

台灣：電子設備

2023 年 3 月 6 日

## 上銀科技 (2049 TT)

Hiwin

### 買進 (研究員異動)

目標價 (12 個月)

NT\$294.0

隱含漲/跌幅

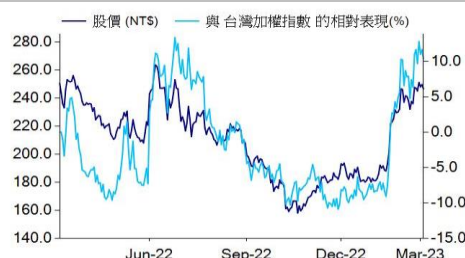
19.2%

收盤價(2023/03/03)

NT\$246.5

營收組成(4Q22)：滾珠螺桿佔比 21%、線性滑軌佔比 61%、工業機器人佔比 9%、其他 9%。

52 週股價(高/低)：(262.5/162.0)元



市值	NT\$	87,210 百萬元
三個月平均日成交值	NT\$	583 百萬元
自由流通股數比例		61.4%
外資持股比率		32.4%
董監事持股比率		12.6%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$	98.85
股價淨值比 (2023F)		2.5 倍
負債比		32.94%
ESG 評級(Sustainalytics)		高 (曝險程度共 5 級)

簡明損益表(NT\$百萬元)

年初至 12 月	2021A	2022F	2023F	2024F
營業收入	27,265	29,315	26,106	32,965
營業利益	5,115	5,572	4,125	6,434
稅後純益 *	3,532	4,479	3,306	5,005
調整後 EPS(元)	9.98	12.66	9.34	14.15
稀釋後 EPS(元)	9.98	12.66	9.34	14.15
營收 YoY(%)	28.2	7.5	(10.9)	26.3
營業利益 YoY(%)	195.2	9.0	(26.0)	56.0
調整後 EPS YoY(%)	83.0	26.8	(26.2)	51.4
毛利率	36.0	36.6	35.5	37.9
營業利率	18.8	19.0	15.8	19.5
本益比(倍)	24.7	19.5	26.4	17.4
股價淨值比(倍)	2.8	2.6	2.5	2.3
ROE(%)	12.2	14.1	9.6	13.6
現金殖利率(%)	1.8%	2.1%	1.5%	2.3%
現金股利(元)	4.50	5.06	3.74	5.66

李昀儒

Justin.YR.Lee@yuanta.com

### 線性元件產業 4Q23 將重現曙光

- ▶ 4Q22 本業獲利低於市場預期 41%，係因 4Q22 進入產業下行期，營收季減 3 成，產品訂價承壓、固定費用占比高，影響獲利。
- ▶ 預估 4Q23 線性元件產業將反轉進入產業上升期，主因 1)中國封控解除、2023 年經濟展望佳、2)工具機訂單額修正幅度較以往小。
- ▶ 給予上銀買進評等，目標價 294 元，根據 2H23-1H24 EPS 13.37 元與線性元件上升期本益比下緣 22 倍推得。

### 4Q22 本業獲利低於市場預期 41%，係因 4Q22 進入產業下行期

上銀 4Q22 營收達 55.9 億元，年減 17%/季減 29%；本業獲利 5.0 億元，低於市場預期 41%，係因 1)4Q22 進入線性元件下行期，產品定價承壓，導致毛利率季減 4.8 百分點、2)營業費用超過 6 成為固定成本，營收季減 3 成導致營業費用率季增 7.3 百分點；EPS1.30 元，低於市場預期 37%，係受本業獲利不如市場預期影響。

### 線性元件業務將於 4Q23 開始復甦，公司地區組合佳

上銀約有 85-90%營收來自線性元件，工具機訂單約佔線性元件 25-30%市場，故我們觀察近 15 年日本工具機協會(JMTBA)訂單額，產業下行期約 16-25 個月。此次下行期於 3Q22 達高峰後開始，然我們認為此次下行期僅 12-14 個月，隱含工具機產業最快於 10M23 進入上升週期。係因 1)中國工具機產業將受惠 12M22 解封後工業生產需求，且 2023 年經濟展望佳，中國訂單佔整體 JMTBA 訂單 25%，有助提早結束下行期、2) 下行期期間與前次上行期景氣好壞有關，此次下行期前總經不確定已高，故下行期訂單峰值僅高於前次 1%(歷史平均 20-21%)，因此我們認為修正幅度亦將較小。我們亦觀察 JMTBA 各地區出口訂單金額復甦情況，其中中國於 8M22 年增率轉正，而歐元區/美國皆於 12M22 才轉正，故我們中國訂單將提前歐美地區回到高峰。根據歐洲央行(ECB)預估，歐洲經濟將於 1Q23 落底並逐季轉佳。我們認為中國、歐洲總經情況好轉亦將帶動後續工業資本支出需求，上銀約 70%/20%營收位於中國/歐洲，將有利其優先其他線性元件復甦。

### 上銀高端產品價格回穩，庫存調整能力優於同業

儘管線性元件產業仍處於下行週期，然上銀商品交期為正常水準約 1-2 個月，自 3Q22 交期 3-6 個月，已明顯縮短，且目前線性元件領導廠商訂價趨穩定，顯示高端產品需求逐漸回升，故我們看好未來交期將維持目前水準。相較同業全球傳動、直得 3Q22 庫存天數季增 28 天/56 天，上銀僅季增 8 天，且 1Q20 庫存天數受供應鏈影響達 252 天高峰後，庫存天數皆維持 200 天以下，顯示其庫存管理能力較佳，故我們認為公司為當前線性元件產業較佳選擇，主因產業下行期公司庫存壓力較其他同業低，降價銷售幅度也較不明顯，故獲利能力亦將優於同業。我們看好 4Q23 線性元件產業反轉進入上升期，預估 2024 年營收 330 億，年增 17%，稅後淨利 50 億，EPS 達 14.15 元，年增 51%。

## 營運分析

### 4Q22 本業獲利低於市場預期 41%，係因 4Q22 進入產業下行期

上銀 4Q22 營收達 55.9 億元，年減 17%/季減 29%；本業獲利 5.0 億元，低於市場預期 41%，係因 1)4Q22 進入線性元件下行期，產品定價承壓，導致毛利率季減 4.8 百分點、2) 營業費用超過 6 成為固定成本，營收季減 3 成導致營業費用率季增 7.3 百分點；EPS1.30 元，低於市場預期 37%，係受本業獲利不如市場預期影響。

圖 1：2022 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q21A	3Q22A	4Q22A	季增率	年增率	4Q22F	4Q22F
						市場預估	市場
營業收入	6,695	7,921	5,592	-29.4%	-16.5%	5,592	0.0%
營業毛利	2,489	2,964	1,823	-38.5%	-26.8%	2,080	-12.4%
營業利益	1,166	1,670	500	-70.1%	-57.1%	848	-41.0%
稅前利益	636	1,838	580	-68.4%	-8.8%	776	-25.2%
稅後淨利	592	1,427	459	-67.8%	-22.3%	733	-37.3%
調整後 EPS (元)	1.67	4.03	1.30	-67.8%	-22.3%	2.07	-37.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	37.2%	37.4%	32.6%	-4.8	-4.6	37.2%	-4.6
營業利益率	17.4%	21.1%	8.9%	-12.1	-8.5	15.2%	-6.2
稅後純益率	8.8%	18.0%	8.2%	-9.8	-0.6	13.1%	-4.9

