

2024 年印刷電路板產業展望

加碼·維持

焦點內容

1. 2022-26 年低軌衛星市場規模複合成長率為 16%。
2. SpaceX 目前累計發射共 5,421 顆衛星，大幅領先 OneWeb(美)的 634 顆衛星並將於 2025 年衛星提供手機連網服務。
3. IEK 估計 2023 年台灣 PCB 衛星通訊產值年增 43.7% 達 68.4 億台幣，佔整體 PCB 產值約 0.89%，其中華通為衛星 PCB 最大受惠者。

低軌衛星熱，PCB 新動能

重要訊息

我們看好 2024 年 SpaceX 將啟動的手機簡訊服務以及 Amazon 衛星發射計畫帶動 PCB 需求成長。

評論及分析

2022-26 年低軌衛星市場規模複合成長率為 16%。根據 Markets & Markets 分析，2022 全球低軌衛星市場規模 109 億美元，北美佔 78%，歐洲佔 17.5%，預估 2023 低軌衛星市場規模將成長 15% 至 126 億美元，2022-26 年複合成長率為 16%。

低軌衛星應用範圍與發射規模持續擴大。SpaceX 主導的星鏈 (Starlink) 計畫，目前累計發射共 5,421 顆衛星，大幅領先 OneWeb(美)的 634 顆衛星，為進度最快的業者，目前全球訂閱用戶已達 200 萬，於 63 個國家商用，並在 10 月 2 日於官網預告即將推出的「Direct to Cell」服務，2024 年將開始支援手機簡訊服務，無需更改硬體、韌體或特殊應用 app，即可隨時隨地收發文字簡訊。另外由 Amazon 主導的 Kuiper 計畫即將在 2024 年啟動大規模衛星發射計畫，力拼 2024 年底開始商轉。

台廠為衛星 PCB 最大受惠者。受惠 Starlink 等美系衛星相關零件限制於大陸以外地區生產，IEK 估計 2023 年台灣 PCB 衛星通訊產值年增 43.7% 達 68.4 億台幣，佔整體 PCB 產值約 0.89%，主要產品為 HDI 與多層板，我們看好主要供應商華通(2313 TT, NT\$47.6, 增加持股)的衛星板市佔率高達 90%，預期華通 2023-25 年衛星營收預估年增 16%、32%、23%，達佔比 9.2%、10.6%、11.5%。

投資建議

Starlink 擴大服務範圍以及 Amazon(美)、OneWeb 等衛星發射計畫陸續展開將帶動衛星、大型地面接收站及終端接收器需求為主要受惠者，提供 PCB 新一波成長動能。我們看好 PCB 華通(2313 TT, NT\$74.8, 增加持股)為最大受惠者、另外供應商包含上游銅箔金居(8358 TT, NT\$61.5, 未評等)、銅箔基板 Isola(美)、台光電(2383 TT, NT\$372, 增加持股)、台耀(6274 TT, NT\$123.5, 未評等)、PCB 耀華(2367 TT, NT\$20.7, 未評等)。

投資風險

衛星網路建置計劃延期，衛星相關應用不如預期。

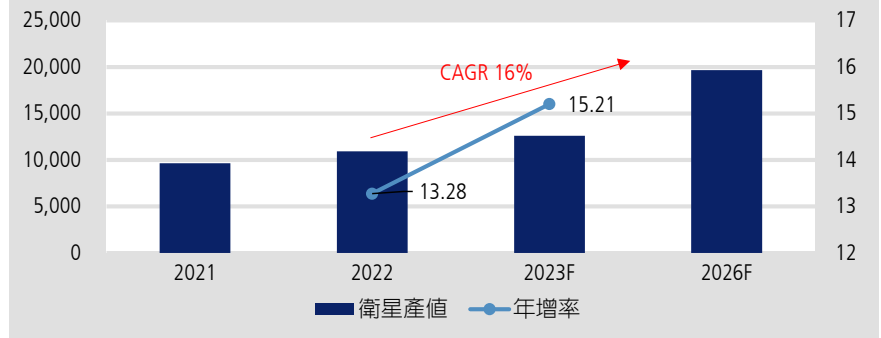
凱基投顧

林祐熙
886 2 2181 8725
jacklin.lin@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

圖 1: 預期 2023-26 低軌衛星市場產值年複合成長率為 16%

衛星產值，百萬美元(左軸)；年成長，百分比(右軸)



