

台積電 (2330.TW/2330 TT)

2024 年將看見顯著之週期性復甦

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股 · 維持

收盤價 November 29 (NT\$)	574
12 個月目標價 (NT\$)	703
前次目標價 (NT\$)	703
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	22.5

焦點內容

- 展望 2024 年，我們預期台積電將有強勁復甦，係因：(1)庫存回補需求；(2)終端需求復甦；(3)市佔率提升；及(4)HPC 與 5G 應用之矽含量持續成長。
- 我們預期邊緣 AI 運算平台將帶動 PC 升級循環，而矽含量亦將持續成長，使台積電受惠。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	14,885 / 472,283
流通在外股數 (百萬股)：	25,932
外資持有股數 (百萬股)：	18,794
3M 平均成交量 (百萬股)：	18.15
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	446.0 - 593

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	4	1.1	17.9
相對表現 (%)	-0.5	-3.3	-0.2

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	7.82A	9.14A	10.83A	11.41A
2023	7.98A	7.01A	8.14A	8.16F
2024	7.23F	8.30F	10.52F	13.01F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

展望 2024 年，我們預期台積電將有強勁復甦，係因：(1)庫存回補需求；(2)終端需求復甦；(3)市佔率提升；及(4)HPC 與 5G 應用之矽含量持續成長。

評論及分析

多重動能驅動 2024 年營收強勁成長 26.1%。由於管理層認為 4Q23 後庫存將恢復至健康水位，我們重申台積電將於 2024 年看見顯著之週期性復甦，係因：(1)智慧型手機與 PC 庫存回補需求及終端需求復甦；(2)HPC 及 5G 應用之部分產品矽含量持續成長，如聯發科(2454 TT, NT\$948, 增加持股)之 Dimensity 7200、8000、9000 與 9200 與 AMD (美)之伺服器 CPU Genoa，以及 Apple (美)新款 MacBook、iPad 與 iPhone 系列；及(3)自 Samsung (韓)奪得市佔率與來自 Intel (美)之 CPU 委外訂單。綜上，我們預估台積電 2024 年營收與每股盈餘將年增 26.1%與 24.8%至 2.71 兆元與 39.06 元。

雲端 AI 至邊緣 AI。由於目前邊緣 AI 應用仍有限，我們預期邊緣 AI 運算平台(目前由 Microsoft (美)、Intel、AMD 和 PC OEM 業者所定義)將帶動 PC 升級循環，而矽含量亦將持續成長，使台積電受惠。Intel 與 AMD 皆強調現有與未來之 CPU 將整合神經處理單元(NPU)，使 CPU 能夠於設備上運行 AI 工作負載。伴隨 Windows 12 將於 2024 年末推出，我們認為 2025 年 AI 電腦將被更廣泛地發布，以滿足 Microsoft 對於 AI PC 運算能力之要求，並加速裝置 AI 應用之發展。此外，我們認為智慧型手機產業將跟進，係因 Qualcomm (美)與聯發科皆強調未來之 SoC 將整合效能更強勁之 AI 引擎以運行裝置上之 AI 應用，此外，他們即將推出基於 ARM 之運算解決方案，係用於 Windows 和 Chromebook。

投資建議

我們重申台積電將於 2024 年看見顯著之週期性復甦，並對台積電於 2024 年之營收與獲利成長深具信心，主因終端需求復甦，加上矽含量持續成長與市佔率提升。目前股價交易於 2024 年預估本益比之 15 倍，對比五年平均為 16-17 倍。我們維持「增加持股」評等，目標價為 703 元，係基於 18 倍 2024 年每股盈餘預估換算得出。

