

大聯大 (3702.TW/3702 TT)

2025 年獲利成長亮眼

增加持股 · 重啟評等

收盤價 November 19 (NT\$)	75.40
12 個月目標價 (NT\$)	87.00
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	15.4

焦點內容

- 大聯大憑藉多年累積之客戶關係及優異 FAE 資源，代理銷售業務將維持穩健成長。
- 大聯大推出訂閱式智能倉儲代工服務，將帶動公司整體毛利率成長。
- 降息使得財務成本下降，帶動獲利大幅成長。

交易資料表

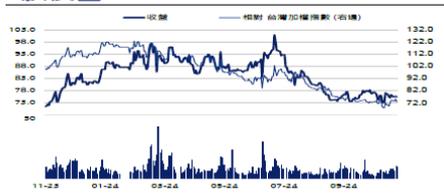
市值：(NT\$bn/US\$mn)	126.6 / 3,886
流通在外股數 (百萬股)：	1,679
外資持有股數 (百萬股)：	483.8
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.15
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	71.70 -101.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-9.4	-13.9	5.9
相對表現 (%)	-11.4	-21.4	-26.9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	0.41A	1.14A	0.95A	2.09A
2024	1.16A	0.73A	1.22A	1.30F
2025	1.30F	1.18F	2.36F	2.41F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

凱基重啟大聯大評等。我們看好公司在代理銷售業務穩健成長之餘，致力於發展智慧倉儲及數位轉型等服務以提高利潤率，並預計在降息環境下，公司財務成本下降，使獲利進一步提升。

評論及分析

正面看待代理銷售業務穩健成長。Gartner 預估 2023-28 年半導體轉售營收 CAGR 將達 13.3%，超越直銷的 7.5%，係因：(1)整體半導體產業發展趨勢正向，半導體客戶數量不斷提升；(2)通路商具庫存管理能力，且提供 FAE 資源和附加價值服務。大聯大於全球半導體通路商之市佔率約為 12%，位居第二，憑藉其多年累積之客戶關係以及優異 FAE 資源，我們認為大聯大代理銷售業務將隨產業同步穩健成長。

轉型為供應鏈服務商將帶動整體毛利率成長。大聯大積極轉型為供應鏈服務商，推出訂閱式 LaaS (Logistic as a Service) 智能倉儲代工服務，並有望於 2025 年開始貢獻，提升毛利率。我們預估 2025 年代理銷售業務毛利率將維持約 3.7% 水準，而整體毛利率受智慧倉儲服務帶動，將年增 0.4 個百分點至 4.0%，並於 2026 年進一步提升至 4.0% 以上。

降息使得財務成本下降，獲利大幅成長。我們認為降息將使大聯大財務成本下降，預估將分別抵銷大聯大 2024-25 年營業淨利 54.0% 及 34.0% 水準 (對比 2023 年為 64.0%)，使得獲利 (不含一次性投資處分收益) 分別年增 41.2% 及年增 60.9% 至 78.13 億元及 125.71 億元，EPS 為 4.41 及 7.25 元。

投資建議

我們重啟大聯大評等，給予「增加持股」，並將目標價訂為 87.0 元，係基於 2025 年每股盈餘預估 7.25 元的 12 倍，約為 5 年歷史平均高一個標準差。我們認為大聯大供應鏈服務業務貢獻及財務成本下降將帶動獲利大幅成長，且當前公司殖利率約 4.6% 對關注股利之投資人員一定吸引力。

投資風險

半導體需求弱於預期。

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)	778,573	775,232	671,888	865,233	930,175
營業毛利 (NT\$百萬)	29,701	29,588	25,386	30,914	37,034
營業利益 (NT\$百萬)	13,804	14,700	10,395	14,704	20,029
稅後淨利 (NT\$百萬)	11,497	10,512	8,109	7,813	12,571
每股盈餘 (NT\$)	6.61	6.02	4.59	4.41	7.25
每股現金股利 (NT\$)	3.50	3.85	3.50	3.50	5.43
每股盈餘成長率 (%)	38.6	(8.9)	(23.8)	(3.8)	64.2
本益比 (x)	11.4	12.5	16.4	17.1	10.4
股價淨值比 (x)	1.9	1.6	1.6	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	13.3	13.4	17.3	11.5	9.1
淨負債比率 (%)	150.2	138.8	118.7	103.3	98.4
殖利率 (%)	4.6	5.1	4.6	4.6	7.2
股東權益報酬率 (%)	17.4	14.3	10.1	9.7	14.7

