國泰期貨 國泰證券子公司

禾伸堂 3026 TT （電子–零組件）

AI 電源升級，高階 MLCC 放量

投資與評價

1. 預期禾伸堂 3Q26 受惠 GPU 及 TPU/ASIC 平台拉貨，營運動能可望維持；4Q26 隨新設備貢獻產能，高階 MLCC 出貨持續增加，獲利將再創新高。
2. 禾伸堂 26、27 年 MLCC 產能分別年增約 30%、40%，稼動率接近滿載，客戶 27 年需求多為倍數成長。自製 MLCC 毛利率約 40 至 45%，產品組合轉變將持續推升毛利率，預估 26 年 EPS 15.99 元、27 年 EPS 35.43 元。
3. 目前禾伸堂股價 735 元，約為 20.7X FY27E EPS，為歷史本益比參考區間 11 至 65 倍之中下緣。高階諧振電容驗證門檻高、客戶轉換意願低，供貨地位穩固，Class 2 輸出電容亦將於 27 年成為第二成長引擎；考量市場尚未反映 27 年漲價及擴產之獲利成長，以參考本益比區間中間偏下之 25 倍作為評價基礎，給予買進投資評等，目標價 900 元(25x FY27E PER)。

重點更新

禾伸堂 3Q26 受惠 ASIC 需求放量，營收季增 10.8%

禾伸堂 3Q26 營收 45.39 億元(+10.8% QoQ)，其中 9 月營收 15.98 億元，目前 MLCC 稼動率接近滿載，新客戶交期已拉長至約 20 週。GPU 平台電源與 BBU 對高壓 NP0 諧振電容需求維持強勁，出貨主力為 Blackwell 平台；TPU/ASIC 平台需求 9 月起明顯放大，帶動 X7R 100V 輸出電容拉貨；第三季新進設備仍在調機，成長主要來自既有設備良率與單位時間產出提升。受惠高階 MLCC 占比提升，預估毛利率季增 2.6 個百分點至 28.8%，營業利益季增 32.4%至 8.30 億元，稅後淨利 6.94 億元(+8.1% QoQ)，EPS 4.18 元，毛利率連續三季提升。

預期禾伸堂 4Q26 新設備貢獻產能，毛利率突破三成

預期禾伸堂 3Q26 進廠設備完成調機後於 4Q26 開始貢獻產能，高階 MLCC 產出將持續增加。GB 系列在 1Q27 前仍為最大宗，Vera Rubin 放量後兩者將並行成長，TPU/ASIC 平台則將有完整一季貢獻；代理線及系統模組持平，營收結構將進一步往自製 MLCC 傾斜。預估 4Q26 營收 48.72 億元(+7.3% QoQ)，毛利率季增 2.4 個百分點至 31.2%，營業利益季增 21.2%至 10.06 億元，稅後淨利 8.42 億元(+21.3% QoQ)，EPS 5.08 元，營益率站上 20%，營運動能強勁。

買進 – 初次評等

目標價：900 元 +22.4%
收盤價：735 元

報告日期	評等	目標價
2026/10/20	買進	900 元

	國泰	市場	差異
目標價	900	1021	
2026 EPS	15.99	14.98	6.7%
2027 EPS	35.43	33.34	6.3%
現在 P/E	20.75		

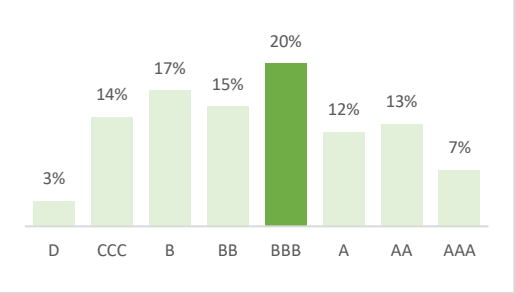
公司資訊

市值(百萬元)	121,940
自由流通股數比例(free float；%)	90.45
20 日平均成交量(百萬元)	9,255
每股淨值(元,2027E)	93.17
股價淨值比(倍)	7.89
現金股利率(%)	1.09
股東權益報酬率(%,2027E)	38.36
外資持股比率(%)	10.82

禾伸堂 ESG 評等

ESG 評等	社會(S)	經濟(E)	環境(E)	揭露(D)
BBB	52%	57%	36%	40%

電子製造業 ESG 評等分配圖



資料來源：臺灣指數公司；國泰證期研究部整理

王韋傑 / 被動元件
+886-2-2326-9899#3954/ jerrywang@cathayfut.com.tw

項目(百萬元)	3Q'26(E)	4Q'26(E)	1Q'27(E)	2Q'27(E)	2025	2026(E)	2027(E)
營業收入	4,539	4,872	5,468	6,104	13,427	17,127	25,227
稅前盈餘	824	1,000	1,241	1,626	1,191	3,156	6,981
稅後盈餘(母公司業主)	694	842	1,045	1,369	1,092	2,653	5,877
營收成長率(%)(QoQ/YoY)	10.79	7.34	12.23	11.63	5.01	27.55	47.29
毛利率(%)	28.79	31.15	33.21	37.04	18.77	27.88	37.67
營益率(%)	18.29	20.65	22.81	26.74	8.03	17.20	27.77
稅後盈餘成長率(%)(QoQ/YoY)	8.14	21.32	24.11	31.01	12.17	142.97	121.58
每股盈餘 EPS(元)	4.18	5.08	6.30	8.25	6.58	15.99	35.43