資料來源: Prismark、凱基

圖 2: Starlink 為目前進度最快的衛星網路計劃

公司	預估發射總量 (顆)	已發射數量 (顆)	波段	軌道高度 (km)	目的	首次發射	開始商轉時間
Starlink	19,500	5,421	Ka, Ku & E	1110, 550	寬頻網路	2019 May	2021 Jun
OneWeb	648	634	Ku	1200	寬頻網路	2019 Feb	2021
Amazon (Kuiper)	3,236	2	Ku & V	590~630	寬頻網路	2023	2024
Telesat	198	-	Ka	1000, 1248	寬頻網路(wide & narrow)	2026	2027

資料來源: 各業者, FCC, 凱基整理

圖 3: 衛星廠商發射計劃預估

衛星發射數量 (顆)	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Starlink	已發射 5,421	6579 (Gen 1)		7500 (Gen 2)						
OneWeb	已發射 634	14								
Amazon (Kuiper)	2		1618				1,618			
Telesat						198				

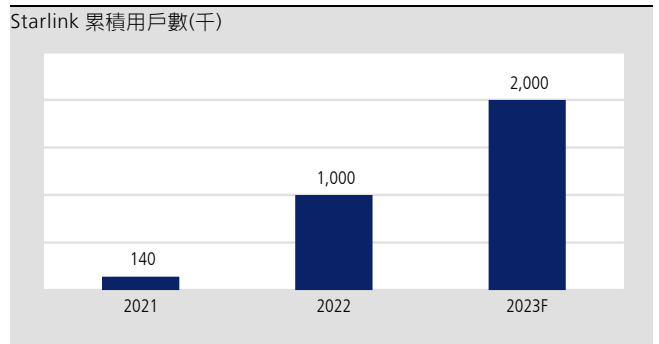
資料來源: 各業者、凱基預估

圖 4: Starlink 衛星發射數量持續逐年增加

年份	發射次數/每年	發射數量(顆)	累計發射數量(顆)
2019	2	122	122
2020	14	833	955
2021	19	989	1,944
2022	32	1,455	3399
2023 至今	53	2,022	5,421

