

生技

## 晉弘 (6796 TT)

遠距醫療醫學影像領導廠商，卡位三大醫療潛力市場，結合 5G 傳輸、人工智慧(AI)、台灣製造(MIT)，建構並優化未來醫療生態

### 投資摘要

1. 以發展全方位智慧醫療為公司核心理念：近年醫療平權的意識、各國政府推動和疫情時代的影響下，遠距醫療的需求大幅增加。台灣亦於 2021 年開啟台灣遠距醫療元年。晉弘憑藉創新的技術和優良的品質，提供客戶創新的智能醫療解決方案，在未來遠距醫療市場擴大下，公司營運將更有競爭力。
2. 產品五官鏡成長穩健，未來將著眼 AI 醫療、微創診療兩大市場：遠距醫療市場持續增長，公司數位五官鏡成長動能無虞，此外晉弘著眼於兩大潛力市場，「糖尿病視網膜病變診斷輔助分析軟體 (AI-DR)」和「拋棄式內視鏡」有望成為未來公司的重要營運動能。

**數位五官鏡為多國遠距醫療市場領導品牌：**晉弘開發的五官鏡，已於美洲、亞洲、歐洲等地取得上市許可，產品銷售至全球超過 60 個國家，並在美國擁有高達八成的市佔率，未來持續拓展新興市場，預計在遠距醫療趨勢下，成長動能將持續強勁。

**擁有全球唯一能五分期糖尿病視網膜病變軟體：**美國、中國、台灣等地都有推出輔助診斷糖尿病視網膜病變的 AI 軟體，但僅提供有病/沒病的二分類診斷，晉弘的「糖尿病視網膜病變診斷輔助分析技術 (AI-DR)」給予進階的嚴重程度五分期判讀，協助非眼科醫師的醫護人員做出更精確的轉診判斷和建議。

**微創診療拋棄式內視鏡是趨勢：**重複消毒的內視鏡造成的交叉感染問題，受到以美國為首等國家的關注和重視。晉弘掌握鏡頭影像感測模組和封裝的關鍵技術，發展的第一支耳鼻喉科類內視鏡預計於 3Q22 取得美國 FDA 510(k)，並已同步申請 TFDA 上市許可。

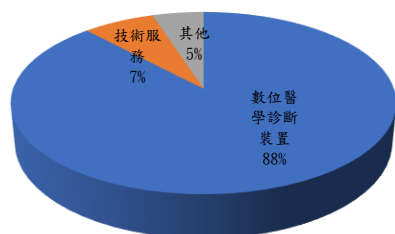
**營收及獲利持續成長，未來展望值得期待：**晉弘 2021 全年營收達 4.86 億元，年增長 20.6%，創下歷年新高。毛利率維持在 50% 以上，未來將推出的 AI 軟體和手術用拋棄式內視鏡預估亦有高毛利，將提升獲利展望。晉弘成功搶佔美國市場，展望成為下一個具獨角獸規模公司。

前日收盤價 63.5 元

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	300
市值(億元)	19
目前每股淨值(元)	15.32
外資持股比(%)	23.55
董監持股比(%)	38.78

### 營業比重



蔡欣好

[lily.tsai@ctbc.com](mailto:lily.tsai@ctbc.com)

©本公司之關係企業(母公司)中國信託證券綜合股份有限公司於本報告公開前十二個月內因主辦承銷該公司初次上市而有收取該公司給付之報酬。

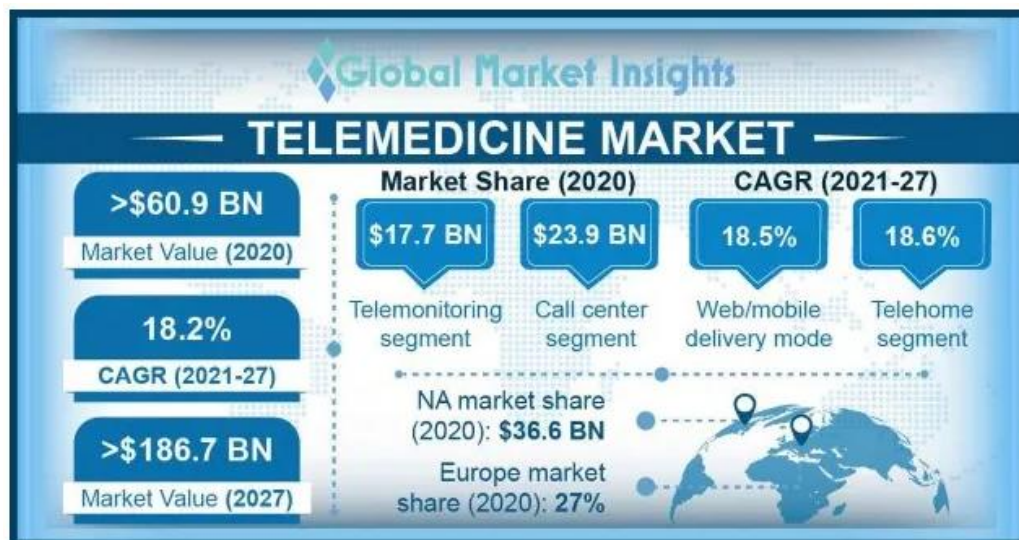
(百萬元)	2017	2018	2019	2020	2021
營業收入淨額	285	368	315	402	486
營業毛利淨額	175	217	175	219	256
營業利益	67	68	6	65	87
稅後純益	53	59	5	54	66
稅後 EPS(元)	2.44	2.67	0.21	1.91	2.30
營業收入 YoY(%)	34.8%	29.3%	-14.5%	28.0%	20.7%
稅後純益 YoY(%)	72.2%	10.7%	-91.8%	1031.6%	22.8%
毛利率	61.6%	59.1%	55.6%	54.5%	52.6%
營業利益率	23.7%	18.5%	1.8%	16.1%	17.8%
稅後純益率	18.6%	15.9%	1.5%	13.5%	13.7%
ROE(%)	15.9%	16.1%	1.3%	14.9%	15.2%

