

## 譜瑞-KY (4966.TWO/4966 TT)

### 營運逐步升溫

#### 增加持股 · 維持

收盤價 February 5 (NT\$)	1,155
12 個月目標價 (NT\$)	1,375
前次目標價 (NT\$)	1,250
調升 (%)	10.0
上漲空間 (%)	19.0

#### 焦點內容

- 得益於穩健的客戶/通路需求，加上車用與伺服器相關產品助益營收，譜瑞-KY 展望 1Q24 營收介於 1.14-1.26 億美元之間；毛利率則展望介於 43-47% 之間。
- 管理層預期穩健的營運動能將持續至 2Q24。我們重申譜瑞-KY 之規格升級動能保持不變，而車用業務為此動能增添色彩。

#### 交易資料表

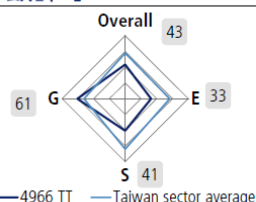
市值：(NT\$bn/US\$mn)	93.81 / 2,996
流通在外股數 (百萬股)：	81.22
外資持有股數 (百萬股)：	46.73
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.94
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	787 - 1,235

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	16.7	28.5	17.6
相對表現 (%)	7.1	21.1	1.6

#### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	20.91A	22.51A	12.38A	5.69A
2023	4.51A	5.44A	7.71A	8.05F
2024	7.38F	10.08F	14.62F	16.56F

#### ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

#### 重要訊息

得益於穩健的客戶/通路需求，加上車用與伺服器相關產品助益營收，譜瑞-KY 展望 1Q24 營收介於 1.14-1.26 億美元之間，隱含營收展望中位數大致對季持穩，優於我們預估；毛利率則展望介於 43-47% 之間。管理層維持對 2024 年 PC/NB 出貨量健康年增之展望。我們重申此一正面趨勢將有望驅動譜瑞-KY 營運復甦，並嘉惠其顯示器與高速傳輸介面解決方案業務。

#### 評論及分析

**1H24 業務能见度更趨明朗。**1Q24 營收展望優於我們預估 5.6%，顯示譜瑞-KY 之營運動能極具韌性。管理層預期穩健的營運動能將持續至 2Q24，係因高速傳輸介面解決方案業務需求延續，特別係來自 2024 年 USB4 retimer 訂單持續放量。此外，伴隨庫存修正接近尾聲，顯示器解決方案業務亦自通路看到需求復甦；而其餘業務需求則大致持穩。除了典型季節性之外，我們亦預計譜瑞-KY 2H24 營收將優於 1H24 水準，主因逐步興起的邊緣 AI PC/NB 領域將啟動 PC/NB 升級循環，且 2024-25 年前述趨勢將配合相關平台升級加速 USB4 retimer 之轉換，並促進週邊設備之規格提升。

**規格升級動能保持不變，車用業務為此動能增添色彩。**誠如我們於 11 月 21 日報告中所提及，我們重申譜瑞-KY 將隨需求趨於正常化而重拾規格升級動能，並支撐其 2024-25 年營收與獲利復甦。此外，我們亦樂觀看待其 Standard-plus 客戶於更多產品中採用 OLED 顯示器(自平板擴展至 PC/NB)。管理層亦強調 OLED 顯示器於平板之滲透率提升將較 PC/NB 更為快速。伴隨 OLED 顯示器成本持續下滑，我們認為譜瑞-KY 將有望自此一趨勢中受惠，並潛在支撐其長期營收與毛利率。另一方面，我們亦觀察到譜瑞-KY 於車用業務愈發活躍。我們認為公司正在藉助其高速傳輸介面與顯示器解決方案之專業於車用領域，且該佈局已開始逐步取得正面成果。雖然當前車用業務營收貢獻仍低，但我們認為其將成為譜瑞-KY 的另一個潛在長期成長動能。

#### 投資建議

伴隨我們對公司 1H24 營運展望轉趨明朗，但對利潤率展望略趨保守，我們將 2024 年每股盈餘預估微幅下調 2.5% 至 48.64 元，年增 89.0%，優於市場共識之 45.87 元。我們亦預估 2025 年每股盈餘為 61.33 元，年增 26.1%，對比市場共識為 56.91 元。公司目前股價交易於 24 倍與 19 倍之 2024-25 年每股盈餘預估，對比五年歷史區間為 11-37 倍。我們據此將目標價調整至 1,375 元，係基於 2024-25 年每股盈餘預估平均之 25 倍換算得出(先前為 2024 年每股盈餘預估之 25 倍)。維持「增加持股」評等。