資料來源: Starlink, 凱基整理

圖 5: Starlink 僅用兩年時間達到 200 萬用戶



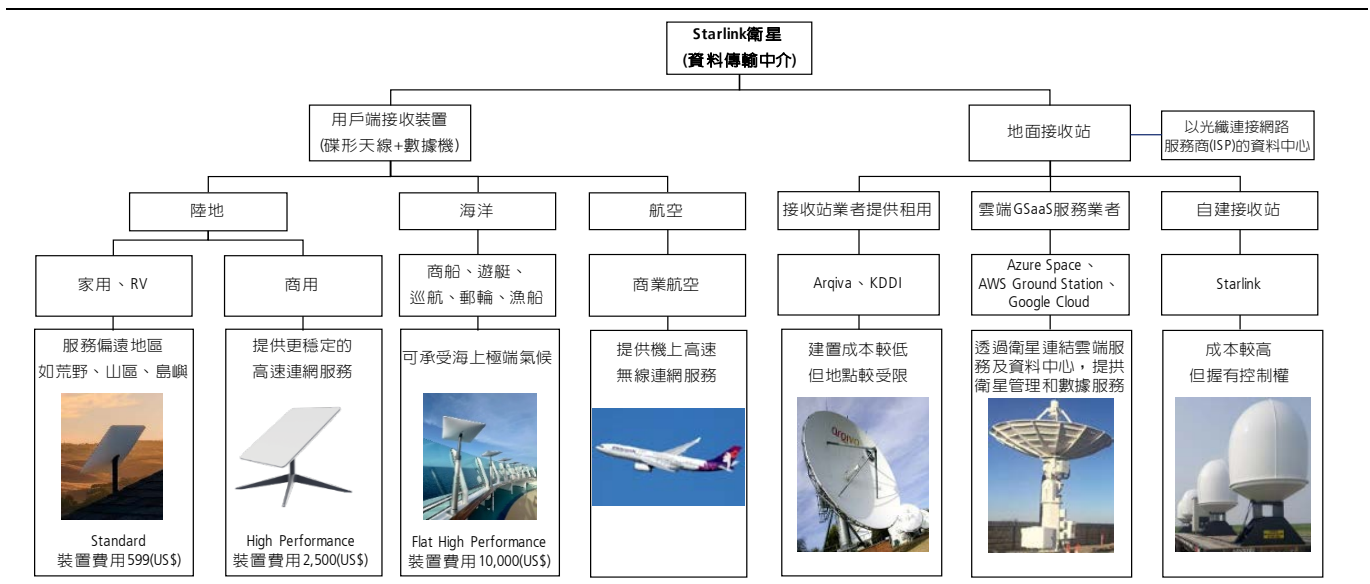
資料來源: Starlink、凱基整理

圖 6: Starlink 服務涵蓋 63 個國家，持續擴大商用規模

項目	內容	
用戶數	200萬	直接對終端消費者提供衛星網路服務
服務地區	63個國家	北美洲:美/加/墨/多明尼加 歐洲:英/德/法/奧/荷蘭/比利時/愛爾蘭/丹麥等 南美洲:智利/巴西/哥倫比亞 大洋洲:紐/澳/東加 亞洲:日本、南韓等 非洲:肯亞/奈及利亞/盧安達等
已發射數量	5,421顆	今年已發射2,022顆，超越2022全年進度1,455顆
地面接受站數量	約150座	北美約85座/歐洲、土耳其約24座/拉丁美洲14座/非洲2座/澳洲、紐西蘭和鄰近太平洋島嶼約25座
合作電信	T-Mobile、KDDI	傳統基地台無法觸及的區域將全數由Starlink衛星提供訊號
客戶	馬士基	將於330艘以上貨輪安裝Starlink網路
	卡達航空	將於全球航班提供Starlink網路
	夏威夷航空(美前11大)	於42架以上飛機安裝Starlink網路
應用場景	郊區、海上、航空	可於艱困與偏遠地區接收訊號，訊號覆蓋不受山區、海上、沙漠等地形限制

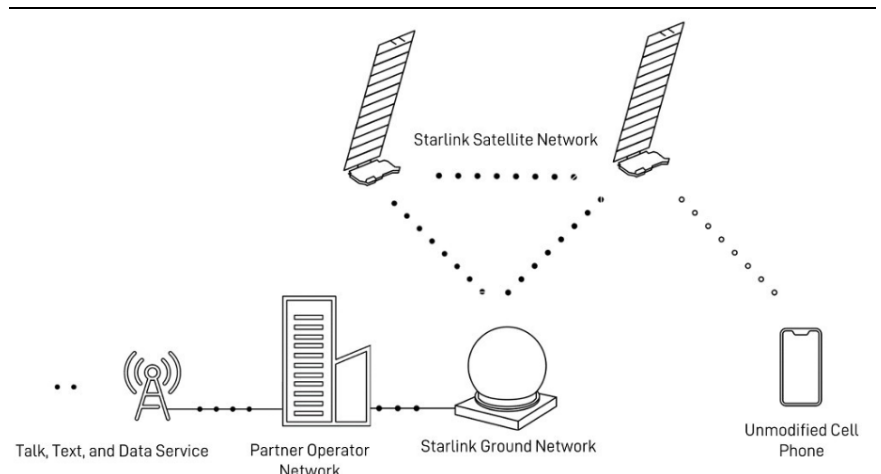
資料來源：凱基整理

圖 7: Starlink 服務涵蓋範圍持續擴大



資料來源：凱基整理

圖 8 : Starlink 2025 年推出 Direct to Cell 手機連網服務



資料來源：Starlink；凱基

圖 9：衛星通訊 PCB 應用內容

類型	說明	應用
HDI	HDI 小型、高密度的特性，應用在商業用途的低軌衛星能提高組裝空間利用率並減輕重量，達到運載力提升、降低功耗、減少成本的目的。	遙感探測系統、姿態控制系統、天線系統
高層基板 HLC	地面站用於和衛星進行雙向通訊，通常使用微波和毫米波訊號進行通訊。為滿足高效低損耗的訊號傳輸需求，PCB 常採用多層結構、高頻複合材料(氟系材料+FR-4)等設計	地面站之天線系統、發射器、接收器

資料來源：凱基整理

圖 10：台廠衛星 PCB 供應鏈

	公司	代號	衛星 PCB 營收比重 (%)		衛星 PCB 營收 (十億元)	
			2023F	2024F	2023F	2024F
銅箔	金居	8358 TT	3-4	4-5	0.2-0.3	0.3-0.4
銅箔基板	台光電	2383 TT	3-4	4-4.5	1.4	1.9
	台耀	6274 TT	-	<3	-	0.4-0.5
印刷電路板	華通	2313 TT	9.2	10.6	6.2	8.2
	耀華	2367 TT	8-10	10-12	1.4-1.5	1.8-2.0

