

高力 (8996.TW/8996 TT)

蓄勢待發，初見成效

增加持股 · 維持

收盤價 May 23 (NT\$)	478.0
12 個月目標價 (NT\$)	570
前次目標價 (NT\$)	505
調升 (%)	12.9
上漲空間 (%)	19.2

焦點內容

- 凱基上調 2024-25 年液冷營收佔比至 19%、41%。
- 熱泵及燃料電池業務將於 2025-26 年重新加速成長。
- 預估 2024-26 年 EPS CAGR 將達 61%。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	42.92 / 1,329
流通在外股數 (百萬股)：	89.80
外資持有股數 (百萬股)：	15.37
3M 平均成交量 (百萬股)：	6.94
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	209.0 - 478.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	77	95.1	96.3
相對表現 (%)	62.6	70.2	62.8

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	1.42A	2.32A	2.31A	0.40A
2024	1.44A	1.50F	2.22F	2.81F
2025	3.09F	4.04F	4.75F	5.08F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

高力參加了 5 月 13-16 日凱基在新加坡與香港舉辦的 NDR。

評論及分析

具備技術優勢的歧管供應商。高力為美系伺服器品牌廠供應鏈成員，該品牌廠致力提高液冷伺服器機櫃的產量，以為資料中心業者改善系統能源使用效率 (PUE)，進而縮減整體持有成本 (TCO)，同時解決熱設計功耗 (TDP) 上升衍生的散熱問題。為滿足品牌客戶龐大需求，高力目標 2024 年底前將歧管月產能擴充至 2,000 組，in-row CDU 則預計 4Q24 開始出貨。管理層認為其真空硬焊技術最適合用於生產歧管，使其在競爭中佔據優勢。除既有客戶外，高力也希望切入台廠 ODM 與美系 CSP 的供應鏈以擴充客群。

2025-26 年 Bloom Energy (BE；美) 與熱泵業務展望看俏。管理層預估 BE 的拉貨需求將於 2H24 開始復甦，2024 年營收可望小幅攀升，並於 2025 年加速成長。BE 正受惠於資料中心擴充對能源需求大增的趨勢，並致力開拓新市場，如固態氧化物電解電池 (SOEC) 與碳捕捉。與此同時，熱泵庫存預計還需要 2-3 季才能去化完成，但因有望打入新 tier-1 客戶且在既有客戶市占率提升，2025-26 年熱泵營收可望恢復成長。

凱基將 2024-25 年預估 EPS 分別上修 2%、13%。我們將 2024-25 年液冷預估營收上修至 8.87 億元、35.4 億元，佔比 19%、41%。因公司表示將擴編研發與生產人力，凱基也調升預估營業費用率假設。我們預估 2024 年營收年增率 9% 將低於 2021-23 年 CAGR 39%，但 2024-26 年 CAGR 將達 50%，反映主要業務皆符合長期趨勢。我們估計 2025 年 BE 與熱泵業務的營收佔比將分別達 30%、13%。凱基調整後之 2024-26 年 EPS 預估年增 24%、113% 與 21%。已公告的液冷事業分拆計劃預計於今年年底前完成，初期將成為高力全資持股的子公司，長期目標 IPO。

投資建議

我們維持高力「增加持股」評等，並將 12 個月目標價調升至 570 元。新目標價仍是以 35 倍 2025 年完全稀釋後 EPS 推算而得。我們認為高力在液冷市場的樂觀展望，以及其在能源轉型的獨特地位，使其得以享有高評價。

投資風險

液冷市場競爭。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	2,844	4,326	4,736	8,553	10,692
營業毛利 (NT\$百萬)	786	1,224	1,375	2,792	3,408
營業利益 (NT\$百萬)	346	711	797	1,870	2,267
稅後淨利 (NT\$百萬)	301	577	715	1,523	1,849
每股盈餘 (NT\$)	3.37	6.45	7.97	16.95	20.59
每股現金股利 (NT\$)	1.50	3.98	4.00	8.50	10.50
每股盈餘成長率 (%)	101.8	91.5	23.5	112.8	21.5
本益比 (x)	141.9	74.1	60.0	28.2	23.2
股價淨值比 (x)	20.8	15.8	15.3	10.8	8.5
EV/EBITDA (x)	88.9	49.5	44.9	21.1	17.3
淨負債比率 (%)	57.5	27.9	36.5	24.2	8.0
殖利率 (%)	0.3	0.8	0.8	1.8	2.2
股東權益報酬率 (%)	15.3	24.2	26.0	45.1	41.1

