

2024 年工業自動化展望

焦點內容

1. 我們認為工業自動化週期逐漸接近轉折點，係因：(1) 日本工具機海外訂單改善，(2) 中國、美國製造業 PMI 新訂單恢復年增，(3) 主要亞洲國家出口恢復成長動能。
2. 供應鏈持續分散至中國以外各地將支撐自動化產業復甦。
3. 製造業國家勞動人口萎縮與薪資提高，工廠自動化將越來越盛行。

基期低、爆發力強

評論與分析

工業自動化上升週期浮現。儘管近期自動化需求仍然平淡，我們見到工業自動化週期接近轉折點的跡象越來越多，理由為：(1) 日本工具機海外訂單改善。日本工作機械工業會資料顯示，海外訂單年減幅度連續 4 個月減緩；(2) 中國、美國製造業 PMI 新訂單指數已轉為年增；(3) 東南亞國家包括越南、泰國、印度出口已恢復年增，而中國出口年減幅度已自中雙位數收斂為中個位數，顯示製造活動衰退兩年後已逐漸改善。我們認為上述改善跡象顯示工業自動化週期逐漸接近轉折點，預期 2024 年週期將反轉向上。

供應鏈產地多元化。除製造業觸底外，我們認為供應鏈產地持續多元化將是自動化需求的結構性推手。由於 2018 年以來中美貿易緊張局勢不斷升高，越來越多廠商將生產遷出中國，新冠疫情亦加速外移潮，因廠商試圖舒緩供應鏈集中與中國潛在斷鏈風險。這逐漸的轉變明確顯示於資金流向：馬來西亞外國直接投資 2020-22 年複合成長 90%，流入印尼與越南的資金過去兩年分別年複合成長 14% 與 6%，中國則相形見绌，萎縮達 16%。我們認為跨國企業致力於供應鏈多元化的「中國加一」策略未來數年將持續支撐自動化復甦。

勞動力萎縮加速自動化。在人口老化與低生育率下，全球製造業一直設法解決勞動力短缺問題，新冠疫情更使從製造業至醫療、觀光業的勞工短缺情況惡化，我們認為這可望進一步加速自動化需求。OECD 資料顯示，過去 10 年中國勞動力每年減少 0.3 個百分點，速度較 1990 年代快，已開發國家如日本、美國、歐洲勞動力亦快速下降，加上主要製造地勞工成本提高，我們認為工廠自動化將越來越盛行。根據 International Federation of Robotics 出版的 World Robotics 2023 年報告，亞洲工業機器人的設置增長最為迅速，過去 5 年年複合成長 8%，且可望持續強勁成長，理由為全球勞動力減少、薪資快速上升。

投資建議

我們認為工業自動化週期轉折點正在接近，預期 2024 年週期向上將帶動台灣自動化零組件供應商獲利復甦與評價提升。我們預估亞德客-KY (1590 TT, NT\$1,085, 增加持股) 未來兩年獲利年複合成長 19%，係因氣動產品市占率提升、線性滑軌業務貢獻提高，另預估上銀 (2049 TT, NT\$230.5, 增加持股) 在工業自動化週期回升下 2024 年獲利將恢復成長，年增幅度達 64%，2025 年將進一步年增 29%。維持亞德客-KY 與上銀「增加持股」評等，目標價分別為 1,280 元與 278 元。

投資風險

下檔風險包含資本支出循環進一步延宕、削價競爭。

凱基投顧

莊政翰
886.2.2181.8719
angus.chuang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