資料來源：凱基整理

圖 11：衛星 PCB 同業比較-伺服器供應鏈投資評價

公司	代碼	市值 (百萬美元)	股價 (元)	每股盈餘 (元)			PE (x)			PB (x)			ROE (%)			殖利率 (%)		
				2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
銅箔																		
金居	8358 TT	482	59.10	3.83	2.03	3.15	15.4	29.1	18.8	2.5	2.5	2.3	15.8	8.6	12.4	4.4	2.2	3.5
銅箔基板																		
台光電	2383 TT	4,598	417.50	15.24	16.88	23.07	27.4	24.7	18.1	6.3	5.7	5.0	24.3	24.1	29.3	2.0	2.3	3.1
聯茂	6213 TT	1,035	89.70	4.94	2.02	5.01	18.2	44.4	17.9	1.6	1.8	1.7	9.0	3.7	10.1	4.5	1.3	3.2
台耀	6274 TT	1,082	120.50	4.69	3.17	8.34	25.7	38.0	14.4	2.7	2.8	2.4	10.7	7.1	21.1	6.4	2.1	4.1
印刷電路板																		
華通	2313 TT	2,357	59.00	6.71	3.81	5.94	8.8	15.5	9.9	1.8	1.7	1.5	22.5	11.3	16.3	4.6	2.5	4.1
耀華	2367 TT	414	19.30	0.64	0.32	0.70	30.3	60.3	27.6	1.2	N.A.	N.A.	4.0	N.A.	N.A.	1.5	N.A.	N.A.

資料來源：Bloomberg；凱基

華通

(2313.TW/2313 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 November 29 (NT\$)	74.80
12 個月目標價 (NT\$)	72.00
前次目標價 (NT\$)	72.00
維持 (%)	0.0
下跌空間 (%)	3.7

焦點內容

- 2022-26 年低軌衛星市場規模複合成長率為 16%。
- 4Q23 衛星重啓拉貨動能至滿載生產。
- 華通為衛星 PCB 最大受惠者，市佔率高達 90%

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	89.15 / 2,857
流通在外股數 (百萬股)：	1,192
外資持有股數 (百萬股)：	273.0
3M 平均成交量 (百萬股)：	36.89
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	41.55 –74.80

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	69.6	68.8	54.4
相對表現 (%)	65.1	64.4	36.3

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.58A	1.21A	2.11A	1.81A
2023	0.30A	0.50A	1.41A	1.60F
2024	0.92F	1.11F	1.86F	2.04F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

林祐熙
886 2 2181 8725
jacklin.lin@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

衛星發射計畫最大受惠者

重要訊息

我們看好公司受惠於 2024 年 SpaceX 及 Amazon 衛星發射計畫帶動 PCB 需求成長。

評論及分析

2022-26 年低軌衛星市場規模複合成長率為 16%。根據 Markets & Markets 分析，2023 低軌衛星市場規模將成長 15% 至 126 億美元，2022-26 年複合成長率為 16%。IEK 估計 2023 年台灣 PCB 衛星通訊產值年增 43.7% 達 68.4 億台幣，佔整體 PCB 產值約 0.89%，主要產品為 HDI 與多層板。

4Q23 衛星重啓拉貨動能至滿載生產。公司預期稼動率在 10-11 月達到高峯期，11 月中 HDI 將從 85% 降到 12 月 80% 左右；傳統板受惠衛星訂單較急至 1Q24 都 90% 以上滿載生產；而軟板及 SMT 從高點降到 12 月 80% 左右。

衛星 PCB 最大受惠者，市佔率高達 90%。我們摘要如下：(1) 美系平板 1Q24 改版後將啓動拉貨，美系新 NB 系列則 4Q23-1Q24 放量。(2) 上調 2023-25 衛星營收預估年增 16%(原持平)、32%、23%，達佔比 9.2%、10.6%、11.5%。(3) AI 伺服器(主板、OAM、UBB)，我們維持 2025 年營收貢獻達 3%。公司並研發 800Gb 交換機 CPO 多層板，業界唯二可供應。(4) 泰國新廠主要生產衛星、Server、網通產品，1H25 開始貢獻營收 30 萬平方英尺每月產能，優先給衛星。

投資建議

我們看好華通受惠於 SpaceX、Amazon 衛星發射計畫，衛星板訂單能見度達 2025，我們維持「增加持股」及目標價 72 元，相當於 2024 年預估平均每股盈餘的 12 倍本益比。

