

# 2024 年半導體產業展望

## 焦點內容

1. 終端需求觸底；2024 年健康週期性復甦。
2. 我們預計 AI PC 將於 2H24 後驅動升級循環。
3. 高速傳輸介面 IC 設計業者將隨需求趨於正常化而重拾規格升級動能。
4. 我們看好 ASIC TAM 將長期成長。
5. 我們預計終端需求趨穩將於 2024 年驅動 NPI 需求，為台灣測試介面業者營運復甦鋪平道路。

## 凱基投顧

劉明龍, CFA  
886.2.2181.8741  
michaelliu@kgi.com

向子慧  
886.2.2181.8726  
angelah@kgi.com

劉宇程  
886.2.2181.8727  
lucas.liu@kgi.com

余昀澄  
886.2.2181.8013  
alex.a.yu@kgi.com

黃章中  
886.2.2181.8749  
josh.huang@kgi.com

張庭豪  
886.2.2181.8018  
derek.chang@kgi.com

許芝瑄  
886.2.2181.8016  
Serena.Hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 半導體規格升級重返正軌；強勁 ASIC 需求助益多重商機

### 評論及分析

**終端需求觸底；2024 年健康週期性復甦。**2024 年半導體產業初步預計將保持良好成長，儘管不同 IC 之庫存去化程度與速度各不相同，致使整體半導體庫存天數仍略高於疫情前的水平，但整體半導體產業庫存水位不斷改善的方向係不變的。Gartner 目前預計全球半導體市場營收將於 2024-25 年恢復健康成長，分別年增 16.8%與 15.5%，達 6,240 億美元與 7,210 億美元，綜上，我們預計 2024 年將出現健康的週期性復甦。

**AI PC 將於 2H24 後驅動升級循環。**儘管目前邊緣 AI 應用仍有限，我們預期邊緣 AI 運算平台(目前由 Microsoft (美)、Intel (美)、AMD (美)和 PC OEM 業者所定義)將帶動 PC 升級循環，而矽含量亦將持續成長，使台積電受惠。Intel 與 AMD 皆強調現有與未來之 CPU 將整合 NPU，使 CPU 能夠於設備上運行 AI 工作負載。伴隨 Windows 12 將於 2024 年末推出，我們認為 2025 年 AI 電腦將被更廣泛地發布，以滿足 Microsoft 對於 AI PC 運算能力之要求，並加速裝置 AI 應用之發展。

**高速傳輸介面 IC 設計業者將隨需求趨於正常化而重拾規格升級動能。**我們預計 2024 年需求將穩健回升，並為高速傳輸介面 IC 設計業者營運復甦鋪路。由於新的 PC/NB 機種在 Intel 和 AMD 的新 CPU 平台上將支援相對營的 USB4 規格，考慮到台灣高速傳輸介面 IC 設計業者對相關產品的技術準備程度，我們預計這些公司的 USB4 營收貢獻將提升，不論是在 Host 端還是 Device 端皆是。

**ASIC TAM 將長期成長。**CSP 與 Hyperscaler 紛紛推出自家 ASIC 的趨勢，我們認為已然成為市場共識。伴隨客戶除了標準 GPU 之外，亦持續積極採用 AI ASIC 的趨勢之下，表示由 AI 業務所產生的營收成長快速。因此，我們認為 CSP 與 Hyperscaler ASIC 相關營收佔比較高，將有助於維持 2024-25 年營收強勁成長。整體而言，我們認為 ASIC 的 TAM 長期將持續成長，不管是在 AI/HPC，抑或是車用領域。

**終端需求健康復甦帶動 NPI 需求。**經過幾個季度的庫存去化，大多數 IC 設計業者之 DOI 已恢復到相對健康的水位。因此，我們預計終端需求趨穩將於 2024 年驅動 NPI 需求，為台灣測試介面業者營運復甦鋪平道路。此外，全球 SLT 測試座市場將隨 CPU、GPU 和智慧型手機 SoC 等 HPC 應用係採用更先進的製程進行製造，導致更高的缺陷率和較低的良率，以及較高的故障成本而成長。為提高測試覆蓋率和良率，IC 設計業者將需要增加 SLT 採用率，這將推動長期 SLT 測試座需求。

### 投資建議

鑑於需求健康復甦，我們維持對台積電(2330 TT, NT\$574, 增加持股)、聯發科(2454 TT, NT\$948, 增加持股)、譜瑞-KY (4966 TT, NT\$1,075, 增加持股)「增加持股」評等。於 ASIC 設計服務產業中，我們偏好世芯-KY (3661 TT, NT\$3,050, 增加持股)與智原(3035 TT, NT\$380, 增加持股)，係因強勁 ASIC 委外需求。世芯-KY 為我們所追蹤之設計服務業者之首選，我們持續看好世芯-KY 於客製化 AI 及車用 ASIC 設計領域之強大佈局及市場地位。測試介面產業中，我們正向看待旺矽(6223 TT, NT\$216, 增加持股)2024 年展望，係因主要客戶 NPI 需求強勁，我們也偏好穎崴(6515 TT, NT\$756, 增加持股)，鑒於穎崴為全球 GPU 領導廠商之測試介面主要供應商，我們預期穎崴將為 AI/HPC 趨勢向上之主要受惠者，且未來 3-5 年將持續受惠於此趨勢。

### 投資風險

總體經濟疲弱。

**大趨勢 — 終端需求觸底；2024 年健康週期性復甦**

2024 年半導體產業初步預計將保持良好成長，儘管不同 IC 之庫存去化程度與速度各不相同，致使整體半導體庫存天數仍略高於疫情前的水平，但整體半導體產業庫存水位不斷改善的方向係不變的。自 4Q22-1Q23 之庫存水位峰值以來，半導體庫存連續兩個季度出現改善。然而，PMIC 和 MCU 等 IC 之庫存預計將持續調整至 1H24。

由於 2022 年中終端需求大幅下滑，導致大幅度的庫存修正，2022 年半導體產業年增疲軟。而終端需求與庫存之調整持續至 2023 年，導致 2023 年半導體市場年減 10-20% 低緣。除了 2024 年終端需求健康復甦之外，隨著半導體庫存水位逐漸回落至相對健康之水平，半導體需求將趨於正常化。而後相對應之新產品、新規格，乃至於後續相關的規格升級，單一裝置內含量提升等題材將回歸正軌，帶動整體半導體產業之復甦。Gartner 目前預計全球半導體市場營收將於 2024-25 年恢復健康成長，分別年增 16.8% 與 15.5%，達 6,240 億美元與 7,210 億美元，綜上，我們預計 2024 年將出現健康的週期性復甦。

**圖 1：2024 年半導體市場營收將重回成長軌道**

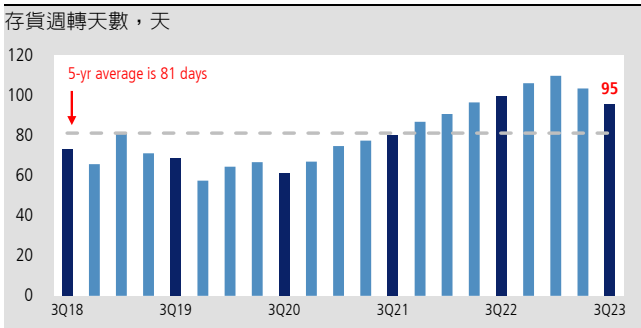
End market forecast (US\$mn)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Automotive Electronics	67,530	78,569	88,816	104,198	115,250	122,723
Communication Electronics	192,841	154,553	179,407	205,556	211,671	209,672
Consumer Electronics	66,739	59,870	68,007	73,847	75,124	74,998
Data Processing Electronics	198,764	167,043	203,496	243,233	260,177	245,566
Industrial and Military/Civil Aerospace Electronics	73,688	74,419	84,625	94,336	102,927	111,012
<b>Total</b>	<b>599,562</b>	<b>534,456</b>	<b>624,350</b>	<b>721,170</b>	<b>765,148</b>	<b>763,972</b>

YoY growth rate	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2022-27 CAGR
Automotive Electronics	23.8%	16.3%	13.0%	17.3%	10.6%	6.5%	12.7%
Communication Electronics	0.9%	-19.9%	16.1%	14.6%	3.0%	-0.9%	1.7%
Consumer Electronics	-1.0%	-10.3%	13.6%	8.6%	1.7%	-0.2%	2.4%
Data Processing Electronics	-9.4%	-16.0%	21.8%	19.5%	7.0%	-5.6%	4.3%
Industrial and Military/Civil Aerospace Electronics	11.7%	1.0%	13.7%	11.5%	9.1%	7.9%	8.5%
<b>Total</b>	<b>0.2%</b>	<b>-10.9%</b>	<b>16.8%</b>	<b>15.5%</b>	<b>6.1%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>5.0%</b>

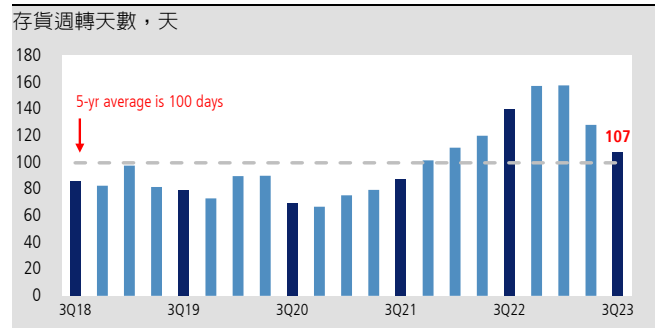
資料來源：Gartner，凱基

**圖 2：台灣半導體存貨週轉天數**



資料來源：TEJ，凱基

**圖 3：台灣 IC 設計業者存貨週轉天數**

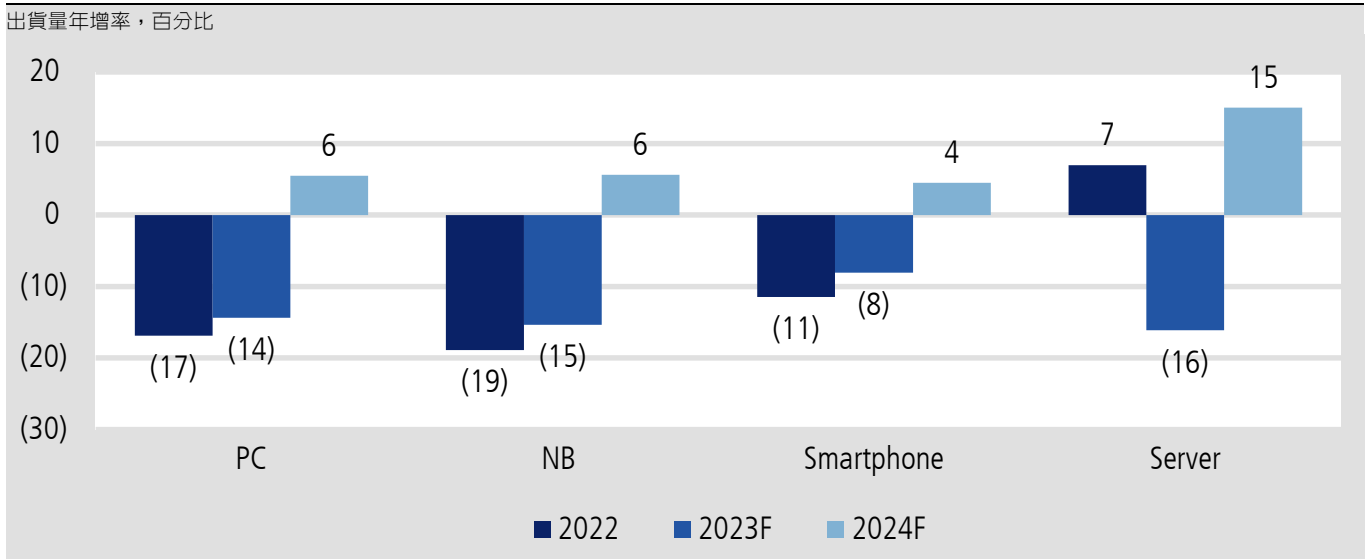


資料來源：TEJ，凱基

我們預計 2024 年終端裝置出貨量將出現健康復甦，其中 PC/NB 將年增中至高個位數百分比，智慧型手機將年增低至中個位數百分比，整體伺服器(包含通用型伺服器與 AI 伺服器)則將年增 10-20% 中緣，主要由 AI 所帶動，然而，

通用型伺服器則年增中個位數百分比。繼 2023 年終端裝置出貨量大減之後，我們認為須待 2025 年才能見到終端裝置出貨量恢復至 2022 年水準。展望 2024 年，我們認為雲端 AI 動能將持續，此外，我們預計邊緣 AI 將會於 2H24 有更多的發展，並且自商業應用開始發展。

圖 4：IT 硬體裝置—NB、PC、智慧型手機與伺服器出貨量將於 2024 年成長



資料來源：Gartner，凱基預估

#### AI PC 將於 2H24 後驅動升級循環

Intel (美)日前宣佈 AI PC 加速計畫，預計將以自家資源連結獨立硬體(IHV)與軟體業者(ISV)，展望未來兩年 AI PC 出貨量達 1 億台以上。Intel 將於 2023 年 12 月推出與神經網路處理器(NPU)相容的行動版 Meteor Lake CPU (Intel Core Ultra 處理器)，而次世代 CPU (包括 Arrow Lake、Lunar Lake 與 Panther Lake)則將提供更優異的效能。根據 PC 品牌廠的設計，AI PC 將具備人工智慧與機器學習能力，能執行各種智慧應用與工作。此將改善使用者生產力與娛樂體驗，強化使用者協作與溝通效率以及提升工作品質。AI PC 可協助使用者創作、編輯、優化與壓縮影音檔案，改善品質與效率，另外也提供資料與隱私保護。AI PC 將聚焦邊緣 AI，改善 PC 推理能力，取代現行以雲端資料中心為主體的 AI 架構，並將配備更多感測器使操作更加直覺化。我們預估 2H24 至 2025 年將有更多 AI PC 上市，將可望成為 PC 需求另一成長動能。