圖 1: 工業自動化產業接近週期谷底

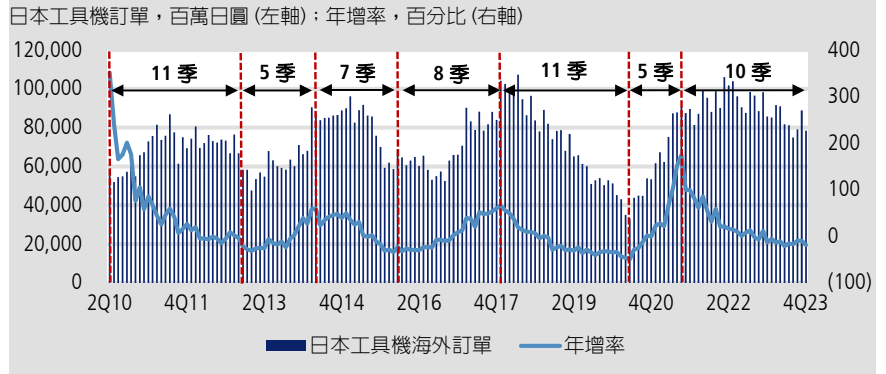


圖 2: 中國 PMI 10 月下降

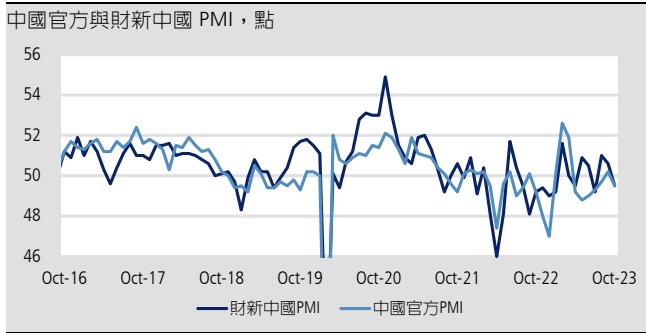


圖 3: 歐元區 PMI 11 月反彈



圖 4: 中國製造業新訂單恢復成長

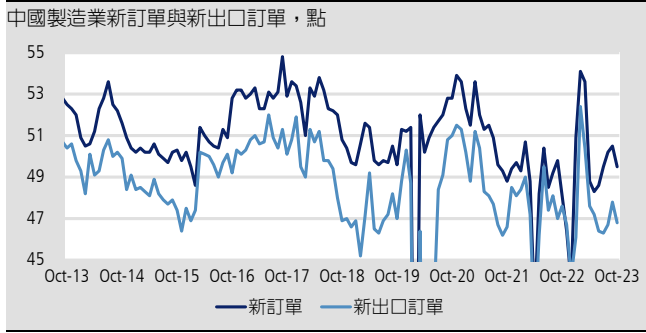


圖 5: 美國製造業新訂單反轉



圖 6: 供應鏈持續遷出中國

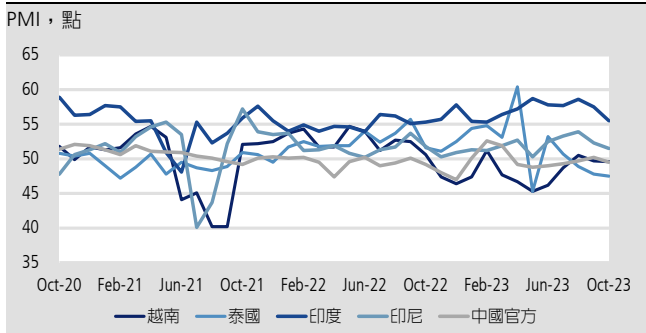


圖 7: 亞洲製造國家出口改善

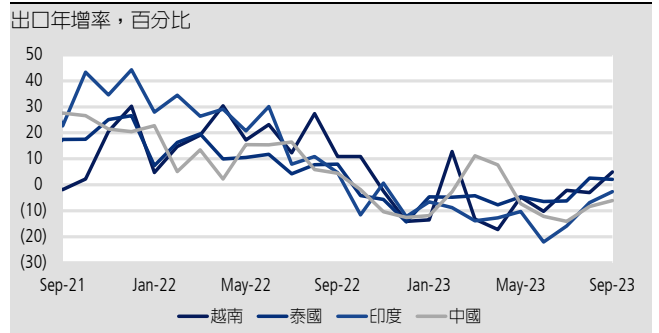
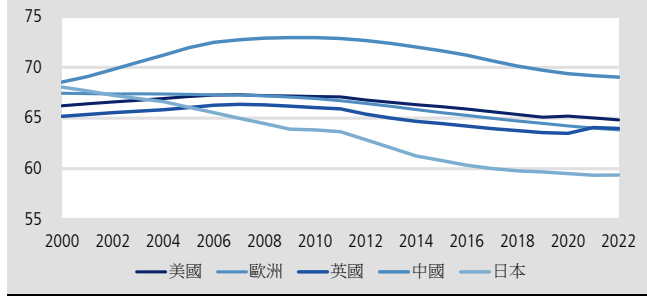


圖 8: 全球勞動人口減少

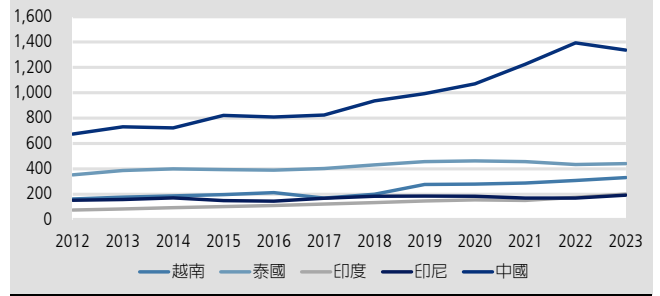
勞動人口占總人口比重，百分比



資料來源：OECD；凱基

圖 9: 薪資提高將加速自動化升級

月薪，美元



資料來源：OEIC；凱基

增加持股 · 維持

收盤價 November 29 (NT\$)	230.5
12 個月目標價 (NT\$)	278.0
前次目標價 (NT\$)	278.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	20.6