EPS 以調整後股數 165.89 百萬股計算

禾伸堂 3026 TT

報告內容

禾伸堂 2Q26 受惠高階 MLCC 放量，毛利率與獲利同步走揚

受惠 AI 伺服器電源規格升級，高階 MLCC 產出與銷售增加，禾伸堂 2Q26 被動元件營收季增 8.9%至 18.53 億元，占營收比重 45%；被動元件中 AI 應用占比由 1Q26 的 27%升至 32%，AI 需求持續推升產品組合。2Q26 營收 40.97 億元(+13.2% QoQ)，自製 MLCC 毛利率約 40 至 45%，遠高於代理線的 5 至 10%，帶動毛利率季增 2.0 個百分點至 26.2%；費用率 10.9%與上季持平，營業利益季增 29.8%至 6.27 億元。業外收益 1.36 億元，主要為金融資產評價利益 1.40 億元，稅後淨利 6.42 億元(+35.2% QoQ)，EPS 3.87 元，營益率 15.3%為 3Q18 以來新高。

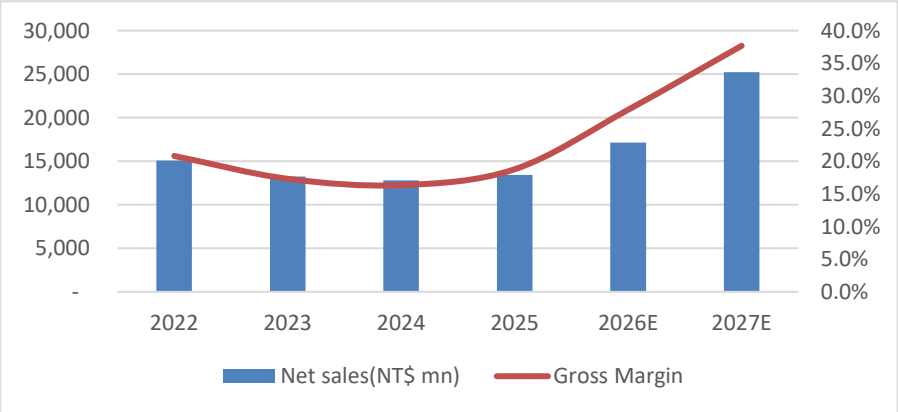
預期禾伸堂 3Q26 受惠 ASIC 平台放量，營業利益季增 32.4%

禾伸堂 3Q26 營收 45.39 億元(+10.8% QoQ)，其中 9 月營收 15.98 億元。我們觀察到，GPU 平台電源與 BBU 對高壓 NP0 諧振電容需求仍強，出貨主力為 Blackwell 平台；TPU/ASIC 平台需求 9 月起明顯放大，帶動 X7R 100V 輸出電容拉貨，產出成長主要來自既有設備良率提升。受惠高階 MLCC 占比提升，預估毛利率季增 2.6 個百分點至 28.8%，營業利益季增 32.4%至 8.30 億元；預估 3Q26 稅後淨利 6.94 億元(+8.1% QoQ)，EPS 4.18 元，毛利率連續三季提升。

禾伸堂 4Q26 新設備貢獻產能，預期毛利率突破三成

預估禾伸堂 4Q26 營收 48.72 億元(+7.3% QoQ)。3Q26 進廠設備完成調機後將開始貢獻部分產能，高階 MLCC 產出將持續增加。GB 系列在 1Q27 前仍為最大宗，Vera Rubin 放量後兩者將並行成長；TPU/ASIC 平台多採 4.2kW 至 5.5kW PSU，未必使用 33nF 高容規格，但 X7R 100V 輸出電容用量增加可彌補單顆價值差異；代理線及系統模組持平，營收結構將進一步往自製 MLCC 傾斜。受惠產品組合優化，預估毛利率季增 2.4 個百分點至 31.2%，營業利益季增 21.2%至 10.06 億元，稅後淨利 8.42 億元(+21.3% QoQ)，EPS 5.08 元，營收與獲利皆連續四季成長。

圖一、Holy Stone Revenue and Gross Margin Trend Forecast, 2022-2027



資料來源: 國泰證期研究部預估

預期禾伸堂 26 年高階 MLCC 占比提升，獲利結構翻轉

禾伸堂 1H26 EPS 6.73 元已高於 25 年全年的 6.58 元，1 至 9 月累計營收 122.54 億元，年增約 21%。26 年的核心變化在於營收與毛利來源脫鉤：被動元件約占營收四成五，其中九成以上為自製 MLCC，卻貢獻大部分毛利；AI 應用占被動元件營收比重由 25 年的 19%升至 2Q26 的 32%。產品面，GPU 平台 Power Shelf 由單相轉向三相，每相均需配置諧振電路，加上 Sidecar BBU 沿用 LLC 拓撲，諧振電容用量呈倍數成長，1210 NP0 33nF/1kV 為 2H26 主力規格。預估 26 年營收年增 27.6%至 171.27 億元，毛利率 27.9%(+9.1 ppts YoY)，營業利益 29.46 億元(+173.3% YoY)，稅後淨利 26.53 億元(+143.0% YoY)，EPS 15.99 元，營收為歷年新高。