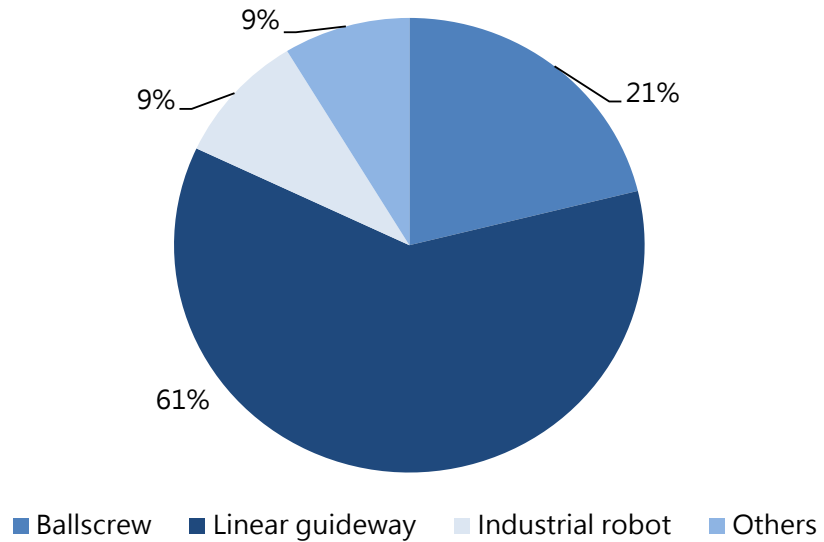
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 台灣工業控制產業受工作天數影響，營收月減雙位數

台灣工業控制產業 1M23 營收月減 16%，以子產業而言，經銷商表現最佳，僅月減 11%；線性元件月減 13%、運動控制元件月減 14%、氣動元件月減 30%；表現最差為工具機，月減 41%。主因 1)農曆新年假期較往年提早至一月中下旬，工作天數減少導致出貨額有限、2)工具機需求不佳。

上銀約有 85-90%營收來自於線性元件(60-70%線性滑軌、20-25%滾珠螺桿)，上銀 1M23 營收月減 14%/年減 40%，月減係因工具機約佔線性元件市場需求 25-30%，工具機需求不佳將減少線性元件出貨、年減主因農曆新年提前導致工作天數減少。其他台灣線性元件同業包含全球傳動(4540 TT)與直得(1597 TT)，1M23 營收亦分別月減 6%/12%，目前線性元件產業仍處於逆風時期，預估將 2H23 落底後開始復甦。

圖 2：上銀產品組合(4Q22)



資料來源：公司資料、元大投顧整理

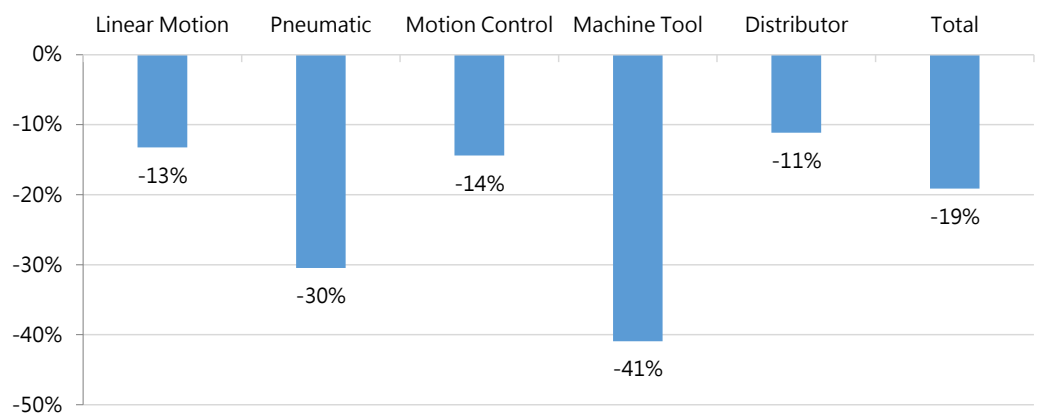
圖 3：台灣工業控制產業一月營收呈現月減

Segment	Ticker	Name	1M23 Sales (NTD mn)	MoM	YoY
Linear Motion	2049 TT	Hiwin	1,447	-14%	-40%
Linear Motion	4540 TT	TBI Motion	203	-12%	-27%
Linear Motion	1597 TT	Chieftek	104	-6%	-20%
Pneumatic	1590 TT	Airtac	1,458	-30%	-25%
Pneumatic	4555 TT	Chelic	75	-40%	-55%
Motion Control	2308 TT	Delta*	3,991	-16%	17%
Motion Control	4576 TT	Hiwin Mikrosystem	158	-35%	-46%
Motion Control	1504 TT	TECO	4,523	-12%	-3%
Machine Tool	4526 TT	TongTai	434	-46%	-20%
Machine Tool	1530 TT	Awea	163	-23%	-38%
Machine Tool	1583 TT	Goodway	278	-45%	-52%
Machine Tool	4510 TT	Kao Fong	116	-21%	-33%
Distributor	8374 TT	Ace Pillar	245	-11%	-18%

資料來源：公司資料、元大投顧整理

\*台達電只計入自動化營收

圖 4：1M23 線性滑軌/工具機營收月減 13%/月減 41%



資料來源：公司資料、元大投顧整理

### 線性元件產業將於 4Q23 迎曙光

工具機訂單約佔線性元件 25-30%市場，故我們觀察近 15 年(2008-2022)日本工具機協會(JMTBA)國內外工具機訂單金額訂單，產業上升期約 22-25 個月、下行期約 16-25 個月。此次下行期於 3Q22 達高峰後開始，然我們認為此次下行期僅 12-14 個月，隱含工具機訂單最快於 9M23 落底，並於 10M23 將開始進入上升週期。係因 1)此次下行期主因為總經不確定性增加，然我們看好歐美經濟將持續轉佳，且中國工具機產業將受惠 12M22 解封後工業生產需求，中國訂單佔整體 JMTBA 訂單 25%，有助提早結束下行期、2) 下行期間與前次上行期景氣好壞有關，此次下行期前總經不確定已高，故下行期訂單峰值僅高於前次 1%(歷史平均 20-21%)，因此我們認為修正幅度亦將較小。

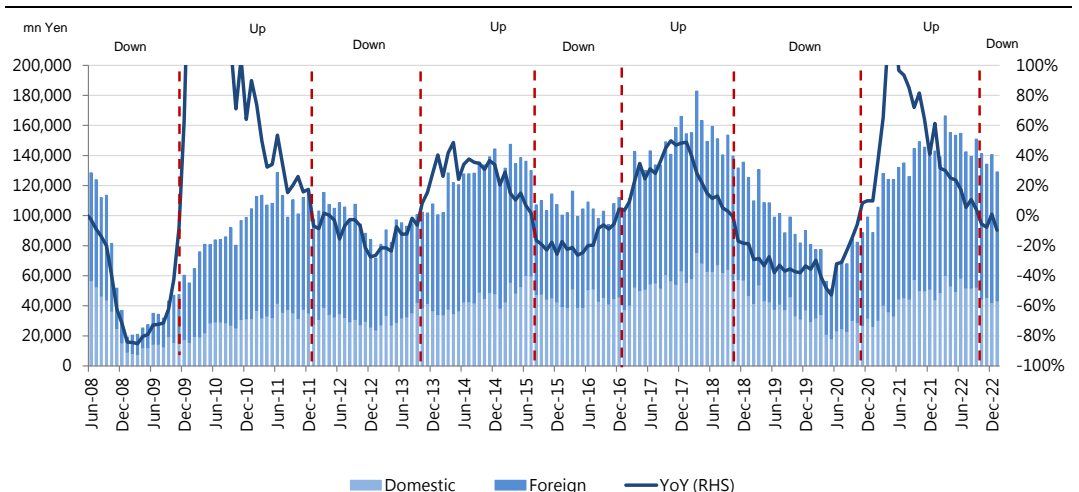
### 線性元件定價趨穩定，預估 4Q22 ASP 有望提升

線性元件產業銷售須經過多層經銷商，每季需採購固定的量，因此當產業下行需求不佳時，供應商往往需降價銷售（每次下行期 ASP 約降價 10-15%）。儘管整體線性元件產業仍處於下行週期，然我們觀察到上銀目前商品交期為正常水準約 1-2 個月，自 3Q22 交期 3-6 個月，已明顯縮短，且目前線性元件領導廠商訂價趨穩定，顯示高端產品需求逐漸回升，故我們看好未來交期將維持目前水準。考量線性元件交期將維持 1-2 個月，線性元件景氣將落後 JMTBA 訂單額約一個月，預估 4Q23 進入產業上升期，線性元件價格亦將有望於 4Q23 進入產業上升期開始調升，有助公司後續毛利提升。目前線性元件定價趨穩定、且交期縮短至 1-2 個月，顯示下游需求逐步復甦，看好 4Q23 線性元件產業進入上升期。

