

致伸 (4915.TW/4915 TT)

新專案將挹注 2H24 成長動能

持有 · 維持

收盤價 January 16 (NT\$)	65.90
12 個月目標價 (NT\$)	70.00
前次目標價 (NT\$)	72.00
調降 (%)	2.8
上漲空間 (%)	6.2

焦點內容

- 2024 年營收復甦，而產品組合優化將帶動利潤率擴張。
- 新專案將挹注 2H24-2025 年營運成長。

交易資料表

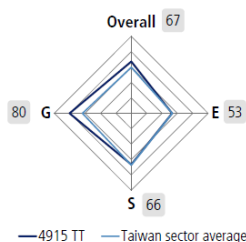
市值：(NT\$/bn/US\$mn)	30.51 / 976	
流通在外股數 (百萬股)：	463.0	
外資持有股數 (百萬股)：	170.6	
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.48	
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	56.40 - 73.00	

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-5.7	3.6	16.8
相對表現 (%)	-9.9	3.2	0.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.23A	1.58A	1.95A	1.34A
2023	1.23A	1.55A	1.63A	1.11F
2024	1.08F	1.43F	1.88F	1.93F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv；凱基

重要訊息

4Q23 營收低於我們預估，主因聲學營收較疲弱。隨 PC 需求復甦，我們預期致伸 2024 年營收將恢復年增。車用/AIoT 將為 2024 年主要營收動能，將挹注利潤率擴張。

評論及分析

4Q23-1H24 營收較溫和，但利潤率穩健。致伸 4Q23 營收季減 11%、年減 25% 至 140 億元，低於我們原估 8%，主因聲學營收疲軟。我們因此調降 4Q23 EPS 預估至 1.11 元，年減 17%。我們預估 1H24 營收將年減雙位數，係因 1H23 基期偏高，且聲學客戶持續庫存消化(尤其消費性聲學)，但 PC 需求已觸底反彈且近期急單增加。然而，我們預期產品組合優化將使毛利率維持穩健。預估 1H24 獲利將年減個位數，而營收將年減雙位數。

2024 年需求復甦；新專案將挹注 2H24-2025 年營運成長。公司展望 2024 年資訊產品(佔 1-3Q23 營收比重 46%；包含 PC 周邊與印表機)將年增中個位數，自 2023 年低谷復甦，主因 PC 需求復甦，而 2H24 更多 AI PC 上市亦為動能。此外，於所有業務中，車用/AIoT 營收成長將最強勁(比重 25%；包含電動車 ADAS、B2B 相機與專業聲學)，動能為 AIoT 產品成長，加上數個新專案於 2H24 開始出貨。公司獲得數個 ADAS 相機、汽車聲響警示系統(AVAS)以及車隊管理新專案，預計於 2H24-2025 年進入量產。我們認為此將帶動公司長期成長，此類型專案產品週期較長且利潤率較高。然而，2024 年智慧生活營收將年減(比重 29%；包括消費性聲學與智慧型手機 CCM)，低於凱基原估之年增，主因消費性聲學庫存修正與退出智慧型手機專案。我們因此預估 2024 年整體營收將年增 4%。2024 年毛利率與營利率將年增至 16%、5.1%，動能為產品組合優化，其中車用/AIoT 營收比重由 2023 年的 26% 擴張至 2024 年的 29%，加上智慧生活業務利潤率提升。反映營收下修，我們下修 2024 年 EPS 預估至 6.32 元，年增 15%

投資建議

我們維持「持有」評等，目標價下修至 70 元(基於 11 倍 2024 年 EPS 預估)。我們認為較高之現金股利殖利率將支撐近期股價。

投資風險

需求較弱、新專案與新客戶遞延出貨。

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)	71,650	79,241	60,488	62,988	70,484
營業毛利 (NT\$百萬)	9,380	10,984	9,564	10,059	11,337
營業利益 (NT\$百萬)	2,813	3,345	2,797	3,234	3,867
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,298	2,743	2,491	2,858	3,311
每股盈餘 (NT\$)	5.13	6.10	5.51	6.32	7.32
每股現金股利 (NT\$)	3.10	3.90	3.80	4.17	4.83
每股盈餘成長率 (%)	19.3	18.8	(9.8)	14.8	15.8
本益比 (x)	12.8	10.8	12.0	10.4	9.0
股價淨值比 (x)	2.1	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA (x)	6.7	5.2	4.4	3.5	2.9
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.7	5.9	5.8	6.3	7.3
股東權益報酬率 (%)	16.7	18.0	14.9	16.2	17.7

