

2023 年 3 月 27 日

研究員：莊禮誠 A50806@capital.com.tw

前日收盤價	188.00 元
目標價	
3 個月	195.00 元
12 個月	195.00 元

崇越(5434 TT)

區間操作

近期報告日期、評等及前日股價

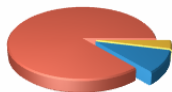
2023 年營收獲利看成長，現金殖利率約 5.6%。

投資建議區間操作：崇越 2023 年展望樂觀，代理矽晶圓業務需求有長約保護，獲利穩定，而且積極布局非半導體業務與海外通路，2024 年營收持續看成長，2023 年現金殖利率約 5.6%，預估 2023 年 EPS 17.74 元，給予 11 倍本益比，評等為區間操作。

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,817
市值(億元)	342
目前每股淨值(元)	71.32
外資持股比(%)	31.51
投信持股比(%)	1.38
董監持股比(%)	10.26
融資餘額(張)	502
現金股息配發率(%)	60.20

產品組合



- 半導體暨電子材料:86.53%
- 環境工程:9.75%
- 其他產品:3.72%

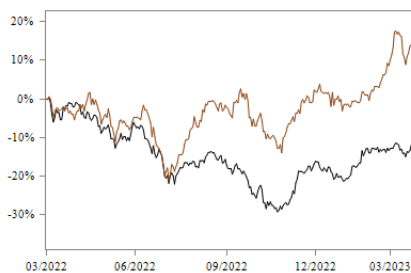
3Q22 毛利率較佳，主因是為半導體材料出貨旺季：3Q23 毛利率 13.3%、4Q23 為 12.0%，主要是 3Q23 為半導體材料出貨旺季，產品組合轉佳，4Q22 有一些毛利率較差的工程收入驗收。

崇越預計 2023 年營收仍有個位數年成長，2024 年會更好：2H22 開始，半導體產業需求放緩，但崇越預計 2023 年有高個位數成長，2H23 會比 1H23 好，預估 2023 全年營收 565.58 億台幣，YOY+7.00%，2024 年將持續成長。預估 2023 全年稅後純益 43.30 億元，YOY+2.08%，稅後 EPS 17.74 元。

2023 年盈餘發放率較低：2023 年每股配發 6 元現金股利、4 元資本公積，共 10 元，盈餘配發率約 60%，較以往近 70%較低，主要是為了新事業的投資(包含循環經濟)、可能的併購、海外布局以及買新大樓。

股價相對大盤走勢

— 5434 — TWSE



(百萬元)	2021	2022	2023F	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
營業收入淨額	42,669	52,978	56,558	11,766	12,583	13,225	13,793	13,377	12,654	14,117	14,820	14,967
營業毛利淨額	5,212	6,526	6,892	1,499	1,461	1,622	1,840	1,601	1,454	1,717	1,854	1,867
營業利益	2,552	3,230	3,515	731	714	779	978	759	717	868	960	969
稅後純益	2,294	3,018	3,223	633	660	900	893	565	668	786	874	895
稅後 EPS(元)	12.63	16.61	17.74	3.48	3.63	4.95	4.92	3.11	3.67	4.33	4.81	4.92
毛利率(%)	12.22%	12.32%	12.19%	12.74%	11.62%	12.27%	13.34%	11.97%	11.49%	12.17%	12.51%	12.47%
營業利益率(%)	5.98%	6.10%	6.21%	6.21%	5.68%	5.89%	7.09%	5.67%	5.67%	6.15%	6.48%	6.48%
稅後純益率(%)	5.38%	5.70%	5.70%	5.38%	5.24%	6.81%	6.48%	4.22%	5.28%	5.57%	5.90%	5.98%
營業收入 YoY/QoQ(%)	17.97%	24.16%	6.76%	7.07%	6.94%	5.11%	4.29%	-3.01%	-5.41%	11.57%	4.98%	0.99%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	10.93%	31.56%	6.77%	6.69%	4.22%	36.42%	-0.78%	-36.73%	18.15%	17.79%	11.10%	2.42%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 18.17 億元計算。