● 推薦理由

1. 晉弘以發展全方位智慧醫療為公司核心理念，將在遠距醫療趨勢下受惠：近年醫療平權的意識抬頭，世界各國政府積極推動和疫情時代的助攻下，遠距醫療的需求大幅增加。2020年全球遠距醫療市場規模約609億美元，Global Market Insights預估市場將以CAGR 18.2%的速度增長，在2027年達到1,867億美元，而北美是最大的市場，在2020年佔了約8成的市場(圖1)。晉弘憑藉創新的技術和優良的品質，與美國知名醫療器材廠商合作，提供客製化ODM服務，而自有品牌手持式五官鏡亦順利搶占美國遠距醫療(影像醫學)市場，且因醫療器材市場的特殊性，產品研發至取得主管機關許可時間漫長，經客戶認定後不易變更，銷售穩定。

2021年台灣健保署執行「全民健康保險遠距醫療給付計畫」給付辦法，因此2021被視為台灣遠距醫療健保給付元年。此項健保給付計畫首先鎖定山地離島和偏鄉地區，主要目標為提升民眾之專科門診可近性、充實當地醫療資源及落實醫療在地化，未來將再評估針對「居家醫療」和「遠距通訊診療」擴大給付，讓台灣正式朝「遠距醫療」方向實行。晉弘長期投入手持式數位五官鏡的開發研究，藉由使產品微型化以方便攜帶，並結合雲端醫療系統傳輸，讓醫療深入偏鄉。