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 1：4Q23 與 1Q24 預估修正暨市場共識比較

百萬元	4Q23F							1Q24F						
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	14,023	15,252	(8.1)	(10.8)	(25.1)	15,444	(9.2)	12,340	13,421	(8.1)	(12.0)	(15.9)	13,907	(11.3)
毛利	2,244	2,425	(7.5)	(12.6)	(20.1)	2,477	(9.4)	1,925	2,067	(6.9)	(14.2)	(12.1)	2,194	(12.3)
營業利益	589	641	(8.1)	(29.5)	(23.0)	730	(19.4)	518	564	(8.1)	(12.0)	(9.3)	598	(13.4)
稅前淨利	679	737	(7.9)	(31.6)	(14.4)	832	(18.4)	620	697	(11.0)	(8.6)	(12.9)	706	(12.2)
稅後淨利	500	541	(7.7)	(32.1)	(16.9)	626	(20.1)	489	551	(11.2)	(2.1)	(11.8)	546	(10.3)
每股盈餘(元)	1.11	1.20	(7.9)	(32.1)	(17.4)	1.38	(20.1)	1.08	1.22	(11.4)	(2.1)	(12.0)	1.21	(10.3)
毛利率(%)	16.0	15.9	0.1 ppts	(0.3)ppts	1.0 ppts	16.0	(0.0)ppts	15.6	15.4	0.2 ppts	(0.4)ppts	0.7 ppts	15.8	(0.2)ppts
營業利益率(%)	4.2	4.2	0.0 ppts	(1.1)ppts	0.1 ppts	4.7	(0.5)ppts	4.2	4.2	0.0 ppts	0.0 ppts	0.3 ppts	4.3	(0.1)ppts
淨利率(%)	3.6	3.6	0.0 ppts	(1.1)ppts	0.4 ppts	4.1	(0.5)ppts	4.0	4.1	(0.1)ppts	0.4 ppts	0.2 ppts	3.9	0.0 ppts

資料來源：凱基預估；彭博

圖 2：2023-25 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2023F					2024F					2025F							
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	60,488	61,717	(2.0)	(23.7)	62,512	(3.2)	62,988	67,928	(7.3)	4.1	64,622	(2.5)	70,484	74,732	(5.7)	11.9	70,477	0.0
毛利	9,564	9,745	(1.9)	(12.9)	9,892	(3.3)	10,059	10,720	(6.2)	5.2	10,345	(2.8)	11,337	11,847	(4.3)	12.7	11,331	0.1
營業利益	2,797	2,848	(1.8)	(16.4)	2,924	(4.4)	3,234	3,483	(7.2)	15.6	3,312	(2.4)	3,867	4,005	(3.5)	19.6	3,882	(0.4)
稅前淨利	3,340	3,398	(1.7)	(8.0)	3,479	(4.0)	3,812	3,945	(3.4)	14.1	3,734	2.1	4,423	4,475	(1.2)	16.0	4,319	2.4
稅後淨利	2,491	2,532	(1.6)	(9.2)	2,614	(4.7)	2,858	2,946	(3.0)	14.8	2,807	1.8	3,311	3,352	(1.2)	15.8	3,278	1.0
每股盈餘(元)	5.51	5.61	(1.9)	(9.8)	5.78	(4.7)	6.32	6.53	(3.2)	14.8	6.20	1.8	7.32	7.43	(1.5)	15.8	7.25	1.0
毛利率(%)	15.8	15.8	0.0 ppts	1.9 ppts	15.8	(0.0)ppts	16.0	15.8	0.2 ppts	0.2 ppts	16.0	(0.0)ppts	16.1	15.9	0.2 ppts	0.1 ppts	16.1	0.0 ppts
營業率(%)	4.6	4.6	0.0 ppts	0.4 ppts	4.7	(0.1)ppts	5.1	5.1	0.0 ppts	0.5 ppts	5.1	0.0 ppts	5.5	5.4	0.1 ppts	0.4 ppts	5.5	(0.0)ppts
淨利率(%)	4.1	4.1	0.0 ppts	0.7 ppts	4.2	(0.1)ppts	4.5	4.3	0.2 ppts	0.4 ppts	4.3	0.2 ppts	4.7	4.5	0.2 ppts	0.2 ppts	4.7	0.0 ppts