#### 投資風險

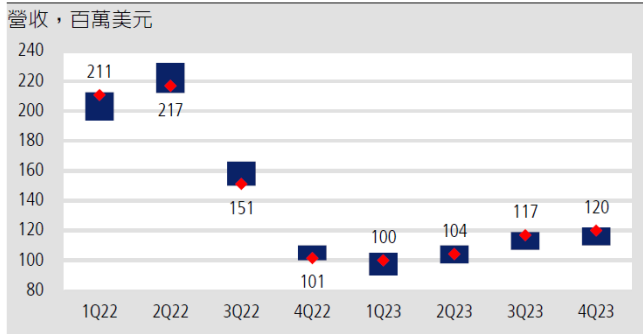
PC/NB 需求疲弱；高速傳輸介面 IC 競爭加劇。

#### 主要財務數據及估值

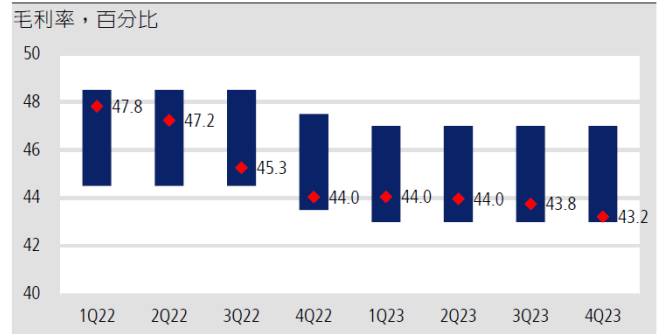
	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	19,995	20,055	13,769	18,595	21,122
營業毛利 (NT\$百萬)	9,531	9,316	6,019	8,206	9,487
營業利益 (NT\$百萬)	5,830	5,267	1,967	3,970	5,006
稅後淨利 (NT\$百萬)	5,245	4,898	2,033	3,860	4,867
每股盈餘 (NT\$)	66.29	61.35	25.73	48.64	61.33
每股現金股利 (NT\$)	32.42	30.77	12.83	24.27	30.63
每股盈餘成長率 (%)	47.8	(7.5)	(58.1)	89.0	26.1
本益比 (x)	17.4	18.8	44.9	23.7	18.8
股價淨值比 (x)	6.5	5.3	4.6	4.1	3.5
EV/EBITDA (x)	12.6	14.4	31.3	16.7	13.1
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.8	2.7	1.1	2.1	2.7
股東權益報酬率 (%)	38.6	30.4	10.6	17.8	19.6

資料來源：公司資料，凱基預估

**4Q23 每股盈餘大致符合預期。**4Q23 毛利率為 43.2%，較我們預估與市場共識分別低 0.7 個百分點與 1.3 個百分點，主因產品組合變化與認列部分庫存跌價及呆滯損失。4Q23 每股盈餘達 8.05 元，略高於我們預估之 7.73 元，但大致符合市場共識，主因業外收入略優於我們預期。

**圖 1：單季營收暨公司財測比較**


資料來源：公司資料，凱基

**圖 2：單季毛利率暨公司財測比較**


資料來源：公司資料，凱基

**圖 3：4Q23 財報暨凱基與市場共識比較**

百萬元	4Q23											
	實際值	凱基預估	差異(%)	3Q23	QoQ (%)	4Q22	YoY (%)	公司財測* (中位數)	差異(%)	市場共識	差異(%)	
營收	3,825	3,718	2.9	3,705	3.2	3,181	20.2	3,712	3.0	3,782	1.1	
毛利	1,653	1,634	1.2	1,621	2.0	1,401	18.0	1,670	(1.0)	1,682	(1.7)	
營業利益	609	600	1.5	584	4.3	440	38.6	662	(8.0)	639	(4.7)	
稅後淨利	639	613	4.2	612	4.4	454	40.6			640	(0.3)	
每股盈餘(元)	8.05	7.73	4.1	7.71	4.3	5.69	41.5			8.04	0.1	
毛利率(%)	43.2	43.9	(0.7)ppts	43.8	(0.5)ppts	44.0	(0.8)ppts	45.0	(1.8)ppts	44.5	(1.3)ppts	
營利率(%)	15.9	16.1	(0.2)ppts	15.8	0.2 ppts	13.8	2.1 ppts	17.8	(1.9)ppts	16.9	(1.0)ppts	
淨利率(%)	16.7	16.5	0.2 ppts	16.5	0.2 ppts	14.3	2.4 ppts			16.9	(0.2)ppts	