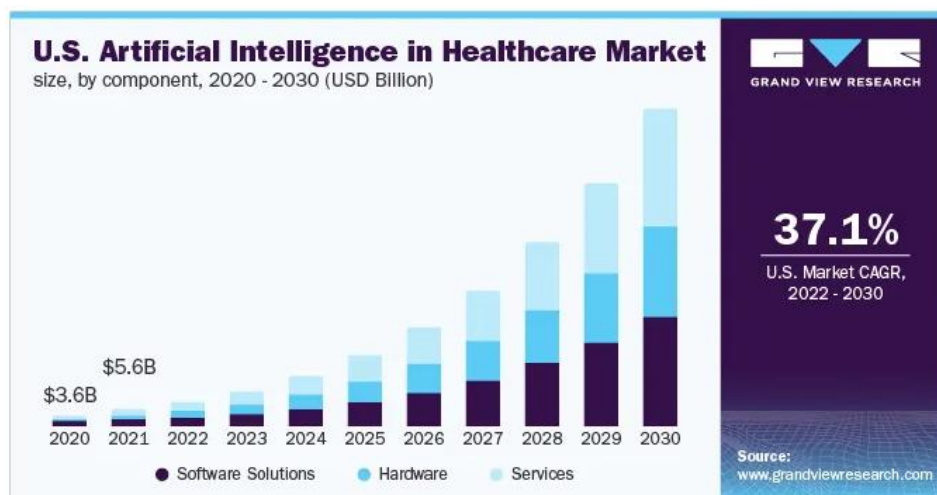
圖 1：慢性病盛行率和照護需求的上升，促使遠距醫療市場持續擴大



資料來源：Global Market Insights

2. 主力產品五官鏡成長穩健，未來將加入AI數位醫療、微創診療兩大營運動能：在後疫情時代，世界對遠距醫療需求提升，和遠距通訊網絡逐漸健全，推動遠距醫療市場持續增長，數位五官鏡成長動能無虞，而晉弘著眼於AI智慧醫療和微創診療兩大潛力市場，「糖尿病視網膜病變診斷輔助分析軟體(AI-DR)」和「拋棄式內視鏡」有望成為公司未來的重要營運動能。全球AI智慧醫療市場於2021達104億美元，預計以38.4%的CAGR增長，至2030年突破2,000億美元(圖2)，成長快速；近年醫療器材微創化、技術智能化的趨勢，使微創診療在需求增加和技術進步的驅使下，以內視鏡技術為代表的微創醫療市場存在著很大的增長空間。晉弘將持續研發，優化攝影後的影像判讀和病徵顯現，並使醫學器材更智能化；並開發人工智慧(AI)軟體，朝智慧醫療、數位醫療發展，達到早期診斷或復原追蹤的目標；掌握獨有的光學影像技術和先進的封裝技術，除了預計於3Q22於FDA 510(k)取證的耳鼻喉科類內視鏡，未來亦能擴大至其他科別，搶攻龐大的拋棄式內視鏡市場。

圖 2：AI 醫療市場極具潛力



資料來源：Grand View Research

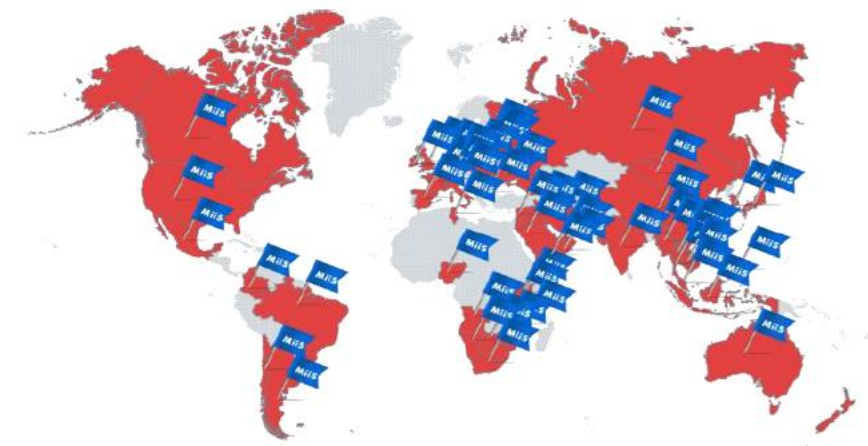
● 競爭優勢

1. 數位五官鏡為多國遠距醫療(醫學影像)市場領導品牌，並持續拓展市場：

晉弘科技產品線從眼底鏡起家，多年來持續投入開發其他科別應用之手持式數位醫療器材，現今只需要一台機器，搭配不同的鏡頭，即可完成眼、耳、鼻、口與皮膚等五官的基本檢查之手持式數位五官鏡。此數位五官鏡能夠快速取像並提供清晰高畫質的影像，透過網路傳輸不失真，可讓醫師進行遠端診療，達到遠距醫療的目的，而將照片記錄於電子病歷，可將病患的治療歷程留下完整紀錄，協助醫師做出更精準的診斷與治療。

該公司自有品牌horus SCOPE已於美國、中國、台灣、歐洲等地取得上市許可，產品銷售至全球超過60個國家(圖3)，並成立東莞晉弘子公司，深耕中國潛力市場。除了積極深耕自有品牌，晉弘亦與美國、日本、歐洲技術合作簽訂ODM合約，進行全新產品設計生產、產品升級優化、產品轉型等服務。靈活的市場策略使晉弘成功打入遠距醫療主要市場美國，更擁有高達近8成的市佔率，在泰國亦有8成，台灣有9成的高市佔率，未來持續拓展新興市場，預計在遠距醫療趨勢下，成長動能將持續強勁。

圖 3：晉弘雙引擎營銷策略，行銷全球 60 多個國家



資料來源：晉弘科技

**2. AI視網膜影像分析軟體，是全球唯一能五分期糖尿病視網膜病變軟體：**

根據國際糖尿病聯盟(IDA)數據顯示，全球約有5.37億人患有糖尿病，且預估於2045年全球糖尿人口將超過7.5億，而有一半患有糖尿病的成年人並未被診斷出，此外超過1/3的糖尿病患者在其病程中會患有不同形式的糖尿病視網膜病變。國家衛生研究院統計，台灣罹患糖尿病的人數突破230萬人，相當於台灣1/10的人口數，且每年以2.5萬人的速度增加，儼然已是台灣的國病，但據研究統計全台糖尿病患者仍有六成並未接受例行性的視網膜篩檢。

