

# 1H24 食品產業

## 原料價格低檔而產品供需緊俏

### 國票觀點

食品產業呈現大者恆大、一條龍生產優勢，建議買進持續提升自動化飼料系統與食品加工製程的大成(1210)。

### 最新消息

雲林 11/30/2023 出現 2023 年入秋第 1 場禽流感確診禽場，撲殺 1.54 萬隻蛋雞，銷毀 3.54 萬顆蛋，觀察禽流感疫情控制狀況與雞肉的供需變化。

### 重要指標數據

投研部預估台灣豬養殖數量增加不易、隨中小型豬場退場，毛豬平均價維持在每公斤 80~100 元。面臨禽流感確診，2024 年農曆需求旺季下，預期雞肉價格落在 36~40 元。

### 投資建議及結論

林建良 / C00241@ibfs.com.tw

#### ➤ 玉米與黃豆價格穩定有利飼料價格反映需求調整

由於短期玉米與黃豆原料供需調整下，價格波動較小，有利於原物料成本的控制與獲利提升。玉米部分，雖然美國玉米豐收，期貨價格有機會走低，但考量價格一旦過低，中國將大量採購以穩定國內糧食物價，4Q23 持平看待價格。黃豆部分，關注重點在巴西生長狀態，巴西農業部報告預估播種面積增加 2.8%，黃豆價格會穩定在 1,200~1,400 美元區間。

#### ➤ 豬與雞價在供應疑慮下、價格維持高檔

4Q23 進入下游餐飲旺季，包括疫後尾牙、婚宴、春酒、農曆過年等對肉品需求增加。豬肉部分，中小型豬場受到政府環保管控、員工難找等問題，持續退出市場，進口豬肉由於食安問題與萊豬爭議等導致進口量降低，使國內豬價維持在每公斤 90 多元，投研部認為，年底到 1Q24 需求旺季下，有機會突破 100 元。雞肉部分，雲林 11/30/2023 出現 2023 年入秋第 1 場禽流感確診禽場，雞肉價格有上漲空間。

#### ➤ 建議買進一條龍生產食品大廠大成(1210)

展望 2024 年，隨著戰爭衝擊減弱、海運運價下跌，穀物價格回落，加上新冠疫情陸續解封後，餐飲、夜市、小吃的雞肉、豬肉、食用油脂需求逐漸回溫，2024 年民眾將延續食品消費需求成長，投研部預預估 2024 年營收 1,165.3 億元·YoY+5.5%·毛利率 14.5%·稅後淨利 57.3 億元·YoY+33.4%·EPS 6.4 元。投研部考量飼料成本降低、雞與豬價維持高檔，同時食品部分營運改善下，將帶動獲利明顯提升，有助於評價提升，給予買進建議，目標價為 65 元(2024F PB 2.1x)。

表 1：個股評價表

代號	公司	2024/01/04 收盤價(元)	目標價(元)	投資評等	EPS(元)		P/E(X)		P/B(X)	
					2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
1210	大成	58.2	65	買進	4.80	6.40	12.1	9.1	2.2	1.9
1215	卜蜂	95.5	110	區間操作	7.83	8.52	12.2	11.2	2.9	2.6

### 穀物供應充足下價格持平

2022 年進入後新冠疫情時期，除全球經濟面臨許多不確定風險，由於 02/2022 初發生烏俄戰爭，導致全球穀物價格動盪，因烏克蘭是世界主要糧食生產國之一，烏俄戰爭白熱化後，烏克蘭的糧食出口遇到明顯障礙，雖然在國際的調停下，開啟了穀物的人道窗口，但在反覆談判間，俄羅斯屢次威脅要中斷協議，也讓期貨價格跟著反覆劇烈震盪。雖然至今仍未看到戰爭結束的曙光，隨著烏克蘭逐步收復國土，糧食供應增加，價格呈現下跌趨勢。這期間包括葵花油無法出口，關聯性的豆油跟棕櫚油漲到歷史高價，接著棕櫚油最大出口國印尼為壓抑國內通膨，宣佈禁止出口，棕櫚油從 2022 年初 1,200 美元衝到最高點 1,600 美元，隨後印尼國內受不了龐大庫存，改為宣佈大量出口，價格直落到 800~1,000 美元盤整。棕櫚油的劇烈漲跌影響了豆油，也連帶影響到黃豆、玉米等穀物期貨價格。

此外，2022 年是反聖嬰年，巴西南部跟阿根廷持續乾旱歉收，美國黃豆雖然種植順利，但在收成時遇到了運河水位過低，延誤了出口速度，導致供應減少。隨後巴西穀物盛產、美國運送改善，填補阿根廷乾旱減少的產量，2023 年全球穀物供給無虞，聯合國糧農組織(FAO)將 2023 年全球穀物產量最新預報數上調至 28.23 億噸、YoY+0.9%，與 2021 年的歷史最高紀錄相比高出 1,030 萬噸。同時，2024 年世界穀物庫存量最新預報數較期初水準增長 2.7%，創歷史新高。全球糧食價格在 2022 年達到歷史最高點後出現下降，2022 年下半年和 2023 年一直趨於緩和，由於投入成本下降和收成良好。預計全球食品價格將在 2024 年再次出現年度下降，降幅為 4%~5%。