投資風險

全球經濟與地緣政治不確定性；庫存修正時間延長。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	1,339,255	1,587,415	2,263,891	2,149,194	2,709,617
營業毛利 (NT\$百萬)	711,130	819,537	1,348,355	1,162,058	1,486,667
營業利益 (NT\$百萬)	566,784	649,981	1,121,279	908,257	1,171,777
稅後淨利 (NT\$百萬)	517,885	596,540	1,016,530	811,382	1,012,896
每股盈餘 (NT\$)	19.97	23.01	39.20	31.29	39.06
每股現金股利 (NT\$)	10.00	11.00	11.00	12.00	13.00
每股盈餘成長率 (%)	50.0	15.2	70.4	(20.2)	24.8
本益比 (x)	28.7	25.0	14.6	18.3	14.7
股價淨值比 (x)	8.0	6.9	5.1	4.3	3.6
EV/EBITDA (x)	16.0	13.4	9.1	9.8	7.6
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	1.7	1.9	1.9	2.1	2.3
股東權益報酬率 (%)	29.8	29.7	39.8	25.2	26.4

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：公司概况

台積電是全球最大的專業半導體晶圓代工廠，近年來其市占率持續有所增加。2013 年的八吋約當產能超越一千六百萬片。台積電現有六座先進十二吋晶圓廠、六座八吋廠、一座六吋廠，外加正在興建的一座十二吋廠。台積電提供以下服務：晶圓製造，晶圓探測，組裝和測試，光罩生產和設計服務。

