

2024 第四屆潛力種子盃個股研究競賽

投資分析報告

永道-KY (6863.TW)

建議買入 目標價 415 元

目前價格 289.0 (截至 2025/1/22 14:30)

團隊：我的鬧鐘怎麼都叫不醒我

作者：沈蔚霖、江庠範、林思妘、劉珈琳

目錄

1. 報告摘要	3
2. RFID 產業概述	3
2.1 RFID 的應用、優勢與與其他系統比較	3
2.2 主要應用產業與發展	6
2.3 市場規模與發展趨勢	7
3. 公司簡介	8
3.1 公司背景與現況	8
3.2 主要業務與營運範圍	9
3.3 市場地位與客戶結構	10
3.4 現有產能與擴產規劃	10
3.5 未來展望	11
4. 財務分析	11
4.1 營收概況	11
4.2 資本支出與同業比較	12
5. 競爭優勢與營運風險	15
5.1 競爭優勢	15
5.2 潛在投資風險	16
6. 估值	16
6.1 PE 法	17
6.2 兩階段折現模型	17
7. 投資結論與建議	18
8. 資料來源	19

1. 報告摘要

1. 投資標的：永道-KY
2. 投資評級：建議買進
3. 目標價：407.5，現價 289，隱含漲幅 41%
4. 投資論點：
 - a. UHF RFID 市場規模在 2023~2027 年複合成長率約 40.2%，服飾、零售、物流與醫療是主要應用產業，其中物流產業被視為下一個高潛力成長領域。
 - b. 市場地位領先的永道搭上產業順風車，服飾零售應用穩定成長，積極布局物流應用領域。
 - c. 產能持續擴張，新建越南廠區與揚州廠擴產將提供更多出貨能量，總產能從 68 億提升至 100 億，實際產出預計從 54.4 億枚增至 69.7 億枚。同時出現規模經濟。
 - d. 為亞洲唯一通過 ARC 認證之 RFID 廠商；全球僅有七家通過此認證，產品品質受到肯定。
 - e. 永道 2024Q3 累積 EPS 達 7.87 元，已超越 2023 全年 6.17 元，且 11、12 月營收連續創歷史新高，預計 24 年全年 EPS 可達 11.35 元，展現強勁成長動能。
5. 主要風險：
 - a. 短期全球總體經濟不穩定（美國、其他主要市場衰退風險），若出現經濟衰退，將會影響終端需求。
 - b. 同業競爭可能擴大，或有新技術進入市場。

2. RFID 產業概述

2.1 RFID 的應用、優勢與與其他系統比較

RFID 簡介：

無線射頻辨識技術 (Radio Frequency Identification)，透過無線射頻辨識技術進行快速及非接觸式物品識別、追蹤與管理，常用於零售及服飾業的產品標籤，有效管控大量存貨，近年物流運輸業亦採用 RFID 標籤技術進行貨態管理及優化。一個 RFID 系統由電子標籤 (Tag)，附著在物體上的小型晶片，儲存著該物體的識別資訊、讀取器 (Reader)，發射射頻訊號以喚醒標籤並讀取其資訊以、電腦系統 (Software System)，接收讀取器傳送的資訊，並進行後續處理與應用，如圖 1 所示。

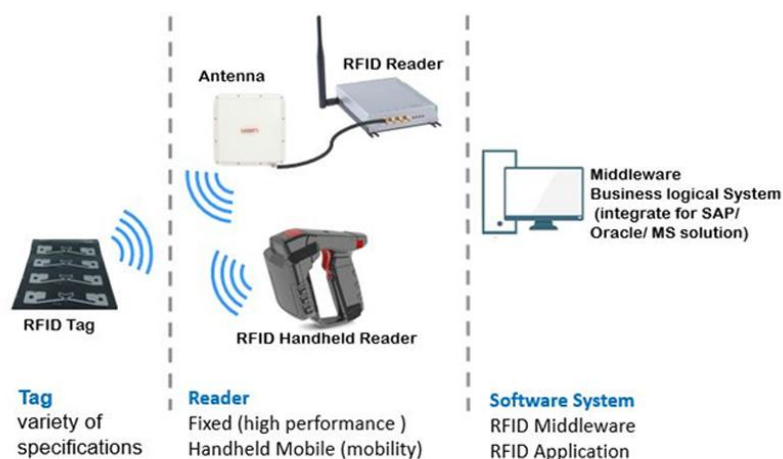


圖 1 RFID 系統 (圖片來源:永道官網)

RFID 標籤

RFID 標籤根據供電方式不同分為主動式、半被動式及被動式三類，其中被動式標籤為目前市場主流，不需電池，而是利用讀取器發出的電波供電。

表 1 RFID 標籤比較表 (資料來源:永道官網)

	被動式	半被動式	主動式
內含電池	否	是	是
動力來源	讀取器	內部電池或讀取器	內部電池
信號發射	從讀取器發射的無線信號中提取能量運作		由電子標籤主動發射
傳輸距離	不超過 10 公尺	30~100 公尺	100 公尺以上
資料儲存量	低	中	高

被動式 RFID 標籤

被動式 RFID 標籤感應範圍會因讀取器的功率、天線和標籤天線尺寸、現場環境、應用物件和材質等因素而改變。又依頻段分為低頻(LF)、高頻(HF)、超高頻(UHF)及微波(SHF)來適應不同應用場景。

表 2 被動式 RFID 標籤 (資料來源:台灣電信月刊)

RFID 系統分類 (按頻率)	通信距離	傳輸速率	讀取方式	成本	典型應用
低頻(LF)	<0.5 公尺	很慢	電磁感應	低	門禁
高頻(HF)	<1.5 公尺	較慢	電磁感應	低	會員卡
超高頻(UHF)	3~10 公尺	較快	電磁傳播	中	倉儲管理
微波(SHF)	3~10 公尺	很快	電磁傳播	高	Etag