禾伸堂 27 年產能增加四成，諧振與輸出電容雙引擎成長

27 年將是禾伸堂高階 MLCC 放量時間點。產能方面，MLCC 名目產能將較 26 年再增加約 40%，產出集中在 2Q27 至 3Q27，新增產能主要對應 1206、1210 等 AI 用大尺寸規格。需求方面，主要客戶提供的 27 年需求多為倍數成長，明顯高於既定擴產幅度。產品面將呈現雙引擎：(1)諧振電容方面，Vera Rubin 世代 PSU 瓦數將往 8kW 至 30kW 推進，33nF/1kV 為主力規格，47nF 與 1,250V 新品已完成開發，27 年機種已有 2 至 3 家客戶完成認證；(2)輸出電容方面，日韓大廠將擴產重心放在 0201、0402 等小尺寸高容產品，對 1206 以上大尺寸 X7R 僅維持既有供給，電源客戶轉而要求禾伸堂提高供貨，X7R 產能增幅將明顯高於 NP0，X8R 已完成客戶送樣。

隨高階規格占比提升，產品組合將持續優化，X7R 與 NP0 雙主軸帶動自製 MLCC 占營收比重持續提升，代理線及系統模組 27 年展望持平。預估 27 年營收為 252.27 億元(+47.3% YoY)，營收規模擴大帶動費用率由 10.7%降至 9.9%，毛利率 37.7%(+9.8 ppts YoY)，營業利益 70.05 億元(+137.7% YoY)，稅後淨利 58.77 億元(+121.6% YoY)，EPS 35.43 元，獲利為歷史新高。

禾伸堂 27 年高階 MLCC 放量延續，獲利成長動能明確

目前禾伸堂股價交易在 735 元，約為 20.7X FY27E EPS，位於本益比參考區間 11 至 65 倍之中下緣位置。展望後市，預期 AI 伺服器電源規格升級帶動 NP0 諧振電容與 X7R 輸出電容需求同步成長，搭配 27 年 MLCC 產能再增約 40%及產品組合優化，將成為禾伸堂主要成長動能；同業高階規格仍待驗證，禾伸堂主要供應商地位穩固，市場尚未充分反映 27 年獲利成長幅度。以參考本益比區間中間偏下之 25 倍作為評價基礎，給予買進投資評等，目標價 900 元(25x FY27E PER)。

表一、禾伸堂 26 至 27 年受惠 AI 電源升級，各產品線成長動能比較

產品線	26 年營運動能	27 年展望
NP0 諧振電容	禾伸堂受惠 GPU 平台電源功率提升，高容值、高耐壓產品需求增加，33nF / 1kV 為 2H26 重要出貨規格	禾伸堂隨高功率電源平台放量擴大出貨，較高容值與耐壓新品則配合客戶進度導入
X7R 輸出電容	禾伸堂自 2H26 起受惠 TPU 與 ASIC 需求增加，帶動 BBU 及電源端 100V 產品用量	禾伸堂承接大尺寸產品需求，X7R 出貨數量將明顯增加，與 NP0 的數量占比差距將縮小
X8R 高溫電容	禾伸堂已於客戶新機種送樣成功，持續推進後續導入	禾伸堂以 27 年及後續機種為開發方向，營收貢獻仍取決於認證與量產進度

資料來源: 國泰證期研究部整理

投資摘要

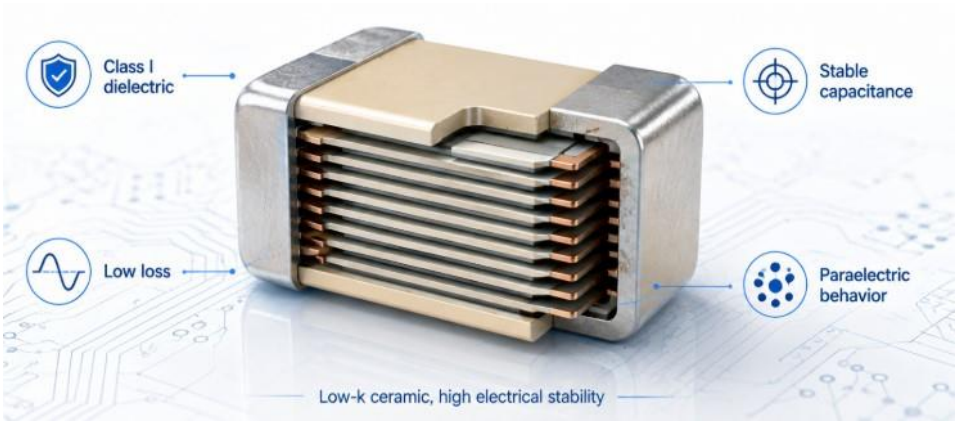
禾伸堂受惠 AI 電源走向高頻交流，MLCC 用量與規格同步升級

傳統 MLCC 多用於直流濾波，而 AI 伺服器電源在 LLC 諧振架構下需承受高壓、高頻的交流電流，對電容容值穩定度與發熱控制的要求提高。NP0 屬 Class 1 介電材料，容值幾乎不隨溫度、直流偏壓與時間變化，可避免諧振頻率偏移造成效率下降與溫度上升，因此成為 LLC 諧振電容的主流選擇。從平台演進來看，NVIDIA 機櫃功率由 Blackwell 世代往 Vera Rubin 的 200kW 以上、Rubin Ultra 的 1,000kW 以上推進，PSU 瓦數亦由 3.3kW、5.5kW 往 8kW、18kW 甚至 30kW 提升。當 PSU 移出 IT Rack 至 Sidecar 並改採三相輸入，每一相位都需配置諧振電路，進入 IT Rack 後由 800V/400V 轉換至 48V 的 DC-DC 段，以及 Sidecar 內的 HVDC BBU 也沿用 LLC 拓撲，使單櫃諧振電容需求呈倍數成長。各雲端業者的 Sidecar、PSU 與 BBU 配置差異大，實際用量難以用單一標準換算，但規格往高容、高壓移動的方向明確，禾伸堂諧振電容單顆價值將隨之提升。