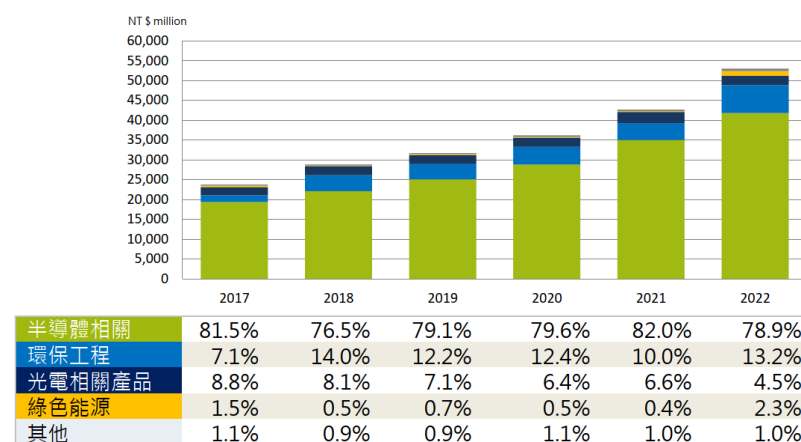
ESG：

崇越科技長期深耕半導體、光電、太陽能等科技領域，提供客戶精良、準確、迅速的服務品質，創造企業核心價值。除了持續深化半導體領域產品與服務，因應環境永續與食安意識提升，環保工程方面積極取得大型廢水處理專案，開發事業廢棄物清運等再循環工程技術，導入 TQM 系統改善作業流程，透過轉投資整合拓展再生能源、循環經濟等領域，落實環境永續挹注新成長動能。轉投資之安永事業用科技思維建構 Health Care 大健康產業，導入健康飲食觀念，為大眾健康承諾永續的未來。崇越科技堅守產業整合者及技術提供者的角色，與供應商、客戶攜手創造共好價值，透過多元化人才招聘與培訓，照顧員工、回饋股東，落實公司治理，善盡企業社會責任，追求企業的永續發展。自 2019 年起崇越科技持續進行溫室氣體盤查，並取得溫室氣體查證聲明書，根據 ISO14064-1，確認崇越科技之溫室氣體排放依據協議之查證準則進行盤查並提出報告，查證數據為合理量測及計算，查證結果發現並未違反實質性限制，盤查數據為合理保證等級。崇越科技主要溫室氣體排放源為電力及交通燃油，為呼應聯合國永續發展目標及發展企業社會責任，於日常營運中具體落實『環保、節能、愛地球』之環境保護及節能措施，故擬透過減少電力及燃油使用，以期達到 3 年內減少溫室氣體排放量 1% 之目標。

公司簡介：

崇越成立於 1990 年，主要代理銷售半導體、光電、電子材料各類產品，提供整合服務，並從事環保及廠務系統處理工程規劃、設計、安裝與維修。銷售對象以國內半導體產業、光電產業及資訊電子產業為主。公司為半導體製程材料通路商，主要代理日本信越集團、日本三益半導體的產品為主，還包括 LED 和電子材料等產品代理，並擁有日本信越在大陸市場的代理權。崇越主要競爭對象為華立(3010 TT)。

產品組合：



資料來源：崇越法說簡報，群益投顧彙整

07/2021，崇越有投資光宇工程，歸類在綠色能源，光宇是做風電工程的監控，全台市占率約有 85%；環保工程包含了水處理、機電工程/無塵室的訂單。

2023 年 3 月 27 日

3Q22 毛利率較佳，主因是為半導體材料出貨旺季：

3Q23 毛利率 13.3%、4Q23 為 12.0%，主要是 3Q23 為半導體材料出貨旺季，產品組合轉佳，4Q22 有一些毛利率較差的工程收入驗收。

崇越預計 2023 年營收仍有個位數年成長，2024 年會更好：

2H22 開始，半導體產業需求放緩，但崇越預計 2023 年有高個位數成長，2H23 會比 1H23 好，預估 2023 全年營收 565.58 億台幣，YOY+7.00%，2024 年將持續成長。2023 年崇越在台灣有持續擴產，包含光阻液、石英材料還有代理的產品都會成長。5nm 以下的光阻液、晶圓的單價會比較高，將會帶動崇越營收持續成長。預估 2023 全年稅後純益 43.30 億元，YOY+2.08%，稅後 EPS 17.74 元。