資料來源：公司資料，凱基

- 2024 年營收預估將小幅成長，動能主要來自液冷產品。1Q24 應為營運谷底，之後將逐季走升。
- 2024 年毛利率將大致與 2023 年持平，2025 年隨著液冷營收貢獻增加，毛利率應可提高。
- 公司預計將擴編研發與產線人力，因此營業費用率可能較先前高出 1-2 個百分點。
- 稅率：18-19%。
- 2024 年資本支出將略為下滑，但 2025 年將成長，以支應海外擴產計畫所需。
- 股利發放率：50-70%。
- 鑒於液冷業務擴張導致營運資金需求激增，公司正在評估募資計劃。

液冷產品

- 主要產品為歧管以及 in-row CDU。
- 一美系伺服器品牌客戶積極推出液冷解決方案以幫助客戶改善能源使用效率 (PUE)，進而達成縮減整體持有成本 (TCO) 的目的。
- 高力目前出貨歧管給該美系客戶，預計 4Q24 會開始出貨 in-row CDU。
- 因應客戶擴大液冷伺服器機櫃產量，高力規劃 2Q24 擴充歧管月產能至 1,000 組，並於 2024-25 年底前再逐步增加至 2,000、4,000 組。
- 公司認為長期而言 in-row 與 in-rack CDU 在市場上將並存，但 in-row CDU 應是對資料中心業者更合適的解決方案。
- 快接頭 (QD) 供應為目前歧管生產之瓶頸，但隨著供應商擴充產能且更多廠商通過認證，供給狀況可望逐步改善。
- ASP：歧管 1-2 萬美元；in-row CDU 在 10 萬美元以上。管理層認為價格壓力可控。
- 真空硬焊為高力的核心技術，適用於歧管生產。管理層認為同業無法輕易追上公司在調校真空爐方面的專業知識技術。
- 除既有客戶外，高力也希望切入台廠 ODM 與美系 CSP 供應鏈。
- 公司預估液冷營收占比將由 2023 年的 3% 上升至 2024 年的 15-20%，並於 2025 年更上一層樓。目前液冷營收主要為歧管，但 2025 年 CDU 的營收貢獻將快速提升。
- 已公告的液冷事業分拆預計於今年年底前完成，初期將成為高力 100% 持股的子公司，長期以 IPO 為目標。

Bloom Energy (BE；美)

- 公司採用英高鎳合金 (Inconel) 材料生產 Hot box，該材料交期最長達 6 個月。
- BE 為 Hot box 第二供應商，與 MTAR Technologies (印) 供貨比重為 1:2。由於 MTAR 仍不具備生產介電零組件的能力，高力仍是該零組件的主要供應商。高力認為其 Hot box 的接單比重不會再進一步下降。
- 2H24 hot box 出貨將隨產品型號由第二代的 Yuma (50kW) 完全轉換至第三代的 Santa Cruz (65kW) 後恢復。

- 管理層認為介電零組件的營收增幅將抵銷 Hot box 衰退的缺口，因此預估 2024 年 BE 的營收貢獻將微幅成長。
- BE 可望受惠於資料中心擴充對能源需求大增的趨勢，並已與包括 Amazon (美)、Intel (美) 與廣達 (2382 TT, NT\$284, 增加持股) 在內的客戶簽訂固態氧化物燃料電池 (SOFC) 供貨合約。
- 固態氧化物電解電池 (SOEC) 與各項碳捕捉技術是 BE 更長期的成長動能，預計將分別在 2025 年與 2026-27 年發表。
- 板式熱交換器
- 面對歐洲能源政策的不確定性，熱泵庫存預計還需要 2-3 季才能去化完成，因此預計高力熱泵營收將呈年減態勢。
- 管理層預估 2025-26 年熱泵營收將加速成長，動能來自新切入一線客戶供應鏈。公司目標成為既有客戶新專案的主要供應商。
- 2024 年暖通空調 (HVAC) 營收將維持雙位數年增，液壓產品則因工業需求低迷，營收預估與去年持平。
- 歐洲 SOEC 新客戶將自 2H24 開始貢獻營收，並於 2025 年佔板式熱交換器營收達到中高個位數比重。

生產概況

- 真空爐配置：板式熱交換器 19 座 (今年將再增加 4 座)；Hot box 5 座；中國 6 座。
- 新真空爐的交期已自先前的 1 年以上降至 2-3 季。除既有美國供應商外，高力也向本土廠商添購新真空爐。
- 公司預計在東南亞建廠，目前優先考慮泰國。