其中被動式 RFID 標籤市場又以 HF 及 UHF 為主，如表 2，HF 因感應距離較短，多用於 NFC 支付、交通卡及票卡等等安全性需求較高的產品上，而 UHF 則因可大量且快速的收集

數據資料且通信範圍廣，多被用於倉儲、物流、零售等大量貨品標籤上，以節省人力及時間成本。

而由圖 2 可以發現，UHF RFID 在銷售量上佔被動式標籤約 8 成左右，但在銷售額佔比卻大幅下降，顯示出 UHF RFID 標籤在單價上的優勢，如圖 3 所示，IDTechEx 預估 UHF RFID 標籤平均價格在 2033 年預估可降低至 2.5 美分，低價下更讓 RFID 標籤未來在零售服飾業貨運輸業應用更加普及及更具競爭優勢，也預估 2033 年零售業會是 RFID 應用最廣泛的產業，如圖 4 所示。

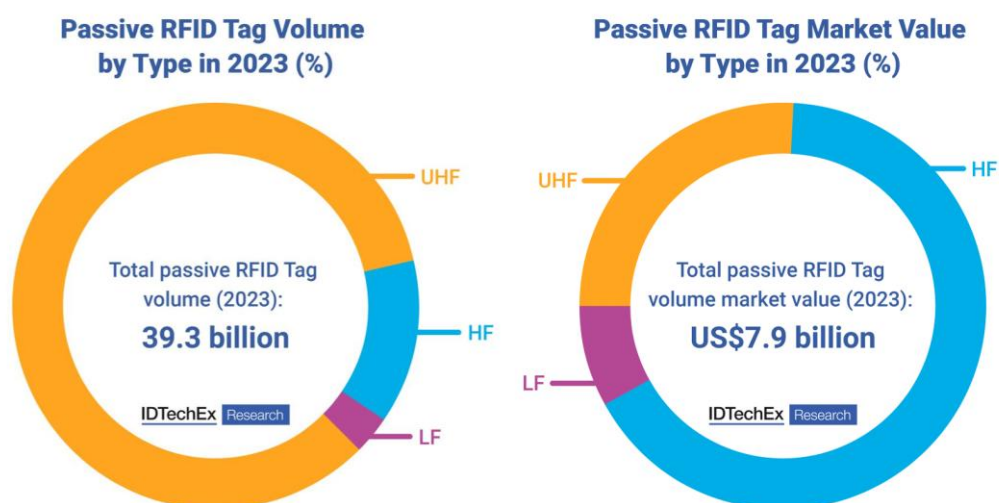


圖 2 被動式 RFID 標籤銷售量與市場價值 (圖片來源:IDTechEx)

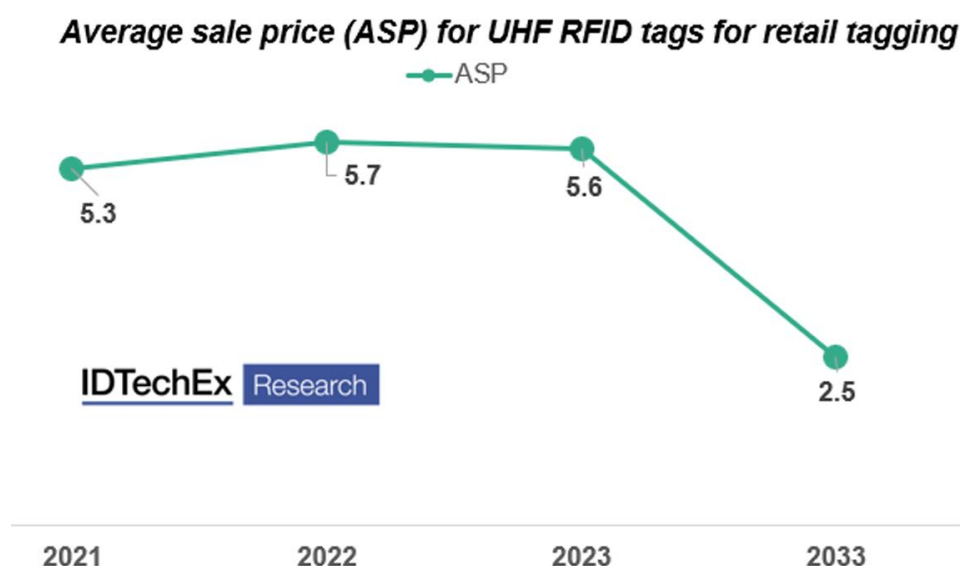


圖 3 UHF RFID 標籤平均價格 (圖片來源:IDTechEx)

2023 – largest RFID Markets	2033 – largest RFID Markets
Financial, Security	Retail
Passenger transport/automotive	Financial, Security
Retail	Land, sea logistics and post
Animals and farming	Passenger transport/automotive
Land, sea logistics and post	Animals and farming

圖 4 RFID 應用產業市場規模排名 (圖片來源:IDTechEx)

與傳統條碼的比較：

表 3 比較了 UHF RFID 和傳統條碼，面對先階段傳統條碼的競爭威脅，UHF RFID 在各方面均較有優勢。

表 3 UHF RFID 與傳統條碼比較 (資料來源:永道官網)

	RFID(UHF)被動式	條碼
單次讀取個數	多個	一個
資料存放密度	低	非常高
讀取狀態	靜態	動態
讀取速度	非常快(約 0.5 秒)	慢(約 4 秒)
最大讀取距離	小於 10 公尺	0~50 公分

2.2 主要應用產業與發展

零售服飾業

在零售服飾業中，RFID 應用已日益普及，許多知名品牌如 Zara、H&M、Uniqlo、Walmart 等，均引入 RFID 技術以提升庫存管理效率和營運績效。作為 RFID 技術的主要應用領域之一，零售業特別是在服裝業中，展現出顯著的增長動能。隨著電子商務的快速發展，RFID 的採用進一步加速，因其能確保高水準的庫存準確性，支持如線上購買、店內取貨（BOPIS）等新興購物模式。此外，疫情期間零售業的數位轉型進一步推動了 RFID 技術的大規模部署，不僅有效提升運營效率，還在防盜與追蹤經常移動或位置錯置的物品方面發揮了重要作用。

