

逢甲大學學生報告 *ePaper*

投資人觀點下之企業財務報表分析：以六家跨產業公司為例

Financial Statement Analysis from an Investor's Perspective:

A Case Study of Six Companies across Different Industries

作者：林芷妘、林俚秀、吳純嬋、洪聖雯、陳謹詮、蔡郁蓁

系級：會計三甲

學號：D1137483、D1121124、D1120920、D1137984、D1170490、D1137953

開課老師：江向才

課程名稱：財務報表分析

開課系所：會計學系

開課學年：113 學年度 第 2 學期

中文摘要

面對景氣波動與通膨壓力升高，投資成為現代個人與家庭追求財務穩定的重要手段，然而，投資不僅需掌握市場趨勢，更須具備閱讀與解讀財務資訊的能力，而財務報表則為評估企業價值與風險不可或缺的關鍵工具。基於上述，本研究欲透過分析各產業內企業的財務報表，進一步比較各產業在不同產業背景下面臨市場波動的反應程度及其差異，本研究選取六家具產業代表性的台灣上市公司作為樣本，分別為：台灣大 (3045)、友達 (2409)、中化生 (1762)、崇越 (5434)、緯創 (3231) 及瑞昱 (2379)，透過分析其財務指標，從財務結構、獲利能力、償債能力、經營效率及現金流量等五大面向進行探討，本研究採用直接比較法、與中位數之差異及產業百分位數比較評估各公司過去 10 年的財務表現，並輔以 Altman Z-score 模型及杜邦三因子分析進行穩健性測試，以綜合衡量各企業的財務面的穩健程度與投資潛力，研究結果顯示，崇越在五大財務面向皆表現穩健，且各年度數據呈現穩定成長，為整體評比最佳者，其次則為瑞昱，雖然其財務比率表現較佳，但近年波動較大，對投資人而言相對風險較高。

關鍵字：財務指標、產業比較、Altman Z-score、杜邦分析法

Abstract

Amid economic fluctuations and rising inflation, investment has become an essential strategy for individuals and households seeking financial stability. Beyond understanding market trends, effective investment requires the ability to interpret financial information, with financial statements serving as key tools for assessing corporate value and risk. This study analyzes financial statements from six representative publicly listed Taiwanese companies: Taiwan Mobile (3045), AUO (2409), China Chemical (1762), Topco Scientific (5434), Wistron (3231) and Realtek (2379), and to compare their responses to market volatility across different industries. The analysis focuses on five financial dimensions: structure, profitability, solvency, efficiency, and cash flow. Methods include direct comparison, deviation from industry medians, percentile rankings, and robustness checks via the Altman Z-score and DuPont analysis. Results show that Topco Scientific performs most consistently across all dimensions, with stable growth over time, while Realtek, though exhibiting strong ratios, shows higher volatility and associated investment risk.

Keyword : Financial Indicators, Industry Comparison, Altman Z-score, DuPont Analysis

目 次

中文摘要.....	1
Abstract.....	2
目 次.....	3
壹、前言.....	6
一、研究背景與動機.....	6
二、研究目的.....	6
三、研究架構.....	8
貳、企業概況.....	8
一、台灣大.....	8
二、友達.....	9
三、崇越.....	9
四、中化生.....	9
五、緯創.....	9
六、瑞昱.....	10
參、產業分析.....	10
一、通訊網路業 (台灣大).....	10
二、光電業 (友達).....	11
三、零組件代理業 (崇越).....	11
四、原料藥業 (中化生).....	11
五、電腦及週邊產業 (緯創).....	12
六、半導體產業 (瑞昱).....	12
肆、企業之財務分析.....	13
一、財務結構分析.....	13
二、償債能力分析.....	18
三、獲利能力分析.....	25
四、營運能力分析.....	39
五、現金流量分析.....	47
伍、非財務面分析.....	53
一、TESG 永續評分.....	53
陸、穩健性分析.....	54
一、Altman Z-score 模型.....	54
二、杜邦三因子分析.....	56
柒、結論.....	58
參考文獻.....	61

圖目次

圖 1、研究架構.....	8
圖 2、過去十年各公司之負債比率.....	14
圖 3、各公司 2024 年負債比率與產業中位數之相關比較.....	15
圖 4、過去十年各公司之權益比率.....	16
圖 5、各公司 2024 年權益比率與產業中位數之相關比較.....	17
圖 6、過去十年各公司之財務槓桿.....	18
圖 7、過去十年各公司之流動比率.....	20
圖 8、過去十年各公司之速動比率.....	21
圖 9、過去十年各公司之利息保障倍數.....	23
圖 10、過去十年各公司之應付帳款付現天數.....	24
圖 11、各公司 2024 年應付帳款付現天數與產業中位數之相關比較.....	25
圖 12、過去十年各公司之營業毛利率.....	26
圖 13、各公司 2024 年營業毛利率與產業中位數之相關比較.....	27
圖 14、過去十年各公司之營業利益率.....	28
圖 15、各公司 2024 年營業利益率與產業相較之百分位數.....	29
圖 16、過去十年各公司之稅後淨利率.....	30
圖 17、各公司 2024 年稅後淨利率與產業相較之百分位數.....	31
圖 18、過去十年各公司之每股盈餘.....	32
圖 19、過去十年各公司之本益比.....	34
圖 20、過去十年各公司之資產報酬率.....	35
圖 21、各公司 2024 年資產報酬率與產業相較之百分位數.....	36
圖 22、過去十年各公司之股東權益報酬率.....	38
圖 23、各公司 2024 年股東權益報酬率與產業相較之百分位數.....	39
圖 24、過去十年各公司之現金週轉率.....	40
圖 25、各公司 2024 年現金週轉率與產業相較之百分位數.....	41
圖 26、過去十年各公司之存貨週轉次數.....	43
圖 27、各公司 2024 年存貨週轉次數與產業中位數之相關比較.....	43
圖 28、過去十年各公司之應收帳款週轉次數.....	45
圖 29、各公司 2024 年應收帳款週轉次數與產業中位數之相關比較.....	45
圖 30、過去十年各公司之每人稅後淨利.....	47
圖 31、過去十年各公司之現金流量比率.....	48
圖 32、各公司 2024 年現金流量比率與產業相較之百分位數.....	49
圖 33、過去十年各公司之現金再投資比率.....	50
圖 34、各公司 2024 年現金再投資比率與產業相較之百分位數.....	51
圖 35、過去十年各公司之現金流量允當比.....	52
圖 36、各公司 2024 年現金流量允當比與產業相較之百分位數.....	53

圖 37、各公司之 Z-score 結果.....	56
圖 38、各公司 2024 年度杜邦分析結果.....	57

表目錄

表 1、過去十年各公司之負債比率.....	13
表 2、過去十年各公司之權益比率.....	15
表 3、過去十年各公司之財務槓桿.....	17
表 4、過去十年各公司之流動比率.....	19
表 5、過去十年各公司之速動比率.....	20
表 6、過去十年各公司之利息保障倍數.....	22
表 7、過去十年各公司之應付帳款付現天數.....	23
表 8、過去十年各公司之營業毛利率.....	26
表 9、過去十年各公司之營業利益率.....	28
表 10、過去十年各公司之稅後淨利率.....	30
表 11、過去十年各公司之每股盈餘.....	32
表 12、過去十年各公司之本益比.....	33
表 13、過去十年各公司之資產報酬率.....	34
表 14、過去十年各公司之股東權益報酬率.....	37
表 15、過去十年各公司之現金週轉率.....	39
表 16、過去十年各公司之存貨週轉次數表.....	41
表 17、過去十年各公司之應收帳款週轉次數.....	44
表 18、過去十年各公司之每人稅後淨利.....	46
表 19、過去十年各公司之現金流量比率.....	48
表 20、過去十年各公司之現金再投資比率.....	50
表 21、過去十年各公司之現金流量允當比.....	52
表 22、各公司 TESG 整體及各項目分數.....	53
表 23、各公司之財務風險評估 (以 Altman Z-score 模型).....	55
表 24、各公司 2024 年度杜邦分析結果.....	56
表 25、各比率之企業表現比較.....	60

壹、前言

一、研究背景與動機

自 2008 年金融海嘯以來，全球經濟屢受重大事件衝擊。新冠疫情於 2019 年底爆發，重創全球供應鏈與產業運作，接踵而至的中美貿易對立更讓國際情勢雪上加霜。面對接連而來的外部衝擊，台灣作為高度外貿依賴的經濟體，自然受到深遠影響。企業獲利不穩、營運風險升高，不僅牽動整體經濟結構，也進一步影響民眾收入與財務規劃，造成企業與家庭需承受雙重壓力的局勢。

在景氣不穩與通膨壓力下，「開源」成為許多家庭與個人維持財務穩定的主要方式。相較於傳統儲蓄，投資因具備增值潛力而廣受重視。然而，投資並非單靠直覺或小道消息即可獲利，它是一門講究理性分析與專業判斷的學問。財務報表作為揭露企業經營成果與財務狀況的工具，理應成為投資人決策的依據，然而現實中，許多潛在投資者並未具備閱讀報表、解讀數字背後含義的能力，導致投資風險升高，也喪失了透過報表分析篩選優質標的的機會。

有鑑於此，本研究期望透過系統性的財務報表分析，讓使用者不僅能讀懂報表，更能掌握其在實際投資決策中的應用價值。透過比較不同產業的財務指標與績效表現，提升報表使用者的財務素養與分析能力，進而理解企業在動盪局勢中展現的韌性與風險因應策略。唯有深入理解財務報表的本質與意涵，才能讓投資回歸理性，使財務資訊真正發揮其價值，成為投資者實現資產增值的目標。

二、研究目的

本研究旨在透過分析各產業內企業的財務報表，探討各企業在多變的經濟環境下所展現出的財務結構與營運效能，進一步比較各產業在不同產業背景下面臨市場波動的反應程度及其差異。為取得更符合實際產業情況的結果，本研究以各產業中較具代表性之企業做為研究標的，分別為：台灣大哥大（通訊網路業）、友達光電（光電業）、崇越科技

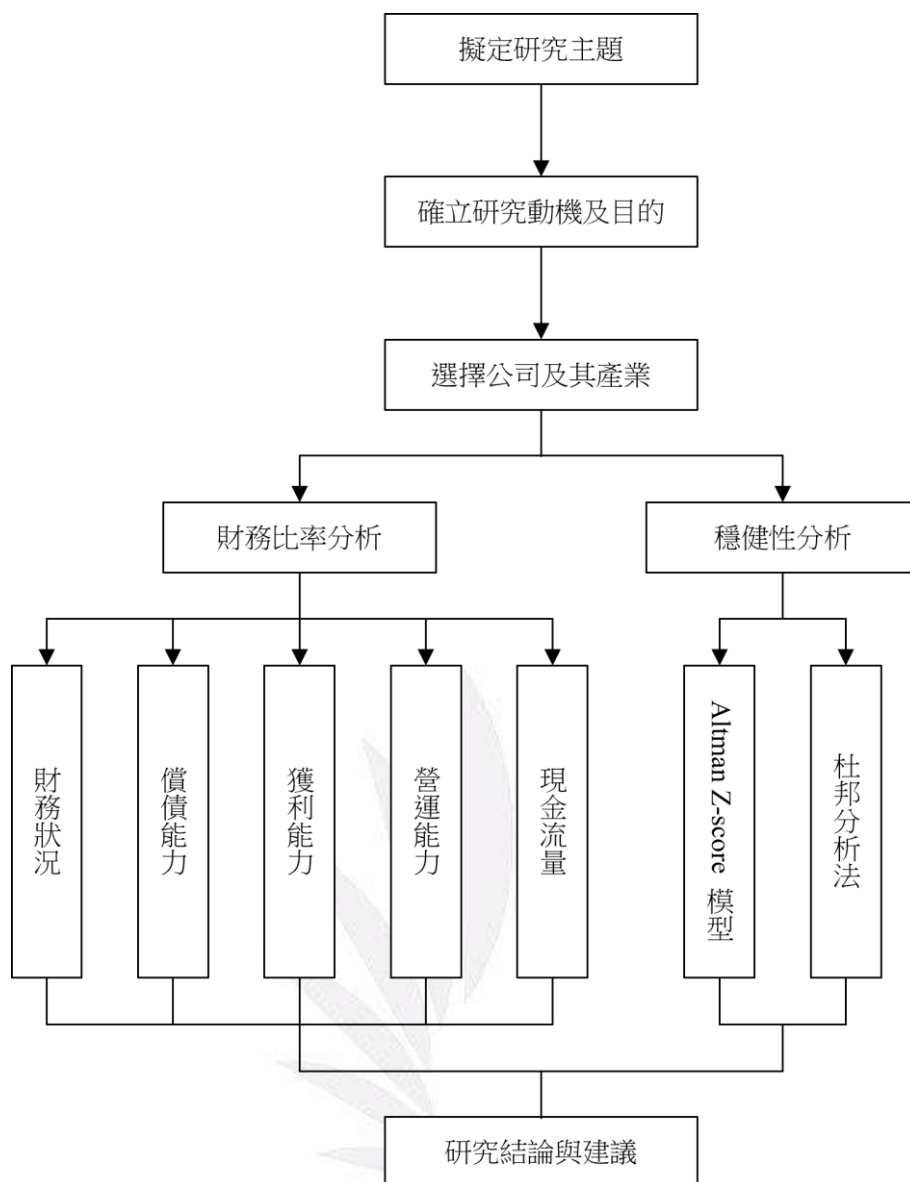
(零組件代理產業)、中化生技 (原料藥業)、緯創資通 (電腦及週邊設備產業) 及瑞昱半導體 (半導體產業)，利用進行五大面向的分析衡量各公司的財務韌性及投資價值，研究分析涵蓋財務結構、償債能力、獲利能力、營運能力與現金流量，此外，本研究也納入各公司的永續評比分數作為各公司非財務面的指標。

除了上述，本研究考量產業間可能出現規模及其他無法觀察到的因素，進而導致各公司間的比較結果出現瑕疵，因此本研究額外利用各公司 2024 年度各項比率指標與該產業之中位數及其位於產業之百分位數進行比較，最後本研究分別利用 Altman Z-score 模型及杜邦三因子分析進行敏感性測試以進一步分析各公司的財務風險及資本結構，據以決定本研究最具投資價值之公司，本研究之研究目的如下：

1. 配合本學期財務報表分析課程，以比率分析各產業間公司之財務狀況，進一步衡量企業的投資價值。
2. 利用實際數據的比較，區隔各比率於投資人進行投資決策的重要性，提供未來相關研究選擇各比率參考變數之基礎。



三、 研究架構



資料來源：本研究繪製。

圖 1、研究架構

貳、 企業概況

一、 台灣大

台灣大哥大設立於 1997 年，股票代號：3045。是台灣第一家取得政府核發全區 GSM1800 系統特許營運執照的民營電信公司，歷年來透過併購泛亞電信、東信電訊、台

灣固網與台灣之星等業者，整合行動、固網與數位服務，鞏固市場地位。公司致力於提供高品質客戶體驗，並多次榮獲公司治理與服務品質獎項，為國內電信業領導品牌之一。

二、 友達

友達光電股份有限公司，股票代號：2409。其前身為達基科技，於 2001 年與聯友光電合併成立，為台灣第一家專注於 TFT-LCD 面板的製造商。2006 年再與廣達集團旗下廣輝電子合併，完成大中小尺寸面板產線整合，奠定全球市場競爭優勢。公司長期致力於顯示科技創新與應用拓展，營運據點遍及亞洲、美洲與歐洲，全球員工約 38,000 人。2021 年合併營收達新台幣 3,706.9 億元，穩居全球顯示器產業領導地位。

三、 崇越

崇越科技股份有限公司，股票代號：5434，成立於 1990 年。主要從事半導體、光電及電子材料之代理銷售與整合服務，並提供環保及廠務系統工程的規劃、設計、安裝與維護。公司客戶涵蓋國內主力半導體與光電大廠，為高科技產業關鍵供應鏈之一。在石英材料領域，崇越與日本信越石英合資設立崇越石英製造廠，建有高規無塵室加工產線，為國內石英器具主要供應商，於半導體材料市場占有領導地位。

四、 中化生

中化合成生技股份有限公司，股票代號：1762，其成立於 1964 年 5 月。為台灣首家原料藥廠，亦為本土主要原料藥製造商之一。公司隸屬於中國化學製藥集團，雙方建構垂直整合的策略聯盟，提供從原料藥至製劑研發與製造的全方位服務。2010 年 12 月於台灣證券交易所上市，成為中化集團中第二家上市公司。公司持續強化研發實力與製造品質，穩健拓展國內外市場，為台灣製藥產業發展的中堅力量。

五、 緯創

緯創資通股份有限公司，股票代號：3231，成立於 2001 年 5 月 30 日。由原宏碁電

腦研製部門分割而成，為全球五大筆記型電腦原始設計製造 (ODM) 廠之一。公司專注於資訊與通訊類產品製造，產品涵蓋筆電、顯示器、車用電子、網通設備等。2023 年報顯示，3C 產品為主要營收來源，占比高達 94%。目前營運據點分布於台灣、中國、馬來西亞、墨西哥、捷克、越南及印度，積極提升全球製造與交貨能力，持續強化市場競爭力。

六、 瑞昱

瑞昱半導體股份有限公司，股票代號：2379，其成立於 1987 年 10 月 21 日。以積體電路設計與開發為核心，專注於通訊網路、電腦週邊與多媒體領域之晶片產品。公司具備完整的系統整合能力，致力於發展系統單晶片 (SoC)，整合 MCU、DSP、RFIC 等關鍵元件，提供客戶高效率的解決方案。秉持創新研發精神，瑞昱成功開發多元產品線，並以「新技術、新應用、新價值」為企業理念，成為國際知名 IC 設計領導品牌。

參、 產業分析

一、 通訊網路業 (台灣大)

電信產業主要提供語音通訊、行動上網、光纖寬頻等基礎網路服務，涵蓋範圍橫跨個人用戶、企業解決方案及新興數位應用。隨著科技演進，業者亦積極拓展雲端、物聯網、5G 專網等高附加價值業務。