資料來源：凱基預估；彭博

圖 3：車電與工業物聯網營收為 2024 年營收主要動能

台幣百萬元	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q21	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
資訊產品	10,622	10,214	10,478	9,392	9,556	9,837	9,606	8,051	6,605	7,229	7,390	6,749	34,578	40,706	37,050	27,973	29,651
智慧生活	4,513	3,849	4,258	7,681	4,796	6,166	7,595	5,804	4,256	5,141	3,931	3,360	26,799	20,301	24,362	16,688	15,019
車電 / 工業物聯	2,025	2,385	2,933	3,301	3,543	4,280	5,138	4,868	3,816	3,695	4,245	4,072	6,668	10,643	17,829	15,828	18,318
總計	17,159	16,448	17,669	20,374	17,894	20,283	22,339	18,724	14,677	16,065	15,723	14,023	68,241	71,650	79,241	60,488	62,988
年增率(%)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
資訊產品	40	16	3	17	(10)	(4)	(8)	(14)	(36)	(30)	(23)	(16)	2	18	(9)	(25)	6
智慧生活	(2)	(36)	(39)	(16)	6	60	78	(24)	(18)	(20)	(48)	(42)	(36)	(24)	20	(32)	(10)
車電 / 工業物聯	50	63	72	53	75	79	75	47	2	(14)	(17)	(16)	25	60	68	(11)	16
總計	27	1	(7)	4	4	23	26	(8)	(18)	(21)	(30)	(25)	(15)	5	11	(24)	4
季增率(%)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
資訊產品	32	(4)	3	(10)	2	3	(2)	(16)	(18)	9	2	(9)					
智慧生活	(51)	(15)	11	80	(38)	29	23	(24)	(27)	21	(24)	(15)					
車電 / 工業物聯	(6)	18	23	13	7	21	20	(5)	(22)	(3)	15	(4)					
總計	(12)	(4)	7	15	(12)	13	10	(16)	(22)	9	(2)	(11)					
營收比重(%)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
資訊產品	62	62	59	46	53	49	43	43	45	45	47	48	51	57	47	46	47
智慧生活	26	23	24	38	27	30	34	31	29	32	25	24	39	28	31	28	24
車電 / 工業物聯	12	15	17	16	19	21	23	26	26	23	27	29	10	15	22	26	29
總計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4：致伸營收分類—車用/ AIoT 營收為 2022-23 年主要營收成長動能



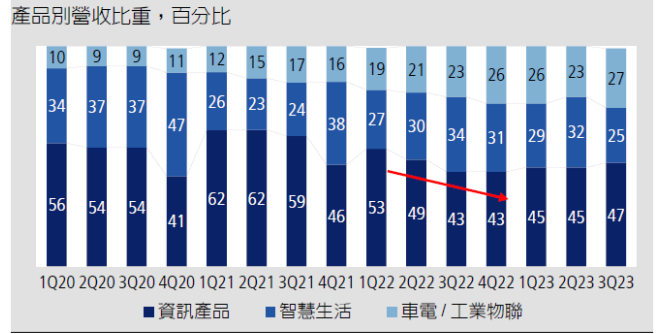
資料來源：公司資料

圖 5：公司概況

致伸成立於 1984 年，專門製造消費型與企業電子產品。2022 年營收 47%來自資訊產品、31%來智慧生活、22%來自車電/工業物聯網；電腦設計製造代工(ODM) 與電子製造服務(EMS) 兩種服務模式並存。近年產品組合再從手機相機鏡頭模組 (CCM) 拓展至商務、監視錄像與汽車產品，並藉收購迪芬尼 (Tymphony) 切入音響及耳機市場。