物流業

因疫情使消費者消費模式改變，線上購物比例日漸攀升，而疫情後因網購模式持續，經濟部統計處的資料指出，2023 年網路銷售額達到 4,600 億元，年增長 2.2%，占整體零售業營業額的 11.5%，而 2024 年截至第 3 季，網路銷售額為 4,686 億元，已經超越去年全年銷售額，占整體零售業營業額的 13.0%，大量的貨品倉儲及運送，因此物流業被視為下一個高潛力應用產業。

全球方面，根據永道 2024 年 9 月法說會提到，全球包裹量於過去 7 年增加了 150%，且

未來 2023~2028 全球包裹量的複合年增長率預計為 6%，其中中國、美國和日本佔全球包裹量最大，而巴西及印度將會是包裹量成長最快的國家。

RFID 標籤的高效管理、貨態追蹤，甚至於運送路線規劃等等，都是未來的重要趨勢，不僅大幅的降低人力及時間成本，亦最大化的降低因管理不當而帶來貨品遺失的損失，根據統計，處理遺失包裹的成本平均單件約 100-250 美元，而原先包裹遺失率約為 0.1%~0.5%，預期可改善遺失率 0.15%，假設每年運送的包裹量為 50 億，共減少 750 萬包裹誤送，至少節省 7.5 億美元的處理成本，可大幅的減少損失。

其他產業

RFID 技術在其他領域的應用也日益廣泛。在醫療保健領域，RFID 技術被用於患者腕帶上，提供防篡改且精確的身份識別，確保醫療服務的安全性與準確性。同時，航空業對 RFID 標籤的需求持續增長，特別是在即時行李追蹤等強化服務中發揮了重要作用。此外，製造業也逐步採用 RFID 系統以提高生產效率和管理效能。大眾運輸領域亦預計將進一步擴大 RFID 的應用範圍，為運輸管理帶來更多便利和創新。

2.3 市場規模與發展趨勢

根據 IDTechEx 研究統計，RFID 市場規模將由 2023 年 140 億美元成長至 2033 年 240 億美元，其中 UHF RFID 電子標籤 2023 年使用量約為 393 億枚，市場規模約至 21 億美元，隨著 RFID 技術實施成本的持續下降，下游應用更加廣泛，預計 2027 年 RFID 電子標籤市場規模將達 81.1 億美元。

未來，UHF RFID 最大變數動能來自快遞包裹領域。在中國已有千億級郵包運送潛在市場；在北美及歐洲，高漲的人工成本與缺工，讓數位化分類追蹤的需求更迫切需要。

隨著 RFID 電子標籤的應用領域不斷拓展，下游產業也對產品客製化的需求也日益殷切。生產企業必須根據不同客戶的需求，開發出符合其應用場景的客製化產品。因此，具備行業或應用環境特性的 RFID 電子標籤，例如織品標籤、易碎電子標籤、防偽電子標籤和抗金屬標籤等，也將成為新的發展趨勢。

此外，RFID 技術結合機器學習的應用將進一步提升其價值。機器學習能夠對 RFID 系統生成的大量數據進行分析，挖掘模式並提供精準的預測，助力下游行業進行供應鏈優化、動態資產管理及智慧物流方案。在快遞包裹領域，機器學習可結合 RFID 數據進行路徑規劃、運輸效率分析及風險預警，進一步推動行業數位化進程。同時，基於機器學習的客製化 RFID 解決方案，也能更好地滿足不同行業的特殊需求，為市場發展注入強勁動能。

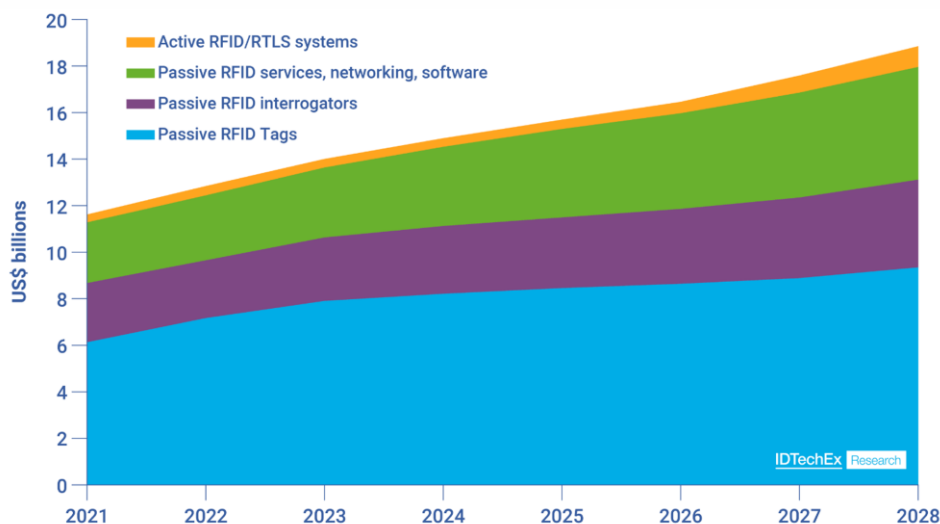


圖 5 RFID 產業成長 (圖片來源:IDTechEX)

3. 公司簡介

3.1 公司背景與現況

永道射頻技術股份有限公司（以下簡稱永道-KY，股票代號：6863）成立於 2021 年 10 月 21 日，為亞洲第一大 RFID（無線射頻識別）電子標籤供應商，位於 RFID 產業的中游。

公司源自永豐餘集團，早在 2000 年便參與美國麻省理工學院 Auto-ID 中心的創始會員技術研發計畫，累積了深厚的研發與技術基礎。永道-KY 專注於 RFID 相關技術的研發與製造，主要產品與服務包含：

