

楊凱云
(886-2)2563-1666
pineapple.yang@firstsec.com.tw

倉和(6538)

區間操作, TP 130 (潛在報酬 14.04%)

區間操作

Price(07/04):114

Target Price : 130

倉和(6538) 靠著專業的研發能力，4Q22 推出新品 3D 網版，在滲透率提升之下，1Q23 及 2Q23 出貨占比分別來到 20%、30%，目前產能均滿載，預期下半年出貨量更勝上半年，帶動營收及獲利呈雙位數增長，後續也將進駐新機台及擴廠計畫，以確保供貨順暢。獲利方面，由於 3D 網版售價成長大於成本的增加，毛利率極高，將優化公司獲利結構，惟須留意中國同業競爭激烈，在滲透率快速提升下，有助於同業仿製，當產品出現白熱化，將對毛利率產生影響。綜合以上，研究部預估 2023 年 EPS 6.05 元，以 22*PER 評價，給予目標價 130 元，投資建議為區間操作。

● 近期投資評等

● 公司基本資料

股本(億)	3.820
收盤價	114
成交量	1,806
市值(億)	43.50
P/E(x)	18.85

● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	6.03	0.96
投信	0.13	0
自營商	1.19	0.01
融資率	22.17	0.8
券餘(張)	9	-2

● 除權息狀況

現金股利	3.3
現金股利(總和)	3.3
現金股利(去年)	2.5
股票股利	0
除息日	2023/07/19
除權日	--
殖利率(%)	2.9

● 公司簡介

公司成立於 1994 年 4 月 1 日，主要從事精密網版之研發、製造、銷售，以及網印耗材買賣，由於精密網版印刷精細化及轉換率提升，應用產品多元，包含太陽能電池、被動元件、觸控面板、生物科技等，目前主要市場分布於中國、台灣及東南亞。2022 年各產品營收占比：太陽能電池占 88%、非太陽能應用 4%、網印耗材買賣 8%。

● 營運概況

1Q23 營收 4.15 億元，YoY+19.52%，QoQ+11.58%，稅後損益 0.37 億元，YoY-23.02%，QoQ+11.58%，EPS 1 元。各地區營收占比為：中國 60%、台灣 40%。第一季營收呈年季雙增，主要受惠於新產品 3D 網版滲透率提升，截至第一季底占整體營收約 20%，該產品最大優勢在於耐印次數增加以及線路更精細，多用於轉換效率較佳的 TOPcon 電池上，隨市場接受度與日俱增，預期 3D 網版出貨占比將逐季攀升。獲利方面，1Q23 毛利率 36.77%，YoY-1.47 ppt，係因新品自 4Q22 開始推廣，推廣初期樣品出貨量較多，至 3 月才有比較顯著的增長，獲利表現相對疲軟。

展望 2Q23，6 月營收 1.64 億元，YoY+41.8%，MoM+4.9%；累計前 6 月營收 8.99 億元，YoY+23.7%。截至第二季底，3D 網版出貨量占比約 30%，占總體營收的 30~40%。獲利方面，儘管 3D 網版製程繁雜使時間成本增加，但因 CF 網版平均單價較傳統的 SF 網版高出約 10~30%，將優化公司獲利結構，

● 近期報酬率(%)

日	週	月
4.59	11.77	9.62

且考量公司學習曲線、產品良率及滲透率持續成長下，預期第二季毛利率將優於 1Q23 表現。綜合以上，研究部預估 2Q23 營收 4.84 億元，YoY+27.62%，QoQ+16.57%，稅後損益 0.48 億元，YoY+19.68%，EPS 1.26 元。

● **公司展望**

中國為全球太陽能發展先驅者，過往太陽能電池主流產品為 PERC，然因其轉換效率較差，近年逐漸由轉換效率較佳的 TOPCon 所取代，而 3D 網版的研發可視為提升效率的重要媒介，當 TOPCon 滲透率提升將同步推動 3D 網版需求，公司提及目前客戶比預期得多，2H23 產量與營收將優於 1H23，長期出貨目標比重為 70~80%，不過因舊有設備產能不足，目前產能均已滿載，後續將添購新的雷射機台，預計 3 個月後會進駐。另外，公司於 2021 年底在龜山購地，規劃建立新廠，建照將於 3Q23 取得、4Q23 動工，實際投產時間未定。獲利方面，由於 3D 網版產品毛利率極高，若 2H23 營收占比達 40~60%，助攻毛利率上看 40%，綜合以上，研究部預估 2023 年營收 19.9 億元，YoY+33.77%，稅後損益 2.3 億元，YoY+34.86%，EPS 6.05 元。