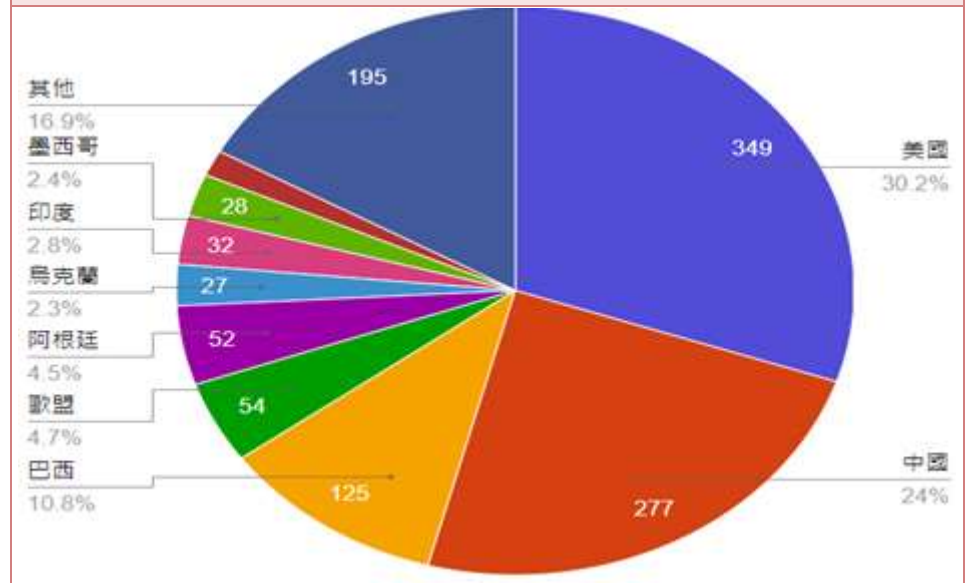


資料來源：國票整理

玉米原料部分，2023 年世界玉米總產量約 12 億噸，主要產地為美國(30%)、中國(24%)、巴西(11%)、阿根廷(5%)等地。4Q23 雖然美國玉米豐收，以庫存使用比例來看，期貨價格有機會走低，但考量中國每月進口量由 2022 年的 700 萬噸持續增加到現在 900 萬噸、開放國家有烏克蘭、巴西、南非等，價格一旦過低，中國有可能進場大量採購以穩定國內糧食物價，使價格低檔有撐，此外中國 2023 年玉米產量豐收、質量很好，長的肥胖、容積量很高，所以暫時不會大量進口。整體來看，2024 年玉米價格有望呈持平偏弱走勢。

圖 2：全球玉米產出國

單位：百萬公噸



資料來源：中華食物網·國票整理

圖 3：玉米期貨周報價趨勢

單位：美元



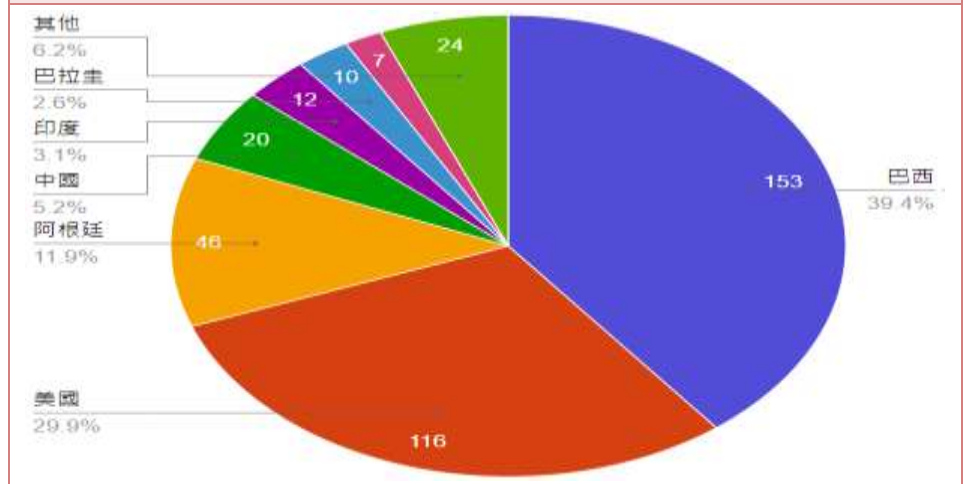
資料來源：玩股網·國票整理

黃豆原料部分，2023 世界黃豆總產量為 3.9 億公噸，主要產地為巴西(39%)、美國(30%)、阿根廷(12%)等地。3Q23 反映阿根廷近 10 年來最大旱災、產量減少 2,000 多萬噸，加上美國庫存很低，黃豆期貨 11/15/2023 漲到 1,385 美元/每噸。4Q23 為中國黃豆採收期，將減少進口以保護國內農民。此外，黃豆價格太高將導致中國榨油廠不易賺錢，另一方面，黃豆會壓榨為 80%黃豆粉與 20%油，黃豆粉主要出貨給飼料廠，所以中國黃豆需求同時受到下游養殖業營運影響，而中國油粉加工產量則取決於終端豬、雞養殖的利潤，養殖利潤不好就會減養、連帶影響飼料需求，目前中國前三大養豬企業牧原、新希望、溫氏於 1Q~3Q23 都虧損、共虧損 101.74 億人民幣，假如黃豆價格超過 1,400 美元將導致養殖業損失，使價格呈現下跌走勢。

