

聯茂 (6213.TW/6213 TT)

受惠伺服器層數與材料規格提升

增加持股 · 首次評等

| | |
|--------------------|-------|
| 收盤價 June 19 (NT\$) | 109.0 |
| 12 個月目標價 (NT\$) | 152.0 |
| 前次目標價 (NT\$) | N/A |
| 維持 / 調升 / 調降 (%) | N/A |
| 上漲空間 (%) | 39.4 |

焦點內容

- 一般型伺服器回溫帶動利用率回升。
- 我們預期公司 2024-25 very low loss 營收佔比 21%、36%，而基礎建設營收佔比為 67%、70%。
- 中國+1 趨勢，泰國投資月產 40 萬張。

交易資料表

| | |
|------------------------|---------------|
| 市值：(NT\$bn/US\$mn) | 39.56 / 1,218 |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 363.0 |
| 外資持有股數 (百萬股)： | 40.18 |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 10.18 |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 66.60 – 124.0 |

| | | | |
|----------|------|------|------|
| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
| 絕對表現 (%) | 30.5 | 33.3 | 53.5 |
| 相對表現 (%) | 13.6 | 1.3 | 19.1 |

每股盈餘

| | | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|
| NT\$ | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
| 2022 | 2.11A | 1.14A | 0.74A | 0.89A |
| 2023 | 0.20A | 0.11A | 0.65A | 0.90A |
| 2024 | 0.42A | 1.30F | 1.66F | 1.75F |

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

聯茂受惠一般型伺服器出貨量回溫、層數與材料規格雙升趨勢、AI 伺服器滲透率提升下，我們預估 2024-25 年營收分別成長 21%、13%帶動每股盈餘分別成長 176%、48%。

評論及分析

一般型伺服器回溫帶動利用率回升。在 3 月底一般型伺服器明顯拉貨回溫下，2Q24 出貨量可望季增 3.7%達 280 萬台，我們預期伺服器 2Q-3Q 季增 3.7%、5.5%帶動下，2H24 HoH 可成長 13%，帶動公司 2Q24、2H24 稼動率達 65%、65-70%，4Q24 若 GB200 加入生產可超過 70%。

一般型伺服器主板層數與材料升級，AI 伺服器市佔提升。我們預期一般型伺服器主在 2H24 新伺服器平台 Birch Stream 開始測試下，層數由目前 Eagle stream 16-20L 提升至 18-22L，材料亦由 very low loss 提升至 ultra low loss；而 AI 伺服器因增加 OAM/UBB/SW board 而內涵價值提升 6-8 倍，公司目前在 L40S 主要供應商之一，另有供應一美系 CSP 伺服器(M7)、美系 AI ASIC 等，而未來 GB200 初期將以副板為主要供應商。我們預期公司 2024-25 very low loss 營收佔比 21%、36%，而基礎建設營收佔比為 67%、70%。

中國+1 趨勢，泰國投資月產 40 萬張。配合客戶政策在中國之外地區生產，聯茂宣布投資台幣 22.9 億元新增泰國廠第一期，規劃新增月產能 40 萬張於 2H24 試產，屆時總月產能將提升至 585 萬張，目標在中長期持續擴大公司在高階電子材料的全球市占率。

投資建議

受惠伺服器層數與材料規格升級、AI 伺服器滲透率提升趨勢，我們首評聯茂給予「增加持股」的評等以及 12 個月目標價 152 元，相當於 2025 年每股盈餘 20 倍本益比，有鑑於強勁營收成長及營利率向上趨勢，公司股價及評價將持續上揚。