### 上銀庫存管理能力較同業佳，故降價壓力較低

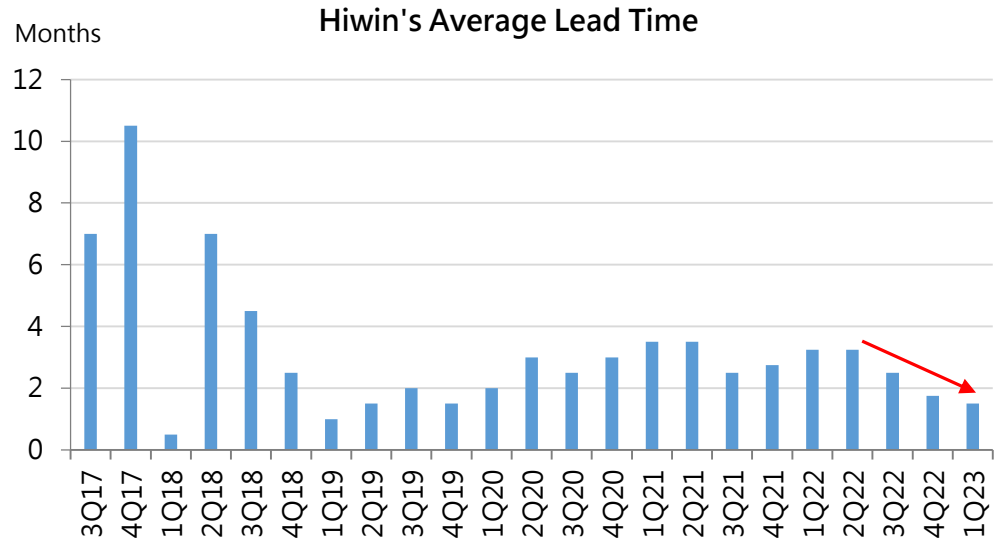
相較同業全球傳動、直得 3Q22 庫存天數季增 28 天/56 天，上銀僅季增 8 天，顯示其庫存管理能力較佳，主因原物料交期約為半年、線性元件交期約 1-2 個月，2020 年受供應鏈狀況不佳導致庫存躋升後，公司更注重其庫存管理能力，1Q20 庫存天數達 252 天高峰後，上銀庫存天數皆維持在 200 天以下。故我們認為公司為當前線性元件產業較佳選擇，主因產業下行期公司庫存壓力較其他同業低，降價銷售幅度也較不明顯，故獲利能力亦將優於同業。

圖 5：2008-2022 年日本工具機訂單週期



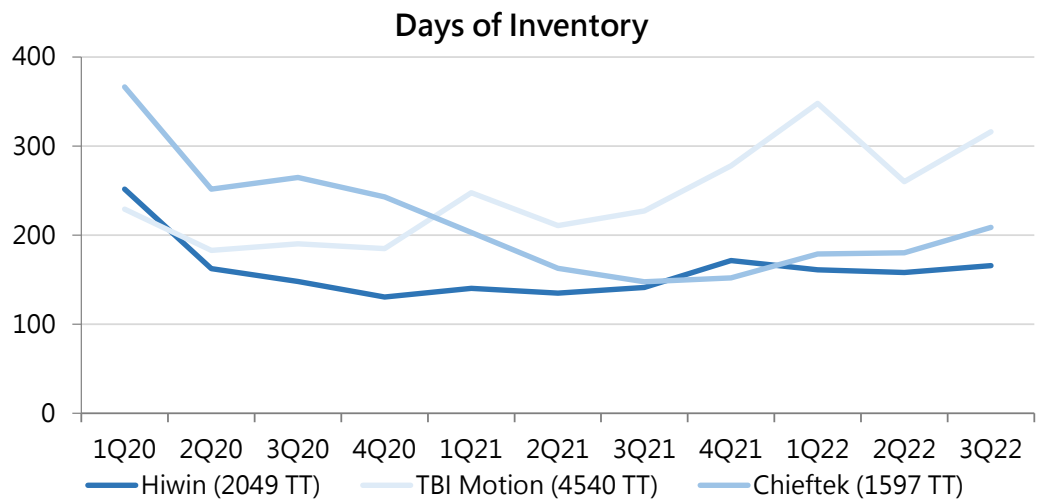
資料來源：JMTBA、元大投顧整理

圖 6：上銀平均交期變化



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 7：上銀與同業庫存天數比較



資料來源：公司資料、元大投顧整理

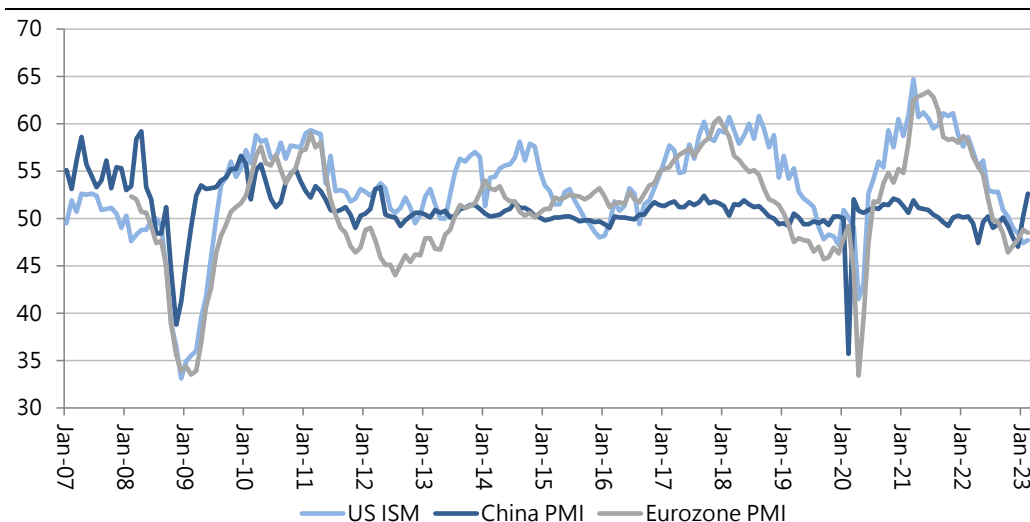
#### 上銀將受惠中國、歐洲地區工業控制需求復甦

上銀約有 65-70% 營收來自中國，考量 2022 年底封控解除工廠運作將更為順暢、總經環境轉佳，將有利 2023 年中國地區營收。中國 1M23 PMI 指數 50.1，自 2M22 首度回到 50，且 2M23 PMI 指數 52.6 持續攀升，主因封控解除後生產運作效率轉佳，提振工業需求。我們亦觀察 Bloomberg 對中國 GDP 之預估，1Q23F/2Q23F/3Q23F/4Q23F GDP 年增率分別為 3.2% / 7.1% / 5.0% / 5.7%，2023 全年 GDP 年增率則達 5.2% (2022 年僅年增 2.9%)，顯示今年中國總經狀況轉佳，有望帶動工業資本支出需求。

我們亦觀察 JMTBA 各地區出口訂單金額復甦情況，其中中國於 8M22 年增率轉正，而歐元區/美國皆於 12M22 才轉正，故我們預估中國訂單將提前歐美地區回到高峰。且中國佔 JMTBA 出口金額 25%，大於歐洲 16%/美國 20%，有望加速全球工具機需求復甦。我們認為中國佔比高的工業控制公司將提前進入產業上升期，上銀約 7 成營收來自中國。