焦點內容

- 產品價格相對持穩。
- 近期需求依舊平淡,4Q23 營運預估將與上季持平。
- 需求可望於 1Q24 觸底; 半導體產業復甦可望延續至 2024 年或甚至 2025 年。

交易資料表

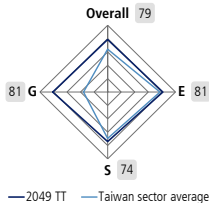
市值: (NT\$/bn/US\$m)	81.55 / 2,613
流通在外股數 (百萬股):	353.8
外資持有股數 (百萬股):	110.4
3M 平均成交量 (百萬股):	0.76
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$):	180.0 - 263.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	15.5	-2.1	26.6
相對表現 (%)	11	-6.5	8.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	4.01A	3.60A	4.13A	1.33A
2023	1.26A	1.77A	1.78A	1.25F
2024	1.62F	2.53F	3.08F	2.71F

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

凱基投顧

莊政翰
886.2.2181.8719
angus.chuang@kgi.com

重要免責聲明, 詳見最終頁

上銀

(2049.TW/2049 TT)



獲利將於 2024 年復甦

重要訊息

儘管近期訂單能見度不高,但上銀表示目前產品價格穩定,且預期 4Q23 半導體產業復甦動能將延續至 2024-25 年,呼應凱基看好自動化產業明年將反轉向上的觀點,將帶動上銀獲利復甦並提升評價。

評論及分析

產品價格穩定。儘管訂單能見度不高只有 1.5-2.0 個月,且復甦時點尚且不明,但管理層預期 4Q23 需求將與 3Q23 相近,並於 1Q24 觸底,符合我們認為自動化產業將於 2024 年進入上升週期的看法。雖然台灣與中國需求放緩較明顯,價格壓力較沉重,但歐美、東南亞與日本需求仍相對穩定。因此,上銀預期產品價格將整體持穩,並排除市場對線性傳動元件業者價格壓力漸增,降幅可能高達 30% 的擔憂。

半導體產業復甦將延續至 2024 年。因交期偏短,上銀表示今年客戶訂單大多屬於急單,其中新能源、鋰電池、航太與電動車的需求較佳,而醫療應用則在疫情過後需求放緩。4Q23 半導體產業逐步復甦,且公司預期復甦動能將延續至 2024 年或甚至 2025 年,呼應凱基預期庫存去化結束後,明年科技業資本支出將進入上升週期的看法。儘管近期工具機需求依舊疲弱,但我們認為亞洲國家出口改善意味著製造業活動逐漸回溫,有利於明年自動化訂單。

趁獲利復甦前布局。儘管近期下游需求依舊疲軟,但管理層認為外部環境若無太大變化,需求應可於 1Q24 觸底。我們預估公司獲利將於明年恢復成長,在工業自動化上升週期帶動下,每股盈餘將成長 64% 至 9.94 元,並於 2025 年再成長 29% 至 12.85 元。考量上銀股價通常領先獲利復甦 1-2 個季度,我們認為現在正是佈局的時機。

投資建議

我們認為工業自動化產業已接近週期谷底,預計 2024 年將反轉向上,進而推升上銀獲利與評價。我們維持「增加持股」評等與目標價 278 元,相當於 28 倍本益比(歷史區間為 13-39 倍)。

投資風險

下檔風險包括資本支出週期進一步延遲與價格壓力。

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)	27,265	29,315	24,879	29,945	35,255
營業毛利 (NT\$百萬)	9,815	10,715	7,940	10,038	12,057
營業利益 (NT\$百萬)	5,115	5,572	3,013	4,447	5,816
稅後淨利 (NT\$百萬)	3,532	4,479	2,143	3,517	4,548
每股盈餘 (NT\$)	10.36	12.98	6.06	9.94	12.85
每股現金股利 (NT\$)	4.50	5.50	2.63	4.32	5.58
每股盈餘成長率 (%)	71.3	25.2	(53.3)	64.1	29.3
本益比 (x)	22.2	17.8	38.1	23.2	17.9
股價淨值比 (x)	2.6	2.3	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA (x)	10.9	10.1	15.1	11.3	9.1
淨負債比率 (%)	19.0	4.3	3.7	2.6	Net cash
殖利率 (%)	2.0	2.4	1.1	1.9	2.4
股東權益報酬率 (%)	12.2	13.8	6.1	9.5	11.6