投資風險

客戶需求不如預期；競爭對手進度超前。

主要財務數據及估值

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|----------|----------|----------|---------|---------|
| 營業收入 (NT\$百萬) | 32,525 | 29,130 | 25,079 | 30,294 | 34,241 |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 5,980 | 3,940 | 3,106 | 4,929 | 6,306 |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 3,819 | 1,896 | 995 | 2,688 | 3,971 |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 3,145 | 1,855 | 677 | 1,864 | 2,759 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 9.00 | 4.94 | 1.86 | 5.14 | 7.60 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 5.00 | 3.00 | 1.50 | 3.00 | 4.50 |
| 每股盈餘成長率 (%) | 9.9 | (45.1) | (62.3) | 175.5 | 48.1 |
| 本益比 (x) | 12.1 | 22.1 | 58.5 | 21.2 | 14.3 |
| 股價淨值比 (x) | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 1.9 | 1.7 |
| EV/EBITDA (x) | 7.5 | 13.4 | 18.1 | 9.8 | 7.4 |
| 淨負債比率 (%) | Net cash | Net cash | Net cash | 3.2 | 0.7 |
| 殖利率 (%) | 4.6 | 2.8 | 1.4 | 2.8 | 4.1 |
| 股東權益報酬率 (%) | 18.1 | 9.0 | 3.4 | 9.3 | 12.6 |

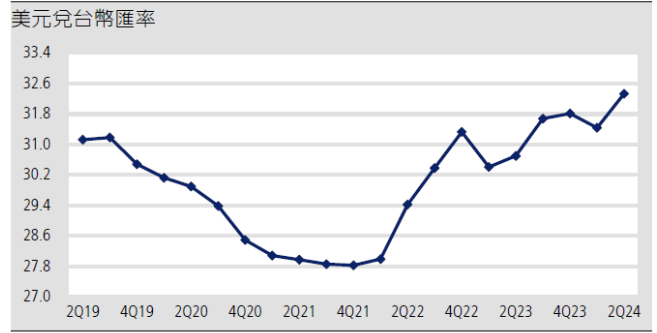
資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 2008-24 年銅價趨勢



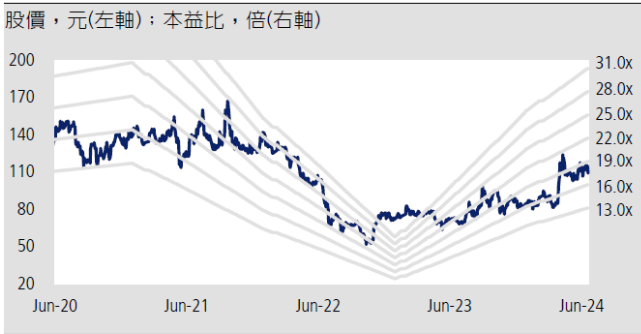
資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 2: 2Q19-2Q24 季匯率趨勢



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 3: 聯茂本益比可望上揚



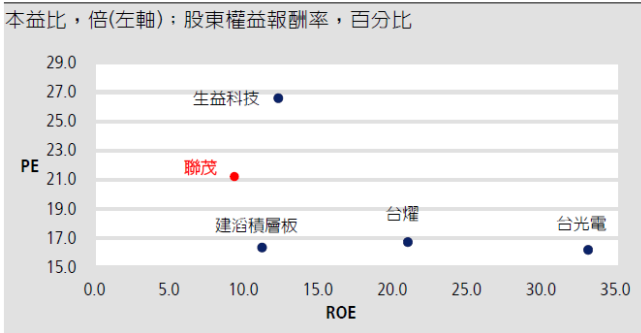
資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 4: 聯茂股價淨值比可望提升



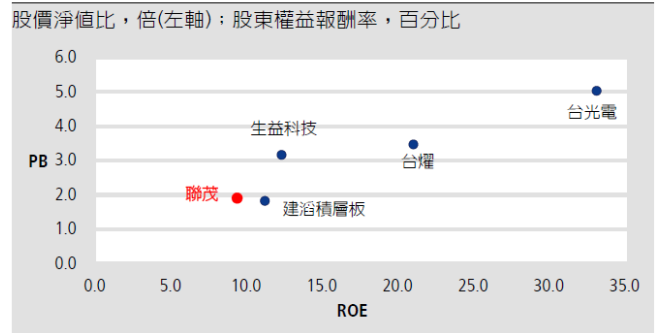
資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 5: 聯茂及伺服器供應鏈本益比可望提升