禾伸堂掌握低溫升技術門檻，長驗證週期構築先行者優勢

根據我們產業調查，AI 電源用諧振電容的關鍵指標在於長時間運作後的溫升(ΔT)，目前僅禾伸堂與 TDK 能將溫升控制在約 4°C 以內，三星約 8°C，其餘台系同業多落在 10°C 上下。溫升差異來自燒結後陶瓷結晶的緻密度與孔隙控制，牽涉粉末配方與燒結製程，難以在短期內複製；禾伸堂以日本基礎粉末為主材，於北海道研發中心自行加入副材與稀土調配，是全球少數具備完整粉末系統的 MLCC 廠。新供應商切入需先完成至少 1,000 小時溫升測試，再經電源廠、雲端客戶與安規認證，往返約需半年以上，通過後仍需時間爬坡良率；而禾伸堂與主要電源廠共同開發逾十年，27 年機種已有 2 至 3 家客戶完成認證。我們觀察到，TDK 同規格產能優先供應單價較佳的車用 LLC，三星亦傾向將產能用於小尺寸產品，台系同業則仍在送樣與驗證階段，26 至 27 年禾伸堂仍將是主力供應商；即使市占率隨市場擴大而下滑，絕對出貨量仍將大幅成長，地位難以撼動。

圖二、NP0 (C0G) MLCC Structure and Characteristics



資料來源: IC Components，國泰證期研究部整理

禾伸堂 27 年承接 Class 2 輸出電容需求，成為第二成長引擎

除 NP0 諧振電容外，48V 架構下的 PSU 輸出端、BBU 與 CBU 大量使用 1206/1210 X7R 100V 電容；在固定 48V 下瓦數提升代表電流增加，而單顆元件可承受的電流有限，X7R 顆數將隨功率同步增加。2H26 起 TPU 與 ASIC 平台放量，BBU 板上 X7R 100V 需求快速攀升；同時日韓大廠將新增產能集中於 AI 主板所需的 0201、0402 小尺寸高容產品，大尺寸 Class 2 僅維持既有配額，使電源客戶回頭要求禾伸堂擴大供貨。新一代 X8R 可耐溫至 150°C，已在客戶新機種送樣成功，在可靠度要求更高的情況下，單顆價值將進一步提升，為 27 年以後的規格升級動能。我們預期 27 年 X7R 產能增幅將明顯高於 NP0，兩者數量比例逐步拉近，產品組合由單一諧振電容擴展為「諧振＋輸出」雙主軸，有助於降低對單一規格或單一雲端平台的集中風險，提升獲利穩定度。

表二、禾伸堂 AI 電源用 MLCC 產品規格與應用

比較項目	NP0 諧振電容	X7R 輸出電容	X8R 高溫電容
主要應用	PSU、DC-DC 轉換及 HVDC BBU 的 LLC 諧振電路	48V 電源架構的輸入 / 輸出端及 BBU	次世代電源機種的高溫應用
核心特性	容值穩定、低損耗與低溫升，適合高頻諧振環境	提供濾波與電流支援，最高工作溫度為 125°C	最高工作溫度提高至 150°C，對應更高耐溫需求
重點規格	33nF / 1kV；新品包含 47nF 及 33nF / 1,250V	100V 規格，重點尺寸為 1206 及 1210	公司尚未揭露完整尺寸、容值與耐壓組合
產品進度	目前高壓應用仍多採 1kV 產品串聯；1,250V 產品已開發，導入須配合客戶規劃	禾伸堂已量產多年，產品良率與可靠度相對成熟	禾伸堂已於客戶新機種送樣成功，量產規模尚未揭露

資料來源: 國泰證期研究部整理

禾伸堂 26 至 27 年受限產能，擴產與產品取捨決定成長斜率

目前 MLCC 稼動率已接近滿載，新客戶新訂單交期約 20 週，供給而非需求是禾伸堂現階段最大限制。擴產規劃為 26 年產能年增約 30%、27 年再增約 40%，惟此為設備換算之名目產能，實際顆數將隨產品尺寸變動，1206/1210 等大尺寸比重提升將使實際出貨顆數成長低於名目產能。設備交期已由半年至一年拉長至一年至一年半，進廠後仍需約一季調機，擴產瓶頸同時存在於廠房空間與設備。在產能有限下，禾伸堂將低階、同業亦可供應的規格逐步移轉，產能優先配置於高階 AI 規格並優先滿足長期合作之電源大廠需求，並透過瓶頸站改善與良率提升擴大單位時間產出。我們認為，以產品組合換取毛利雖使營收成長受限，但 26 至 27 年獲利成長將明顯快於營收。

