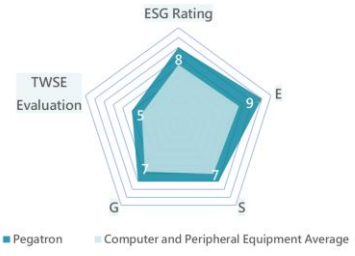
Fubon Research
2026 年 11 月 2 日

# 和碩 (4938 TT)

## 有望取得 SpaceX AI 伺服器訂單

| 買進 | |
|---|---|
| 股價 | 目標價 |
| NT$102.50 | NT$121 |
| ○ 初次評論 | ○ 訪談摘要 |
| ○ 公司動態 | ○ 獲利調整 |
| ● 獲利預覽 | ○ 評等調整 |
| 流通在外股數 (百萬) | 2,675.9 |
| 市值 (百萬台幣) | 274,280 |
| 市值 (百萬美元) | 8,421 |
| 外資持股率 (%) | 32.71 |
| 投信持股率 (%) | 11.42 |
| 董監持股率 (%) | 5.95 |
| 52 週高價 (元) | 108.00 |
| 52 週低價 (元) | 65.36 |
| 當沖比率 | 34.82 |

| ESG 評等 | 8 | 產業排名 | 5/111 |
|---|---|---|---|




資料來源：CMoney

**變動說明**

| | 新估 | 原估 | % |
|---|---|---|---|
| 評等 | 買進 | 買進 | |
| 目標價(NT$) | 121 | 110 | 10 |
| EPS 預估 (元) | 10.11 | 8.45 | 20 |
| 目標 PE(x) | 12 | 13 | |

**主要財務報表分析** 至 12 月 31 日

| 百萬元 | FY26F | FY27F | FY28F |
|---|---|---|---|
| 營業收入 | 1,301,174 | 1,788,848 | 2,357,930 |
| 年成長率(%) | 16.5 | 37.5 | 31.8 |
| 營業利益 | 19,749 | 34,254 | 48,537 |
| 年成長率(%) | 66.5 | 68.8 | 48.7 |
| 稅後淨利 | 16,228 | 27,184 | 34,933 |
| 年成長率(%) | 12.7 | 67.5 | 28.5 |
| EPS (元) | 6.04 | 10.11 | 12.99 |
| 每股現金股利 | 4.1 | 6.9 | 8.8 |
| 本益比(x) | 17.0 | 10.1 | 7.9 |
| 本淨比(x) | 1.4 | 1.4 | 1.2 |
| 現金股利殖利率 | 4.0 | 6.7 | 8.6 |
| 淨值報酬率(%) | 6.8 | 11.6 | 13.9 |

資料來源：CMoney、富邦投顧

廖顯毅
(886-2)6600-5930
arthur.liao@fubon.com

嚴少甫
(886-2) 2781-5995-37120
morris.sf.yen@fubon.com

**維持買進評等，目標價上調至 121 元， 18%上漲空間**

1. 3Q26 營收因 iPhone 18 Pro 與 AI 機櫃出貨量優於預期
2. 4Q26 營收將達全年高點，3,935 億元 ( 年增 23% )
3.有望取得 SpaceX AI 伺服器訂單

### 3Q26 營收強勁因 iPhone 18 Pro 與 AI 機櫃出貨量優於預期

和碩公布 3Q26 營收為 3,891 億元 ( 季增 42%、年增 51% )，達到富邦預估值的 133% 及市場共識的 128%，其中 9 月單月營收為 2,148 億元( 較上月增 143%、年增 87% )。營收優於預期主要由兩大因素推動：1 ) iPhone 18 Pro 量產直接帶動通訊營收；2 ) AI 伺服器出貨量加速，因美國客戶的新訂單開始出貨，主要為 nVidia 的 GB200 及 GB300 機櫃級系統。

### 4Q26 營收將達全年高點，3,935 億元 ( 年增 23% )

隨著伺服器貢獻持續提升，我們預測 4Q26 營收將達 3,935 億元 ( 季增 1%、年增 23% )，超越 3Q26 並創下年度最高季度紀錄。雖然記憶體等關鍵零組件短缺影響消費性電子產品，我們仍對 AI 伺服器業務能填補缺口充滿信心。展望未來，我們預估 AI 伺服器營收將從 2026 的 2,099 億元( 佔營收 16% )提升至 2027 的 5,838 億元( 佔營收 33% )，年增 178%，使 AI 伺服器成為公司僅次於 iPhone 的第二大業務。

### 有望取得 SpaceX AI 伺服器訂單

在我們的模型中，我們估計和碩的 AI 伺服器營收將在 2026 年下半年佔合併營收約 20%。至於 2027，我們認為和碩有很大機會取得 SpaceX 的 AI 伺服器訂單，這將進一步推動伺服器出貨量。SpaceX 計劃於 2027 年新增約 2.2GW 的運算能力，我們估算其 AI 資本支出將年增約 30%，達到約 970 億美元。我們認為和碩在 2027 年下半年單季 AI 伺服器出貨量有望突破 1,000 機櫃。