產業近況：

1Q23 通常是晶圓代工廠的淡季，稼動率不會太高，但崇越代理的矽晶圓有長約(LTA)的保護，崇越可以接受客戶短期調整，但全年出貨量和價格不會變，由於矽晶圓的新產能需要投資大量的生產及檢測設備，2024~2025 年矽晶圓可能會有 15~20% 的漲幅，有利崇越的營收成長；現在光阻液沒有像之前這麼缺，但是先進製程的需求還是持穩，客戶 12 吋晶圓代工的稼動率約 85~80%，8 吋約在 75%；崇越有代理被動元件包含消費性的電阻、電容，1Q23 時有看到需求慢慢回溫。

工程業務持續成長：

中國客戶持續擴廠，崇越有接水處理、小規模的機電工程/無塵室訂單，機電工程/無塵室的業務成長速度快，蘇州崇越將有個位數的年成長，而且毛利率好；台灣建越將有雙位數的年成長；崇越也有接到美系晶圓代工新加坡廠水處理訂單。

2023 年股利發放率較低：

2023 年每股配發 6 元現金股利、4 元資本公積，共 10 元，盈餘配發率約 60%，較以往近 70% 較低，主要是為了新事業的投資(包含循環經濟)、可能的併購、海外布局以及買新大樓。

海外持續布局：

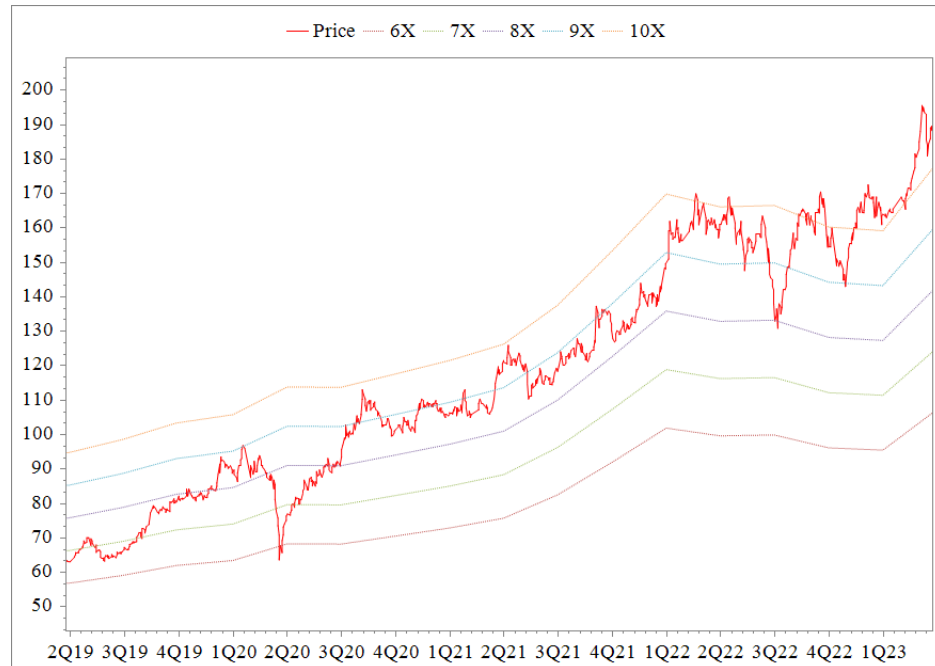
05/2021 成立美國崇越、04/2022 在日本成立峻川商事株式會社、05/2022 在馬來西亞成立檳越，2025 年可能還會往印度布局。