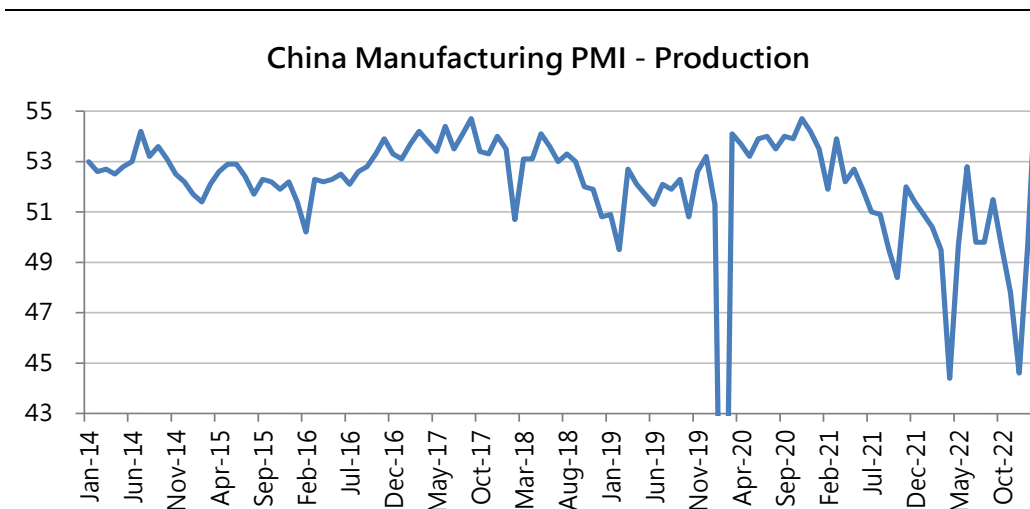
上銀歐洲地區佔比 20-25%，歐元區 1M23PMI 指數 48.8，自前月 47.8 回升，且近期天然氣價格回落後續有望帶動企業與消費者信心回暖，加上中國解封政策對於製造業出口的挹注，我們認為後續 PMI 指數有望突破 50。此外，根據歐洲央行(ECB)預估，歐洲經濟將於 1Q23 落底並逐季轉佳。我們認為總經情況好轉亦將帶動後續工業資本支出需求，挹注上銀整體營收。預估 4Q23 年營收 85 億，年增 52%，稅後淨利 15 億，EPS 達 4.17 元，年增 216%。

圖 8：美國、中國、歐洲近 15 年製造業指數



資料來源：ISM、IHS Markit、中國國家統計局、元大投顧整理

圖 9：中國製造業指數-生產



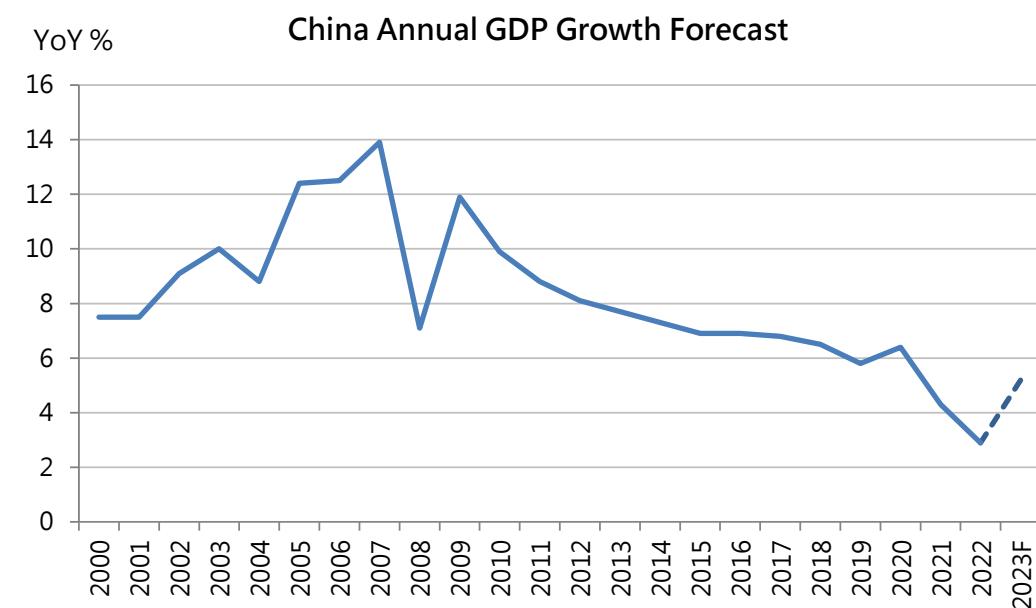
資料來源：中國國家統計局、元大投顧整理

圖 10：中國 GDP 預估 YoY (季)



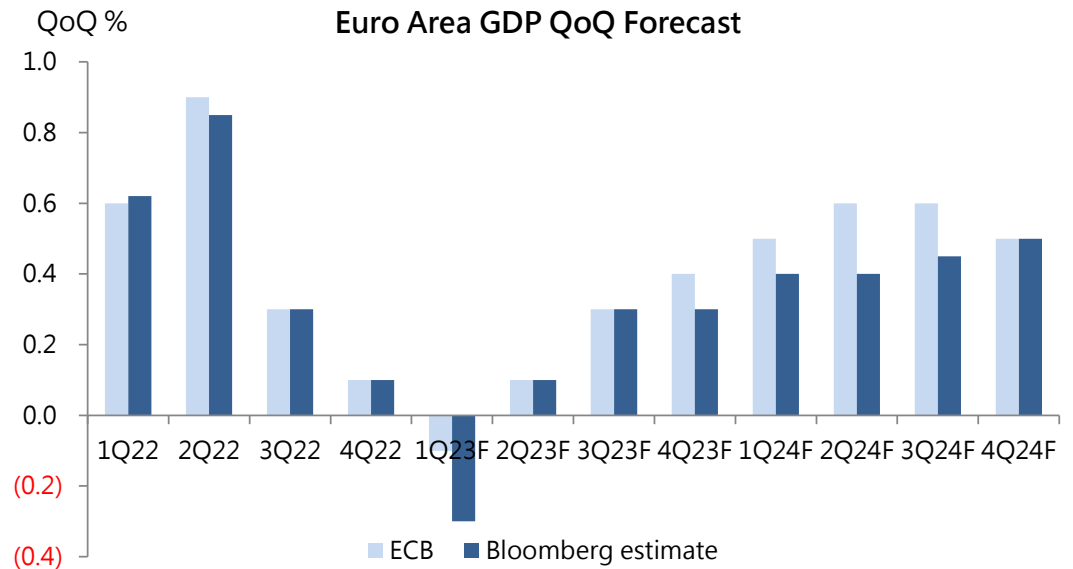
資料來源：中國國家統計局、Bloomberg、元大投顧整理

圖 11：中國 GDP 預估 YoY (年)