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 6: 聯茂及伺服器供應鏈股價淨值比可望提升



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 7: 同業比較 – 投資評價

| 公司 | 代號 | 市值 美金百萬元 | 股價 當地貨幣 | EPS (當地貨幣) | | | PE (x) | | | PB (x) | | | ROE (%) | | | 股息殖利率 (%) | | |
|-------|-----------|-------------|------------|------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|-------|-------|-----------|-------|-------|
| | | | | 2023 | 2024F | 2025F | 2023 | 2024F | 2025F | 2023 | 2024F | 2025F | 2023 | 2024F | 2025F | 2023 | 2024F | 2025F |
| 聯茂 | 6213 TT | 1,221 | 109.00 | 1.86 | 5.14 | 7.60 | 58.5 | 21.2 | 14.3 | 2.04 | 1.91 | 1.72 | 3.4 | 9.3 | 12.6 | 1.4 | 2.8 | 4.1 |
| 台光電 | 2383 TT | 4,724 | 444.50 | 16.35 | 27.41 | 31.55 | 27.2 | 16.2 | 14.1 | 5.69 | 5.03 | 4.44 | 22.5 | 33.0 | 33.6 | 2.2 | 3.8 | 4.4 |
| 台耀 | 6274 TT | 1,375 | 164.00 | 2.96 | 9.79 | 12.76 | 55.3 | 16.8 | 12.9 | 3.84 | 3.47 | 2.85 | 6.8 | 20.9 | 23.5 | 2.4 | 4.0 | 5.2 |
| 騰輝 | 6672 TT | 185 | 83.80 | 6.08 | N.A | N.A | 13.8 | N.A | N.A | 1.86 | N.A | N.A | 13.7 | N.A | N.A | 4.0 | N.A | N.A |
| 建滔積層板 | 1888 HK | 3,621 | 9.06 | 0.34 | 0.55 | 0.83 | 26.5 | 16.4 | 11.0 | 1.89 | 1.83 | 1.76 | 7.1 | 11.1 | 15.5 | 1.8 | 2.8 | 4.1 |
| 生益科技 | 600183 CH | 6,661 | 20.44 | 0.49 | 0.77 | 0.97 | 41.7 | 26.6 | 21.1 | 3.44 | 3.17 | 2.97 | 8.3 | 12.2 | 14.2 | 2.2 | 2.2 | 3.1 |

資料來源: Bloomberg ; 凱基

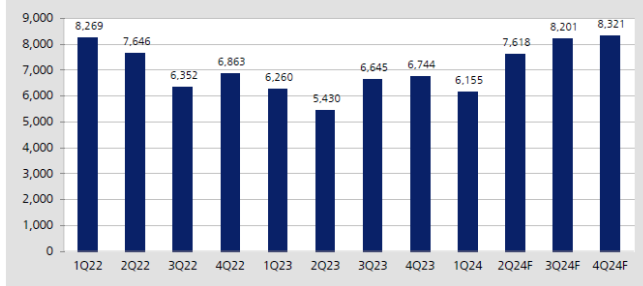
圖 8: 公司概況

聯茂成立於 1997 年 4 月，為國內第一大銅箔基板供應商，位於新竹縣新埔鎮。2023 年依應用別為消費性電子 15%、基礎建設 60%、智慧型手機 6% 以及汽車電子 19%。2023 年公司產能銅箔基板為每月 545 萬張(台灣廠 40 萬、無錫廠 165 萬、東莞廠 100 萬、江西廠 240 萬)、膠片 1560 萬米/月、軟性銅箔基板 145 萬平方米/月、多層壓合代工 50 萬平方英尺/月。

資料來源：凱基

圖 10: 季營業收入

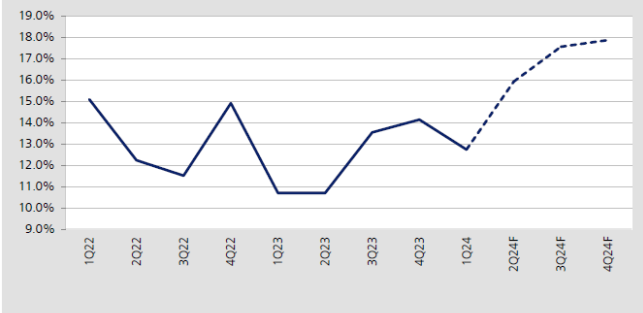
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 12: 毛利率