- RFID 天線設計與製造
- RFID 電子標籤封裝
- RFID 讀寫器設計與製造
- RFID 應用系統整合

這些產品廣泛應用於服飾、零售、物流、醫療及工業製造等領域，服務全球超過 800 家客戶，包括 UNIQLO、ZARA、Walmart、京東與順豐等知名企業。

2024 年財務表現

表 4 永道 2024 年財務表現

	第一季	第二季	第三季
合併營收	9.01 億	11.7 億	11.5 億

(YoY)	(53.5%)	(103.8%)	(75.6%)
毛利率	35.73%	34.56%	31.9%
稅後純益	1.89 億	2.26 億	1.71 億
(YoY)	(85.3%)	(79.0%)	(96.7%)
每股盈餘	2.54 元	3.04 元	2.29 元

截至 2024 年前三季，永道-KY 稅後盈餘累計達 5.85 億元，年增 85.7%，每股盈餘(EPS) 為 7.87 元，已超越 2023 年全年的 6.17 元。

此外，2024 年 12 月合併營收達 5.52 億元，創下單月歷史新高，較前一個月增長 18.11%，年增 70.66%；累計 2024 年全年營收為 46.12 億元，年增 71.72%，展現強勁成長動能。

3.2 主要業務與營運範圍

- 提供 RFID 標籤、模組與系統整合服務，7 成營收來自於服飾與零售業，剩下三成則是物流與醫療等領域，根據圖 6 中的資訊，快遞物流應用是未來幾年成長率最高的市場，2025 年成長率達 57%，預期在永道的營收佔比會提高。

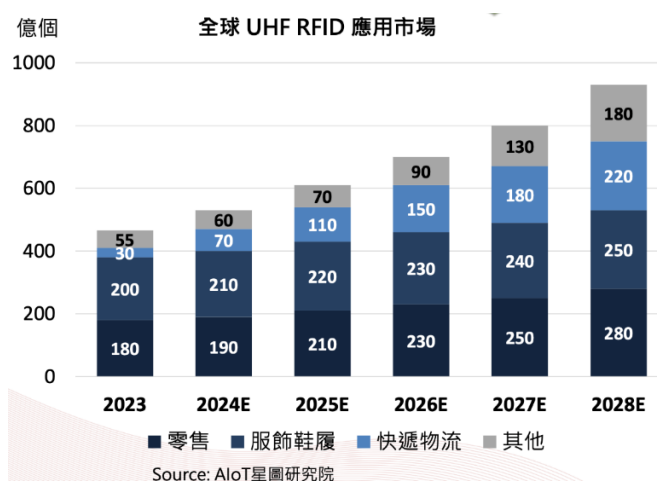


圖 6 全球 UHF RFID 應用產業分布 (資料來源:AIoT 星圖研究所)

- 為亞洲唯一通過 ARC 認證之 RFID 廠商；全球僅有七家通過此認證。ARC 認證 (Auburn RFID Lab Certification)：由美國奧本大學 RFID 實驗室頒發，確保 RFID 標籤產品在性能與品質上符合嚴格標準。許多國際品牌與零售商在選擇 RFID 供應商時，會將該認證視為重要依據。
 - 永道在法說會中提到，獲得 ARC 認證後，有積極對以 ARC 為進貨門檻的國際企業進行專案開發，公司的智慧物流與倉儲領域客戶需求顯著提升，也吸引了更多新客戶。
- 以高環保標準進行生產，產線與生產履歷皆符合政府甚至更高層級的 ESG 要求先後申請通過 IATF 16949 全球汽車產業品質管理系統驗證及 ISO9001、ISO14001 及

ISO45001 等品質管理系統等認證，其產品製造品質管理處於該產業領先水平。

- 目前約有 20%的標準產品通過歐盟環保標準，可達 100%回收；此類產品多銷往歐洲，美系客戶亦開始關注可再生 RFID 標籤。

3.3 市場地位與客戶結構

- 身為世界最大的 RFID ODM 廠商之一，永道-KY 在同業中產品單價較高，主要客戶為對品質要求較高的國際知名企業，客戶領域橫跨服飾、零售、物流、醫療與工業製造。
- 2023 年起，美國終端客戶已超越日本成為公司最大營收來源的市場。
- 觀察表 5，亞洲佔比高達 90%是因為歐美客戶的製造產地在中國與東南亞，而 2024Q2 美洲的比例上升，是來自美系的物流業與零售業。

表 5 永道銷售地區佔比 (資料來源:永道可轉債公開說明書)

單位：新台幣千元；%

年度 地區	110 年度		2022 年度		2023 年度		2024 年第二季	
	金額	比例	金額	比例	金額	比例	金額	比例
亞洲	1,826,209	89.92	1,952,693	92.82	2,527,439	94.10	1,875,292	90.54
歐洲	84,310	4.15	77,271	3.67	65,084	2.42	38,343	1.85
美洲	103,517	5.10	69,951	3.33	93,238	3.47	156,889	7.58
其他	16,959	0.83	3,717	0.18	185	0.01	609	0.03
合計	2,030,995	100.00	2,103,632	100.00	2,685,946	100.00	2,071,133	100.00

3.4 現有產能與擴產規劃

現有廠區

- 中國揚州廠：年產能 50 億枚，2025 年有擴產計畫，預計擴產至 60 億枚，會在每季逐步拉入機台開始生產。
- 台北廠：年產能 18 億枚，空間已滿無法再擴產。

越南興安新廠

- 投資金額合計 20.4 億台幣。
 - 土地與預備金 4.55 億，來自自有資金。
 - 廠房與設備 15.8 億，其中可轉債 11.14 億，剩下 4.6 億由自有資金與銀行借款支付。
- 佔地面積 52,000 平方公尺，約為揚州廠區的 1.6 倍，可容納兩座廠房；未來生產面積可達 69,000 平方公尺。
- 採分階段擴廠與逐步提高稼動率的模式，一方面因應未來物流產業與零售客戶的持續增長需求，同時避免短時間內大規模攤提成本，維持產品品質與風險在可控範圍。