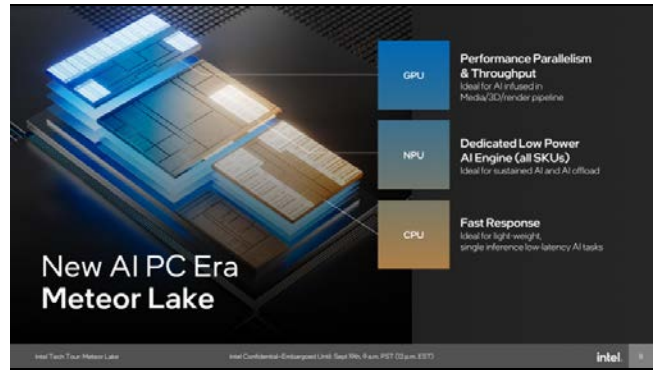
儘管目前邊緣 AI 應用仍有限，我們預期邊緣 AI 運算平台(目前由 Microsoft (美)、Intel、AMD (美)和 PC OEM 業者所定義)將帶動 PC 升級循環，而矽含量亦將持續成長，使台積電受惠。Intel 與 AMD 皆強調現有與未來之 CPU 將整合 NPU，使 CPU 能夠於設備上運行 AI 工作負載。伴隨 Windows 12 將於 2024 年末推出，我們認為 2025 年 AI 電腦將被更廣泛地發布，以滿足 Microsoft 對於 AI PC 運算能力之要求，並加速裝置 AI 應用之發展。此外，我們認為智慧型手機產業將跟進，係因 Qualcomm (美)與聯發科皆強調未來之 SoC 將整合效能更強勁之 AI 引擎以運行裝置上之 AI 應用，此外，他們即將推出基於 ARM 之運算解決方案，係用於 Windows 和 Chromebook。

圖 5：Intel 之 AI PC 加速計畫



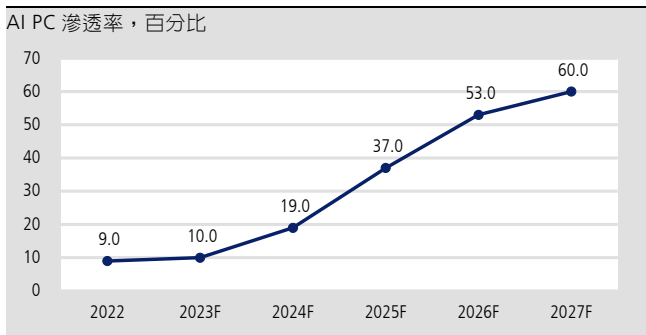
資料來源：Intel

圖 6：Meteor Lake CPU 將支援 AI 應用



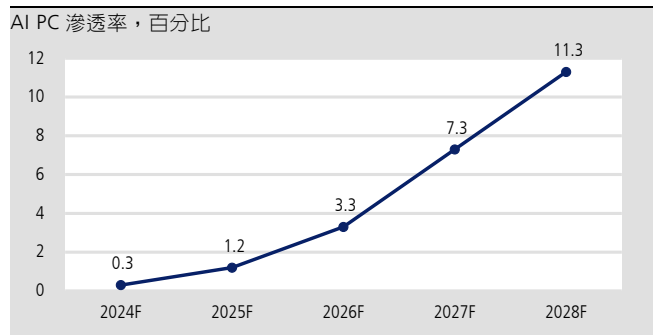
資料來源：Intel

圖 7：Canalys 預估 2027 年 AI PC 滲透率將達 60%



資料來源：Canalys，凱基

圖 8：Omdia 預估 2027 年 AI PC 滲透率為 7.3%，2028 年將超過 10%



資料來源：Omdia，凱基

晶圓代工產業 — 台積電係我們於晶圓代工產業之首選，主因終端需求健康復甦，以及 AI/HPC 應用中矽含量持續成長

Apple (美)，台積電之 HPC 大客戶，已發表最新之 MacBook 系列，其中 CPU 將從 M2 升級至 M3 系列。此外，我們預期 Apple 亦將為 iPad 系列產品之 CPU 從 M2 升級至 M3 系列。根據我們預估，由 M2 至 M3 系列，每單位插槽矽含量將成長 5-35%，係因較高之電晶體數量及製程由 N5 升級至 N3。更重要的是，我們注意到 iPhone 15/15+ 採用 A16 晶片(係透過台積電 N4 製程生產)，而 iPhone 15 Pro/Pro Max 則採用 A17 晶片，但我們預期下一代 iPhone 系列將全面採用台積電 N3 製程，將進一步刺激矽含量成長。據此，我們預期 M2 升級至 M3 系列，加上 2024 年之下一代 iPhone 系列產品全面採用 N3 製程，將成為台積電營收之顯著成長動能。

圖 9：Apple M 系列 CPU M2 至 M3 系列每單位插槽矽含量平均成長 20%

	M1	M2	M3	M1 Pro	M2 Pro	M3 Pro	M1 Max	M2 Max	M3 Max
Foundry	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC
Node	N5	N5+	N3	N5	N5+	N3	N5	N5+	N3
Silicon content per socket (US\$)	40-45	50-55	70-75	100-105	120-125	120-125	200-205	265-270	330-335
Incremental wafer revenue per socket (%)		20-25%	30-35%		15-20%	0-5%		30-35%	20-25%

資料來源：公司資料，凱基預估

另一方面，台積電之 HPC 業務中的另一大客戶 AMD 將於 2H24 發表下一代 APU Ryzen 8000 (Zen 5)。我們預期每單位插槽營收貢獻將由 Ryzen 7000 (Zen 4) 之 65-70 美元提升至 Ryzen 8000 (Zen 5) 之 90-95 美元，成長 35-40%，係因其裸晶尺寸較大(因較高之 NPU 運算能力)。

**圖 10：AMD Zen 5 筆電 APU 每單位插槽矽含量較 Zen 4 成長約 40%**

	Ryzen 7000 (Zen 4)	Ryzen 8000 (Zen 5)
Foundry	TSMC	TSMC
Node	N4	N4
Wafer sales contribution per socket to TSMC (US\$)	65-70	90-95
Incremental wafer revenue per socket (%)		35-40

資料來源：公司資料，凱基預估

x86 伺服器方面，2023 年 AMD 之伺服器 CPU 出貨主要以 Milan (採台積電 N7 製程) 為主。然而，我們預期 2024 年 AMD 之伺服器 CPU 出貨將以 Genoa (採台積電 N5 製程) 為主。此外，我們預期 2024 年將有遠超過 50% 之伺服器產品出貨係由 N5 和 N4 製程所生產，而部分產品將由 N3 製程所生產，進一步刺激矽含量成長。

**圖 11：AMD Genoa (Genoa-X) CPU 每單位插槽矽含量成長相較 Milan (Milan-X) 成長約 90%**

	Milan	Genoa	Milan-X	Genoa-X
Foundry	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC
CCD numbers (units)	8	12	8	12
Wafer sales contribution per socket to TSMC (US\$)	220-225	415-420	305-310	575-580
Incremental wafer revenue per socket (%)		85-90		85-90

資料來源：公司資料，凱基預估

AI 伺服器需求已然大幅上升，並帶動效能更強大之 AI 加速器之佈署，例如 H100、MI 300 和 Google (美) 之 TPU，而這些 AI 加速器將刺激矽含量成長。我們認為 Nvidia H100 生產將於 2024 年持續 Ramp-up，並預期 2024 年 H100 GPU 出貨量將年增 200% 以上。此外，GH200 將於 2024 年進入量產，且 Nvidia 預計於 2H24 發佈 B100 GPU。根據我們了解，B100 GPU 採用 Chiplet 架構和 N4 製程，我們認為這將進一步帶動矽含量成長。整體而言，伴隨 MI 300 和 H100 持續 Ramp-up，及效能更強大之產品預計於 2024 年末 Ramp-up，我們預期 2024 年 HPC 和 AI 將為台積電矽含量成長之顯著動能。

**圖 12：MI 300 之每單位插槽晶圓營收貢獻較 MI 250 高出約 20%**

	MI 250 (CDNA 2)	MI 300 (CDNA 3)		
	GCD	CCD	XCD	AID
Foundry	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC
Node	N5	N5	N5	N6
Die count (unit)	25	3	6	4
Wafer sales contribution per socket to TSMC (US\$)	700-750	850-900		
Incremental sales per socket (%)		~20		

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 13：GA100 至 GB100 之每單位插槽矽含量平均成長約 20%

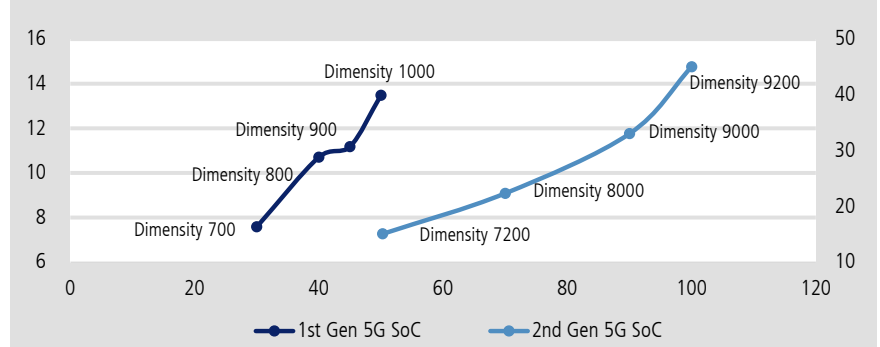
	GA100 (Ampere)	GH100 (Hopper)	GB100 (Blackwell)
Foundry	TSMC	TSMC	TSMC
Node	N7	N4	N4
Wafer sales contribution per socket to TSMC (US\$)	460-465	570-600	650-700
Incremental wafer revenue per socket (%)		25-30	10-15

資料來源：公司資料，凱基預估

我們相信 5G 智慧型手機 SoC 的製程升級也是驅動矽含量成長的動能之一。聯發科宣布其旗艦 5G 智慧型手機 SoC (採用台積電 N3 製程)已 Tape-out，且將於 2H24 進入量產。更重要的是，我們認為 2023 年聯發科大部分之智慧型手機 SoC 出貨係利用台積電 N7 和 N6 製程所生產(Dimensity 700、800、900 和 1000)，然而我們認為 2024 年聯發科大部分之智慧型手機 SoC 出貨將係由台積電 N5 和 N4 製程所生產(Dimensity 7200、8000、9000 和 9200)，進一步帶動矽含量成長。高通之 Snapdragon Gen 3 係由台積電 N4 製程所生產，並將於 4Q23 進入量產。根據我們計算，Snapdragon Gen 3 每單位插槽矽含量相較於 Gen 2 將成長 25-30%，係因較大之裸晶尺寸。因此，我們認為手機驅動之矽含量成長，加上 2024 年智慧型手機需求復甦，將持續為台積電晶圓營收貢獻之強勁動能。

圖 14：聯發科第二代 5G SoC 之矽含量較第一代成長 2-3 倍

聯發科 SoC 產品單價，美元(X 軸)；每單位插槽矽含量，美元(Y 軸)



資料來源：公司資料，凱基預估

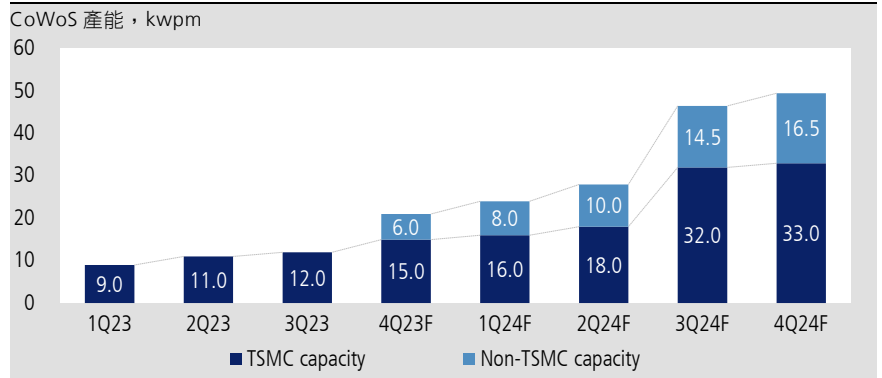
圖 15：Qualcomm Snapdragon Gen 3 矽含量較 Gen 2 成長 25%

	Snapdragon 8 Gen 2	Snapdragon 8 Gen 3
Foundry	TSMC	TSMC
Node	N4	N4
Wafer sales contribution per socket to TSMC (US\$)	40-45	50-55
Incremental sales per generation (%)		25-30

資料來源：公司資料，凱基預估

CoWoS 產能方面，台積電指出 2024 年 CoWoS 產能將翻倍，而 2025 年 CoWoS 產能將進一步擴大。這意味著公司的 Booking 仍然強勁。我們預計 CoWoS 於 4Q23 產能將達到 15-16kwpm，2024 年產能將增加至 32-33kwpm，且至 2025 年進一步達到 40-42kwpm。我們預計 2024-25 年 AI 需求將保持強勁。