圖 1：2Q24-3Q24 財測修正 vs. 共識預估

百萬元	2Q24F							3Q24F						
	修正後	修正前	差異 (%)	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	1,032	1,015	1.7	29.4	(21.1)	965	7.0	1,342	1,273	5.4	29.9	16.9	1,282	4.7
毛利	281	279	0.7	31.9	(27.4)	260	8.0	399	380	4.9	41.8	13.4	375	6.3
營業利益	147	153	(4.1)	50.2	(38.2)	145	1.1	243	243	0.2	65.3	3.1	243	0.1
稅後淨利	134	131	2.4	4.6	(35.2)	116	15.9	199	190	4.9	48.2	(3.3)	191	4.1
每股盈餘 (元)	1.50	1.46	2.4	4.1	(35.5)	1.28	17.0	2.22	2.12	4.9	48.2	(3.8)	2.11	5.3
毛利率 (%)	27.2	27.5	(0.3) ppts	0.5 ppts	(2.4) ppts	27.0	0.3 ppts	29.7	29.9	(0.1) ppts	2.5 ppts	(0.9) ppts	29.3	0.5 ppts
營業率 (%)	14.2	15.1	(0.9) ppts	2.0 ppts	(3.9) ppts	15.1	(0.8) ppts	18.1	19.1	(0.9) ppts	3.9 ppts	(2.4) ppts	18.9	(0.8) ppts
淨利率 (%)	13.0	12.9	0.1 ppts	(3.1) ppts	(2.9) ppts	12.0	1.0 ppts	14.9	14.9	(0.1) ppts	1.8 ppts	(3.1) ppts	14.9	(0.1) ppts

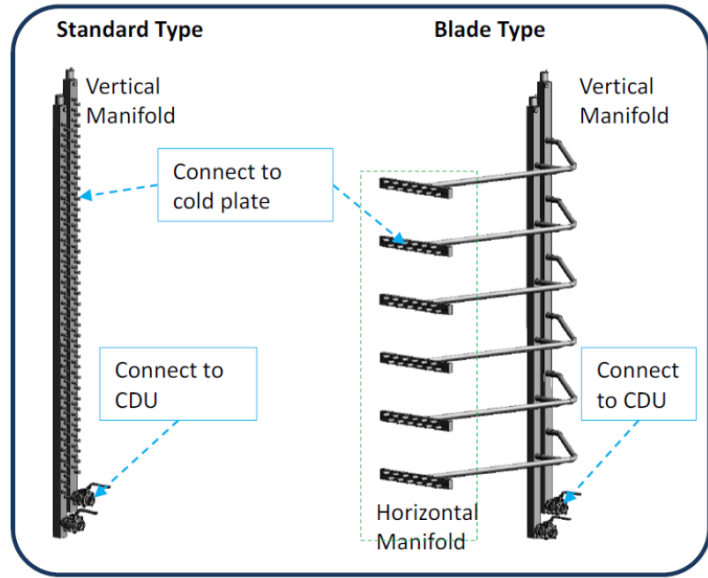
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：2024-25 年財測修正 vs. 共識預估

百萬元	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 (%)
營收	4,736	4,615	2.6	9.5	4,554	4.0	8,553	7,683	11.3	80.6	7,747	10.4
毛利	1,375	1,347	2.1	12.4	1,286	7.0	2,792	2,431	14.8	103.0	2,371	17.8
營業利益	797	814	(2.1)	12.0	774	3.0	1,870	1,717	8.9	134.7	1,710	9.3
稅後淨利	715	700	2.1	24.0	632	13.1	1,523	1,349	12.9	113.0	1,329	14.5
每股盈餘 (元)	7.97	7.81	2.1	23.5	6.95	14.6	16.95	15.02	12.9	112.8	13.30	27.4
毛利率 (%)	29.0	29.2	(0.1) ppts	0.7 ppts	28.2	0.8 ppts	32.6	31.6	1.0 ppts	3.6 ppts	30.6	2.0 ppts
營業率 (%)	16.8	17.6	(0.8) ppts	0.4 ppts	17.0	(0.2) ppts	21.9	22.3	(0.5) ppts	5.0 ppts	22.1	(0.2) ppts
淨利率 (%)	15.1	15.2	(0.1) ppts	1.8 ppts	13.9	1.2 ppts	17.8	17.6	0.2 ppts	2.7 ppts	17.2	0.6 ppts