### 3Q26 法說會重點：資金、產能擴張、學習曲線

我們預期市場將在 3Q26 法說會聚焦三大議題：資金、產能擴張、學習曲線。1) 機櫃級 AI 伺服器出貨需大量前置採購關鍵零組件，在 2Q26 法說會上，和碩宣布計劃發行最高 200 億元公司債及最高 5 億美元 ECB，以支援 AI 伺服器業務。隨著機櫃出貨規模擴大，我們認為還需額外資金。2) 和碩預估 2026 年資本支出為 3~3.5 億美元，主要用於台灣及北美新產能。和碩積極爭取 CSP 及非 CSP 客戶，我們認為管理階層將提升 2027 年資本支出，以因應潛在新客戶。3) 雖然和碩進入 AI 伺服器市場較晚，但憑藉和碩多年大量系統組裝的經驗及控管營運費用的能力，將使學習曲線效益自 2026 年第四季逐步顯現。隨著良率及量產效率提升，我們預期毛利率及營業費用比率將維持可控。整體而言，我們預測 2027 年毛利率為 4.35% ( 2026 年毛利率為 4.23% )，營業利益率為 1.8% ( 2026 年營業利益率為 1.5% )。

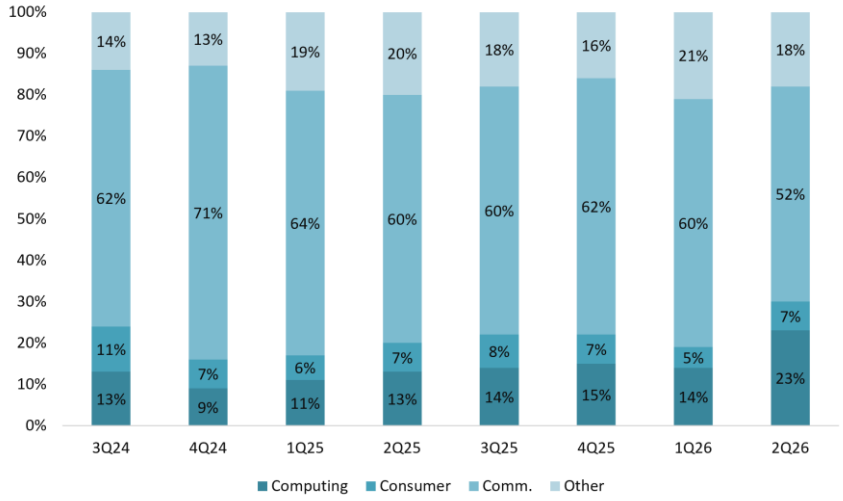
**富邦不同之處**

我們對 2026 及 2027 年每股稅後盈餘預測分別為 6.04 元及 10.11 元，對比 Bloomberg 共識預測的 5.84 元及 7.67 元。

**估值與風險**

我們維持買進評等，並將目標股價由 110 元（以 13 倍 2027 年預估每股稅後盈餘 8.45 元計算）上調至 121 元（以 12 倍 2027 年預估每股稅後盈餘 10.11 元計算），意味著 18%上漲空間。我們維持評等，因為預估 AI 伺服器佔 2027 年營收 33%，預計將成為和碩於 2027 第二大業務。此預測的風險包括因零組件短缺或資金限制導致機櫃出貨量低於預期。

**圖表 1：和碩產品組合** **單位：%**




資料來源：公司、富邦投顧

**圖表 2：獲利預估修正** **單位：百萬元**

| | FY25 | FY26F | | | FY27F | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 原估 | 新估 | 差異 | 原估 | 新估 | 差異 |
| 營業收入 | 1,117,160 | 1,132,789 | 1,301,174 | 14.9% | 1,419,785 | 1,788,848 | 26.0% |
| 銷貨毛利 | 42,501 | 51,489 | 55,046 | 6.9% | 60,994 | 77,803 | 27.6% |
| 營業利益 | 11,609 | 17,317 | 19,749 | 14.0% | 22,195 | 32,631 | 47.0% |
| 稅後淨利 | 14,403 | 16,519 | 16,228 | -1.8% | 22,715 | 27,184 | 19.7% |
| EPS (元) | 5.39 | 6.15 | 6.04 | -1.8% | 8.45 | 10.11 | 19.7% |
| 重要比率 | | | | | | | |
| 毛利率 | 3.8% | 4.5% | 4.2% | | 4.3% | 4.3% | |
| 營業利益率 | 1.0% | 1.5% | 1.5% | | 1.6% | 1.8% | |
| 淨利率 | 1.6% | 1.5% | 1.2% | | 1.6% | 1.5% | |