另一方面，因美國推動再生柴油需求，使美國壓榨廠稼動率一直維持在 90%多水準，4Q23 陸續有新壓榨油廠完工，需求量將持續攀升，造成美國黃豆於國內需求持續增長，並使美國黃豆庫存量一直無法建立起來。同時未來關注重點在巴西生長狀態，其種植期通常從 09/15 開始，開始快速種植則落於 10 月第一周，所以根據關鍵期推算為種下後 2 個月，這段期間天氣、降雨會影響產量非常多，初步根據巴西農業部報告預估，2023/2024 年巴西黃豆產量將達到 1.624 億噸，與前次報告的預估相同，播種面積增加 2.8%。在供需變化下，投研部認為 2024 年價格不易大漲，並推估黃豆價格會穩定在 1,200~1,400 美元區間。

圖 4：全球黃豆產出國

單位：百萬公噸



資料來源：中華食物網·國票整理

圖 5：黃豆期貨周報價趨勢

單位：美元



資料來源：玩股網·國票整理

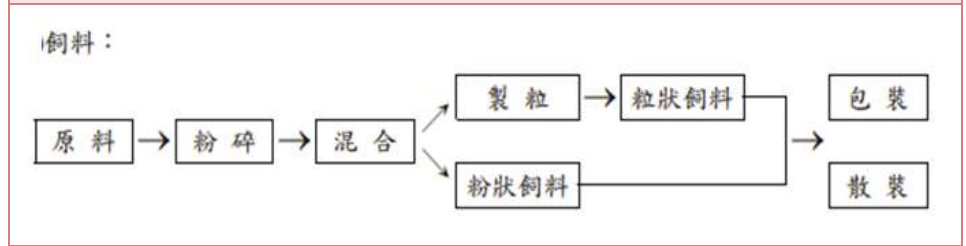
### 飼料朝向無藥殘、潔淨標章與可回溯追蹤發展

台灣屬於海島型國家，許多穀物原物料必須經由海運進口，原物料報價勢必面臨變化加劇的全球經濟環境、外匯、期貨行情變化等不易掌控的影響，2022 年受到新冠肺炎疫情、烏俄戰爭及通膨的影響，國際穀物價格波動加劇，使台灣的飼料原料採購面臨很大的挑戰，隨著疫情解封、戰爭與通膨影響趨緩，2023 年穀物價格下跌後進入盤整格局，使飼料採購成本降低，有利於廠商的採購策略與獲利提升。

畜牧業中飼料大約占動物飼養成本的 70% 左右，其中常用的飼料原料為玉米及黃豆粉，分別占飼料成本 60% 與 15%，因此，雞、豬等的飼養成本主要受到飼料原料的價格影響。此外，國內畜產品也受進口肉品的量、價變化影響，進口肉品價格有時會處於國內飼養成本邊緣或成本下的情形，若低價的行情成為常態，則國內飼養戶的養殖意願會降低，間接影響了客戶對飼料之需求。

此外，隨著國內外市場對藥殘、各項禽畜疫情如口蹄疫與禽流感等事件的關注與國內陸續爆發如瘦肉精、塑化劑、毒澱粉等食安問題，消費者對安全、安心、健康肉品的要求日漸提升，無藥殘安全食材及素食潔淨標章食品是食品產業未來環保健康趨勢，並且有回溯追蹤至飼料的發展趨勢，因為飼料廠為肉、魚、蛋、奶類食材及下游食品之上游產業，更為嚴謹的把關配方獨立生產線及確保所有出廠飼料安全無虞至關重要，並且配合政府的養殖政策、防疫及監控措施，以增加產業經營的成效。

圖 6：飼料處理流程

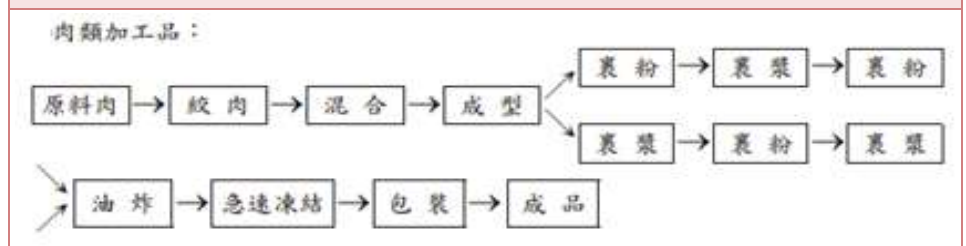


資料來源：國票整理

豬與雞價在供應疑慮下、價格維持高檔

豬肉部分，由於國內養殖豬隻密度高，只要有豬瘟如藍耳病、PED(下痢)、口蹄疫等發生，傳播速度或傳播度很高，造成豬隻育成率不佳，致使供給量減少，防疫上要下非常多功夫。政府於 2021 年啟動百億養豬轉型升級計畫，為期四年，養豬轉型涵蓋生產、屠宰到銷售階段，首推屠宰場現代化及冷鏈設備，進而輔導養豬場現代化轉型升級為重點項目，使整體養豬產業轉型升級。因此養豬場面臨政府環保管控以降低豬瘟發生、畜牧登記的法律愈來愈嚴謹、員工難找等問題，規模不夠大的中小型豬場將面臨養殖成本高、競爭力較低的考驗，因此持續退出市場，同時前幾大養豬場也不願去接收下，導致養豬規模減少。雖然政府透過進口豬肉來壓抑國內價格，進口量從長期平均佔國內需求量 10%，在 05~08/2023 的 4 個月佔比提高到 20%，但之後由於食安問題與萊豬爭議等導致進口量降下來，加上台灣人消費習慣仍有 85%為市場的現宰溫體豬，取代不容易下，台灣 2023 年豬供給量減少 5%，使國內豬價維持在每公斤 90 多元。目前全台有機會增加養豬規模的是台糖，之前雖投資建立五星級豬場，但因為疫情與缺工導致延後，預計需要 2 年時間始能完成母豬引進馴化、配種小豬、飼養成豬銷售等一貫化生產，短期不容易增量。投研部認為，隨著中小豬場退出將導致養豬量的減少、加上年底到 1Q24 需求旺季下，有機會突破每公斤 100 元。中長期來看，未來 2 年台灣豬養殖數量增加不容易、且隨中小型豬場退場下持續減少，綜合以上，投研部推估台灣未來 2 年的毛豬平均價淡旺季將會維持在每公斤 80~100 元。