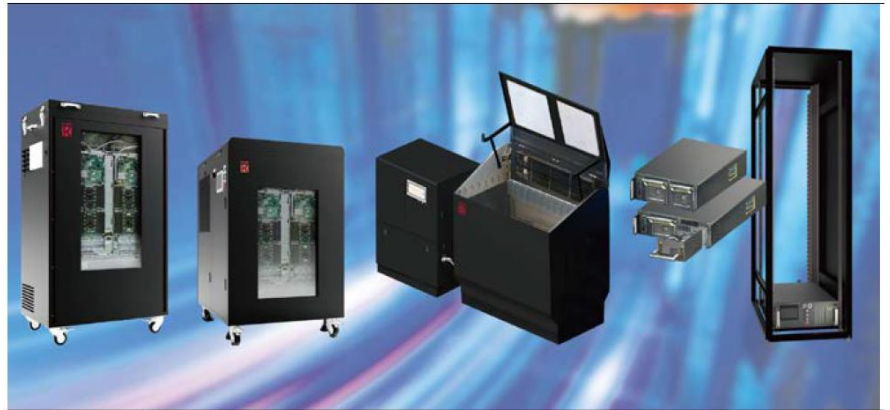
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：歧管 (Manifold) 為高力目前液冷主力產品



資料來源：公司資料、凱基

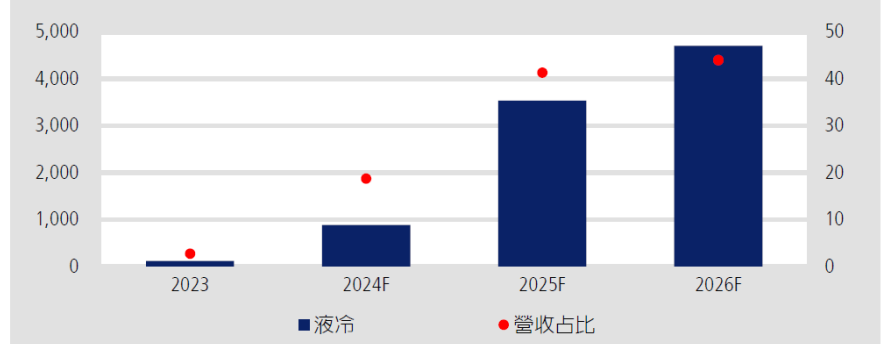
圖 4：高力亦提供 CDU 及冷卻液槽



資料來源：公司資料、凱基

圖 5：液冷產品將占 2025 年營收達 41%

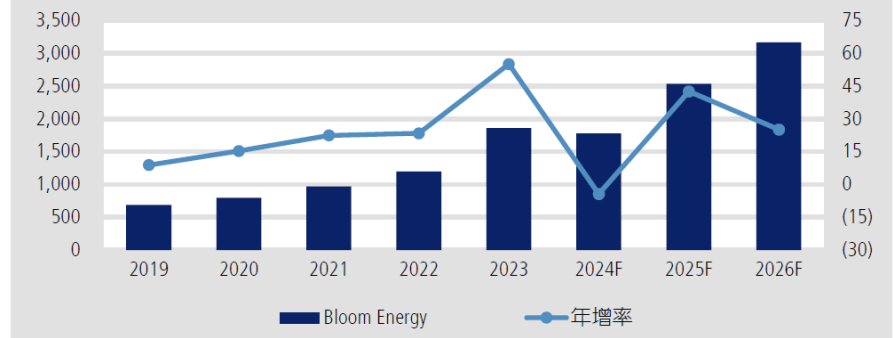
液冷產品營收，百萬元 (左軸)；營收占比，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料、凱基

圖 6：預估 2025 年 BE 營收貢獻年增 42%

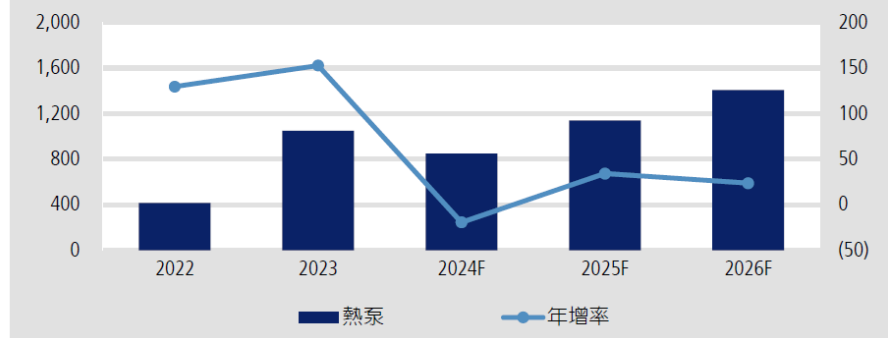
BE 營收貢獻，百萬元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料、凱基