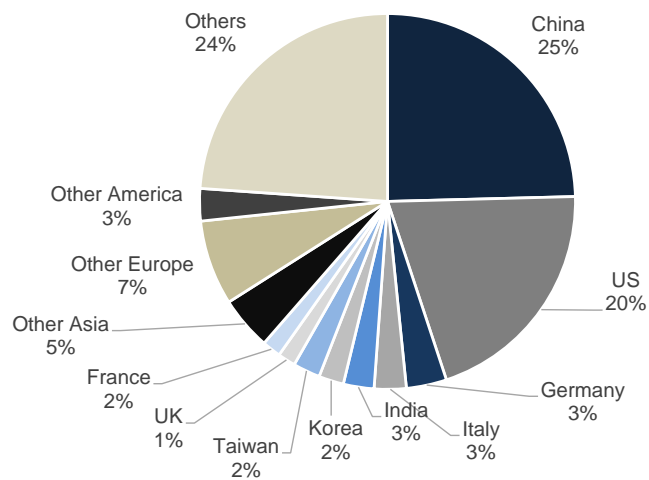
資料來源：中國國家統計局、Bloomberg、元大投顧整理

圖 12：歐元區 GDP 預估 QoQ



資料來源：ECB、Bloomberg、元大投顧整理

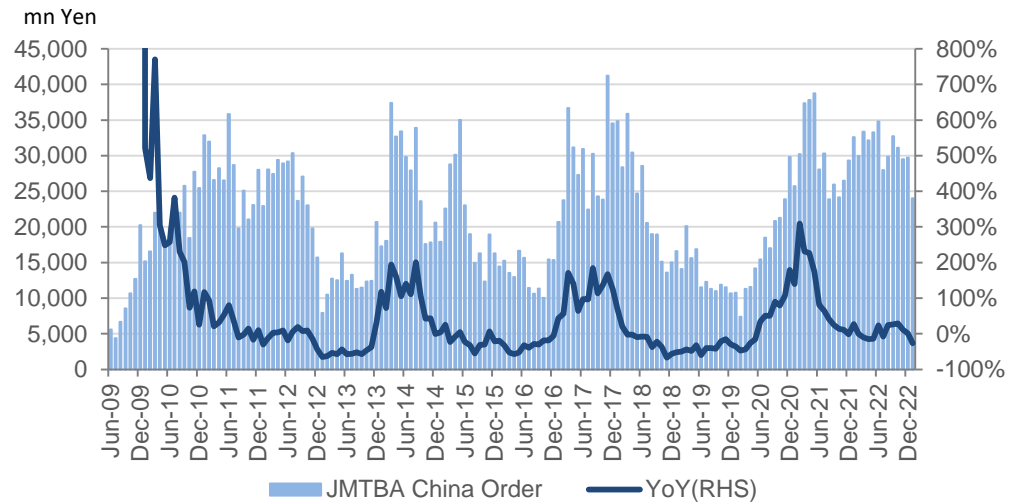
圖 13：2022 年 JMTBA 出口訂單地區別



資料來源：JMTBA、元大投顧整理



圖 14：JMTBA 中國出口金額 YoY



資料來源：JMTBA、元大投顧整理

圖 15：2023 年財測與預估比較

(百萬元)	2022F	2023F	年增率	2023F	預估差異
				市場預估	市場
營業收入	29,315	26,106	-10.9%	25,586	2.0%
營業毛利	10,715	9,268	-13.5%	8,704	6.5%
營業利益	5,572	4,125	-26.0%	3,956	4.3%
稅前利益	5,818	4,230	-27.3%	3,992	6.0%
稅後淨利	4,479	3,306	-26.2%	3,201	3.3%
調整後 EPS (元)	12.66	9.34	-26.2%	9.15	2.2%
重要比率 (%)			百分點		百分點
營業毛利率	36.6%	35.5%	-1.0	34.0%	1.5
營業利益率	19.0%	15.8%	-3.2	15.5%	0.3
稅後純益率	15.3%	12.7%	-2.6	12.5%	0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

---

## 工業控制產業概況

### 台灣線性元件在世界供應鏈擔任重要角色

一個完整的線性傳動元件廠有四項必要元件：線性滑軌、滾珠螺桿、滾珠花鍵、單軸機器人。滑軌主要功用是移動物件，物件會固定在滑座上，然滑座無法自行移動，因此需要馬達結合滾珠螺桿，透過圓周轉換成直線運動。若想將物件在半空中移動，則必須將線性滑軌替換為滾珠花鍵，係因滾珠花鍵是圓柱狀，只要靠前後支撐即可讓物件在半空移動，且除了搬運待加工的物件，也可移動加工設備進行加工。單軸機器人則是將線性滑軌與滾珠螺桿模組化，使客戶安裝使用更為便利，單軸機器人在半導體相關製造非常常見。

過去的線性傳動元件絕大部分是由日系廠商主導，係因日本製造業對滑軌的需求非常強勁，光是國內就常供不應求。台灣廠商過去受惠國際自動化需求漸增趨勢，日廠無法供應足量產品而漸漸展露頭角，廠商近年透過在穩定度、精密性、耐久性的提升，不但已可提供與日廠幾乎相同水準的產品，價格上也更具優勢，為有意導入自動化設備的廠商提供更優質且經濟的選擇。

近年中國自動化需求逐漸攀升，主因 1)人口成本持續上升、2)現代人較少加班，平均工作時數較以往短。中國亦有許多廠商進入線性傳動元件市場，但因中國廠商的技術能力與台、日廠商仍有差距，且中國廠商多專注於價格優勢而非品質優化，故儘管有中國廠商積極搶市，但受影響僅止於台灣較不具高階技術能力的供應商，上銀由於技術能力強、整合能力高，對於中國有意引進自動化的廠商仍是優先選擇。

### 線性元件亦為寡占市場，上銀市占率排名第二

目前全球線性元件市場為寡占市場，前三名市占率超過 7 成。上銀 2022 年線性元件市占率成功超越日商 NSK，目前市佔率為 21%，僅次於日商 THK 的 32%。上銀的後續成長動能將來自於高端線性元件，主要應用於電動車與半導體產業。上銀相較其他競爭者之優勢主要來自於自製製程壓低成本帶來的高性價比，上銀產品品質相較低價的中國廠高，而價格較品質相當的日本同業低。

---

圖 16：線性滑軌示意圖

---

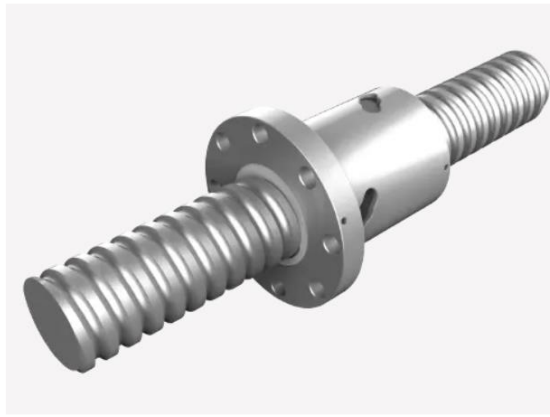


---

資料來源：公司資料、元大投顧整理

---

圖 17：滾珠螺桿示意圖



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 18：滾珠花鍵示意圖



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 19：工業用機器人示意圖



資料來源：公司資料、元大投顧整理

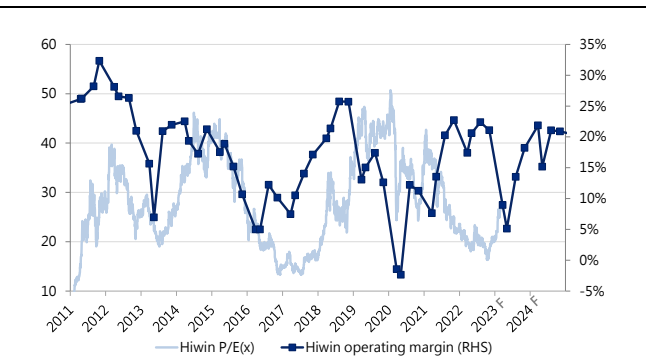
# 股票評價

給予上銀「買進」投資評等，目標價 294 元

上銀約 85-90%營收來自於線性元件，我們認為線性元件產業將於 3Q23 落底，並於 4Q23 反轉進入產業上升期，故 2024 年表現將大幅優於 2023 年，預估 2023/2024 年 EPS 分別為 9.34/14.15 元，隱含年減 26%/年增 51%。過去線性元件上升期上銀本益比區間為 19-50 倍，本中心給予上銀買進評等，目標價 294 元，係根據 2H23-1H24 EPS 13.37 元與過去線性元件上升期本益比之下緣 22 倍推得(目前交易於 18 倍)，主因線性元件於 4Q23 才開始反轉。目前上銀股價約落在 27 倍 2023 年預估每股盈餘，高於國外同業 23.6 倍、國內同業 22.5 倍，但我們認為上銀相較其他線性元件同業產品訂價已趨穩定，且將受惠中國、歐洲 2023 年工業設備需求上升，故享有較高本益比評價。