期望及基於人工智能(AI)可以減輕糖尿病視網膜病變(DR)的篩檢負擔，世界各國多家公司皆投入此AI系統的研發，2018年美國FDA通過全世界第一個診斷糖尿病視網膜病變的AI診斷醫療器材，並陸續在台灣、中國等地方都有相關AI輔助診斷軟體的推出(表1)，然而目前糖尿病視網膜病變的AI診斷軟體大部分只提供有病/沒病的二分類判斷，晉弘AI-DR是全世界第一台提供二分類、嚴重程度五分期和病徵位置的診斷軟體，輔助非眼科專科醫師給予更精確是否轉診至眼科的診斷意見；並整合軟硬體，利用雲端平台的訂閱模式，上傳、判讀醫療院所常見六大品牌的桌上型和晉弘自有品牌眼底攝影機影像，此模式便於實際運用於家庭醫生、健檢、衛生所、偏鄉等環境，落實早期診斷眼睛病變的目標，及有利打入多方的眼底鏡市場。目前晉弘AI-DR已取得台灣FDA的醫療器材許可證，並同步展開泰國FDA、日本PMDA的取證作業，由於眼底AI影像學習和判讀具人種差異，未來將主要布局於東亞地區。

過往世界各國的主管機關，管理的辦法以硬體醫材為主，相關要求並不適用於AI軟體，但如今以美國FDA為例，每年通過30項醫療AI，此外多個國家也陸續放寬同意健保給付AI服務，此將提升醫療院所使用AI誘因，實現智慧醫療。

表 1：AI-DR 糖尿病視網膜診斷技術同業比較

國家	公司	產品名稱	功用	備註
台灣	晉弘	AI-DR	同時提供糖尿病視網膜病變有病/沒病、嚴重程度和病徵位置的判斷	2021 年取得 TFDA 許可。全球第一個提供二分類五分期四病徵標示的糖尿病視網膜病變軟體
台灣	宏碁	VeriSee	輔助診斷糖尿病視網膜病變，給予轉診建議	2020 年取得 TFDA 核准，並已取得泰國、印尼、菲律賓 FDA 認證
美國	Digital Diagnostics	IDx-DR	提供糖尿病患者視網膜病變二分法檢測，輕度以上病患建議轉診	2018 年 4 月獲美國 FDA 認證，為全球首款 AI 醫療設備
美國	Eyenuk	EyeArt	同時檢測出中度糖尿病視網膜病變 (mtmDR) 和威脅視力的糖尿病視網膜病變 (vtDR)	2020 年取得美國 FDA 許上市許可，並取得歐盟、加拿大衛生部許可證
丹麥	RetinaLyze System A/S	RetinaLyze®	進行診斷前預篩查，減少眼科醫師檢查病患時間	使用傳統影像處理技術
中國	Airdoc	Airdoc-AIFUNDUS (1.0)	輔助糖尿病視網膜病變診斷，提供轉診建議	2020 年獲得中國藥監局 NMPA 證書

資料來源：中信投顧整理

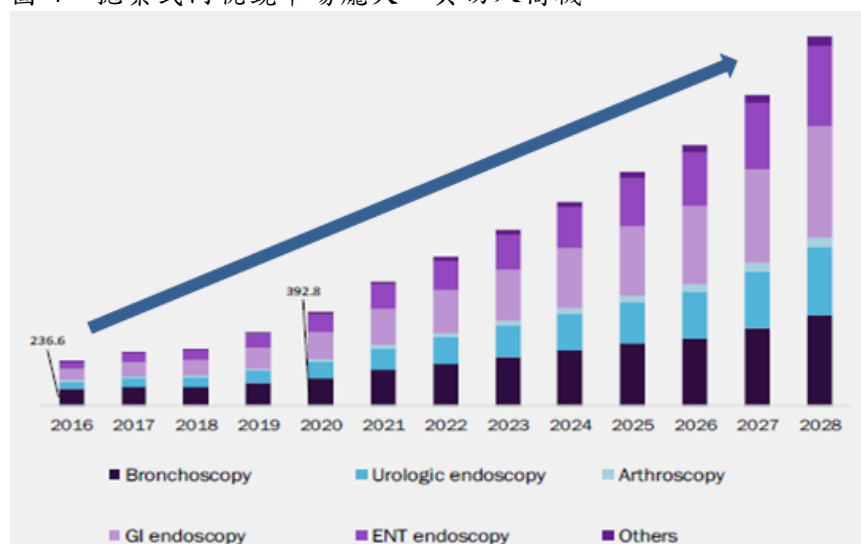
### 3. 微創診療拋棄式內視鏡將是趨勢，市場潛力大：

現今醫療環境當中，透過內視鏡進行檢查與治療處置是常見的醫療行為，但重複消毒使用的內視鏡產生了交叉感染的問題。美國FDA非常重視可重複使用內視鏡的感染風險，於2019年發出對十二指腸鏡的安全通知，2022年發布過渡計畫，建議醫材廠商全面啟用全拋棄式十二指腸鏡或轉換為可拋棄式組件，並也開始著手對泌尿科內視鏡進行評估，未來將繼續分析支氣管鏡和其他類型內視鏡的案例報告和潛在感染信息，預料FDA將循序漸進從建議至要求醫療機構及廠商配合規範，並擴大至其他科別。此外美國聯邦醫療保險和補助服務中心(The Centers for Medicare and Medicaid Services, CMS)也宣布將進行拋棄式內視鏡的補助，預估這些發展將推升拋棄式內視鏡的市場規模。