圖 7：熱泵業務將於 2025-26 年恢復成長

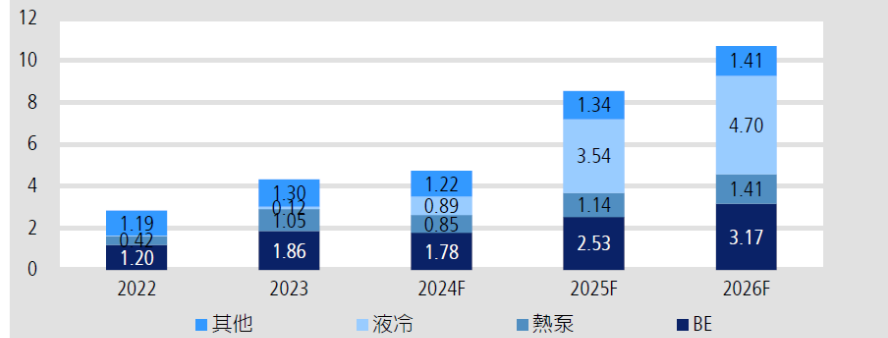
熱泵營收，百萬元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料、凱基

圖 8：液冷將於 2025 年成為佔比最大之業務

產品營收佔比，十億元



資料來源：公司資料、凱基

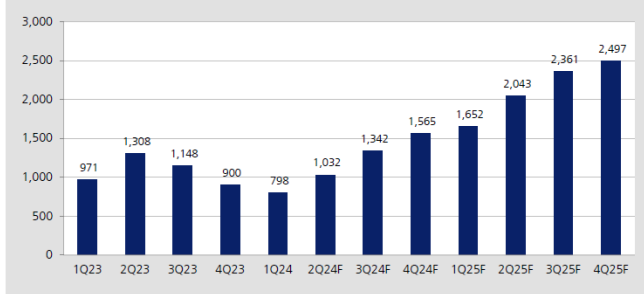
圖 9: 公司概況

高力成立於 1970 年、2006 年開始掛牌交易，專注於熱交換、熱處理、焊接製程且應用多元，涵蓋板式熱交換器、燃料電池反應盒 (hot box) 及浸沒式液冷。搭上能源轉型趨勢，高力 2023 年營收加速成長，其中板式熱交換器與熱能產品營收比重各為 53% 與 47%。

資料來源：凱基

圖 11: 季營業收入

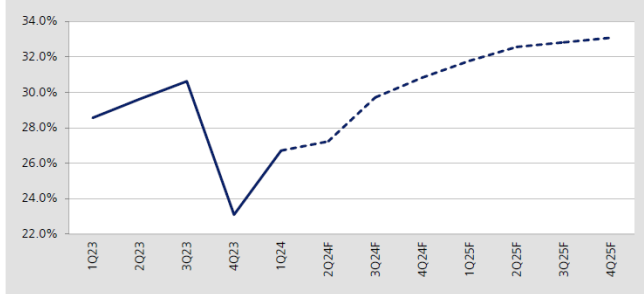
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 13: 毛利率

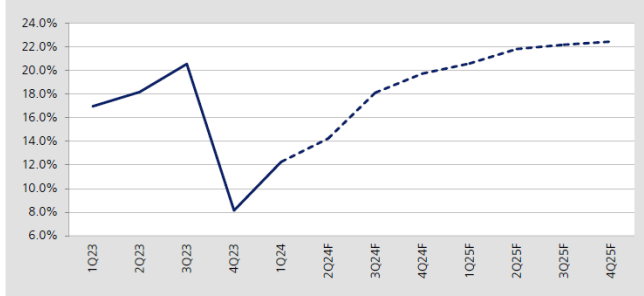
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 15: 營業利潤率

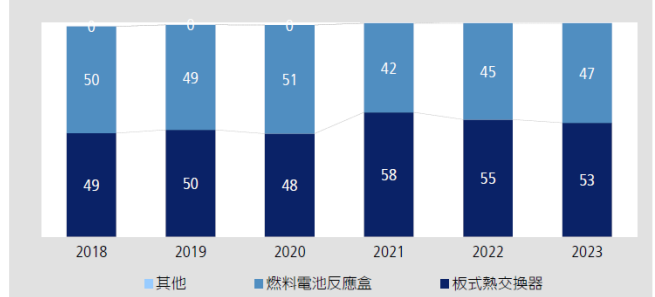
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 營收比重