圖 7：豬肉處理流程



資料來源：國票整理

圖 8：國內養豬戶數與頭數

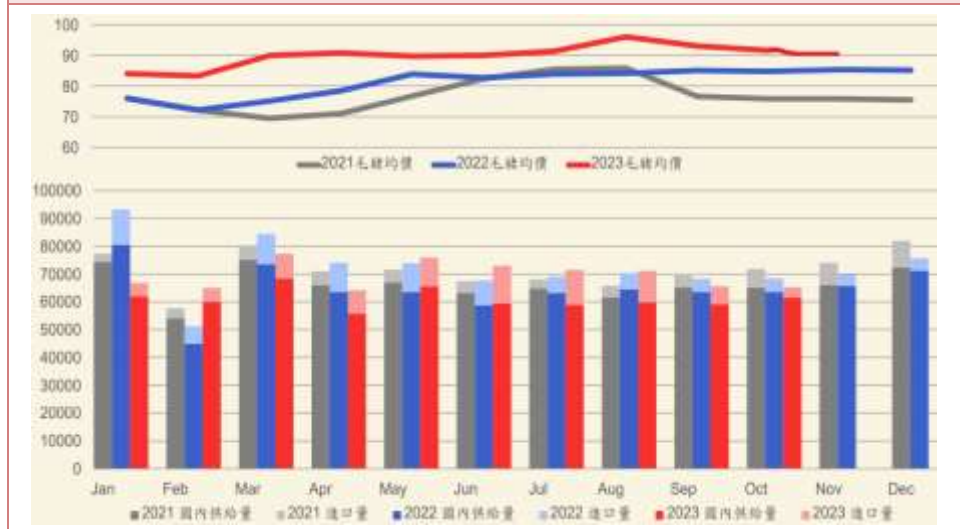
單位：戶、千頭



資料來源：大成、國票整理

圖 9：國內豬肉價格走勢

單位：元/公斤



資料來源：大成·國票整理

雞肉部分，白肉雞產業以飼料廠或電宰廠為統合主體，與養雞農戶採取契約養殖模式合作，進而推動肉雞電動屠宰及屠體運銷，整個體系由上而下包含上游之種雞業者及養雞農戶、中游之電宰業者、調理加工業者，以及下游為雞肉行銷業務單位，使白肉雞產業結構邁向現代化，是肉品產業中統合經營模式成效最為卓越之產業。

圖 10：雞肉處理流程



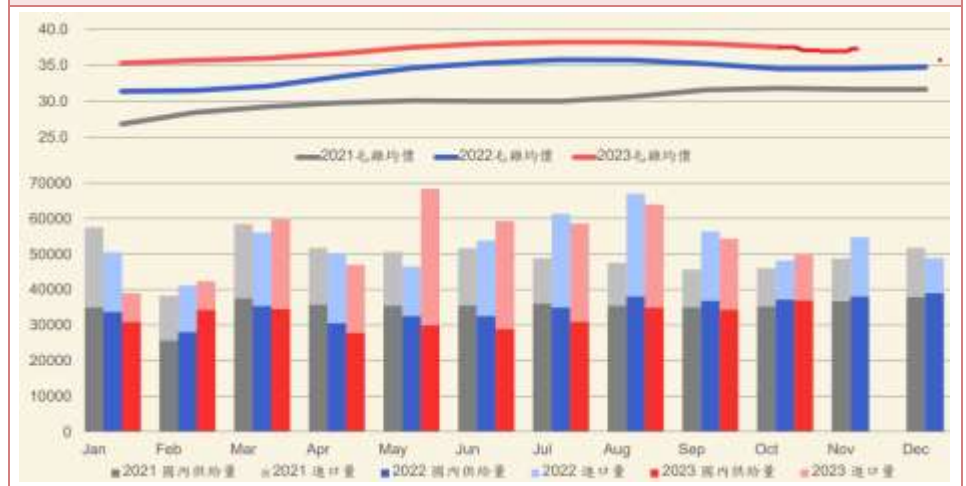
資料來源：國票整理

近年來食品安全問題日益受到社會大眾關注，相關新聞事件亦層出不窮，而隨著政府對食品管理相關法規日益健全與嚴謹，除了提升對消費者的保障以外，對國內食品合法業者而言，毛雞飼養過程中，採用自動化餵食、恆溫環境嚴格管理，讓雞隻在舒適無毒的環境下，健康成長，提供新鮮、健康、安全、美味與優質之國產雞肉 (MIT)，除了從源頭嚴格品質控管以外，在電宰方面，也透過政府單位駐廠獸醫師把關及 CAS、HACCP、ISO 22000 品質驗證，溯源資訊公開透明，創造另一種市場利基與契機。