圖 16：CoWoS 產能將於 2023-25 年成長

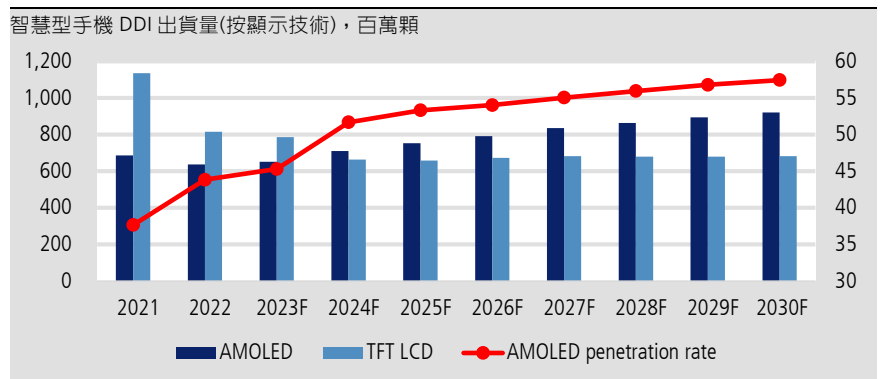


資料來源：凱基預估

**DDI 產業 — 智慧型手機 OLED DDI 仍為 DDI 設計業者 2024 年之亮點**

在智慧型手機領域，我們預計 2024 年智慧型手機 OLED DDI 市場將出現穩健成長。我們預期明年 OLED 顯示器將繼續從高階智慧型手機型號向下滲透至中階智慧型手機型號。此外，智慧型手機品牌業者也更積極嘗試 Ramless OLED DDI 解決方案。因此，我們預計智慧型手機 OLED DDI 滲透率將自 40-50% 中緣年增至 2024 年的 50% 以上。聯詠(3034 TT, NT\$512, 持有)則因自美系智慧型手機品牌業者獲取智慧型手機 OLED DDI 市佔率，而於 2024 年擁有更加樂觀之前景。然而，我們預計 2024 年智慧型手機 TDDI 產品定價仍將面臨壓力，加上 OLED DDI 之替代，情況將更加嚴峻。因此，我們認為 2024 年 TDDI 市場將更具挑戰性。對於台灣 DDI 設計業者而言，聯詠 2023 年 TDDI 營收比重已大致降至 10% 左右，而瑞鼎(3592 TT, NT\$406, 持有)則未涉足智慧型手機 TDDI 領域。據此，我們認為智慧型手機 TDDI 市場競爭對上述業者的負面影響將是有限且可控的。

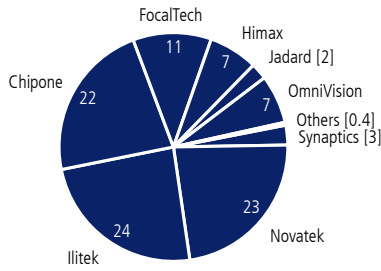
圖 17：智慧型手機 AMOLED DDI 出貨量長期將成長；2024 年滲透率將超過 50%



資料來源：Omdia，凱基

圖 18：TDDI 市場競爭加劇，中系 DDI 設計業者市佔率合計達 30% 以上

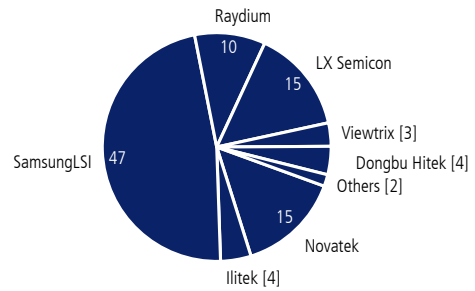
智慧型手機 TDDI 市佔率，百分比



資料來源：Omdia，凱基

圖 19：隨著中國 OLED 顯示器出貨量的成長，聯詠和瑞鼎的市佔率持續上升

智慧型手機 OLED DDI 市佔率，百分比



資料來源：Omdia，凱基

我們亦相信車用顯示器 TAM 的持續擴大將助益車用 DDI 與 TDDI 訂單，並將支撐聯詠和瑞鼎的車用 DDI 與 TDDI 業務。另一方面，由於電視出貨量穩定、PC/NB 出貨量健康復甦，以及解析度持續升級，我們預計 LDDI 出貨量將較去年成長。

**高速傳輸介面產業 — 高速傳輸介面 IC 設計業者將隨需求趨於正常化而重拾規格升級動能，尤其係 USB4 升級**

我們預計 2024 年需求將穩健回升，並為高速傳輸介面 IC 設計業者營運復甦鋪路，包含譜瑞-KY、祥碩(5269 TT, NT\$1,455, 未評等)、創惟(6104 TT, NT\$136.5, 未評等)、威鋒電子(6756 TT, NT\$242.5, 未評等)等，助益高速傳輸介面解決方案業務。由於新的 PC/NB 機種在 Intel 和 AMD 的新 CPU 平台上將支援相對營的 USB4 規格，考慮到台灣高速傳輸介面 IC 設計業者對相關產品的技術準備程度，我們預計這些公司的 USB4 營收貢獻將提升，不論是在 Host 端還是 Device 端皆是。

另外，邊緣 AI PC/NB 平台的崛起將有望帶動 PC 升級循環，且前述趨勢將加速 2024-25 年 USB4 retimer 之轉換，並配合相關平台升級，促進週邊設備之規格提升。

圖 20：USB 協定正在不斷升級

Generation	USB 1.0	USB 2.0	USB 3.2 Gen 1	USB 3.2 Gen 2x1	USB 3.2 Gen 2x2	USB4 Version 1.0	USB4 Version 2.0
	-	-	USB 3.0 USB 3.1 Gen 1	USB 3.1 USB 3.1 Gen 2	USB 3.2	-	-
Year of release	1996	2000	2008	2013	2017	2019	2022
Maximum data rate	1.5Mbps	480Mbps	5Gbps	10Gbps	20Gbps	40Gbps (dual lanes)	80Gbps (dual lanes)
Marketing name	Low-Speed	High-Speed	SuperSpeed USB 5Gbps	SuperSpeed USB 10Gbps	SuperSpeed USB 20Gbps	USB4 40Gbps	USB4 80Gbps
Connector type	USB-A/B	USB-A/B, Micro A/B, USB-C	USB-A/B, Micro A/B, USB-C	USB-A/B, Micro A/B, USB-C	USB-C	USB-C	USB-C
Standard bus power	2.5W (0.5A@5V)	2.5W (0.5A@5V)	4.5W (0.9A@5V)	4.5W (0.9A@5V)	7.5W (1.5A@5V)	7.5W (1.5A@5V)	7.5W (1.5A@5V)
Power delivery	Optional	Optional	Optional	Optional	Optional	Required 240W (5A@48V in PD 3.1)	Required 240W (5A@48V in PD 3.1)

資料來源：USB-IF，凱基



### ASIC 設計服務產業 — ASIC TAM 將長期成長，無論是在 AI/HPC 或車用領域

設計服務產業方面，伴隨製程進入到 7nm 以下，尤其在 AI/HPC 應用，單一專案開案成本與投入資源攀升，加上 AI/HPC 需求強勁，量產已然成為主要的訴求，不管是客戶或設計服務業者皆是。而 CSP 將多項專案同時交由設計服務業者進行競標已開始成為常態。此外，多數 Spec-in、Architecture 的流程基本上都留於 CSP 自己的內部團隊執行，設計服務業者主要參與後段設計與 Turnkey 業務。

考量 AI ASIC 需求強勁，我們已經見到更高的 Time-to-market 要求、進入量產的能見度提升，以及 CSP 創造差異化的動機提高，加上強勁的 AI 需求已經越來越能夠回收前期投入，還有相較於 Nvidia 與 AMD 所提供之標準 GPU 擁有 Cost-down 的優勢，潛在開案需求強勁已經是常態。我們也注意到開始有一些公司不願意被設計服務領先業者的 IP 組合所綁住，並開始要向外再去分散專案給不同業者執行。

整體而言，CSP 與 Hyperscaler 紛紛推出自家 ASIC 的趨勢，我們認為已然成為市場共識。伴隨客戶除了標準 GPU 之外，亦持續積極採用 AI ASIC 的趨勢之下，表示由 AI 業務所產生的營收成長快速。因此，我們認為 CSP 與 Hyperscaler ASIC 相關營收佔比較高，將有助於維持 2024-25 年營收強勁成長。整體而言，我們認為 ASIC 的 TAM 長期將持續成長，不管是在 AI/HPC，抑或是車用領域。

我們重申儘管 AI ASIC 已行之有年，我們仍見到 CSP 與新創公司之需求持續提升(尤其係委外至台灣設計服務公司之專案增加)，主因：(1)強勁 AI 需求將抵銷早期設計資源投入；(2) CSP 試圖創造產品差異化；(3)未來設計資源成長有限；(4)海外勞動成本、IP 授權與 EDA 工具之使用成本較高，將降低效率；及(5) 7/5nm 設計服務市場之新進者較少。另一方面，IC 設計客戶因具備設計能力、資源與經驗，相較系統廠與 CSP 業者更容易轉換設計平台。由於 AI/HPC 和車用產品之設計能力門檻較高，在這類應用參與程度較高之設計服務公司相較 IC 設計或系統廠等潛在新進競爭者具備更佳的營運韌性。此類業務亦有助於維繫長期客戶關係並延長產品生命週期。世芯-KY 為我們所追蹤之設計服務業者之首選，係因其營收來源偏重系統廠或 CSP 客戶，及其 AI/HPC 和車用產品。

圖 21：Gartner 預估 2021-27 年 AI 半導體市場年複合成長率將達 23.3%

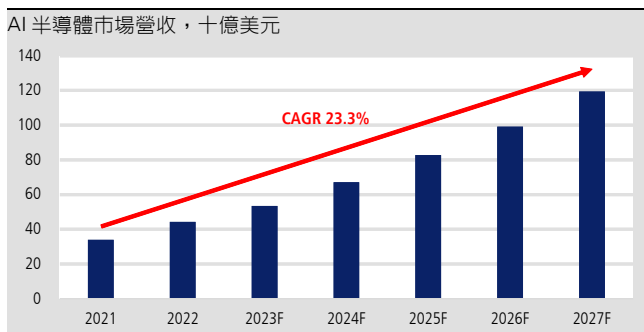


圖 22：Gartner 預計 2021-27 年 ASIC 與 FPGA 營收年複合成長率為 16.8%

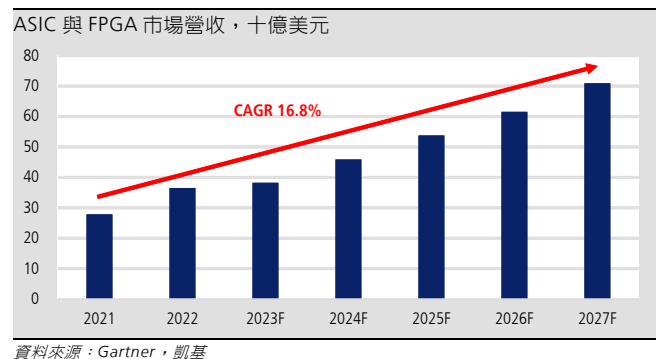


圖 23：來自 Hyperscaler 之 AI/HPC 專案

Hyperscalers	Chip	Workload	Launch	ASIC partner	Foundry	Process node
Google	TPU v1	Inference	2016	Broadcom	TSMC	28nm
	TPU v2	Training/Inference	2017	Broadcom	TSMC	16nm
	TPU v3	Training/Inference	2018	Broadcom	TSMC	16nm
	TPU v4 lite	Training/Inference	2020	Broadcom	TSMC	7nm
	TPU v4	Training/Inference	2021	Broadcom	TSMC	7nm
	TPU v5	Training/Inference	2023	Broadcom	TSMC	5nm
	TPU v5e	Training/Inference	2023	Broadcom	TSMC	5nm
	TPU v6	Training/Inference	2024E	Broadcom	TSMC	5/4nm
	TPU v7	Training/Inference	2025E	? (Broadcom/Marvell/MediaTek)	TSMC	4nm or 3nm
	Maple	?	2024E		TSMC	5nm
Cypress	?	2024E	Marvell	TSMC	5nm	
Granite Redux	Networking	2024E	Marvell	TSMC	5nm	
Amazon AWS	Trainium	Training	2020	Alchip	TSMC	7nm
	Trainium2	Training	2024E	Marvell	TSMC	3nm
	Inferentia	Inference	2018	Alchip	TSMC	16nm
	Inferentia2	Inference	2022	Alchip	TSMC	7nm
	Inferentia3	Inference	2025E	Alchip	TSMC	7nm
	Graviton	CPU	2018		TSMC	16nm
	Graviton2	CPU	2019		TSMC	7nm
	Graviton3	CPU	2022		TSMC	5nm
	Graviton4	CPU	2025E		TSMC	3nm
	Nitro v1	DPU	2014	Marvell	TSMC	16nm
	Nitro v2	DPU	2017	Marvell	TSMC	16nm
	Nitro v3	DPU	2018	Marvell	TSMC	7nm
	Nitro v4	DPU	2020	Marvell	TSMC	7nm
Nitro v5	DPU	2022	Marvell	TSMC	5nm	
Microsoft	Azure Maia 100	Training/Inference	2024	GUC	TSMC	5nm
	Azure Cobalt 100	CPU	2024		TSMC	5nm
Meta	MTIA v1	Inference	2021	Broadcom	TSMC	7nm
	MTIA v2	Training/Inference	2025E	Broadcom	TSMC	5nm
	MSVP	Video processing	2021	Broadcom	TSMC	

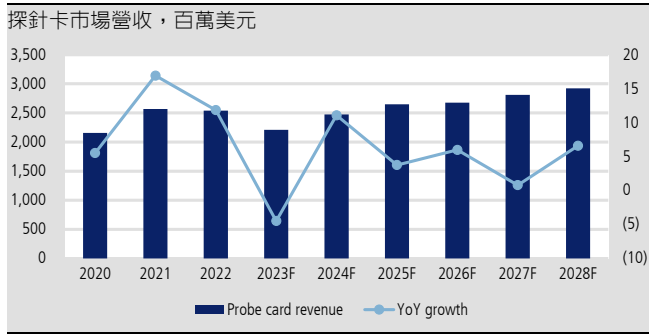
資料來源：公司資料，凱基預估

### 測試介面產業 — 終端需求健康復甦帶動 NPI 需求，助益測試介面業者

2023 年測試介面市場面臨挑戰，終端需求仍不溫不火，庫存調整較預期緩慢，導致 NPI 需求下降。根據 Yole Group 預測，2023 年全球探針卡和 IC 測試/老化測試座市場營收將分別較去年下滑 13.0% 和 4.5% 至 22.1 億美元和 17.5 億美元。然而，經過幾個季度的庫存去化，大多數 IC 設計業者之 DOI 已恢復到相對健康的水位。因此，我們預計終端需求趨穩將於 2024 年驅動 NPI 需求，為台灣測試介面業者營運復甦鋪平道路。Yole Group 當前預計 2024 年全球探針卡和 IC 測試/老化測試座市場營收將分別年增 12.0% 和 11.1% 達到 24.8 億美元和 19.5 美元，2023-28 年年複合成長率為 5.8% 和 5.6%。