投資風險

客戶產品需求不如預期，高階 HDI 滲透率不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	63,054	76,419	67,574	77,430	88,080
營業毛利 (NT\$百萬)	11,408	15,449	10,451	14,315	16,467
營業利益 (NT\$百萬)	6,815	10,122	5,521	9,035	11,129
稅後淨利 (NT\$百萬)	5,140	8,001	4,547	7,079	8,705
每股盈餘 (NT\$)	4.31	6.71	3.81	5.94	7.30
每股現金股利 (NT\$)	1.80	2.70	1.50	2.40	2.90
每股盈餘成長率 (%)	10.2	55.7	(43.2)	55.7	23.0
本益比 (x)	17.3	11.1	19.6	12.6	10.2
股價淨值比 (x)	2.8	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA (x)	8.4	6.0	8.4	6.0	4.9
淨負債比率 (%)	18.6	7.5	2.3	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.4	3.6	2.0	3.2	3.9
股東權益報酬率 (%)	16.7	22.5	11.3	16.3	18.0

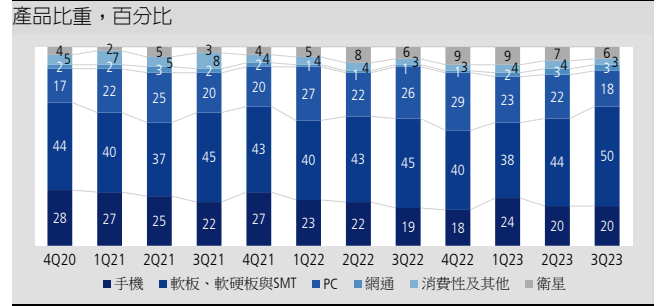
資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 公司概況

華通成立於 1973 年，為全球第一大 HDI 板供應商，2022 年合併營收達 764 億元，2022 產品比重依應用別可分為手機 20%；軟板、軟硬板 & 打件(SMT) 42%；PC(筆電、平板及伺服器) 26%、網通 1%、衛星相關 7%、消費性及其他 3%。公司主要手機客戶包含美系與韓系品牌大廠、大陸手機廠商等，而平板客戶則以美系品牌大廠蘋果、微軟、亞馬遜為主。