因禽流感好發期在秋冬季節，尤其近年來在極端氣候下，日夜溫差大，禽舍環境溫度控制不好，易造成家禽抵抗力下降，防治禽流感更困難。台灣 2H22~1H23 禽流感爆發，輕者撲殺一整棟雞，嚴重者全雞場全面撲殺，使台灣雞肉於 2Q23~3Q23 發生雞肉供給量嚴重缺乏，加上美國同樣面臨禽流感問題，故台灣很多雞肉進口訂單都被延後出貨、導致雞價上揚。這些訂單於 05/2023 才進口比較充分，並於 08~09/2023 慢慢補上國內雞肉缺口，隨禽流感疫情下降，雞肉供應量符合市場需求，因此 3Q23 雞肉出現比較快速修正，但仍能維持在每斤 35~36 元以上，現階段來看修正幅度穩住，投研部認為，因為雲林 11/30/2023 出現 2023 年入秋第 1 場禽流感確診禽場，撲殺 1.54 萬隻蛋雞、銷毀 3.54 萬顆蛋，後續需持續觀察禽流感疫情控制狀況與雞肉的供需變化，此外，2023 年底到 2024 年農曆年前需求旺季下，預期雞肉價格有上漲空間。

圖 11：國內雞肉價格走勢

單位：元/斤



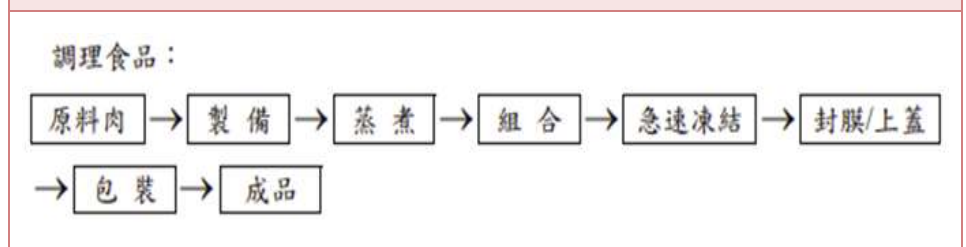
資料來源：大成、國票整理

### 餐飲人力短缺下帶動食品加工的需求

目前台灣工商業發達，小家庭佔比增加，外食或便利飲食需求逐年增加，消費者或餐飲業對於方便調理和可即食的產品需求不斷增加，食品事業的加工食品用雞肉因國產雞肉較貴，所以主要從美國進口，台灣食安法規要求若一個州有一個廠發生禽流感、整州的雞肉還沒上貨櫃輪前都不能進口。1H23 在美國禽流感嚴重下，進口雞肉數量減少同時價格上漲，同時電宰量下滑。由於目前美國尚未有禽流疫情，進口量逐步增加與價格下滑，增加進口肉品使用率，包含將進口雞肉最適分切處理後銷售、減少下角肉處理。加上受到國內人力短缺的影響，餐飲市場使用去骨、切丁、切塊剛性需求明顯增加，以減少在調理前的準備時間，提升餐飲業出餐速度及使用的便利性，帶動加工產品銷售成長。

此外，由於肉品尚未加工成食品時，在傳統市場通路多用市場毛價銷售，有產品價格波動風險，即養殖完後的白肉雞或土雞價格受隨行就市的市場行情影響。所以食品廠逐步發展一條龍垂直生產模式，從種雞場、孵化場、契約農戶、飼料廠、電宰廠、加工廠至市場通路，能有效降低生產成本、確保原料品質、無藥物殘留及穩定毛雞來源。將肉品加工為常溫、冷藏及冷凍類調理或即食產品，並透過直接銷售至末端通路如全國各大便利商店、速食餐飲通路、早餐和餐飲連鎖、量販超市及各式常溫、冷藏、冷凍經銷通路，採用契約固定價供貨，由於末端通路有優良通路、較大營業面積與客流量、較優的付款條件與周轉率，在產品銷售佳時、毛利率與獲利較傳統市場通路穩定。

圖 12：食品加工處理流程



資料來源：國票整理

### 大成(1210)給予買進建議、目標價 65 元

大成為台灣規模最大的農畜食品集團，劃分兩大事業群，一為農畜事業群，供應大宗物資、油脂、飼料、肉雞及土雞、蛋雞、肉豬與水產；另一為食品事業群，生產

麵粉、食品加工、調理食品、植物肉和餐飲零售，並持續發展符合市場趨勢的創新產品，包括動物疫苗、寵物食品、生技產品等。大成於亞洲已成立超過 100 家子公司。公司所有工廠均已取得國際與台灣各項品質安全認證，包括歐盟 HACCP 認證、ISO22000 認證，擁有國家級實驗室及衛福部食品檢驗認證，且設有最先進的儀器及相關制度。馬稠後現代化食品加工廠於 2022 年底完工，擴大生產冷凍調理加工產品。另取得馬稠後智慧工業區土地，規劃第二期食品加工領域生產產能，並跨入植物肉生產領域，另與日本昭和產業攜手合作，針對雞蛋及麵粉領域進行重大合資，其中彰化二林現代化自動蛋品洗選及液態蛋自動倉儲工廠於 1Q23 投產，改善產能及提升雞蛋生食、洗選、液態蛋生產的規範與品質水準，與昭和合作的國成麵粉廠則致力提升麵粉的產製配粉技術，擴大與同業間的競爭優勢期望透過對食品安全的高標準要求，建立公司品牌形象，增強客戶、消費者的信心。10/2023 彰化昭成蛋品加工廠正式啟用，推出生食級雞蛋，由於尚在推展過程，因此短期效益有限。