- 第一期產能
 - 預計 2025 年第二季開始釋出部分產能，目標銷售 7.6 億枚。
 - 預計 2026 年全產能就位，目標銷售 15.3 億枚。
 - 預計 2027 年產能利用率達 80%（公司認為該水準為最適產能利用率），目標銷售 21.6 億枚。
 - 若完全滿載，年產能可達 30 億枚。
- 後續建廠計畫尚未公布。若未來越南廠全部完成建廠，最大年產能可提升至 100 億枚。

實際產出預測

2024 產能利用率為 75%~85%，而 2025 年因為服飾、零售與物流應用的成長，我們預測原始產能(台北與揚州廠滿產能合計 68 億)平均產能利用率會達 2024 的上緣 82.5%，因此原始產能在 2025 將會實際產出 56.1 億枚，揚州新產能 10 億則因為是陸續引進估計能實際產出 6 億枚，而越南新廠則是 7.6 億枚，加總以後得出 **2025 年實際產出為 69.7 億枚**。

3.5 未來展望

永道-KY 每年皆投入研發資源，以提前布局各領域應用的新產品；當市場與客戶需求出現時，便能第一時間提供即用的解決方案。

目前營收主要來自 RFID 產品，且下游應用以零售與服飾產業為主，雖然其滲透率僅約 20%，近年市場規模成長率約 18%，但產品生命週期已介於成長與成熟階段之間。為開拓新藍海市場，公司特別將重心放在 2025 年市場預期成長達 57% 的物流業的應用，深化與中系與美系物流業者之合作，期望借此帶動更多業務成長與機會，我們預估在 RFID 應用持續成長、接單暢旺下，2025 滿產能產出會從 68 億成長至 100 億，實際產能從 54.4 億提升至 69.7 億。

4. 財務分析

4.1 營收概況

圖 7 顯示永道-KY 過去三年的歷史營業毛利表現。全年四個季度中，並無明顯淡旺季之分，但從數據中可觀察到，受經濟復甦及 2023 年擴增產能後，2023 Q4 後毛利顯著提升至 2.68 億元，2024Q2 提升至 4.04 億元。

自 2021 年以來，永道-KY 積極推動全球市場布局，主要服務大型企業客戶。為了兼顧產品品質與價格競爭力，公司投入大量資源於研發設計，這成為其競爭優勢之一，這也成功吸引更多客戶與訂單，並逐步擴增產能，從 2022 年稼動率為 56% 提升至 2024 年平均稼動率為 75%~85%。根據圖 9 及表 6，永道-KY 的營業毛利穩健成長。在 2024 年第三季度，公司營業收入創下歷史新高。其中，第二季度和第三季度的營業毛利年成長率分別達到 153.2% 和 107.7%，營收年成長率亦分別達 103.8% 和 75.6%。

整體而言，永道-KY 透過其優勢成功確立市場定位，並憑藉提升產能和確保產品品質吸引更多訂單與客戶，實現穩定的獲利增長，並於近兩季創下歷史新高。

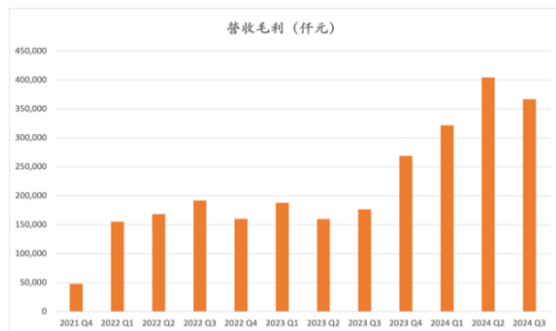


圖 7 永道 2021Q4~2024Q3 每季營業毛利
(資料來源:永道財報及自行整理)

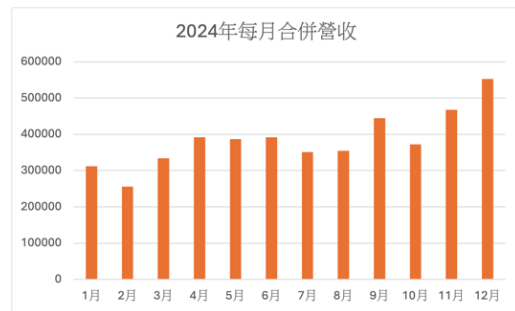


圖 8 2024 年每月營業收入
(資料來源:永道財報及自行整理)

表 6 2023Q1~2024Q 稅後淨利率 (資料來源:永道財報及自行整理)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
稅後淨利率	17.38%	19.66%	17.36%	16.68%	20.99%	20.03%	18.19%
稅後淨利年成長率	54.36%	31.97%	19.85%	32.27%	85.34%	81.78%	85.90%



圖 9 營收年成長率與營收毛利成長率 (圖片來源:永道財報及自行整理)

4.2 資本支出與同業比較

前面有提到永道的競爭優勢是 RFID 的設計，在兼顧品質與價格優勢下需投入許多研發資源及成本，此外，永道自 2023 年陸續啟動擴廠計畫，於 2024 年第二季開始投資興建越南廠，因此資本支出我們將主要分析擴廠成本及研發費用對公司財務的影響。

永道於去年第二季開始興建越南廠，為降低折舊對淨利的影響，越南廠計畫共分四期完成，其折舊費用如表 7 所示。表 8 為 2023 年與 2024 年現金流量表內投資活動中，每季購置不動產、產房及設備的現金費用，因 2024 年起為規劃越南廠並採購機器設備，每季相較於 2023Q1~Q3 分別增加 16 倍、6 倍及 3 倍。表 9 為簡式現金流量表，因 2024 年擴廠採購費用增加，使現金流量淨增加相較於 2023 年顯著減少，但前述營收年成長仍高，現金淨流入