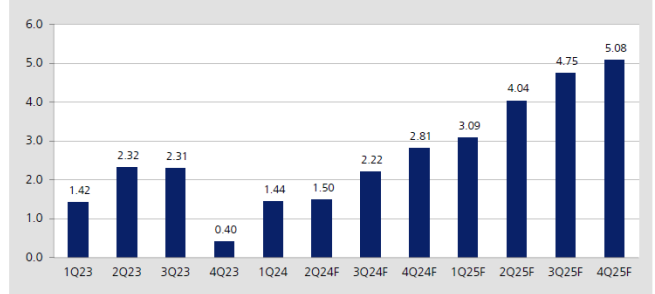
產品別營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 每股盈利

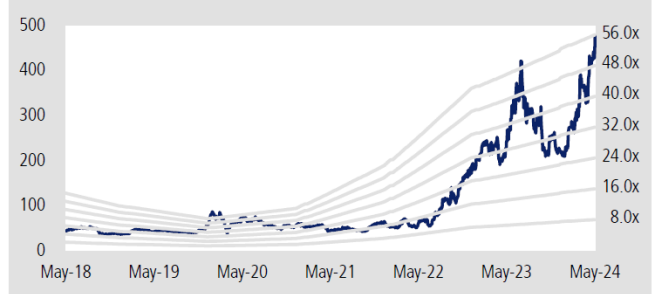
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 14: 未來一年預估本益比區間

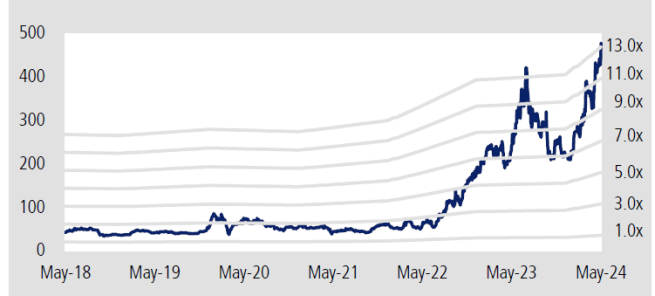
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：凱基

圖 16: 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

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	798	1,032	1,342	1,565	1,652	2,043	2,361	2,497	4,736	8,553	10,692
營業成本	(585)	(751)	(943)	(1,082)	(1,127)	(1,378)	(1,586)	(1,671)	(3,361)	(5,762)	(7,284)
營業毛利	213	281	399	482	525	665	775	826	1,375	2,792	3,408
營業費用	(115)	(134)	(156)	(174)	(185)	(220)	(251)	(266)	(579)	(922)	(1,141)
營業利益	98	147	243	309	340	446	524	560	797	1,870	2,267
折舊	(35)	(36)	(37)	(39)	(40)	(41)	(42)	(43)	(148)	(166)	(187)
攤提	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)	(4)	(4)
EBITDA	135	184	281	348	381	488	567	605	949	2,040	2,458
利息收入	1	4	5	5	6	6	7	7	15	26	32
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	18	8	8	8	8	8	8	8	42	32	32
總營業外收入	19	12	13	13	14	14	15	15	57	58	64
利息費用	(6)	(8)	(10)	(10)	(12)	(12)	(12)	(12)	(34)	(48)	(48)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	40	15	-	-	-	-	-	-	55	-	-
總營業外費用	34	7	(10)	(10)	(12)	(12)	(12)	(12)	21	(48)	(48)
稅前純益	151	166	246	312	342	448	527	563	875	1,880	2,283
所得稅費用[利益]	(23)	(32)	(47)	(59)	(65)	(85)	(100)	(107)	(160)	(357)	(434)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	129	134	199	253	277	363	427	456	715	1,523	1,849
非常項目	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	129	134	199	253	277	363	427	456	715	1,523	1,849
每股盈餘 (NT\$)	1.44	1.50	2.22	2.81	3.09	4.04	4.75	5.08	7.97	16.95	20.59
獲利率 (%)											
營業毛利率	26.7	27.2	29.7	30.8	31.8	32.6	32.8	33.1	29.0	32.6	31.9
營業利益率	12.3	14.2	18.1	19.7	20.6	21.8	22.2	22.4	16.8	21.9	21.2
EBITDA Margin	16.9	17.9	21.0	22.3	23.0	23.9	24.0	24.2	20.0	23.8	23.0
稅前純益率	18.9	16.1	18.3	19.9	20.7	21.9	22.3	22.6	18.5	22.0	21.4
稅後純益率	16.1	13.0	14.9	16.1	16.8	17.8	18.1	18.3	15.1	17.8	17.3
季成長率 (%)											
營業收入	(11.3)	29.4	29.9	16.6	5.6	23.7	15.5	5.8			
營業毛利	2.6	31.9	41.8	21.0	8.8	26.7	16.5	6.6			
營業收益增長	33.6	50.2	65.3	27.1	10.1	31.1	17.5	7.0			
EBITDA	23.9	36.6	52.7	23.8	9.3	28.1	16.2	6.7			
稅前純益	254.2	9.8	48.2	26.7	9.7	30.9	17.6	7.0			
稅後純益	255.9	4.6	48.2	26.7	9.7	30.9	17.6	7.0			
年成長率 (%)											
營業收入	(17.8)	(21.1)	16.9	73.9	107.0	97.9	76.0	59.6	9.5	80.6	25.0
營業毛利	(23.1)	(27.4)	13.4	132.2	146.3	136.6	94.4	71.3	12.4	103.0	22.1
營業收益	(40.6)	(38.2)	3.1	321.6	247.6	203.3	115.4	81.5	12.0	134.7	21.3
EBITDA	(30.7)	(31.4)	4.9	219.9	182.2	164.6	101.4	73.6	12.9	114.9	20.5
稅前純益	(4.7)	(37.4)	(6.6)	630.7	126.3	169.8	114.0	80.7	19.9	114.8	21.5
稅後純益	1.5	(35.2)	(3.3)	599.0	115.5	169.8	114.0	80.7	24.0	113.0	21.5