此產業具備高資本密集、高固定成本與高監管程度等特性，業者須投入大量資源於基地台建設、頻譜取得與網路維運。營運模式已由傳統語音通話與資費計價，轉型為數據驅動與服務導向，更加重視用戶體驗與平台經濟。面對市場飽和、競爭激烈及用戶黏著度下降等挑戰，業者積極透過企業合作、異業整合及數位轉型來創造差異化服務，提升營收來源。未來，隨著 AI、6G、元宇宙等技術興起，電信產業將朝向平台化與垂直應用整合發展，數據資產與智慧應用的價值將成為核心競爭力。

二、 光電業 (友達)

光電產業係結合光學與電子技術之高科技產業，應用範圍涵蓋顯示器、照明、影像感測、光通訊、再生能源等，是現代電子產品不可或缺的基礎組件。此產業屬技術與資本密集產業，產品生命週期短、創新速度快，企業須具備強大研發能力與量產整合技術。由於全球競爭激烈，市場集中度高，進入門檻亦隨之提高。

目前光電產業面臨原物料波動、貿易政策變動與產能過剩等挑戰，企業需不斷調整產線與優化產品組合以維持獲利能力。未來將受惠於高解析顯示、車用電子、智慧醫療及綠能照明等應用擴展，具備多元化發展潛力，朝向微型化、節能化與高解析度方向持續進化。

三、 零組件代理業 (崇越)

零組件代理業扮演上游原廠與下游客戶之間的橋樑，專責銷售如半導體、感測器、被動元件等電子零組件，並提供技術支援與後勤服務。此產業特性為低固定資本投入但高度技術知識密集，營收來源以供應鏈整合能力與客戶關係維繫為核心。代理商除負責進出口與物流，亦提供應用工程 (FAE)、庫存控管與市場趨勢分析。受惠於台灣完整的電子產業聚落，代理業者可迅速配合客戶產品開發節奏，惟產業亦面臨毛利壓縮、原廠與大客戶直營策略威脅等挑戰。未來發展將以強化技術服務、擴展海外據點及數位化供應鏈為重點，透過併購與策略聯盟提升區域與產品線佈局。

四、 原料藥業 (中化生)

原料藥產業係負責藥品中活性成分之開發與製造，是製劑產品的上游基礎環節。主要涵蓋化學合成、生物技術、純化與品質管控等技術門檻較高的生產過程。

此產業具備高技術、高法規要求與高品質穩定性等特性，需符合國際 GMP (優良製造規範) 與多國藥政機構查驗。因全球對供應鏈穩定性日益重視，具有自主原料供應能

力的企業更具競爭優勢。近年因應疫情及公共衛生事件，全球對高品質原料藥的需求提升，推動業者擴大產能與提升製程技術，但也面臨價格競爭、環保規範與研發時程壓力。未來原料藥產業將著重於高值化、少量多樣與特色學名藥方向，並透過與製劑廠策略整合，強化產業鏈的競爭力與全球市場滲透率。

五、電腦及週邊產業（緯創）

電腦週邊產業涵蓋筆記型電腦、顯示器、滑鼠鍵盤、網通設備等硬體產品，是資訊科技設備的重要支援體系。此產業亦與 ODM 製造（原始設計製造）高度重疊，具有規模生產與設計整合能力的特性。此產業具高度全球化生產結構，受匯率、原物料、物流成本等外部變因影響顯著。其需求具有週期性，亦易受終端消費市場景氣波動所影響。2020 至 2021 年受疫情推動遠距辦公與教學需求而強勁成長，惟 2022 年起通膨與市場飽和導致銷量驟降，加上中美貿易戰擾動供應鏈，業者面臨庫存壓力與產能調整問題。目前產業營運已逐漸回穩，未來將朝向 AI、綠色製造、邊緣運算設備等新技術整合轉型，提升產品附加價值與市場競爭力。

六、半導體產業（瑞昱）

半導體產業為科技產業的核心基礎，主要分為 IC 設計、晶圓製造、封裝測試與通路銷售等環節，形成完整上下游供應鏈。此產業具高技術門檻、高資本密度與高研發投入特性。台灣為全球半導體重鎮，具備完整分工、地緣集中及高度專業化的產業聚落。市場競爭來自製程技術演進快速、設備投資昂貴及地緣政治風險等。近年在美科技對峙及先進製程佈局帶動下，供應鏈自主化成為全球趨勢。未來半導體產業將聚焦於 AI 晶片、高效能運算 (HPC)、車用電子及低功耗製程等應用領域，持續推動技術升級與國際擴張，保持全球關鍵技術領導地位。

肆、企業之財務分析

本段為進行各公司之比率分析，主要數據來自於台灣經濟新報資料庫 (TEJ)，樣本期間涵蓋 104 年至 113 年，本研究進行分析之指標包含財務狀況、償債能力、獲利能力、經營效率及現金流量等五大面向，主要分析結果於各段所述如下：

一、財務結構分析

(一) 負債比率

負債比率為企業負債佔總資產的比例。負債比並沒有越低越好的說法，當企業處於成長期，獲利持續向上，適當的舉債能夠提供企業充足的資金擴張，創造更多獲利。因此負債比應配合資產報酬率 (ROA) 進行觀察，當出現資產報酬率長期下滑，負債卻長期上升的現象，投資人應特別注意財務結構的風險。負債比率的計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之負債比率彙整於表 1 所示：

$$\text{負債比率} = \frac{\text{負債總額}}{\text{資產總額}} \quad (1)$$

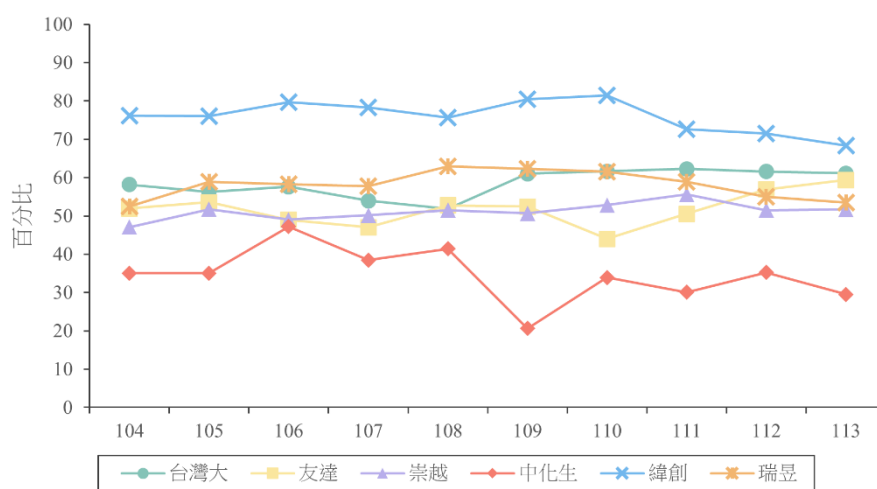
表 1、過去十年各公司之負債比率

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	58.17	56.28	57.60	53.95	51.81	61.63	61	62.27	61.56	61.09
2409 友達	51.91	53.55	48.98	46.98	52.73	52.42	43.98	50.52	56.88	59.33
5434 崇越	47.08	51.74	49.02	50.19	51.47	50.64	52.81	55.59	51.5	51.69
1762 中化生	35.07	35.02	47.18	38.42	41.4	20.61	33.93	30.04	35.22	29.52
3231 緯創	76.16	75.96	79.67	78.32	75.62	80.43	81.40	72.59	71.54	68.33
2379 瑞昱	52.52	58.89	58.21	57.69	62.92	62.27	61.52	58.87	54.98	53.50

附註：表格之單位為 %。

資料來源：本研究自行彙整。

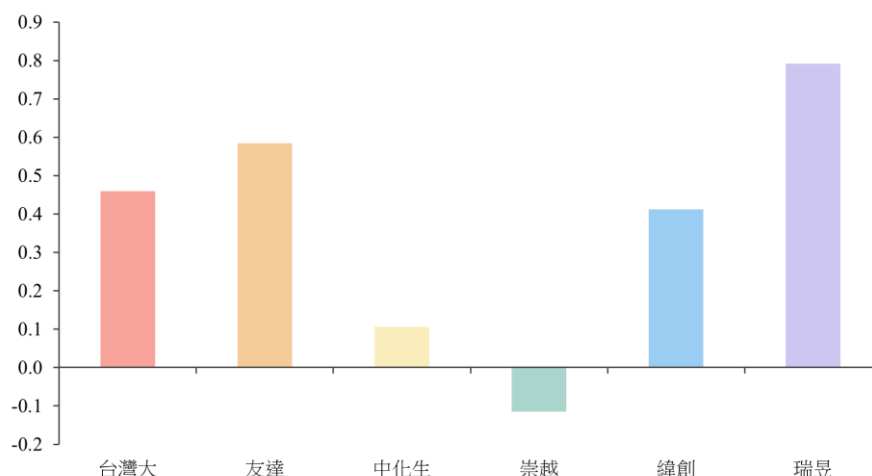
根據表 1 之結果顯示，113 年間台灣大與友達の負債比率持續呈現上升趨勢，顯示其資本結構對債務依賴程度逐漸提高；崇越除了在 111 年負債比率略高外，其餘年度維持相對穩定；中化生在 104~113 年間負債比率波動較大，介於 20%至 47%之間，財務結構變動幅度明顯；緯創雖然負債比率相對較高，但與瑞昱兩家公司在近 10 年負債比率皆呈現下降趨勢，反映出其積極進行資本結構調整，以降低財務風險與提升財務穩健性方向發展。



資料來源：本研究繪製。

圖 2、過去十年各公司之負債比率

本研究另外針對各公司與該產業負債比率之中位數進行比較並彙整於圖 3，發現 2024 年度僅崇越之差異數為負值代表公司財務結構較產業中位數保守，負債壓力較小，台灣大、友達、緯創及瑞昱負債高於產業中位數較多，顯示償債壓力可能較大，但根據表 1 之結果緯創及瑞昱這兩間公司在 10 年間負債比率有下降趨勢，反映出其積極進行資本結構優化、降低財務風險。而台灣大及友達近 10 年負債比率呈現上升趨勢，財務風險較高。尤其是友達，稅後淨利連續 3 年為負值，財務風險最大。



資料來源：本研究繪製。

圖 3、各公司 2024 年負債比率與產業中位數之相關比較

(二) 權益比率

權益比率是指企業總資產中，由業主所提供之自有資金比率，權益比率越高對於債權人的保障越大。但若舉債所獲得的資金成本，大於舉債成本，則股東會傾向於增加舉債，即會降低權益比率，以增加本身的利益。權益比率的計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之權益比率彙整於表 2 所示：

$$\text{權益比率} = \frac{\text{股東權益總額}}{\text{資產總額}} \quad (2)$$

表 2、過去十年各公司之權益比率

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	41.83	43.72	42.4	46.05	48.19	39	38.37	37.73	38.44	38.91
2409 友達	48.09	46.45	51.02	53.02	47.27	47.58	56.02	49.48	43.12	40.67
5434 崇越	52.92	48.26	50.98	49.81	48.53	49.36	47.19	44.41	48.5	48.31
1762 中化生	64.93	64.98	52.82	61.58	58.60	79.39	66.07	69.96	64.78	70.48
3231 緯創	23.84	24.04	20.33	21.68	24.38	19.57	18.6	27.41	28.46	31.67

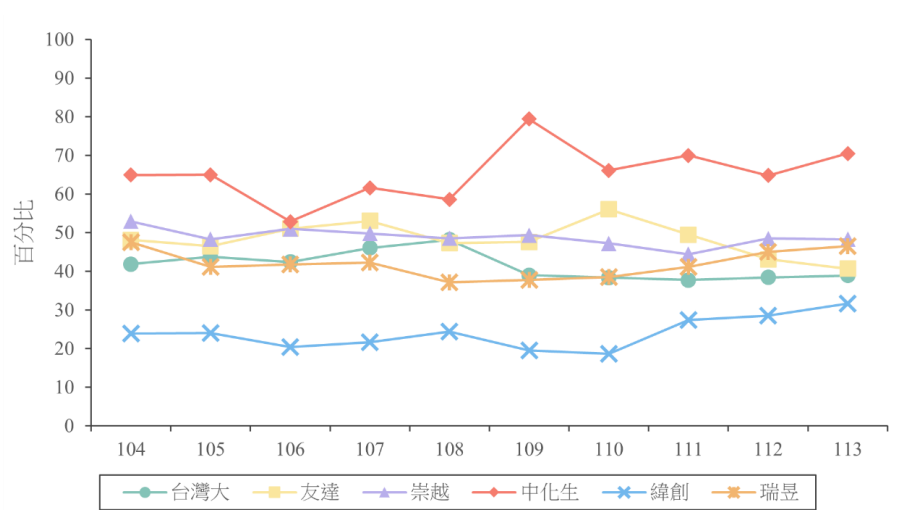
表 2、過去十年各公司之權益比率 (續)

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
2379 瑞昱	47.48	41.11	41.79	42.31	37.08	37.73	38.48	41.13	45.02	46.50

附註：表格之單位為 %。

資料來源：本研究自行彙整。

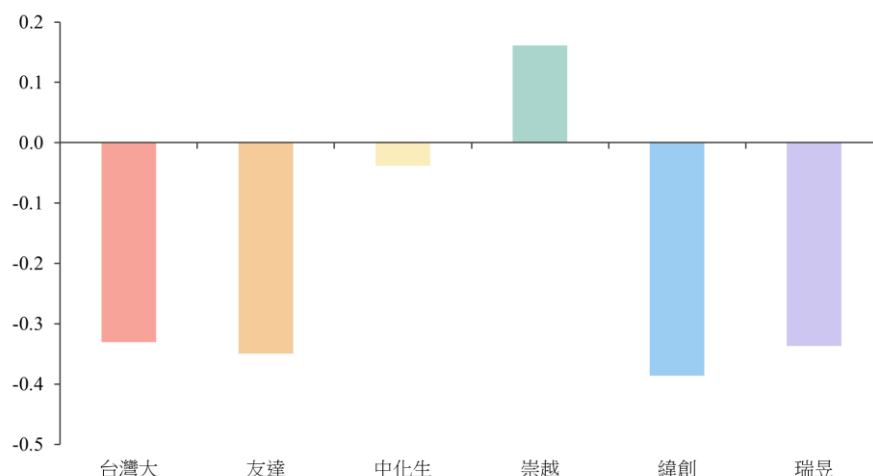
根據表2之結果，本研究發現台灣大及友達的權益比率於近年呈現略為下降的趨勢，本研究推估可能因其採取增加資本支出或擴張舉債策略；雖然緯創資通的權益比率為各公司中最低，但近年有呈現較穩定的成長走勢，顯示其逐漸降低債務比例，進而提升自有資金，有助於提升企業財務結構的穩健度與面對風險波動的能力，提供投資人相對的保障。



資料來源：本研究繪製。

圖 4、過去十年各公司之權益比率

本研究另外針對各公司與該產業權益比率之中位數進行比較並彙整於圖 5，發現與負債比例相同，2024 年度僅崇越的權益比高於中位數，顯示其財務結構較為保守，負債較低，資本結構相較其他公司對於債權人的保障較大，財務穩健性高。台灣大、友達、緯創及瑞昱之權益偏離中位數之幅度較大，顯示這幾家公司財務風險相較各自產業較大。



資料來源：本研究繪製。

圖 5、各公司 2024 年權益比率與產業中位數之相關比較

(三) 財務槓桿

財務槓桿是指在特定資本結構下，若營業利益變動會使每股盈餘變動，而每股盈餘變動百分比，為營業利益變動百分比之若干倍，用以衡量公司財務風險。若財務槓桿度越高，即財務彈性越大，表示固定財務成本越高，故使稅前息前淨利變動對每股盈餘之變動影響效果越大，反之，則代表其影響效果越小。財務槓桿比率的計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之財務槓桿彙整於表 3 所示：

$$\text{財務槓桿} = \frac{\text{稅前息前淨利}}{(\text{稅前息前淨利} - \text{固定利息支出})} \quad (3)$$

表 3、過去十年各公司之財務槓桿

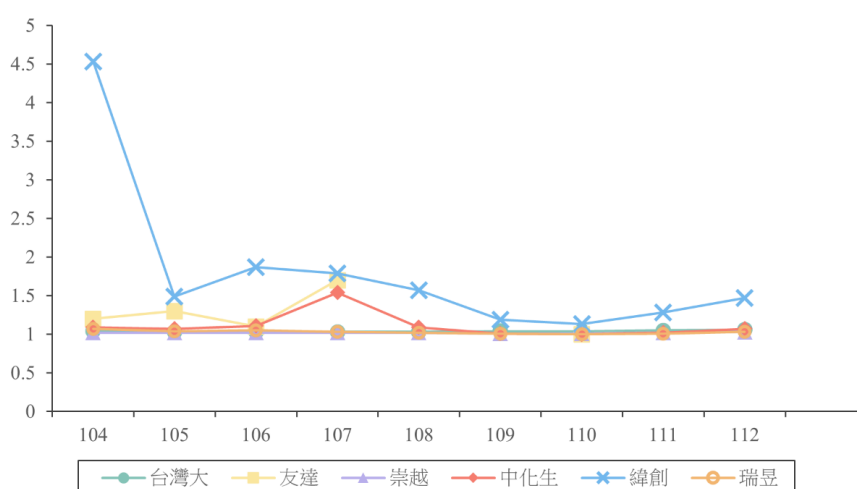
公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	1.04	1.03	1.03	1.03	1.03	1.04	1.04	1.05	1.06	—
2409 友達	1.20	1.30	1.10	1.70	—	—	1	—	—	40.67
5434 崇越	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02	1.01	1.01	1.02	1.03	48.31
1762 中化生	1.09	1.07	1.11	1.54	1.09	1.01	1	1.02	1.07	70.48
3231 緯創	4.53	1.49	1.87	1.79	1.57	1.19	1.13	1.28	1.47	31.67

表 3、過去十年各公司之財務槓桿 (續)

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
2379 瑞昱	1.07	1.04	1.05	1.03	1.02	1.01	1	1.01	1.03	46.50