投資建議區間操作：

崇越 2023 年展望樂觀，代理矽晶圓業務需求有長約保護，獲利穩定，而且積極布局非半導體業務與海外業務，2024 年營收持續看成長，現金殖利率約 5.6%，預估 2023 年 EPS 17.74 元，給予 11 倍本益比，評等為區間操作。

2023 年 3 月 27 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2023 年 3 月 27 日

資產負債表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022	2023F
資產總計	19,640	21,452	25,174	29,880	44,670
流動資產	12,932	14,434	16,897	20,592	21,303
現金及約當現金	3,134	3,372	3,752	4,300	4,575
應收帳款與票據	5,192	5,679	7,059	7,164	8,951
存貨	3,303	3,196	3,336	5,291	2,873
採權益法之投資	1,529	1,787	1,844	2,177	7,607
不動產、廠房設備	3,521	3,276	3,506	3,644	3,644
負債總計	10,108	10,863	13,296	16,609	29,267
流動負債	8,736	9,442	11,510	14,149	14,202
應付帳款及票據	5,718	5,946	7,609	9,206	7,123
非流動負債	1,372	1,421	1,786	2,461	17,147
權益總計	9,531	10,588	11,879	13,271	15,403
普通股股本	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817
保留盈餘	4,917	5,767	6,605	8,042	10,174
母公司業主權益	9,512	10,574	11,597	12,960	15,092
負債及權益總計	19,640	21,452	25,174	29,880	44,670

損益表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022	2023F
營業收入淨額	31,701	36,168	42,669	52,978	56,558
營業成本	27,782	31,863	37,457	46,453	49,666
營業毛利淨額	3,919	4,305	5,212	6,526	6,892
營業費用	2,074	2,243	2,661	3,296	3,377
營業利益	1,845	2,062	2,552	3,230	3,515
EBITDA	2,488	2,873	3,430	4,699	3,432
業外收入及支出	336	498	464	960	815
稅前純益	2,208	2,559	3,040	4,242	4,330
所得稅	491	494	739	1,167	1,107
稅後純益	1,722	2,068	2,294	3,018	3,223
稅後 EPS(元)	9.48	11.38	12.63	16.61	17.74
完全稀釋 EPS**	9.48	11.38	12.63	16.61	17.74

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 18.17【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 18.17 億元計算

比率分析

(百萬元)	2019	2020	2021	2022	2023F
-------	------	------	------	------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	9.84%	14.09%	17.97%	24.16%	6.76%
營業毛利淨額	15.16%	9.85%	21.08%	25.19%	5.61%
營業利益	21.37%	11.72%	23.78%	26.57%	8.83%
稅後純益	22.61%	20.09%	10.93%	31.56%	6.77%

獲利能力分析(%)

毛利率	12.36%	11.90%	12.22%	12.32%	12.19%
EBITDA(%)	7.85%	7.94%	8.04%	8.87%	6.07%
營益率	5.82%	5.70%	5.98%	6.10%	6.21%
稅後純益率	5.43%	5.72%	5.38%	5.70%	5.70%
總資產報酬率	8.77%	9.64%	9.11%	10.10%	7.21%
股東權益報酬率	18.07%	19.53%	19.32%	22.74%	20.92%

償債能力檢視

負債比率(%)	51.47%	50.64%	52.81%	55.59%	65.52%
負債/淨值比(%)	106.06%	102.60%	111.93%	125.15%	190.00%
流動比率(%)	148.02%	152.87%	146.80%	145.54%	150.00%