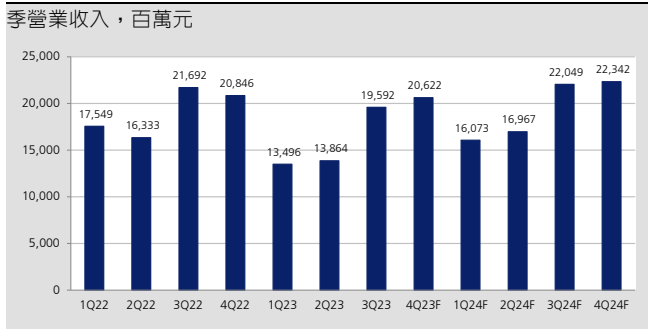
資料來源：凱基

圖 2: 主要產品為手機與 PC(包含 NB、平板)相關



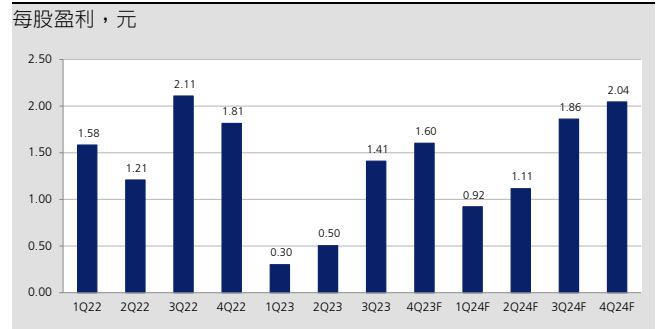
資料來源：公司資料；凱基

圖 3: 季營業收入



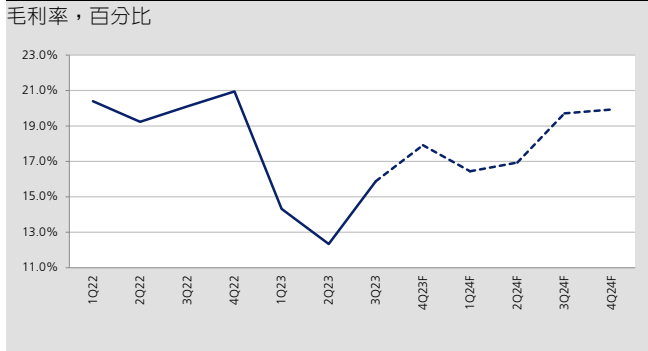
資料來源：凱基

圖 4: 每股盈利



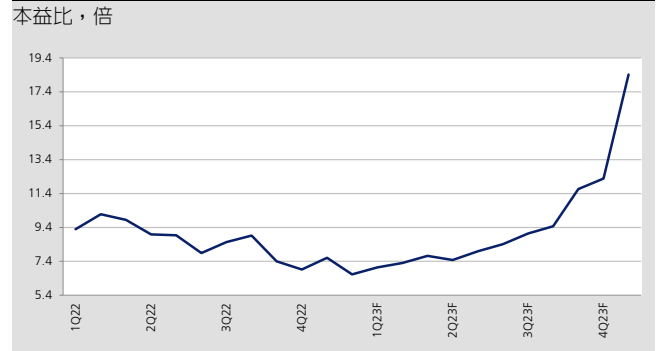
資料來源：凱基

圖 5: 毛利率



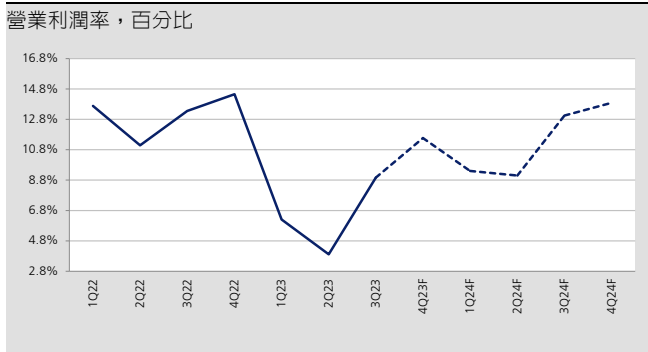
資料來源：凱基

圖 6: 本益比



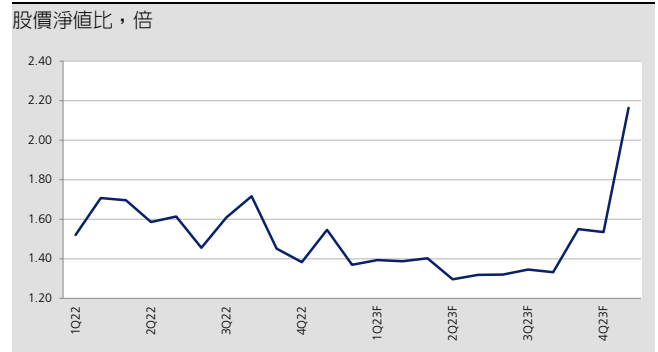
資料來源：凱基

圖 7: 營業利潤率



資料來源：凱基

圖 8: 股價淨值比



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	13,496	13,864	19,592	20,622	16,073	16,967	22,049	22,342	67,574	77,430	88,080
營業成本	(11,563)	(12,153)	(16,481)	(16,927)	(13,430)	(14,094)	(17,702)	(17,890)	(57,123)	(63,115)	(71,613)
營業毛利	1,933	1,711	3,112	3,695	2,643	2,874	4,346	4,452	10,451	14,315	16,467
營業費用	(1,095)	(1,169)	(1,356)	(1,310)	(1,131)	(1,330)	(1,469)	(1,350)	(4,930)	(5,280)	(5,338)
營業利益	838	542	1,756	2,385	1,512	1,544	2,877	3,102	5,521	9,035	11,129
折舊	(1,353)	(1,368)	(1,383)	(1,023)	(1,331)	(1,331)	(1,331)	(1,331)	(5,126)	(5,325)	(5,485)
攤提	(14)	(15)	(18)	(11)	(15)	(15)	(15)	(15)	(58)	(60)	(62)
EBITDA	2,205	1,925	3,157	3,418	2,858	2,890	4,224	4,449	10,705	14,420	16,676
利息收入	121	98	86	33	33	33	33	33	338	130	130
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	56	28	297	95	125	125	125	125	476	500	500
總營業外收入	177	126	383	128	158	158	158	158	814	630	630
利息費用	(153)	(138)	(126)	(138)	(138)	(138)	(138)	(138)	(555)	(552)	(552)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(208)	64	166	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	4	(72)	(72)
總營業外費用	(361)	(74)	40	(156)	(156)	(156)	(156)	(156)	(551)	(624)	(624)
稅前純益	653	594	2,179	2,357	1,513	1,545	2,879	3,104	5,783	9,041	11,136
所得稅費用[利益]	(296)	6	(499)	(448)	(417)	(216)	(662)	(667)	(1,237)	(1,962)	(2,431)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	358	600	1,680	1,909	1,097	1,329	2,217	2,437	4,547	7,079	8,705
非常項目	(0)	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	358	600	1,680	1,909	1,097	1,329	2,217	2,437	4,547	7,079	8,705
每股盈餘 (NT\$)	0.30	0.50	1.41	1.60	0.92	1.11	1.86	2.04	3.81	5.94	7.30
獲利率 (%)											
營業毛利率	14.3	12.3	15.9	17.9	16.4	16.9	19.7	19.9	15.5	18.5	18.7
營業利益率	6.2	3.9	9.0	11.6	9.4	9.1	13.1	13.9	8.2	11.7	12.6
EBITDA Margin	16.3	13.9	16.1	16.6	17.8	17.0	19.2	19.9	15.8	18.6	18.9
稅前純益率	4.8	4.3	11.1	11.4	9.4	9.1	13.1	13.9	8.6	11.7	12.6
稅後純益率	2.7	4.3	8.6	9.3	6.8	7.8	10.1	10.9	6.7	9.1	9.9
季成長率 (%)											
營業收入	(35.3)	2.7	41.3	5.3	(22.1)	5.6	29.9	1.3			
營業毛利	(55.7)	(11.5)	81.9	18.7	(28.5)	8.7	51.3	2.4			
營業收益增長	(72.2)	(35.3)	223.9	35.8	(36.6)	2.1	86.4	7.8			
EBITDA	(49.4)	(12.7)	64.0	8.3	(16.4)	1.1	46.2	5.3			
稅前純益	(74.7)	(9.1)	266.7	8.2	(35.8)	2.1	86.3	7.8			
稅後純益	(83.5)	67.7	180.0	13.7	(42.6)	21.2	66.8	9.9			
年成長率 (%)											
營業收入	(23.1)	(15.1)	(9.7)	(1.1)	19.1	22.4	12.5	8.3	(11.6)	14.6	13.8