資料來源：公司資料，凱基預估

3Q24 財報及營運概況

- 營收 2,590.7 億，+24.6%QoQ，+38.3%YoY
 - 主要係因 AI server 及傳統伺服器成長及季節性需求所致
- 毛利率 3.25%，對比 2Q24 為 3.74%
 - 主要係因產品組合之變化，核心元件及記憶元件毛利率較低
- 營業利益 38.8 億，+5.1%QoQ，+31.0%YoY，營業利益率為 1.5%
- 稅後淨利 20.4 億，+25.2%QoQ，+28.3%YoY
- 每股盈餘 1.22 元，對比 2Q24 為 0.73 元
- 財務成本 21.6 億，+9.4%QoQ，+37.2%YoY
- 存貨 48 天，相對 2Q24 的 57 天、3Q23 的 52 天
 - 存貨有較明顯的下降，主要由 AI 供應鏈帶動

3Q24 銷售區域別

- 台灣: 9%
- 中國: 77%
- 東南亞: 11%
- 其他: 3%

3Q24 銷售客戶別

- 台商: 30%
- 中資: 61%
- 其他: 9%

3Q24 產品應用別

- 電腦周邊: 49%
- 通訊電子: 20%
- 消費性電子: 7%
- 工業電子: 7%
- 車用電子: 5%
- 其他: 12%

3Q24 銷售產品別

- 核心元件: 44%
- 類比及混合訊號元件: 7%
- 離散及邏輯元件: 8%
- 記憶元件: 26%
- 被動、電磁及連接器元件: 4%
- 光學元件: 9%
- 其他元件: 2%

重點摘要

- 財務成本
 - 公司的財務成本佔營收比重有逐步下降的趨勢
 - ◆ 受惠營運現金週期有所改善及降息環境所致
 - ◆ 正常時期，財務成本佔營收比重約維持 0.2-0.25%
- 3Q24 營業費用較高之原因
 - 將近 50% 為相關人員薪資及紅利獎金，故營收增高時，營業費用會隨之提升
- 2025 年展望
 - 除本業代理銷售業務，公司亦積極發展智慧倉儲及雲端服務
 - 財務方面，對利潤率的貢獻會大於營收上的增長，與原本代理銷售業務之財務型態較不同
- 收回特別股之原因
 - 收回特別股，發行可轉債，提供股東更好的收益率及回報
 - 對公司長期成長有信心
- 半導體市場概況
 - 2024 年記憶體價格反彈及需求回升，以及 AI 資料中心軍備競賽，全球 CSP 在做大型語言訓練模型系統
 - ◆ 接下來還有推論模型系統
 - ◆ DRAM 3Q24 有大幅成長主因 AI server 從 DDR4 轉到 DDR5，且 DDR5 單價較高
 - 預估整體半導體市場 2024 年成長將達 20-22%，2025 年則約年增 13-14%，2026-28 年預估回到個位數成長

➤ 按應用別

◆ AI sever 無庸置疑

- ✓ 除了 AI GPU 及 HBM 不是服務對象，其他相關產品大聯大都有涉略
- ✓ 4Q24 因季節性關係會有所修正

◆ AI PC/AI 手機

- ✓ 雲端到邊緣端的應用，原先預期 2024 年會有很好的出貨，但目前觀察需求將會遞延到 1H25
- ✓ PC 市場預估 2024 年+3-5% YoY，2025 年+5% YoY，取決於終端市場需求