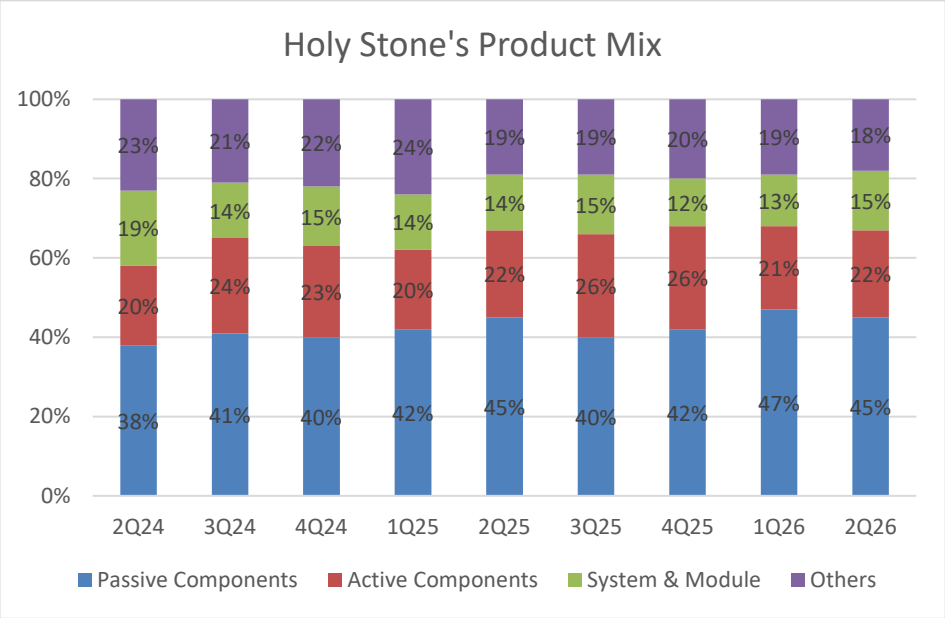
禾伸堂代理業務提供穩定基礎，獲利結構持續向自製 MLCC 集中

禾伸堂除自製 MLCC 外，另有主動元件、系統模組及其他代理產品線，合計約占 2Q26 營收 55%，毛利率約 5 至 10%，27 年展望大致持平。隨自製 MLCC 營收占比提升，整體毛利率將逐步向 MLCC 毛利率靠攏，2Q26 毛利率 26.2%已較 25 年全年的 18.8%明顯跳升。區域方面，25 年中國約占營收 63%、台灣約 16%，隨客戶產線移往東協，其他區域占比持續增加，AI 相關產品則分散於中國與東南亞的電源廠生產基地出貨。財務方面，截至 2Q26 現金及約當現金 45.25 億元，長期借款降至 3.14 億元，1H26 自由現金流仍為正，擴產資金可由自有資金支應。

公司簡介

禾伸堂成立於 1981 年，總部位於台灣台北，集團員工總人數逾 1,000 人，為電子元件供應鏈中少數同時涵蓋主、被動元件通路並具備自有製造能力的公司。公司於 1999 年在桃園龍潭設立生產基地，主要製造積層陶瓷電容（MLCC），並以自有品牌銷售全球，同時代理多家國際知名半導體及電子零組件品牌，提供客戶完整元件與解決方案。產品及服務涵蓋被動元件、主動元件、週邊元件、消費元件及電源元件等領域，並持續布局 5G 網通、工控及車用電子等利基型市場。

圖三、Holy Stone’s product mix , 2Q24-2Q26



資料來源: 禾伸堂，國泰證期研究部整理

禾伸堂 ESG 政策

禾伸堂以環境保護、友善職場、供應鏈管理及公司治理作為永續發展主軸，並由總經理室統籌企業永續相關事務。公司設有企業永續委員會，由總經理擔任主席，下設公司治理、友善職場、環境保護及供應鏈管理等推行小組，定期檢視永續目標與執行情形，並向董事會報告。

環境面方面，禾伸堂持續推動溫室氣體盤查、能源效率提升、水資源及廢棄物減量，並透過太陽能發電及製程資源回收降低營運對環境的影響。公司亦推動廢溶劑回收再利用及「轉廢為能」措施，將部分廢棄物轉為固體再生燃料，並已通過碳盤查認證、設定量化溫室氣體及節能減量目標，持續依 ISO 14001 環境管理系統進行環境管理，以朝節能減碳及資源循環方向發展。

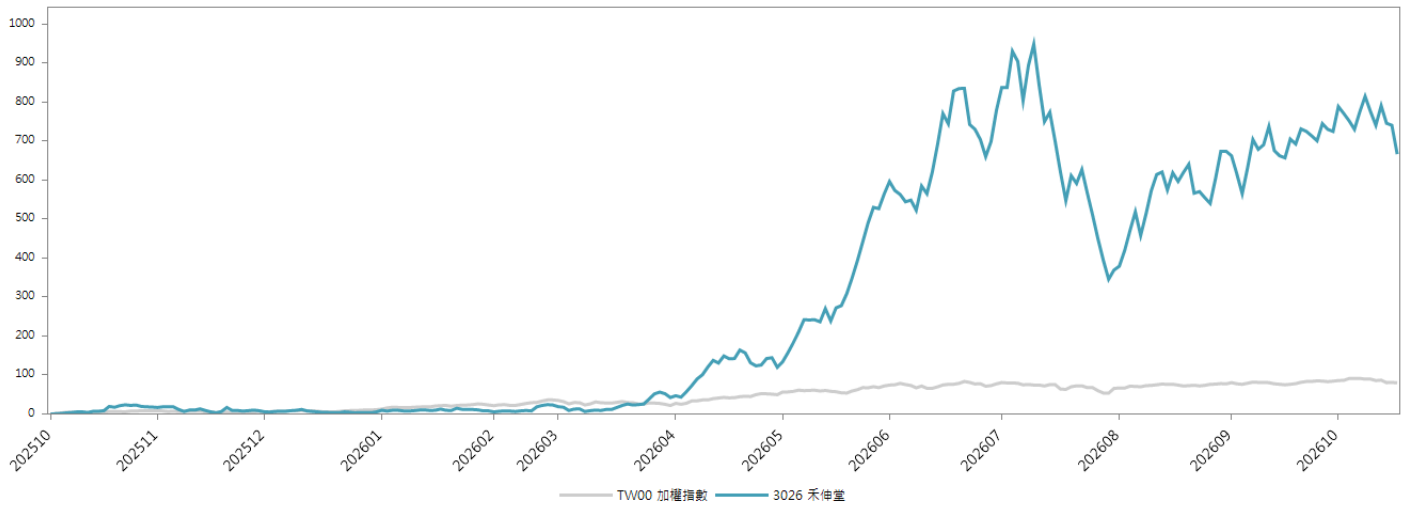
供應鏈管理方面，禾伸堂依 RBA 責任商業聯盟準則建立供應商管理制度，將品質、勞工人權、環境保護、商業道德及衝突礦產納入評估。公司已有 260 家供應商簽署 RBA 相關承諾，並透過供應商自評、複評及稽核輔導持續追蹤改善，同時要求原物料符合有害物質管理規範及負責任礦產採購要求，並於遴選新供應商時納入環境與社會面表現評估，強化供應鏈永續管理能力。