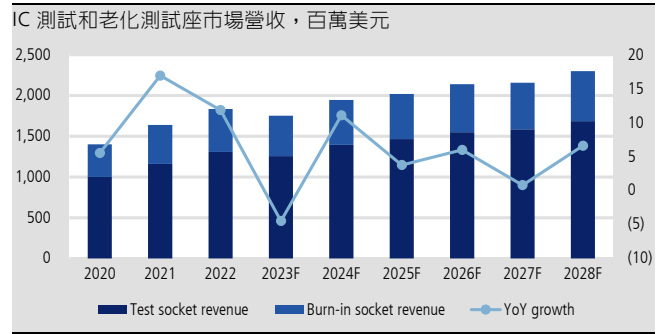
此外，根據 Yole Group 之數據，全球 SLT 測試座市場於 2022-27 年將以 13.2% 之年複合成長率成長，係因 CPU、GPU 和智慧型手機 SoC 等 HPC 應用係採用更先進的製程進行製造，導致更高的缺陷率和較低的良率，以及較高的故障成本。為提高測試覆蓋率和良率，IC 設計業者將需要增加 SLT 採用率，這將推動長期 SLT 測試座需求。

圖 24：根據 Yole Group，2023-28 年全球探針卡市場年複合成長率為 5.8%



資料來源：Yole Group，凱基

圖 25：Yole Group 預計 2023-28 年全球 IC 測試和老化測試座市場年複合成長率為 5.6%



資料來源：Yole Group，凱基

### 投資建議

鑑於需求健康復甦，我們維持對台積電、聯發科、譜瑞-KY「增加持股」評等。台積電方面，我們預期公司 2024 年將強勁復甦，係因：(1)庫存回補需求；(2)終端需求復甦；(3)市佔率提升；及(4) HPC 與 5G 應用之矽含量持續成長。鑑於其健康之短中期前景，我們亦對聯發科持正向看法，係因智慧型手機需求情緒轉佳與毛利率前景穩定。我們也預期譜瑞-KY 營運將重返成長軌道，並由數項關鍵動能所驅動，分別為：(a) 2024 年全球 PC/NB 出貨量將健康年增 5-10%；(b) OLED 顯示器市場擴張，將提振公司 DisplayPort 業務營收；及(c) USB4 與 PCIe 5.0 規格升級，將強化公司高速傳輸介面業務。

於 ASIC 設計服務產業中，我們偏好世芯-KY 與智原，係因強勁 ASIC 委外需求。世芯-KY 為我們所追蹤之設計服務業者之首選，我們持續看好世芯-KY 於客製化 AI 及車用 ASIC 設計領域之強大佈局及市場地位。我們已見到更正向之 AI ASIC 出貨量前景，特別係來自美系超大型雲端服務提供商及 IDM 客戶，並預期上述提及之客戶將於 2024 年分別成為公司之前兩大客戶。我們已見到更正向之 AI ASIC 出貨量前景，特別係來自美系超大型雲端服務提供商及 IDM 客戶，並預期上述提及之客戶將於 2024 年分別成為公司之前兩大客戶。智原方面，我們預估公司 2024-25 年 IP 業務成長趨勢亮眼。此外，我們也預計公司 NRE 業務將維持每年穩健取得 40-50 項專案。而持續切入 28 及 22nm 製程與 FinFET 及先進封裝領域之業務能見度提升有望驅動 2024-25 年 NRE 營收增加。MP 業務方面，我們認為智原之庫存已於 2H23 達更加均衡之水位，並預期 1H24 客戶庫存將恢復常態。而我們預估 2024 年 MP 業務將重拾成長。

測試介面產業中，我們正向看待旺矽 2024 年展望，係因：(1)主要客戶對網通 IC 與 AI ASIC 之 NPI 需求強勁；(2)公司獲取多項新專案；及(3)先進半導體測試(AST)與高低溫測試(Thermal Test)解決方案採用率提升，且公司市佔率持續擴大。我們也認為穎威將重返成長軌道，係因：(a)根據全球領先 GPU 客戶之產品規劃，下一代 GPU 產品預計將於 2024 年推出，而此將提升公司 VPC 營收；(b) CoWoS 產能持續擴張將驅動 2024 年 AI 伺服器 GPU 之出貨量，助益穎威同軸測試座收入；及(c) VPC 與同軸測試座營收佔比提升將為毛利率改善鋪平道路。我們相信鑒於穎威作為全球領先 GPU 業者的主要供應商地位將在未來 3-5 年內繼續為公司帶來長期成長。

CHINA  
DEVELOPMENT  
FINANCIAL

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

## 台積電

(2330.TW/2330 TT)



## 增加持股 · 維持

收盤價 November 29 (NT\$)	574
12 個月目標價 (NT\$)	703
前次目標價 (NT\$)	703
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	22.5

## 焦點內容

- 展望 2024 年，我們預期台積電將有強勁復甦，係因：(1)庫存回補需求；(2)終端需求復甦；(3)市佔率提升；及(4)HPC 與 5G 應用之矽含量持續成長。
- 我們預期邊緣 AI 運算平台將帶動 PC 升級循環，而矽含量亦將持續成長，使台積電受惠。

## 交易資料表

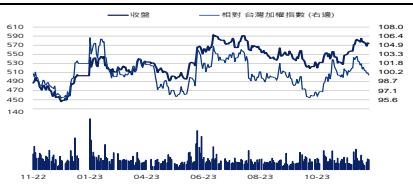
市值：(NT\$bn/US\$mn)	14,885 / 472,283
流通在外股數 (百萬股)：	25,932
外資持有股數 (百萬股)：	18,794
3M 平均成交量 (百萬股)：	18.15
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	446.0 – 593

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	4	1.1	17.9
相對表現 (%)	-0.5	-3.3	-0.2

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	7.82A	9.14A	10.83A	11.41A
2023	7.98A	7.01A	8.14A	8.16F
2024	7.23F	8.30F	10.52F	13.01F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

劉明龍, CFA  
886.2.2181.8741  
michaelliu@kgi.com

黃韋中  
886.2.2181.8749  
josh.huang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 2024 年將看見顯著之週期性復甦

## 重要訊息

展望 2024 年，我們預期台積電將有強勁復甦，係因：(1)庫存回補需求；(2)終端需求復甦；(3)市佔率提升；及(4)HPC 與 5G 應用之矽含量持續成長。

## 評論及分析

**多重動能驅動 2024 年營收強勁成長 26.1%**。由於管理層認為 4Q23 後庫存將恢復至健康水位，我們重申台積電將於 2024 年看見顯著之週期性復甦，係因：(1)智慧型手機與 PC 庫存回補需求及終端需求復甦；(2)HPC 及 5G 應用之部分產品矽含量持續成長，如聯發科(2454 TT, NT\$948, 增加持股)之 Dimensity 7200、8000、9000 與 9200 與 AMD (美)之伺服器 CPU Genoa，以及 Apple (美)新款 MacBook、iPad 與 iPhone 系列；及(3)自 Samsung (韓)奪得市佔率與來自 Intel (美)之 CPU 委外訂單。綜上，我們預估台積電 2024 年營收與每股盈餘將年增 26.1% 與 24.8% 至 2.71 兆元與 39.06 元。

**雲端 AI 至邊緣 AI**。由於目前邊緣 AI 應用仍有限，我們預期邊緣 AI 運算平台 (目前由 Microsoft (美)、Intel、AMD 和 PC OEM 業者所定義)將帶動 PC 升級循環，而矽含量亦將持續成長，使台積電受惠。Intel 與 AMD 皆強調現有與未來之 CPU 將整合神經處理單元(NPU)，使 CPU 能夠於設備上運行 AI 工作負載。伴隨 Windows 12 將於 2024 年末推出，我們認為 2025 年 AI 電腦將被更廣泛地發布，以滿足 Microsoft 對於 AI PC 運算能力之要求，並加速裝置 AI 應用之發展。此外，我們認為智慧型手機產業將跟進，係因 Qualcomm (美)與聯發科皆強調未來之 SoC 將整合效能更強勁之 AI 引擎以運行裝置上之 AI 應用，此外，他們即將推出基於 ARM 之運算解決方案，係用於 Windows 和 Chromebook。

## 投資建議

我們重申台積電將於 2024 年看見顯著之週期性復甦，並對台積電於 2024 年之營收與獲利成長深具信心，主因終端需求復甦，加上矽含量持續成長與市佔率提升。目前股價交易於 2024 年預估本益比之 15 倍，對比五年平均為 16-17 倍。我們維持「增加持股」評等，目標價為 703 元，係基於 18 倍 2024 年每股盈餘預估換算得出。

## 投資風險

全球經濟與地緣政治不確定性；庫存修正時間延長。

## 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	1,339,255	1,587,415	2,263,891	2,149,194	2,709,617
營業毛利 (NT\$百萬)	711,130	819,537	1,348,355	1,162,058	1,486,667
營業利益 (NT\$百萬)	566,784	649,981	1,121,279	908,257	1,171,777
稅後淨利 (NT\$百萬)	517,885	596,540	1,016,530	811,382	1,012,896
每股盈餘 (NT\$)	19.97	23.01	39.20	31.29	39.06
每股現金股利 (NT\$)	10.00	11.00	11.00	12.00	13.00
每股盈餘成長率 (%)	50.0	15.2	70.4	(20.2)	24.8
本益比 (x)	28.7	25.0	14.6	18.3	14.7
股價淨值比 (x)	8.0	6.9	5.1	4.3	3.6
EV/EBITDA (x)	16.0	13.4	9.1	9.8	7.6
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.7	1.9	1.9	2.1	2.3
股東權益報酬率 (%)	29.8	29.7	39.8	25.2	26.4

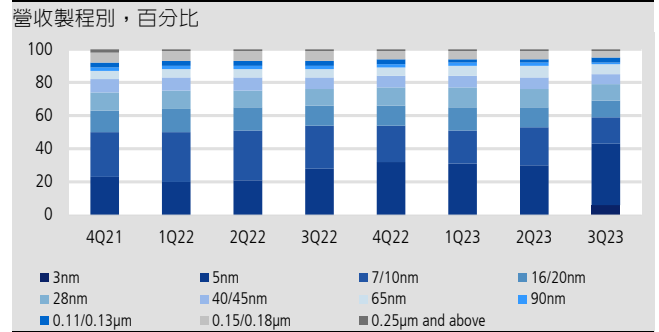
資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：公司概況

台積電是全球最大的專業半導體晶圓代工廠，近年來其市占率持續有所增加。2013 年的八吋約當產能超越一千六百萬片。台積電現有六座先進十二吋晶圓廠、六座八吋廠、一座六吋廠，外加正在興建的一座十二吋廠。台積電提供以下服務：晶圓製造，晶圓探測，組裝和測試，光罩生產和設計服務。