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

\*以美元兌新台幣 1:32.00 之匯率作為假設基準

**圖 4：1Q24 公司財測暨凱基預估與市場共識比較**

	1Q24F									
	公司財測*	修正後	差異(%)	修正前	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	備註
營收(百萬元)	3,744	3,838	(2.4)	3,545	5.6	(2.1)	23.2	3,731	0.4	US\$114-126mm
毛利率(%)	45.0	43.7	1.3 ppts	44.1	0.9 ppts	1.8 ppts	1.0 ppts	44.6	0.4 ppts	43-47%
營業費用(百萬元)	(1,061)	(1,094)	(3.0)	(975)	8.8	1.6	8.5	(989)	7.2	US\$32.5-35.5mm

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

\*以美元兌新台幣 1:31.20 之匯率作為假設基準

**圖 5：1Q24 財測修正暨市場共識比較**

百萬元	1Q24F						
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	3,838	3,545	8.3	0.3	26.3	3,731	2.9
毛利	1,676	1,564	7.1	1.4	25.2	1,664	0.7
營業利益	582	589	(1.2)	(4.4)	61.3	674	(13.7)
稅後淨利	586	589	(0.6)	(8.3)	65.7	654	(10.5)
每股盈餘(元)	7.38	7.43	(0.7)	(8.3)	63.7	8.20	(10.0)
毛利率(%)	43.7	44.1	(0.5)ppts	0.5 ppts	(0.4)ppts	44.6	(0.9)ppts
營利率(%)	15.2	16.6	(1.5)ppts	(0.8)ppts	3.3 ppts	18.1	(2.9)ppts
淨利率(%)	15.3	16.6	(1.4)ppts	(1.4)ppts	3.6 ppts	17.5	(2.3)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 6：2023 年財報、2024 年財測修正與 2025 財測暨凱基與市場共識比較

百萬元	2023						2024F						2025F			
	實際值	凱基預估	差異(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	13,769	13,662	0.8	(31.3)	13,733	0.3	18,595	18,164	2.4	35.0	17,975	3.4	21,122	13.6	21,291	(0.8)
毛利	6,019	6,000	0.3	(35.4)	6,051	(0.5)	8,206	8,125	1.0	36.3	8,146	0.7	9,487	15.6	9,807	(3.3)
營業利益	1,967	1,957	0.5	(62.7)	2,011	(2.2)	3,970	4,098	(3.1)	101.9	3,845	3.2	5,006	26.1	5,056	(1.0)
稅後淨利	2,033	2,008	1.3	(58.5)	2,037	(0.2)	3,860	3,956	(2.4)	89.8	3,684	4.8	4,867	26.1	4,788	1.6
每股盈餘(元)	25.73	25.42	1.2	(58.1)	25.42	1.2	48.64	49.87	(2.5)	89.0	45.87	6.0	61.33	26.1	56.91	7.8
毛利率(%)	43.7	43.9	(0.2)ppts	(2.7)ppts	44.1	(0.3)ppts	44.1	44.7	(0.6)ppts	0.4 ppts	45.3	(1.2)ppts	44.9	0.8 ppts	46.1	(1.1)ppts
營業率(%)	14.3	14.3	(0.0)ppts	(12.0)ppts	14.6	(0.4)ppts	21.3	22.6	(1.2)ppts	7.1 ppts	21.4	(0.0)ppts	23.7	2.4 ppts	23.7	(0.0)ppts
淨利率(%)	14.8	14.7	0.1 ppts	(9.7)ppts	14.8	(0.1)ppts	20.8	21.8	(1.0)ppts	6.0 ppts	20.5	0.3 ppts	23.0	2.3 ppts	22.5	0.6 ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

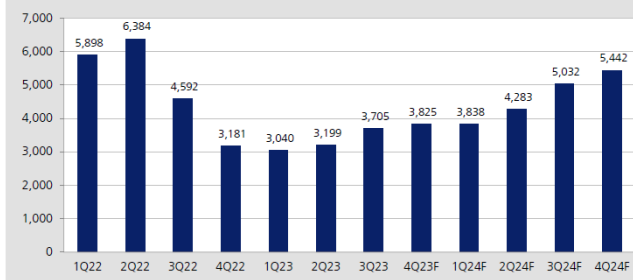
圖 7：公司概況

成立於 2005 年並於 2011 年上櫃交易的譜瑞-KY 是混合訊號 IC 設計廠中的佼佼者，產品用於各種顯示與高速介面標準下的電腦、消費性電子產品與顯示面板中。總部設於加州矽谷而設計中心則位於上海，譜瑞-KY 另外設有子公司於南京與首爾，分公司則開立於香港與台灣。作為 VESA 的共同創辦人與現任的董事，譜瑞-KY 參與了 DP 與 eDP 的標準開發。