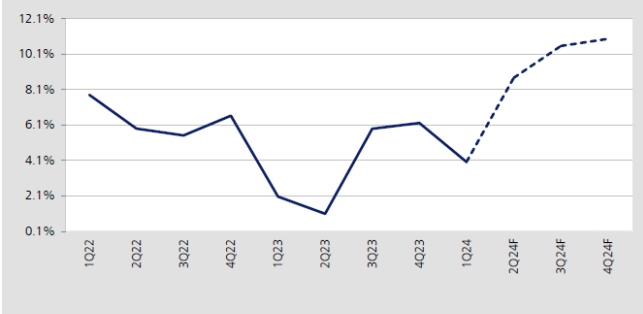
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 14: 營業利潤率

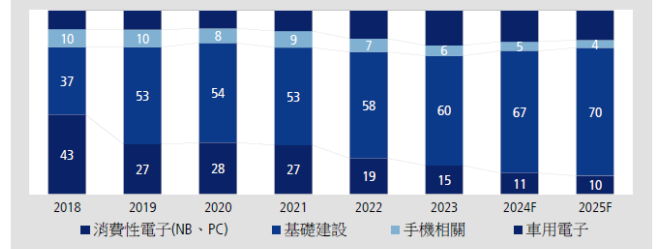
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 產品應用別占比

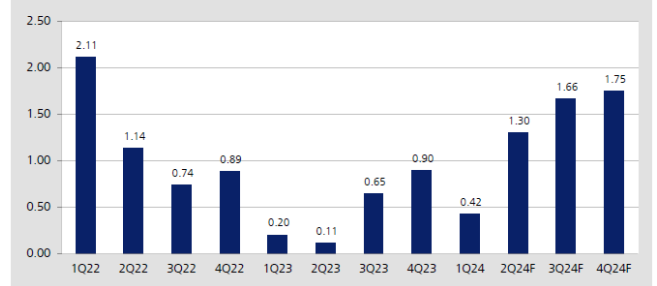
產品比重，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 每股盈利

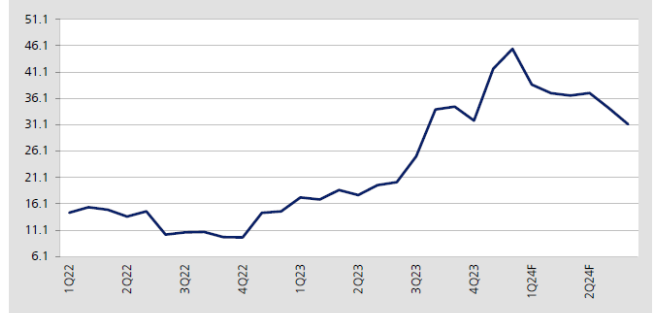
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 13: 本益比

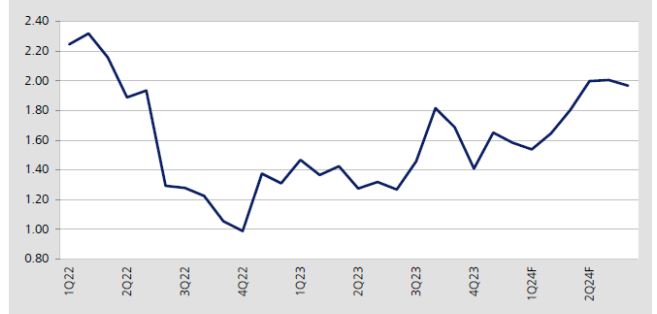
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 15: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