根據市調機構Grand View Research報告，2021年拋棄式內視鏡市場規模約為17億美元，而預計2022年~2030年以CAGR 17%增長，可重複使用內視鏡日益嚴重的交叉污染問題預計是推動市場增長的主要因素，目前拋棄式內視鏡於美國與歐洲地區為主要市場，美國於2021年佔據了超過41.5%的收入份額，而亞太地區的增長率最快，其他國家拋棄式內視鏡的比重也會逐步提升(圖4)。此外在分級診療(門診手術)、精準醫療(微創手術)的趨勢加持下，預期市場潛力相當大。

晉弘採用類半導體技術製程技術，使用自動化封裝生產線，將微型化鏡頭模組和照明系統一體封裝，以穩定的品質、可快速大量生產、多樣的封裝樣式，提供業界不同拋棄式內視鏡應用。

圖 4：拋棄式內視鏡市場龐大，具切入商機



資料來源：Grand View Research

● 公司簡介

1. 晉弘以創新為核心，立志成為「全方位智慧醫療解決方案提供者」：

晉弘科技成立於2010年，公司致力於創新及研發醫療光機電模組與系統，藉由數位醫學影像光學攝影的核心技術，以開發先進智能醫療器材及提供創新醫療解決方案，如數位五官鏡、OCT光學斷層掃描儀、mPDA醫療用手機的銷售；除了硬體模組與產品的銷售，晉弘也切入AI智能醫材服務和遠距醫療的應用，透過硬體產品，將影像資料導入公司開發之AI影像輔助診斷軟體及臨床影像資料庫，發展初步病症篩選的AI診斷分析解決方案，作為輔助醫師診察和判斷病情的工具。晉弘著眼於遠距醫療問診市場，在促進醫療平權、全面健康覆蓋的意識，和因應疫情時代的發展下，晉弘從影像模組出發，整合軟硬體系統，成為國內醫療影像的領導廠商。並同時往拋棄式內視鏡開發邁進，縮短傳統內視鏡消毒時間冗長及避免因消毒不完全造成的交叉感染狀況發生。

2021 年公司營收內外銷占比分別約為 4% 和 96%，為外銷導向公司，產品主要銷往美國、歐洲、中東及亞洲各國家。產品組合估計為數位醫學影像診斷裝置 88%、技術服務之顧客解決方案 7%、其他 5%。

2. 數位五官鏡推廣成功，於遠距醫療應用取得先機：

晉弘開發生產的手持式數位眼底鏡，其影像呈現清晰，即使以免散瞳的眼底檢查，仍有八成呈現良好之影像品質；若點散瞳劑，則有超過九成比例呈現良好之影像品質。晉弘開發之手持式數位眼底鏡影像品質不輸於傳統之桌上型眼底鏡，然而其輕便、可攜式的優點，可提供醫事人員進行初階檢查，若有更重大的問題，再轉診至醫學中心治療，將有助於醫院的人潮分流與達成分級就診的功效。晉弘的數位五官鏡產品(圖 5)包含手持式眼底攝影機、數位耳鏡、數位皮膚鏡、眼前部攝影機、數位口腔觀察鏡、光學斷層掃描機與拍攝輔具，服務客戶可依照需求選擇適合的套組。

圖 5：晉弘數位五官鏡產品



資料來源：晉弘公司



2021年衛福部「全民健康保險遠距醫療給付計畫」發佈執行醫院之遠距醫療設備規格表，其中便列出手持式數位五官鏡一組，包含主機，僅需更換鏡頭，即可切換為耳鏡、口腔鏡、鼻咽內視鏡與皮膚鏡等，供醫師遠端診斷；另外也列出要包含自動對焦免散瞳眼底鏡一組。以上產品晉弘皆有切入。在遠距醫療試辦計劃陸續展開下，實務上往往需要傳輸大型影像檔案、檔案大小動輒數百MB，4G訊號下的傳輸常出現延遲情形、影響通訊與醫療品質。晉弘也已開始與國內的5G電信業者合作，滿足遠距醫療需要的通訊傳輸需求。