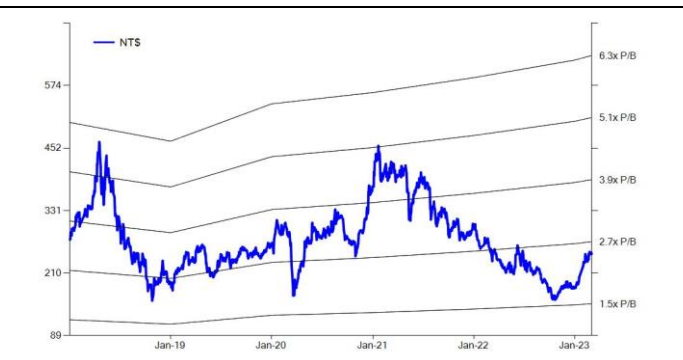
我們亦觀察本益比與營業利益率呈現正相關性，線性元件於 4Q23 進入產業上升期，後續營業利益逐季轉佳將帶動股價持續向上。根據歷史上升週期 22-25 個月，2024 全年將處於上升期，故營收/獲利將大幅優於 2023 年，分別年增 26%/51%，故中長線公司營運成長亦無虞。

圖 20：上銀本益比區間與營業利益率呈現正相關



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 21：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 22：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比 (倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
上銀科技	2049 TT	買進 (研究員異動)	NT\$246.5	2,847.8	12.66	9.34	14.15	19.5	26.4	17.4	26.8	(26.2)	51.4
國外同業													
SMC Corp	6273 JP	未評等	71,030	34,684	2,708	3,242	2,859	26.2	21.9	24.8	47.8	19.7	(11.8)
THK Co Ltd	6481 JP	未評等	3,225	3,009	260.86	186.56	221.88	12.4	17.3	14.5	43.4	(28.5)	18.9
Yaskawa Electric	6506 JP	未評等	5,580	10,812	161.33	192.77	184.20	34.6	28.9	30.3	122.8	19.5	(4.4)
Fanuc Corp	6954 JP	未評等	24,085	35,063	834.76	864.85	860.37	28.9	27.8	28.0	70.3	3.6	(0.5)
Abb Ltd	ABB US	未評等	33.71	65,819	1.21	1.54	1.79	27.9	21.9	18.8	(47.8)	27.6	16.2
國外同業平均								26.0	23.6	23.3	47.3	8.4	3.7
國內同業													
Chieftek Precision	1597 TT	未評等	77.30	226	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Airtac	1590 TT	買進	1,100.00	7,262	30.97	36.94	47.60	35.8	30.1	23.3	(3.8)	19.2	28.9
Taiwan Chelic	4555 TT	未評等	49.60	110	2.79	2.85	-	17.8	17.4	-	(20.2)	-	-
Delta Electronics	2308 TT	買進	289.00	24,598	13.08	14.51	16.68	22.1	19.9	17.3	26.7	11.0	15.0
國內同業平均								25.2	22.5	20.3	0.9	15.1	21.9

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 23：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率 (%)			每股淨值			股價淨值比 (倍)		
					2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
上銀科技	2049 TT	買進 (研究員異動)	NT\$264.5	2,847.8	14.1	9.6	13.6	93.44	98.85	107.26	2.6	2.5	2.3
國外同業													
SMC Corp	6273 JP	未評等	71,030	34,684	12.3	13.0	10.6	22,456	25,999	27,698	3.2	2.7	2.6
THK Co Ltd	6481 JP	未評等	3,225	3,009	10.2	6.9	7.8	2,688.6	2,846.1	2,993.9	1.2	1.1	1.1
Yaskawa Electric	6506 JP	未評	5,580	10,812	15.9	16.0	13.8	1,059.2	1,248.7	1,365.3	5.3	4.5	4.1
Fanuc Corp	6954 JP	未評等	24,085	35,063	11.0	10.7	10.4	7,730.2	8,312.9	8,641.9	3.1	2.9	2.8
Abb Ltd	ABB US	未評等	33.71	65,819	18.3	21.9	21.4	6.8	7.1	7.8	5.0	4.7	4.3
國外同業平均					13.6	13.7	12.8				3.5	3.2	3.0
國內同業													
Chieftek Precision	1597 TT	未評等	77.30	226	9.8	-	-	-	-	-	-	-	-
Airtac	1590 TT	買進	1,100.00	7,262	16.7	16.7	17.9	194.1	249.2	283.5	5.7	4.5	3.9
Taiwan Chelic	4555 TT	未評等	49.60	110	5.5	-	-	42.7	-	-	1.2	-	-
Delta Electronics	2308 TT	買進	289.00	24,598	19.2	18.9	20.4	70.4	75.8	83.4	4.1	3.8	3.5
國內同業平均					12.8	17.8	19.2				3.7	4.2	3.7

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 24：上銀科技季度及年度簡明損益表 (合併)

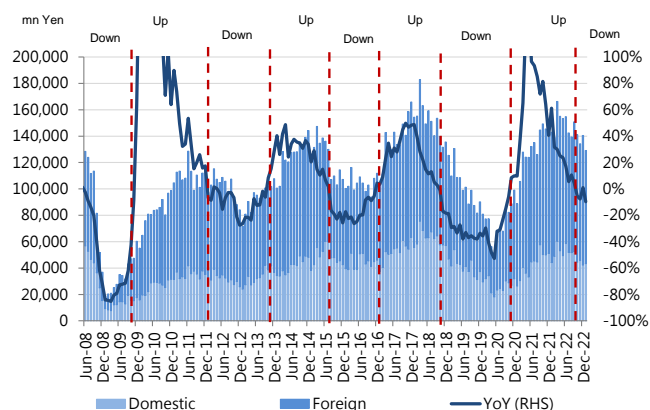
(NT\$百萬元)	1Q2022A	2Q2022A	3Q2022A	4Q2022A	1Q2023F	2Q2023F	3Q2023F	4Q2023F	FY2022A	FY2023F
營業收入	7,566	8,235	7,921	5,592	5,083	5,848	6,675	8,500	29,315	26,106
銷貨成本	(4,795)	(5,079)	(4,957)	(3,769)	(3,491)	(3,917)	(4,191)	(5,239)	(18,599)	(16,837)
營業毛利	2,772	3,156	2,964	1,823	1,593	1,931	2,484	3,261	10,715	9,268
營業費用	(1,213)	(1,313)	(1,294)	(1,323)	(1,332)	(1,140)	(1,268)	(1,402)	(5,143)	(5,143)
營業利益	1,559	1,844	1,670	500	261	791	1,215	1,858	5,572	4,125
業外利益	198	(200)	168	80	26	26	26	26	246	105
稅前純益	1,757	1,643	1,838	580	287	817	1,242	1,885	5,818	4,230
少數股東權益	(33)	(47)	(39)	(48)	(40)	(40)	(38)	(40)	(168)	(158)
所得稅費用	(423)	(465)	(450)	(169)	(72)	(229)	(310)	(471)	(1,506)	(1,082)
歸屬母公司稅後純益	1,367	1,226	1,427	459	255	628	969	1,454	4,479	3,306
調整後每股盈餘(NT\$)	3.86	3.46	4.03	1.30	0.72	1.78	2.74	4.11	12.66	9.34
調整後加權平均股數(百萬股)	347	347	354	354	354	354	354	354	354	354
重要比率										
營業毛利率	36.6%	38.3%	37.4%	32.6%	31.3%	33.0%	37.2%	38.4%	36.6%	35.5%
營業利益率	20.6%	22.4%	21.1%	8.9%	5.1%	13.5%	18.2%	21.9%	19.0%	15.8%
稅前純益率	23.2%	20.0%	23.2%	10.4%	5.6%	14.0%	18.6%	22.2%	19.8%	16.2%
有效所得稅率	24.1%	28.3%	24.5%	29.0%	25.0%	28.0%	25.0%	25.0%	25.9%	25.6%
季增率(%)										
營業收入	13.0%	8.8%	(3.8%)	(29.4%)	(9.1%)	15.0%	14.1%	27.3%	7.5%	(10.9%)
營業利益	33.7%	18.3%	(9.4%)	(70.1%)	(47.8%)	203.0%	53.7%	52.9%	9.0%	(26.0%)
稅後純益	131.1%	(10.3%)	16.4%	(67.8%)	(44.4%)	146.0%	54.3%	50.0%	26.8%	(26.2%)
調整後每股盈餘	131.07%	(10.33%)	16.40%	(67.80%)	(44.43%)	146.01%	54.30%	49.97%	26.81%	(26.19%)