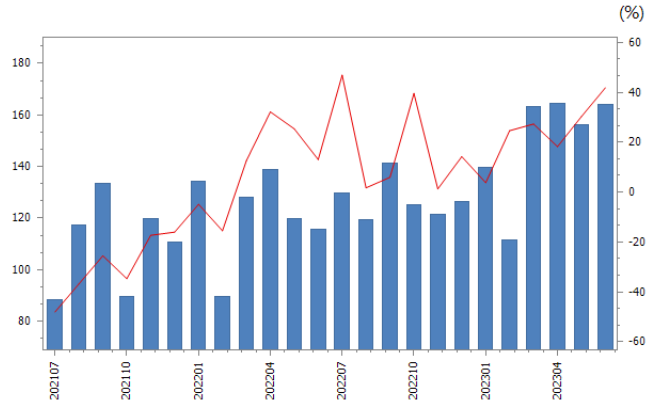
● **結論與建議**

倉和(6538) 靠著專業的研發能力，4Q22 推出新品 3D 網版，在滲透率提升之下，1Q23 及 2Q23 出貨占比分別來到 20%、30%，目前產能均滿載，預期下半年出貨量更勝上半年，帶動營收及獲利呈雙位數增長，後續也將進駐新機台及擴廠計畫，以確保供貨順暢。獲利方面，由於 3D 網版售價成長大於成本的增加，毛利率極高，將優化公司獲利結構，惟須留意中國同業競爭激烈，在滲透率快速提升下，有助於同業仿製，當產品出現白熱化，將對毛利率產生影響。綜合以上，研究部預估 2023 年 EPS 6.05 元，以 22*PER 評價，給予目標價 130 元，投資建議為區間操作。