### 3. 醫療影像AI軟體辨識準確度高，加值五官鏡硬體產品：

晉弘為了深化其在醫療光學影像的優勢，近年也積極投入醫療影像AI軟體的開發，「糖尿病視網膜病變診斷輔助分析技術」(圖6)是其第一個AI軟體產品，為醫生提供了一種高度方便攜帶的 GPU 驅動 AI 設備，可在幾秒鐘內生成診斷訊息，已取得台灣衛福部食品藥物管理署 (TFDA) 上市許可證。此AI人工智慧判讀技術為國際上目前唯一可提供糖尿病視網膜病變二分類、五分期及標示病徵位置的AI影像軟體，其準確率達96%以上，可有效輔助家庭醫生、健檢服務、社區醫療或預防醫學醫療院所等非眼科醫師判斷病變嚴重程度，以即時轉診至眼科。公司的AI軟體銷售採雙向並行方式，包含在其自有的數位眼底鏡組嵌入軟體販售，及雲端版的線上服務：醫事人員將影像檔傳輸至雲端管理平台，以張數計價的儲值方式，或是客戶可選擇限定時間不限量的訂閱制模式。多種的影像匯入方式和高彈性的計價模式，除了能提升硬體產品的價值，也能觸及其他品牌眼底鏡的使用者，增加市場占比。

圖 6：晉弘 AI 智能判斷:糖尿病視網膜病變 運作示意圖



資料來源：晉弘公司

此外晉弘也利用其醫療光學影像的技術優勢切入傷口照護領域。公司開發傷口照護機(圖7)，主要有「傷口尺寸量測」和「傷口組織分類」兩大功能，搭載三顆鏡頭分別進行取像、3D測距及溫度感測，為傷口拍照後，可檢視傷口狀態、計算患部面積、檢查組織發炎情況，對比醫師的診斷結果，其一致性達到高準確度。此軟體系統的設計可協助護理人員記錄傷口狀態、處理相關資料，進行初步的篩選判斷，有助於提升醫療資源缺乏地區的診療效率量能及後續追蹤傷者的復原程度。傷口照護機目標於2022年取得TFDA上市許可。

圖 7：智慧傷口照護機



資料來源：晉弘公司

#### 4. 拋棄式內視鏡：

晉弘科技看準一次性(single use)內視鏡市場未來的龐大潛在需求，投入拋棄式內視鏡市場，而內視鏡可分為早期檢測(early diagnosis)與手術用(surgical)，目前公司將產品定位於手術用內視鏡。該公司生產的拋棄式內視鏡(圖8)體積適中且重量輕量化，相較當前市場上價格偏高的拋棄式內視鏡，晉弘能以低價搶占市場，並能解決傳統內視鏡消毒時間冗長狀況，和因消毒不完全而造成的交叉感染問題，能同步提升診斷台數及降低感染率。目標希望手術用內視鏡，能從現行的醫院手術，逐步邁向微創門診手術，除可減少排程時間，亦節省醫療社會成本。該公司協助其美國通路商合作夥伴開發拋棄式內視鏡，包含該產品最重要的鏡頭影像感測模組開發設計和量產，皆由晉弘負責透過，而合作夥伴的醫療通路優勢，幫助晉弘深化拋棄式內視鏡市場。晉弘的第一支耳鼻喉科類內視鏡產品預計於3Q22取得美國FDA 510(k)，並已同步申請TFDA上市許可。晉弘掌握主要的鏡頭影像感測模組的關鍵技術與量產能力，可配合客戶需求為國際醫療大廠進行多科別的ODM服務，未來有望再擴大至支氣管鏡、泌尿科等相關內視鏡應用。

圖 8：拋棄式內視鏡



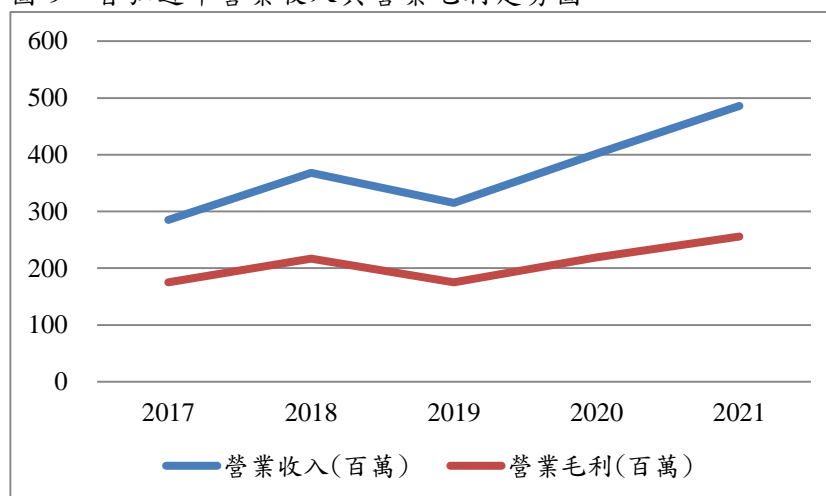
資料來源：晉弘公司

● 評價分析

1. 公司盈利能力穩健，營收向上成長，毛利率維持50%以上：

晉弘2021全年營收達4.86億元，年增長20.6%；稅後淨利達6,648萬，年增22.8%，創下歷年新高(圖9)。營收顯著提升是由於晉弘持續深耕美國市場，和美國合作夥伴生產的新一代五官鏡於市場發酵，銷貨金額大幅提升；並隨著遠距醫療市場的規模擴大，帶動全球市場對公司五官鏡的需求增加。各國陸續放寬對遠距醫療的法規限制，晉弘亦積極開拓東南亞等龐大的新興市場，預期營收將持續攀升。