資料來源: 公司資料, 凱基

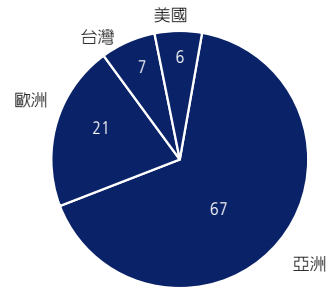
圖 1: 公司概況

上銀為全球第二大線性滑軌產品製造商，僅次於 THK (6481 JP)，公司研發並製造線性移動零組件，包括線性滑軌與滾珠螺桿。線性滑軌為公司收入大宗，佔整體營收的 66%，其次為滾珠螺桿 (19%)、工業機器人 (9%) 與其他 (6%)。目前亞洲 (不含台灣) 為其最大市場，營收佔比達 67%，其次為歐洲 (21%)、台灣 (7%) 與美洲 (6%)。

資料來源：凱基

圖 2: 亞洲為主要銷售市場

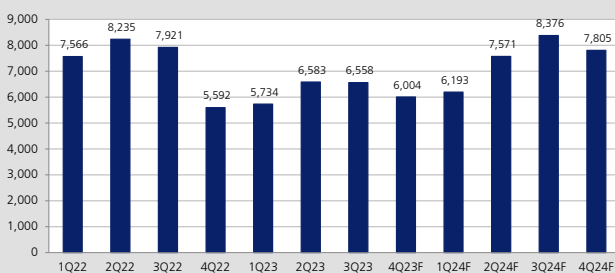
營收地區占比，百分比



資料來源：凱基

圖 3: 季營業收入

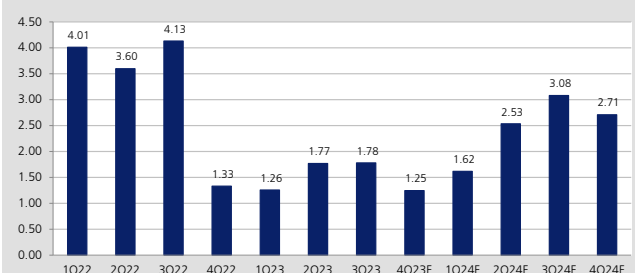
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4: 每股盈利

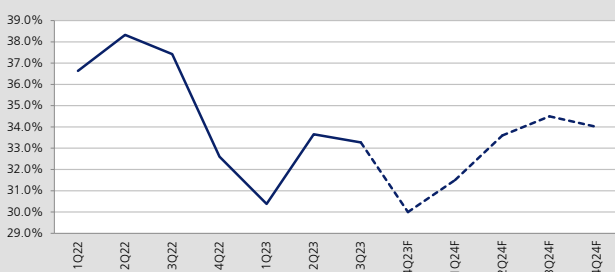
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5: 毛利率

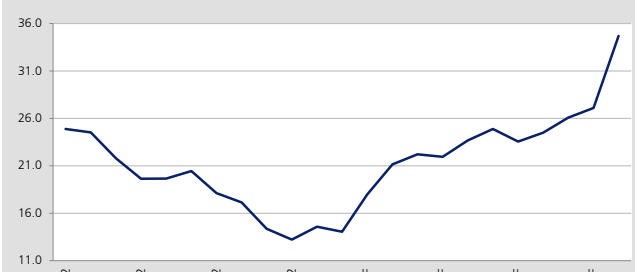
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 本益比

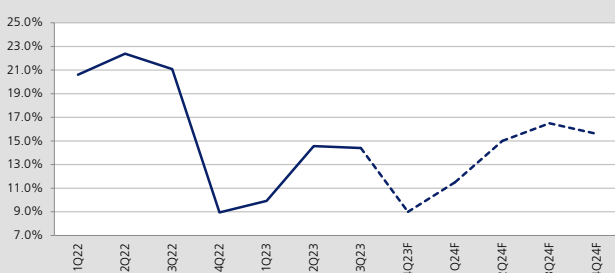
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 7: 營業利潤率

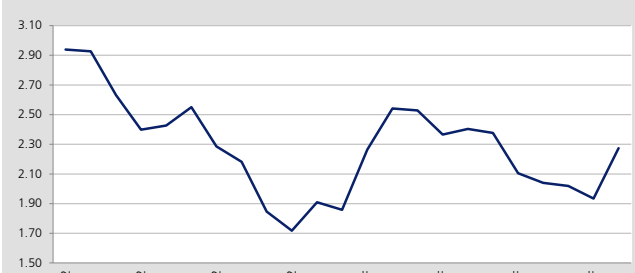
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