資料來源：本研究自行彙整。

根據表 3 之結果，本研究發現台灣大、崇越、瑞昱的財務槓桿在 104 年到 113 年 10 年間財務槓桿在 1 至 1.1 之間相對最穩定，友達的財務槓桿波動範圍 1.10 至 1.70，107 年達高峰，顯示光電產業景氣循環大，槓桿用於擴產或應對市況。中化生在 107 年出現 1.54 的高財務槓桿，其他年份回到 1.0~1.1，該年可能有大規模資本支出或短期融資需求。緯創在 104 年財務槓桿高達 4.53，後續逐年下降。初期可能為大筆投資、高負債壓力所致，近年維持在 1.13 至 1.47，明顯降低風險，屬於從高槓桿轉為穩健經營的代表。



資料來源：本研究繪製。

圖 6、過去十年各公司之財務槓桿

二、償債能力分析

(一) 流動比率

流動比率係用來判斷企業帳上的流動資產能否在短期內償還到期的流動負債，一般而言，流動比率要超過 100% 才比較安全，如果低於 100%，就得進一步檢視這些流動資產變現的速度，以及短期金融負債（如短期借款、應付商業本票、一年內到期的長期負

債) 在流動負債中的比重。如果資產變現很快、短期金融負債佔比又低，即使流動比率偏低也不必過度擔心；反之，當短期償債壓力提高，就表示償債能力不足，需特別留意風險。流動比率的計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之流動比率彙整於表 4 所示：

$$\text{流動比率} = \frac{\text{流動資產}}{\text{流動負債}} \quad (4)$$

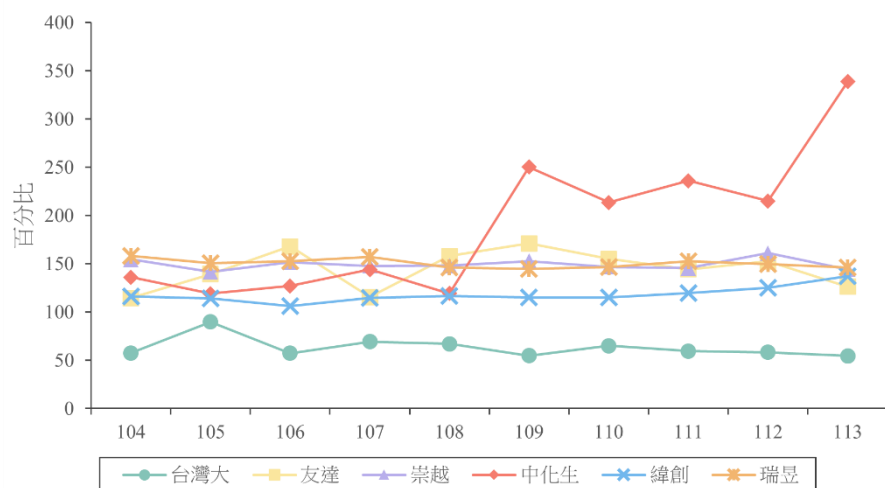
表 4、過去十年各公司之流動比率

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	1.04	1.03	1.03	1.03	1.03	1.04	1.04	1.05	1.06	—
2409 友達	1.20	1.30	1.10	1.70	—	—	1	—	—	40.67
5434 崇越	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02	1.01	1.01	1.02	1.03	48.31
1762 中化生	1.09	1.07	1.11	1.54	1.09	1.01	1	1.02	1.07	70.48
3231 緯創	4.53	1.49	1.87	1.79	1.57	1.19	1.13	1.28	1.47	31.67
2379 瑞昱	1.07	1.04	1.05	1.03	1.02	1.01	1	1.01	1.03	46.5

附註：表格之單位為 %。

資料來源：本研究自行彙整。

根據表 4 之結果，本研究發現台灣大在 104 至 113 年的流動比率大多介於 55%至 70%大幅低於安全值，也低於產業中位數，表示該公司之償債能力不足、風險較大，瑞昱的流動比率大多介於 150%左右，而產業中位數在 200%至 300%，償債能力較同產業低，顯示其短期償債能力雖具一定水準，但尚有提升空間。友達流動比率波動較大，109 年至 113 年呈現下滑，111 至 113 年低於產業中位數，顯示其短期償債能力有下滑趨勢，中化生的流動比率在 109、113 年大幅上升，109 年因為營收上升，加上公司處分土地償還短期負債，流動比率大幅上升，113 年則達到 338.88%，為觀察期間最高，顯示其短期償債能力大幅改善。緯創流動比率持續上升，113 年高於產業中位數，顯示其資金運用效率提升，短期償債能力逐年改善。



資料來源：本研究繪製。

圖 7、過去十年各公司之流動比率

(二) 速動比率

速動比率的計算是為了更嚴格檢視企業短期償債能力的指標，排除流動資產中變現速度較慢的預付款項與存貨。一般來說，速動比率高於 100% 才算理想；若低於 100%，就需要進一步觀察應收帳款週轉率和短期金融負債佔流動負債的比重。如果應收帳款回收快速、短期借款比重較低，即使速動比率偏低，企業的償債能力仍屬穩健；但若應收帳款收款情況不佳又有大量短期負債，就可能面臨短期償債壓力，應審慎評估其財務風險。速動比率的計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之速動比率彙整於表 5 所示：

$$\text{速動比率} = \frac{\text{速動資產}}{\text{流動負債}} \quad (5)$$

表 5、過去十年各公司之速動比率

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	57.70	89.87	57.28	69.40	67.17	54.83	64.98	59.57	58.31	54.59
2409 友達	114.60	139.3	168.02	115.61	158.18	171.16	155.17	144.26	152.48	126.36
5434 崇越	154.46	141.52	151.69	147.87	148.02	152.87	146.80	145.54	161.16	144.39

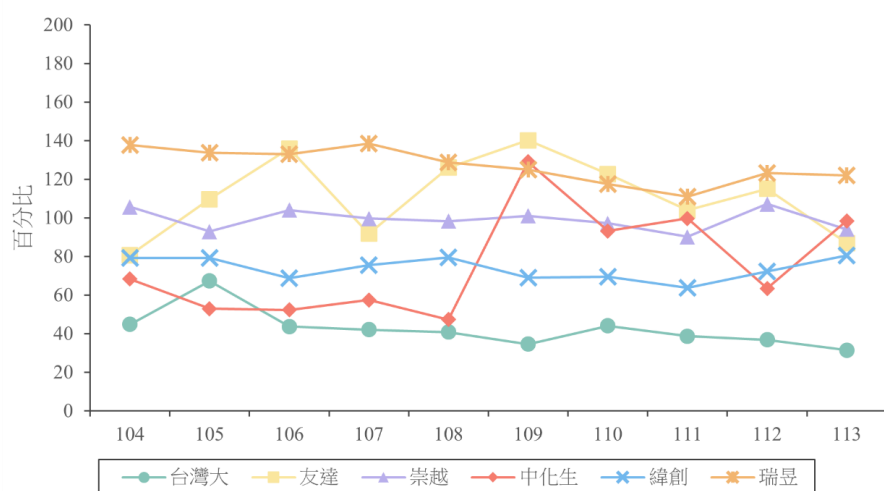
表 5、過去十年各公司之速動比率 (續)

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
1762 中化生	136.12	119.17	127.07	144.19	119.28	250.3	213.66	235.92	215.03	338.88
3231 緯創	116.14	114.28	106.30	114.82	116.67	115.38	115.37	119.62	125.40	137.37
2379 瑞昱	158.14	150.73	152.75	157.38	146.21	144.84	146.62	152.68	149.82	146.06

附註：表格之單位為 %。

資料來源：本研究自行彙整。

根據表 5 之結果，本研究各公司的速動比率整體皆低於產業中位數，其中，較接近產業中位數的公司為崇越，顯示其短期償債能力尚屬穩定，資金調度風險相對可控，而緯創的流動比率整體偏低，且低於產業中位數，可能是存貨比重高，因此在排除存貨後算出的速動也隨之降低，雖然緯創的速動比率偏低，但波動程度相對較小，整體表現相對較為穩定，建議可加強資金效率與短期流動資產配置；友達的速動比率變動幅度較大，從 104 年的 80.61% 上升至 109 年的 140.09%，113 年降回 86.83%，顯示其短期資金運用與資產結構受景氣與產業循環影響較大，建議強化流動性管理與風險控管機制，以維持穩定的財務結構。瑞昱的速動比率表現最為優異，雖低於產業平均，但長期維持在 120% 以上，顯示其高流動性資產充足，短期償債能力強，資金管理穩健，應對資金風險能力強。



資料來源：本研究繪製。

圖 8、過去十年各公司之速動比率

(三) 利息保障倍數

利息保障倍數是用來評估企業用本業賺的錢來支付利息的能力，一般而言，利息保障倍數至少高於 5 倍且越高越好，呈現企業償還利息的壓力越小，具備較強的獲利能力。若利息保障倍數持續下降，可能暗示企業獲利能力變差或舉債負擔加重，進而影響償債能力，應注意是否在財務或獲利上出現問題。利息保障倍數的計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之利息保障倍數彙整於表 6 所示：

$$\text{利息保障倍數} = \frac{\text{稅前淨利} + \text{利息費用}}{\text{利息費用}} \quad (6)$$

表 6、過去十年各公司之利息保障倍數

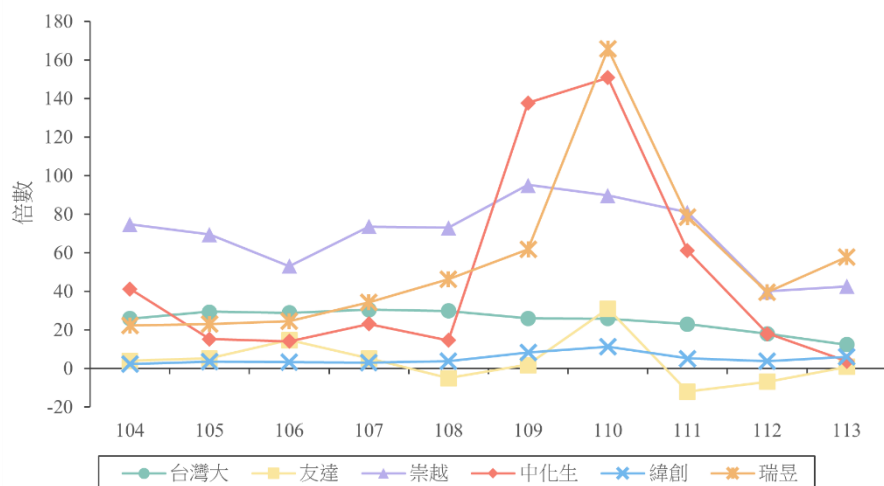
公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	25.85	29.5	28.83	30.39	29.85	25.99	25.82	22.97	17.97	12.37
2409 友達	3.93	5.13	14.73	5.21	-5.1	1.95	30.95	-11.94	-6.96	0.82
5434 崇越	74.68	69.49	53.04	73.54	73	95.2	89.81	80.87	39.97	42.6
1762 中化生	41.14	15.18	14.12	23.1	14.54	137.7	150.84	61.06	18.16	3.69
3231 緯創	2.27	3.4	3.23	3.03	3.66	8.17	11.23	5.13	3.78	5.99
2379 瑞昱	22.27	23.07	24.43	34.17	46.15	61.8	165.8	78.71	39.57	57.66

附註：表格之單位為倍數。

資料來源：本研究自行彙整。

根據表 6 之結果，本研究發現緯創資通的利息保障倍數偏低，長年維持在 2 至 5 倍的區間，整體低於安全值，這反映其利潤空間相對有限，應盡速提升營業獲利與進行財務結構優化，以降低營運風險；中化生的利息保障倍數在 109 年及 110 年分別高達 137.7 及 150.84 倍，起因是在新冠疫情期間對藥品需求倍增，帶動相關產業之獲利增加，但其餘年度波動大，特別是 113 年度已降至僅 3.69 倍，需即時關注獲利下滑或財務費用上升的原因；而瑞昱的利息保障倍數長期呈現上升趨勢，甚至於 110 年有高達 165.8 倍之數，顯示其具備極強的償息能力，資金結構最為穩健；友達的利息保障倍數波動幅度大，且

多次出現負數，顯示其在無法有效支應利息費用，雖然於 110 年有短暫回升之趨勢，但仍低於安全值，此情況反映出友達獲利的不穩定，且容易受產業與成本結構變動的影響，須優先檢討財務穩定性。



資料來源：本研究繪製。

圖 9、過去十年各公司之利息保障倍數

(四) 應付帳款付現天數

應付帳款付現天數的變化可以反映企業對供應商的議價能力與資金運用策略，若應付帳款付現天數增加，表示企業具備延遲付款的能力，在營收未減少的前提下，企業對供應商具有較高的議價能力或更寬鬆的付款條件；反之，若應付帳款付現天數下降，則代表企業資金壓力可能增加，在供應鏈中的談判力較弱，但也有可能是企業欲主動提升信用水準、爭取優惠條件。應付帳款付現天數的計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之應付帳款付現天數彙整於表 7 所示：

$$\text{應付帳款付現天數} = \frac{\text{銷貨成本}}{(\text{期初應付帳款} + \text{期末應付帳款}) \div 2} \times \frac{1}{365} \quad (7)$$

表 7、過去十年各公司之應付帳款付現天數

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	32.86	31.88	34.52	32.64	29.35	31.64	31.81	34.06	33.89	30.98

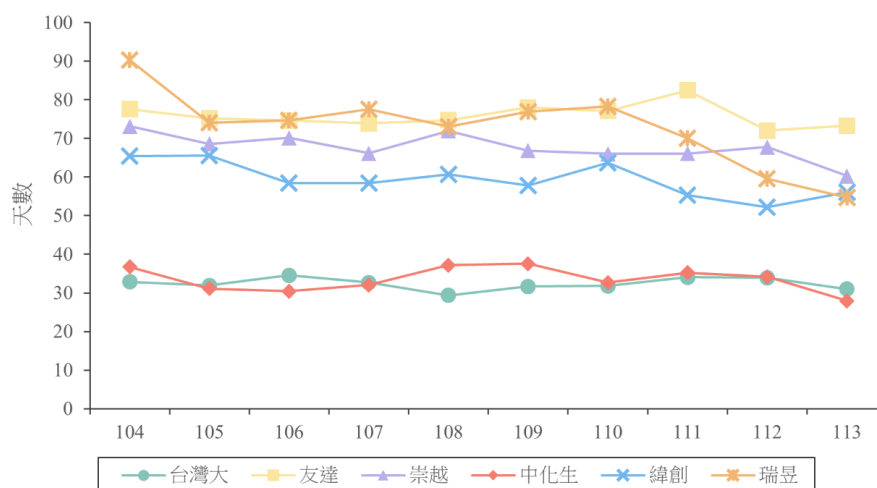
表 7、過去十年各公司之應付帳款付現天數 (續)

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
2409 友達	77.57	75.2	74.65	73.9	74.73	78	77.07	82.44	72	73.26
5434 崇越	73.16	68.56	70.16	66.18	71.94	66.81	66.05	66.06	67.79	60.25
1762 中化生	36.71	31.12	30.38	32.06	37.19	37.51	32.69	35.24	34.15	27.92
3231 緯創	65.47	65.51	58.38	58.39	60.66	57.82	63.69	55.28	52.17	56.04
2379 瑞昱	90.3	74.11	74.64	77.57	73.03	76.93	78.25	70.05	59.58	54.71

附註：表格之單位為天數。

資料來源：本研究自行彙整。

根據表 7 之結果，本研究發現在 104 年到 113 年間，6 間公司的應付帳款付現天數呈現下滑，又以瑞昱的應付帳款付現天數下滑最為明顯，顯示公司償還供應商賒欠款的時間變短，也可能代表企業努力在償還負債，在短期內沒有資金運轉不良的問題，或是在營收未減少的前提下公司對上游議價能力下降。

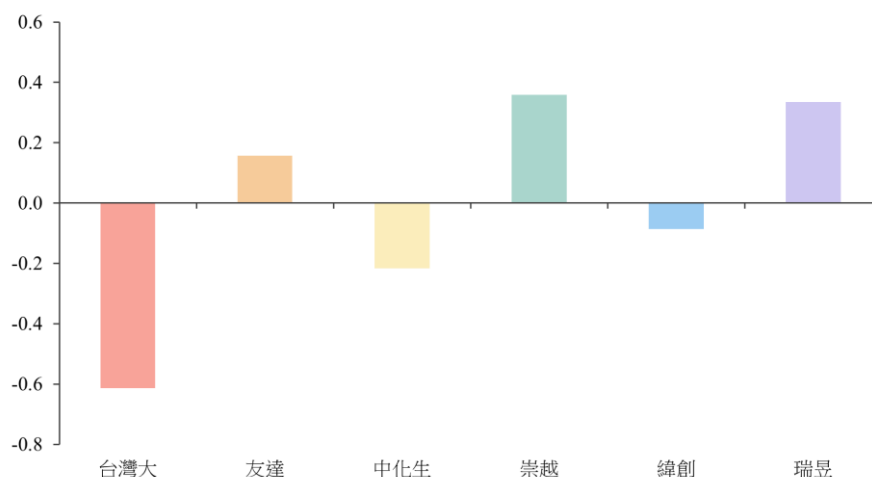


資料來源：本研究繪製。

圖 10、過去十年各公司之應付帳款付現天數

從圖 11 的呈現中可以發現 113 年台灣大的應付帳款付現天數較產業中位數低 61%，表示付款速度遠高於同業，本研究推估其可能面臨議價能力較弱，或採取快速付款以爭取折扣等策略；此外，崇越及瑞昱的應付帳款付現天數顯著高於產業中位數，代表期短

期現金流量的壓力較低，相較於產業具備更強的議價能力與空間；友達的應付帳款付現天數雖高於產業中位數，但在 113 年速動比率小於 100%且稅後淨利為負，本研究認為可能有短期週轉不靈的問題，投資人應進行相關投資風險的評估。