◆ 汽車

- ✓ 2024 年中國內捲，以及歐美汽車需求和緩
- ✓ 全球汽車產量成長不到 2%，其中電動車佔超過 33% 年增率，以中國最為明顯
- ✓ 目前觀察到消費者會優先考慮電動車
- ✓ 公司有佈局電動車，賣零件和集合系統整合商，做 ADAS 系統整合等等
 - 2025 年歐美及中國客戶庫存去化後，預估總產量將有 2-3% 成長，公司認為汽車是穩定且擁有一定量體的產業

◆ 手機

- ✓ 以安卓為主
- ✓ 持平，但中國手機市場有復甦，對公司還是有蠻大的營收貢獻

■ 美元負債

- 佔集團三分之二左右，依照當時避險策略及匯率浮動

■ 終端應用供應鏈上下游庫存狀況

- 庫存調整及應用領域復甦時間不同，個人電子庫存已經調整差不多
- 汽車上下游還在庫存去化中，公司汽車佔比較低，有試圖擴大但需要客戶群及原廠支持
- 期待 2025 年需求如預期回升

圖 1：3Q-4Q24 財報及凱基預估暨市場共識比較

百萬元	3Q24					4Q24F				
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	259,069	24.6	38.3	213,270	21.5	216,287	(16.5)	18.1	204,527	5.7
毛利	8,409	8.2	23.0	7,919	6.2	7,946	(5.5)	16.2	7,623	4.2
營業利益	3,883	5.1	31.0	3,861	0.6	3,872	(0.3)	28.1	3,452	12.2
稅後淨利	2,042	25.2	28.3	2,034	0.4	2,190	7.2	(37.7)	1,698	28.9
每股盈餘(元)	1.22	65.8	28.3	1.21	0.4	1.30	7.2	(37.7)	1.01	28.9
毛利率(%)	3.2	(0.5)ppts	(0.4)ppts	3.7	(0.5)ppts	3.7	0.4 ppts	(0.1)ppts	3.7	(0.1)ppts
營業利益率(%)	1.5	(0.3)ppts	(0.1)ppts	1.8	(0.3)ppts	1.8	0.3 ppts	0.1 ppts	1.7	0.1 ppts
淨利率(%)	0.8	0.0 ppts	(0.1)ppts	1.0	(0.2)ppts	1.0	0.2 ppts	(0.9)ppts	0.8	0.2 ppts

資料來源：Bloomberg，公司資料，凱基預估

圖 2：2024-25 年凱基預估暨市場共識比較

百萬元	2024F				2025F			
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	865,233	28.8	805,878	7.4	930,175	7.5	895,158	3.9
毛利	30,914	21.8	30,228	2.3	37,034	19.8	33,998	8.9
營業利益	14,704	41.5	14,157	3.9	20,029	36.2	16,362	22.4
稅後淨利	7,813	(3.7)	7,116	9.8	12,571	60.9	9,452	33.0
每股盈餘(元)	4.41	(3.8)	4.02	9.8	7.25	64.2	5.45	33.0
毛利率(%)	3.6	(0.2)ppts	3.8	(0.2)ppts	4.0	0.4 ppts	3.8	0.2 ppts
營利率(%)	1.7	0.2 ppts	1.8	(0.1)ppts	2.2	0.5 ppts	1.8	0.3 ppts
淨利率(%)	0.9	(0.3)ppts	0.9	0.0 ppts	1.4	0.4 ppts	1.1	0.3 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

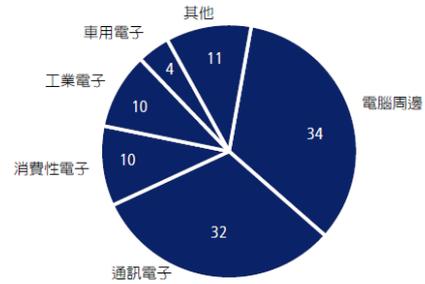
圖 3: 公司概況

成立並掛牌於 2005 年，大聯大係由合併三家亞洲領導 IC 通路商世平、品佳、富威所組成。大聯大已成為亞洲最大通路商。員工人數約 5,000 人，代理產品供應商超過 250 家，全球約 80 個分銷據點。