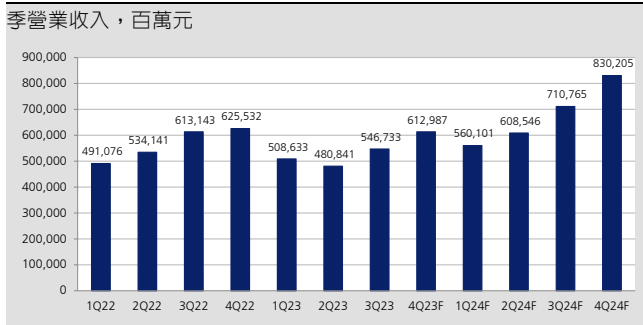
資料來源：公司資料，凱基

圖 2：台積電各製程晶圓營收比重



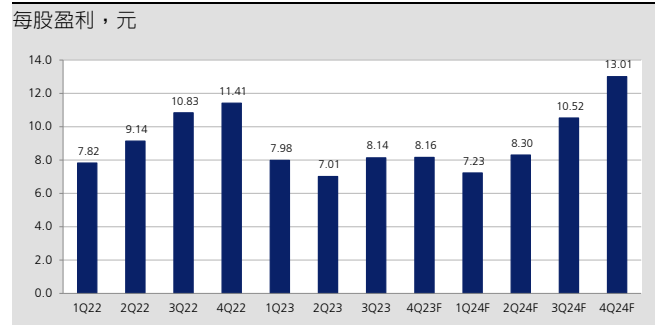
資料來源：公司資料，凱基

圖 3：季營業收入



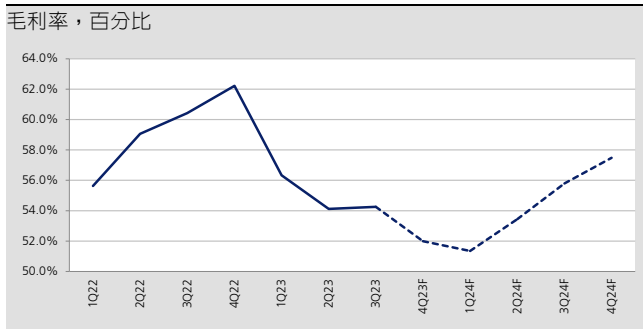
資料來源：凱基

圖 4：每股盈利



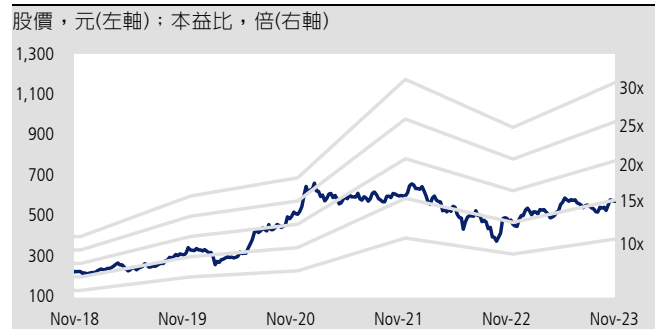
資料來源：凱基

圖 5：毛利率



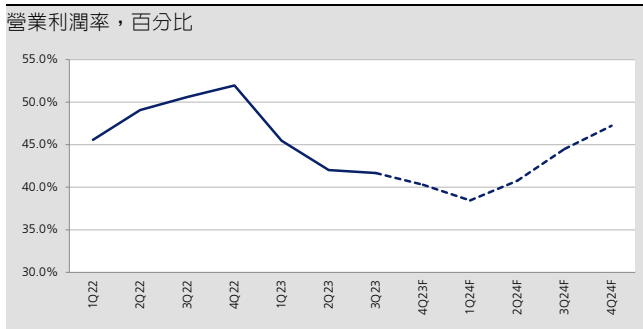
資料來源：凱基

圖 6：未來一年預估本益比區間



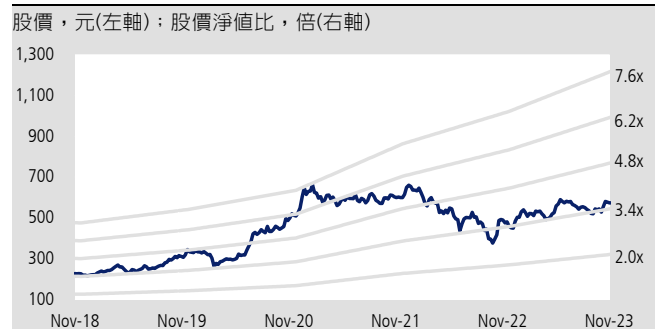
資料來源：TEJ，凱基預估

圖 7：營業利潤率



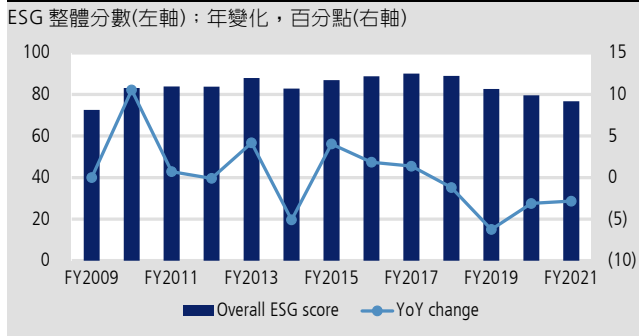
資料來源：凱基

圖 8：未來一年預估股價淨值比區間



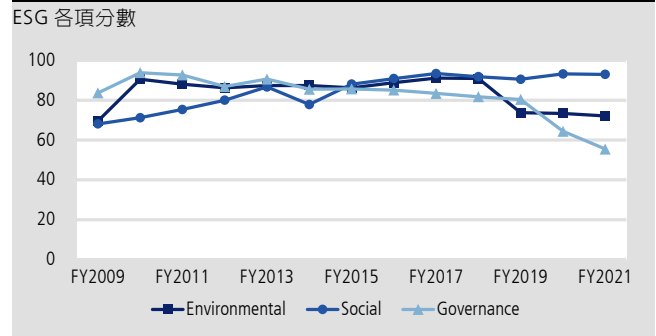
資料來源：TEJ，凱基預估

圖 9：ESG 整體分數



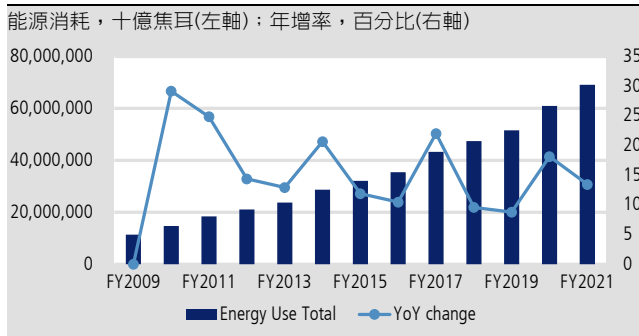
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 10：ESG 各項分數



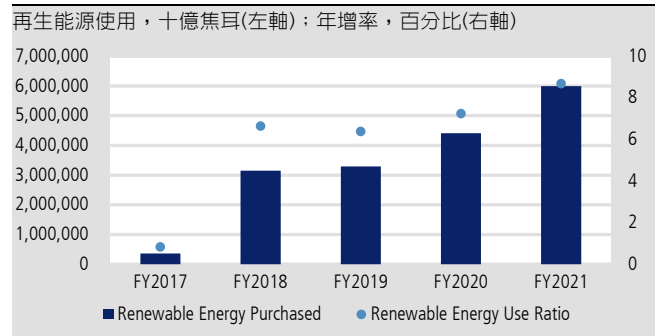
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 11：能源消耗



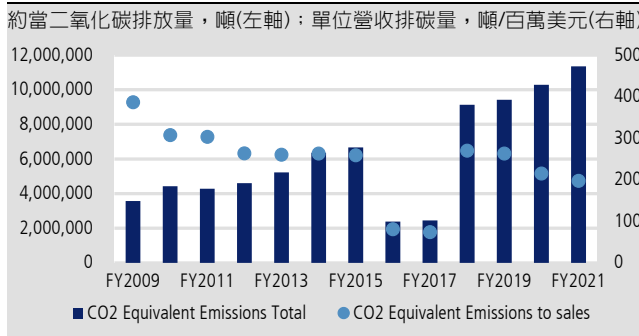
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：再生能源使用



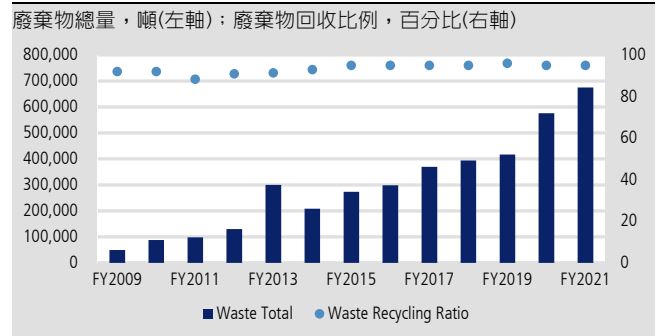
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：碳排放量



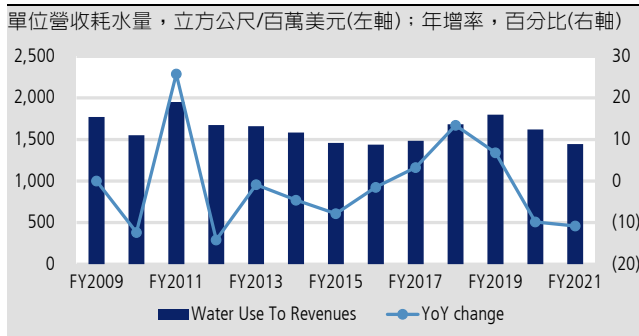
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：廢棄物總量



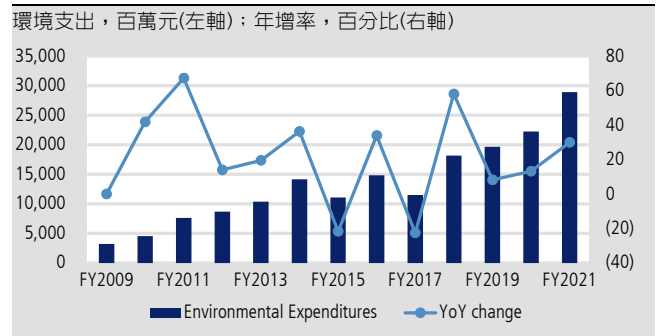
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：耗水量



資料來源：Refinitiv，公司資料

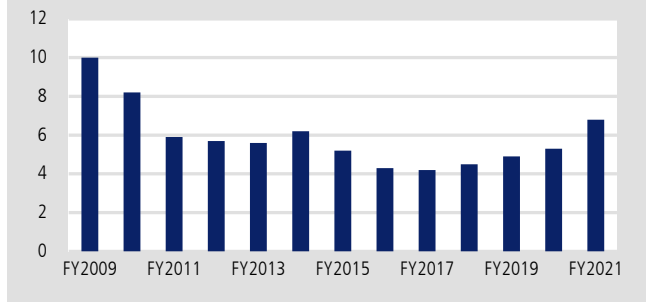
圖 16：環境支出



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：員工流動率

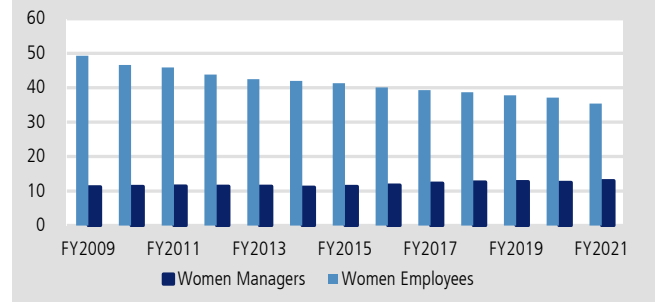
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：性別多樣性

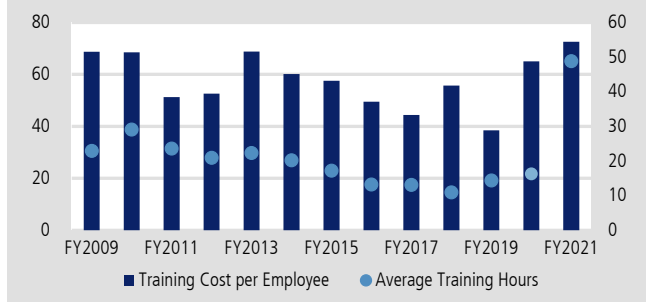
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：員工訓練

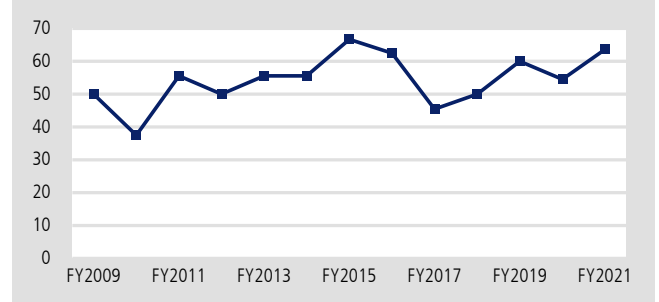
員工人均訓練成本，美元(左軸)；人均年訓練時數，小時(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：獨立董事

獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產) - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展) - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，凱基



## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	508,633	480,841	546,733	612,987	560,101	608,546	710,765	830,205	2,263,891	2,149,194	2,709,617
營業成本	(222,133)	(220,641)	(250,090)	(294,271)	(272,497)	(283,284)	(314,175)	(352,994)	(915,536)	(987,136)	(1,222,950)
營業毛利	286,500	260,200	296,642	318,716	287,604	325,262	396,590	477,211	1,348,355	1,162,058	1,486,667
營業費用	(55,262)	(58,147)	(68,840)	(71,720)	(72,253)	(77,224)	(80,316)	(85,096)	(227,076)	(253,801)	(314,890)
營業利益	231,238	202,053	227,802	246,996	215,351	248,037	316,273	392,115	1,121,279	908,257	1,171,777
折舊	(108,083)	(121,644)	(144,927)	(138,625)	(146,038)	(151,810)	(161,202)	(151,078)	(428,498)	(513,280)	(610,127)
攤提	(2,239)	(2,296)	(2,353)	(2,647)	(2,906)	(2,986)	(3,436)	(2,885)	(8,756)	(9,536)	(12,213)
EBITDA	341,561	325,992	375,083	388,269	364,295	402,833	480,912	546,078	1,558,533	1,431,073	1,794,117
利息收入	13,618	13,672	15,595	1,000	3,800	3,800	3,300	3,200	22,422	43,885	14,100
投資利益淨額	1,111	1,062	1,167	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000	8,065	4,840	8,000
其他營業外收入	16	310	78	-	-	-	-	-	681	404	-
總營業外收入	14,745	15,044	16,840	2,500	5,800	5,800	5,300	5,200	31,168	49,129	22,100
利息費用	(2,964)	(3,005)	(3,112)	(800)	(800)	(800)	(800)	(800)	(11,750)	(9,881)	(3,200)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	1,256	678	147	-	-	-	-	-	3,494	2,081	-
總營業外費用	(1,708)	(2,327)	(2,965)	(800)	(800)	(800)	(800)	(800)	(8,256)	(7,800)	(3,200)
稅前純益	244,275	214,769	241,678	248,696	220,351	253,037	320,773	396,515	1,144,191	949,587	1,190,677
所得稅費用[利益]	(37,326)	(32,958)	(31,145)	(37,304)	(33,053)	(37,956)	(48,116)	(59,477)	(127,290)	(138,733)	(178,602)
少數股東損益	38	82	205	205	205	205	205	205	(370)	529	820
非常項目前稅後純益	206,986	181,894	210,737	211,597	187,504	215,287	272,862	337,243	1,016,530	811,382	1,012,896
非常項目	0	(94)	262	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	206,987	181,799	211,000	211,597	187,504	215,287	272,862	337,243	1,016,530	811,382	1,012,896
每股盈餘 (NT\$)	7.98	7.01	8.14	8.16	7.23	8.30	10.52	13.01	39.20	31.29	39.06
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	56.3	54.1	54.3	52.0	51.3	53.4	55.8	57.5	59.6	54.1	54.9
營業利益率	45.5	42.0	41.7	40.3	38.4	40.8	44.5	47.2	49.5	42.3	43.2
EBITDA Margin	67.2	67.8	68.6	63.3	65.0	66.2	67.7	65.8	68.8	66.6	66.2
稅前純益率	48.0	44.7	44.2	40.6	39.3	41.6	45.1	47.8	50.5	44.2	43.9
稅後純益率	40.7	37.8	38.6	34.5	33.5	35.4	38.4	40.6	44.9	37.8	37.4
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(18.7)	(5.5)	13.7	12.1	(8.6)	8.6	16.8	16.8			
營業毛利	(26.4)	(9.2)	14.0	7.4	(9.8)	13.1	21.9	20.3			
營業收益增長	(28.9)	(12.6)	12.7	8.4	(12.8)	15.2	27.5	24.0			
EBITDA	(21.0)	(4.6)	15.1	3.5	(6.2)	10.6	19.4	13.6			
稅前純益	(27.0)	(12.1)	12.5	2.9	(11.4)	14.8	26.8	23.6			
稅後純益	(30.0)	(12.2)	16.1	0.3	(11.4)	14.8	26.7	23.6			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	3.6	(10.0)	(10.8)	(2.0)	10.1	26.6	30.0	35.4	42.6	(5.1)	26.1
營業毛利	4.9	(17.5)	(19.9)	(18.1)	0.4	25.0	33.7	49.7	64.5	(13.8)	27.9
營業收益	3.3	(22.9)	(26.6)	(24.0)	(6.9)	22.8	38.8	58.8	72.5	(19.0)	29.0
EBITDA	2.0	(13.1)	(9.8)	(10.3)	6.7	23.6	28.2	40.6	45.3	(8.2)	25.4
稅前純益	7.7	(19.3)	(23.7)	(25.7)	(9.8)	17.8	32.7	59.4	72.5	(17.0)	25.4
稅後純益	2.1	(23.3)	(24.9)	(28.5)	(9.4)	18.4	29.3	59.4	70.4	(20.2)	24.8