資料來源：公司資料、凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	4,156	4,829	5,591	7,550	8,788
流動資產	2,245	2,702	3,327	5,032	5,976
現金及短期投資	313	613	561	1,120	1,677
存貨	1,180	1,235	1,457	2,087	2,223
應收帳款及票據	580	797	1,249	1,768	2,023
其他流動資產	172	57	59	56	53
非流動資產	1,911	2,127	2,264	2,518	2,811
長期投資	146	117	87	87	87
固定資產	1,625	1,839	2,008	2,262	2,555
什項資產	140	172	170	170	170
負債總額	2,097	2,125	2,802	3,594	3,742
流動負債	1,476	996	1,763	2,555	2,703
應付帳款及票據	255	206	489	782	929
短期借款	838	255	555	1,055	1,055
什項負債	383	535	719	719	719
長期負債	621	1,129	1,039	1,039	1,039
長期借款	595	1,092	1,003	1,003	1,003
其他負債及準備	25	34	33	33	33
股東權益總額	2,059	2,704	2,788	3,956	5,046
普通股股本	894	894	898	898	898
保留盈餘	368	778	777	1,940	3,026
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	27.4%	52.1%	9.5%	80.6%	25.0%
營業收益增長	50.3%	105.5%	12.0%	134.7%	21.3%
EBITDA	34.1%	82.7%	12.9%	114.9%	20.5%
稅後純益	101.8%	91.5%	24.0%	113.0%	21.5%
每股盈餘成長率	101.8%	91.5%	23.5%	112.8%	21.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	27.6%	28.3%	29.0%	32.6%	31.9%
營業利益率	12.2%	16.4%	16.8%	21.9%	21.2%
EBITDA Margin	16.2%	19.4%	20.0%	23.8%	23.0%
稅後純益率	10.6%	13.3%	15.1%	17.8%	17.3%
平均資產報酬率	8.0%	12.8%	13.7%	23.2%	22.6%
股東權益報酬率	15.3%	24.2%	26.0%	45.1%	41.1%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	69.6%	49.8%	55.8%	52.0%	40.8%
淨負債比率	57.5%	27.9%	36.5%	24.2%	8.0%
利息保障倍數 (x)	30.2	22.8	26.6	40.2	48.6
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	0.7	0.6	0.6	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	(21.6)	20.3	8.6	17.4	37.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.3)	2.4	0.5	0.8	1.6
流動比率 (x)	1.5	2.7	1.9	2.0	2.2
速動比率 (x)	0.7	1.5	1.1	1.2	1.4
淨負債 (NT\$百萬)	1,184	755	1,019	959	403
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.37	6.45	7.97	16.95	20.59
每股現金盈餘 (NT\$)	(3.22)	7.60	3.29	9.31	20.01
每股淨值 (NT\$)	23.04	30.25	31.20	44.26	56.45
調整後每股淨值 (NT\$)	23.04	30.25	31.08	44.05	56.19
每股營收 (NT\$)	31.81	48.39	52.80	95.25	119.07
EBITDA/Share (NT\$)	5.15	9.40	10.58	22.71	27.37
每股現金股利 (NT\$)	1.50	3.98	4.00	8.50	10.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.75	0.96	0.91	1.30	1.31
應收帳款周轉天數	74.4	67.3	96.5	75.4	69.1
存貨周轉天數	209.3	145.3	158.7	132.2	111.4
應付帳款周轉天數	45.3	24.2	53.3	49.5	46.6
現金轉換周轉天數	238.4	188.4	201.9	158.2	133.9