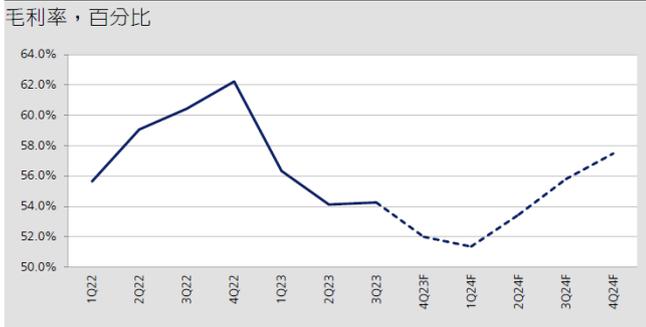
資料來源：公司資料，凱基

圖 3：季營業收入



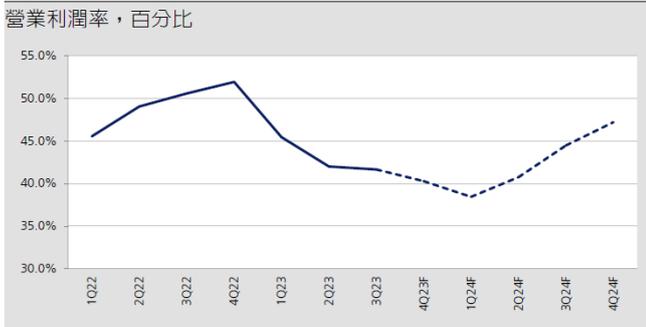
資料來源：凱基

圖 5：毛利率



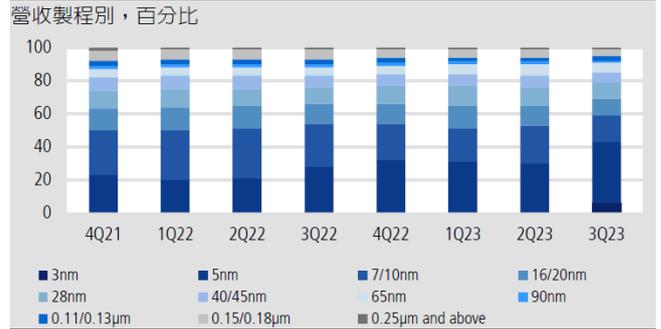
資料來源：凱基

圖 7：營業利潤率



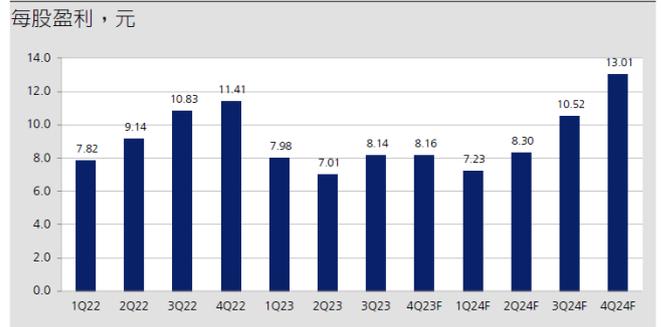
資料來源：凱基

圖 2：台積電各製程晶圓營收比重



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：每股盈利



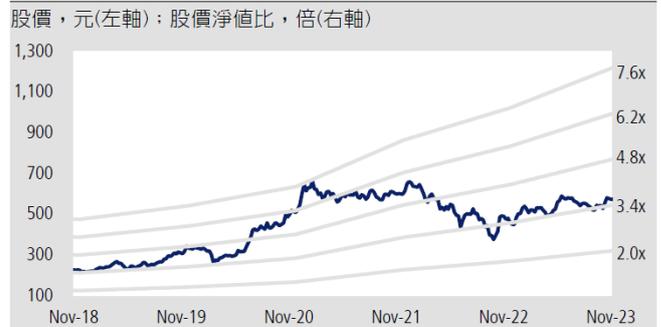
資料來源：凱基

圖 6：未來一年預估本益比區間



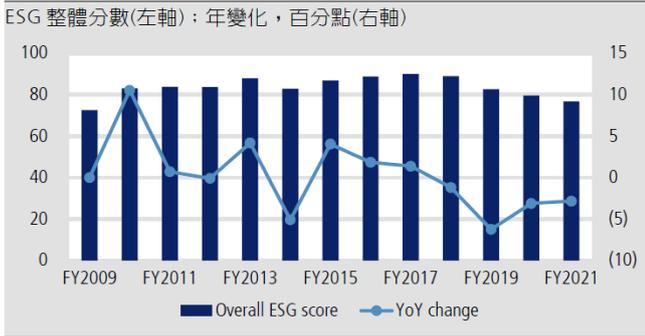
資料來源：TEJ，凱基預估

圖 8：未來一年預估股價淨值比區間



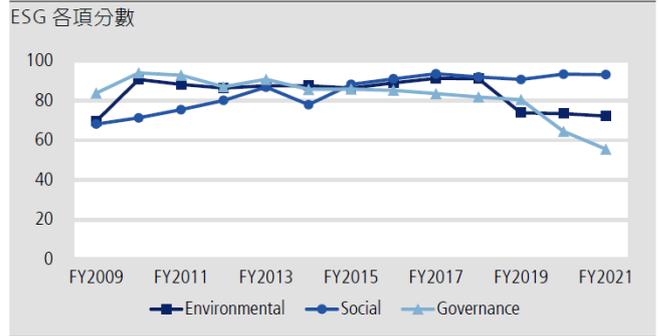
資料來源：TEJ，凱基預估

圖 9：ESG 整體分數



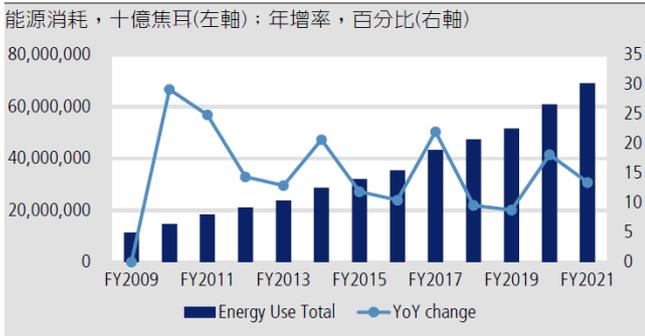
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 10：ESG 各項分數



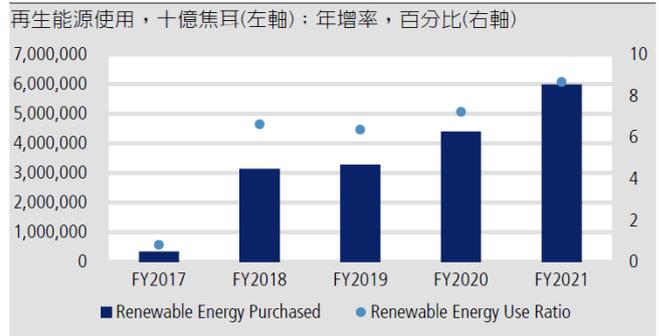
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 11：能源消耗