圖 9：晉弘近年營業收入與營業毛利走勢圖



資料來源：中信投顧整理

2018年至2021年毛利率分別為59.1%、55.6%、54.5%和52.6%，獲利能力指標呈現微幅下降趨勢，但毛利率維持在50%以上，主要原因是美國ODM客戶銷售比重增加，營業收入、銷貨增加的同時，對毛利率造成影響。醫療器材產業具有其特殊性，不同於電子產業ODM低毛利，與客戶共同開發的ODM產品亦能有不低的毛利，而晉弘自有品牌五官鏡horus SCOPE的銷售量呈現上漲趨勢，和未來推出的AI軟體預估將較硬體貢獻較高毛利率，將提升獲利展望，而拋棄式內視鏡產品定位於手術用器械，相較於診斷用亦能有較高的毛利。公司在遠距醫療產業鏈展現其競爭優勢，有望提高在原有的遠距影像醫學市場比重，並拓展全新的AI軟體和拋棄式內視鏡市場，未來有望維持高毛利率。

2. 未來的遠距醫療產業獨角獸：

一般投資人對台股的生技醫療類股，因漲跌明顯而有所顧慮，但不同於大部分的台灣上市櫃生技股，主要著眼於台灣市場，晉弘成功的打入美國市場，並有高達八成的市占率，因此公司將目標放大，展望的是成為市值達到10億美元的獨角獸規模公司。截至2022年3月，全球約有80家醫療保健產業的獨角獸公司，而未來在後疫情時代和遠距醫療的趨勢下，數位醫療新創公司有望藉由科技方式解決因遠距而無法使用醫療服務的民眾困境，此環境提供了醫療保健公司成為未來獨角獸的契機。美國上市櫃公司的生技和健康照護領域中，同業Babylons、Nano-X

Imaging、iRhythm Technologies、Adaptive Biotechnologies Corporation、Morphic Holding和Teladoc Health，大部分於近年IPO上市，雖然皆尚未獲利，但投資者看好其破壞性的創新技術，此些公司都有高額的市值。而晉弘營收獲利穩健，已有成熟的影像技術，相關產品亦取得FDA核准並上市販售，此外公司以研發為本，持續研發新技術，除原先已順利打入的遠距醫療市場，未來將擴及龐大的AI醫學影像和拋棄式內視鏡市場，使晉弘的未來獲利成長性值得期待。

表 2：生技和健康照護的相關個股(USD)

股號	公司	市值	營收	股價 (4/20)	介紹
BBLN	Babylons	1.5B	323M	3.7	2021 年 IPO 上市，是一英國的數位醫療照護公司，推出一款數位照護 app，利用 AI 技術提供初階診斷，並可無縫轉介予專業醫護並使用視訊就診
NNOX	Nano-X Imaging	0.5B	1.3M	10.5	2020 年 IPO 上市，以色列公司，從事醫學影像產業，開發 X 光源技術，期望將診斷醫學服務轉向按掃描次數計費 (pay-per-scan) 的商業模式
IRTC	iRhythm Technologies	4.2B	322M	142.5	2019 年 IPO 上市，是一間數位醫療照護美國公司，利用生物感測的可穿戴式設備，進行心臟監測，結合雲端數據分析平台，協助醫師做出診斷
ADPT	Adaptive Biotechnologies Corporation	1.4B	154M	10.0	2019 年 IPO 上市，美國公司，以免疫醫療平台為基礎，開發並提供一系列針對不同疾病的產品和服務，用於診斷、監測和治療
MORF	Morphic Holding	1.2B	20M	33.6	2019 年 IPO 上市，是一家美國生物製藥公司，研發小分子 integrin 家族的多疾病療法，主要候選藥物 MORF-57 正在進行 Phase 2 臨床試驗
TDOC	Teladoc Health	9.9B	2B	61.7	2015 年 IPO 上市，此美國公司專注於遠程醫療服務，打造虛擬訪問，提供一系列的服務和解決方案，涵蓋非緊急、偶發性、慢性和複雜的醫療狀況