| 損益表 (NT\$百萬) | 季度 | | | | | | | | 年度 | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| | Mar-23A | Jun-23A | Sep-23A | Dec-23A | Mar-24A | Jun-24F | Sep-24F | Dec-24F | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
| 營業收入 | 6,260 | 5,430 | 6,645 | 6,744 | 6,155 | 7,618 | 8,201 | 8,321 | 25,079 | 30,294 | 34,241 |
| 營業成本 | (5,590) | (4,849) | (5,744) | (5,790) | (5,371) | (6,403) | (6,759) | (6,832) | (21,973) | (25,365) | (27,936) |
| 營業毛利 | 670 | 581 | 901 | 954 | 784 | 1,214 | 1,442 | 1,489 | 3,106 | 4,929 | 6,306 |
| 營業費用 | (542) | (523) | (511) | (536) | (538) | (548) | (577) | (578) | (2,111) | (2,241) | (2,335) |
| 營業利益 | 128 | 58 | 390 | 418 | 246 | 666 | 865 | 911 | 995 | 2,688 | 3,971 |
| 折舊 | (275) | (253) | (270) | (282) | (314) | (324) | (324) | (334) | (1,079) | (1,295) | (1,302) |
| 攤提 | - | - | - | (84) | (27) | (21) | (21) | (16) | (84) | (85) | (86) |
| EBITDA | 403 | 311 | 660 | 784 | 587 | 1,011 | 1,210 | 1,260 | 2,158 | 4,068 | 5,359 |
| 利息收入 | 12 | 6 | 7 | 28 | 15 | 15 | 15 | 15 | 54 | 60 | 60 |
| 投資利益淨額 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 其他營業外收入 | 14 | 29 | 16 | 184 | 44 | 59 | 59 | 59 | 243 | 221 | 236 |
| 總營業外收入 | 27 | 34 | 23 | 212 | 59 | 74 | 74 | 74 | 296 | 281 | 296 |
| 利息費用 | (32) | (29) | (30) | (53) | (39) | (37) | (37) | (37) | (143) | (150) | (148) |
| 投資損失 | (1) | (1) | (2) | (2) | (1) | - | - | - | (5) | (1) | - |
| 其他營業外費用 | 12 | 19 | 5 | (25) | 7 | - | - | - | 10 | 7 | - |
| 總營業外費用 | (21) | (11) | (27) | (80) | (34) | (37) | (37) | (37) | (139) | (145) | (148) |
| 稅前純益 | 134 | 81 | 386 | 550 | 271 | 703 | 902 | 948 | 1,152 | 2,824 | 4,119 |
| 所得稅費用[利益] | (60) | (40) | (152) | (224) | (118) | (232) | (298) | (313) | (476) | (960) | (1,359) |
| 少數股東損益 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 非常項目前稅後純益 | 74 | 42 | 235 | 326 | 154 | 471 | 604 | 635 | 677 | 1,864 | 2,759 |
| 非常項目 | 0 | 0 | (0) | (0) | (0) | - | - | - | - | (0) | - |
| 稅後淨利 | 74 | 42 | 235 | 326 | 154 | 471 | 604 | 635 | 677 | 1,864 | 2,759 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 0.20 | 0.11 | 0.65 | 0.90 | 0.42 | 1.30 | 1.66 | 1.75 | 1.86 | 5.14 | 7.60 |
| 獲利率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 10.7 | 10.7 | 13.6 | 14.1 | 12.7 | 15.9 | 17.6 | 17.9 | 12.4 | 16.3 | 18.4 |
| 營業利益率 | 2.0 | 1.1 | 5.9 | 6.2 | 4.0 | 8.7 | 10.5 | 10.9 | 4.0 | 8.9 | 11.6 |
| EBITDA Margin | 6.4 | 5.7 | 9.9 | 11.6 | 9.5 | 13.3 | 14.8 | 15.1 | 8.6 | 13.4 | 15.6 |
| 稅前純益率 | 2.1 | 1.5 | 5.8 | 8.2 | 4.4 | 9.2 | 11.0 | 11.4 | 4.6 | 9.3 | 12.0 |
| 稅後純益率 | 1.2 | 0.8 | 3.5 | 4.8 | 2.5 | 6.2 | 7.4 | 7.6 | 2.7 | 6.2 | 8.1 |
| 季成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (8.8) | (13.2) | 22.4 | 1.5 | (8.7) | 23.8 | 7.7 | 1.5 | | | |
| 營業毛利 | (34.6) | (13.2) | 55.0 | 5.9 | (17.8) | 54.9 | 18.7 | 3.3 | | | |
| 營業收益增長 | (71.8) | (54.3) | 567.6 | 7.3 | (41.1) | 170.3 | 29.8 | 5.3 | | | |
| EBITDA | (43.3) | (22.7) | 112.3 | 18.8 | (25.1) | 72.3 | 19.6 | 4.2 | | | |
| 稅前純益 | (64.8) | (39.3) | 374.9 | 42.4 | (50.7) | 159.1 | 28.2 | 5.1 | | | |
| 稅後純益 | (77.8) | (43.8) | 464.2 | 39.1 | (52.9) | 206.7 | 28.2 | 5.1 | | | |
| 年成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (24.3) | (29.0) | 4.6 | (1.7) | (1.7) | 40.3 | 23.4 | 23.4 | (13.9) | 20.8 | 13.0 |
| 營業毛利 | (46.4) | (37.9) | 23.1 | (6.8) | 17.0 | 109.0 | 60.1 | 56.0 | (21.2) | 58.7 | 27.9 |
| 營業收益 | (80.1) | (87.0) | 11.7 | (7.8) | 92.6 | 1040.4 | 121.7 | 117.7 | (47.5) | 170.2 | 47.7 |
| EBITDA | (55.5) | (56.9) | 4.9 | 10.5 | 45.8 | 225.2 | 83.2 | 60.8 | (27.2) | 88.5 | 31.7 |
| 稅前純益 | (86.3) | (86.3) | 6.7 | 44.5 | 102.3 | 764.4 | 133.3 | 72.2 | (50.2) | 145.1 | 45.8 |
| 稅後純益 | (90.9) | (90.4) | (15.4) | (2.3) | 107.6 | 1033.0 | 157.5 | 94.5 | (63.5) | 175.5 | 48.1 |