資料來源：公司資料、元大投顧；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據加權平均股數計算。

## 公司簡介

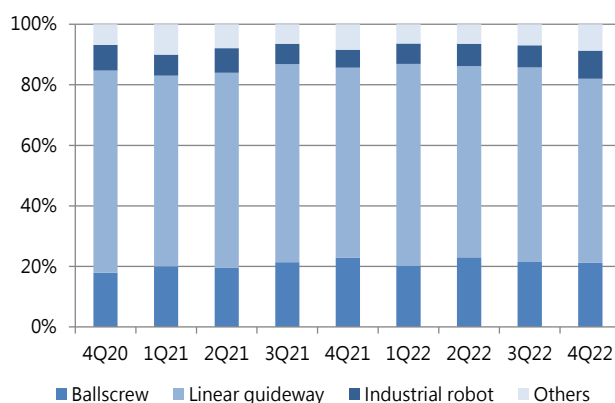
上銀科技為台灣機械製造商、世界第二大滾珠螺桿製造商，成立於 1989 年，主要從事精密滾珠螺桿、線性滑軌研、工業用機器人的研發與製造，海外子公司包括德國、美國、日本、瑞士、捷克、法國，並以自有品牌「HIWIN」行銷全世界。3Q22 營收比重滾珠螺桿佔比 21%、線性滑軌佔比 65%、工業機器人佔比 7%，其他包括子公司上銀光電、陸聯精密等，佔營收比重 6%。線性滑軌同業包括日本 THK、NSK 等。

圖 25：2008-2022 年工具機產業週期



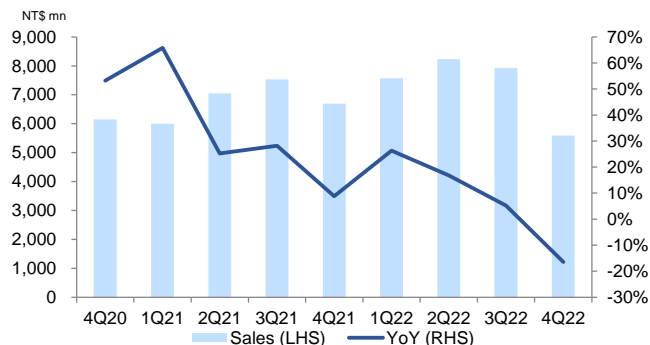
資料來源：JMTBA、元大投顧整理

圖 26：營收組成



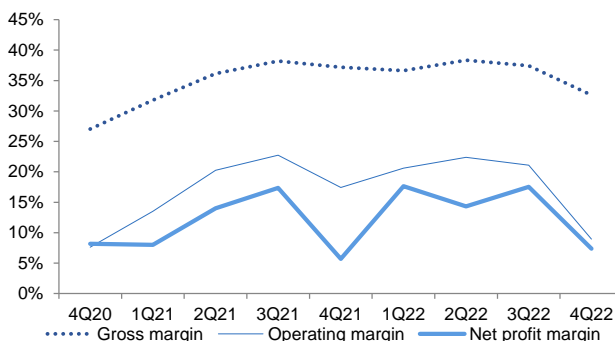
資料來源：公司資料

圖 27：營收趨勢



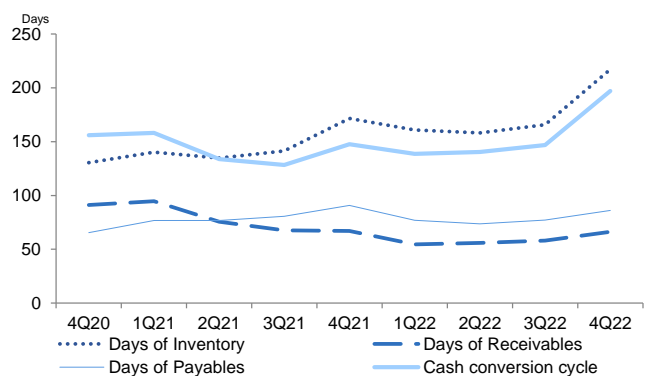
資料來源：公司資料

圖 28：毛利率、營益率、淨利率



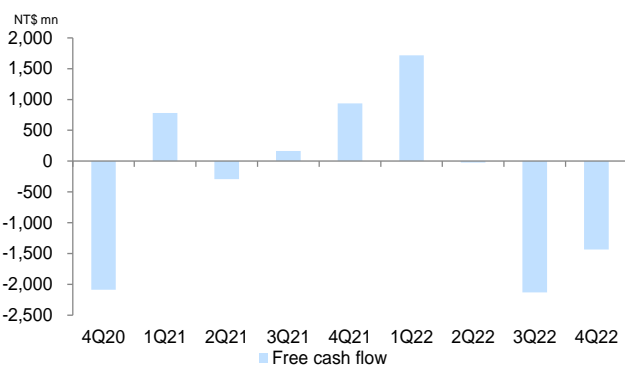
資料來源：公司資料

圖 29：經營能力



資料來源：公司資料

圖 30：自由現金流量



資料來源：公司資料

## ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- **ESG 總分：**上銀科技整體的 ESG 風險評級屬於高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於落後的位置，但在工業設備行業中的公司中排名落後同業。
- **在 ESG 議題上的曝險：**上銀科技的整體曝險屬於中等水準，處於工業設備行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含客戶組合管理、安全問題、勞工問題等。
- **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**上銀科技在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循適當的 ESG 的揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。其 ESG 相關問題由董事會或經營團隊負責，建議將這些整合到核心業務戰略中。該公司還制定了適當的環境政策，並製定了舉報計劃以解決潛在問題。

圖 31：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	33.9
在 ESG 議題上的曝險 (A)	47.9
個別公司在 ESG 議題上的執行力(B)	30.4
風險評級	高
同業排行(1~100，1 為最佳)	64

資料來源：Sustainalytics (2023 年 03 月 04 日)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

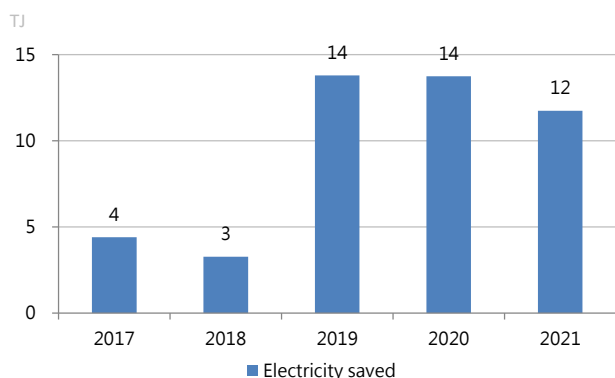
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：極低 (0-10) 低 (10-20) 中 (20-30) 高 (30-40) 極高 (40+)

註 3：曝險分數評級：低 (0-35) 中 (35-55) 高 (55+)