資料來源：Bloomberg、中信投顧整理



2022/4/21

(百萬元)	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2
營業收入	170	233	199	287
營業成本	78	105	94	137
營業毛利	92	128	105	150
營業費用	71	84	73	97
營業利益	21	44	33	54
營業外收支淨額	-	-4	-5	-1
稅前純益	20	40	28	53
所得稅	4	2	3	12
稅後純益	16	38	25	41
稅後 EPS(元)	0.58	1.33	0.89	1.41
毛利率(%)	53.9%	54.9%	52.9%	52.4%
營業利益率(%)	12.2%	19.0%	16.4%	18.8%
稅後純益率(%)	9.6%	16.3%	12.6%	14.4%
營業收入 HoH(%)		37.1%	-14.5%	44.3%
稅前純益 HoH(%)		93.9%	-29.6%	89.1%

## 資產負債表

(百萬元)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>資產總計</b>	416	508	502	618	716
流動資產	375	359	324	438	536
現金及約當現金	181	204	133	174	224
應收帳款與票據	92	58	71	126	137
存貨	58	76	94	101	133
採權益法之投資	-	-	-	-	-
不動產、廠房設備	20	116	125	139	127
<b>負債總計</b>	66	127	164	228	230
流動負債	66	89	107	141	159
應付帳款及票據	15	11	12	22	19
非流動負債	-	39	58	87	71
<b>權益總計</b>	350	380	338	390	486
普通股股本	202	222	224	225	300
保留盈餘	71	81	38	88	105
母公司業主權益	350	380	338	390	486
<b>負債及權益總計</b>	416	508	502	618	716

## 損益表

(百萬元)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>營業收入淨額</b>	285	368	315	402	486
營業成本	109	150	140	183	230
<b>營業毛利淨額</b>	175	217	175	219	256
營業費用	108	149	169	154	169
<b>營業利益</b>	67	68	6	65	87
<b>EBITDA</b>	80	84	33	94	120
業外收入及支出	-3	7	-1	-5	-6
稅前純益	64	75	5	60	81
所得稅	12	16	-	6	14
稅後純益	53	59	5	54	66
稅後 EPS(元)	2.44	2.67	0.21	1.91	2.30

註1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 現金流量表

(百萬元)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>營業活動現金</b>	13	103	-13	56	46
稅前純益	64	75	5	60	81
折舊及攤銷	13	16	27	29	33
營運資金變動	-58	22	-32	-35	-56
其他營運現金	-6	-10	-13	2	-12
<b>投資活動現金</b>	-16	-93	-43	-48	-20
資本支出淨額	-13	-107	-32	-37	-26
長期投資變動	-	18	-9	-7	11
其他投資現金	-2	-4	-2	-4	-5
<b>籌資活動現金</b>	-21	14	-13	34	24
長借/公司債變動	-	43	-5	42	-11
現金增資	-	-	-	-	65
發放現金股利	-22	-32	-47	-4	-36
其他籌資現金	1	3	38	-4	6
<b>淨現金流量</b>	-23	23	-71	42	50
<b>期初現金</b>	204	181	204	133	174
<b>期末現金</b>	181	204	133	174	224

資料來源：中信、CMoney

## 比率分析

(百萬元)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	34.8%	29.3%	-14.5%	28.0%	20.7%
營業毛利淨額	34.2%	24.0%	-19.6%	25.4%	16.9%
營業利益	75.7%	1.1%	-91.6%	1037.7%	33.6%
稅後純益	72.2%	10.7%	-91.8%	1031.6%	22.8%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	61.6%	59.1%	55.6%	54.5%	52.6%
EBITDA(%)	28.1%	22.8%	10.5%	23.4%	24.7%
營業利益率	23.7%	18.5%	1.8%	16.1%	17.8%
稅後純益率	18.6%	15.9%	1.5%	13.5%	13.7%
ROE(%)	15.9%	16.1%	1.3%	14.9%	15.2%

## 投資評等說明

個股評等	定義
買進	預期未來三~六個月潛在報酬率 > +20%
增加持股	預期未來三~六個月潛在報酬率 +10% ~ +20%
中立	預期未來三~六個月潛在報酬率 -10% ~ +10%
降低持股	預期未來三~六個月潛在報酬率 -10% ~ -20%
賣出	預期未來三~六個月潛在報酬率 < -20%

## 免責聲明

本報告係本公司於特定日期就現有資訊所提出，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，本公司將不做預告或更新；而且本報告並非依特定投資目的或特定對象之財務狀況所完成，因此，本報告之目的並非針對客戶於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關商品提供詢價或推介服務，亦非進行交易之要約。投資人應自行考量本身之需求、投資風險及承受度，並就投資結果自行負責，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負擔任何法律責任。非經本公司同意，任何人不得將本報告加以引用或轉載。

中國信託金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業（以下稱“中信金集團”）從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、信託、證券經紀、證券承銷、保險、證券投資信託、自有資金投資等。中信金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。中信金集團及其所屬員工，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。中信金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。中信金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，然該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。中信金集團之自營、資產管理及其他投資業務所做之投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。