資料來源：公司資料，凱基

圖 9：季營業收入

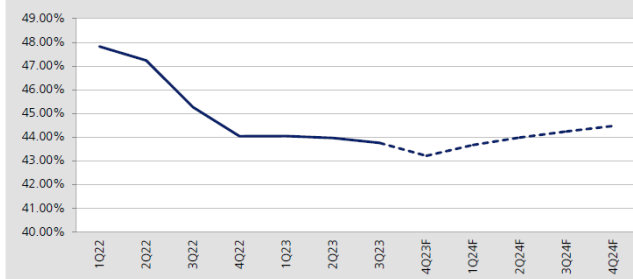
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 11：毛利率

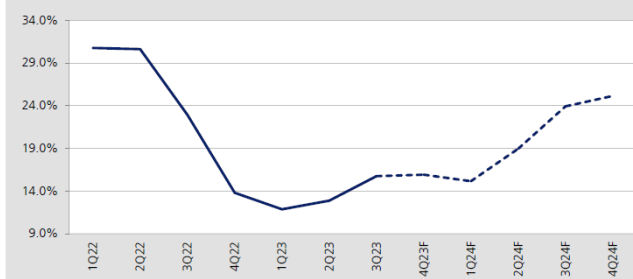
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 13：營業利潤率

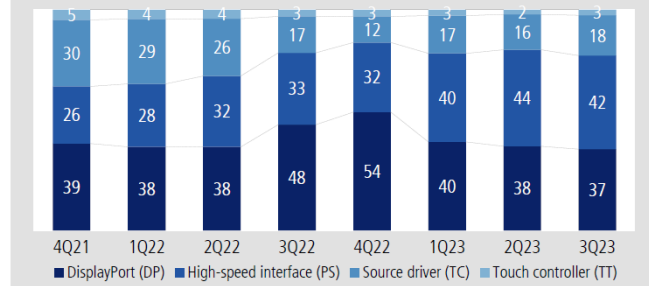
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：營收佔比

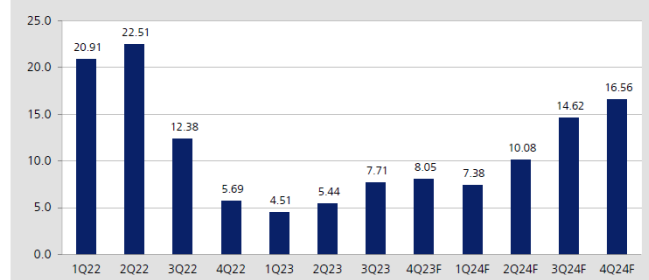
營收按事業群，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 10：每股盈利

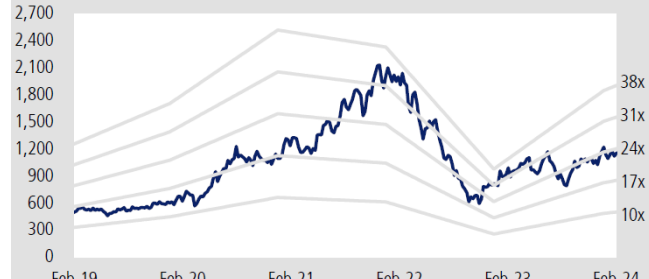
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 12：未來一年預估本益比區間

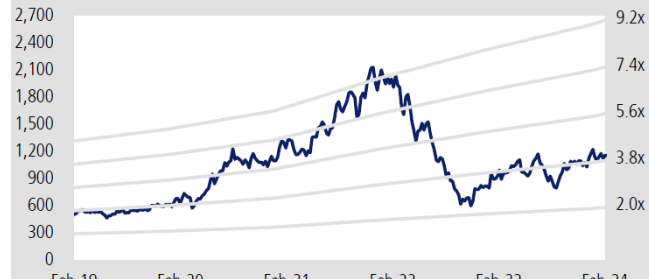
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

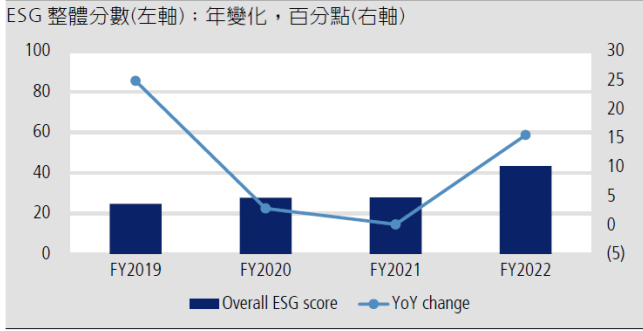
圖 14：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