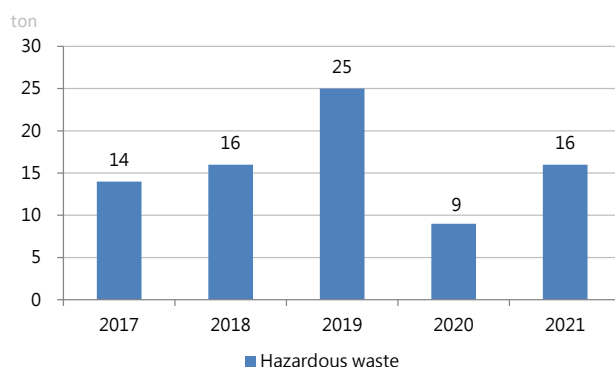
註 4：執行力分數評級：弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 32：節電量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 33：有害廢棄物生產量



資料來源：公司資料、Reuters



資產負債表					
年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
現金與短期投資	2,604	5,433	7,692	12,298	17,170
存貨	6,198	8,323	8,938	7,669	8,030
應收帳款及票據	6,342	4,270	3,360	4,078	4,953
其他流動資產	466	528	528	528	528
流動資產	15,609	18,553	20,517	24,572	30,681
長期投資	0	0	30	60	90
固定資產	27,865	27,354	27,984	27,022	25,969
什項資產	4,564	5,124	5,067	5,010	4,953
其他資產	32,429	32,478	33,081	32,093	31,012
資產總額	48,038	51,032	53,599	56,665	61,693
應付帳款及票據	3,302	4,136	2,997	3,092	4,085
短期借貸	5,542	4,953	5,553	6,153	6,753
什項負債	3,607	4,764	4,764	4,764	4,764
流動負債	12,451	13,853	13,314	14,009	15,601
長期借貸	6,892	5,378	5,879	6,380	6,881
其他負債及準備	1,305	1,334	1,134	934	734
長期負債	8,197	6,712	7,013	7,314	7,615
負債總額	20,648	20,565	20,327	21,323	23,216
股本	3,309	3,408	3,408	3,408	3,408
資本公積	5,601	5,516	5,516	5,516	5,516
保留盈餘	18,256	20,681	23,317	25,228	28,203
什項權益	397	675	817	818	819
歸屬母公司之權益	27,562	30,280	33,059	34,971	37,947
股東權益總額	27,389	30,467	33,272	35,342	38,476
資料來源：公司資料、元大投顧					

現金流量表					
年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
本期純益	1,699	3,155	4,312	3,148	4,847
折舊及攤提	2,328	2,236	2,427	2,519	2,611
本期營運資金變動	861	781	(844)	646	(244)
其他營業資產 及負債變動	364	1,989	188	178	178
營運活動之現金流量	5,251	8,160	6,082	6,491	7,392
資本支出	(1,629)	(2,258)	(3,000)	(1,500)	(1,500)
本期長期投資變動	0	0	(50)	(50)	(50)
其他資產變動	728	(127)	0	0	0
投資活動之現金流量	(901)	(2,385)	(3,050)	(1,550)	(1,550)
股本變動	2,335	0	0	0	0
本期負債變動	(3,648)	89	1,101	1,101	1,101
其他調整數	(2,455)	(2,927)	(1,875)	(1,436)	(2,071)
融資活動之現金流量	(3,767)	(2,838)	(774)	(335)	(970)
匯率影響數	12	(108)	0	0	0
本期產生現金流量	595	2,829	2,259	4,606	4,872
自由現金流量	2,688	4,553	2,649	4,708	5,610
資料來源：公司資料、元大投顧					

損益表					
年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
營業收入	21,267	27,265	29,315	26,106	32,965
銷貨成本	(15,476)	(17,450)	(18,599)	(16,837)	(20,464)
營業毛利	5,790	9,815	10,715	9,268	12,500
營業費用	(4,058)	(4,701)	(5,143)	(5,143)	(6,066)
營業利益	1,732	5,115	5,572	4,125	6,434
利息收入	13	13	27	16	16
利息費用	(237)	(192)	(180)	(180)	(180)
利息收入淨額	(224)	(178)	(152)	(164)	(164)
投資利益(損失)淨額	34	42	80	68	68
其他業外收入(支出)淨額	761	(503)	318	200	200
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前純益	2,303	4,475	5,818	4,230	6,539
所得稅費用	(605)	(1,320)	(1,506)	(1,082)	(1,691)
稅後純益	1,699	3,155	4,312	3,148	4,847
少數股權淨利	(231)	(378)	(168)	(158)	(158)
歸屬母公司之淨利	1,930	3,532	4,479	3,306	5,005
稅前息前折舊攤銷前淨利	4,061	7,351	8,000	6,644	9,045
調整後每股盈餘 (NT\$)	5.45	9.98	12.66	9.34	14.15

資料來源：公司資料、元大投顧

#### 主要財務報表分析

年初至 12 月	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
年成長率 (%)					
營業收入	5.2	28.2	7.5	(10.9)	26.3
營業利益	(27.8)	195.2	9.0	(26.0)	56.0
稅前息前折舊攤銷前淨利	(12.7)	81.0	8.8	(16.9)	36.1
稅後純益	3.5	83.0	26.8	(26.2)	51.4
調整後每股盈餘	3.45	83.04	26.81	(26.19)	51.40
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	27.2	36.0	36.6	35.5	37.9
營業利益率	8.1	18.8	19.0	15.8	19.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	19.1	27.0	27.3	25.5	27.4
稅後純益率	9.1	13.0	15.3	12.7	15.2
資產報酬率	3.5	6.4	8.2	5.7	8.2
股東權益報酬率	7.6	12.2	14.1	9.6	13.6
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	45.4	33.9	34.4	35.5	35.4
淨負債權益比(%)	35.9	16.1	11.2	0.7	(9.2)
利息保障倍數 (倍)	10.7	24.3	33.4	24.6	37.4
利息及短期債保障倍數 (倍)	0.4	0.9	1.0	0.7	1.0
現金流量對利息保障倍數 (倍)	22.1	42.5	33.9	36.1	41.2
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	0.9	1.6	1.1	1.0	1.1
流動比率 (倍)	1.3	1.3	1.5	1.8	2.0
速動比率 (倍)	0.8	0.7	0.9	1.2	1.5
淨負債 (NT\$ 百萬元)	9,831	4,898	3,740	235	(3,536)
調整後每股淨值 (NT\$)	85.38	88.85	93.44	98.85	107.26
評價指標 (倍)					
本益比	45.2	24.7	19.5	26.4	17.4
股價自由現金流量比	29.6	18.4	32.9	18.5	15.5
股價淨值比	2.9	2.8	2.6	2.5	2.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	19.6	11.4	10.9	13.1	9.6
股價營收比	3.7	3.1	3.0	3.3	2.6

資料來源：公司資料、元大投顧；股價日期依首頁收盤價日期為準。

註：負債為短期債加上長期債。



## 附錄 A：重要披露事項

### 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

### 上銀科技 (2049 TT) - 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	2020/03/26	211.50	266.00	260.00	買進	陳景文
2	2020/05/05	276.50	321.00	310.00	買進	陳景文
3	2020/07/06	305.50	352.00	340.00	買進	陳景文
4	2020/08/06	322.00	370.00	360.00	買進	陳景文
5	2021/02/18	420.00	510.00	510.00	買進	陳景文
6	2021/03/25	395.50	495.00	495.00	買進	陳景文
7	2021/05/06	374.50	510.00	510.00	買進	陳景文
8	2021/08/06	343.00	530.00	530.00	買進	陳景文
9	2021/11/07	318.00	460.00	460.00	買進	陳景文
10	2022/03/01	261.00	290.00	290.00	持有-超越同業	陳景文
11	2022/05/10	231.50	260.00	260.00	持有-超越同業	陳景文

資料來源：Bloomberg，元大投顧

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

### 投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

## 總聲明

© 2023 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀請。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名  
元大證券投資顧問股份有限公司  
台灣臺北市 106 敦化南路二段  
71 號 10 樓

© {2023} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.