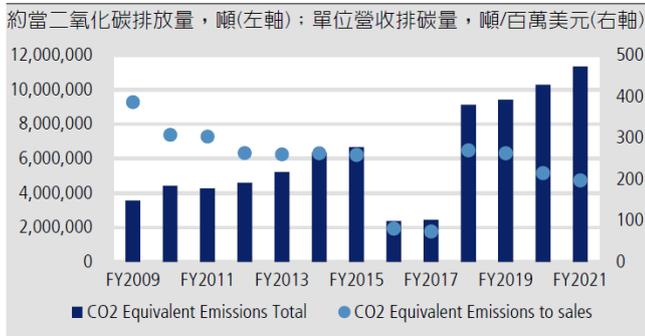
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：再生能源使用



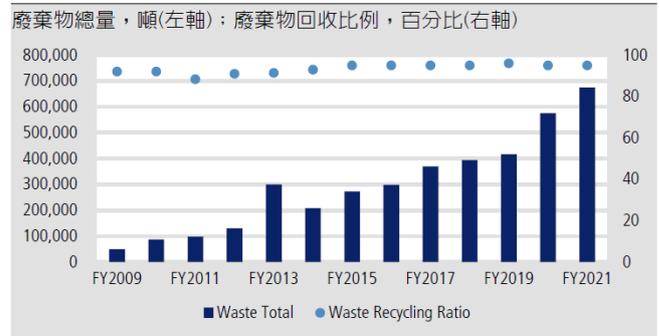
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：碳排量



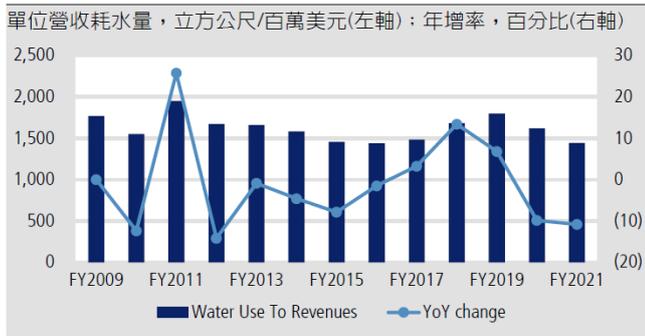
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：廢棄物總量



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：耗水量



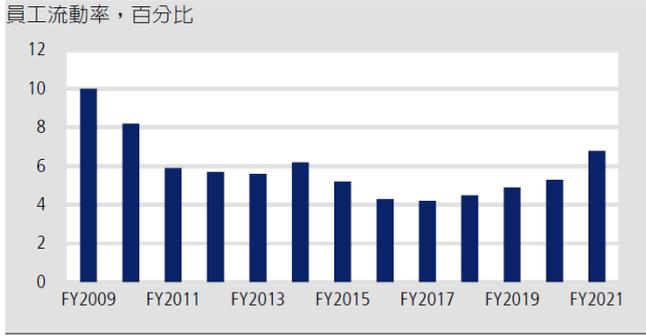
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：環境支出



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：員工流動率



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：性別多樣性



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：員工訓練



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：獨立董事



資料來源：Refinitiv，公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	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	Primary 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	
CO2 約當排放量	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)	
CO2 約當排放量營收比	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	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 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	
總取水量	總取水量(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 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*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