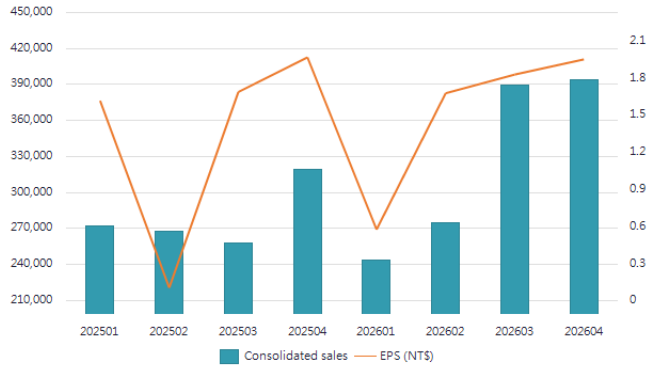
資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

**圖表 3：季度預測**

| 單位：百萬元 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26F | 4Q26F | 1Q27F | 2Q27F | 3Q27F | 4Q27F | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 損益表模型 | | | | | | | | | | | |
| 銷售 | 244,105 | 274,448 | 389,073 | 393,548 | 374,240 | 391,479 | 472,719 | 550,409 | 1,301,174 | 1,788,848 | 2,357,930 |
| 銷貨成本 | 233,304 | 262,292 | 373,637 | 376,895 | 357,894 | 374,321 | 452,347 | 526,483 | 1,246,128 | 1,711,045 | 2,255,216 |
| 銷貨毛利 | 10,801 | 12,156 | 15,436 | 16,653 | 16,346 | 17,159 | 20,373 | 23,926 | 55,046 | 77,803 | 102,715 |
| 營業費用 | 7,972 | 7,958 | 9,707 | 10,074 | 10,145 | 10,261 | 11,500 | 13,265 | 35,712 | 45,172 | 54,178 |
| 營業利潤 | 2,829 | 4,198 | 5,895 | 6,827 | 6,213 | 7,122 | 9,506 | 11,414 | 19,749 | 34,254 | 48,537 |
| 業外利潤 | 636 | 3,547 | 3,446 | 2,963 | 2,740 | 3,146 | 3,188 | 2,905 | 10,591 | 11,979 | 12,130 |
| 稅前利潤 | 3,465 | 7,744 | 9,341 | 9,790 | 8,953 | 10,267 | 12,694 | 14,319 | 29,926 | 44,610 | 60,667 |
| 淨利 | 1,561 | 4,488 | 4,925 | 5,254 | 5,481 | 6,463 | 7,027 | 8,213 | 16,228 | 27,184 | 34,933 |
| 每股稅後盈餘 | 0.58 | 1.68 | 1.83 | 1.95 | 2.04 | 2.40 | 2.61 | 3.05 | 6.04 | 10.11 | 12.99 |
| 利潤率 | | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 4.4% | 4.4% | 4.0% | 4.2% | 4.4% | 4.4% | 4.3% | 4.3% | 4.2% | 4.3% | 4.4% |
| 營業利潤率 | 1.2% | 1.5% | 1.5% | 1.7% | 1.7% | 1.8% | 1.9% | 1.9% | 1.5% | 1.8% | 2.1% |
| 淨利率 | 0.6% | 1.6% | 1.3% | 1.3% | 1.5% | 1.7% | 1.5% | 1.5% | 1.2% | 1.5% | 1.5% |
| 年增率 | | | | | | | | | | | |
| 銷售 | -10.4% | 2.7% | 50.9% | 23.2% | 53.3% | 42.6% | 21.5% | 39.9% | 16.5% | 37.5% | 31.8% |
| 銷貨毛利 | 6.3% | 45.1% | 41.6% | 27.5% | 51.3% | 41.2% | 32.0% | 43.7% | 29.5% | 41.3% | 32.0% |
| 營業利潤 | 14.0% | 185.4% | 83.2% | 53.9% | 119.6% | 69.7% | 61.3% | 67.2% | 66.5% | 68.8% | 48.7% |
| 淨利 | -63.7% | 1,461.5% | 8.4% | -0.2% | 251.0% | 44.0% | 42.7% | 56.3% | 12.7% | 67.5% | 28.5% |
| 每股稅後盈餘 | -64.2% | 1,427.3% | 8.4% | -0.8% | 251.4% | 43.1% | 42.7% | 56.3% | 12.1% | 67.2% | 28.5% |
| 季增率 | | | | | | | | | | | |
| 銷售 | -23.6% | 12.4% | 41.8% | 1.2% | -4.9% | 4.6% | 20.8% | 16.4% | | | |
| 銷貨毛利 | -17.3% | 12.5% | 27.0% | 7.9% | -1.8% | 5.0% | 18.7% | 17.4% | | | |
| 營業利潤 | -36.2% | 48.4% | 40.4% | 15.8% | -9.0% | 14.6% | 33.5% | 20.1% | | | |
| 淨利 | -70.4% | 187.4% | 9.7% | 6.7% | 4.3% | 17.9% | 8.7% | 16.9% | | | |
| 每股稅後盈餘 | -70.6% | 189.7% | 9.0% | 6.7% | 4.3% | 17.9% | 8.7% | 16.9% | | | |