員工與社會面方面，禾伸堂重視員工人權、職場安全及人才發展，提供平等就業、教育訓練、健康檢查及退休制度。25 年女性員工及女性主管占比分別達 55.0%及 48.7%；公司已取得 ISO 45001 職業安全衛生管理系統認證，25 年共辦理 2,109 人次職安相關教育訓練。社會參與方面，透過禾伸堂基金會及員工志工隊投入弱勢家庭救助、獎助學金及各類公益團體支持。

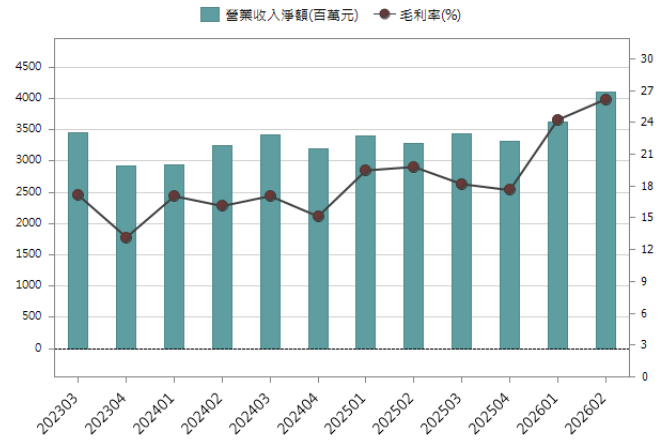
公司治理方面，禾伸堂以誠信經營、風險管理及資訊安全作為治理基礎，由總經理室負責誠信經營政策及監督執行，並持續進行反貪腐、內線交易及法令遵循教育。資訊安全方面，公司已取得 ISO 27001 認證，25 年完成轉版驗證，並透過弱點掃描、雙因子認證、社交工程演練強化資安防護。禾伸堂以綠色生產、責任供應鏈、友善職場及誠信治理作為永續發展核心。