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	508,633	480,841	546,733	612,987	560,101	608,546	710,765	830,205	2,263,891	2,149,194	2,709,617
營業成本	(222,133)	(220,641)	(250,090)	(294,271)	(272,497)	(283,284)	(314,175)	(352,994)	(915,536)	(987,136)	(1,222,950)
營業毛利	286,500	260,200	296,642	318,716	287,604	325,262	396,590	477,211	1,348,355	1,162,058	1,486,667
營業費用	(55,262)	(58,147)	(68,840)	(71,720)	(72,253)	(77,224)	(80,316)	(85,096)	(227,076)	(253,801)	(314,890)
營業利益	231,238	202,053	227,802	246,996	215,351	248,037	316,273	392,115	1,121,279	908,257	1,171,777
折舊	(108,083)	(121,644)	(144,927)	(138,625)	(146,038)	(151,810)	(161,202)	(151,078)	(428,498)	(513,280)	(610,127)
攤提	(2,239)	(2,296)	(2,353)	(2,647)	(2,906)	(2,986)	(3,436)	(2,885)	(8,756)	(9,536)	(12,213)
EBITDA	341,561	325,992	375,083	388,269	364,295	402,833	480,912	546,078	1,558,533	1,431,073	1,794,117
利息收入	13,618	13,672	15,595	1,000	3,800	3,800	3,300	3,200	22,422	43,885	14,100
投資利益淨額	1,111	1,062	1,167	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000	8,065	4,840	8,000
其他營業外收入	16	310	78	-	-	-	-	-	681	404	-
總營業外收入	14,745	15,044	16,840	2,500	5,800	5,800	5,300	5,200	31,168	49,129	22,100
利息費用	(2,964)	(3,005)	(3,112)	(800)	(800)	(800)	(800)	(800)	(11,750)	(9,881)	(3,200)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	1,256	678	147	-	-	-	-	-	3,494	2,081	-
總營業外費用	(1,708)	(2,327)	(2,965)	(800)	(800)	(800)	(800)	(800)	(8,256)	(7,800)	(3,200)
稅前純益	244,275	214,769	241,678	248,696	220,351	253,037	320,773	396,515	1,144,191	949,587	1,190,677
所得稅費用[利益]	(37,326)	(32,958)	(31,145)	(37,304)	(33,053)	(37,956)	(48,116)	(59,477)	(127,290)	(138,733)	(178,602)
少數股東損益	38	82	205	205	205	205	205	205	(370)	529	820
非常項目前稅後純益	206,986	181,894	210,737	211,597	187,504	215,287	272,862	337,243	1,016,530	811,382	1,012,896
非常項目	0	(94)	262	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	206,987	181,799	211,000	211,597	187,504	215,287	272,862	337,243	1,016,530	811,382	1,012,896
每股盈餘 (NT\$)	7.98	7.01	8.14	8.16	7.23	8.30	10.52	13.01	39.20	31.29	39.06
獲利率 (%)											
營業毛利率	56.3	54.1	54.3	52.0	51.3	53.4	55.8	57.5	59.6	54.1	54.9
營業利益率	45.5	42.0	41.7	40.3	38.4	40.8	44.5	47.2	49.5	42.3	43.2
EBITDA Margin	67.2	67.8	68.6	63.3	65.0	66.2	67.7	65.8	68.8	66.6	66.2
稅前純益率	48.0	44.7	44.2	40.6	39.3	41.6	45.1	47.8	50.5	44.2	43.9
稅後純益率	40.7	37.8	38.6	34.5	33.5	35.4	38.4	40.6	44.9	37.8	37.4
季成長率 (%)											
營業收入	(18.7)	(5.5)	13.7	12.1	(8.6)	8.6	16.8	16.8			
營業毛利	(26.4)	(9.2)	14.0	7.4	(9.8)	13.1	21.9	20.3			
營業收益增長	(28.9)	(12.6)	12.7	8.4	(12.8)	15.2	27.5	24.0			
EBITDA	(21.0)	(4.6)	15.1	3.5	(6.2)	10.6	19.4	13.6			
稅前純益	(27.0)	(12.1)	12.5	2.9	(11.4)	14.8	26.8	23.6			
稅後純益	(30.0)	(12.2)	16.1	0.3	(11.4)	14.8	26.7	23.6			
年成長率 (%)											
營業收入	3.6	(10.0)	(10.8)	(2.0)	10.1	26.6	30.0	35.4	42.6	(5.1)	26.1
營業毛利	4.9	(17.5)	(19.9)	(18.1)	0.4	25.0	33.7	49.7	64.5	(13.8)	27.9
營業收益	3.3	(22.9)	(26.6)	(24.0)	(6.9)	22.8	38.8	58.8	72.5	(19.0)	29.0
EBITDA	2.0	(13.1)	(9.8)	(10.3)	6.7	23.6	28.2	40.6	45.3	(8.2)	25.4
稅前純益	7.7	(19.3)	(23.7)	(25.7)	(9.8)	17.8	32.7	59.4	72.5	(17.0)	25.4
稅後純益	2.1	(23.3)	(24.9)	(28.5)	(9.4)	18.4	29.3	59.4	70.4	(20.2)	24.8