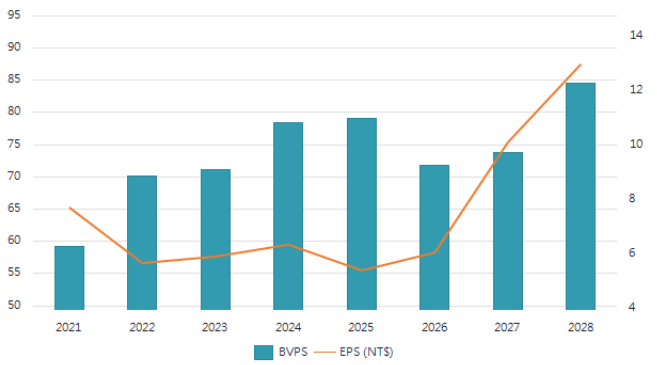
資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

**圖表 4：季度銷售額、每股稅後盈餘** 單位：百萬元、元



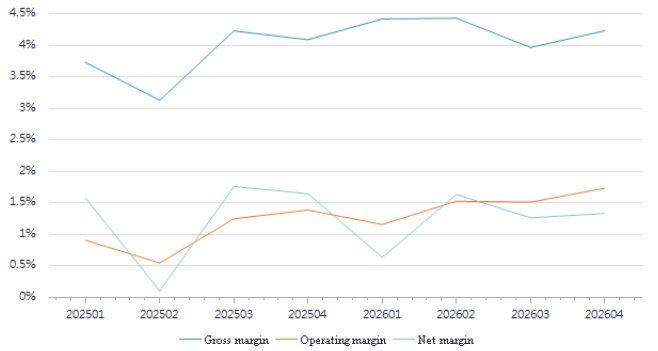

資料來源：CMoney、富邦投顧

**圖表 5：每股稅後盈餘、每股賬面淨值** 單位：元、%



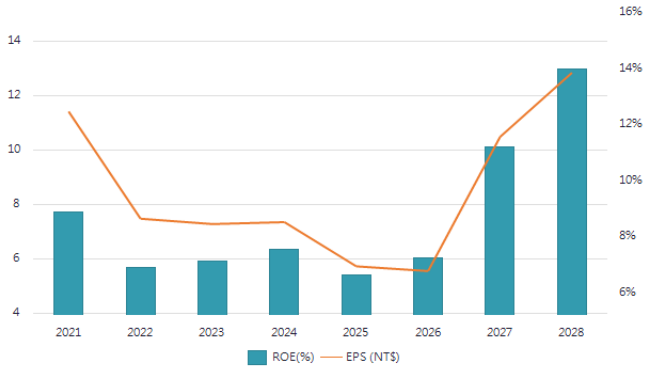

資料來源：CMoney、富邦投顧

**圖表 6：毛利率、營業利潤率、淨利率** 單位：%



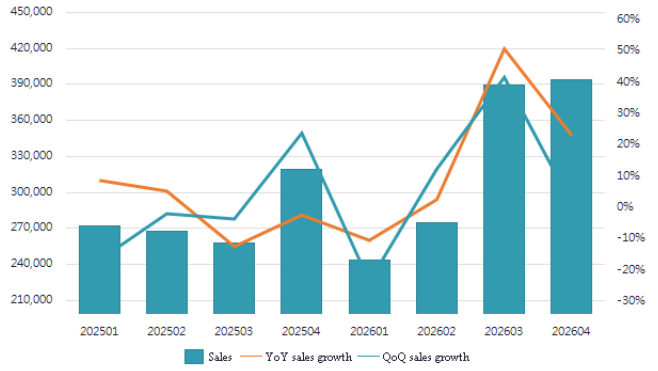

資料來源：CMoney、富邦投顧

**圖表 7：每股稅後盈餘、股東權益報酬率** 單位：元、%



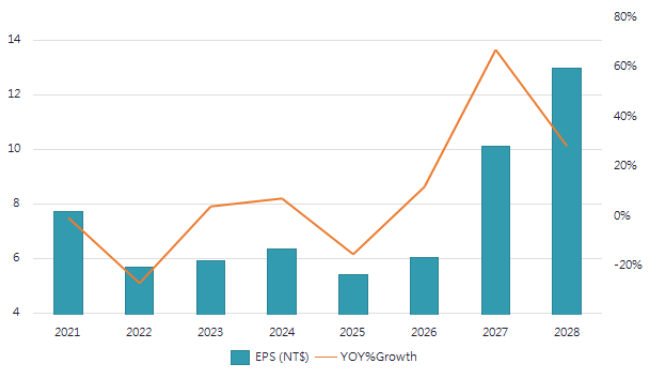

資料來源：CMoney、富邦投顧

**圖表 8：季度銷售額、YoY 成長率** 單位：百萬元、%




資料來源：CMoney、富邦投顧

**圖表 9：每股稅後盈餘、YoY 每股稅後盈餘成長** 單位：元、%




資料來源：CMoney、富邦投顧

## ESG永續發展專區

CMoney台灣ESG評等

| CMoney ESG評等 | E(環境保護) | S(社會責任) | G(公司治理) |
|---|---|---|---|
| 8/10 | 9 /10 | 7 /10 | 7 /10 |