資料來源：凱基

圖 4: 2023 年產品組合

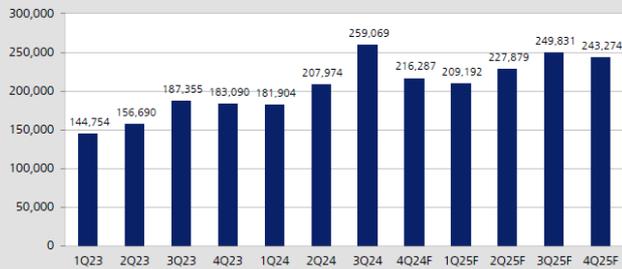
營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 5: 季營業收入

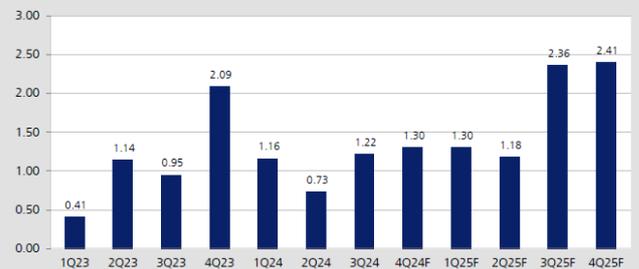
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6: 每股盈利

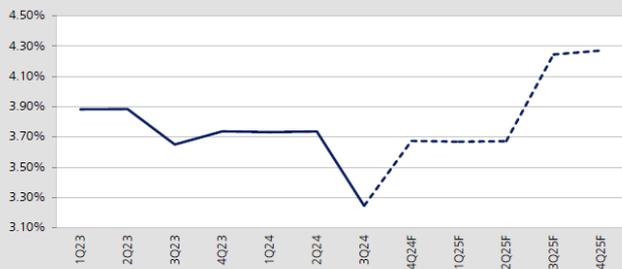
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7: 毛利率

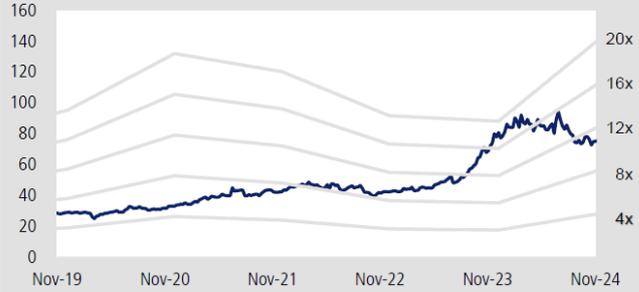
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 未來一年預估本益比區間

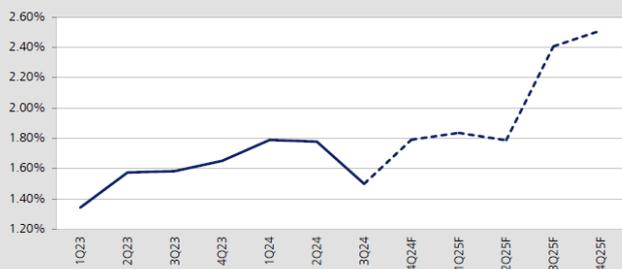
股價，元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：凱基

圖 9: 營業利潤率

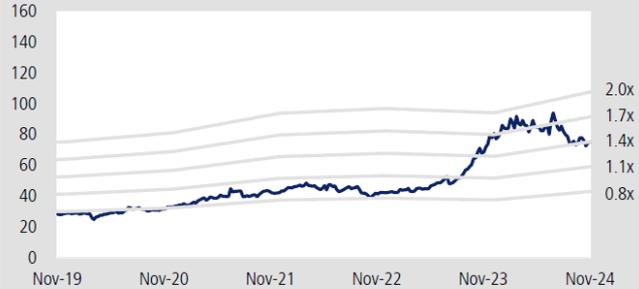
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 未來一年預估股價淨值比區間

股價，元 (左軸)；股價淨值比，倍 (右軸)