禾伸堂 3026 TT

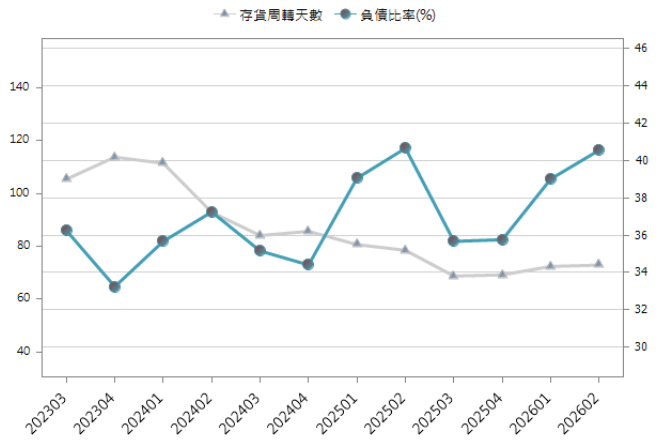
股價相對大盤走勢圖



近三年單季營收與毛利率走勢圖

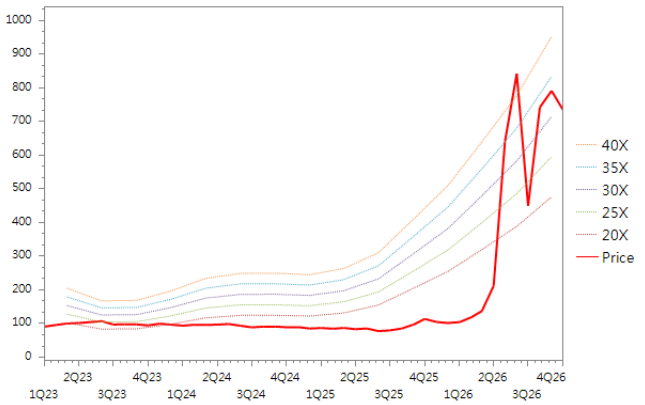


近三年負債比率與存貨週轉天數



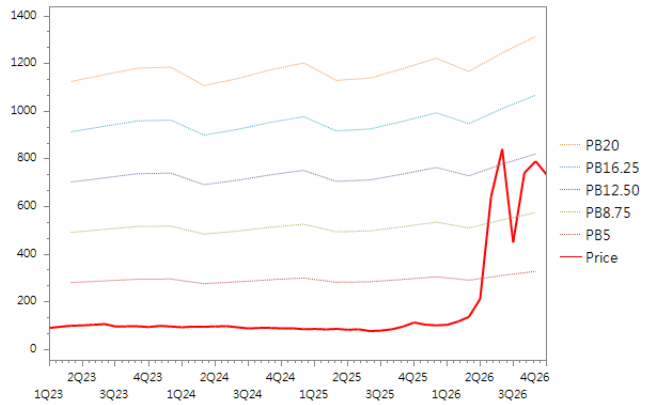
未來 12 個月 P/E(本益比)區間圖

PE band



未來 12 個月 P/B(股價淨值比)區間圖

PB band



禾伸堂 3026 TT

損益表

至 12 月 31 日(百萬元)	2023	2024	2025	2026E	2027E
營業收入	13,240	12,786	13,427	17,127	25,227
營業成本	10,949	10,697	10,907	12,353	15,723
營業毛利	2,292	2,089	2,520	4,775	9,504
營業費用	1,580	1,468	1,442	1,828	2,499
營業利益	712	621	1,078	2,946	7,005
營業外收入與支出	121	482	113	209	-24
其他收入	0	0	0	0	0
其他利益與損失	145	490	154	521	568
財務成本	66	70	104	106	103
權益法認列之投資損益	10	20	19	41	41
其他項目	32	43	43	-247	-530
稅前純益	833	1,103	1,191	3,156	6,981
所得稅費用	174	177	165	622	1,372
稅後純益	658	926	1,026	2,534	5,609
母公司業主- 稅後純益	851	973	1,092	2,653	5,877
非控制權益- 稅後純益	-192	-47	-66	-119	-268
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,420	1,345	1,812	3,668	7,851
每股盈餘 (元)	5.13	5.87	6.58	15.99	35.43

資料來源:公司資料及國泰預估

資產負債表

12 月 31 日(百萬元)	2023	2024	2025	2026E	2027E
資產總額	15,034	15,826	16,188	16,902	21,609
流動資產	9,478	10,912	11,724	11,931	15,829
現金及約當現金	3,080	4,502	4,619	2,136	3,095
短期投資	356	607	965	1,240	1,240
存貨	3,128	2,575	2,156	3,320	3,807
應收帳款及票據	2,771	3,087	3,784	5,060	7,511
其他流動資產	143	141	199	175	175
非流動資產	5,557	4,914	4,465	4,971	5,781
長期投資	569	544	559	561	516
固定資產	4,692	4,231	3,764	4,088	4,941
其他非流動資產	296	140	142	323	323
負債總額	4,999	5,446	5,789	5,863	6,288
流動負債	3,269	3,791	4,932	5,828	7,079
應付帳款及票據	1,678	1,843	1,881	2,268	2,852
短期借款	1,444	1,783	2,890	2,796	3,462
其他流動負債	148	165	160	764	764
長期負債	1,729	1,655	857	35	-790
長期借款	1,568	1,511	721	-103	-928
其他非流動負債	161	145	136	138	138
股東權益總額	10,035	10,379	10,399	11,039	15,321
股本	1,659	1,659	1,659	1,659	1,659
資本公積	3,210	3,160	3,159	3,159	3,159
保留盈餘	5,110	5,259	5,442	6,171	10,721
非控制權益	200	396	251	132	-135
其他權益	-144	-95	-113	-83	-83

資料來源:公司資料及國泰預估

禾伸堂 3026 TT

現金流量表

至 12 月 31 日(百萬元)	2023	2024	2025	2026E	2027E
營業活動之現金流量	1,604	1,611	1,080	171	4,101
稅前純益	833	1,103	1,191	3,156	6,981
折舊及攤提	708	724	734	722	846
本期營運資金變動	677	365	-330	-2,989	-2,354
其他營業活動現金流量	-614	-581	-514	-718	-1,372
投資活動之現金流量	-448	146	-253	-1,245	-1,827
資本支出淨額	-610	-454	-261	-995	-1,700
本期長期投資變動	57	25	-15	44	45
其他投資活動現金流量	105	575	23	-294	-172
籌資活動之現金流量	-1,444	-379	-702	-1,540	-1,486
現金增資	0	0	0	0	0
本期借款變動	-732	282	317	-1,012	-159
發放現金股利	-790	-829	-912	-962	-1,327
其他籌資活動現金流量	78	168	-107	434	0
匯率調整數	1	45	-8	131	172
自由現金流量	994	1,156	820	-824	2,401
本期產生現金流量	-287	1,422	117	-2,483	959