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	2,760,711	3,725,503	4,964,779	5,621,394	6,352,772
流動資產	1,092,185	1,607,073	2,052,897	2,136,917	2,644,546
現金及短期投資	791,477	1,188,456	1,561,486	1,586,072	1,955,685
存貨	137,353	193,102	221,149	263,523	316,110
應收帳款及票據	146,038	198,301	231,340	241,080	326,509
其他流動資產	17,317	27,214	38,922	46,242	46,242
非流動資產	1,668,526	2,118,431	2,911,882	3,484,476	3,708,226
長期投資	27,728	29,385	68,928	117,847	125,847
固定資產	1,555,589	1,975,119	2,693,837	2,774,735	2,990,484
什項資產	85,209	113,927	149,117	591,895	591,895
負債總額	910,089	1,554,770	2,004,290	2,108,277	2,137,909
流動負債	617,151	739,503	944,227	966,573	996,206
應付帳款及票據	41,095	48,723	56,522	73,880	88,623
短期借款	91,159	119,488	19,314	7,420	7,420
什項負債	484,897	571,293	868,391	885,274	900,163
長期負債	292,938	815,267	1,060,063	1,141,703	1,141,703
長期借款	256,073	613,380	839,096	909,923	909,923
其他負債及準備	16,305	181,123	191,203	204,211	204,211
股東權益總額	1,850,622	2,170,733	2,960,489	3,513,117	4,214,862
普通股股本	259,304	259,304	259,304	259,321	259,321
保留盈餘	1,235,280	1,536,379	2,323,223	3,159,448	3,861,194
少數股東權益	965	2,447	14,836	24,468	24,468
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	25.2%	18.5%	42.6%	(5.1%)	26.1%
營業收益增長	52.1%	14.7%	72.5%	(19.0%)	29.0%
EBITDA	36.2%	19.4%	45.3%	(8.2%)	25.4%
稅後純益	50.0%	15.2%	70.4%	(20.2%)	24.8%
每股盈餘成長率	50.0%	15.2%	70.4%	(20.2%)	24.8%
獲利能力分析					
營業毛利率	53.1%	51.6%	59.6%	54.1%	54.9%
營業利益率	42.3%	40.9%	49.5%	42.3%	43.2%
EBITDA Margin	67.1%	67.6%	68.8%	66.6%	66.2%
稅後純益率	38.7%	37.6%	44.9%	37.8%	37.4%
平均資產報酬率	20.6%	18.4%	23.4%	15.3%	16.9%
股東權益報酬率	29.8%	29.7%	39.8%	25.2%	26.4%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	18.8%	33.8%	29.0%	26.1%	21.8%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	281.9	123.5	98.4	97.1	373.1
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.8	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	395.2	205.4	137.1	119.0	474.6
Cash Flow/Int. & St Debt (x)	8.8	8.9	51.8	67.9	143.0
流動比率 (x)	1.8	2.2	2.2	2.2	2.7
速動比率 (x)	1.5	1.9	1.9	1.9	2.3
淨負債 (NT\$百萬)	(312,939)	(332,122)	(484,404)	(429,214)	(798,826)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	19.97	23.01	39.20	31.29	39.06
每股現金盈餘 (NT\$)	31.73	42.89	62.12	45.33	58.58
每股淨值 (NT\$)	71.33	83.62	113.60	134.55	161.61
調整後每股淨值 (NT\$)	71.33	83.62	113.60	134.55	161.61
每股營收 (NT\$)	51.65	61.22	87.31	82.89	104.50
EBITDA/Share (NT\$)	34.65	41.36	60.11	55.19	69.19
每股現金股利 (NT\$)	10.00	11.00	11.00	12.00	13.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.53	0.49	0.52	0.41	0.45
應收帳款周轉天數	39.9	45.6	37.3	40.9	44.1
存貨周轉天數	80.0	91.8	88.2	97.4	94.6
應付帳款周轉天數	23.9	23.2	22.5	27.3	26.5
現金轉換周轉天數	96.0	114.2	102.9	111.1	112.2