資料來源：公司資料，凱基預估





# 聯發科

(2454.TW/2454 TT)

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

## 增加持股 · 維持

收盤價 November 29 (NT\$)	948
12 個月目標價 (NT\$)	956
前次目標價 (NT\$)	956
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	0.8

## 焦點內容

- 經歷了連續三年出貨量衰退後，全球智慧型手機市場將在 2024 年看到健康的個位數出貨量成長，這將為聯發科的復甦鋪路。
- 公司有望受益於邊緣 AI 運算所驅動的智慧型手機產品升級/換機週期之潛在加速。

## 交易資料表

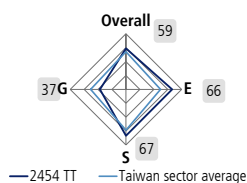
市值：(NT\$bn/US\$m)	1,516 / 48,116
流通在外股數 (百萬股)：	1,600
外資持有股數 (百萬股)：	949
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.30
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	625 – 948

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	33.5	28.5	33
相對表現 (%)	29	24.1	14.9

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	21.02A	22.39A	19.54A	11.67A
2023	10.64A	10.07A	11.64A	13.00F
2024	12.13F	13.23F	14.98F	15.81F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

## 凱基投顧

劉明龍, CFA  
886.2.2181.8741  
michaelliu@kgi.com

黃韋中  
886.2.2181.8749  
josh.huang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 2024 年健康復甦

### 重要訊息

我們預計當前的庫存回補需求將持續到 1Q24，且在經歷了連續三年出貨量衰退後，全球智慧型手機市場將在 2024 年看到健康的個位數出貨量成長，這將為聯發科的復甦鋪路。

### 評論及分析

**庫存回補需求將持續到 1Q24。** 近幾個月 5G 與 4G 智慧型手機庫存回補需求已然浮現，我們預計這將持續到 1Q24。我們當前預估 2024 年全球智慧型手機出貨量將看到健康的個位數出貨量成長，並預計聯發科 2024 年 5G 智慧型手機出貨量為 1.7-1.8 億台，對比 2023 年為 1.5-1.6 億台。據此，我們預估公司 2024 年營收與每股盈餘將分別為 5,052 億元(年增 17.7%)，及 56.16 元(年增 23.8%)。

**長期將受益於邊緣 AI 運算。** 儘管行動 AI 運算可能不會在短期內顯著貢獻聯發科營收與獲利，但我們相信裝置中的 AI 運算將需要更強大的 AI 引擎運行裝置中的 AI 應用程式。這將在長期推動行動 SoC 矽含量顯著成長，提升整體行動與 AIoT 之產品均價，並提高其結構性獲利能力，同時增強公司在智慧型行動運算業務中的價值。公司還有望受益於邊緣 AI 運算所驅動的智慧型手機產品升級/換機週期之潛在加速。

### 投資建議

鑑於其健康之短中期前景，我們對公司持正向看法，係因智慧型手機需求情緒轉佳與毛利率前景穩定。此外，公司還有望受益於邊緣 AI 運算所驅動的智慧型手機產品升級/換機週期之潛在加速。我們維持「增加持股」評等，目標價為 956 元，係基於 17 倍 2024 年每股盈餘預估換算得出。

### 投資風險

庫存修正較預期緩慢；5G 智慧型手機需求降溫；5G 智慧型手機市佔流失。

## 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	322,146	493,415	548,796	429,243	505,155
營業毛利 (NT\$百萬)	141,536	231,605	270,904	203,449	236,137
營業利益 (NT\$百萬)	43,219	108,040	126,788	68,092	94,071
稅後淨利 (NT\$百萬)	40,917	111,421	118,141	71,961	89,151
每股盈餘 (NT\$)	26.01	70.56	74.59	45.35	56.16
每股現金股利 (NT\$)	37.00	73.00	76.00	52.64	61.36
每股盈餘成長率 (%)	77.0	171.3	5.7	(39.2)	23.8
本益比 (x)	36.5	13.4	12.7	20.9	16.9
股價淨值比 (x)	4.1	3.5	3.4	3.7	3.6
EV/EBITDA (x)	16.4	7.8	6.7	10.0	7.6
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.9	7.7	8.0	5.6	6.5
股東權益報酬率 (%)	12.0	27.7	27.1	16.9	21.5

資料來源：公司資料，凱基預估

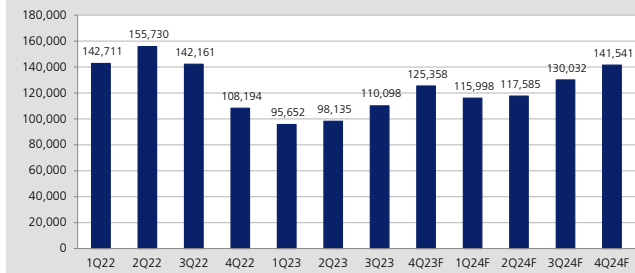
**圖 1：公司概況**

聯發科成立於 1997 年，為全球前五大無晶圓廠 IC 設計業者之一，專精無線通訊和數位多媒體的系統級晶片(SoC)解決方案。公司在先進的無線通訊 SoC 系統解決方案、高解析度電視、光儲存、DVD 和藍光產品方面居領導地位。公司也提供相關產品設計、測試、維修和技術諮詢服務。聯發科總部位於新竹科學園區，並在中國、新加坡、印度、日本、韓國、美國、丹麥和英國設有銷售和研發子公司。2021 年員工人數約 2 萬人。

資料來源：公司資料，凱基

**圖 3：季營業收入**

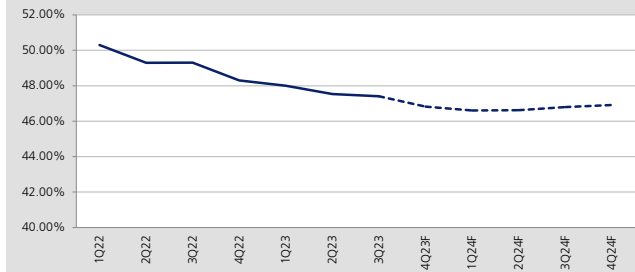
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 5：毛利率**

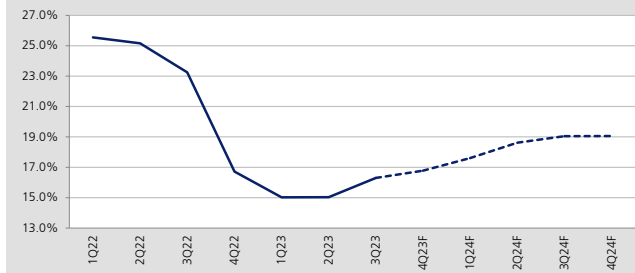
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 7：營業利潤率**

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 2：聯發科外資持股 vs. 股價走勢**

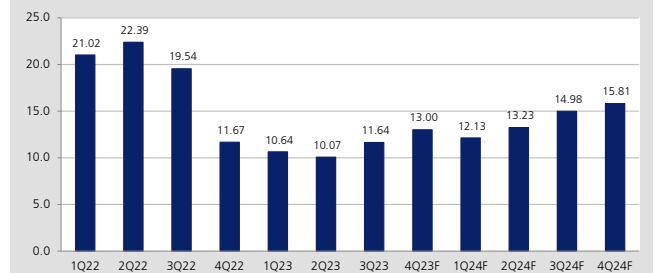
外資持股，百分比(左軸)；股價，元(右軸)



資料來源：TEJ，凱基

**圖 4：每股盈利**

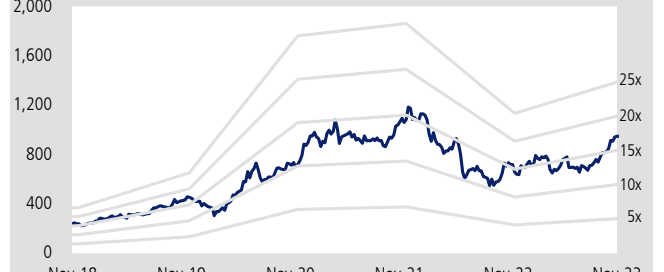
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 6：未來一年預估本益比區間**

股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

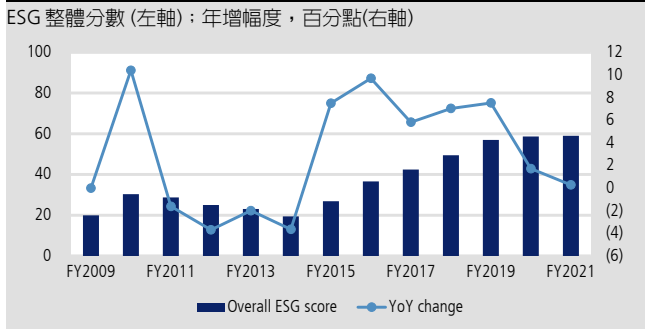
**圖 8：未來一年預估股價淨值比區間**

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



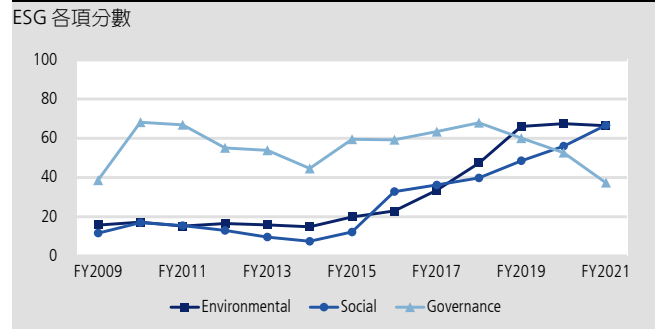
資料來源：TEJ，凱基預估

圖 9：ESG 整體分數



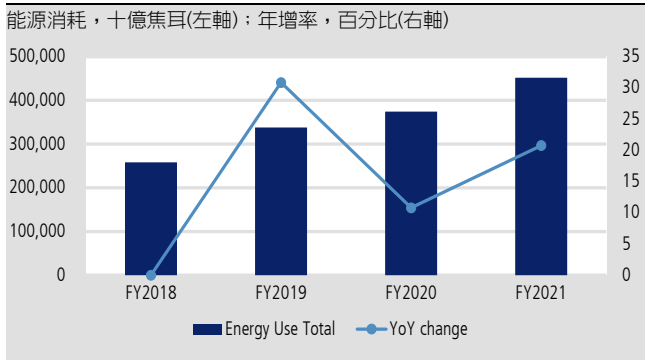
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 10：ESG 各項分數



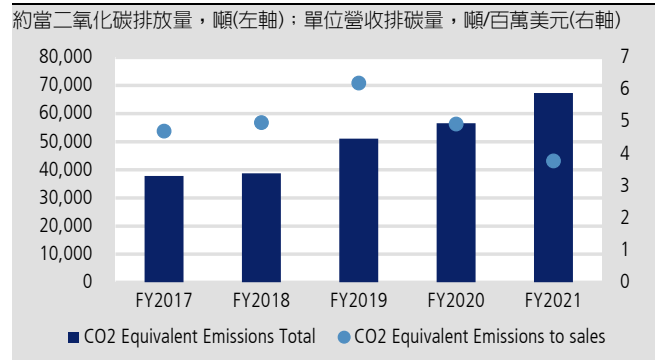
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 11：能源消耗



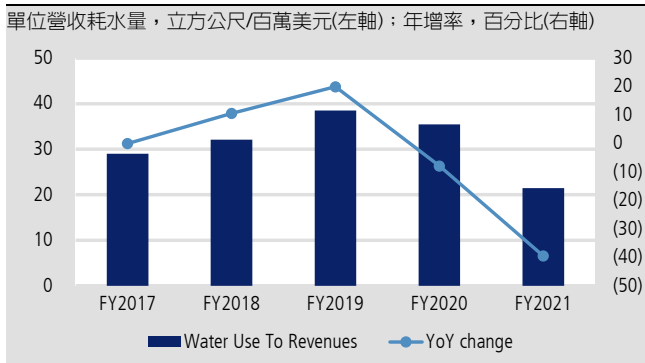
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：碳排放量