資料來源：本研究繪製。

圖 11、各公司 2024 年應付帳款付現天數與產業中位數之相關比較

三、獲利能力分析

(一) 營業毛利率

營業毛利率係指營業毛利佔營業收入的百分比，一般而言，營業毛利率高，代表企業營業成本所佔營業收入的比率低，企業能用更低的存貨成本提供同樣的產品或是服務，或是在相同的成本下能夠銷售更高的產品價格及服務，在投資人之觀點而言，會更傾向企業的營業毛利率越高越好。營業毛利率的計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之營業毛利率彙整於表 8 所示：

$$\text{營業毛利率} = \frac{\text{營業收入} - \text{銷貨成本}}{\text{營業收入}} \quad (8)$$

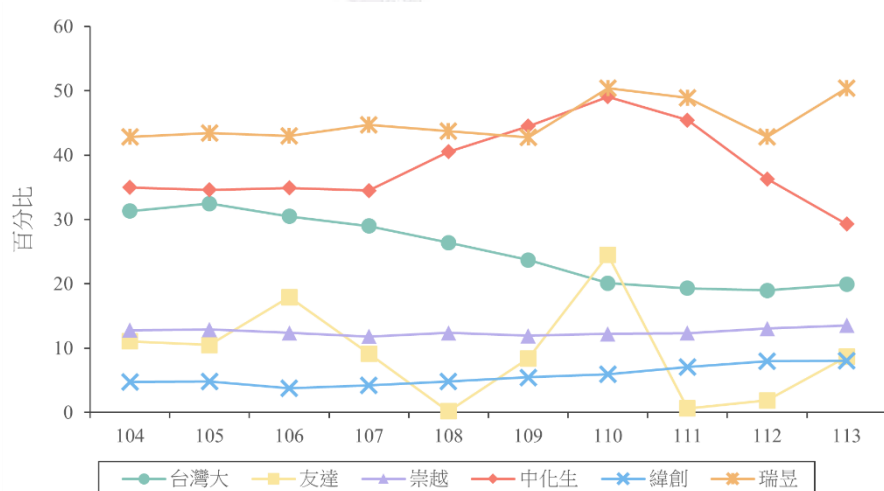
表 8、過去十年各公司之營業毛利率

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	31.31	32.45	30.49	28.99	26.37	23.67	20.1	19.29	18.96	19.91
2409 友達	11.06	10.48	17.9	9.15	0.17	8.4	24.49	0.64	1.86	8.64
5434 崇越	12.77	12.9	12.36	11.79	12.36	11.9	12.22	12.32	13.03	13.54
1762 中化生	34.97	34.58	34.91	34.48	40.52	44.49	49.07	45.43	36.3	29.27
3231 緯創	4.72	4.8	3.78	4.22	4.8	5.45	5.93	7.08	7.96	8.01
2379 瑞昱	42.81	43.42	42.95	44.67	43.76	42.76	50.41	48.87	42.81	50.41

附註：表格之單位為 %。

資料來源：本研究自行彙整。

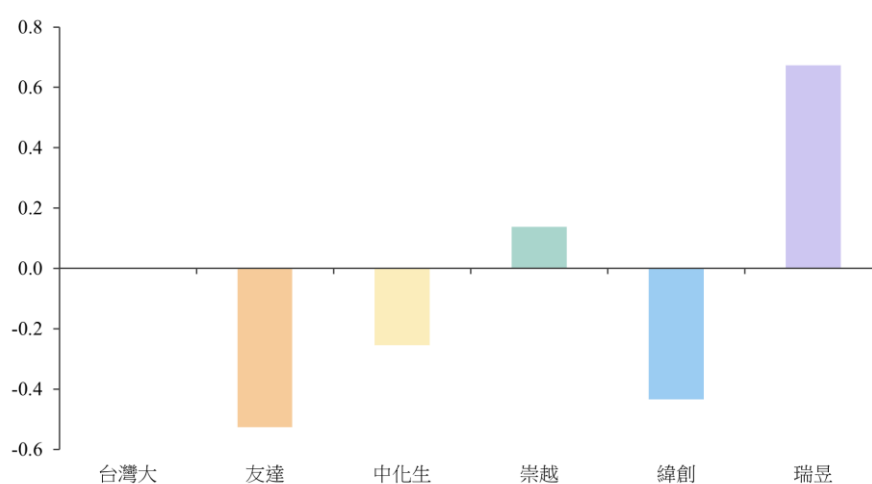
根據表 8 之結果，本研究發現中化生的營業毛利率在疫情期間出現較大幅度的波動，而台灣大的營業毛利率雖逐年下降，但整體仍表現穩定，符合電信業資本密集、現金流穩定的特性；崇越及緯創的營業毛利率則相對平緩，反映出其屬於低毛利但營運規模大的穩定產業，而友達營業毛利率波動幅度最大，因為其所屬的面板產業具有景氣循環特性，容易受市場價格波動、產能過剩及國際競爭影響，尤其近年受到中國企業補貼政策與大量產能擴充的衝擊，導致利潤空間被受限。



資料來源：本研究繪製。

圖 12、過去十年各公司之營業毛利率

本研究另外針對各公司與該產業營業毛利率之中位數進行比較並彙整於圖 13，發現從 113 年來看，台灣大的營業毛利率正好與其產業中位數相當，反映其營業毛利率表現穩定；中化生的營業毛利率略低於產業中位數，而崇越的營業毛利率則小幅度優於其產業；友達及緯創的營業毛利率與其產業相較表現較為遜色，本研究推估可能因市場競爭激烈，且面板產業具有高度景氣循環特性容易使報價受到波動；而緯創作為代工業者，受限於整體產業低毛利結構及上游廠商壓價，因此營業毛利率表現受限；值得注意的是，瑞昱的營業毛利率大幅高於產業中位數，是各公司中表現最為優良之企業。



資料來源：本研究繪製。

圖 13、各公司 2024 年營業毛利率與產業中位數之相關比較

(二) 營業利益率

營業利益率是用來評估企業除銷貨成本之外，其餘的營業費用高低程度，反映企業排除營業及銷售方面成本之後的營業獲利，一般而言，企業的營業利益率越高，展現其整體經營效率與成本控管程度越佳，越受到投資人的青睞，但也有可能受到產業及企業發展策略的影響導致其營業利益率呈現之水準較低。營業利益率的計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之營業利益率彙整於表 9 所示：

$$\text{營業淨利率} = \frac{\text{營業淨利}}{\text{營業收入}} \quad (9)$$

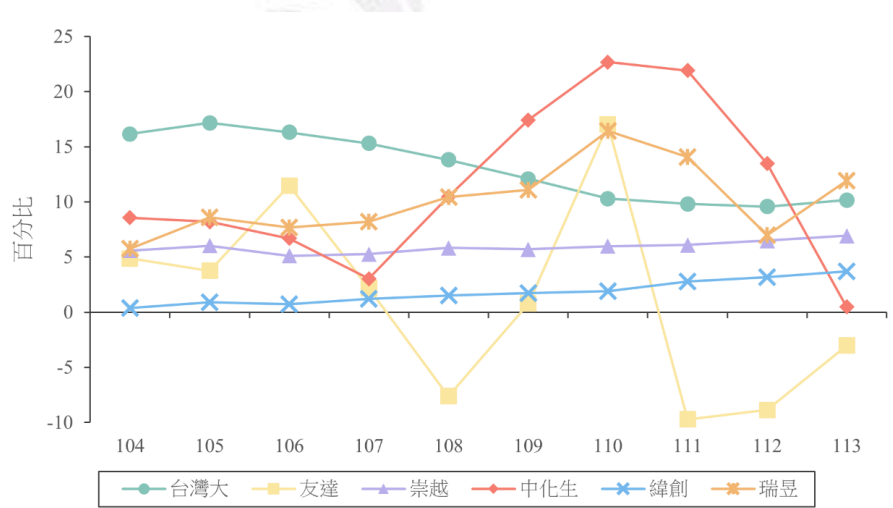
表 9、過去十年各公司之營業利益率

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	16.16	17.16	16.29	15.30	13.82	12.08	10.28	9.81	9.57	10.16
2409 友達	4.86	3.75	11.48	2.17	-7.61	0.77	17.02	-9.71	-8.86	-3.02
5434 崇越	5.60	6.02	5.10	5.27	5.82	5.70	5.98	6.10	6.49	6.92
1762 中化生	8.56	8.19	6.69	3.04	10.47	17.42	22.66	21.89	13.46	0.47
3231 緯創	0.38	0.91	0.71	1.21	1.51	1.71	1.90	2.79	3.16	3.71
2379 瑞昱	5.73	8.59	7.69	8.22	10.42	11.11	16.42	14.07	6.99	11.91

附註：表格之單位為 %。

資料來源：本研究自行彙整。

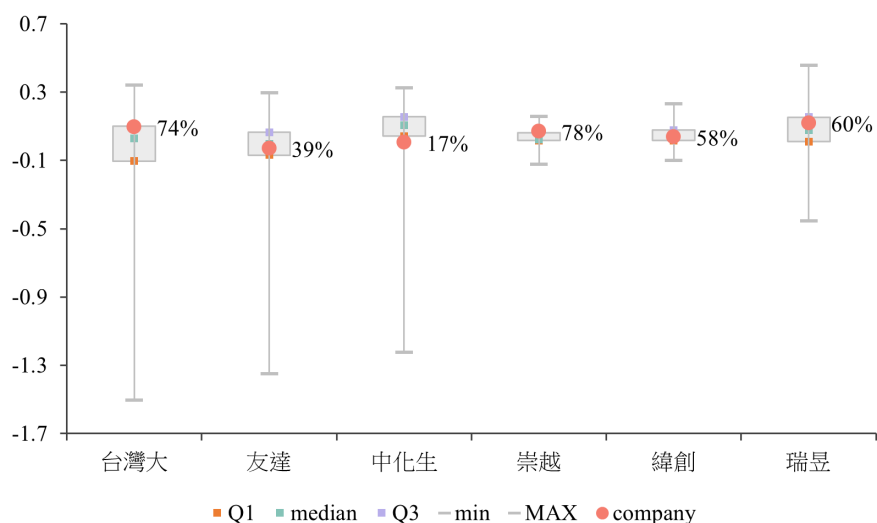
根據表 9 之結果，本研究發現從 113 年度友達及中化生的營業利益率波動幅度大大，其中，友達於 110 年達到 17.02% 的高點，隔年卻驟降至 -9.71%，另根據表 8，其營業毛利率為正，顯示其營業費用極高且不穩定，反映產業高度循環的特性；而中化生則因原料藥產業需投入高額研發與合規成本，使其營業利潤受到壓縮，瑞昱的營業淨利率波動幅度較小，呈現穩健表現，台灣大雖然營業利益率呈現逐年下降的現象，但在電信業中屬於穩定獲利水準，符合其產業特性；崇越及緯創的營業利益率則呈現逐年上升的趨勢，顯示兩者在成本控管與營運效率上的優勢，有利於強化企業獲利能力。



資料來源：本研究繪製。

圖 14、過去十年各公司之營業利益率

本研究另外針對各公司與該產業營業利益率之中位數進行比較並彙整於圖 15，發現從 113 年來看，友達及中化生的營業利益率皆低於產業中位數，顯示在獲利能力上仍有待加強；而瑞昱及緯創的營業利益率則小幅度高於產業中位數，顯示在產業中皆為營運穩健的企業；值得注意的是，台灣大與崇越的營業利益率均明顯高於產業中位數，其中崇越 78% 為各公司中表現最佳，具備良好的成本控管能力與營運效率，在同業中具有競爭優勢。



資料來源：本研究繪製。

圖 15、各公司 2024 年營業利益率與產業相較之百分位數

(三) 稅後淨利率

稅後淨利率是指稅後淨利佔總營收的百分比。代表一間公司每賺進 1 元的營收，可取得多少稅後的淨利，能更真實反映公司的營運價值。一般而言，當企業稅後淨利率提升，表示公司營運高，有更多盈餘能回饋予投資人及進行公司擴展。稅後淨利率的計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之稅後淨利率彙整於表 10 所示：

$$\text{稅後淨利率} = \frac{\text{稅後淨利}}{\text{營業收入}} \quad (10)$$

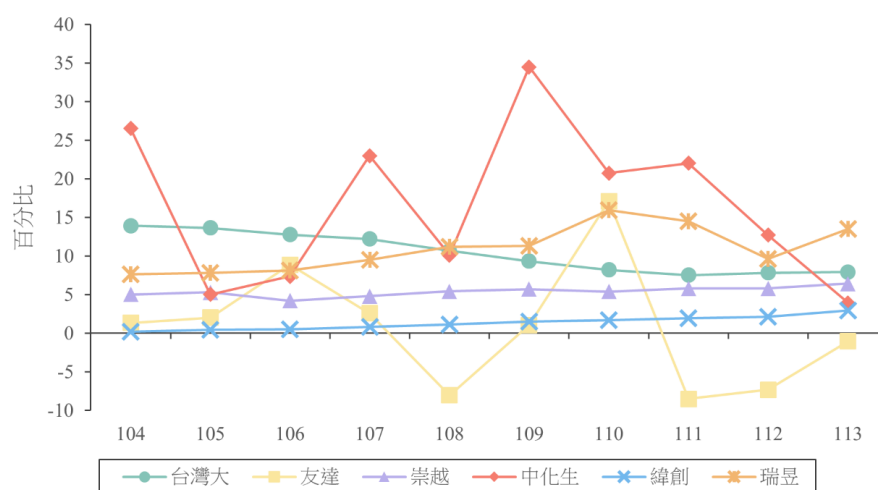
表 10、過去十年各公司之稅後淨利率

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	13.92	13.66	12.76	12.20	10.68	9.33	8.22	7.53	7.82	7.92
2409 友達	1.34	2.01	8.87	2.59	-8.04	1.07	17.12	-8.50	-7.32	-1.05
5434 崇越	5.03	5.32	4.20	4.79	5.42	5.71	5.39	5.80	5.79	6.43
1762 中化生	26.53	5.02	7.35	22.98	10.13	34.47	20.73	22.02	12.70	3.94
3231 緯創	0.20	0.45	0.52	0.82	1.11	1.53	1.71	1.93	2.11	2.92
2379 瑞昱	13.92	13.66	12.76	12.20	10.68	9.33	8.22	7.53	7.82	7.92

附註：表格之單位為 %。

資料來源：本研究自行彙整。

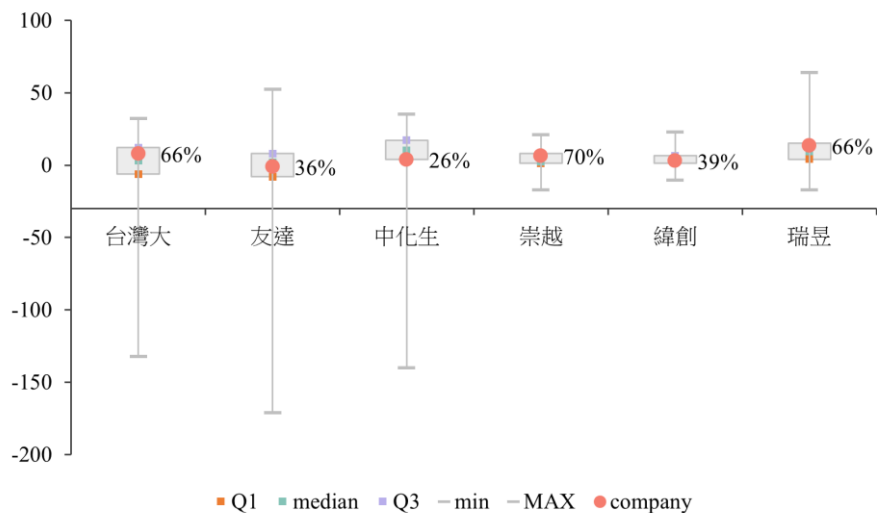
根據表 10 之結果，本研究發現台灣大的稅後淨利率呈現下滑的趨勢，自 104 年的 13.92% 下降至 113 年的 7.92%，本研究推估受產業競爭與市場飽和等影響，獲利空間逐漸縮小；而崇越及緯創則展現穩定成長，稅後淨利率呈小幅上升，反映出良好的經營成果，中化生技及友達の稅後淨利率波動較大，其中中化生在 109 年達到高峰 34.47%，113 年則回落至 3.94%，友達則於 110 年達到 17.12% 高點，但自 111 年起連三年虧損，短期可能受產業影響導致波動較大，不適合投資人進行短期投資。



資料來源：本研究繪製。

圖 16、過去十年各公司之稅後淨利率

本研究另外針對各公司與該產業稅後淨利率之中位數進行比較並彙整於圖 17，發現從 113 年來看，友達、緯創及中化生的稅後淨利率皆低於其產業的中位數，反映出三者獲利能力受限，可能來自於高額的營業外費用所影響，相較之下，崇越、台灣大及瑞昱的稅後淨利率皆高於產業中位數，其中，崇越表現最佳，位於產業 70%，儘管產業之營業毛利率不高，但仍可以有效控管費用、提升獲利，維持高於產業平均的獲利水準。



資料來源：本研究繪製。

圖 17、各公司 2024 年稅後淨利率與產業相較之百分位數

(四) 每股盈餘

每股盈餘是用以評估公司每一股普通股能取得多少企業當年度的剩餘價值，投資人常用以來判斷投資公司的獲利程度。一般而言，每股盈餘越高，代表公司能為股東獲利的能力越強。每股盈餘的計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之每股盈餘彙整於表 11 所示：

$$\text{每股盈餘} = \frac{\text{稅後淨利} - \text{特別股股利}}{\text{流通在外普通股加權平均股數}} \quad (11)$$