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	1,339,255	1,587,415	2,263,891	2,149,194	2,709,617
營業成本	(628,125)	(767,878)	(915,536)	(987,136)	(1,222,950)
營業毛利	711,130	819,537	1,348,355	1,162,058	1,486,667
營業費用	(144,346)	(169,556)	(227,076)	(253,801)	(314,890)
營業利益	566,784	649,981	1,121,279	908,257	1,171,777
總營業外收入	13,272	12,285	31,168	49,129	22,100
利息收入	9,018	5,709	22,422	43,885	14,100
投資利益淨額	4,230	5,965	8,065	4,840	8,000
其他營業外收入	23	611	681	404	-
總營業外費用	4,722	860	(8,256)	(7,800)	(3,200)
利息費用	(2,081)	(5,414)	(11,750)	(9,881)	(3,200)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	6,803	6,275	3,494	2,081	-
稅前純益	584,777	663,126	1,144,191	949,587	1,190,677
所得稅費用 [利益]	(66,619)	(66,053)	(127,290)	(138,733)	(178,602)
少數股東損益	(273)	(533)	(370)	529	820
非常項目	-	0	0	-	-
稅後淨利	517,885	596,540	1,016,530	811,382	1,012,896
EBITDA	898,508	1,072,376	1,558,533	1,431,073	1,794,117
每股盈餘 (NT\$)	19.97	23.01	39.20	31.29	39.06

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	822,666	1,112,161	1,610,599	1,175,357	1,518,853
本期純益	517,885	596,540	1,016,530	811,382	1,012,896
折舊及攤提	331,725	422,395	437,254	522,815	622,340
本期運用資金變動	(61,074)	(100,384)	(53,286)	(34,757)	(123,273)
其他營業資產及負債變動	34,130	193,610	210,100	(124,084)	6,890
投資活動之現金流量	(505,782)	(836,366)	(1,190,928)	(995,972)	(838,090)
投資用短期投資出售 [新購]	49	4,676	(128,838)	(26,234)	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(507,239)	(839,196)	(1,082,672)	(1,001,827)	(838,090)
其他資產變動	1,408	(1,846)	20,582	32,089	-
自由現金流	258,441	59,845	289,078	252,258	644,775
融資活動之現金流量	(88,615)	136,608	(200,244)	(200,825)	(311,150)
短期借款變動	(31,572)	35,668	(111,960)	-	-
長期借款變動	206,535	362,765	195,983	58,933	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(259,304)	(265,786)	(285,234)	(285,223)	(311,150)
其他融資現金流	(4,275)	3,961	1,839	25,466	-
匯率影響數	(23,498)	(7,584)	58,397	25,183	-
本期產生現金流量	204,771	404,820	277,824	3,743	369,613

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	10.8%	10.7%	10.0%	11.8%	11.6%
= 營業利益率	42.3%	40.9%	49.5%	42.3%	43.2%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	1.2	1.2	1.2	1.3	1.1
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.3	0.2
= 資本周轉率	1.0	0.9	1.0	0.7	0.8
營業利益率	42.3%	40.9%	49.5%	42.3%	43.2%
x 資本周轉率	1.0	0.9	1.0	0.7	0.8
x (1 - 有效現金稅率)	88.6%	90.0%	88.9%	85.4%	85.0%
= 稅後 ROIC	37.6%	32.9%	43.9%	26.2%	30.3%

資料來源：公司資料，凱基預估

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明

於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述之目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。