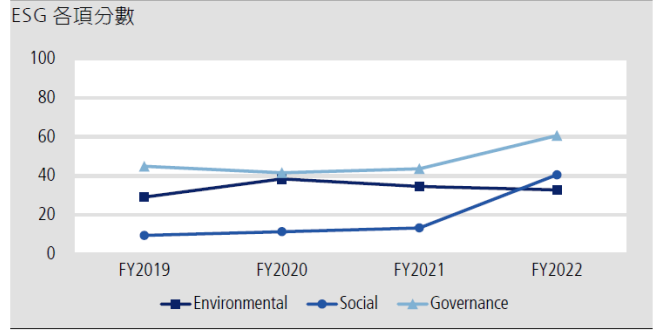
資料來源：TEJ，凱基預估

圖 15：ESG 整體分數



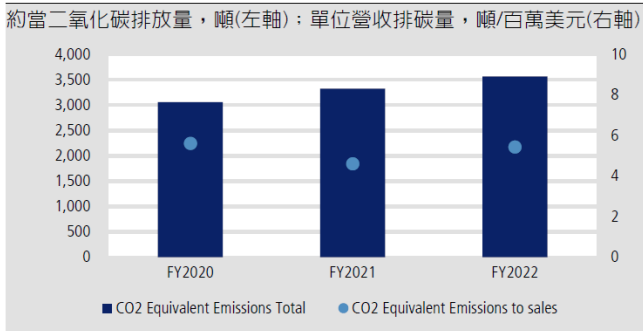
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：ESG 各項分數



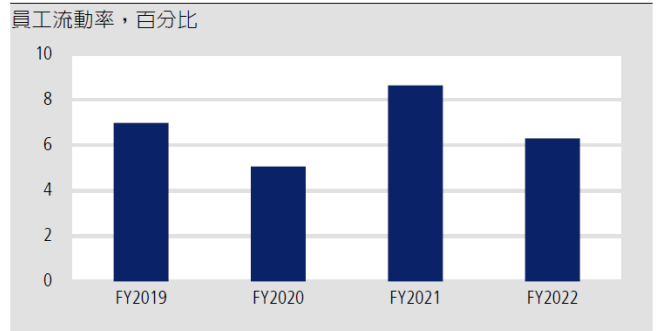
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：碳排量



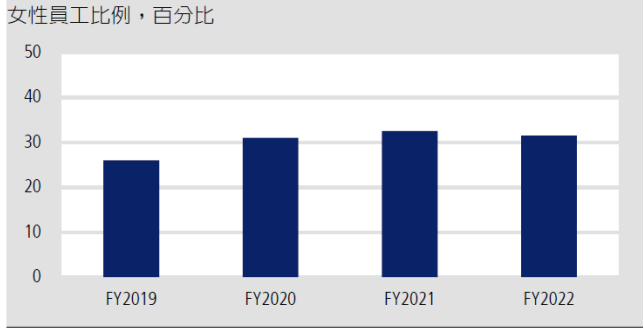
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：員工流動率



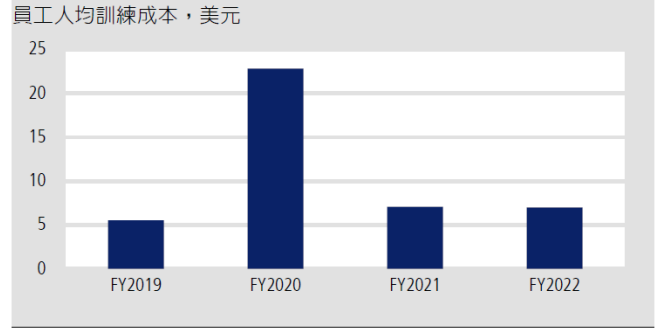
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：性別多樣性



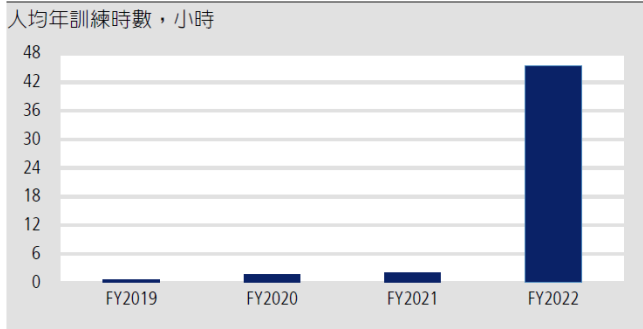
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：員工人均訓練成本