資料來源：凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	181,904	207,974	259,069	216,287	209,192	227,879	249,831	243,274	671,888	865,233	930,175
營業成本	(175,115)	(200,204)	(250,660)	(208,341)	(201,518)	(219,512)	(239,227)	(232,885)	(646,502)	(834,319)	(893,141)
營業毛利	6,789	7,770	8,409	7,946	7,674	8,367	10,604	10,389	25,386	30,914	37,034
營業費用	(3,537)	(4,073)	(4,526)	(4,074)	(3,835)	(4,297)	(4,591)	(4,282)	(14,991)	(16,210)	(17,005)
營業利益	3,252	3,696	3,883	3,872	3,839	4,070	6,013	6,107	10,395	14,704	20,029
折舊	(262)	(263)	(267)	(276)	(301)	(301)	(301)	(301)	(1,008)	(1,068)	(1,206)
攤提	(30)	(31)	(30)	(32)	(31)	(31)	(31)	(31)	(117)	(123)	(124)
EBITDA	3,544	3,991	4,180	4,180	4,172	4,402	6,346	6,440	11,520	15,896	21,359
利息收入	95	134	104	97	84	114	78	54	369	429	330
投資利益淨額	269	377	453	300	300	300	300	300	1,098	1,400	1,200
其他營業外收入	77	64	100	100	100	100	100	100	433	342	400
總營業外收入	441	576	657	496	484	514	478	454	1,901	2,170	1,929
利息費用	(1,764)	(2,104)	(2,259)	(1,742)	(1,684)	(1,704)	(1,724)	(1,679)	(6,680)	(7,869)	(6,791)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	441	142	280	100	100	100	100	100	4,667	963	400
總營業外費用	(1,322)	(1,962)	(1,979)	(1,642)	(1,584)	(1,604)	(1,624)	(1,579)	(2,013)	(6,905)	(6,391)
稅前純益	2,371	2,310	2,561	2,727	2,739	2,980	4,867	4,982	10,282	9,969	15,567
所得稅費用[利益]	(400)	(638)	(478)	(537)	(554)	(604)	(896)	(941)	(2,084)	(2,053)	(2,996)
少數股東損益	(22)	(41)	(41)	-	-	-	-	-	(88)	(103)	-
非常項目稅後純益	1,949	1,631	2,042	2,190	2,185	2,375	3,970	4,040	8,109	7,813	12,571
非常項目	(0)	0	0	-	-	-	-	-	-	0	-
稅後淨利	1,949	1,631	2,042	2,190	2,185	2,375	3,970	4,040	8,109	7,813	12,571
每股盈餘 (NT\$)	1.16	0.73	1.22	1.30	1.30	1.18	2.36	2.41	4.59	4.41	7.25
獲利率 (%)											
營業毛利率	3.7	3.7	3.2	3.7	3.7	3.7	4.2	4.3	3.8	3.6	4.0
營業利益率	1.8	1.8	1.5	1.8	1.8	1.8	2.4	2.5	1.5	1.7	2.2
EBITDA Margin	1.9	1.9	1.6	1.9	2.0	1.9	2.5	2.6	1.7	1.8	2.3
稅前純益率	1.3	1.1	1.0	1.3	1.3	1.3	1.9	2.0	1.5	1.2	1.7
稅後純益率	1.1	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0	1.6	1.7	1.2	0.9	1.4
季成長率 (%)											
營業收入	(0.6)	14.3	24.6	(16.5)	(3.3)	8.9	9.6	(2.6)			
營業毛利	(0.8)	14.4	8.2	(5.5)	(3.4)	9.0	26.7	(2.0)			
營業收益增長	7.6	13.6	5.1	(0.3)	(0.8)	6.0	47.8	1.6			
EBITDA	6.6	12.6	4.8	(0.0)	(0.2)	5.5	44.2	1.5			
稅前純益	(39.5)	(2.6)	10.9	6.5	0.4	8.8	63.3	2.4			
稅後純益	(44.5)	(16.3)	25.2	7.2	(0.2)	8.7	67.2	1.8			
年成長率 (%)											
營業收入	25.7	32.7	38.3	18.1	15.0	9.6	(3.6)	12.5	(13.3)	28.8	7.5
營業毛利	20.8	27.7	23.0	16.2	13.0	7.7	26.1	30.7	(14.2)	21.8	19.8
營業收益	67.5	49.9	31.0	28.1	18.0	10.1	54.9	57.7	(29.3)	41.5	36.2
EBITDA	60.2	45.7	28.9	25.7	17.7	10.3	51.8	54.0	(26.7)	38.0	34.4
稅前純益	173.7	(35.9)	34.9	(30.4)	15.5	29.0	90.1	82.7	(19.1)	(3.0)	56.2
稅後純益	184.6	(29.6)	28.3	(37.7)	12.1	45.6	94.4	84.5	(22.9)	(3.7)	60.9