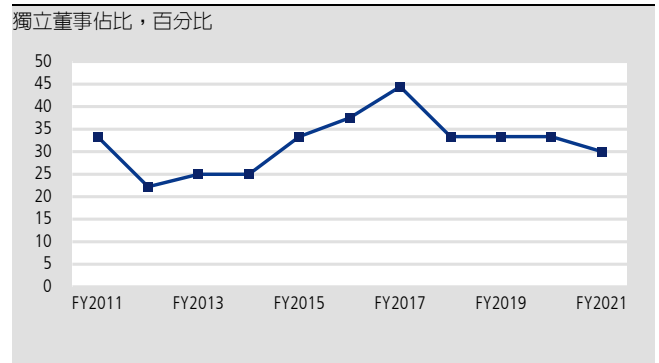
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：耗水量



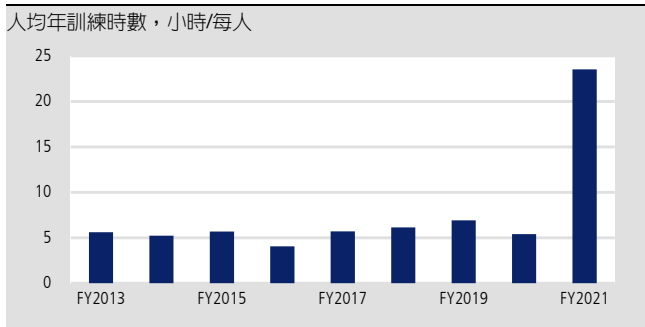
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：獨立董事



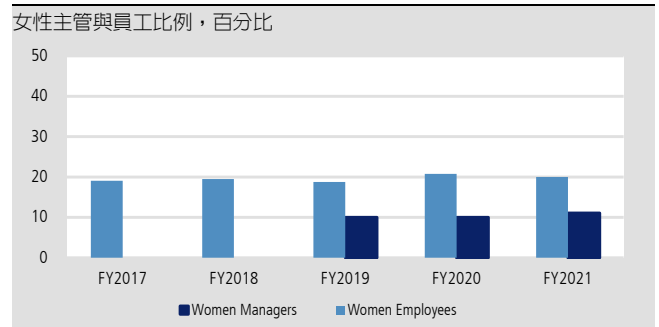
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：員工訓練



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：性別多樣性



資料來源：Refinitiv，公司資料

**ESG 圖表定義**

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產) - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	聯發科對其辦公大樓與內部管理流程進行了碳足跡驗證。
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數	公司已揭露 2019-20 年留存率，且人力資源部推出薪酬更優渥之創新計劃以留住人才。
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展) - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，公司資料，凱基

## 損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>95,652</b>	<b>98,135</b>	<b>110,098</b>	<b>125,358</b>	<b>115,998</b>	<b>117,585</b>	<b>130,032</b>	<b>141,541</b>	<b>548,796</b>	<b>429,243</b>	<b>505,155</b>
營業成本	(49,739)	(51,489)	(57,905)	(66,660)	(61,936)	(62,764)	(69,176)	(75,143)	(277,892)	(225,794)	(269,018)
<b>營業毛利</b>	<b>45,912</b>	<b>46,646</b>	<b>52,192</b>	<b>58,698</b>	<b>54,062</b>	<b>54,821</b>	<b>60,855</b>	<b>66,398</b>	<b>270,904</b>	<b>203,449</b>	<b>236,137</b>
營業費用	(31,543)	(31,896)	(34,248)	(37,670)	(33,639)	(32,924)	(36,084)	(39,419)	(144,116)	(135,357)	(142,066)
<b>營業利益</b>	<b>14,369</b>	<b>14,751</b>	<b>17,944</b>	<b>21,028</b>	<b>20,423</b>	<b>21,898</b>	<b>24,772</b>	<b>26,979</b>	<b>126,788</b>	<b>68,092</b>	<b>94,071</b>
折舊	(2,794)	(2,428)	(2,889)	(2,966)	(3,153)	(3,153)	(3,153)	(3,153)	(9,282)	(11,077)	(12,612)
攤提	(1,522)	(1,791)	(1,924)	(2,142)	(2,092)	(2,092)	(2,092)	(2,092)	(5,697)	(7,379)	(8,368)
<b>EBITDA</b>	<b>18,685</b>	<b>18,970</b>	<b>22,757</b>	<b>26,136</b>	<b>25,668</b>	<b>27,143</b>	<b>30,017</b>	<b>32,224</b>	<b>141,768</b>	<b>86,547</b>	<b>115,051</b>
利息收入	1,391	1,885	1,664	876	749	1,207	1,428	286	3,218	5,816	3,670
投資利益淨額	3,116	1,165	1,124	500	320	330	330	350	3,281	5,905	1,330
其他營業外收入	443	1,157	762	1,000	600	650	700	800	3,438	3,362	2,750
<b>總營業外收入</b>	<b>4,950</b>	<b>4,208</b>	<b>3,549</b>	<b>2,376</b>	<b>1,669</b>	<b>2,187</b>	<b>2,458</b>	<b>1,436</b>	<b>9,937</b>	<b>15,083</b>	<b>7,750</b>
利息費用	(36)	(38)	(253)	(38)	(38)	(38)	(38)	(38)	(371)	(366)	(153)
投資損失	(108)	108	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(70)	(658)	(248)	-	-	-	-	-	(794)	(976)	-
<b>總營業外費用</b>	<b>(215)</b>	<b>(588)</b>	<b>(501)</b>	<b>(38)</b>	<b>(38)</b>	<b>(38)</b>	<b>(38)</b>	<b>(38)</b>	<b>(1,165)</b>	<b>(1,342)</b>	<b>(153)</b>
<b>稅前純益</b>	<b>19,104</b>	<b>18,370</b>	<b>20,993</b>	<b>23,365</b>	<b>22,054</b>	<b>24,046</b>	<b>27,192</b>	<b>28,376</b>	<b>135,561</b>	<b>81,832</b>	<b>101,668</b>
所得稅費用[利益]	(2,213)	(2,351)	(2,424)	(2,570)	(2,646)	(2,885)	(3,263)	(3,121)	(16,936)	(9,559)	(11,916)
少數股東損益	(17)	(54)	(91)	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)	(484)	(312)	(600)
<b>非常項目前稅後純益</b>	<b>16,874</b>	<b>15,965</b>	<b>18,478</b>	<b>20,645</b>	<b>19,257</b>	<b>21,010</b>	<b>23,779</b>	<b>25,105</b>	<b>118,141</b>	<b>71,961</b>	<b>89,151</b>
非常項目	(0)	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>16,874</b>	<b>15,965</b>	<b>18,478</b>	<b>20,645</b>	<b>19,257</b>	<b>21,010</b>	<b>23,779</b>	<b>25,105</b>	<b>118,141</b>	<b>71,961</b>	<b>89,151</b>
每股盈餘 (NT\$)	10.64	10.07	11.64	13.00	12.13	13.23	14.98	15.81	74.59	45.35	56.16
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	48.0	47.5	47.4	46.8	46.6	46.6	46.8	46.9	49.4	47.4	46.7
營業利益率	15.0	15.0	16.3	16.8	17.6	18.6	19.1	19.1	23.1	15.9	18.6
EBITDA Margin	19.5	19.3	20.7	20.8	22.1	23.1	23.1	22.8	25.8	20.2	22.8
稅前純益率	20.0	18.7	19.1	18.6	19.0	20.4	20.9	20.0	24.7	19.1	20.1
稅後純益率	17.6	16.3	16.8	16.5	16.6	17.9	18.3	17.7	21.5	16.8	17.6
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(11.6)	2.6	12.2	13.9	(7.5)	1.4	10.6	8.9			
營業毛利	(12.1)	1.6	11.9	12.5	(7.9)	1.4	11.0	9.1			
營業收益增長	(20.6)	2.7	21.7	17.2	(2.9)	7.2	13.1	8.9			
EBITDA	(16.3)	1.5	20.0	14.8	(1.8)	5.7	10.6	7.4			
稅前純益	(9.3)	(3.8)	14.3	11.3	(5.6)	9.0	13.1	4.4			
稅後純益	(8.7)	(5.4)	15.7	11.7	(6.7)	9.1	13.2	5.6			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	(33.0)	(37.0)	(22.6)	15.9	21.3	19.8	18.1	12.9	11.2	(21.8)	17.7
營業毛利	(36.0)	(39.2)	(25.5)	12.3	17.8	17.5	16.6	13.1	17.0	(24.9)	16.1
營業收益	(60.6)	(62.4)	(45.7)	16.3	42.1	48.5	38.0	28.3	17.4	(46.3)	38.2
EBITDA	(52.9)	(55.6)	(38.5)	17.0	37.4	43.1	31.9	23.3	19.5	(39.0)	32.9
稅前純益	(49.7)	(55.1)	(41.0)	11.0	15.4	30.9	29.5	21.4	6.9	(39.6)	24.2
稅後純益	(49.3)	(54.9)	(40.3)	11.7	14.1	31.6	28.7	21.6	6.0	(39.1)	23.9

資料來源：公司資料，凱基預估





# 譜瑞-KY

(4966.TWO/4966 TT)



## 增加持股 · 維持

收盤價 November 29 (NT\$)	1,075
12 個月目標價 (NT\$)	1,250
前次目標價 (NT\$)	1,250
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	16.3

## 焦點內容

- 我們預估 2024 年全球 PC/NB 出貨量將健康年增 5-10%，並為譜瑞-KY 營運復甦鋪路。
- 我們認為譜瑞-KY 將隨需求趨於正常化而重拾規格升級動能。
- 預估公司 2024 年營收與每股盈餘將分別年增 33% 與 96% 至 182 億元與 49.87 元。

## 交易資料表

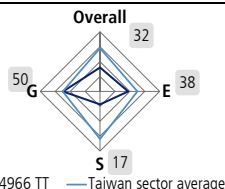
市值：(NT\$bn/US\$mn)	87.31 / 2,770
流通在外股數 (百萬股)：	81.22
外資持有股數 (百萬股)：	44.43
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.15
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	773 -1,210

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	24.1	1.9	37.5
相對表現 (%)	19.6	-2.5	19.4

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	20.91A	22.51A	12.38A	5.69A
2023	4.51A	5.44A	7.71A	7.73F
2024	7.43F	9.76F	16.49F	16.20F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

## 凱基投顧

劉宇程

886.2.2181.8727

lucas.liu@kgi.com

劉明龍, CFA

886.2.2181.8741

michaelliu@kgi.com

許芝瑄

886.2.2181.8016

Serena.Hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 營運重返成長軌道

### 重要訊息

我們預期譜瑞-KY 營運將重返成長軌道，並由數項關鍵動能所驅動，分別為：(1) 2024 年全球 PC/NB 出貨量將健康年增 5-10%；(2) OLED 顯示器市場擴張，將提振公司 DisplayPort 業務營收；及(3) USB4 與 PCIe 5.0 規格升級，將強化公司高速傳輸介面業務。

### 評論及分析

**PC/NB 出貨量健康復甦，而 AI PC/NB 將強化營運。** 過去兩季 PC/NB 庫存回補需求回升，我們預期此趨勢將延續至 4Q23。此外，我們預估 2024 年全球 PC/NB 出貨量將健康年增 5-10%。據此，我們預計 2024 年需求將穩健回升，並為譜瑞-KY 營運復甦鋪路，助益其顯示器與高速傳輸介面解決方案業務。另外，儘管目前邊緣 AI 應用仍有限，但我們預期邊緣 AI 運算平台(目前由 Microsoft (美)、Intel (美)、AMD (美)和 PC OEM 業者所定義)將帶動 PC 升級循環，且 2024-25 年前述趨勢將加速 USB4 retimer 之轉換，並配合相關平台升級，並促進週邊設備之規格提升。

**重拾規格升級動能。** 我們認為譜瑞-KY 將隨需求趨於正常化而重拾規格升級動能，尤其係高速傳輸介面領域(包括 USB4、PCIe 5.0、HDMI 2.1 及 DP 2.1)，將支撐 2024-25 年營收年增與獲利復甦。顯示器業務方面，我們預期整合式解決方案如 TCON (整合觸控 IC 之 TCON)、TED (整合源極驅動 IC 之 TCON)及 tTED (整合源極驅動 IC 及觸控 IC 之 TCON)將為譜瑞-KY 之營運挹注動能。而公司之搭售策略，即 SIPI 源極驅動 IC 與 TCON 前景亦正向。此外，我們亦樂觀看待 Standard-plus 客戶更多產品採用 OLED 顯示器(自平板擴展至 PC/NB)。我們預計譜瑞-KY 將受惠前述規格升級趨勢，並長期支撐其營收與毛利率。

### 投資建議

我們認為上述動能將提振譜瑞-KY 2024 年營收展望，並預估公司 2024 年營收與每股盈餘將分別年增 33% 與 96% 至 182 億元與 49.87 元。我們維持「增加持股」評等，目標價為 1,250 元，係基於 25 倍 2024 年每股盈餘預估換算得出。

### 投資風險

PC/NB 需求疲弱；高速介面 IC 競爭加劇。

## 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	15,280	19,995	20,055	13,662	18,164
營業毛利 (NT\$百萬)	6,732	9,531	9,316	6,000	8,125
營業利益 (NT\$百萬)	3,684	5,830	5,267	1,957	4,098
稅後淨利 (NT\$百萬)	3,506	5,245	4,898	2,008	3,956
每股盈餘 (NT\$)	44.86	66.29	61.35	25.42	49.87
每股現金股利 (NT\$)	21.74	32.42	30.77	12.67	24.88
每股盈餘成長率 (%)	42.2	47.8	(7.5)	(58.6)	96.2
本益比 (x)	24.0	16.2	17.5	42.3	21.6
股價淨值比 (x)	6.8	6.0	4.9	4.3	3.7
EV/EBITDA (x)	18.2	11.6	13.3	28.7	14.8
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.0	3.0	2.9	1.2	2.3
股東權益報酬率 (%)	29.3	38.6	30.4	10.5	17.9