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 資產總額 | 36,237 | 33,384 | 33,380 | 36,922 | 40,993 |
| 流動資產 | 24,375 | 21,469 | 21,306 | 24,441 | 28,301 |
| 現金及短期投資 | 4,428 | 5,217 | 5,685 | 6,010 | 7,661 |
| 存貨 | 5,167 | 2,731 | 3,014 | 3,470 | 3,832 |
| 應收帳款及票據 | 13,260 | 12,119 | 11,498 | 13,851 | 15,698 |
| 其他流動資產 | 1,520 | 1,401 | 1,110 | 1,110 | 1,110 |
| 非流動資產 | 11,862 | 11,915 | 12,073 | 12,481 | 12,691 |
| 長期投資 | 30 | 80 | 78 | 101 | 114 |
| 固定資產 | 6,505 | 6,557 | 7,776 | 8,161 | 8,359 |
| 什項資產 | 5,327 | 5,278 | 4,219 | 4,219 | 4,219 |
| 負債總額 | 14,923 | 13,273 | 13,940 | 16,163 | 18,018 |
| 流動負債 | 14,265 | 10,883 | 10,540 | 11,953 | 12,943 |
| 應付帳款及票據 | 7,121 | 5,926 | 5,991 | 6,897 | 7,617 |
| 短期借款 | 2,131 | 2,633 | 2,921 | 3,428 | 3,698 |
| 什項負債 | 5,012 | 2,324 | 1,627 | 1,627 | 1,627 |
| 長期負債 | 658 | 2,390 | 3,400 | 4,210 | 5,076 |
| 長期借款 | - | 1,677 | 2,346 | 3,156 | 4,022 |
| 其他負債及準備 | 430 | 499 | 844 | 844 | 844 |
| 股東權益總額 | 21,315 | 20,111 | 19,440 | 20,759 | 22,974 |
| 普通股本 | 3,830 | 3,630 | 3,630 | 3,630 | 3,630 |
| 保留盈餘 | 5,979 | 4,847 | 4,551 | 5,870 | 8,085 |
| 少數股東權益 | - | - | - | - | - |
| 優先股東資金 | - | - | - | - | - |