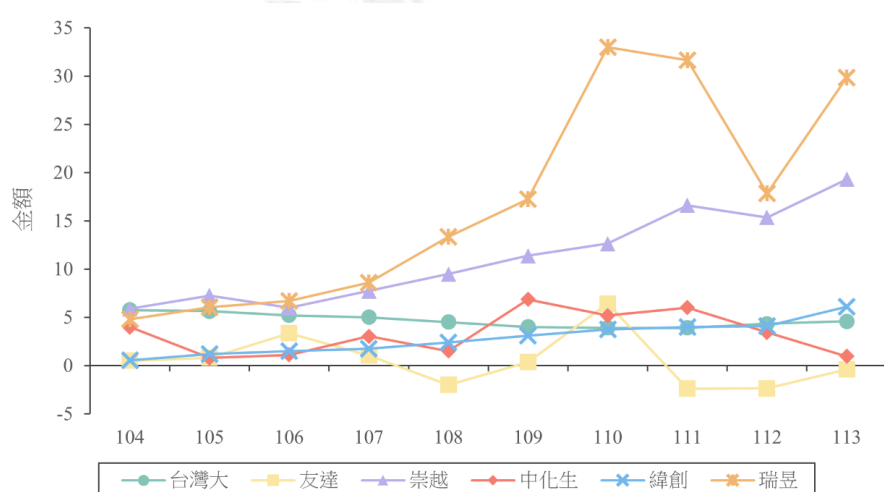
表 11、過去十年各公司之每股盈餘

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	5.76	5.63	5.21	5.01	4.51	4.01	3.90	3.91	4.33	4.57
2409 友達	0.51	0.81	3.36	1.06	-2.00	0.36	6.44	-2.39	-2.37	-0.40
5434 崇越	5.89	7.25	5.98	7.73	9.48	11.38	12.63	16.61	15.36	19.29
1762 中化生	3.98	0.78	1.11	3.02	1.51	6.86	5.17	6.01	3.42	0.95
3231 緯創	0.55	1.20	1.48	1.76	2.40	3.10	3.76	4.01	4.08	6.11
2379 瑞昱	4.81	6.02	6.71	8.57	13.36	17.24	33.00	31.62	17.85	29.82

附註：表格之單位為元。

資料來源：本研究自行彙整。

根據表 11 之結果，本研究發現從 6 家企業的每股盈餘進行觀察，瑞昱的每股盈餘為最高，顯示其在該產業具備強韌的營業競爭力；崇越的每股盈餘則呈現明顯的成長趨勢，隨著產業擴張與供應鏈效率提升，能維持穩定的獲利；台灣大的每股盈餘趨勢較為平穩，緯創整體微幅成長，反映出兩家公司的股東獲利有稍稍提升；而友達的每股盈餘波動幅度極大，更於 111 年至 113 年呈現虧損的情形。整體而言，崇越及瑞昱屬於獲利成長型公司，緯創及台灣大獲利表現穩定，其中緯創具備穩中成長潛力，中化生及友達則須著重觀察是否更容易受到產業週期與突發事件的影響，對投資人而言較為不穩定。



資料來源：本研究繪製。

圖 18、過去十年各公司之每股盈餘

(五) 本益比

本益比是用來評估一家公司的股票是便宜或是昂貴，也用來預測買進該公司股票後的回本時間，同時也是判斷企業股價估值高低與獲利能力的依據，當本益比高的同時，購入的股票價格也會較高，也表示許多投資人看好這家企業的股價表現，因此願意以較高的價格買進，相反的本益比越低，股票價格也不高，表示投資人不看好這家企業的股價表現，所以本益比低的股票，雖然回本的時間較短，但是相對的在股價表現上投資風險會比較高。本益比的計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之本益比彙整於表 12 所示：

$$\text{本益比} = \frac{\text{普通股每股市價}}{\text{每股盈餘}} \quad (12)$$

表 12、過去十年各公司之本益比

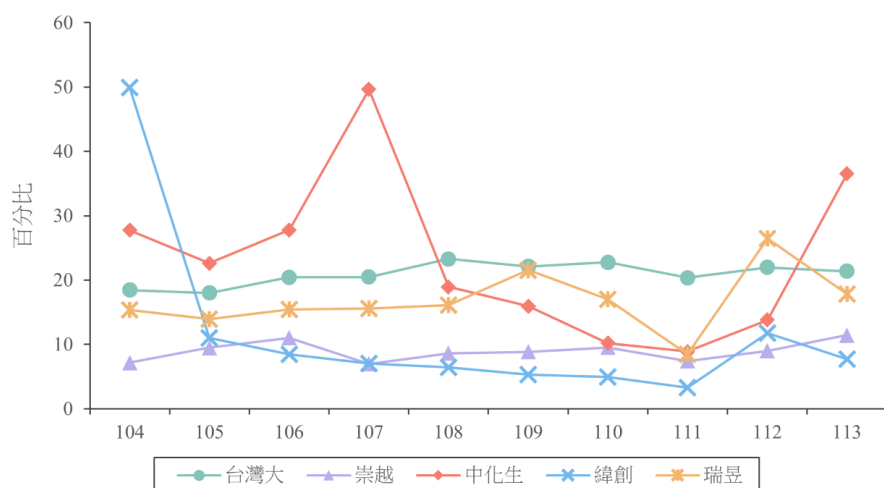
公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	18.44	18	20.44	20.47	23.26	22.1	22.74	20.35	21.96	21.37
2409 友達	7.14	9.51	3.11	12.89		47.9	3.39	-888		
5434 崇越	7.15	9.47	11.03	6.95	8.62	8.84	9.53	7.41	9	11.41
1762 中化生	27.73	22.6	27.78	49.62	18.92	15.94	10.18	8.86	13.8	36.5
3231 緯創	49.94	11	8.41	7.01	6.43	5.33	4.89	3.31	11.71	7.72
2379 瑞昱	15.31	13.95	15.42	15.54	16.09	21.53	16.96	8.43	26.42	17.85

附註：表格之單位為 %。

資料來源：本研究自行彙整。

根據表 12 之結果，本研究發現台灣大及崇越的本益比整體波動幅度不大，市價維持較為穩定，適合偏好穩健型投資之投資人進行投入；中化生的本益比則產生高度波動程度，特別是在 107 年達到近 50 倍，顯示其在特定年度可能因市場對醫療或生技研發成果有高度預期，但風險極高；而緯創在 104 年達到高點 49.94 倍，隔年降至 11 倍，之後波動不大，但仍呈現下滑，與其同期毛利率上升的現象形成反差，顯示投資人對於其

未來市場發展及成長性趨於保守；瑞昱除了在 111 年本益比稍低外，整體本益比維持在 15 至 25 倍左右，友達的本益比則波動極端，甚至於 111 年出現-888 的異常值，根據表 9 及表 11 可發現，該年度因出現虧損致使本益比失去意義；綜合而言，高波動的產業如生技業、面板產業與 IC 設計產業的本益比容易大幅起落，而穩定的電信業與通路產業則維持在一定水準。



資料來源：本研究繪製。

圖 19、過去十年各公司之本益比

(六) 資產報酬率

資產報酬率是用來反映企業資產使用效率的指標，一般而言，資產報酬率越高，說明企業利用資產創造的利潤越多、經營管理水準越高，反之，則代表其資產收益越低，整體企業的營運水準也越差。資產報酬率的計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之資產報酬率彙整於表 13 所示：

$$\text{資產報酬率} = \frac{\text{稅後淨利}}{\text{平均總資產}} \quad (13)$$

表 13、過去十年各公司之資產報酬率

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	9.74	10.59	9.91	9.65	9.14	6.82	7.19	6.78	6.55	6.36

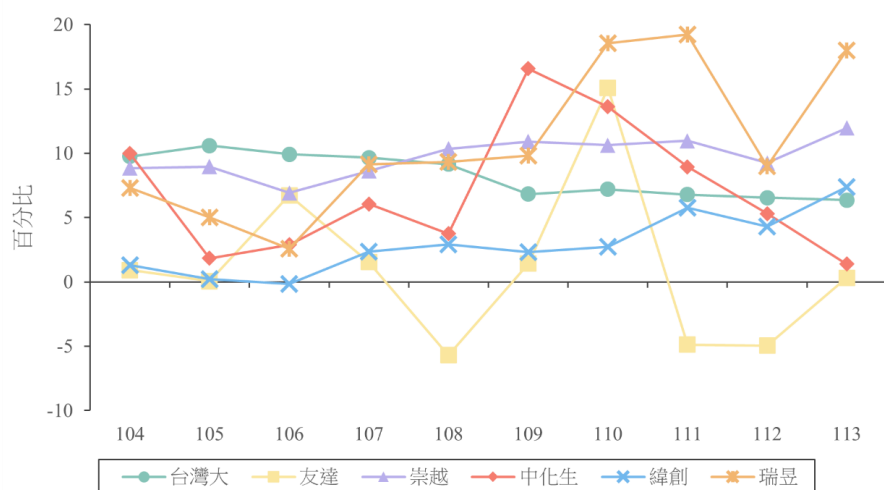
表 13、過去十年各公司之資產報酬率 (續)

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
2409 友達	0.91	0.06	6.73	1.54	-5.70	1.43	15.07	-4.87	-4.95	0.31
5434 崇越	8.85	8.96	6.91	8.63	10.35	10.90	10.63	10.97	9.24	11.96
1762 中化生	9.98	1.84	2.88	6.05	3.74	16.57	13.61	8.94	5.3	1.38
3231 緯創	1.31	0.20	-0.15	2.34	2.92	2.30	2.74	5.76	4.29	7.38
2379 瑞昱	7.30	5	2.58	9.14	9.31	9.80	18.55	19.23	8.98	17.97

附註：表格之單位為 %。

資料來源：本研究自行彙整。

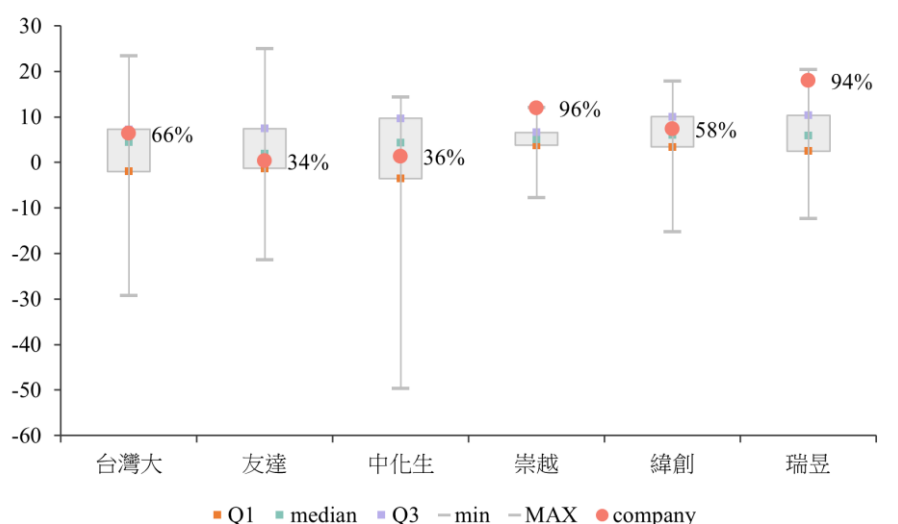
根據表 13 之結果，本研究發現緯創及崇越的資產報酬率呈現成長的趨勢，表示兩家公司在資產運用效率方面表現穩健；而台灣大下滑約 3% 左右，友達、中化生與瑞昱的資產報酬率則出現劇烈波動，尤其是中化生自 109 年疫情高峰後，資產報酬率從 16.57% 快速下滑至 113 年的 1.38%，顯示其產業表示易受特定事件影響，而友達在 110 年受惠於面板報價上漲，使資產報酬率大幅提升，但隨後又因產業景氣反轉，導致獲利能力下滑，一年內相差約 20%，顯示其資產報酬依賴外部市場因素，對於投資人而言，穩定性稍顯不足。



資料來源：本研究繪製。

圖 20、過去十年各公司之資產報酬率

本研究另外針對各公司與該產業資產報酬率之中位數進行比較並彙整於圖 21，發現從 113 年來看，台灣大及緯創的資產報酬率接近第三百分位數，顯示兩家公司在資產運用效率方面表現穩健；另外，根據圖 20 之結果，台灣大呈現逐年下滑的趨勢，反映其資產報酬能力有待維持，相對地，緯創則持續成長，展現其營運效率的發展空間；友達及中化生的資產報酬率均低於產業中位數，其中，中化生雖具較高毛利率，但其資產報酬率表現未見突出，可能來自於其生產設備投資規模大、庫存管理成本負擔高；崇越及瑞昱的資產報酬率則接近產業最大值，分別為 96%、94%，顯示兩家公司在資產運用上效率極高，為所屬產業中的領先者。



資料來源：本研究繪製。

圖 21、各公司 2024 年資產報酬率與產業相較之百分位數

(七) 股東權益報酬率

股東權益報酬率指公司運用自有資本獲利的效率，因此股東權益報酬率越高，代表公司為股東獲取的獲利越高；反之，則代表企業運用自有資金的獲利效率越差。股東權益報酬率的計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之股東權益報酬率彙整於表 14 所示：

$$\text{股東權益報酬率} = \frac{\text{稅後淨利}}{\text{股東權益總額}} \quad (14)$$

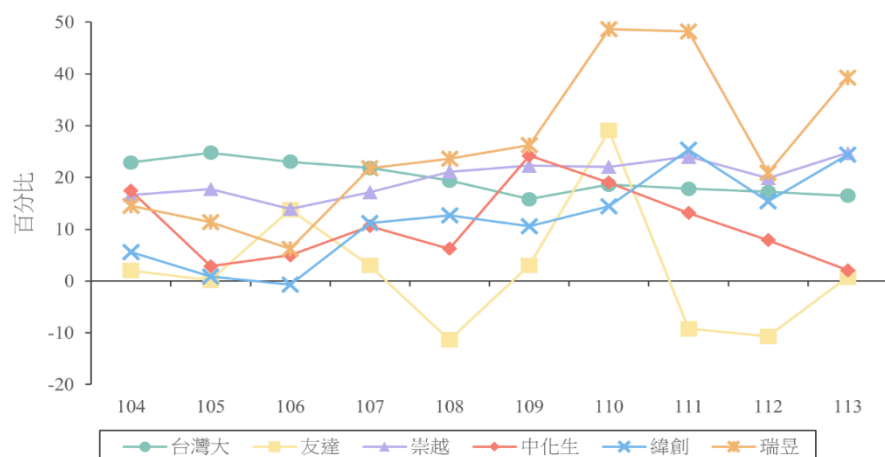
表 14、過去十年各公司之股東權益報酬率

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	22.88	24.76	23.03	21.85	19.38	15.79	18.58	17.81	17.19	16.46
2409 友達	2.01	0.12	13.79	2.97	-11.36	3.02	29.04	-9.21	-10.69	0.74
5434 崇越	16.57	17.78	13.91	17.15	21.07	22.26	22.06	24.02	19.87	24.70
1762 中化生	17.43	2.83	4.95	10.6	6.22	24.18	19	13.14	7.89	2.05
3231 緯創	5.56	0.82	-0.68	11.15	12.68	10.61	14.41	25.36	15.36	24.39
2379 瑞昱	14.48	11.37	6.22	21.74	23.63	26.19	48.62	48.22	20.93	39.22

附註：表格之單位為 %。

資料來源：本研究自行彙整。

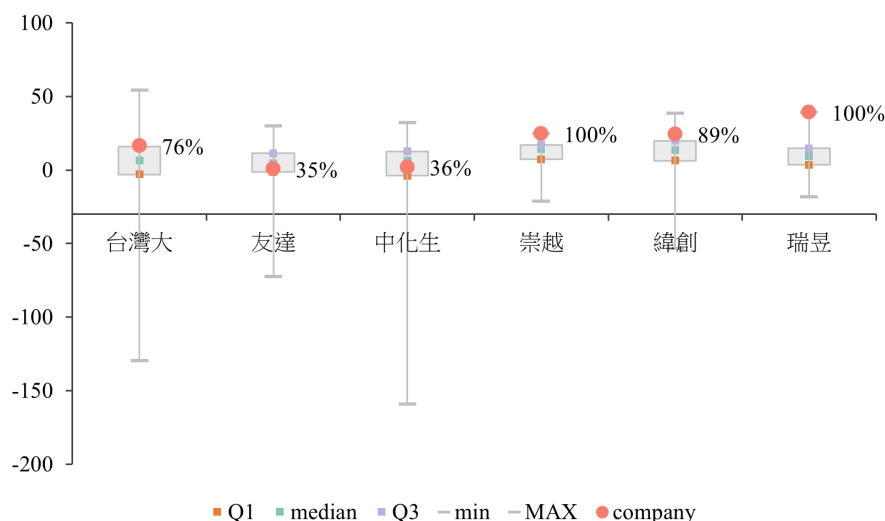
根據表 14 之結果，崇越及緯創的股東權益報酬率整體呈上升趨勢，特別是緯創在 106 年股東權益報酬率為-0.68%，但至 111 年已成長至 25.36%，顯示其營運改善與獲利成長潛力；瑞昱的股東權益報酬率在 109 年前變化幅度不大，但在 110、111 年間一度成長至約 48%，受益於半導體景氣，全球對網通與晶片產品需求的攀升；相對而言，中化生及友達の股東權益報酬率波動幅度較大，特別是中化生在 109 年後，持續下降，而友達分別在 108、111 和 112 年呈現負值，顯示兩家公司的獲利結構不穩定，易受景氣波動的影響。



資料來源：本研究繪製。

圖 22、過去十年各公司之股東權益報酬率

本研究另外針對各公司與該產業股東權益報酬率之中位數進行比較並彙整於圖 23，發現從 113 年來看，緯創及台灣大的股東權益報酬率均高於產業並位於產業第三百分位數，顯示兩家公司在財務管理與成本控制上表現的優異，具備穩健的獲利結構；而中化生及友達の股東權益報酬率低於產業中位數；值得關注的地方在於崇越及瑞昱的股東權益報酬率皆為各自產業中的最大值，崇越主要受惠於所屬產業的高度流通性與資產週轉快速等特性，瑞昱則憑藉其高附加價值產品與技術領先優勢，使其獲利能力與資本報酬效益極為優異。



資料來源：本研究繪製。

圖 23、各公司 2024 年股東權益報酬率與產業相較之百分位數

四、營運能力分析

(一) 現金週轉率

現金週轉率是銷貨收入除以平均現金的比例關係，藉由一定期間內平均每單位現金所能創造的營收金額判斷現金是否足以支應企業的日常營運所需。若現金週轉率偏高，代表企業持有相對較少的現金，可能面臨短期資金週轉困難或現金流風險；反之，若比率過低，代表現金資源閒置，未有效投入營運，導致整體資金配置效率不佳。現金週轉率計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之現金週轉率彙整於表 15 所示：

$$\text{現金週轉率} = \frac{\text{營業收入}}{(\text{期初現金} + \text{期末現金}) \div 2} \quad (15)$$