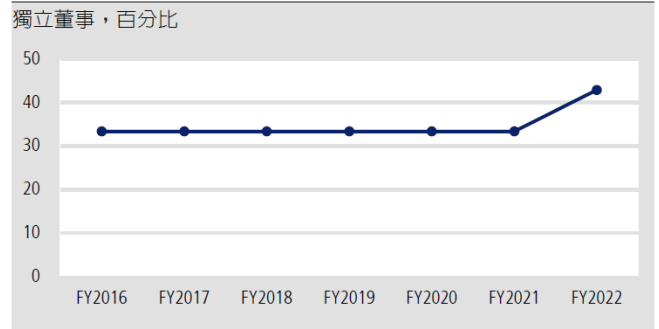
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 21：人均訓練時數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 22：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)	譜瑞-KY 首次於 2020 年 CSR 報告書中揭露該資訊。
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)	譜瑞-KY 首次於 2020 年 CSR 報告書中揭露該資訊。
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，公司資料，凱基



## 損益表

	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
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	3,040	3,199	3,705	3,825	3,838	4,283	5,032	5,442	13,769	18,595	21,122
營業成本	(1,701)	(1,793)	(2,084)	(2,172)	(2,162)	(2,399)	(2,806)	(3,022)	(7,750)	(10,389)	(11,635)
營業毛利	1,339	1,406	1,621	1,653	1,676	1,884	2,226	2,420	6,019	8,206	9,487
營業費用	(978)	(994)	(1,037)	(1,044)	(1,094)	(1,071)	(1,021)	(1,050)	(4,053)	(4,236)	(4,481)
營業利益	361	412	584	609	582	813	1,205	1,370	1,967	3,970	5,006
折舊	(80)	(91)	(82)	(78)	(147)	(151)	(155)	15	(331)	(439)	(488)
攤提	(82)	(88)	(88)	(92)	(117)	(117)	(117)	(48)	(349)	(400)	(400)
EBITDA	523	591	754	779	847	1,081	1,477	1,403	2,647	4,808	5,894
利息收入	46	43	61	67	51	56	61	64	218	232	302
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	3	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-
總營業外收入	49	44	61	67	51	56	61	64	218	232	302
利息費用	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(10)	19	14	13	10	10	10	10	40	40	40
總營業外費用	(10)	19	14	13	10	10	10	10	40	40	40
稅前純益	400	475	660	689	643	879	1,275	1,444	2,224	4,242	5,348
所得稅費用[利益]	(46)	(46)	(48)	(51)	(58)	(79)	(115)	(130)	(191)	(382)	(481)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	353	429	612	639	586	800	1,160	1,314	2,033	3,860	4,867
非常項目	0	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	353	429	612	639	586	800	1,160	1,314	2,033	3,860	4,867
每股盈餘 (NT\$)	4.51	5.44	7.71	8.05	7.38	10.08	14.62	16.56	25.73	48.64	61.33
獲利率 (%)											
營業毛利率	44.0	44.0	43.8	43.2	43.7	44.0	44.2	44.5	43.7	44.1	44.9
營業利益率	11.9	12.9	15.8	15.9	15.2	19.0	23.9	25.2	14.3	21.3	23.7
EBITDA Margin	17.2	18.5	20.3	20.4	22.1	25.2	29.4	25.8	19.2	25.9	27.9
稅前純益率	13.1	14.9	17.8	18.0	16.8	20.5	25.3	26.5	16.2	22.8	25.3
稅後純益率	11.6	13.4	16.5	16.7	15.3	18.7	23.1	24.1	14.8	20.8	23.0
季成長率 (%)											
營業收入	(4.5)	5.3	15.8	3.2	0.3	11.6	17.5	8.1			
營業毛利	(4.4)	5.0	15.3	2.0	1.4	12.4	18.2	8.7			
營業收益增長	(17.9)	14.2	41.6	4.3	(4.4)	39.6	48.2	13.7			
EBITDA	(14.2)	13.0	27.6	3.4	8.7	27.7	36.6	(5.0)			
稅前純益	(19.4)	19.0	38.7	4.5	(6.7)	36.7	45.0	13.2			
稅後純益	(22.2)	21.5	42.6	4.4	(8.3)	36.7	45.0	13.2			
年成長率 (%)											
營業收入	(48.5)	(49.9)	(19.3)	20.2	26.3	33.9	35.8	42.3	(31.3)	35.0	13.6
營業毛利	(52.5)	(53.4)	(22.0)	18.0	25.2	33.9	37.3	46.4	(35.4)	36.3	15.6
營業收益	(80.1)	(78.9)	(44.6)	38.6	61.3	97.1	106.3	124.9	(62.7)	101.9	26.1
EBITDA	(73.4)	(72.2)	(38.2)	27.9	62.0	83.0	95.9	80.0	(55.3)	81.6	22.6
稅前純益	(78.0)	(75.9)	(39.5)	39.0	61.0	84.9	93.3	109.4	(58.6)	90.7	26.1
稅後純益	(78.7)	(76.1)	(38.3)	40.6	65.7	86.4	89.6	105.7	(58.5)	89.8	26.1