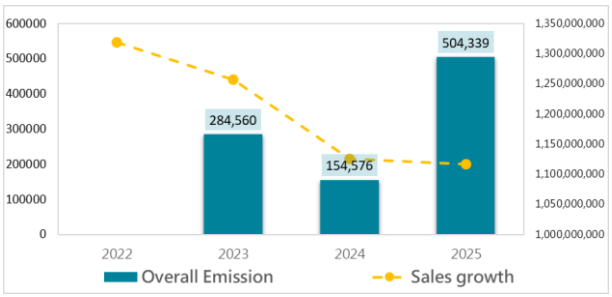
| 交易所產業類別 | 產業排名 | 交易所公司治理評鑑 |
|---|---|---|
| 電腦及周邊設備 | 5 /111 | 21%至 35% |




### E(環境保護)

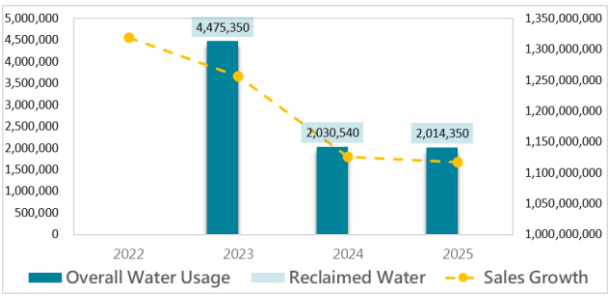
**溫室氣體與營收**

| 摘要 | | | |
|---|---|---|---|
| 溫室氣體 | | | |
| 評鑑年度 | 總排放量 | 直接排放量 | 間接排放量 |
| 2025 | 504,339 | 22,933 | 481,406 |
| 2024 | 154,576 | 10,292 | 144,284 |
| 2023 | 284,560 | 33,098 | 251,462 |
| 2022 | -- | -- | -- |




**企業用水總量與營收**

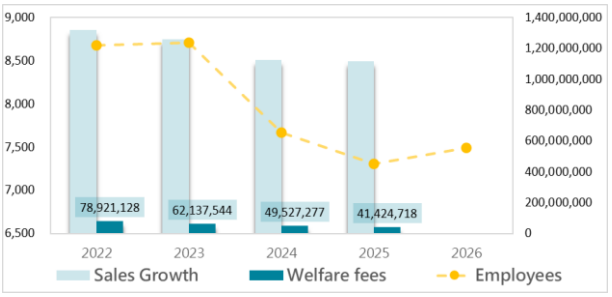
| 摘要 | | | |
|---|---|---|---|
| 企業用水總量 | | | |
| 評鑑年度 | 用水總量(公噸) | 回收水 | 排水量(公噸) |
| 2025 | 2,014,350 | -- | 1,546,280 |
| 2024 | 2,030,540 | -- | 1,517,630 |
| 2023 | 4,475,350 | -- | 3,788,280 |
| 2022 | -- | -- | -- |




### S(社會責任)

**員工人數及福利費用**

| 摘要 | | | |
|---|---|---|---|
| 員工人數及福利費用 | | | |
| 評鑑年度 | 員工人數(人) | 員工人數增減(人) | 福利費用 |
| 2026 | 7,488 | 186 | -- |
| 2025 | 7,302 | -366 | 41,424,718 |
| 2024 | 7,668 | -1,042 | 49,527,277 |
| 2023 | 8,710 | 30 | 62,137,544 |
| 2022 | 8,680 | 22 | 78,921,128 |



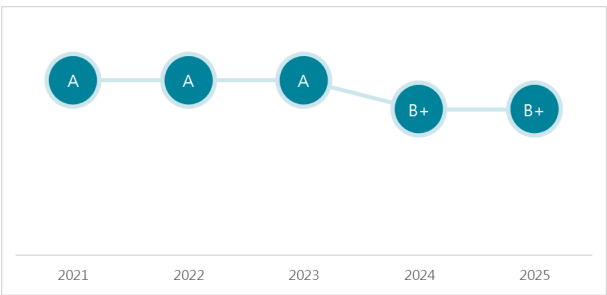

### 公司治理

**公司治理評鑑**

| 評鑑年度 | 評鑑結果 | 等級 | 各項構面權重 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 構面 1 | 構面 2 | 構面 3 | 構面 4 |
| 2025 | 21%至 35% | B+ | 0.16 | 0.25 | 0.10 | 0.49 |
| 2024 | 21%至 35% | B+ | 0.19 | 0.29 | 0.17 | 0.35 |
| 2023 | 6%至 20% | A | 0.22 | 0.31 | 0.19 | 0.28 |
| 2022 | 6%至 20% | A | 0.20 | 0.33 | 0.23 | 0.24 |