營業毛利	(46.0)	(45.5)	(28.7)	(15.4)	36.7	68.0	39.7	20.5	(32.4)	37.0	15.0
營業收益	(65.1)	(70.1)	(39.4)	(20.8)	80.5	184.7	63.9	30.1	(45.5)	63.7	23.2
EBITDA	(39.5)	(37.3)	(24.6)	(21.6)	29.6	50.1	33.8	30.1	(29.8)	34.7	15.6
稅前純益	(74.9)	(64.5)	(33.5)	(8.8)	131.6	160.1	32.1	31.7	(42.9)	56.3	23.2
稅後純益	(81.0)	(58.3)	(33.1)	(11.7)	206.5	121.5	32.0	27.6	(43.2)	55.7	23.0

資料來源：公司資料、凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	71,993	79,823	80,127	85,656	92,620
流動資產	37,185	42,388	41,467	47,471	55,905
現金及短期投資	9,510	12,002	13,641	16,586	21,226
存貨	9,247	10,027	9,394	10,351	11,777
應收帳款及票據	15,517	16,658	14,730	16,832	19,200
其他流動資產	2,911	3,702	3,702	3,702	3,702
非流動資產	34,808	37,434	38,660	38,185	36,715
長期投資	37	16	16	16	16
固定資產	33,279	35,741	36,967	36,492	35,022
什項資產	1,493	1,678	1,678	1,678	1,678
負債總額	39,626	41,106	38,692	39,990	41,812
流動負債	20,887	22,773	24,409	25,197	27,751
應付帳款及票據	11,553	11,732	10,992	12,111	13,780
短期借款	807	863	4,629	3,279	3,449
什項負債	8,527	10,178	8,788	9,807	10,523
長期負債	18,740	18,333	14,284	14,793	14,061
長期借款	14,602	13,886	9,837	10,346	9,614
其他負債及準備	3,971	4,303	4,303	4,303	4,303
股東權益總額	32,366	38,717	41,435	45,667	50,808
普通股股本	11,918	11,918	11,918	11,918	11,918
保留盈餘	16,777	22,091	24,809	29,041	34,182
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	4.2%	21.2%	(11.6%)	14.6%	13.8%
營業收益增長	2.7%	48.5%	(45.5%)	63.7%	23.2%
EBITDA	5.7%	34.5%	(29.8%)	34.7%	15.6%
稅後純益	10.2%	55.7%	(43.2%)	55.7%	23.0%
每股盈餘成長率	10.2%	55.7%	(43.2%)	55.7%	23.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	18.1%	20.2%	15.5%	18.5%	18.7%
營業利益率	10.8%	13.2%	8.2%	11.7%	12.6%
EBITDA Margin	18.0%	20.0%	15.8%	18.6%	18.9%
稅後純益率	8.2%	10.5%	6.7%	9.1%	9.9%
平均資產報酬率	7.4%	10.5%	5.7%	8.5%	9.8%
股東權益報酬率	16.7%	22.5%	11.3%	16.3%	18.0%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	47.6%	38.1%	34.9%	29.8%	25.7%
淨負債比率	18.6%	7.5%	2.3%	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	26.9	23.6	11.4	17.4	21.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.9	0.5	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	34.5	30.5	20.8	19.1	22.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	8.4	10.4	2.2	2.7	3.0
流動比率 (x)	1.8	1.9	1.7	1.9	2.0
速動比率 (x)	1.3	1.4	1.3	1.5	1.6
淨負債 (NT\$百萬)	6,028	2,890	967	(2,819)	(8,021)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	4.31	6.71	3.81	5.94	7.30
每股現金盈餘 (NT\$)	7.53	11.47	9.69	8.83	10.17
每股淨值 (NT\$)	27.16	32.49	34.77	38.32	42.63
調整後每股淨值 (NT\$)	27.16	32.49	34.77	38.32	42.63
每股當收 (NT\$)	52.91	64.12	56.70	64.97	73.90
EBITDA/Share (NT\$)	9.52	12.80	8.98	12.10	13.99
每股現金股利 (NT\$)	1.80	2.70	1.50	2.40	2.90
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.91	1.01	0.84	0.93	0.99
應收帳款周轉天數	89.8	79.6	79.6	79.6	79.6
存貨周轉天數	65.4	60.0	60.0	60.0	60.0
應付帳款周轉天數	81.6	70.2	70.2	70.2	70.2
現金轉換周轉天數	73.5	69.4	69.4	69.4	69.4