主要財務比率

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|------------------------------|----------|----------|----------|---------|---------|
| 年成長率 | | | | | |
| 營業收入 | 27.9% | (10.4%) | (13.9%) | 20.8% | 13.0% |
| 營業收益增長 | 18.7% | (50.3%) | (47.5%) | 170.2% | 47.7% |
| EBITDA | 19.3% | (37.8%) | (27.2%) | 88.5% | 31.7% |
| 稅後純益 | 18.0% | (41.0%) | (63.5%) | 175.5% | 48.1% |
| 每股盈餘成長率 | 9.9% | (45.1%) | (62.3%) | 175.5% | 48.1% |
| 獲利能力分析 | | | | | |
| 營業毛利率 | 18.4% | 13.5% | 12.4% | 16.3% | 18.4% |
| 營業利益率 | 11.7% | 6.5% | 4.0% | 8.9% | 11.6% |
| EBITDA Margin | 14.7% | 10.2% | 8.6% | 13.4% | 15.6% |
| 稅後純益率 | 9.7% | 6.4% | 2.7% | 6.2% | 8.1% |
| 平均資產報酬率 | 10.2% | 5.3% | 2.0% | 5.3% | 7.1% |
| 股東權益報酬率 | 18.1% | 9.0% | 3.4% | 9.3% | 12.6% |
| 穩定 \ 償債能力分析 | | | | | |
| 毛負債比率 (%) | 10.0% | 21.4% | 27.1% | 31.7% | 33.6% |
| 淨負債比率 | Net cash | Net cash | Net cash | 3.2% | 0.7% |
| 利息保障倍數 (x) | 48.0 | 22.7 | 9.0 | 19.8 | 28.8 |
| 利息及短期債保障倍數 (x) | 0.6 | 0.4 | 0.2 | 0.4 | 0.5 |
| Cash Flow Int. Coverage (x) | 38.9 | 60.1 | 14.6 | 8.9 | 18.0 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 1.4 | 2.3 | 0.7 | 0.4 | 0.7 |
| 流動比率 (x) | 1.7 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.2 |
| 速動比率 (x) | 1.3 | 1.7 | 1.7 | 1.8 | 1.9 |
| 淨負債 (NT\$百萬) | (2,292) | (904) | (327) | 664 | 150 |
| 每股資料分析 | | | | | |
| 每股盈餘 (NT\$) | 9.00 | 4.94 | 1.86 | 5.14 | 7.60 |
| 每股現金盈餘 (NT\$) | 9.02 | 17.11 | 5.78 | 3.70 | 7.32 |
| 每股淨值 (NT\$) | 55.66 | 55.41 | 53.56 | 57.19 | 63.30 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 60.98 | 53.56 | 53.56 | 57.19 | 63.30 |
| 每股營收 (NT\$) | 93.05 | 77.57 | 69.10 | 83.46 | 94.34 |
| EBITDA/Share (NT\$) | 13.64 | 7.90 | 5.94 | 11.21 | 14.76 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 5.00 | 3.00 | 1.50 | 3.00 | 4.50 |
| 資產運用狀況 | | | | | |
| 資產周轉率 (x) | 1.05 | 0.84 | 0.75 | 0.86 | 0.88 |
| 應收帳款周轉天數 | 148.8 | 151.9 | 167.3 | 167.3 | 167.3 |
| 存貨周轉天數 | 71.0 | 39.6 | 50.1 | 50.1 | 50.1 |
| 應付帳款周轉天數 | 97.9 | 85.9 | 99.5 | 99.5 | 99.5 |
| 現金轉換周轉天數 | 121.9 | 105.6 | 117.9 | 117.9 | 117.9 |