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-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	287,739	316,220	314,371	351,051	370,080
流動資產	246,449	274,413	273,029	305,547	323,425
現金及短期投資	14,637	16,882	22,354	40,886	32,586
存貨	86,215	111,737	103,539	102,625	115,682
應收帳款及票據	134,392	120,667	130,915	143,489	156,610
其他流動資產	11,206	25,126	16,222	18,547	18,547
非流動資產	41,290	41,807	41,341	45,504	46,655
長期投資	21,713	20,846	20,216	24,146	24,146
固定資產	11,912	11,971	11,979	12,167	13,318
什項資產	7,665	8,990	9,146	9,192	9,192
負債總額	216,513	234,306	229,727	266,715	273,173
流動負債	182,224	197,056	205,284	242,972	249,430
應付帳款及票據	75,937	81,353	86,012	92,119	104,239
短期借款	89,898	96,795	101,879	127,240	127,240
什項負債	16,389	18,908	17,393	23,612	17,950
長期負債	34,289	37,251	24,443	23,743	23,743
長期借款	31,478	33,532	20,369	0	0
其他負債及準備	1,595	1,403	1,925	21,571	21,571
股東權益總額	71,225	81,913	84,644	84,337	96,908
普通股本	16,791	16,791	16,791	16,791	16,791
保留盈餘	16,495	18,525	25,493	22,539	35,110
少數股東權益	825	857	999	3,073	3,073
優先股股東資金	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	27.7%	(0.4%)	(13.3%)	28.8%	7.5%
營業收益增長	37.4%	6.5%	(29.3%)	41.5%	36.2%
EBITDA	35.8%	6.4%	(26.7%)	38.0%	34.4%
稅後純益	41.5%	(8.6%)	(22.9%)	(3.7%)	60.9%
每股盈餘成長率	38.6%	(8.9%)	(23.8%)	(3.8%)	64.2%
獲利能力分析					
營業毛利率	3.8%	3.8%	3.8%	3.6%	4.0%
營業利率	1.8%	1.9%	1.5%	1.7%	2.2%
EBITDA Margin	1.9%	2.0%	1.7%	1.8%	2.3%
稅後純益率	1.5%	1.4%	1.2%	0.9%	1.4%
平均資產報酬率	4.4%	3.5%	2.6%	2.3%	3.5%
股東權益報酬率	17.4%	14.3%	10.1%	9.7%	14.7%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	170.4%	159.1%	144.4%	150.9%	131.3%
淨負債比率	150.2%	138.8%	118.7%	103.3%	98.4%
利息保障倍數 (x)	7.8	3.7	2.5	2.3	3.3
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
Cash Flow Int. Coverage (x)	(9.1)	(1.3)	2.4	0.1	(0.0)
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.2)	(0.1)	0.1	0.0	(0.0)
流動比率 (x)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
速動比率 (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
淨負債 (NT\$百萬)	106,969	113,730	100,452	87,099	95,399
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	6.61	6.02	4.59	4.41	7.25
每股現金盈餘 (NT\$)	(11.34)	(3.63)	9.65	0.44	(0.09)
每股淨值 (NT\$)	40.74	47.08	48.63	47.21	54.69
調整後每股淨值 (NT\$)	40.74	47.08	48.63	47.21	54.69
每股營收 (NT\$)	463.70	461.71	400.16	515.31	553.99
EBITDA/Share (NT\$)	8.80	9.36	6.86	9.47	12.72
每股現金股利 (NT\$)	3.50	3.85	3.50	3.50	5.43
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	2.98	2.57	2.13	2.60	2.58
應收帳款周轉天數	63.0	56.8	71.1	60.7	61.5
存貨周轉天數	42.0	54.7	58.5	45.0	47.3
應付帳款周轉天數	37.0	39.8	48.6	40.4	42.6
現金轉換周轉天數	68.0	71.7	81.0	65.3	66.1