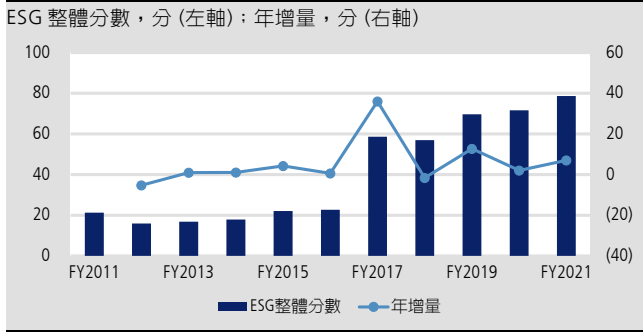
圖 8: 股價淨值比

股價淨值比，倍



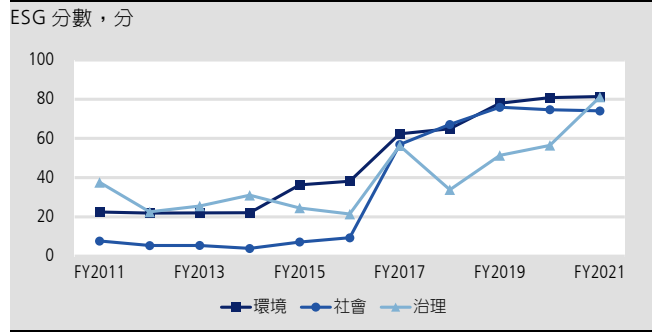
資料來源：凱基

圖 9: ESG 整體分數



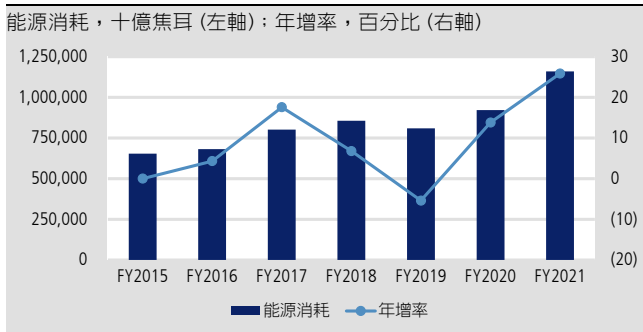
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 10: ESG 各項分數



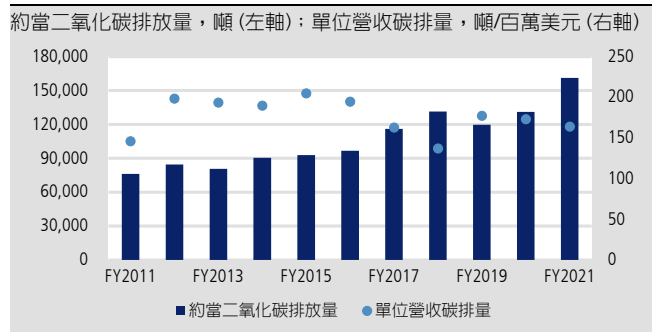
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 11: 能源消耗



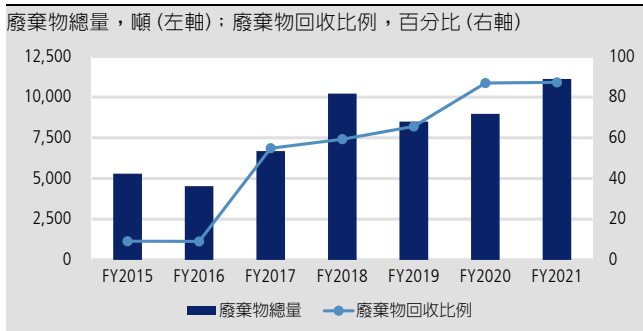
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 12: 碳排量



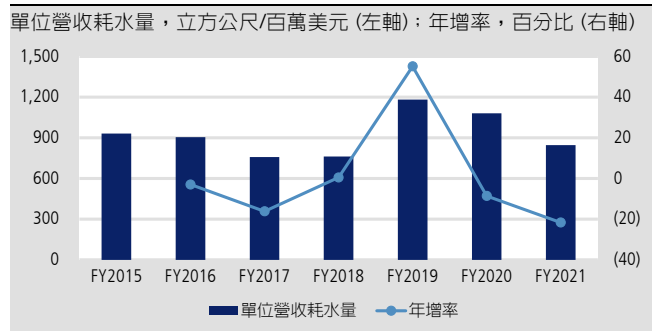
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 13: 廢棄物總量