表 15、過去十年各公司之現金週轉率

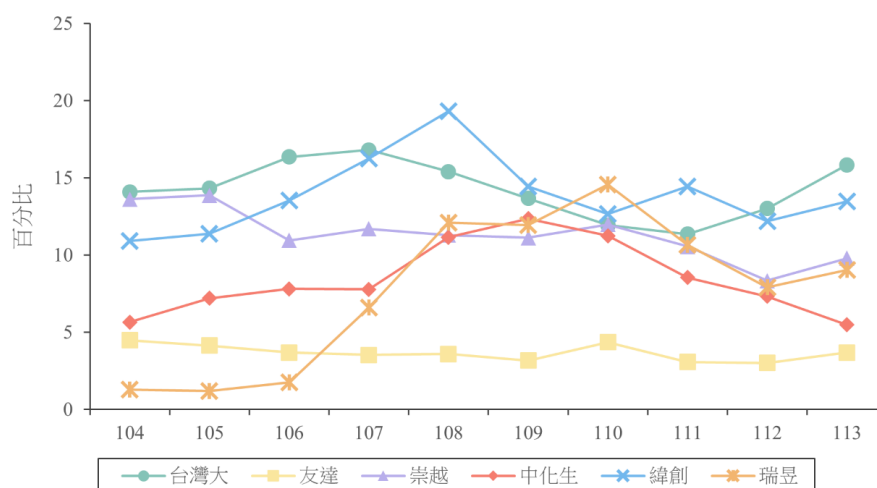
公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	14.09	14.33	16.35	16.81	15.40	13.67	11.93	11.35	13.01	15.83
2409 友達	4.48	4.14	3.68	3.53	3.59	3.17	4.36	3.07	3.01	3.68
5434 崇越	13.62	13.87	10.95	11.69	11.29	11.12	11.98	10.56	8.34	9.79

1762 中化生	5.65	7.19	7.81	7.77	11.14	12.36	11.25	8.54	7.32	5.48
3231 緯創	10.91	11.37	13.53	16.24	19.31	14.45	12.64	14.43	12.18	13.46
2379 瑞昱	1.29	1.19	1.76	6.59	12.10	11.94	14.56	10.67	7.92	9.04

附註：表格之單位為次數。

資料來源：本研究自行彙整。

根據表 15 之結果，本研究發現在現金週轉率的比較上，可以看出各公司因產業性質不同，表現明顯差異。緯創在 104 年後現金週轉率持續上升，並於 108 年達到 19.31 的高峰，顯示當時其代工製造流程現金使用效率相當高；然而從 108 年之後，週轉率逐年下滑，相較之下台灣大受益於電信業穩定的現金流與較集中化的資本支出，在 104 年至 113 年間的現金週轉率穩定維持在 11 到 16 次之間，近幾年有上升趨勢，整體表現相對穩定。瑞昱與崇越的現金週轉率處於中高水準，前者波動較大，後者則較平穩。中化生因其研發成本高、資金回收週期長的產業特性故低於前兩者。最後是友達，現金週轉率長期維持在 2 至 4 次間，反映其資本密集型、製造週期較長之產業特性。

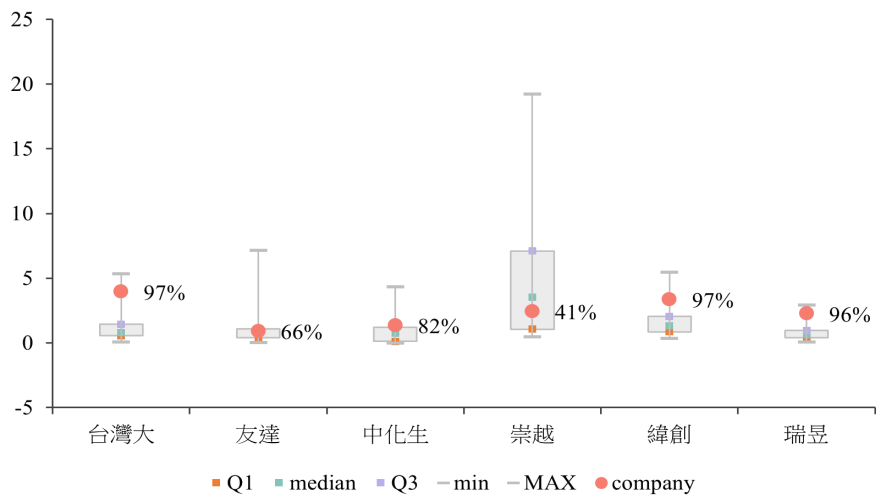


資料來源：本研究繪製。

圖 24、過去十年各公司之現金週轉率

本研究另外針對各公司現金週轉率為該產業之百分位數彙整於圖 25，發現 113 年度，除了崇越之外各公司的現金週轉率表現皆優於產業前段，而台灣大、緯創與瑞昱的現金週轉率維持高且穩定，反映出資金的週轉速度快、流動性高，；較之下，友達與中

化生的現金週轉率略遜於上述三者，位於中間水準（分別為 66%、82%）；而崇越的現金週轉率波動幅度大，顯示公司各年度間資金使用效率差異顯著。綜合來看，若考量現金週轉率的穩定性與產業特性，台灣大以及緯創的表現最為穩定且具持續性，可認為是各公司中現金使用效率最佳者。



資料來源：本研究繪製。

圖 25、各公司 2024 年現金週轉率與產業相較之百分位數

(二) 存貨週轉次數

存貨週轉率是營業收入淨額與平均存貨之比值，用以評估企業在一定期間內存貨銷售的效率，可反映其存貨的流動性及資金使用效益。比率愈高，表示存貨銷售順利、資金回收快速；，但若過高，可能代表存貨不足，無法即時滿足客戶需求。相對地，若比率偏低，則可能代表庫存積壓、商品滯銷或存貨管理不善，導致資金遭過度佔用，影響企業流動性與財務彈性。存貨週轉率計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之存貨週轉率彙整於表 16 所示：

$$\text{存貨週轉率} = \frac{\text{營業收入}}{(\text{期初存貨} + \text{期末存貨}) \div 2} \quad (16)$$

表 16、過去十年各公司之存貨週轉次數表

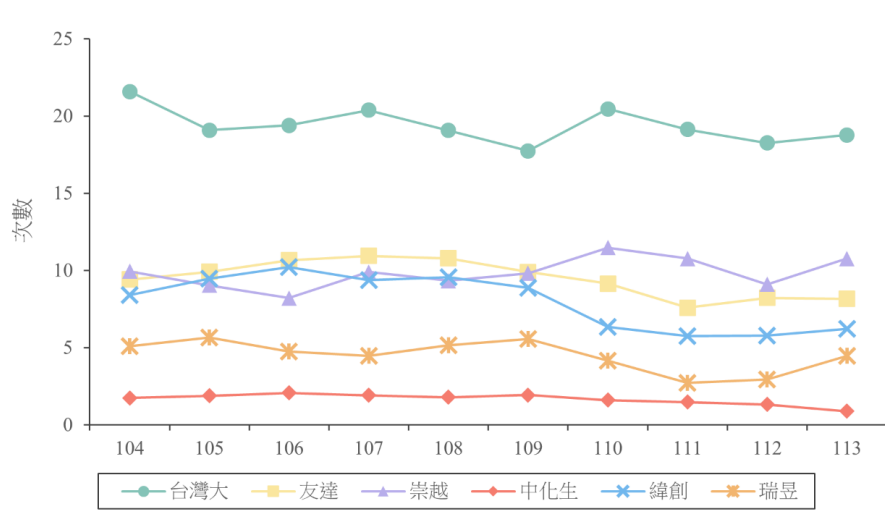
公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113

3045 台灣大	21.57	19.08	19.38	20.37	19.05	17.73	20.44	19.12	18.24	18.76
2409 友達	9.4	9.91	10.66	10.93	10.78	9.89	9.14	7.57	8.21	8.15
5434 崇越	9.93	9.03	8.2	9.89	9.32	9.81	11.47	10.77	9.09	10.76
1762 中化生	1.74	1.88	2.06	1.91	1.78	1.92	1.6	1.47	1.31	0.87
3231 緯創	8.4	9.46	10.22	9.37	9.55	8.85	6.32	5.75	5.77	6.22
2379 瑞昱	5.09	5.65	4.75	4.47	5.15	5.56	4.16	2.72	2.92	4.45

附註：表格之單位為次數。

資料來源：本研究自行彙整。

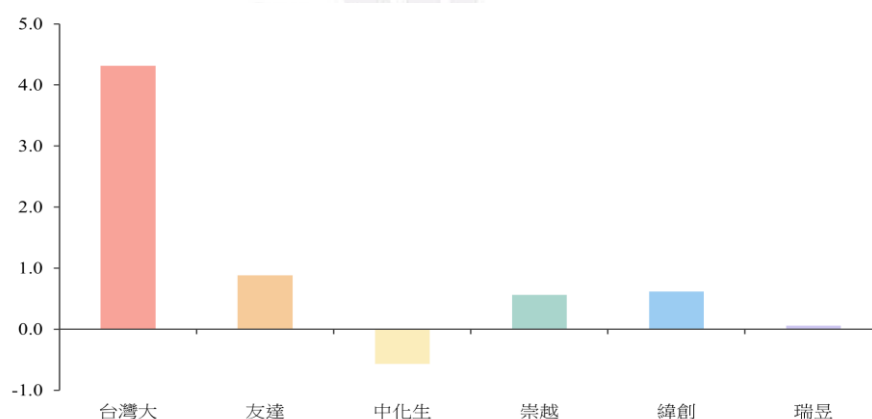
根據表 16 之結果，本研究發現在存貨週轉次數的比較上，台灣大在各公司中表現最為優異且穩定，存貨週轉次數長期維持在 17 至 21 次，推估其存貨品項多為汰換週期性短的手機與設備，資金回收效率高，而崇越亦維持於良好的水準，反映作為半導體與電子材料代理商，其具有較佳的存貨控管能力；相較之下，友達與緯創自 106 年後存貨週轉率逐年下降，容易受到市場需求波動與供應鏈庫存調節的影響，產生庫存壓力提升與週轉速度放緩的現象，另外，中化生的存貨週轉率於 113 年下滑至 0.87 次，顯示生技製藥產業在產品儲存期限長的特性下，若缺乏有效控管，將對營運資金與庫存風險造成顯著的壓力。



資料來源：本研究繪製。

圖 26、過去十年各公司之存貨週轉次數

根據圖 27，本研究發現 113 年度除了中化生之外其餘公司的存貨週轉率皆高於產業中位數，其中台灣大之表現更大幅度高於其他公司，優於產業中位數近 4 倍，而瑞昱略微高於產業中位數，而中化生則明顯低於產業，顯示其可能出現存貨滯銷或庫存管理不善的問題，綜合上述，以存貨週轉率為基準，台灣大為各公司中表現最佳，顯示其存貨流動性高且資金回收快速，具有相當高的經營效率，有助於提升該公司的營運績效及現金流量的穩定性。



資料來源：本研究繪製。

圖 27、各公司 2024 年存貨週轉次數與產業中位數之相關比較

(三) 應收帳款週轉次數

應收帳款週轉次數是用以衡量企業收回客戶銷貨款項的效率，反映企業在信用政策

方面的執行狀況以及客戶付款行為的品質。應收帳款週轉率愈高，代表企業能快速回收帳款，應收帳款管理效率佳；反之，若週轉率偏低，資金回收期拉長，恐增加呆帳風險。應收帳款週轉率計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之應收帳款週轉率彙整於表 17 所示：

$$\text{應收帳款週轉次數} = \frac{\text{營業收入}}{(\text{期初應收帳款} + \text{期末應收帳款}) \div 2} \quad (17)$$

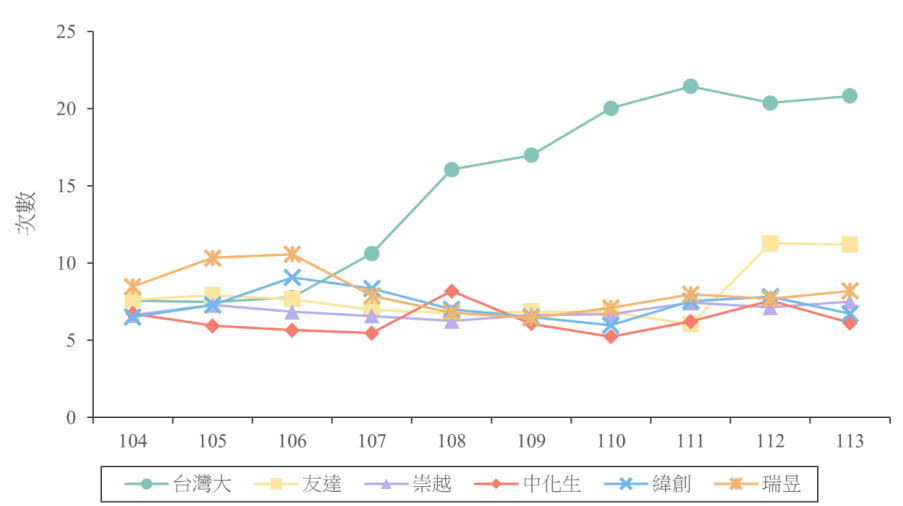
表 17、過去十年各公司之應收帳款週轉次數

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	7.56	7.49	7.79	10.63	16.07	16.99	20.03	21.46	20.37	20.83
2409 友達	7.64	7.92	7.68	6.99	6.76	6.87	6.84	6.06	11.29	11.21
5434 崇越	6.63	7.28	6.85	6.59	6.25	6.65	6.7	7.45	7.13	7.51
1762 中化生	6.74	5.95	5.66	5.48	8.19	6.08	5.24	6.22	7.59	6.13
3231 緯創	6.5	7.28	9.07	8.35	7.02	6.51	5.97	7.53	7.83	6.73
2379 瑞昱	8.47	10.34	10.58	7.9	6.8	6.45	7.12	7.98	7.69	8.19

附註：表格之單位為次數。

資料來源：本研究自行彙整。

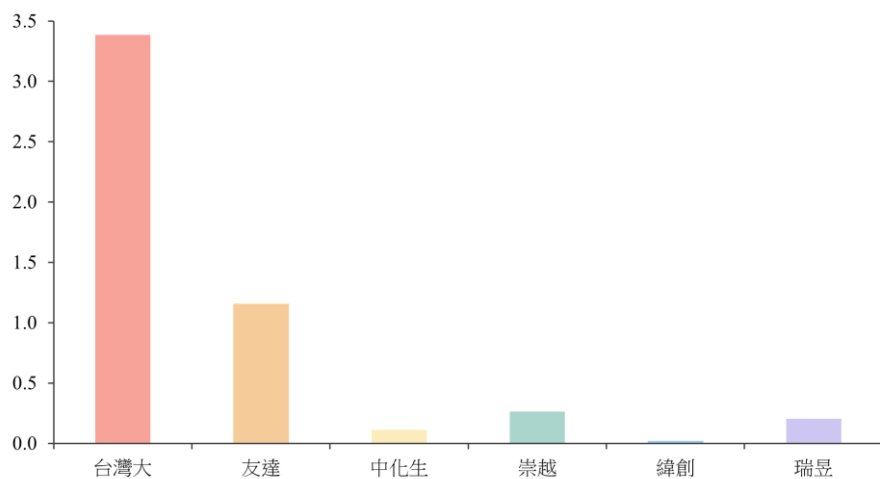
根據表 17 之結果，本研究發現在應收帳款週轉次數方面，台灣大於六家公司中脫穎而出，自 106 年起顯著上升並在近幾年穩定維持在週轉次數 20 次以上，反映出電信產業穩定收費與自動扣款機制所帶來的現金流效率。相較之下，其他五家公司屬於一般製造與科技產業的正常水準，週轉次數大多在 6 至 10 次間。



資料來源：本研究繪製。

圖 28、過去十年各公司之應收帳款週轉次數

根據圖 29 所示，本研究發現 113 年各公司的應收帳款週轉次數皆優於各產業中位數，其中，台灣大之應收帳款週轉次數於各公司中表現最為優良，顯示其具有良好的應收帳款能力以避免呆帳的風險，此外，緯創及中化生之應收帳款週轉的表現較接近於產業中位數，可針對此進行優化；整體而言，以應收帳款週轉率為基準，台灣大的資金回收效率較優，顯示其在營運資金管理與客戶信用控管方面具高度穩定性與效率。



資料來源：本研究繪製。

圖 29、各公司 2024 年應收帳款週轉次數與產業中位數之相關比較

(四) 每人稅後淨利

每人稅後淨利為稅後淨利與員工人數的比值，用以衡量每一位員工在當期為公司所創造之稅後淨利價值。每人稅後淨利愈高，代表每一位員工對公司獲利的貢獻度愈高，公司人力運用效益良好；反之，愈低代表每一位員工對公司獲利的貢獻度愈差，意味著公司人力素質或配置效率不彰，在人力資源管理上仍有優化空間。每人稅後淨利計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之每人稅後淨利彙整於表 18 所示：

$$\text{每人稅後淨利} = \frac{\text{稅後淨利}}{\text{員工人數}} \quad (18)$$

表 18、過去十年各公司之每人稅後淨利

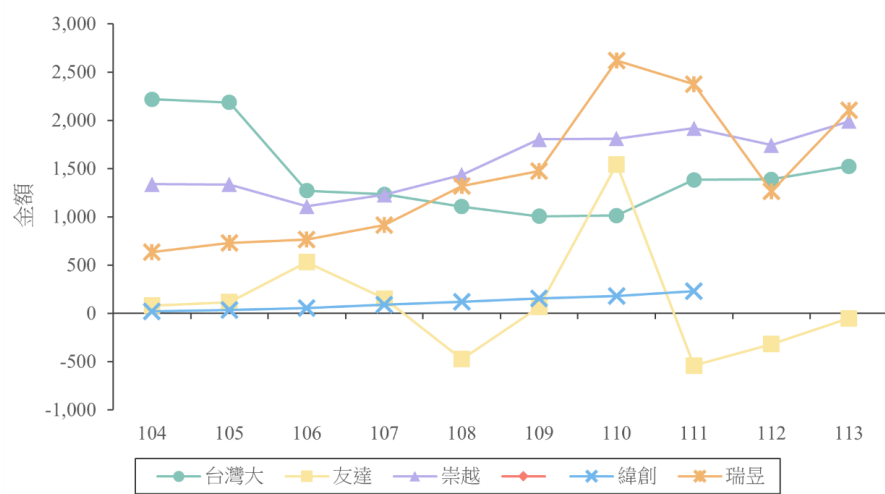
公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	2217.23	2184.37	1268.46	1231.89	1104.25	1004.44	1012.73	1381.55	1385.69	1522.02
2409 友達	80.60	114.74	528.95	152.37	-475.11	64.33	1543.12	-542.85	-320.32	-53.88
5434 崇越	1338.16	1333.63	1105.99	1228.08	1433.18	1802.20	1808.93	1917.19	1741.71	1989.73
1762 中化生	資料不足									
3231 緯創	20.94	35.94	52.58	87.82	117.25	155.60	177.54	229.25	—	—
2379 瑞昱	633.91	729.15	762.63	914.03	1317.24	1472.21	2616.08	2373.19	1263.16	2103.95