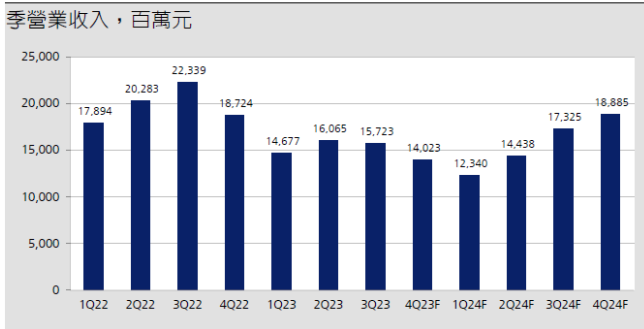
資料來源：凱基

圖 6：2022 年以來資訊產品營收佔比下滑，而車電與工業物聯網業務營收比重持續上升



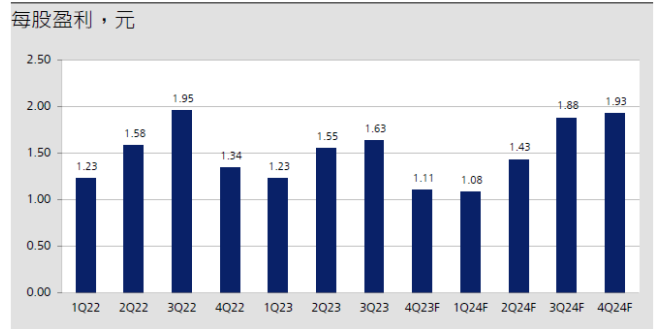
資料來源：公司資料；凱基

圖 7：季營業收入



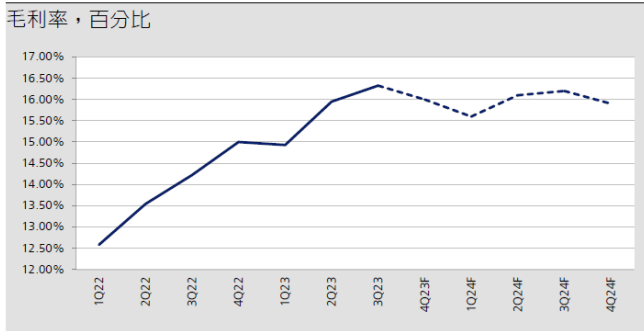
資料來源：凱基

圖 8：每股盈利



資料來源：凱基

圖 9：毛利率



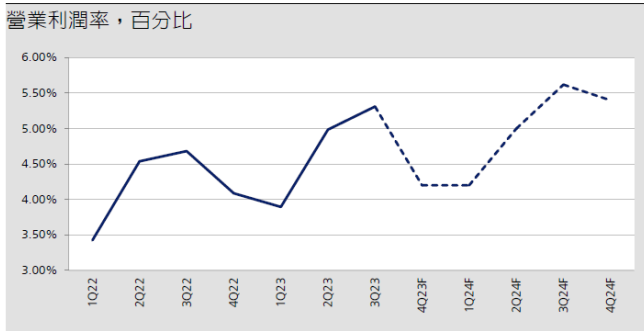
資料來源：凱基

圖 10：未來一年預估本益比區間



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 11：營業利潤率



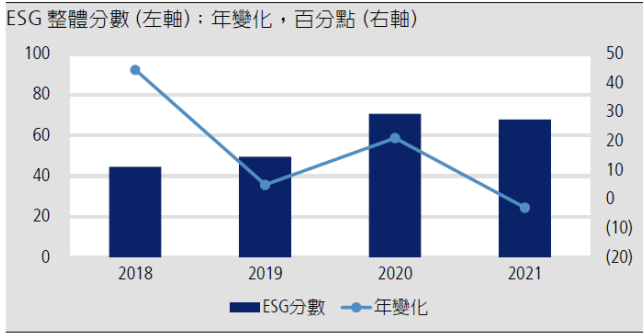
資料來源：凱基

圖 12：未來一年預估股價淨值比區間



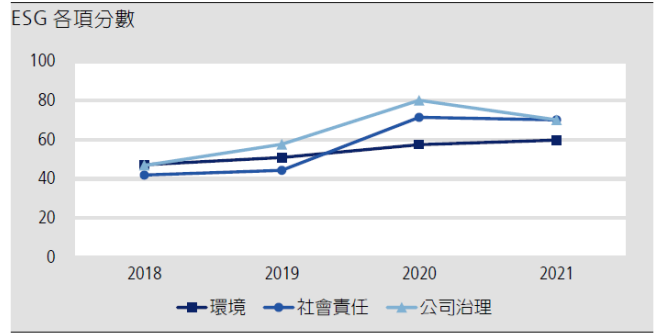
資料來源：TEJ；凱基預估

圖 13：ESG 整體分數



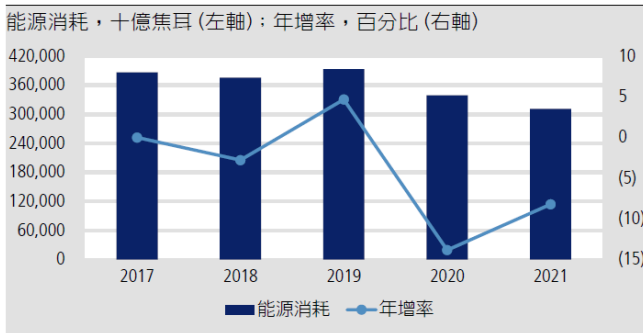
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 14：ESG 各項分數