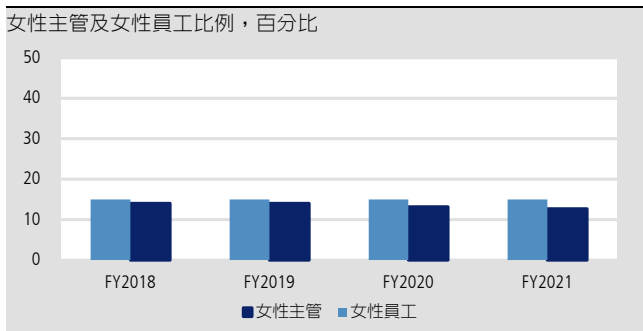
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 14: 耗水量



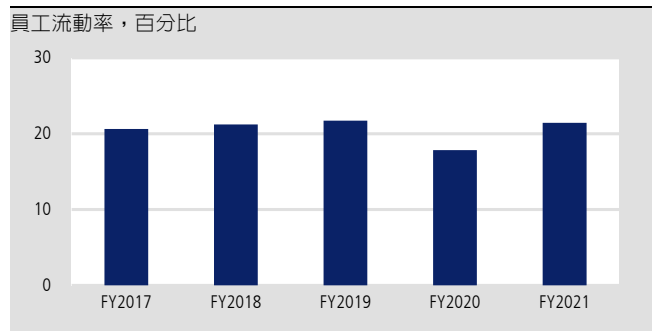
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 15: 性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 16: 員工流動率



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源消耗	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
約當二氧化碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
單位營收碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收比例	公司呈報的廢棄物回收比例 - 廢棄物回收比例 = 廢棄物回收量/總廢棄物 * 100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
耗水量	耗水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性主管	女性主管百分比 - 女性主管占公司主管的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性主管之百分比 - 女性主管百分比 = 女性主管人數/主管總數 * 100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數 * 100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv；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	5,734	6,583	6,558	6,004	6,193	7,571	8,376	7,805	24,879	29,945	35,255
營業成本	(3,992)	(4,368)	(4,376)	(4,203)	(4,242)	(5,027)	(5,487)	(5,151)	(16,938)	(19,907)	(23,198)
營業毛利	1,742	2,216	2,182	1,801	1,951	2,544	2,890	2,654	7,940	10,038	12,057
營業費用	(1,173)	(1,257)	(1,238)	(1,261)	(1,239)	(1,408)	(1,508)	(1,436)	(4,928)	(5,591)	(6,242)
營業利益	569	959	944	540	712	1,136	1,382	1,218	3,013	4,447	5,816
折舊	(566)	(567)	(572)	(536)	(617)	(615)	(615)	(612)	(2,240)	(2,460)	(2,656)
攤提	(16)	(16)	(15)	(14)	(15)	(15)	(15)	(15)	(61)	(61)	(61)
EBITDA	1,150	1,542	1,531	1,090	1,345	1,766	2,012	1,845	5,314	6,968	8,532
利息收入	12	20	12	8	7	8	8	9	53	31	34
投資利益淨額	14	13	14	23	16	18	20	16	64	70	77
其他營業外收入	26	35	204	43	48	50	50	44	309	192	199
總營業外收入	53	68	230	75	71	76	78	68	426	293	311
利息費用	(47)	(50)	(48)	(26)	(30)	(28)	(30)	(32)	(171)	(120)	(120)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	15	(106)	(333)	(36)	(42)	(40)	(44)	(54)	(460)	(180)	(162)
總營業外費用	(32)	(156)	(381)	(62)	(72)	(68)	(74)	(86)	(631)	(300)	(282)
稅前純益	590	872	793	553	711	1,143	1,386	1,200	2,807	4,440	5,844
所得稅費用[利益]	(188)	(292)	(247)	(158)	(199)	(331)	(388)	(325)	(884)	(1,243)	(1,636)
少數股東損益	43	46	86	46	60	84	92	84	220	320	340
非常項目稅後純益	445	626	631	441	572	896	1,090	959	2,143	3,517	4,548
非常項目	(0)	0	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	445	626	631	441	572	896	1,090	959	2,143	3,517	4,548
每股盈餘 (NT\$)	1.26	1.77	1.78	1.25	1.62	2.53	3.08	2.71	6.06	9.94	12.85
獲利率 (%)											
營業毛利率	30.4	33.7	33.3	30.0	31.5	33.6	34.5	34.0	31.9	33.5	34.2
營業利益率	9.9	14.6	14.4	9.0	11.5	15.0	16.5	15.6	12.1	14.9	16.5
EBITDA Margin	20.1	23.4	23.4	18.2	21.7	23.3	24.0	23.6	21.4	23.3	24.2
稅前純益率	10.3	13.2	12.1	9.2	11.5	15.1	16.5	15.4	11.3	14.8	16.6
稅後純益率	7.8	9.5	9.6	7.3	9.2	11.8	13.0	12.3	8.6	11.7	12.9
季成長率 (%)											
營業收入	2.5	14.8	(0.4)	(8.4)	3.1	22.3	10.6	(6.8)			
營業毛利	(4.4)	27.2	(1.5)	(17.4)	8.3	30.4	13.6	(8.2)			
營業收益增長	13.8	68.5	(1.6)	(42.8)	31.8	59.5	21.7	(11.9)			
EBITDA	7.7	34.1	(0.7)	(28.8)	23.4	31.3	14.0	(8.3)			
稅前純益	1.7	47.7	(9.0)	(30.2)	28.6	60.8	21.2	(13.4)			
稅後純益	(3.1)	40.6	0.9	(30.2)	29.8	56.7	21.6	(12.1)			
年成長率 (%)											
營業收入	(24.2)	(20.1)	(17.2)	7.4	8.0	15.0	27.7	30.0	(15.1)	20.4	17.7
營業毛利	(37.2)	(29.8)	(26.4)	(1.2)	12.0	14.8	32.5	47.3	(25.9)	26.4	20.1
營業收益	(63.5)	(48.0)	(43.5)	8.1	25.1	18.4	46.4	125.3	(45.9)	47.6	30.8
EBITDA	(44.9)	(35.6)	(31.1)	2.1	16.9	14.5	31.4	69.3	(31.6)	31.1	22.4
稅前純益	(66.4)	(47.0)	(56.9)	(4.7)	20.5	31.2	74.8	116.9	(51.7)	58.2	31.6
稅後純益	(67.5)	(48.9)	(55.8)	(4.0)	28.6	43.2	72.7	117.4	(52.2)	64.1	29.3