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
<b>資產總額</b>	<b>19,385</b>	<b>22,072</b>	<b>23,924</b>	<b>26,384</b>	<b>29,246</b>
<b>流動資產</b>	<b>13,281</b>	<b>13,131</b>	<b>14,734</b>	<b>17,447</b>	<b>20,585</b>
現金及短期投資	9,202	6,975	8,546	11,497	14,761
存貨	2,098	4,468	3,774	3,022	2,931
應收帳款及票據	1,395	1,066	1,662	2,177	2,141
其他流動資產	587	621	752	752	752
<b>非流動資產</b>	<b>6,104</b>	<b>8,941</b>	<b>9,190</b>	<b>8,937</b>	<b>8,660</b>
長期投資	-	-	-	-	-
固定資產	488	496	406	153	(124)
什項資產	5,616	8,445	8,784	8,784	8,784
<b>負債總額</b>	<b>4,923</b>	<b>4,341</b>	<b>3,440</b>	<b>3,388</b>	<b>2,641</b>
<b>流動負債</b>	<b>4,787</b>	<b>4,259</b>	<b>3,390</b>	<b>3,337</b>	<b>2,590</b>
應付帳款及票據	1,131	399	1,567	1,209	1,173
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	3,657	3,860	1,822	2,129	1,417
<b>長期負債</b>	<b>136</b>	<b>81</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>51</b>
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	-	-	51	51	51
<b>股東權益總額</b>	<b>14,462</b>	<b>17,731</b>	<b>20,484</b>	<b>22,996</b>	<b>26,605</b>
普通股股本	809	812	812	812	812
保留盈餘	10,738	13,538	14,567	17,080	20,689
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	30.9%	0.3%	(31.3%)	35.0%	13.6%
營業收益增長	58.2%	(9.7%)	(62.7%)	101.9%	26.1%
EBITDA	57.2%	(9.5%)	(55.3%)	81.6%	22.6%
稅後純益	49.6%	(6.6%)	(58.5%)	89.8%	26.1%
每股盈餘成長率	47.8%	(7.5%)	(58.1%)	89.0%	26.1%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	47.7%	46.5%	43.7%	44.1%	44.9%
營業利益率	29.2%	26.3%	14.3%	21.3%	23.7%
EBITDA Margin	32.7%	29.5%	19.2%	25.9%	27.9%
稅後純益率	26.2%	24.4%	14.8%	20.8%	23.0%
平均資產報酬率	29.2%	23.6%	8.8%	15.3%	17.5%
股東權益報酬率	38.6%	30.4%	10.6%	17.8%	19.6%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)					
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)					
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)					
流動比率 (x)	2.8	3.1	4.3	5.2	7.9
速動比率 (x)	2.3	2.0	3.2	4.3	6.8
淨負債 (NT\$百萬)	(9,202)	(6,975)	(8,546)	(11,497)	(14,761)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	66.29	61.35	25.73	48.64	61.33
每股現金盈餘 (NT\$)	83.18	31.85	45.00	57.68	73.65
每股淨值 (NT\$)	178.85	218.39	252.38	283.33	327.79
調整後每股淨值 (NT\$)	182.80	222.07	259.25	289.80	335.28
每股營收 (NT\$)	252.73	251.18	174.27	234.33	266.18
EBITDA/Share (NT\$)	82.72	74.16	33.50	60.59	74.27
每股現金股利 (NT\$)	32.42	30.77	12.83	24.27	30.63
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.11	0.97	0.60	0.74	0.76
應收帳款周轉天數	25.5	19.4	44.1	42.8	37.0
存貨周轉天數	73.2	151.9	177.8	106.5	92.0
應付帳款周轉天數	39.4	13.6	73.8	42.6	36.8
現金轉換周轉天數	59.2	157.7	148.0	106.7	92.2