註：評鑑結果排名：前 5% - A+：6%~20%；A：21%~35%；B+：36%~50%；B：51%~65%；C+：66%~80%；C：81%~100%；D

資料來源：交易所、公司、CMoney、富邦投顧



| 損益表 | | | | | 百萬元 |
|---|---|---|---|---|---|
| | FY24 | FY25 | FY26F | FY27F | FY28F |
| 營業收入 | 1,125,349 | 1,117,160 | 1,301,174 | 1,788,848 | 2,357,930 |
| 銷貨成本 | 1,079,316 | 1,074,659 | 1,246,128 | 1,711,045 | 2,255,216 |
| 銷貨毛利 | 46,033 | 42,501 | 55,046 | 77,803 | 102,715 |
| 營業費用 | 33,532 | 30,893 | 35,712 | 45,172 | 54,178 |
| 營業利潤 | 12,501 | 11,609 | 19,749 | 34,254 | 48,537 |
| EBITDA | 44,286 | 40,991 | 35,434 | 48,643 | 64,549 |
| 利息淨收支 | 4,186 | 3,102 | 1,379 | 1,200 | 1,200 |
| 投資收益 | 211 | 969 | 381 | 507 | 536 |
| 匯兌淨損益 | 579 | (968) | 154 | 154 | 154 |
| 其他非營業收入 | 15,309 | 14,674 | 11,436 | 12,518 | 12,640 |
| 非營業收入合計 | 14,724 | 13,325 | 10,591 | 11,979 | 12,130 |
| 稅前淨利 | 27,224 | 24,934 | 29,926 | 44,610 | 60,667 |
| 所得稅 | 8,071 | 6,824 | 7,383 | 11,260 | 14,548 |
| 特別項目及少數股權 | 2,276 | 3,706 | 6,315 | 6,166 | 11,186 |
| 稅後淨利 | 16,877 | 14,403 | 16,228 | 27,184 | 34,933 |
| 基本每股稅後盈餘（元） | 6.34 | 5.39 | 6.04 | 10.11 | 12.99 |
| 完全稀釋每股稅後盈餘（元） | 6.28 | 5.34 | 6.03 | 10.11 | 12.99 |
| 股票股利（元） | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 現金股利支出（元） | 4.50 | 4.01 | 4.11 | 6.87 | 8.83 |
| **YoY（年增率）(%)** | | | | | |
| 營業收入 | (10.5) | (0.7) | 16.5 | 37.5 | 31.8 |
| 銷貨毛利 | (0.2) | (7.7) | 29.5 | 41.3 | 32.0 |
| 營業利潤 | (15.3) | (7.1) | 66.5 | 68.8 | 48.7 |
| 稅後淨利 | 7.4 | (14.7) | 12.7 | 67.5 | 28.5 |
| 每股稅後盈餘 | 7.5 | (15.0) | 12.1 | 67.2 | 28.5 |
| **毛利率 (%)** | | | | | |
| 毛利 | 4.1 | 3.8 | 4.2 | 4.3 | 4.4 |
| 營業 | 1.1 | 1.0 | 1.5 | 1.8 | 2.1 |
| 淨額 | 1.7 | 1.6 | 1.2 | 1.5 | 1.5 |
| EBDITDA | 3.9 | 3.7 | 2.7 | 2.7 | 2.7 |

| 財務比率 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | FY24 | FY25 | FY26F | FY27F | FY28F |
| 流動比率(%) | 133 | 133 | 129 | 122 | 122 |
| 速動比率(%) | 107 | 110 | 106 | 98 | 96 |
| 淨負債股權比率(%) | (34) | (27) | (26) | (14) | 2 |
| 稅後淨利率(%) | 1.7 | 1.6 | 1.2 | 1.5 | 1.5 |
| 資產周轉率(x) | 1.8 | 1.7 | 2.0 | 2.4 | 2.6 |
| 財務槓桿(x) | 2.8 | 2.5 | 3.0 | 3.5 | 3.7 |
| CE/股權 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| 總資產報酬率(%) | 2.5 | 2.3 | 2.3 | 3.3 | 3.6 |
| 淨值報酬率(%) | 8.5 | 6.9 | 6.8 | 11.6 | 13.9 |
| 資本報酬率(%) | 9.3 | 8.5 | 11.3 | 17.2 | 22.0 |