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	51,032	52,140	51,849	54,585	57,804
流動資產	18,553	20,319	19,185	21,510	24,908
現金及短期投資	5,436	7,458	7,630	7,985	9,157
存貨	8,323	8,938	8,140	9,540	11,148
應收帳款及票據	4,270	3,357	2,849	3,420	4,037
其他流動資產	525	566	566	566	566
非流動資產	32,478	31,821	32,664	33,074	32,896
長期投資	1,722	1,177	1,241	1,311	1,388
固定資產	27,354	27,679	28,458	28,799	28,543
什項資產	3,402	2,965	2,965	2,965	2,965
負債總額	20,565	17,175	15,892	16,959	17,946
流動負債	13,853	9,410	9,437	10,067	11,199
應付帳款及票據	4,136	2,997	2,730	3,199	3,738
短期借款	5,850	2,651	3,960	3,524	3,669
什項負債	3,867	3,762	2,747	3,344	3,792
長期負債	6,712	7,765	6,456	6,892	6,747
長期借款	5,378	6,309	5,000	5,437	5,291
其他負債及準備	925	1,080	1,080	1,080	1,080
股東權益總額	30,467	34,965	35,957	37,626	39,858
普通股本	3,408	3,538	3,538	3,538	3,538
保留盈餘	17,609	20,069	21,281	23,270	25,843
少數股東權益	187	213	(7)	(327)	(667)
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	28.2%	7.5%	(15.1%)	20.4%	17.7%
營業收益增長	195.2%	9.0%	(45.9%)	47.6%	30.8%
EBITDA	81.0%	5.8%	(31.6%)	31.1%	22.4%
稅後純益	83.0%	26.8%	(52.2%)	64.1%	29.3%
每股盈餘成長率	71.3%	25.2%	(53.3%)	64.1%	29.3%
獲利能力分析					
營業毛利率	36.0%	36.6%	31.9%	33.5%	34.2%
營業利益率	18.8%	19.0%	12.1%	14.9%	16.5%
EBITDA Margin	27.0%	26.5%	21.4%	23.3%	24.2%
稅後純益率	13.0%	15.3%	8.6%	11.7%	12.9%
平均資產報酬率	7.1%	8.7%	4.1%	6.6%	8.1%
股東權益報酬率	12.2%	13.8%	6.1%	9.5%	11.6%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	36.9%	25.6%	24.9%	23.8%	22.5%
淨負債比率	19.0%	4.3%	3.7%	2.6%	Net cash
利息保障倍數 (x)	27.5	32.1	17.4	38.0	49.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.7	0.4	0.5	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	48.2	32.5	31.7	37.2	45.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.4	2.1	1.3	1.2	1.5
流動比率 (x)	1.3	2.2	2.0	2.1	2.2
速動比率 (x)	0.7	1.2	1.2	1.2	1.2
淨負債 (NT\$百萬)	5,795	1,503	1,330	976	(197)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	10.36	12.98	6.06	9.94	12.85
每股現金盈餘 (NT\$)	23.95	17.61	15.32	12.62	15.55
每股淨值 (NT\$)	88.85	98.23	101.65	107.27	114.54
調整後每股淨值 (NT\$)	88.85	100.70	101.65	107.27	114.54
每股營收 (NT\$)	80.01	84.95	70.32	84.64	99.65
EBITDA/Share (NT\$)	21.57	22.53	15.02	19.70	24.12
每股現金股利 (NT\$)	4.50	5.50	2.63	4.32	5.58
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.55	0.57	0.48	0.56	0.63
應收帳款周轉天數	57.2	41.8	41.8	41.8	41.8
存貨周轉天數	174.1	175.4	175.4	175.4	175.4
應付帳款周轉天數	86.5	58.8	58.8	58.8	58.8
現金轉換周轉天數	144.7	158.4	158.4	158.4	158.4