附註：表格之單位為元。

資料來源：本研究自行彙整。

根據表 18 之結果，本研究發現崇越及瑞昱於每人稅後淨利的表現最為亮眼，首先崇越整體呈穩定成長趨勢，而瑞昱自 108 年起大幅上升，在 110 年達到約 2,600 元的高峰，展現出其高獲利能力與人力資源高效率的 IC 設計業特性，儘管後續略有下滑，原因為受網通產品庫存調整與中國電信標案延遲影響導致營收下降，但仍優於各公司表現；台灣大雖然在 104 年至 106 年間呈現下降趨勢但近年趨於平穩，符合電信產業高資本投入但穩定營收的特性；相較之下，緯創作為人力密集的代工產業，其人均獲利空間受限，故每人稅後淨利長期偏低，而友達の波動則最劇烈，108 年甚至出現人均虧損，主因為

面臨終端市場需求疲弱、新產能開出加劇供需失衡，以及面板價格大幅下滑等挑戰，導致營業收入減少和淨損擴大，雖然 110 年曾短暫上升，但整體趨勢未見穩定，綜合上述，崇越及瑞昱在人均獲利方面明顯優於其他公司，展現其高技術、高附加價值產業特性。



資料來源：本研究繪製。

圖 30、過去十年各公司之每人稅後淨利

五、現金流量分析

(一) 現金流量比率

現金再投資比率是用以衡量企業運用營業活動現金流量來償還流動負債的能力，評估企業運用賺取現金償還短期債務的表現，一般而言，現金流量比率越高，企業進行短期償債的能力越高，顯示企業具有因應短期資金缺口的能力。現金流量比率計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之現金流量比率彙整於表 19 所示：

$$\text{現金流量比率} = \frac{\text{營運活動現金流量}}{\text{流動負債}} \quad (19)$$

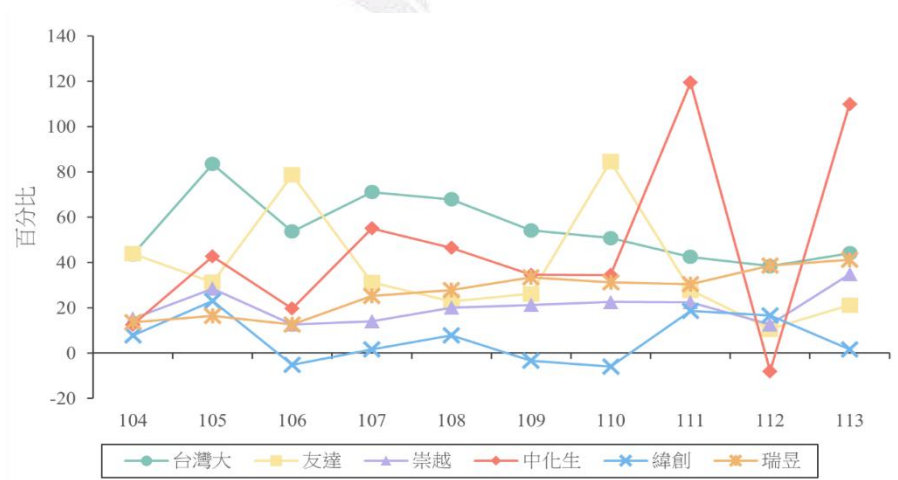
表 19、過去十年各公司之現金流量比率

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	43.57	83.45	53.68	71.09	67.87	54.23	50.76	42.51	38.37	44.08
2409 友達	43.87	31.29	78.67	31.18	22.90	26.18	84.62	27.76	10.57	21.17
5434 崇越	15.28	28.49	12.74	14.13	20.12	21.25	22.56	22.50	12.73	34.94
1762 中化生	12.55	42.73	19.71	55.13	46.52	34.55	34.51	119.47	-7.97	109.96
3231 緯創	7.88	22.97	-5.17	1.73	7.79	-3.41	-5.89	18.64	16.73	1.64
2379 瑞昱	13.59	16.43	12.73	25.21	27.86	33.47	31.20	30.47	38.70	41.29

附註：表格之單位為 %。

資料來源：本研究自行彙整。

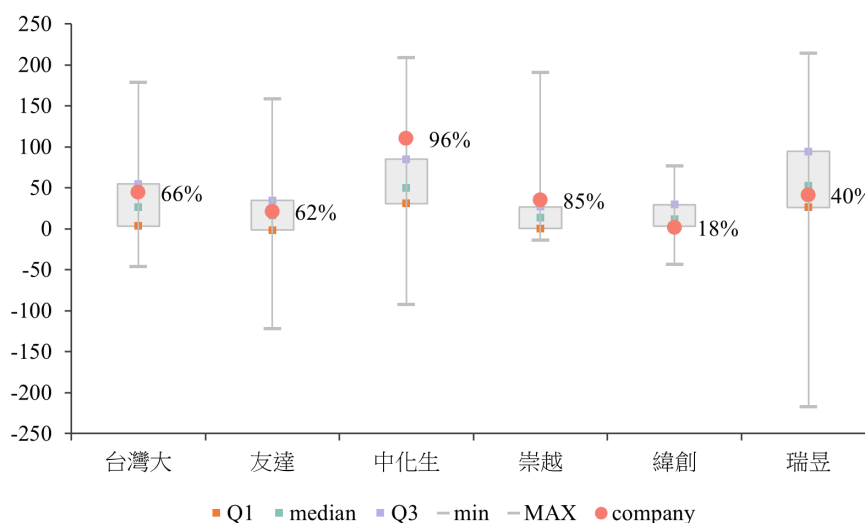
根據表 19 之結果，本研究發現僅有中化生之現金流量比率接近 100%，然而，其在 112 年之現金流量比率一度跌至負數，本研究認為可能原因為其當年度存貨需求大幅提升，公司更專注於生產產品，而隔年度市場對存貨的需求降低因此使其營運現金增加；崇越及瑞昱的現金流量比率較為穩定，整體皆呈現上升的趨勢，而瑞昱的整體現金流量比率高於崇越；台灣大的表現趨於穩定，但有逐漸下滑的趨勢；友達則產生週期性的波動，可能因其產業易受市場景氣循環影響所致；緯創長期現金流量皆維持較低的比例，甚至呈現負數，本研究建議其應考量增加現金持有量，避免發生突發狀況導致資金週轉不靈。



資料來源：本研究繪製。

圖 31、過去十年各公司之現金流量比率

本研究另外針對各公司與該產業現金流量比率之百分位數進行比較並彙整於圖 32，中化生及崇越在同產業中位於前 25%，顯示其具備更良好經營效率及償債能力，而瑞昱在同產業中位於中後段，台灣大及友達雖然現金流量比率皆呈現較低的現象，但都位於產業前半段，本研究認為可能因其產業特性導致；值得注意的是，緯創不僅現金流量比率之表現不良，於產業中也位於後段，是各公司中短期償債能力最差的，因此投資人並不看好其發展前景。



資料來源：本研究繪製。

圖 32、各公司 2024 年現金流量比率與產業相較之百分位數

(二) 現金再投資比率

現金再投資比率旨在衡量公司扣除發放之現金股利後能夠用於投資的資金，分母代表公司目前持有之固定資產與長期資金的總和，一般而言，企業的現金再投資比率高，代表其有多餘的資金能去進行規模的擴張，然而，現金再投資比率不宜過高，否則會產生資金閒置的問題，落在 8%至 10%之間較佳，根據產業特性會有略為調整。現金再投資比率計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之現金再投資比率彙整於表 20 所示：

$$\text{現金再投資比率} = \frac{\text{營業活動淨現金流量} - \text{現金股利}}{\text{固定資產} + \text{長期投資} + \text{其他資產} + \text{營運資金}} \quad (20)$$

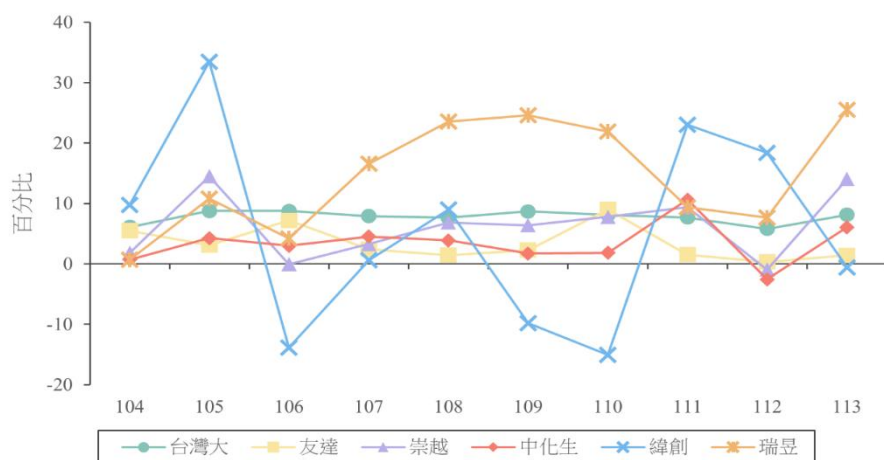
表 20、過去十年各公司之現金再投資比率

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	6.11	8.76	8.74	7.91	7.65	8.69	8.1	7.67	5.79	8.13
2409 友達	5.49	3.11	7.19	2.41	1.43	2.28	9	1.52	0.33	1.42
5434 崇越	1.81	14.49	-0.07	3.27	6.83	6.41	7.78	9.38	-0.97	14.04
1762 中化生	0.71	4.27	2.99	4.53	3.88	1.69	1.83	10.62	-2.56	6.05
3231 緯創	9.76	33.43	-13.84	0.63	8.97	-9.83	-15.06	23.04	18.38	-0.57
2379 瑞昱	0.68	10.8	4.23	16.55	23.57	24.62	21.9	9.41	7.65	25.51

附註：表格之單位為 %。

資料來源：本研究自行彙整。

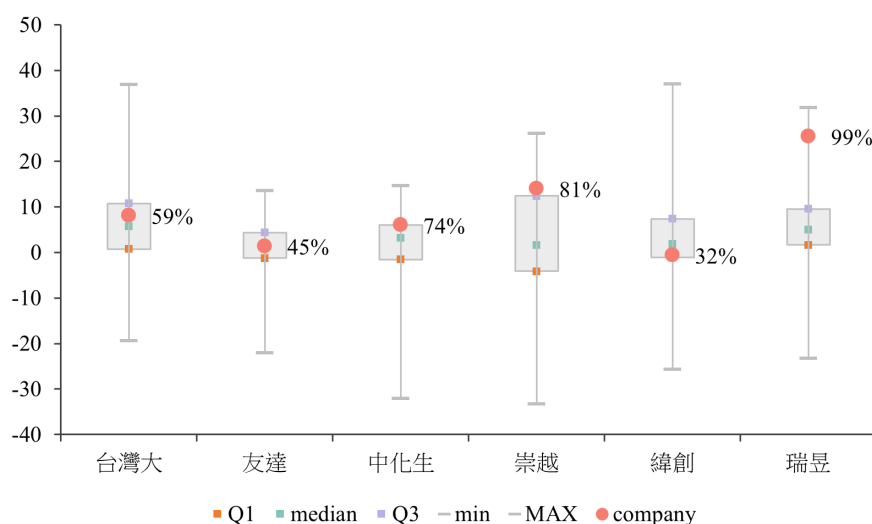
根據表 20 之結果顯示，台灣大的現金再投資比率穩定度最高，穩定保持在 6%至 9%，是理想的比率，屬於成熟穩定的公司；友達の現金再投資比率多數年度落在 0%至 2%，波動低但偶有起伏，是具週期性的波動，雖有資金能進行再投資但資金不多；崇越及中化生的現金再投資比率也屬於波動起伏稍大的公司，不過崇越整體比率優於中化生，且崇越整體趨勢逐漸提升，可推測公司逐漸成熟穩定；緯創的比率波動起伏非常激烈，甚至有幾年已跌至 0%以下，可看出營業現金非常不穩定，推測原因為存貨需求增加導致營業活動現金流出；瑞昱的現金再投資比率整體而言高於其他公司，顯示其有非常充足的資金能運用於投資產業，擴充自身規模。



資料來源：本研究繪製。

圖 33、過去十年各公司之現金再投資比率

本研究另外針對各公司與該產業現金再投資比率之百分位數進行比較並彙整於圖 34，發現台灣大的現金再投資比率的表現不錯，但與友達皆在同產業中位於中段水準；在同產業的比較中，緯創在中後段，中化生位於中前段，而崇越及瑞昱皆位於產業前段，綜合瑞昱在過去十年之極高的現金再投資比率，可以說是表現最佳的公司。



資料來源：本研究繪製。

圖 34、各公司 2024 年現金再投資比率與產業相較之百分位數

(三) 現金流量允當比

現金流量允當比是用以衡量過去五年公司由營業活動之現金流量，是否足以因應其業務成長及支付現金股利，一般而言，企業的現金流量允當比大於 100%，顯示企業能夠自行負擔公司的營運及支付股利；反之，則代表企業可能需要透過額外舉債或籌資以維持公司的經營。現金流量允當比計算方式如下，本研究將各公司過去 10 年之現現金流量允當比整於表 21 所示：

$$\text{現金流量允當比} = \frac{\text{營業活動淨現金流量}}{\text{投資之資本支出} + \text{存貨投資增加數} + \text{現金股利}} \quad (21)$$

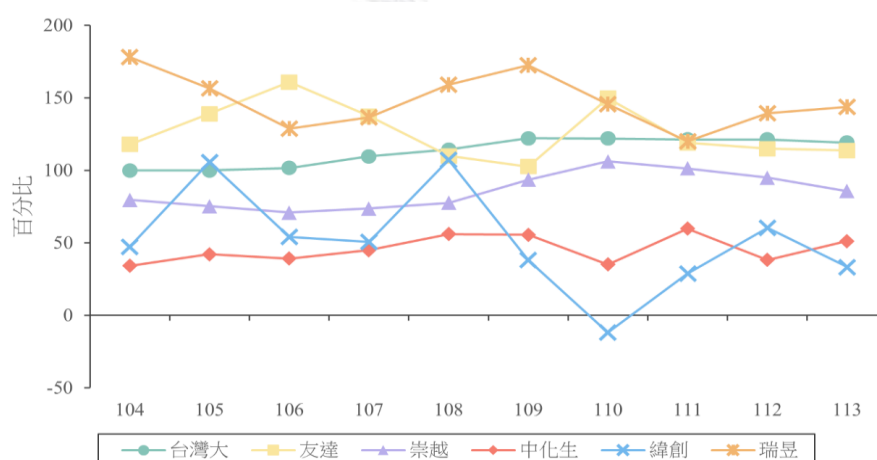
表 21、過去十年各公司之現金流量允當比

公司 / 年度	104	105	106	107	108	109	110	111	112	113
3045 台灣大	99.77	99.87	101.57	109.48	114.24	122.09	121.83	121.19	121.27	119.08
2409 友達	117.84	138.96	160.74	137.39	109.88	102.43	149.74	118.94	114.87	113.65
5434 崇越	79.49	75.15	70.77	73.63	77.57	93.39	106.05	101.21	94.92	85.7
1762 中化生	34.08	42.11	39.08	44.79	55.9	55.41	35.08	59.64	38.09	51.07
3231 緯創	47.18	105.51	54.07	50.42	107.05	38.14	-11.78	28.73	60.19	33.22
2379 瑞昱	177.97	156.37	128.52	136.45	158.82	172.26	145.38	119.82	139.22	143.77

附註：表格之單位為 %。

資料來源：本研究自行彙整。

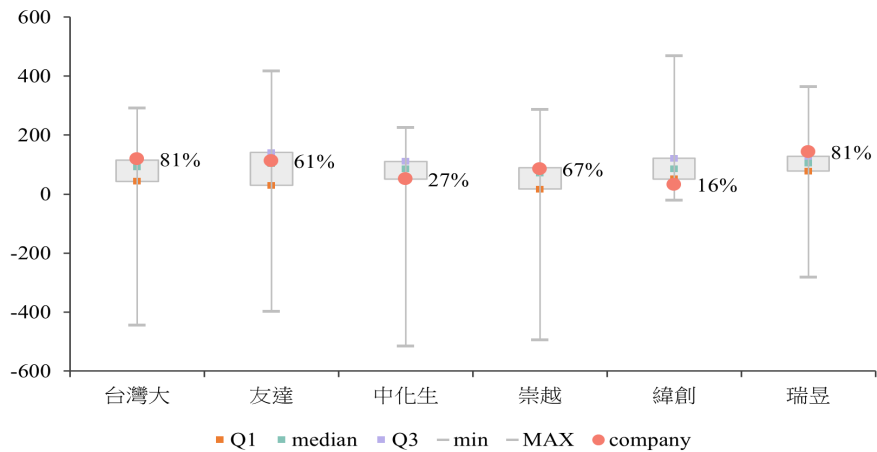
根據表 21 之結果顯示，本研究發現台灣大的現金流量允當比穩定度高且比率大多於 100%左右，顯示公司營運長期穩定；友達雖然偶有週期性起伏，但多數年度能維持在 110%以上，即使有所下跌，營運現金依舊可支應公司，瑞昱的比率大多在 120%以上，顯示公司營運效率高、自給自足能力強，崇越則具備穩定性，比率靠近 100%，整體的趨勢逐漸增強，中化生比率長期低於 60%，顯示其營運現金長期無法支撐公司，反映公司經營財務風險，緯創的比率波動極大，現金流量允當比曾達到 100%，但大多數年度都保持在 60%，甚至曾經暴跌至負數，推測為存貨需求增加及營運現金需求上升導致營運現金不足。