資料來源：公司資料，凱基

損益表

| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 營業收入 | 32,525 | 29,130 | 25,079 | 30,294 | 34,241 |
| 營業成本 | (26,545) | (25,190) | (21,973) | (25,365) | (27,936) |
| 營業毛利 | 5,980 | 3,940 | 3,106 | 4,929 | 6,306 |
| 營業費用 | (2,160) | (2,043) | (2,111) | (2,241) | (2,335) |
| 營業利益 | 3,819 | 1,896 | 995 | 2,688 | 3,971 |
| 總營業外收入 | 77 | 183 | 296 | 281 | 296 |
| 利息收入 | 10 | 22 | 54 | 60 | 60 |
| 投資利益淨額 | - | - | - | - | - |
| 其他營業外收入 | 67 | 161 | 243 | 221 | 236 |
| 總營業外費用 | (82) | 235 | (139) | (145) | (148) |
| 利息費用 | (81) | (107) | (143) | (150) | (148) |
| 投資損失 | - | (1) | (5) | (1) | - |
| 其他營業外費用 | (1) | 344 | 10 | 7 | - |
| 稅前純益 | 3,815 | 2,315 | 1,152 | 2,824 | 4,119 |
| 所得稅費用[利益] | (670) | (460) | (476) | (960) | (1,359) |
| 少數股東損益 | - | - | - | - | - |
| 非常項目 | - | 0 | 0 | (0) | - |
| 稅後淨利 | 3,145 | 1,855 | 677 | 1,864 | 2,759 |
| EBITDA | 4,767 | 2,966 | 2,158 | 4,068 | 5,359 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 9.00 | 4.94 | 1.86 | 5.14 | 7.60 |

現金流量

| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 營運活動之現金流量 | 3,153 | 6,427 | 2,097 | 1,343 | 2,657 |
| 本期純益 | 3,145 | 1,855 | 677 | 1,864 | 2,759 |
| 折舊及攤提 | 948 | 1,069 | 1,163 | 1,380 | 1,388 |
| 本期運用資金變動 | (2,610) | 3,375 | 245 | (1,903) | (1,490) |
| 其他營業資產及負債變動 | 1,671 | 127 | 13 | 1 | 0 |
| 投資活動之現金流量 | (4,964) | (3,219) | (1,249) | (1,790) | (1,598) |
| 投資用短期投資出售[新購] | 1 | 4 | (82) | - | - |
| 本期長期投資變動 | - | (49) | - | (25) | (12) |
| 資本支出淨額 | (4,948) | (3,152) | (1,127) | (1,680) | (1,500) |
| 其他資產變動 | (16) | (21) | (40) | (85) | (86) |
| 自由現金流 | (3,462) | 2,812 | 781 | (514) | 972 |
| 融資活動之現金流量 | 2,933 | (1,395) | (171) | 773 | 591 |
| 短期借款變動 | (61) | 148 | 171 | - | - |
| 長期借款變動 | (1,728) | 1,679 | 955 | 1,317 | 1,136 |
| 現金增資 | 6,494 | - | - | - | - |
| 已支付普通股股息 | (1,665) | (1,915) | (1,089) | (544) | (544) |
| 其他融資現金流 | (108) | 93 | (208) | 0 | (0) |
| 匯率影響數 | 14 | (1,022) | (297) | 326 | 1,651 |
| 本期產生現金流量 | 1,136 | 791 | 380 | 326 | 1,651 |

投資回報率

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|-------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 1 - 營業成本/營業收入 | | | | | |
| - 銷售費用/營業收入 | 6.6% | 7.0% | 8.4% | 7.4% | 6.8% |
| = 營業利益率 | 11.7% | 6.5% | 4.0% | 8.9% | 11.6% |
| 1 / (營業運用資金/營業收入) | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| + 淨固定資產/營業收入 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.2 |
| + 什項資產/營業收入 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| = 資本周轉率 | 1.7 | 1.5 | 1.3 | 1.4 | 1.5 |
| 營業利益率 | 11.7% | 6.5% | 4.0% | 8.9% | 11.6% |
| x 資本周轉率 | 1.7 | 1.5 | 1.3 | 1.4 | 1.5 |
| x (1 - 有效現金稅率) | 82.4% | 80.1% | 58.7% | 66.0% | 67.0% |
| = 稅後 ROIC | 16.5% | 7.9% | 3.0% | 8.2% | 11.4% |

資料來源：公司資料，凱基

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的目的之資料派發。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。