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
<b>營業收入</b>	<b>19,995</b>	<b>20,055</b>	<b>13,769</b>	<b>18,595</b>	<b>21,122</b>
營業成本	(10,463)	(10,740)	(7,750)	(10,389)	(11,635)
<b>營業毛利</b>	<b>9,531</b>	<b>9,316</b>	<b>6,019</b>	<b>8,206</b>	<b>9,487</b>
營業費用	(3,702)	(4,049)	(4,053)	(4,236)	(4,481)
<b>營業利益</b>	<b>5,830</b>	<b>5,267</b>	<b>1,967</b>	<b>3,970</b>	<b>5,006</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>7</b>	<b>68</b>	<b>218</b>	<b>232</b>	<b>302</b>
利息收入	3	64	218	232	302
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	4	4	-	-	-
<b>總營業外費用</b>	<b>(28)</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>
利息費用	-	-	-	-	-
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(28)	40	40	40	40
<b>稅前純益</b>	<b>5,809</b>	<b>5,375</b>	<b>2,224</b>	<b>4,242</b>	<b>5,348</b>
所得稅費用[利益]	(564)	(477)	(191)	(382)	(481)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	(0)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>5,245</b>	<b>4,898</b>	<b>2,033</b>	<b>3,860</b>	<b>4,867</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6,544</b>	<b>5,921</b>	<b>2,647</b>	<b>4,808</b>	<b>5,894</b>
每股盈餘 (NT\$)	66.29	61.35	25.73	48.64	61.33

**現金流量**

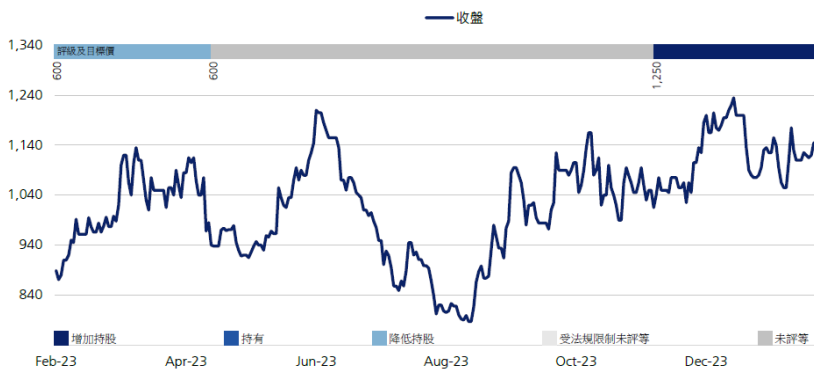
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>6,581</b>	<b>2,543</b>	<b>3,556</b>	<b>4,577</b>	<b>5,845</b>
本期純益	5,245	4,898	2,033	3,860	4,867
折舊及攤提	715	654	680	838	888
本期運用資金變動	(464)	(2,515)	1,266	(121)	90
其他營業資產及負債變動	1,085	(495)	(423)	0	-
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(2,365)</b>	<b>(2,758)</b>	<b>(426)</b>	<b>(586)</b>	<b>(611)</b>
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(296)	(172)	(150)	(186)	(211)
其他資產變動	(2,069)	(2,586)	(276)	(400)	(400)
<b>自由現金流</b>	<b>4,776</b>	<b>2,427</b>	<b>3,244</b>	<b>3,744</b>	<b>4,922</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(3,250)</b>	<b>(3,244)</b>	<b>(1,752)</b>	<b>(1,041)</b>	<b>(1,969)</b>
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,753)	(2,622)	(2,439)	(1,041)	(1,969)
其他融資現金流	(100)	(34)	(73)	-	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(284)</b>	<b>1,233</b>	<b>193</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>682</b>	<b>(2,226)</b>	<b>1,571</b>	<b>2,951</b>	<b>3,264</b>

**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	18.5%	20.2%	29.4%	22.8%	21.2%
= 營業利益率	<b>29.2%</b>	<b>26.3%</b>	<b>14.3%</b>	<b>21.3%</b>	<b>23.7%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.0)	0.1	0.2	0.1	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)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2
= 資本周轉率	<b>12.1</b>	<b>3.0</b>	<b>1.7</b>	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>
營業利益率	29.2%	26.3%	14.3%	21.3%	23.7%
x 資本周轉率	12.1	3.0	1.7	2.5	2.7
x (1 - 有效現金稅率)	90.3%	91.1%	91.4%	91.0%	91.0%
= 稅後 ROIC	<b>319.6%</b>	<b>71.9%</b>	<b>22.5%</b>	<b>47.8%</b>	<b>57.7%</b>

資料來源：公司資料，凱基預估



**譜瑞-KY – 以往評級及目標價**


日期	評級	目標價	收盤價
2023-11-21	增加持股	1,250	1,040
2023-04-28	未評等	600	938
2023-02-08	降低持股	600	1,000
2022-10-28	降低持股	480	676
2022-10-18	增加持股	960	684
2022-08-03	增加持股	1,290	1,060
2022-04-27	增加持股	1,580	1,335
2022-04-01	持有	1,915	1,710
2022-02-09	增加持股	2,380	1,930
2021-10-27	增加持股	2,340	1,895

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** 部份凱基亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://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證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、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，本行并不另行通知。本行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，並不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自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、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。