	1,985	2,010	2,009
應收款項	17,282	20,469	17,252	17,402	19,911
存貨	14,491	29,581	21,663	23,320	24,060
其他流動資產	5,723	4,923	3,187	3,187	3,188
流動資產	39,256	56,725	44,087	45,919	49,168
長期投資	475	493	498	454	407
固定資產	249	304	303	230	156
其他長期資產	568	710	593	594	594
總資產	40,548	58,232	45,481	47,197	50,325
長期借款	19,626	27,418	14,290	14,175	16,895
商業本票	0	0	0	0	0
應付款項	2,255	5,279	3,584	5,332	4,838
其他流動負債	2,956	6,087	3,154	4,228	4,696
流動負債	24,836	38,784	21,029	23,735	26,429
長期借款	5,847	5,947	7,105	7,167	6,790
其他長期負債	2,902	5,949	3,106	1,602	1,554
總負債	31,795	46,154	30,796	32,504	34,773
普通股股本	3,785	4,285	4,585	4,285	4,285
公積	1,860	3,000	4,068	4,068	4,068
保留盈餘	3,478	5,216	5,695	5,702	6,562
其他	(369)	(423)	337	637	637
股東權益	8,753	12,078	14,685	14,692	15,552
負債加股東權益	40,548	58,232	45,481	47,197	50,325

現金流量表					
	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
稅後淨利	1,595	2,881	2,207	1,943	2,292
折舊與攤提	82	89	88	92	92
投資收入	0	0	0	(3)	(8)
營運資金增減	(11,676)	(15,252)	9,440	(59)	(3,743)
其他	1,946	2,638	(784)	(136)	(82)
來自營運之現金流量	(8,053)	(9,644)	10,950	1,837	(1,449)
資本支出	(4)	(13)	(7)	(8)	(9)
長投增減	(1,763)	18	5	115	125
其他	1,742	1,820	(27)	0	0
來自投資之現金流量	(21)	1,839	(22)	107	116
自由現金流量	(8,074)	(7,805)	10,929	1,944	(1,333)
借款增(減)	2,962	99	1,158	(116)	2,720
現金股利支出	(1,017)	(1,135)	(1,714)	(1,936)	(1,432)
發行公司債	0	0	1,203	0	0
償還公司債	0	0	0	0	0
現金增資	0	1,596	1,349	0	0
其他	7,063	9,058	(12,475)	74	44
來自融資之現金流量	9,008	8,022	(11,828)	(1,978)	1,332
匯率調整	(359)	(226)	1,133	0	0
本期產生之現金流量	575	(9)	233	(35)	(1)

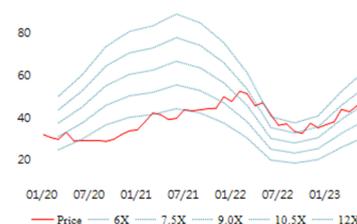
比率分析					
	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
本益比(x)	10.2	6.1	8.4	9.5	8.1
本營比(x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
本淨比(x)	2.0	1.6	1.4	1.3	1.3
P/CFPS(x)	(2.0)	(1.9)	1.8	10.1	(12.8)
PE/growth(x)	0.4	0.1	(0.3)	(0.8)	0.5
P/FCFPS(x)	(2.0)	(1.9)	1.8	10.1	(12.7)
EV/EBITDA(x)	15.2	10.9	9.8	9.3	9.2
現金股利殖利率(%)	7.0	9.3	10.2	7.4	8.3

股價及相對大盤績效圖



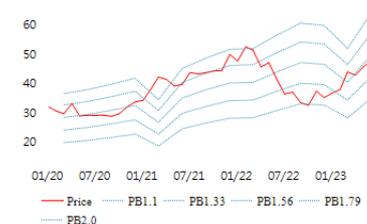
資料來源：CMoney、富邦投顧

未來 12 個月本益比區間圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

未來 12 個月本淨比區間圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

免責宣言

分析師認證

負責分析師（或者負責參與的分析師）確認：

1. 本研究報告的內容係反映分析師對於相關證券的個人看法。
2. 分析師的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

免責聲明

本研究報告所載資料僅供參考，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何證券。所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。然而，有關內容及看法並未考慮個別投資人之投資目標、財務狀況及特別需求。本研究報告所載述的意見可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司及任何關係企業等，皆有可能持有報告中提及的證券。本公司或任何關係企業會提供或嘗試提供投資銀行或其他形式的服務給報告中提及的公司。富邦投顧保留報告內容之一切著作權，禁止以任何形式之抄襲及轉寄他人。

富邦的股票評等標準

評等	定義
買進	預估未來6個月內的絕對報酬超過15%
中立	預估未來6個月內有絕對報酬介於15%與負15%之間
賣出	預估未來6個月內的絕對報酬高於負15%
未評等	由於富邦目前與該公司有特定交易或沒有足夠的基本資料判斷該公司評等
評估中	目前正在研議個股的投資評等，將於3到6個月內提供投資評等

產業評等	定義
優於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現突出
持平	預估該產業在未來6個月內與大盤指數表現相較持平
劣於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現較差