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	2,844	4,326	4,736	8,553	10,692
營業成本	(2,058)	(3,102)	(3,361)	(5,762)	(7,284)
營業毛利	786	1,224	1,375	2,792	3,408
營業費用	(439)	(513)	(579)	(922)	(1,141)
營業利益	346	711	797	1,870	2,267
總營業外收入	9	27	57	58	64
利息收入	2	8	15	26	32
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外費用	7	18	42	32	32
總營業外費用	35	(8)	21	(48)	(48)
利息費用	(13)	(33)	(34)	(48)	(48)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	48	25	55	-	-
稅前純益	390	730	875	1,880	2,283
所得稅費用[利益]	(89)	(153)	(160)	(357)	(434)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	-	(0)	-	-
稅後淨利	301	577	715	1,523	1,849
EBITDA	460	841	949	2,040	2,458
每股盈餘 (NT\$)	3.37	6.45	7.97	16.95	20.59

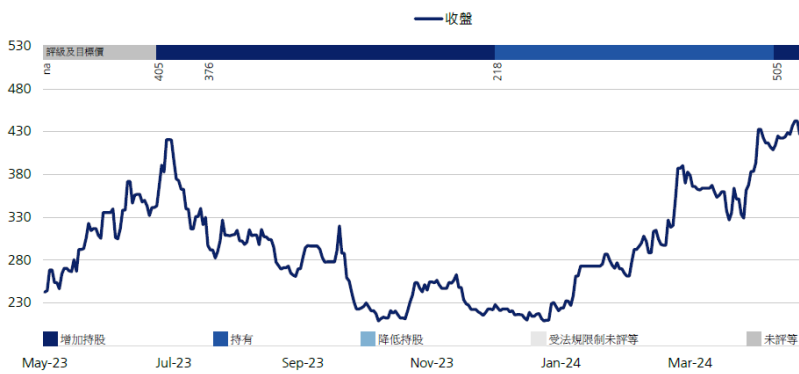
現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	(288)	679	295	836	1,797
本期純益	301	577	715	1,523	1,849
折舊及攤提	114	129	152	170	191
折舊及攤提	(772)	(329)	(394)	(857)	(244)
其他營業資產及負債變動	69	302	(178)	-	0
投資活動之現金流量	(167)	(346)	(290)	(420)	(480)
投資用短期投資出售[新購]	26	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(99)	(349)	(290)	(420)	(480)
其他資產變動	(93)	3	-	-	-
自由現金流	(496)	7	114	404	1,300
融資活動之現金流量	204	2	(62)	141	(763)
短期借款變動	130	(750)	-	-	-
長期借款變動	211	889	(289)	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(134)	(134)	(358)	(359)	(763)
其他融資現金流	(3)	(3)	585	500	-
匯率影響數	2	(4)	4	3	3
本期產生現金流量	(250)	332	(53)	560	556

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷售費用/營業收入	15.5%	11.8%	12.2%	10.8%	10.7%
= 營業利益率	12.2%	16.4%	16.8%	21.9%	21.2%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.6	0.4	0.4	0.3	0.2
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	0.9	1.3	1.3	1.8	2.0
營業利益率	12.2%	16.4%	16.8%	21.9%	21.2%
x 資本周轉率	0.9	1.3	1.3	1.8	2.0
x (1 - 有效現金稅率)	77.2%	79.0%	81.7%	81.0%	81.0%
= 稅後 ROIC	8.8%	16.9%	17.5%	31.5%	34.3%

資料來源：公司資料，凱基

高力 – 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2024-05-08	增加持股	505	415
2023-12-26	持有	218	228
2023-08-10	增加持股	376	297
2023-07-17	增加持股	405	344

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。