展望 2024 年，隨著戰爭衝擊減弱、海運運價下跌，穀物價格回落，加上各國新冠疫情防疫政策於 2022 年陸續解封後，餐飲、夜市、小吃的雞肉、豬肉、食用油脂需求逐漸回溫，2024 年民眾將延續食品消費需求成長，故投研部預預估大成 2024 年營收 1,165.3 億元·YoY+5.5%·毛利率 14.5%·稅後淨利 57.3 億元·YoY+33.4%·EPS 6.4 元。評價方面，大成近 5 年 PB 區間在 1.0x~2.2x，目前 PB 評價 1.9x，處於上述區間上緣水準，投研部考量飼料成本降低、雞與豬價維持高檔，同時食品部分營運改善下，將帶動獲利明顯提升，有助於評價提升，給予買進建議，目標價 65 元(2024F PB 2.1x)。

### 卜蜂(1215)維持區間操作建議

卜蜂 11/2023 營收 24.2 億元·MoM+1.5%·YoY-6.8%·01~11/2023 營收為 267.5 億元，YoY+2.1%。在雲林縣門六市雲林科技工業區投資興建的一座 AI 自動化無添加藥物飼料廠正式量產，引進世界最先進 AI 自動化系統，整體人力比現行飼料廠節省 50%以上，3 個飼料廠將能充份提供國內養殖產業安全無虞之飼料產品。2023 年完成雞肉屠宰安排設備及設施更新，有效提升生鮮雞肉品質及鮮度並提高防疫能力、減少禽流感帶來的風險；食品加工部份，因應畜牧產業垂直整合趨勢，積極與蛋品公司合作，增建肉雞屠宰廠，擴大未來整合資源，增加公司銷售競爭力。台南鹽水成立的新型氣冷式白肉雞屠宰廠 02/2023 投產量產運轉，現有白肉雞及肉豬屠宰分切量向上提升，2024 年將持續提高生產量，對未來一條龍經營策略及擴大市佔率貢獻新動能。2023 年著手擴建調理食品生產線及湯品生產線，增加炒飯、燴飯及義大利麵、湯類產品等即時食品產量，相關產線預計於 1Q24 完工、2Q24 投產，即食食品生產量可望倍增；另外也針對油炸生產線進行設備更新，預計 1Q24 提高油炸線產量及產品多樣性。在桃園設置北區 RDC 標準化配送中心及豬肉分切廠，擴大豬肉及雞肉市場佔有率，預計 3Q24 量產，另外，於南投旺來園區投資設立自動化冷凍倉儲，預計 1Q24 投入運營。看好潔淨標章食品及銀髮族食品是未來趨勢，卜蜂也投入相關產品及技術開發，並與卜蜂世界各地技術部門交流，未來將會推出相關產品，讓產品更加多元化並符合未來潮流，持續注入成長動能。國票預估卜蜂 2024 年營收 337 億元·YoY+5.3%·稅後淨利 25.1 億元·YoY+8.8%·EPS 8.52 元，考量近期股價位於過去 PB 評價中上緣、物價上漲導致民眾購買力降低、營運與獲利成長動能較弱，建議對於卜蜂區間操作，區間操作價位 85~110 元(2024F PB 2.5x~3.0x)。



## 大成 1210 綜合損益表

百萬元	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	27,073	27,598	28,338	27,433	27,885	28,426	30,039	30,176	113,297	110,442	116,526
營業毛利	3,213	3,751	3,988	3,872	4,025	4,102	4,471	4,259	11,359	14,824	16,857
營業費用	2,143	2,155	2,145	2,178	2,207	2,219	2,273	2,396	8,301	8,620	9,096
<b>營業利益</b>	<b>1,070</b>	<b>1,596</b>	<b>1,843</b>	<b>1,694</b>	<b>1,818</b>	<b>1,883</b>	<b>2,197</b>	<b>1,863</b>	<b>3,058</b>	<b>6,203</b>	<b>7,761</b>
稅前淨利	1,068	1,663	1,877	1,617	1,806	1,946	2,233	1,779	3,426	6,225	7,765
本期淨利(NI)	894	1,298	1,534	1,346	1,627	1,571	1,870	1,480	2,850	5,072	6,548
淨利歸屬於_母公司業主	762	1,075	1,279	1,177	1,491	1,341	1,599	1,295	2,193	4,293	5,726
淨利歸屬於_非控制利益	132	223	255	168	136	230	271	185	657	779	822
<b>每股盈餘_本期淨利</b>	<b>0.85</b>	<b>1.20</b>	<b>1.43</b>	<b>1.32</b>	<b>1.67</b>	<b>1.50</b>	<b>1.79</b>	<b>1.45</b>	<b>2.45</b>	<b>4.80</b>	<b>6.40</b>
<b>QoQ(%)</b>											
營收淨額	(11.18)	1.94	2.68	(3.20)	1.65	1.94	5.67	0.46			
銷貨毛利	5.26	16.73	6.33	(2.92)	3.96	1.90	9.00	(4.74)			
營業利益	16.70	49.14	15.48	(8.11)	7.35	3.54	16.72	(15.21)			
稅後純益_母公司淨利	26.71	41.09	18.98	(7.94)	26.63	(10.06)	19.25	(19.01)			
<b>YoY(%)</b>											
營收淨額	5.87	1.90	(6.04)	(10.00)	3.00	3.00	6.00	10.00	11.69	(2.52)	5.51
銷貨毛利	24.57	34.28	35.94	26.84	25.28	9.36	12.11	10.00	5.80	30.50	13.72
營業利益	66.37	112.86	146.46	84.68	69.88	17.94	19.21	10.00	30.39	102.85	25.11
稅後純益_母公司淨利	37.69	104.82	145.55	95.82	95.70	24.75	25.04	10.00	17.31	95.75	33.38
<b>各項比率</b>											
營業毛利率	11.87	13.59	14.07	14.11	14.43	14.43	14.88	14.11	10.03	13.42	14.47
營業利益率	3.95	5.78	6.50	6.17	6.52	6.62	7.32	6.17	2.70	5.62	6.66
稅前淨利率	3.95	6.02	6.62	5.89	6.48	6.85	7.44	5.89	3.02	5.64	6.66
稅後淨利率	2.81	3.89	4.51	4.29	5.35	4.72	5.32	4.29	1.94	3.89	4.91