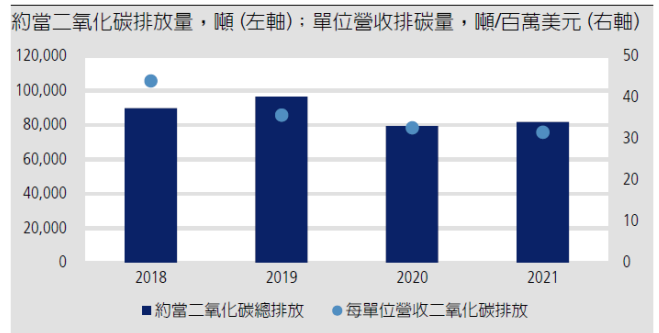
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 15：能源消耗



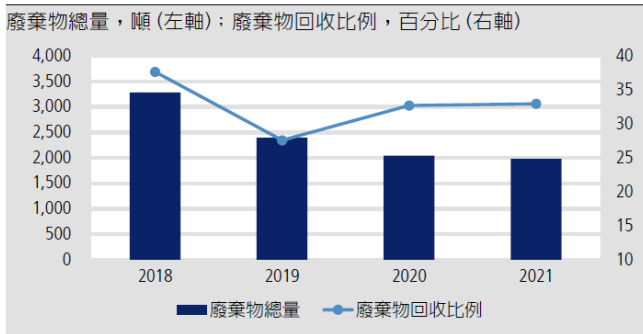
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 16：碳排量



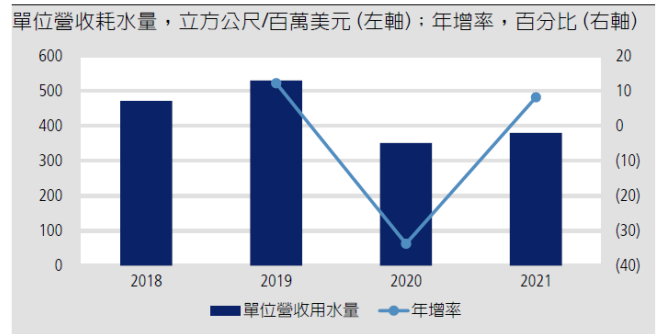
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 17：廢棄物總量



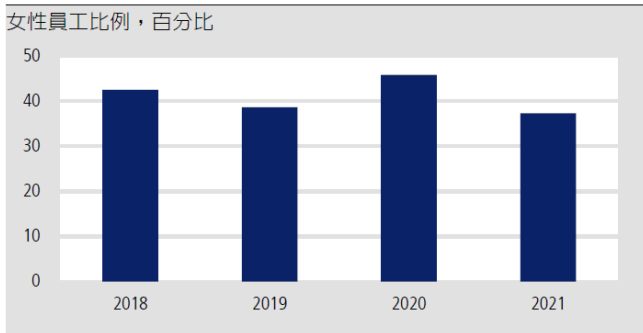
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 18：耗水量



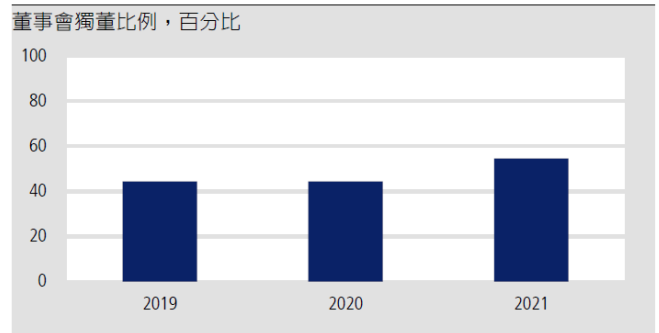
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 19：性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 20：董事會獨董比例