主要依來自營業收入，且營業活動現金淨流入明顯增加。因此在訂單與客戶增長增加營收及擴張產能增加成本同時並行的情況下，營收能覆蓋擴廠成本永道近三季仍能維持現金淨流入且每季現金餘額年增長，因此我們認為擴廠成本不會導致公司獲利下降，反而會因擴廠增加更多訂單使未來公司獲利增加。

永道為了因應不同市場，會依照產業及客戶需求客製化 RFID 的設計，因此投入大量研發成本，如表 10 所示，國外公司 AVY（艾利丹尼森）的解決方案（如 RFID 標籤等）只佔其營收 31% 左右，因此我們先著重分析國內同業研發費用。永道與國內 RFID 標籤同業一韋橋的研發費用相比，韋橋的研發費用占營收比率高，但永道的研發費用自 2023Q4 開始因增加產能及擴廠逐漸增加，在大量投入研發費用下，永道研發費用占營收比率反而下降，如 2024Q1 相較 2023Q1 減少 0.87%，表示永道營業收入增加幅度遠高於研發費用，利用其優勢以及持續開拓客源，且永道的獲利能力皆比韋橋佳，如 2024Q1 至 Q3 的 EPS 分別比韋橋高 252%、155% 及 118%。整體而言，永道在營收與資本支出皆增加，擴廠及研發成本的增加反而間接提升營業收入，獲利能力仍表現良好、優於同業且穩定成長。

表 7 折舊費用（資料來源：永道財報，自行整理）

	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3
折舊費用（仟元）	43,492	41,231	42,788	172,196	45,243	56,711	65,138

表 8 當季購置不動產、廠房及設備費用（資料來源：永道財報，自行整理）

單季費用（仟元）	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3
購置不動產、廠房、設備	10,816	30,140	51,892	68,503	186,633	220,279	209,615

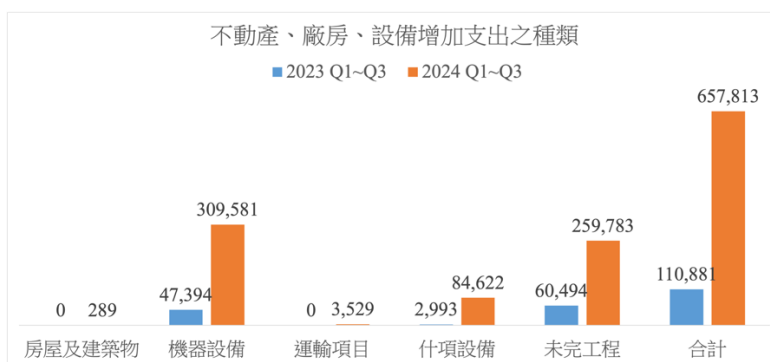


圖 10 資本支出增添之細項（資料來源：永道財報及自行整理）

表 9 2023 及 2024 現金流量表（資料來源：永道財報及自行整理）

	2023 FY	2023 Q1~Q3	2024 Q1~Q3
營業活動	137,450	-3,188	150,432
投資活動	-417,478	-217,919	-218,583
籌資活動	1,113,170	898,463	190,439
期初現金	608,787	608,787	1,432,071

現金淨增加	823,284	708,020	153,587
期末現金	1,432,071	1,316,807	1,585,658

表 10 同業資本支出與獲利比較 (資料來源:永道財報、韋僑財報及自行整理)

單位：仟元；百分比

	2023 Q1		2023 Q2		2023 Q3		2023 Q4		2024 Q1		2024 Q2		2024 Q3	
	永道	韋僑	永道	韋僑	永道	韋僑	永道	韋僑	永道	韋僑	永道	韋僑	永道	韋僑
研究發展費 (占營收百分比)	24,398 (4.15%)	19,359 (5.87%)	21,153 (3.69%)	19,995 (4.83%)	24,641 (3.76%)	20,269 (5.38%)	32,098 (3.69%)	21,301 (6.97%)	29,547 (3.28%)	19,806 (6.03%)	49,119 (4.2%)	20,552 (5.39%)	53,400 (4.46%)	21,734 (5.7%)
每股盈餘	1.51	0.95	1.7	1.31	1.17	1.28	1.79	0.47	2.54	0.72	3.04	1.19	2.29	1.05
營業毛利率	32.02	31.66	27.87	30.54	26.95	31.75	30.90	27.7	35.73	24.55	34.56	30.84	31.90	28.9
稅後淨利率	17.38	12.2	22.01	13.41	13.27	14.4	15.27	6.47	20.99	9.33	19.29	13.23	14.88	11.66
ROE	2.24	2.77	2.50	3.82	1.70	3.71	2.54	1.32	3.50	2.01	4.01	3.31	2.99	2.91

1. 韋僑 (6417)：國內上櫃公司，專為客戶設計 RFID 及提供 RFID 解決方案，與永道產品高度重疊，如被動式標籤、手持處理器等。
2. AVY(艾利丹尼森)：國外公司，主要業務為標籤、印刷等材料供應商(佔總營收 68.59%)及提供客戶解決方案(佔總營收約 31.41%)。

現金流量分析

2024Q1 至 2024Q3 這段期間的營業活動相較於去年同期流出 318.8 萬元提高至現金流入 1.5 億元，主因來自營收產生的現金流入，而投資活動相較去年同期現金流出增加，主要與擴廠、採購設備等資本支出有關。

2023 年現金提升主要因營收及現金增資產生，2023Q1~Q3 籌資活動現金流入 8.9 億，永道也將利用現金資產進行越南廠擴廠的投資。而整體現金水位自上市後皆呈穩定成長，2024 年目前三季的現金水位也相較於去年同期高，並於法說會表示未來會找其他潛在的投資機會進行現金運用。