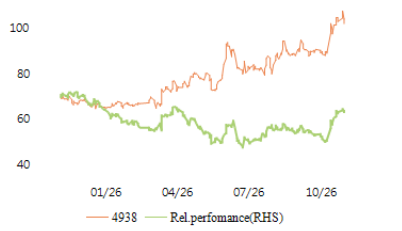
| 財務比率 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | FY24 | FY25 | FY26F | FY27F | FY28F |
| 股息保障倍數(x) | 3.0 | 0.2 | 0.2 | (1.0) | (0.6) |
| 所得稅保障倍數(x) | 4.4 | 0.4 | 0.2 | (1.0) | (0.7) |
| 資本支出保障倍數(x) | 1.8 | 0.2 | 0.1 | (0.5) | (0.5) |
| 應收帳款週轉率(x) | 4.2 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 |
| 存貨周轉率(x) | 10.6 | 13.2 | 13.2 | 13.2 | 13.2 |
| 應付帳款周轉率(x) | 3.5 | 4.3 | 4.8 | 4.8 | 4.8 |
| 應收帳款周轉天數 | 86 | 72 | 72 | 72 | 72 |
| 存貨週轉天數 | 34 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 應付帳款週轉天數 | 105 | 85 | 76 | 76 | 76 |
| 現金循環週期(天) | 16 | 15 | 24 | 24 | 24 |

| 資產負債表 | | | | | 百萬元 |
|---|---|---|---|---|---|
| | FY24 | FY25 | FY26F | FY27F | FY28F |
| 現金及約當現金 | 121,625 | 119,380 | 126,003 | 118,472 | 101,438 |
| 應收款項 | 265,171 | 221,025 | 257,432 | 353,916 | 466,506 |
| 存貨 | 101,702 | 81,235 | 94,616 | 130,077 | 171,458 |
| 其他流動資產 | 26,318 | 37,649 | 47,821 | 54,522 | 63,332 |
| 流動資產 | 514,817 | 459,289 | 525,872 | 656,987 | 802,734 |
| 長期投資 | 58,165 | 61,353 | 63,353 | 65,353 | 67,353 |
| 固定資產 | 79,017 | 84,677 | 81,847 | 83,262 | 82,555 |
| 其他長期資產 | 22,753 | 17,796 | 20,274 | 19,035 | 19,653 |
| 總資產 | 674,752 | 623,115 | 691,346 | 824,637 | 972,295 |
| 短期借款 | 23,819 | 42,212 | 49,165 | 67,592 | 89,095 |
| 商業本票 | -- | -- | 0 | 0 | 0 |
| 應付款項 | 309,314 | 249,241 | 258,977 | 356,041 | 469,308 |
| 其他流動負債 | 52,925 | 53,779 | 99,872 | 112,742 | 97,760 |
| 流動負債 | 386,057 | 345,232 | 408,014 | 536,375 | 656,163 |
| 長期借款 | 14,526 | 11,447 | 16,607 | 17,662 | 18,487 |
| 其他長期負債 | 32,469 | 19,978 | 30,236 | 28,369 | 26,023 |
| 負債總額 | 433,053 | 376,657 | 459,132 | 587,109 | 705,938 |
| 普通股 | 26,632 | 26,822 | 26,893 | 26,893 | 26,893 |
| 公積 | 84,899 | 86,921 | 88,544 | 91,262 | 94,755 |
| 保留盈餘 | 92,031 | 95,740 | 94,024 | 96,562 | 95,543 |
| 其他 | 38,139 | 36,975 | 22,754 | 22,811 | 49,167 |
| 股東權益總計 | 241,699 | 246,458 | 232,215 | 237,528 | 266,358 |
| 負債及股東權益總計 | 674,752 | 623,115 | 691,347 | 824,637 | 972,296 |

| 現金流量表 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | FY24 | FY25 | FY26F | FY27F | FY28F |
| 淨利 | 16,877 | 14,403 | 16,228 | 27,184 | 34,933 |
| 折舊與攤提 | 15,701 | 14,730 | 16,099 | 16,012 | 16,012 |
| 投資淨損益 | (211) | (969) | (381) | (507) | (536) |
| 營運資金增減 | 26,346 | 4,541 | (40,052) | (34,881) | (40,704) |
| 其他 | (2,765) | (13,065) | 27,652 | 1,013 | 1,071 |
| 來自營運之現金流量 | 55,948 | 19,640 | 19,546 | 8,821 | 10,776 |
| 資本支出 | (20,089) | (16,944) | (17,791) | (19,570) | (21,528) |
| 長投增減 | 21,945 | 3,187 | (2,000) | (2,000) | (2,000) |
| 其他 | (44,323) | (23,959) | 0 | 0 | 0 |
| 來自投資之現金流量 | (21,266) | (16,833) | (19,791) | (21,570) | (23,528) |
| 自由現金流量 | 34,682 | 2,807 | (245) | (12,749) | (12,752) |
| 借款增（減） | 1,577 | 1,755 | 15,306 | 14,879 | 12,810 |
| 現金股利支出 | (11,969) | (13,455) | (9,831) | (11,054) | (18,485) |
| 發行公司債 | -- | -- | 0 | 0 | 0 |
| 償還公司債 | (8,000) | (7,500) | 0 | 0 | 0 |
| 現金增資 | -- | -- | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (2,026) | 16,035 | 1,393 | 1,393 | 1,393 |
| 來自融資之現金流量 | (20,418) | (3,165) | 6,868 | 5,218 | (4,282) |
| 匯率調整 | 6,250 | (3,348) | 0 | 0 | 0 |
| 本期產生之現金流量 | 20,513 | (3,706) | 6,623 | (7,531) | (17,034) |