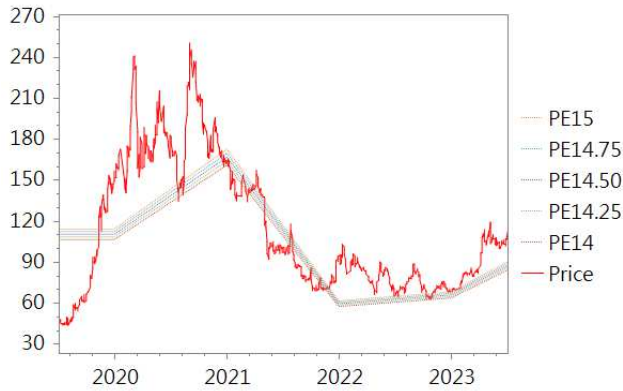
股價相對指數走勢圖



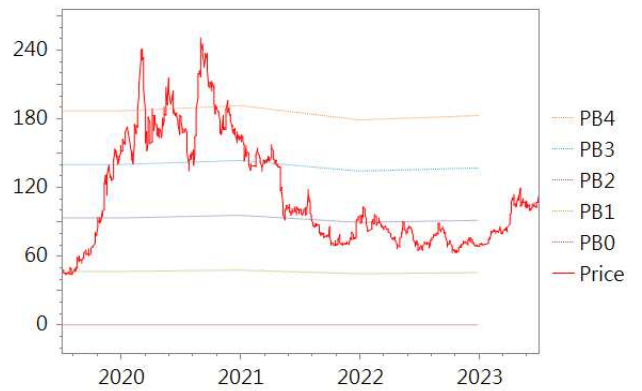
月營收&年增率



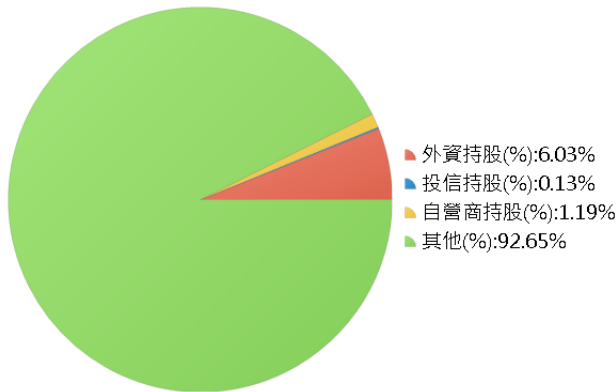
Forward PE bands



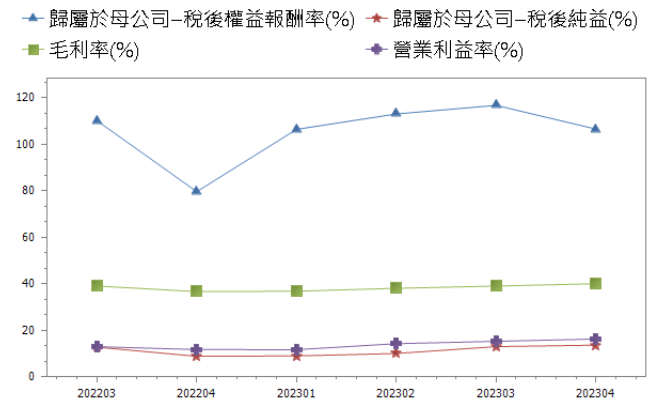
Forward PB bands



持股統計



財務比率



6538 倉和綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F
營業收入淨額	347.4	379.3	389.0	372.1	415.2	484.0	523.0	568.0	1,488	1,990
毛利率	38.24	37.72	39	36.6	36.77	38	39	40	37.9	38.58
營業利益率	11.43	12.88	12.91	11.65	11.61	14.2	15.2	16.2	12.24	14.49
營業外收入及支出	25.89	13.53	14.20	-10.69	-0.337	-4.479	10.58	10.64	42.92	16.40
稅前純益	65.60	62.39	64.41	32.65	47.85	64.25	90.07	102.7	225.0	304.8
稅後純益	48.17	40.26	49.35	32.62	37.08	48.19	67.55	76.99	170.4	229.8
普通股股本	372.7	372.7	372.7	382.0	381.7	381.7	381.7	381.7	382.0	381.7
未稀釋 EPS	1.29	1.08	1.32	0.87	1	1.26	1.77	2.02	4.57	6.05
稀釋後 EPS	1.29	1.08	1.32	0.84	0.97	1.26	1.77	2.02	4.51	6.02
QoQ(%)										
營收	8.6	9.18	2.57	-4.34	11.58	16.57	8.05	8.6		
營業利益	18.5	23.02	2.79	-13.7	11.19	42.61	15.66	15.74		
稅後純益	36.48	-16.42	22.57	-33.89	13.67	29.94	40.18	13.97		
YoY(%)										
營收	-3.68	25.03	15.12	16.33	19.52	27.62	34.45	52.64	12.56	33.77
營業利益	-44.6	15.19	-8.7	29.32	21.35	40.68	58.3	112.31	-10.11	58.37
稅後純益	-14.74	40.86	46.79	-7.57	-23.02	19.68	36.89	136	10.66	34.86

6538 倉和資產負債表

單位:Mn	2019	2020	2021	2022
流動資產	1,575	2,035	1,830	1,583
現金及約當現金	277	643	945	561
短期投資合計	321	287	190	124
應收帳款與票據合計	821	962	545	700
存貨	119	128	135	183
非流動資產	483	430	551	969
投資性不動產	0	0	0	0
無形資產	4	4	4	4
資產總計	2,059	2,465	2,381	2,552
流動負債	475	434	438	569
一年內到期長期負債	--	--	--	--
非流動負債	167	245	273	236
應付公司債	--	--	--	--
長期借款	--	--	--	--
負債總計	642	679	712	805
資本公積	413	413	413	458
保留盈餘	737	1,017	910	988
權益總計	1,416	1,786	1,670	1,747

6538 倉和現金流量表

營業活動現金流量	224	569	612	116
投資活動現金流量	-324	-30	-121	-470
籌資活動現金流量	-51	-172	-180	-46
本期現金增減數	-159	366	302	-384

6538 倉和綜合損益表

單位: Mn, %, 元	2020	2021	2022	2023F
營業收入淨額	1,938	1,322	1,488	1,990
毛利率	50.59	40.83	37.9	38.58
營業利益率	32.32	15.33	12.24	14.49
營業外收入及支出	-30.33	11.93	42.92	16.40
稅前純益	596.1	214.5	225.0	304.8
稅後純益	429.3	154.0	170.4	229.8
普通股股本	372.7	372.7	382.0	381.7
未稀釋 EPS	11.52	4.13	4.57	6.05
稀釋後 EPS	11.47	4.1	4.53	6.02
YoY(%)				
營收	29.28	-31.81	12.56	33.77
營業利益	64.06	-67.66	-10.11	58.37
稅後純益	50.93	-64.12	10.66	34.86

6538 倉和財報分析

年度	2019	2020	2021	2022
稅後權益報酬率(%)	21.79	26.81	8.91	9.98
稅後資產報酬率(%)	15.41	18.98	6.36	6.91
流動比率(%)	331.64	468.75	417.47	278.33
速動比率(%)	302.39	436.67	383.43	243.79
負債比率(%)	31.2	27.56	29.88	31.54
利息保障倍數(倍)	64.38	85.29	63.62	49.55
應付款項週轉天數(天)	119.17	120.13	143.09	124.86
應收款項週轉天數(天)	160.22	165.89	205.58	150.74
存貨週轉天數(天)	46.22	46.42	60.5	62.01