資料來源：TEJ、國票投顧

## 財務狀況表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
現金及約當現金	5,146	5,427	5,489
流動金融資產	0	0	0
應收款項	8,858	8,087	9,788
存貨	10,901	8,947	9,326
其他流動資產	10,436	9,819	9,883
<b>流動資產</b>	<b>27,616</b>	<b>25,308</b>	<b>27,593</b>
<b>非流動金融資產</b>	<b>4,362</b>	<b>4,362</b>	<b>4,362</b>
採用權益法之投資	1,744	1,613	1,476
不動產、廠房與設備	22,236	24,581	27,104
投資性不動產	10	11	11
其他非流動資產	15,632	17,793	19,945
<b>資產總計</b>	<b>62,342</b>	<b>63,801</b>	<b>72,054</b>
短期借款	15,346	17,844	20,466
流動金融負債	0	0	0
應付款項	12,642	11,492	13,512
其他流動負債	2,283	2,283	2,283
<b>流動負債</b>	<b>30,480</b>	<b>31,619</b>	<b>36,261</b>
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	1,740	2,198	2,679
其他非流動負債	356	85	294
<b>負債總計</b>	<b>33,445</b>	<b>31,704</b>	<b>36,555</b>
股本	8,948	8,948	8,948
資本公積	3,376	3,376	3,376
保留盈餘	7,452	11,182	14,907
其他權益	1,296	778	467
庫藏股	219	230	242
非控制權益	8,043	8,043	8,043
<b>股東權益</b>	<b>28,896</b>	<b>32,097</b>	<b>35,499</b>

資料來源：TEJ、國票投顧

## 現金流量表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
本期稅前淨利(淨損)	3,426	6,225	7,765
折舊攤提	2,135	1,467	1,480
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	31	(22)	(4)
收取之利息	0	0	0
收取之股利	(115)	(120)	(126)
營運資金增減	(3,430)	(3,601)	(3,781)
支付之利息	475	499	524
支付之所得稅	(664)	(1,153)	(1,217)
其他	0	0	0
<b>來自營運之現金流量</b>	<b>2,340</b>	<b>3,800</b>	<b>5,172</b>
資本支出	(3,591)	(3,770)	(3,959)
長投增減	0	0	0
短投增減	4	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	115	120	126
其他	(739)	(776)	(815)
<b>來自投資之現金流量</b>	<b>(4,211)</b>	<b>(4,426)</b>	<b>(4,647)</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>(1,871)</b>	<b>(626)</b>	<b>525</b>
借款增(減)	2,815	2,956	3,104
股利發放	(1,208)	(1,342)	(2,824)
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	(940)	(987)	(1,037)
<b>來自融資之現金流量</b>	<b>667</b>	<b>627</b>	<b>(756)</b>
匯率調整	267	280	294
本期產生之現金流量	(937)	281	62
期末現金及約當現金	5,146	5,427	5,489