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	63,054	76,419	67,574	77,430	88,080
營業成本	(51,646)	(60,971)	(57,123)	(63,115)	(71,613)
營業毛利	11,408	15,449	10,451	14,315	16,467
營業費用	(4,593)	(5,327)	(4,930)	(5,280)	(5,338)
營業利益	6,815	10,122	5,521	9,035	11,129
總營業外收入	417	502	814	630	630
利息收入	82	208	338	130	130
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	336	294	476	500	500
總營業外費用	(501)	(488)	(551)	(624)	(624)
利息費用	(260)	(448)	(555)	(552)	(552)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(241)	(41)	4	(72)	(72)
稅前純益	6,731	10,136	5,783	9,041	11,136
所得稅費用[利益]	(1,591)	(2,135)	(1,237)	(1,962)	(2,431)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	5,140	8,001	4,547	7,079	8,705
EBITDA	11,344	15,258	10,705	14,420	16,676
每股盈餘 (NT\$)	4.31	6.71	3.81	5.94	7.30

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	8,976	13,674	11,551	10,524	12,127
本期純益	5,140	8,001	4,547	7,079	8,705
折舊及攤提	4,529	5,136	5,184	5,385	5,547
本期運用資金變動	(2,025)	(1,349)	1,821	(1,940)	(2,125)
其他營業資產及負債變動	1,332	1,886	(0)	0	(0)
投資活動之現金流量	(8,447)	(7,499)	(6,410)	(4,910)	(4,077)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	(8,831)	(7,401)	(6,352)	(4,850)	(4,015)
資本支出淨額	385	(97)	(58)	(60)	(62)
其他資產變動	(1,163)	4,322	4,935	5,609	8,045
自由現金流	(1,163)	4,322	4,935	5,609	8,045
融資活動之現金流量	(1,089)	(3,557)	(3,502)	(2,669)	(3,409)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	830	(1,398)	(284)	(841)	(562)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,788)	(2,145)	(3,218)	(1,829)	(2,847)
其他融資現金流	(132)	(14)	(0)	0	0
匯率影響數	(24)	(140)	-	-	-
本期產生現金流量	(584)	2,479	1,639	2,945	4,640

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	7.3%	7.0%	7.3%	6.8%	6.1%
= 營業利益率	10.8%	13.2%	8.2%	11.7%	12.6%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.5	1.7	1.5	1.7	1.9
營業利益率	10.8%	13.2%	8.2%	11.7%	12.6%
x 資本周轉率	1.5	1.7	1.5	1.7	1.9
x (1 - 有效現金稅率)	76.4%	78.9%	78.6%	78.3%	78.2%
= 稅後 ROIC	12.7%	17.9%	9.6%	15.4%	19.0%

資料來源：公司資料，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。

*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司(以下簡稱本公司)為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。