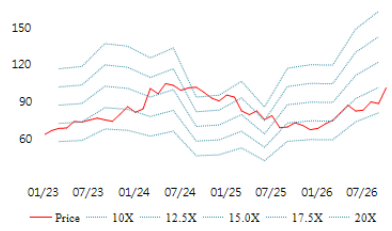
| 評價 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | FY24 | FY25 | FY26F | FY27F | FY28F |
| 本益比(x) | 16.2 | 19.0 | 17.0 | 10.1 | 7.9 |
| 本營比(x) | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.1 |
| 淨值報酬率 (%) | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.2 |
| P/CFPS (x) | 4.9 | 14.0 | 14.1 | 31.2 | 25.6 |
| PE/growth (x) | 2.2 | (1.3) | 1.4 | 0.2 | 0.3 |
| P/FCFPS (x) | 7.6 | 102.0 | 157.1 | 25.6 | 25.6 |
| EV/EBITDA (x) | 4.3 | 5.1 | 6.0 | 5.0 | 4.3 |
| 股息殖利率 (%) | 4.4 | 3.9 | 4.0 | 6.7 | 8.6 |

**股價及相對大盤績效圖**



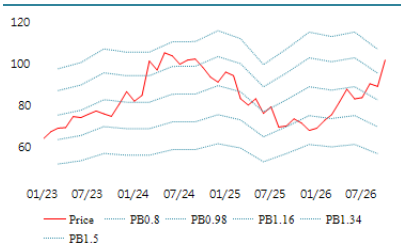

資料來源：CMoney、富邦投顧

**未來 12 個月本益比區間圖**




資料來源：CMoney、富邦投顧

**未來 12 個月本淨比區間圖**




資料來源：CMoney、富邦投顧

## Disclaimer

### Analyst Certification

The research analyst responsible for this report hereby certifies (or, where multiple research analysts are primarily responsible for this report) that:

(1) the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about the subject securities and issuers.

(2) the analyst also certifies that no part of his/her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

### Disclaimer

This document is for informational purposes only and does not constitute a solicitation for the purchase or sale of any securities. The information contained herein was obtained from sources, which we believe to be reliable, but whose accuracy and completeness we do not guarantee. The opinions and recommendations herein do not take into account the investment objectives, financial situation and particular needs of the reader. Opinions expressed are subject to change without notice. Investors should assume that Fubon Securities or its subsidiaries or its affiliates is seeking or will seek investment banking or other business relationships with the companies in this report. Copyright 2025 Fubon Investment Service – All rights reserved. Any duplication or redistribution of this report is prohibited. Additional information is available upon request.

## Fubon's Rating System

| Rating | Definition |
|---|---|
| Buy | Expected absolute return to be over 15% within the next 6 months |
| Neutral | Expected absolute return to be level within the next 6 months |
| Sell | Expected absolute return to be over negative 15% within the next 6 months |
| Not Rated (NR) | Pursuant to Fubon acting in deals involving the company or there is not a sufficient fundamental basis for determining an investment rating |
| Under Review | Fubon is in the process of determining an investment rating and will assign a rating within the 3- to 6-month horizon |

| Sector Rating | Definition |
|---|---|
| Overweight | Sector expected to outperform the broader market indexes within the next 6-12 months |
| Market Weight | Sector expected to perform in line with the broader market averages within the next 6-12 months |
| Underweight | Sector expected to underperform the broader market indexes within the next 6-12 months. |

## 免責宣言

### 分析師認證

負責分析師（或者負責參與的分析師）確認：

1. 本研究報告的內容係反映分析師對於相關證券的個人看法。
2. 分析師的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

### 免責聲明

本研究報告所載資料僅供參考，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何證券。所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。然而，有關內容及看法並未考慮個別投資人之投資目標，財務狀況及特別需求。本研究報告所載述的意見可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司及任何關係企業等，皆有可能持有報告中提及的證券。本公司或任何關係企業會提供或嘗試提供投資銀行或其他形式的服務給報告中提及的公司。富邦投顧保留報告內容之一切著作權，禁止以任何形式之抄襲及轉寄他人。

本研究報告原文為英文，如對中譯版之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。

## 富邦的股票評等標準

| 評等 | 定義 |
|---|---|
| 買進 | 預估未來6個月內的絕對報酬超過15% |
| 中立 | 預估未來6個月內有絕對報酬介於15%與負15%之間 |
| 賣出 | 預估未來6個月內的絕對報酬高於負15% |
| 未評等 | 由於富邦目前與該公司有特定交易或沒有足夠的基本資料判斷該公司評等 |
| 評估中 | 目前正在研議個股的投資評等，將於3到6個月內提供投資評等 |

| 產業評等 | 定義 |
|---|---|
| 優於大盤 | 預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現突出 |
| 持平 | 預估該產業在未來6個月內與大盤指數表現相較持平 |
| 劣於大盤 | 預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現較差 |