資產與負債

資產方面，存貨週轉率也逐漸提升至 3 次以上，代表公司銷貨速度及存貨變現能力佳。總資產成長率因 2023 年受到擴增產能、訂單增加等使總資產年成長率皆達 30%以上，2024 Q1~Q3 平均年成長 27.04%。

負債比率皆為維持低比率，自 2023 上市後持續保持 20%以內，由於 2024 Q2 開始越南廠計畫，並發行可轉債，使負債增加，也讓負債比率 2024Q2 與 Q3 皆為 23.99%，整體負債比率低且流動比率也維持 250%以上，足以償還短期負債。

表 11 資產與負債相關指標 (資料來源:永道財報及自行整理)

	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
--	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

負債比率(%)	10.98	11.59	10	14.12	10.83	16.49	19.97	23.99	23.99
流動比率(%)	432.3	344.39	558.37	417.7	544.21	350.75	306.64	253.88	293.41
總資產成長率(%)	11.8	7.64	36.23	36.54	31.73	37.67	23.06	28.59	29.49
存貨週轉率(次)	4.54	3.76	2.95	2.76	3.2	3.55	3.14	3.41	3.22

5. 競爭優勢與營運風險

5.1 競爭優勢

永道在 RFID 為全球最大的 ODM 供應商，其市占率超過 20%，同時也致力於新技術研發並取得專利技術，搶佔市場先機，獲得龐大客戶基礎，因此下面將其的競爭優勢分成下列四點分別進行說明。

1. 專業技術與認證

永道擁有超過 461 件專利，並持續投入資源以申請更多專利，此外，永道為亞洲首家獲得 ARC Quality 認證的公司，此認證被視為全球 RFID 領域的標準，能夠確保標籤在極端環境下仍能穩定運作，同時提升產品的品質與效能。

公司積極投入大量資金研發最新技術，包括天線、標籤設計及新材料，藉此鞏固其技術優勢。瞄準大型企業作為主要客群，進一步提升市場地位，還能有效提高競爭者的進入門檻，避免價格競爭。

此外永道在 ESG 方面目前已有 20% 的商品能實現 100% 回收，並全面符合歐盟環保檢驗標準。隨著全球環保意識的提升，這類可持續產品的市場需求有望進一步增長。

2. 產能優勢

規模經濟對於 UHF RFID 產業是非常重要的，永道目前在中國揚州與台北設有生產基地，在總產能已達 68 億枚，今年更是會擴產至 78 億枚，實際產出則為 62.1。此外，公司正在越南興安積極擴建新廠，預計今年第二季即可開始接單生產，預估今年可實際產出 7.6 億，進一步實現規模化生產。

越南新廠的設立不僅有助於分散區域風險，還能通過貼近主要市場的布局策略，同時，越南新廠具備快速交付能力，距離峴港機場只有 40 分鐘的車程，能在兩天內完成交貨，顯著提升訂單處理效率。

3. 市場成長潛力：

永道在服飾業與零售業已建立堅實的客戶基礎，主要營收來源為美國、日本、歐洲等國家，主要客戶包括 Uniqlo、Zara 和 Walmart 等全球知名品牌，這使永道能夠利用其最新技術鞏固客戶關係，同時進一步提升市場佔有率。並且目前仍有 80% 的服飾與零售業者尚未全面導入 RFID 技術，這為永道提供了巨大的潛在市場。

4. 潛在市場 - 物流業

隨著疫情與電商的快速發展，全球包裹運送量大幅增加，物流產業呈現快速成長。然而，

物流業也面臨部分挑戰，例如：包裹錯誤率、遺失率上升，造成公司成本上升。此外，勞動力短缺與勞動成本的持續上漲，進一步推高了以人力為主的物流運營成本。

目前永道積極拓展物流市場應用，與順豐、京東與美系客戶深度合作。透過 RFID 標籤顯著降低包裹的錯誤率與遺失率，同時優化物流管理，為企業節省大量成本。並且持續投入資金進行研發，開發針對克服碰撞、濕度與溫度變化的 RFID 解決方案，搶佔市場先機。未來，RFID 標籤將成為機器學習數據的基礎，可針對物流與倉儲管理進行決策優化，將進一步提升物流業的效率與準確性，也為 RFID 市場帶來更多商機。

5.2 潛在投資風險

總體經濟風險

美國經濟目前仍處於不穩定階段，儘管聯準會已啟動降息循環，但降息的次數與期間仍存在不確定性，這可能對整體經濟產生深遠影響。例如，根據 2025 年 1 月 13 日的報導，美國 12 月份強勁的就業數據降低了市場對聯準會進一步降息的預期，導致全球市場出現回落。

在這種情況下，經濟的不確定性可能進一步壓抑終端需求，尤其對亞洲及全球市場產生連鎖效應。由於永道的主要營收來自美國、日本和中國，這些地區的經濟波動可能直接影響服飾、零售與物流等應用市場的 RFID 標籤需求，進而對公司的短期營收表現造成壓力。

美國若出現經濟衰退，可能使消費支出減少，加劇終端市場需求萎縮，這將成為永道必須面對的重要挑戰。

技術與競爭風險：

永道持續投入大量資金進行研發，以保持技術領先地位並優化生產成本，從而穩固其在服飾與零售市場的主要客群。然而，隨著市場競爭的加劇，如何持續創新、推出具技術優勢的產品，並有效應對同業可能發展出的更低成本或更高技術的標籤解決方案，將是永道面臨的重要挑戰。若無法在技術與成本上維持優勢，可能影響其市場份額與盈利能力。

進貨集中風險：

永道的晶片主要向 Impinj、NXP、EM Microelectronic 及 Alien Technology 這幾間供應商進行進貨，佔比約為 65%，並且在 2021 年，全球晶片短缺問題對永道的 RFID 標籤生產造成延遲，主要原因是 RFID 晶片的材料與汽車零組件晶片高度重疊。在晶片供應受限的情況下，通常會優先供應給汽車產業，這進一步影響了永道的訂單交付能力和整體獲利表現。為降低對單一供應商的依賴，永道除了主要採購 Impinj 的晶片外，亦積極採用中國製造的晶片作為替代方案，以確保供應鏈的穩定性。然而，未來若再次出現晶片短缺情況，如何有效管理供應鏈並確保晶片供應，仍將是公司需要面對的挑戰。