資料來源:公司資料及國泰預估

資產負債表主要財務報表分析

至 12 月 31 日(百萬元)	2023	2024	2025	2026E	2027E
年成長率(%)					
營業收入	-12.2	-3.4	5.0	27.6	47.3
營業利益	-49.61	-12.76	73.7	173.27	137.74
稅前息前折舊攤銷前淨利	-30.06	-5.31	34.77	102.42	114.05
稅後純益	-30.93	14.44	12.17	142.97	121.58
每股盈餘	-30.93	14.44	12.17	142.97	121.58
獲利能力分析(%)					
營業毛利率	17.3	16.3	18.8	27.9	37.7
營業利益率	5.4	4.9	8.0	17.2	27.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	10.7	10.5	13.5	21.4	31.1
稅後純益率	6.4	7.6	8.1	15.5	23.3
資產報酬率	5.5	6.3	6.8	16.0	27.2
股東權益報酬率	8.7	9.8	10.9	24.7	38.4
穩定 / 償債能力分析					
負債/資產（%）	33.2	34.4	35.8	34.7	29.1
淨負債比率（%）	-4.3	-18.2	-19.4	-3.0	-9.5
利息保障倍數（X）	13.7	16.7	12.5	30.8	68.6
利息及短期債保障倍數	0.8	0.9	0.6	1.1	2.0
現金流量 / 利息保障倍數(X)	24.4	22.9	10.4	1.6	39.7
現金流量 / 利息,短債保障倍數(X)	1.4	1.2	0.5	0.1	1.2
流動比率(%)	289.9	287.8	237.7	204.7	223.6
速動比率(%)	192.4	218.8	192.5	144.7	167.4
淨負債(百萬元)	-424	-1,815	-1,973	-331	-1,450
每股資料分析(元)					
每股盈餘	5.1	5.9	6.6	16.0	35.4
每股營業現金流量	9.7	9.7	6.5	1.0	24.7
每股淨值	59.3	60.2	61.2	65.7	93.2
每股營收	79.8	77.1	80.9	103.2	152.1
每股稅前息前折舊攤銷前淨利	8.6	8.1	10.9	22.1	47.3
每股現金股利	5.0	5.5	5.8	8.0	9.0

資料來源:公司資料及國泰預估

國泰期貨 國泰證券子公司

禾伸堂 3026 TT

研究團隊

李朋潤
研究部主管
+886-2-2326-9899#9814
pengjunlee@cathayfut.com.tw

藍文彥
金融、消費、工業
+886-2-2326-9899#1145
michael@cathayfut.com.tw

呂旻旂
紡織、製鞋、電子組裝
+886-2-2326-9899#7960
minchilu@cathayfut.com.tw

呂理舜
綠色能源、電動車
+886-2-2326-9899#9844
dufflu@cathayfut.com.tw

林裕禮
IP、IC設計
+886-2-2326-9899#1944
henrylin@cathayfut.com.tw

璩文浩 CA
ESG
+886-2-2326-9899#9856
whchu@cathayfut.com.tw

王筠婷
特用化學、半導體週邊
+886-2-2326-9899#7961
vanessawang@cathayfut.com.tw

姜仁匡
PCB
+886-2-2326-9899#1601
kenchiang@cathayfut.com.tw

紀彥呈
半導體、資訊軟體
+886-2-2326-9899#1940
ianchi@cathayfut.com.tw

劉耀文
IPC、鋼鐵
+886-2-2326-9899#1751
yaowen@cathayfut.com.tw

鍾沛宴
IC設計
+886-2-2326-9899#1750
parisphchung@cathayfut.com.tw

王韋傑
被動元件
+886-2-2326-9899#3954
jerrywang@cathayfut.com.tw

張雅倩
研究員
+886-2-2326-9899#1122
val.chang@cathayfut.com.tw

林美君
研究員
+886-2-2326-9899#1752
meira.lin@cathayfut.com.tw

賴振宇
資深研究員
+886-2-2326-9899#9817
alex.lai@cathayfut.com.tw

郭經緯 CPA
顧問部主管
+886-2-2326-9899#9812
raymondkuo@cathayfut.com.tw

何緯婷
總經
+886-2-2326-9899#9835
lauraho@cathayfut.com.tw

陳玉庭
總經、ETF
+886-2-2326-9899#7964
yutingchen@cathayfut.com.tw

張立民
研究員
+886-2-2326-9899#1731
changlimin@cathayfut.com.tw

陳宇亮
研究員
+886-2-2326-9899#9846
ivor0704@cathayfut.com.tw

林威廷
研究員
+886-2-2326-9899#3956
adamlin@cathayfut.com.tw

投資評等定義

英文評等	中文評等	潛在報酬率
STRONG BUY	強力買進	> +30%
BUY	買進	介於+15% ~ +30%
NEUTRAL	中立	介於-15% ~ +15%
SELL	賣出	< -15%
註:潛在報酬率=(6 個月內目標價/本次報告評等最近一天收盤價 － 1) * 100		

免責聲明

本報告僅為本公司提供客戶之一般參考資料， 並非針對客戶之特定需求所作的投資建議， 且在本報告撰寫過程中， 並未考量讀者個別的財務狀況與需求， 故本報告所提供的資訊無法適用於所有客戶或投資人， 讀者應審慎考量本身之投資風險， 並就投資結果自行負責。

本報告係根據本公司所取得資訊加以彙集及研究分析， 本公司雖盡力使用可靠且廣泛的資訊， 但本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更， 本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的物價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測， 如營收及目標價格， 均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成， 所以並不必然實現。從事特定交易， 如涉及期貨、選擇權及衍生性金融商品， 因具有高度風險並不適合每一個投資人。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融控股公司所屬子公司暨關係企業(以下稱 “ 國泰金融集團”) 從事廣泛金融業務， 包括但不限於銀行、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國泰金融集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。國泰金融集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司， 或以該等公司為標的的衍生性金融商品， 而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。除此之外， 國泰金融集團於法令許可的範圍內， 亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性

金融商品之標的。國泰金融集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略， 然而該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。國泰金融集團的資產管理、自營及其他投資業務所做的投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。

非經本公司事先書面同意， 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。