資料來源：Refinitiv；凱基；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-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	14,677	16,065	15,723	14,023	12,340	14,438	17,325	18,885	60,488	62,988	70,484
營業成本	(12,486)	(13,503)	(13,156)	(11,779)	(10,415)	(12,113)	(14,519)	(15,882)	(50,925)	(52,929)	(59,147)
營業毛利	2,191	2,562	2,567	2,244	1,925	2,324	2,807	3,003	9,564	10,059	11,337
營業費用	(1,619)	(1,761)	(1,732)	(1,655)	(1,407)	(1,603)	(1,833)	(1,983)	(6,767)	(6,825)	(7,470)
營業利益	572	801	835	589	518	722	974	1,020	2,797	3,234	3,867
折舊	(432)	(426)	(418)	(1,324)	(693)	(693)	(693)	(693)	(2,600)	(2,772)	(2,975)
攤提	(54)	(51)	(49)	(72)	(57)	(57)	(57)	(57)	(226)	(226)	(226)
EBITDA	1,057	1,278	1,303	1,985	1,268	1,471	1,723	1,769	5,623	6,232	7,067
利息收入	32	101	102	112	110	110	110	110	346	439	415
投資利益淨額	-	-	1	-	-	-	-	-	1	-	-
其他營業外收入	143	96	101	59	50	80	120	110	400	360	360
總營業外收入	175	197	204	171	160	190	230	220	747	799	775
利息費用	(35)	(42)	(46)	(46)	(31)	(31)	(31)	(31)	(168)	(126)	(123)
投資損失	-	-	-	(25)	(6)	(6)	(6)	(6)	(25)	(25)	(25)
其他營業外費用	-	-	-	(10)	(20)	(20)	(18)	(13)	(10)	(70)	(70)
總營業外費用	(35)	(42)	(46)	(81)	(58)	(58)	(55)	(50)	(203)	(221)	(218)
稅前純益	712	956	993	679	620	854	1,148	1,189	3,340	3,812	4,423
所得稅費用[利益]	(139)	(187)	(194)	(135)	(121)	(167)	(224)	(232)	(655)	(743)	(863)
少數股東損益	(18)	(70)	(63)	(44)	(10)	(40)	(75)	(85)	(195)	(210)	(250)
非常項目前稅後純益	555	699	737	500	489	647	849	872	2,491	2,858	3,311
非常項目	(0)	(0)	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	555	699	737	500	489	647	849	872	2,491	2,858	3,311
每股盈餘 (NT\$)	1.23	1.55	1.63	1.11	1.08	1.43	1.88	1.93	5.51	6.32	7.32
獲利率 (%)											
營業毛利率	14.9	15.9	16.3	16.0	15.6	16.1	16.2	15.9	15.8	16.0	16.1
營業利益率	3.9	5.0	5.3	4.2	4.2	5.0	5.6	5.4	4.6	5.1	5.5
EBITDA Margin	7.2	8.0	8.3	14.2	10.3	10.2	9.9	9.4	9.3	9.9	10.0
稅前純益率	4.9	6.0	6.3	4.8	5.0	5.9	6.6	6.3	5.5	6.1	6.3
稅後純益率	3.8	4.4	4.7	3.6	4.0	4.5	4.9	4.6	4.1	4.5	4.7
季成長率 (%)											
營業收入	(21.6)	9.5	(2.1)	(10.8)	(12.0)	17.0	20.0	9.0			
營業毛利	(22.0)	16.9	0.2	(12.6)	(14.2)	20.8	20.7	7.0			
營業收益增長	(25.3)	40.1	4.3	(29.5)	(12.0)	39.3	34.9	4.7			
EBITDA	(15.0)	20.9	2.0	52.3	(36.1)	16.1	17.1	2.7			
稅前純益	(10.2)	34.2	3.9	(31.6)	(8.6)	37.7	34.5	3.6			
稅後純益	(7.8)	26.0	5.3	(32.1)	(2.1)	32.3	31.2	2.7			
年成長率 (%)											
營業收入	(18.0)	(20.8)	(29.6)	(25.1)	(15.9)	(10.1)	10.2	34.7	(23.7)	4.1	11.9
營業毛利	(2.7)	(6.7)	(19.2)	(20.1)	(12.1)	(9.3)	9.3	33.8	(12.9)	5.2	12.7
營業收益	(6.7)	(13.0)	(20.2)	(23.0)	(9.3)	(9.9)	16.6	73.1	(16.4)	15.6	19.6
EBITDA	(1.9)	(8.4)	(14.1)	59.6	20.0	15.1	32.3	(10.9)	7.5	10.8	13.4
稅前純益	3.6	(0.3)	(16.5)	(14.4)	(12.9)	(10.7)	15.6	75.2	(8.0)	14.1	16.0
稅後純益	0.5	(1.7)	(16.1)	(16.9)	(11.8)	(7.4)	15.3	74.5	(9.2)	14.8	15.8