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	27,265	29,315	24,879	29,945	35,255
營業成本	(17,450)	(18,599)	(16,938)	(19,907)	(23,198)
營業毛利	9,815	10,715	7,940	10,038	12,057
營業費用	(4,701)	(5,143)	(4,928)	(5,591)	(6,242)
營業利益	5,115	5,572	3,013	4,447	5,816
總營業外收入	263	286	426	293	311
利息收入	13	-	53	31	34
投資利益淨額	42	80	64	70	77
其他營業外收入	208	206	309	192	199
總營業外費用	(903)	(40)	(631)	(300)	(282)
利息費用	(169)	(187)	(171)	(120)	(120)
投資損失	(42)	-	-	-	-
其他營業外費用	(692)	147	(460)	(180)	(162)
稅前純益	4,475	5,818	2,807	4,440	5,844
所得稅費用[利益]	(1,320)	(1,506)	(884)	(1,243)	(1,636)
少數股東損益	378	168	220	320	340
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	3,532	4,479	2,143	3,517	4,548
EBITDA	7,351	7,774	5,314	6,968	8,532
每股盈餘 (NT\$)	10.36	12.98	6.06	9.94	12.85

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	8,160	6,078	5,419	4,466	5,502
本期純益	3,532	4,479	2,143	3,517	4,548
折舊及攤提	2,236	2,202	2,301	2,521	2,717
本期運用資金變動	710	(517)	1,038	(1,502)	(1,686)
其他營業資產及負債變動	1,682	(86)	(64)	(70)	(77)
投資活動之現金流量	(2,385)	(2,203)	(3,081)	(2,861)	(2,461)
投資用短期投資出售[新購]	19	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(2,258)	(2,177)	(3,020)	(2,800)	(2,400)
其他資產變動	(146)	(26)	(61)	(61)	(61)
自由現金流	4,245	3,573	2,322	1,360	2,757
融資活動之現金流量	(2,838)	(1,921)	(2,166)	(1,251)	(1,868)
短期借款變動	(458)	(3,063)	-	-	-
長期借款變動	(1,936)	847	-	-	-
現金增資	-	2,075	-	-	-
已支付普通股股息	(662)	(1,534)	(1,946)	(931)	(1,528)
其他融資現金流	217	(246)	(220)	(320)	(340)
匯率影響數	(108)	72	-	-	-
本期產生現金流量	2,829	2,025	172	354	1,173

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	63.9%	63.4%	68.2%	66.3%	65.8%
- 銷管費用/營業收入	17.2%	17.5%	19.8%	18.7%	17.7%
= 營業利益率	18.8%	19.0%	12.1%	14.9%	16.5%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	1.0	0.9	1.1	1.0	0.8
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
= 資本周轉率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9
營業利益率	18.8%	19.0%	12.1%	14.9%	16.5%
x 資本周轉率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9
x (1 - 有效現金稅率)	70.5%	74.1%	68.5%	72.0%	72.0%
= 稅後 ROIC	10.5%	11.7%	5.7%	8.6%	11.0%

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，遷後若有變更時，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。