其他比率分析

存貨天數	39.15	37.22	31.83	33.90	30.00
應收帳款天數	58.36	54.86	54.48	49.00	52.00

現金流量表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022	2023F
營業活動現金	1,758	2,007	2,597	3,184	4,312
稅前純益	2,208	2,559	3,040	4,242	4,330
折舊及攤銷	276	308	380	456	364
營運資金變動	-408	-152	143	-464	-1,451
其他營運現金	-318	-709	-966	-1,050	1,069
投資活動現金	-248	-873	-949	-875	-9,148
資本支出淨額	-278	88	-402	-362	-200
長期投資變動	-7	-39	-322	-322	-300
其他投資現金	37	-922	-225	-192	-8,648
籌資活動現金	-791	-902	-1,237	-1,838	5,111
長借/公司債變動	96	18	262	544	14,686
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-963	-1,181	-1,454	-1,599	-1,090
其他籌資現金	76	261	-46	-784	-8,485
淨現金流量	653	238	380	548	275
期初現金	2,481	3,134	3,372	3,752	4,300
期末現金	3,134	3,372	3,752	4,300	4,575

資料來源：CMoney、群益

2023 年 3 月 27 日

季度損益表

(百萬元)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F
營業收入淨額	10,989	11,766	12,583	13,225	13,793	13,377	12,654	14,117	14,820	14,967	14,434	15,409
營業成本	9,650	10,267	11,121	11,603	11,953	11,776	11,200	12,400	12,966	13,100	12,800	13,486
營業毛利淨額	1,339	1,499	1,461	1,622	1,840	1,601	1,454	1,717	1,854	1,867	1,634	1,923
營業費用	684	768	747	844	862	843	736	849	894	898	823	913
營業利益	655	731	714	779	978	759	717	868	960	969	810	1,010
業外收入及支出	121	136	202	410	251	149	188	197	208	222	225	198
稅前純益	775	867	916	1,188	1,229	908	905	1,065	1,168	1,191	1,035	1,208
所得稅	173	234	238	274	322	333	237	279	295	296	288	304
稅後純益	594	633	660	900	893	565	668	786	874	895	747	905
最新股本	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817
稅後EPS(元)	3.27	3.48	3.63	4.95	4.92	3.11	3.67	4.33	4.81	4.92	4.11	4.98

獲利能力(%)

毛利率(%)	12.18%	12.74%	11.62%	12.27%	13.34%	11.97%	11.49%	12.17%	12.51%	12.47%	11.32%	12.48%
營業利益率(%)	5.96%	6.21%	5.68%	5.89%	7.09%	5.67%	5.67%	6.15%	6.48%	6.48%	5.61%	6.56%
稅後純益率(%)	5.40%	5.38%	5.24%	6.81%	6.48%	4.22%	5.28%	5.57%	5.90%	5.98%	5.18%	5.87%

QoQ(%)

營業收入淨額	5.85%	7.07%	6.94%	5.11%	4.29%	-3.01%	-5.41%	11.57%	4.98%	0.99%	-3.56%	6.76%
營業利益	-0.89%	11.64%	-2.24%	9.02%	25.55%	-22.42%	-5.47%	21.04%	10.63%	0.95%	-16.43%	24.68%
稅前純益	-0.80%	11.76%	5.75%	29.70%	3.41%	-26.13%	-0.34%	17.73%	9.69%	1.95%	-13.13%	16.77%
稅後純益	-3.23%	6.69%	4.22%	36.42%	-0.78%	-36.73%	18.15%	17.79%	11.10%	2.42%	-16.49%	21.09%

YoY(%)

營業收入淨額	21.19%	31.63%	31.99%	27.40%	25.52%	13.69%	0.56%	6.75%	7.45%	11.88%	14.07%	9.15%
營業利益	46.13%	38.37%	41.20%	17.92%	49.38%	3.81%	0.39%	11.45%	-1.79%	27.78%	12.97%	16.37%
稅前純益	45.17%	24.32%	48.65%	52.06%	58.52%	4.78%	-1.25%	-10.37%	-4.93%	31.21%	14.37%	13.44%
稅後純益	13.77%	15.51%	45.23%	46.78%	50.49%	-10.76%	1.18%	-12.64%	-2.18%	58.35%	11.92%	15.06%

註1：稅後EPS以股本18.17億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。