資料來源：TEJ、國票投顧

**卜蜂 1215 綜合損益表**

百萬元	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	7,232	7,412	7,306	7,554	7,594	7,857	7,672	7,932	28,959	29,504	31,054
營業毛利	1,025	1,325	1,308	1,351	1,262	1,344	1,373	1,418	3,877	5,009	5,398
營業費用	489	521	524	544	513	552	551	572	1,895	2,044	2,151
<b>營業利益</b>	<b>561</b>	<b>773</b>	<b>813</b>	<b>818</b>	<b>776</b>	<b>758</b>	<b>854</b>	<b>859</b>	<b>2,004</b>	<b>2,965</b>	<b>3,247</b>
稅前淨利	514	766	789	791	726	752	828	830	1,928	2,860	3,136
<b>本期淨利(NI)</b>	<b>411</b>	<b>599</b>	<b>653</b>	<b>641</b>	<b>571</b>	<b>584</b>	<b>678</b>	<b>673</b>	<b>1,550</b>	<b>2,303</b>	<b>2,506</b>
淨利歸屬於_母公司業主	422	601	649	635	583	586	675	666	1,555	2,307	2,511
淨利歸屬於_非控制利益	(11)	(3)	4	7	(12)	(3)	4	7	(5)	(4)	(4)
<b>每股盈餘_本期淨利</b>	<b>1.43</b>	<b>2.04</b>	<b>2.20</b>	<b>2.15</b>	<b>1.98</b>	<b>1.99</b>	<b>2.29</b>	<b>2.26</b>	<b>5.28</b>	<b>7.83</b>	<b>8.52</b>
<b>QoQ(%)</b>											
營收淨額	(6.18)	2.49	(1.43)	3.39	0.52	3.46	(2.36)	3.39			
銷貨毛利	6.18	29.31	(1.32)	3.26	(6.53)	6.47	2.18	3.26			
營業利益	16.61	37.61	5.22	0.67	(5.21)	(2.28)	12.59	0.67			
稅後純益_母公司淨利	16.95	42.34	7.97	(2.20)	(8.14)	0.57	15.05	(1.21)			
<b>YoY(%)</b>											
營收淨額	0.45	8.38	1.30	(2.00)	5.00	6.00	5.00	5.00	16.58	1.88	5.25
銷貨毛利	10.92	26.22	39.53	39.91	23.17	1.41	5.00	5.00	14.02	29.20	7.77
營業利益	28.03	25.58	73.51	69.97	38.17	(1.88)	5.00	5.00	25.90	47.99	9.49
稅後純益_母公司淨利	28.85	23.12	71.55	75.78	38.07	(2.45)	3.95	5.00	14.73	48.33	8.82
<b>各項比率</b>											
營業毛利率	14.17	17.88	17.90	17.88	16.62	17.11	17.90	17.88	13.39	16.98	17.38
營業利益率	7.76	10.42	11.13	10.83	10.22	9.65	11.13	10.83	6.92	10.05	10.45
稅前淨利率	7.11	10.34	10.80	10.47	9.56	9.57	10.80	10.47	6.66	9.69	10.10
稅後淨利率	5.84	8.11	8.88	8.40	7.68	7.46	8.79	8.40	5.37	7.82	8.08

資料來源：TEJ、國票投顧

**財務狀況表**

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
現金及約當現金	311	738	976
流動金融資產	0	0	0
應收款項	3,266	3,093	3,599
存貨	2,648	2,210	2,314
其他流動資產	1,606	1,838	1,647
<b>流動資產</b>	<b>6,653</b>	<b>6,490</b>	<b>7,362</b>
<b>非流動金融資產</b>	<b>2,754</b>	<b>2,754</b>	<b>2,754</b>
採用權益法之投資	95	(38)	(178)
不動產、廠房與設備	13,789	15,799	17,910
投資性不動產	10	11	11
其他非流動資產	5,383	6,085	7,726
<b>資產總計</b>	<b>26,394</b>	<b>25,865</b>	<b>28,889</b>
短期借款	4,265	5,224	6,230
流動金融負債	0	0	0
應付款項	3,630	3,325	3,970
其他流動負債	932	979	1,028
<b>流動負債</b>	<b>8,875</b>	<b>9,527</b>	<b>11,227</b>
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	7,640	8,662	9,736
其他非流動負債	83	5,950	6,386
<b>負債總計</b>	<b>16,906</b>	<b>15,477</b>	<b>17,614</b>
股本	2,948	2,948	2,948
資本公積	7	58	112
保留盈餘	4,895	6,202	7,311
其他權益	1,147	688	413
庫藏股	0	0	0
非控制權益	491	491	491
<b>股東權益</b>	<b>9,488</b>	<b>10,387</b>	<b>11,275</b>

資料來源：TEJ、國票投顧

**現金流量表**

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
本期稅前淨利(淨損)	1,928	2,860	3,136
折舊攤提	960	363	380
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	5	105	110
收取之利息	(1)	(1)	(1)
收取之股利	(66)	(69)	(73)
營運資金增減	(738)	(775)	(814)
支付之利息	147	155	163
支付之所得稅	(332)	(557)	(630)
其他	0	0	0
<b>來自營運之現金流量</b>	<b>1,403</b>	<b>1,830</b>	<b>2,008</b>
資本支出	(2,244)	(2,356)	(2,474)
長投增減	0	0	0
短投增減	0	0	0
收取之利息	1	1	1
收取之股利	66	69	73
其他	(20)	(21)	(22)
<b>來自投資之現金流量</b>	<b>(2,197)</b>	<b>(2,307)</b>	<b>(2,422)</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>(795)</b>	<b>(477)</b>	<b>(414)</b>
借款增(減)	1,887	1,981	2,080
股利發放	(822)	(1,032)	(1,434)
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	49	51	54
其他	(197)	(98)	(49)
<b>來自融資之現金流量</b>	<b>917</b>	<b>902</b>	<b>651</b>
匯率調整	1	2	2
本期產生之現金流量	124	427	238
期末現金及約當現金	311	738	976

資料來源：TEJ、國票投顧

## 國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	62

## 評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬介於 20% 以上，且短期股價動能強勁
買進	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 15% 以上</li> </ul>
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12%</li> </ul> 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作
觀望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未評等	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 該公司未於國票核心持股名單</li> <li>• 國票可能與該公司進行業務而處於緘默期</li> </ul>

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6% 以上

## 研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

## 公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書上市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。