資料來源：公司資料；凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	49,474	47,264	47,095	48,485	51,728
流動資產	35,729	33,260	34,665	37,352	42,095
現金及短期投資	6,661	6,812	9,671	12,776	14,863
存貨	13,165	9,354	8,371	8,966	10,047
應收帳款及票據	13,505	14,393	13,921	12,907	14,483
其他流動資產	2,399	2,702	2,702	2,702	2,702
非流動資產	13,745	14,004	12,429	11,132	9,633
長期投資	445	384	359	334	309
固定資產	7,605	8,247	6,697	5,425	3,950
什項資產	5,695	5,373	5,373	5,373	5,373
負債總額	33,032	28,970	27,834	28,042	29,910
流動負債	28,532	25,336	24,354	24,510	26,395
應付帳款及票據	17,693	14,039	12,975	13,015	14,584
短期借款	2,466	489	644	592	610
什項負債	8,373	10,808	10,735	10,903	11,201
長期負債	4,499	3,635	3,480	3,532	3,514
長期借款	1,026	464	309	361	344
其他負債及準備	1,595	1,466	1,466	1,466	1,466
股東權益總額	16,443	18,294	19,261	20,443	21,818
普通股	4,553	4,583	4,583	4,583	4,583
保留盈餘	6,492	7,433	8,205	9,177	10,303
少數股東權益	2,267	1,946	2,141	2,351	2,601
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	5.0%	10.6%	(23.7%)	4.1%	11.9%
營業收益增長	22.3%	18.9%	(16.4%)	15.6%	19.6%
EBITDA	4.9%	10.1%	7.5%	10.8%	13.4%
稅後純益	19.7%	19.3%	(9.2%)	14.8%	15.8%
每股盈餘成長率	19.3%	18.8%	(9.8%)	14.8%	15.8%
獲利能力分析					
營業毛利率	13.1%	13.9%	15.8%	16.0%	16.1%
營業利益率	3.9%	4.2%	4.6%	5.1%	5.5%
EBITDA Margin	6.6%	6.6%	9.3%	9.9%	10.0%
稅後純益率	3.2%	3.5%	4.1%	4.5%	4.7%
平均資產報酬率	4.7%	5.7%	5.3%	6.0%	6.6%
股東權益報酬率	16.7%	18.0%	14.9%	16.2%	17.7%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	21.2%	5.2%	4.9%	4.7%	4.4%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	17.7	13.5	20.9	31.3	37.1
利息及短期債保障倍數 (x)	0.5	0.8	0.8	0.8	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	9.2	21.4	34.1	50.4	44.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.6	8.0	7.1	8.8	7.4
流動比率 (x)	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6
速動比率 (x)	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2
淨負債 (NT\$百萬)	(1,347)	(5,332)	(8,191)	(11,296)	(13,382)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	5.13	6.10	5.51	6.32	7.32
每股現金盈餘 (NT\$)	3.74	13.78	12.67	14.01	12.04
每股淨值 (NT\$)	31.14	35.67	37.35	39.48	41.93
調整後每股淨值 (NT\$)	31.67	36.37	37.84	39.99	42.48
每股營收 (NT\$)	160.06	176.28	133.71	139.23	155.80
EBITDA/Share (NT\$)	10.62	11.64	12.43	13.77	15.62
每股現金股利 (NT\$)	3.10	3.90	3.80	4.17	4.83
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.48	1.64	1.28	1.32	1.41
應收帳款周轉天數	68.8	66.3	84.0	75.0	75.0
存貨周轉天數	77.2	50.0	60.0	62.0	62.0
應付帳款周轉天數	103.7	75.1	93.0	90.0	90.0
現金轉換周轉天數	42.3	41.2	51.0	47.0	47.0