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	778,573	775,232	671,888	865,233	930,175
營業成本	(748,872)	(745,644)	(646,502)	(834,319)	(893,141)
營業毛利	29,701	29,588	25,386	30,914	37,034
營業費用	(15,897)	(14,888)	(14,991)	(16,210)	(17,005)
營業利益	13,804	14,700	10,395	14,704	20,029
總營業外收入	2,220	2,454	1,901	2,170	1,929
利息收入	30	105	369	429	330
投資利益淨額	1,918	2,026	1,098	1,400	1,200
其他營業外收入	272	323	433	342	400
總營業外費用	(1,849)	(4,444)	(2,013)	(6,905)	(6,391)
利息費用	(2,082)	(4,736)	(6,680)	(7,869)	(6,791)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	234	293	4,667	963	400
稅前純益	14,175	12,710	10,282	9,969	15,567
所得稅費用[利益]	(2,527)	(2,133)	(2,084)	(2,053)	(2,996)
少數股東損益	(151)	(65)	(88)	(103)	-
非常項目	-	0	(0)	0	-
稅後淨利	11,497	10,512	8,109	7,813	12,571
EBITDA	14,777	15,723	11,520	15,896	21,359
每股盈餘 (NT\$)	6.61	6.02	4.59	4.41	7.25

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	(19,034)	(6,088)	16,204	732	(158)
本期純益	11,497	10,512	8,109	7,813	12,571
折舊及攤提	973	1,023	1,125	1,192	1,330
本期運用資金變動	(38,944)	(6,567)	3,270	(5,553)	(14,059)
其他營業資產及負債變動	7,441	(11,056)	3,699	(2,720)	-
投資活動之現金流量	(1,142)	(2,630)	4,027	(2,770)	(2,481)
投資用短期投資出售[新購]	(1,522)	(1,045)	16	(600)	-
本期長期投資變動	(11)	(37)	5,052	(1,534)	-
資本支出淨額	(1,876)	(568)	(646)	(829)	(2,357)
其他資產變動	2,266	(980)	(396)	193	(124)
自由現金流	(28,578)	6,031	11,920	6,363	965
融資活動之現金流量	26,479	2,051	(15,977)	18,149	(5,662)
短期借款變動	23,294	(1,816)	1,461	-	-
長期借款變動	6,534	12,869	(11,720)	(17,023)	-
現金增資	-	-	54	-	-
已支付普通股股息	(5,605)	(6,277)	(6,864)	(6,277)	(5,662)
其他融資現金流	2,256	(2,726)	1,092	41,448	-
匯率影響數	(2,915)	8,856	(407)	2,235	-
本期產生現金流量	3,388	2,189	3,847	18,345	(8,300)

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	2.0%	1.9%	2.2%	1.9%	1.8%
= 營業利率率	1.8%	1.9%	1.5%	1.7%	2.2%
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	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	5.1	4.6	4.2	5.2	5.0
營業利率率	1.8%	1.9%	1.5%	1.7%	2.2%
x 資本周轉率	5.1	4.6	4.2	5.2	5.0
x (1 - 有效現金稅率)	82.2%	83.2%	79.7%	79.4%	80.8%
= 稅後 ROIC	7.5%	7.2%	5.2%	7.1%	8.7%

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關聯人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之關聯人。凱基集團成員公司、其關聯人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。