資料來源：本研究繪製。

圖 35、過去十年各公司之現金流量允當比

本研究另外針對各公司與該產業現金流量允當比率之百分位數進行比較並彙整於圖 36，台灣大位於同產業中的前段，友達位於中前段，顯示即使台灣大與友達の現金流量允當比相近，但於各自產業中的表現各不相同，進一步驗證不同產業的特性也會造成現金流量允當比的差異；瑞昱在同產業中，位於產業前段，配合近十年的現金流量允當比，整體而言表現非常亮眼。在各公司與該產業的比較中，崇越位於中前段，中化生位於中後段，緯創排行末尾。



資料來源：本研究繪製。

圖 36、各公司 2024 年現金流量允當比與產業相較之百分位數

伍、非財務面分析

一、TESG 永續評分

近年隨著 ESG 風潮的流行，投資人在進行投資決策時不再僅看企業的財務構面，而是會納入公司永續方面行動作為判斷標準，而了解企業永續評分也可更進一步排除傳統財務分析無法揭露的潛在風險。本研究利用取得各公司及其產業之 TESG 永續發展指標進行公司之環境面、社會面及公司治理面的評估，並彙整於表 22：

表 22、各公司 TESG 整體及各項目分數

公司	TESG 整體分數	環境面分數	社會面分數	治理面分數
3045 台灣大	74.58	84.16	79.62	64.41

表 22、各公司 TESG 整體及各項目分數 (續)

公司	TESG 整體分數	環境面分數	社會面分數	治理面分數
2409 友達	64.01	74.32	57.77	63.73
1762 中化生	58.99	54.14	60.43	59.36
5434 崇越	70.14	85.74	63.38	67.05
3231 緯創	65.14	79.23	60.89	60.48
2379 瑞昱	77.07	87.61	79.82	67.65

資料來源：本研究自行彙整。

根據表 22 之結果，本研究發現在環境方面的表現瑞昱及崇越表現較為突出，本研究認為可能原因在於半導體業會更致力於開發高能源效率產品，有效降低整體資源消耗，而瑞昱也積極實施廠區節能、水資源回收等措施，而崇越著重於綠色製程及技術，積極開發減少污染的綠色化學品及建廠節能的方案，包括純廢水處理、空調系統與環保工程等；社會面表現則由瑞昱及台灣大的分數較高，瑞昱所提出的理念包括營造公平、友善的職場環境，也透過激勵獎懲機制與不斷投入資源於員工福利，增加員工凝聚力，另外，瑞昱也特別關注於城鄉教育的發展，而台灣大則聚焦於縮減數位落差、性別平等與員工關懷，推動教育及弱勢關懷等公益活動；在公司治理面，以瑞昱及崇越表現較優良，瑞昱具備完整的組織結構，設有審計委員會、薪酬委員會與永續發展委員會，強化內部監督機制與風險管理，確保公司營運穩定並符合利害關係人的期待，崇越則更主動揭露其非財務面資訊且推動董事會成員多元化，兩者於 2023 年公司治理評鑑中取得上市公司前 6 至 20% 的佳績，整體而言，本研究認為瑞昱及崇越具備更優良的永續作為，足以向投資人證明公司之穩健性，進而提升公司價值。

陸、穩健性分析

一、Altman Z-score 模型

為進一步衡量公司的投資價值，本研究參考 Edward Altman (1968) 所提出的風險評估模型 Altman Z-score 進行分析。Altman Z-Score 是利用企業的四個面向的財務指標進

行計算，分別為：獲利能力、財務槓桿、流動性及償付能力，進而評估企業的財務穩健程度與破產風險。在 Altman 的假設中將結果劃分為三個部分，若企業的 Z-score < 1.8，表示企業的財務結構脆弱，面臨市場波動時企業會更容易發生破產風險；而企業的 Z-score 介於 1.8 及 2.99 之間時，顯示企業的財務風險相對安全，但仍可能受到市場波動影響進而發生財務困難；若企業 Z-score > 2.99，則表示企業具有穩健的財務結構，能因應突發性的市場衝擊，對投資者而言屬於長期投資的最佳標的，本研究在進行 Z-score 分析時發現總資產及公司市值的數值較大，易使計算結果產生偏差，因此，本研究將兩變數分別取對數計算，其公式如下：

$$Z = 1.2 \frac{\text{current_A} - \text{current_L}}{\log(\text{total_A})} + 1.4 \frac{\text{return earnings}}{\log(\text{total_A})} + 3.3 \frac{\text{EBIT}}{\log(\text{total_A})} + 1.6 \frac{\log(\text{marking value})}{\text{total_L}} + 1 \frac{\text{net income}}{\log(\text{total_A})} \quad (22)$$

表 23、各公司之財務風險評估 (以 Altman Z-score 模型)

公司	Z-score	信用風險評估
3045 台灣大	0.8873	Distress
2409 友達	0.5482	Distress
1762 中化生	1.0258	Distress
5434 崇越	2.4744	Grey Zone
3231 緯創	2.3244	Grey Zone
2379 瑞昱	2.2305	Grey Zone

附註：本表示用於評估企業之信用風險，其中，若企業之 Z-score 介於 1.8 及 2.99 之間以「Distress」表示，企業之 Z-score 介於 1.8 及 2.99 之間以「Grey Zone」表示，企業之 Z-score 大於 2.99 則以「Non-distress」表示。

資料來源：本研究自行彙整。

根據表 23 之結果，本研究將各公司之風險區分為兩個部分，一、高風險區域 (Distress)，包含中化生、友達及台灣大，顯示三家公司經營策略相對保守，可能因營收成長的表現較為遜色或市場價值較低所致，導致公司在面對市場波動時需承擔更高的風險，而友達の Z-score 為 0.5482，顯示其在景氣衰退期間更容易產生財務壓力，二、穩定區域 (Grey Zone)，包含瑞昱、緯創及崇越，三家公司的財務結構相對更為穩健，能更有效應對市場波動，其中崇越的 Z-score 為 2.4744，為本研究所選公司中表現最佳，

能提供投資人更高的穩定性與投資價值。

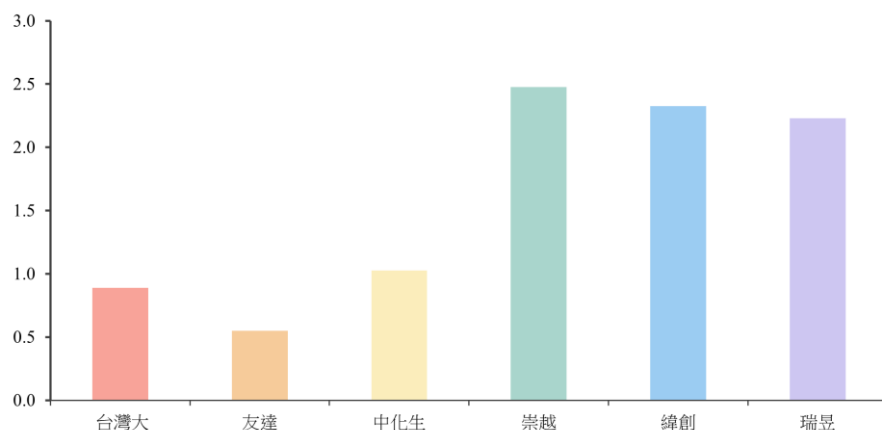


圖 37、各公司之 Z-score 結果

二、杜邦三因子分析

本研究採用採用杜邦分析法 (DuPont analysis) 進一步比較各公司的獲利能力。杜邦分析法主要是將企業的股東權益報酬率拆解為淨利率、資產報酬率及權益乘數的乘積，透過上述架構，可以更明確區分企業的股東權益報酬主要的關鍵來源，並進一步比較不同產業公司間於同一年度的經營績效，其計算公式如下：

$$ROE = profit_margin \times A_turnover \times equity_multiplier \quad (23)$$

表 24、各公司 2024 年度杜邦分析結果

company	利潤率	資產週轉率	股東權益乘數	ROE
1762 中化生	0.0510	0.2829	1.4188	0.0205
2379 瑞昱	0.1646	0.9956	2.1507	0.3525
2409 友達	0.0043	0.7133	2.4589	0.0076
3045 台灣大	0.0773	0.8258	2.5703	0.1641
3231 緯創	0.0367	1.7789	3.1579	0.2060
5434 崇越	0.0723	1.5291	2.0701	0.2288

資料來源：本研究自行彙整。

根據表 24 之結果，本研究發現若單就股東權益報酬率進行比較，瑞昱的表現最突出，其獲利能力也明顯高於其他公司，瑞昱的股東權益報酬率有較高比例來自於財務槓

桿，使得企業的投資風險也相對較高。此外，除了友達外，其餘公司之利潤率皆維持在相近水準，其中，崇越在各項指標中的綜合表現最為穩健，其資產週轉率與股東權益乘數的差距最小，顯示該公司能有效運用資產創造報酬並能同時與財務槓桿取得平衡，以投資人的角度視為可長期持有之穩定投資標的。

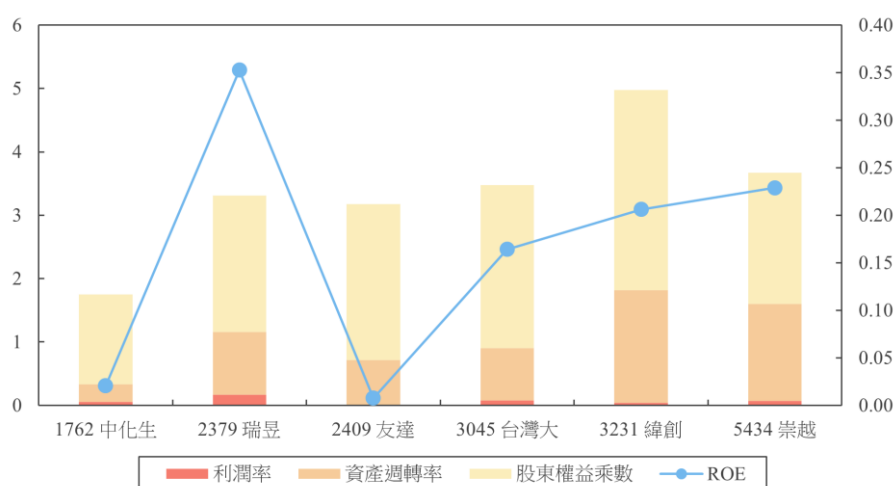


圖 38、各公司 2024 年度杜邦分析結果

柒、結論

本研究係參考臺灣證券交易所，篩選出各產業中所具代表性的公司作為研究標的，並利用台灣經濟新報資料庫取得各公司 104 年度至 113 年度之財務報表資訊，並以五大方面進行分析，分別為：財務結構、償債能力、獲利能力、營運能力及現金流量，為排除產業間差異的問題，本研究分別採用各公司及所屬產業 113 年度之財務資訊進行公司與產業中位數的比較，及公司位於產業的百分位數，以此更明確的反應公司的實際情況，並排除產業間差異的疑慮，針對非財務面分析的部分，本研究參考 TESG 永續發展指標以此了解公司的永續行動方針執行結果，最後，本研究分別利用 Altman Z-score 模型及杜邦三因子分析公司的投資風險，以此對本研究結果進行更進一步的驗證，並選擇出最具投資價值的公司。

在財務結構方面，本研究認為崇越為表現最優良之公司，是各公司中唯一負債比率低於產業中位數的公司，其財務槓桿也相對較為穩定，範圍界於 1.02 至 1.03 之間；償債能力方面，崇越及瑞昱的表現較佳，不過兩間公司的流動比率較不突出，而緯創及中化生的流動比率呈現逐年成長的現象，崇越為唯一速動比率高於產業中位數的公司，瑞昱則在利息保障倍數的表現更優，顯示其償息能力佳，應付帳款付現天數排除友達數值異常外，崇越雖然近年有些下降，但仍優於其他公司。

獲利能力方面，瑞昱與崇越皆是較具前景的公司，瑞昱的營業毛利率均維持於 40% 以上且大幅高於產業中位數，每股盈餘雖然近年有產生較明顯的波動，但仍高於各公司，而崇越雖然營業毛利率略為遜色，但其營業利益率及稅後淨利率在產業中的表現皆優於各公司且仍有持續成長的跡象，值得注意的是，崇越的本益比維持較低且波動幅度較小，對於穩健型投資人而言，相對投資風險較平穩，兩間公司的資產報酬率及股東權益報酬率也皆優於各公司，也揭示企業有能力運用自有資源為股東創造報酬。

雖然台灣大的獲利能力相對於各公司稍顯不足，但其現金週轉率、存貨週轉率與應收帳款週轉次數接顯著優於各公司，展現良好的營運能力，由於其電信業的產業特性與

按月穩定收費的合約模式，使得台灣大具備高水準現金週轉率與存貨週轉率，此外，在每人稅後淨利方面，瑞昱為表現最佳，其次則為崇越，兩者皆呈現上升之趨勢。

現金流量方面，瑞昱受益於其高毛利率和輕資產的產業模式，營業現金流量穩定且數值偏高，故營業現金流量相關比率大多在各公司中表現較佳，而崇越雖然在營業現金流量方面較無優勢，比率在各公司中也不算特別亮眼，但其優點在於持續穩定成長且在產業中發展較好，此外，中化生的現金流量比率也表現亮眼，但呈現起伏較大的情況，研究推估波動因素來自於存貨變化，因此短期類對投資人而言風險較高，現金再投資比率較為突出的屬崇越和瑞昱，而現金流量允當比以瑞昱、崇越及台灣大表現較為優良，其中瑞昱及台灣大現金流量在產業中表現較為優異。

從非財務面分析觀察，整體而言瑞昱及崇越的分數較高且優於產業，環境方面兩家公司皆致力於開發高能源效率商品及綠色製程等環保技術，社會方面瑞昱更積極投入於社會公益，關注偏鄉教育資源，公司治理方面瑞昱以強化內部治理架構為主，崇越則推行治理架構透明化方針。

針對穩健性分析段，在 Altman Z-score 分析中本研究發現投資風險較為穩定的企業分別為瑞昱、崇越及緯創，Z-score 皆大於 1.8，其中崇越的 Z-score 為 2.4744，展現其穩健的財務結構，能應對突發性的市場變化，對於投資人較為保障；另外，本研究利用杜邦三因子分析發現，雖然瑞昱的股東權益報酬率為各公司中最高，但主要皆源自於股東權益乘數所致，表示其投入資源以外部資源為主，企業投資風險較高，而崇越的各項指標較為均衡，顯示其具備充分利用各項公司資源的能力，以此為投資人賺取報酬。

綜上所述，本研究認為崇越為各公司中表現最佳，在五大面向中皆有較為突出的表現，且公司的呈現逐年的穩定成長，其次為瑞昱，雖然其財務比率表現相較崇越更為突出，但近年呈現波動較大，對於投資人而言相對不安全；反觀友達及緯創則是較不建議投資之標的，友達的各項比率起伏過高，且獲利出現負數之情形，緯創則是未能展現獲利的優勢，多數比率皆稍低於產業中位數，尤其該公司現金流量水準維持較低，可能會

產生資金週轉不靈的問題；本研究將各比率表現較優良及需注意之公司結果彙整於表 25，以更清晰的進行各公司的比較。

表 25、各比率之企業表現比較

比率	3045 台灣大	2409 友達	5434 崇越	1762 中化生	3231 緯創	2379 瑞昱
負債比率		▲	✓			
權益比率		▲	✓			
財務槓桿	✓		✓		▲	✓
流動比率	▲			✓	✓	
速動比率	▲		✓			✓
利息保障倍數		▲			▲	✓
應付帳款付現天數	▲	✓	✓			
營業毛利率		▲				✓
營業利益率			✓	▲		
稅後淨利率			✓	▲		
每股盈餘		▲				✓
本益比	✓		✓	▲		
資產報酬率		▲	✓	▲		✓
股東權益報酬率		▲	✓	▲		✓
現金週轉率	✓		▲		✓	
存貨週轉率	✓			▲		
應收帳款週轉次數					▲	
每人稅後淨利		▲	✓	—		✓
現金流量比率			✓	✓	▲	
現金再投資比率			✓		▲	✓
現金流量允當比	✓			▲	▲	✓

附註：本表是用於彙整各比率之企業表現，其中，「✓」表示為該企業為該筆率表現優良之企業，「▲」則表示企業於該比率之表現較為不佳，「—」表示該企業資料無足無法進行比較。

資料來源：本研究自行彙整。

參考文獻

一、書籍資料

謝劍平 (2024/09/04)，財務報表分析（第 6 版），智勝文化事業有限公司出版。

二、網路文獻

Will Kenton (2024), “Altman Z-Score: What It Is, Formula, How to Interpret Results,” Investopedia, at: <https://www.investopedia.com/terms/a/altman.asp>.

Marshall Hargrave (2025), “DuPont Analysis: Definition, Uses, Formulas, and Examples,” Investopedia, at: <https://www.investopedia.com/terms/d/dupontanalysis.asp>.

Mr.Market 市場先生 (2020)，「存貨周轉率是什麼？如何用存貨周轉率來分析公司好壞？」，取自：<https://rich01.com/what-is-inventory-turnover/>。

Mr.Market 市場先生 (2020)，「應收帳款周轉率與天數是什麼？如何計算、查詢、數值高低代表什麼」，取自：<https://rich01.com/receivables-turnover-ratio/>。