6. 估值

為了確保目標價估計的準確率，我們分別使用兩種方式進行計算，分別是 PE 法和兩階段折現模型，再透過兩個結果綜合比較得到最終目標價格。

6.1 PE 法

$$PV = EPS \times \frac{P}{E}$$

根據財報表現預估 2024 年第 4 季每股盈餘 (EPS) 為 3.48 元，2024 全年營收為 46.12 億元，全年 EPS 預測為 11.35 元。而未來在 2025 年，永道受益於 RFID 在物流業應用的高速成長帶來的訂單增加，以及產能擴張和稼動率提升，實際產出預計從 54.4 億枚增至 69.7 億枚。在規模效應的推動下，單枚標籤的平均成本將進一步降低。然而，由於大規模擴產帶來的折舊費用，2025 年 EPS 將達到 14.54 元。最後我們以 27 倍本益比計算，目標價為 392.6 元。

6.2 兩階段折現模型

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

股權股權成本我們透過 CAPM 模型進行計算，其中市場報酬以台股過去 20 年平均年化報酬進行計算為 12%，無風險利率使用台灣十年期公債殖利率為 1.6%，最後計算出股東權益成本為 7.93%。

$$WACC = k_e \times \frac{E}{D+E} + k_d \times \frac{D}{D+E} \times (1-\tau)$$

我們使用 WACC 公式計算公司成本，其中權益比重為 76%、權益成本為 10.02%；負債比重為 24%，負債成本 1.6%，稅率以永道 2024Q3 19.34% 帶入計算，得到 WACC 為 7.93% 作為後續折現率的數值。

$$PV = \frac{EPS_0 \times (1+g_1)}{1+r} + \frac{EPS_0 \times (1+g_1)^2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{EPS_0 \times (1+g_1)^5 \times (1+g_2)}{(1+r)^6} + \dots$$
$$+ \frac{EPS_0 \times (1+g_1)^5 \times (1+g_2)^5}{(1+r)^{10}}$$
$$+ \frac{EPS_0 \times (1+g_1)^5 \times (1+g_2)^5 \times (1+g)}{r-g} \times \frac{1}{(1+r)^{10}}$$

PV：：永道目標價格。

EPS_0 ：2024 預估之 EPS 值， EPS_0 為 11.35。

g_i ：各期成長率， g_1 為 1-5 年成長率為 18%； g_2 為 6-10 年成長率為 5%； g 為永續成長率 2%。

r ：使用 WACC 作為折現率。

在前期的快速成長階段，我們預測每股盈餘 (EPS) 年複合成長率為 **18%**。這主要基於永道在全球 RFID 市場的領導地位以及市場需求的持續增長，尤其是服飾與零售業 RFID 滲透

率目前還只有 20%，未來能為公司提供穩定的需求增長。同時，物流業的興起目前包裹量年增 6%、成本壓力上升以及效率優化需求，可能會提升市場對於 RFID 的需求成為公司新的成長驅動力。

第二階段的成長率預測為 5%，這反映出隨著 RFID 滲透率提高，市場增速逐漸放緩的趨勢。最後，永續成長階段的增長率設定為 2%，這數值以保守估計的台灣未來經濟成長率代入，最後透過兩階段折現模型估算出目標價格為 422 元。

進行目標價評估時，我們分別採用了兩種估值方法，對公司未來價值進行預測，得出的目標價分別為 392.5 元和 422 元。為了確保考慮到不同面向和不同模型的特性，我們對將兩個目標價進行簡單平均，最終綜合目標價約為 407.25 元。截至年前封關日（2025/01/22）永道-KY 的收盤價為 289 元，與我們所預估的目標價具有潛在漲幅為 41%。

7. 投資結論與建議

總結

1. RFID 的長期需求具備高度確定性，應用範圍持續擴大至服飾、零售和物流等多個領域。其中，物流業的成長潛力尤為顯著。在目前滲透率仍然較低且包裹數量年複合成長率達 6% 的背景下，RFID 系統憑藉其在人力成本降低、庫存損失減少、路線規劃優化及效率提升等方面的優勢，正逐漸成為大規模物流公司的標準配置。未來，物流業有望接棒服飾零售業，成為推動 RFID 行業發展的下一個重要成長動能。
2. 公司憑藉 ARC 認證、環保優勢與海外產能布局，產品品質與生產規模領先市場且分散風險，有望持續擴大市占。
3. 永道受益於 RFID 在物流業應用的高速成長帶來的訂單增加，以及產能擴張和稼動率提升，產量預計從 68 億枚增至 100 億枚，實際產出預計從 54.4 億枚增至 69.7 億枚。在規模效應的推動下，單枚標籤的平均成本將進一步降低。然而，由於大規模擴產帶來的折舊與攤銷費用增加，預估 2025 年 EPS 將達到 14.54 元。

未來可能的催化劑

1. 揚州廠今年擴產與稼動率成長高於預期。
2. 越南新廠的國際訂單多於預期，使稼動率提升速度比原規劃早。
3. 零售與物流滲透率加速成長，帶動業績跳升。

投資建議

目標價 407.5，潛在漲幅 41%，建議買進。

8. 資料來源

1. 永道上市前業績發表會。
2. 永道法說會：2024/03/14、2024/09/18。
3. 永道投資者關係(財務行政中心)。
4. 永道、韋僑財報。
5. **IDTechEx - Beyond 2023: A Look at the Progress, Trends, and Prospects of RFID Technology**。
6. AloT 星圖研究所：取自永道發說會簡報圖表。
7. 台灣電信月刊「解讀物聯網系列之 RFID」：民國 109 年 1-2 月月刊。