資料來源：公司資料；凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	71,650	79,241	60,488	62,988	70,484
營業成本	(62,270)	(68,256)	(50,925)	(52,929)	(59,147)
營業毛利	9,380	10,984	9,564	10,059	11,337
營業費用	(6,567)	(7,640)	(6,767)	(6,825)	(7,470)
營業利益	2,813	3,345	2,797	3,234	3,867
總營業外收入	716	774	747	799	775
利息收入	118	95	346	439	415
投資利益淨額	5	8	1	-	-
其他營業外收入	592	671	400	360	360
總營業外費用	(498)	(490)	(203)	(221)	(218)
利息費用	(182)	(290)	(168)	(126)	(123)
投資損失	(62)	(42)	(25)	(25)	(25)
其他營業外費用	(255)	(158)	(10)	(70)	(70)
稅前純益	3,030	3,629	3,340	3,812	4,423
所得稅費用[利益]	(637)	(760)	(655)	(743)	(863)
少數股東損益	(95)	(126)	(195)	(210)	(250)
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	2,298	2,743	2,491	2,858	3,311
EBITDA	4,754	5,232	5,623	6,232	7,067
每股盈餘 (NT\$)	5.13	6.10	5.51	6.32	7.32

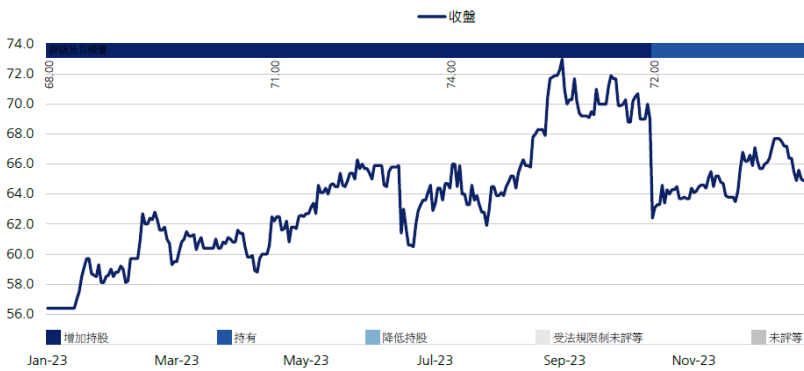
現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	1,673	6,194	5,732	6,340	5,449
本期純益	2,298	2,743	2,491	2,858	3,311
折舊及攤提	1,941	1,887	2,826	2,998	3,201
本期運用資金變動	(4,102)	(1,834)	391	458	(1,088)
其他營業資產及負債變動	1,537	3,398	24	25	25
投資活動之現金流量	(3,874)	(534)	(1,276)	(1,726)	(1,726)
投資用短期投資出售[新購]	(839)	1,436	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(3,044)	(1,931)	(1,050)	(1,500)	(1,500)
其他資產變動	10	(38)	(226)	(226)	(226)
自由現金流	(3,205)	538	4,190	4,333	3,500
融資活動之現金流量	227	(4,533)	(1,597)	(1,509)	(1,637)
短期借款變動	1,126	(1,541)	-	-	-
長期借款變動	705	(997)	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,355)	(1,411)	(1,792)	(1,719)	(1,887)
其他融資現金流	(249)	(583)	195	210	250
匯率影響數	(123)	318	-	-	-
本期產生現金流量	(2,096)	1,446	2,859	3,105	2,086

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	9.2%	9.6%	11.2%	10.8%	10.6%
= 營業利益率	3.9%	4.2%	4.6%	5.1%	5.5%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	6.5	7.8	7.3	9.8	12.2
營業利益率	3.9%	4.2%	4.6%	5.1%	5.5%
x 資本周轉率	6.5	7.8	7.3	9.8	12.2
x (1 - 有效現金稅率)	79.0%	79.1%	80.4%	80.5%	80.5%
= 稅後 ROIC	20.2%	25.9%	27.0%	40.4%	54.1%

資料來源：公司資料；凱基預估

致伸 – 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2023-11-01	持有	72.00	62.40
2023-07-27	增加持股	74.00	64.40
2023-05-04	增加持股	71.00	62.20
2023-02-14	增加持股	68.00	58.60
2022-10-27	增加持股	68.00	55.50
2022-07-29	增加持股	79.00	69.80
2022-04-28	增加持股	68.00	58.10
2022-02-15	增加持股	66.00	52.50
2021-10-28	增加持股	66.00	50.80
2021-07-29	增加持股	74.00	60.40

資料來源：TEJ；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。