資料來源：公司資料，凱基預估

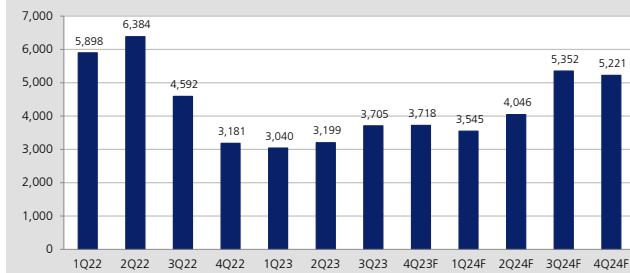
### 圖 1：公司概况

成立於 2005 年並於 2011 年上櫃交易的譜瑞-KY 是混合訊號 IC 設計廠中的佼佼者，產品用於各種顯示與高速介面標準下的電腦、消費性電子產品與顯示面板中。總部設於加州矽谷而設計中心則位於上海，譜瑞-KY 另外設有子公司於南京與首爾，分公司則開立於香港與台灣。作為 VESA 的共同創辦人與現任的董事，譜瑞-KY 參與了 DP 與 eDP 的標準開發。

資料來源：公司資料，凱基

### 圖 3：季營業收入

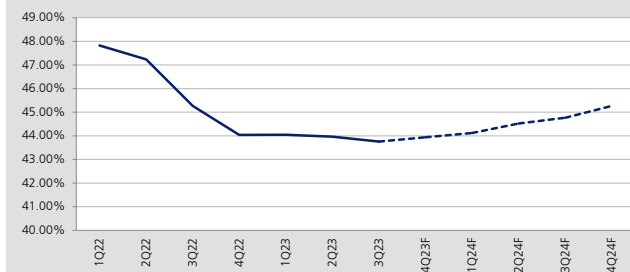
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

### 圖 5：毛利率

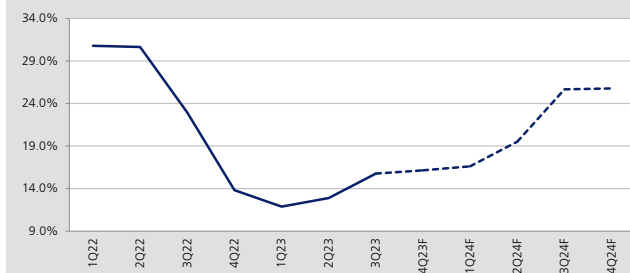
毛利率，百分比



資料來源：凱基

### 圖 7：營業利潤率

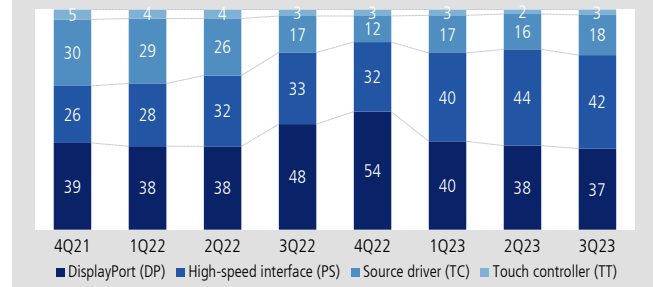
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

### 圖 2：營收佔比

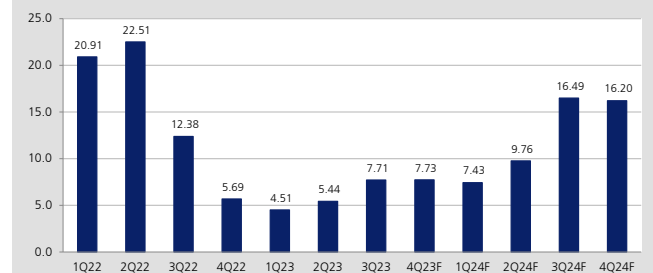
營收按事業群，百分比



資料來源：公司資料，凱基

### 圖 4：每股盈利

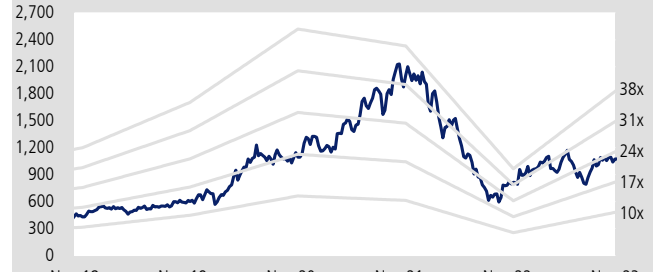
每股盈利，元



資料來源：凱基

### 圖 6：未來一年預估本益比區間

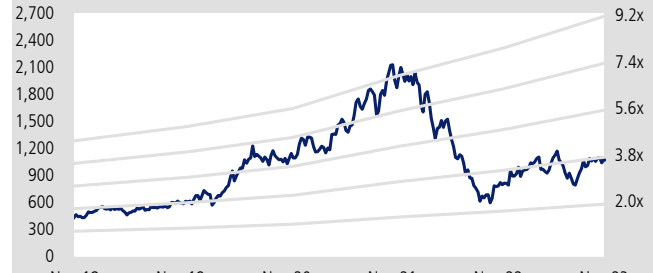
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

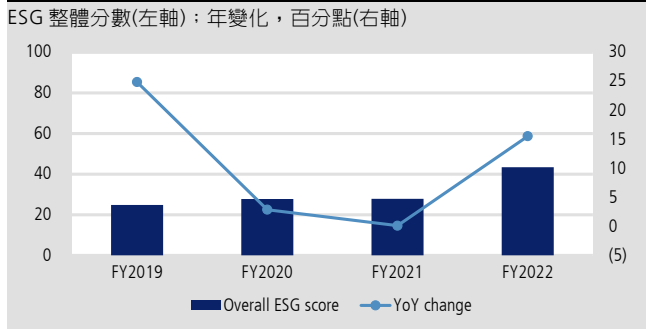
### 圖 8：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



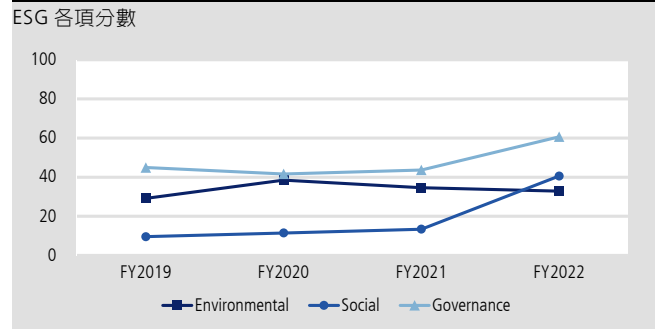
資料來源：TEJ，凱基預估

圖 9：ESG 整體分數



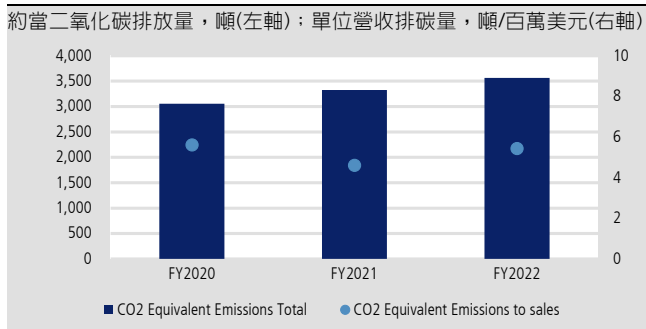
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 10：ESG 各項分數



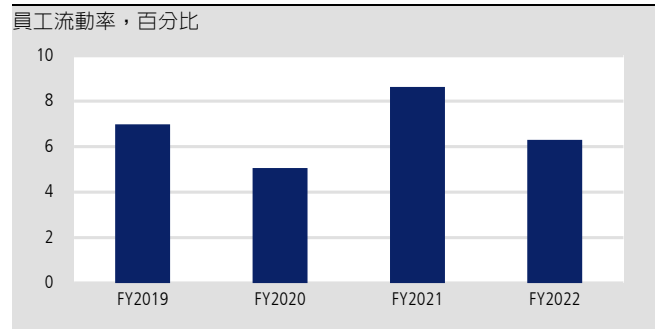
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 11：碳排量



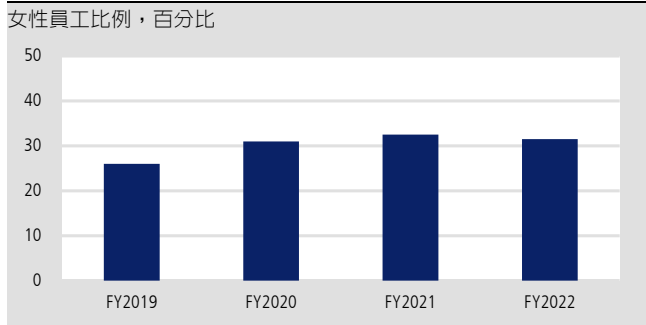
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：員工流動率



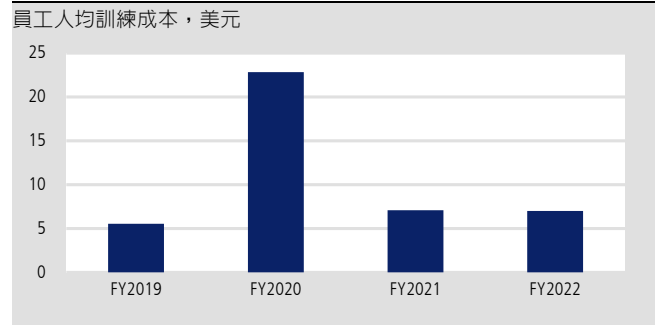
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：性別多樣性



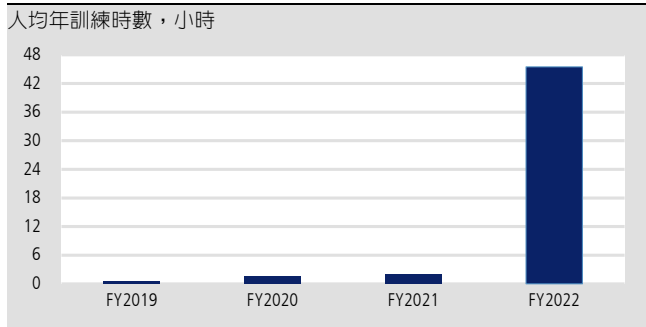
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：員工人均訓練成本



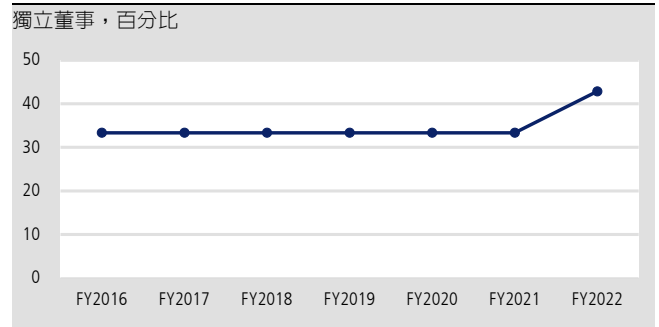
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：人均訓練時數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：獨立董事



資料來源：Refinitiv，公司資料

## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產) - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	譜瑞-KY 首次於 2020 年 CSR 報告書中揭露該資訊。
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	譜瑞-KY 首次於 2020 年 CSR 報告書中揭露該資訊。
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展) - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，公司資料，凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	3,040	3,199	3,705	3,718	3,545	4,046	5,352	5,221	20,055	13,662	18,164
營業成本	(1,701)	(1,793)	(2,084)	(2,085)	(1,981)	(2,245)	(2,956)	(2,857)	(10,740)	(7,662)	(10,039)
營業毛利	1,339	1,406	1,621	1,634	1,564	1,801	2,396	2,363	9,316	6,000	8,125
營業費用	(978)	(994)	(1,037)	(1,034)	(975)	(1,011)	(1,022)	(1,018)	(4,049)	(4,043)	(4,027)
營業利益	361	412	584	600	589	790	1,374	1,345	5,267	1,957	4,098
折舊	(80)	(91)	(82)	(103)	(147)	(150)	(155)	14	(313)	(356)	(438)
攤提	(82)	(88)	(88)	(100)	(117)	(117)	(117)	(48)	(341)	(357)	(400)
EBITDA	523	591	754	803	853	1,057	1,645	1,379	5,921	2,671	4,935
利息收入	46	43	61	67	52	55	62	65	64	218	233
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	3	1	0	-	-	-	-	-	4	-	-
總營業外收入	49	44	61	67	52	55	62	65	68	218	233
利息費用	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(10)	19	14	10	10	10	10	10	40	37	40
總營業外費用	(10)	19	14	10	10	10	10	10	40	37	40
稅前純益	400	475	660	677	651	855	1,445	1,420	5,375	2,212	4,371
所得稅費用[利益]	(46)	(46)	(48)	(64)	(62)	(81)	(137)	(135)	(477)	(204)	(415)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	353	429	612	613	589	774	1,308	1,285	4,898	2,008	3,956
非常項目	0	(0)	0	-	-	-	-	-	-	(0)	-
稅後淨利	353	429	612	613	589	774	1,308	1,285	4,898	2,008	3,956
每股盈餘 (NT\$)	4.51	5.44	7.71	7.73	7.43	9.76	16.49	16.20	61.35	25.42	49.87
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	44.0	44.0	43.8	43.9	44.1	44.5	44.8	45.3	46.5	43.9	44.7
營業利率率	11.9	12.9	15.8	16.1	16.6	19.5	25.7	25.8	26.3	14.3	22.6
EBITDA Margin	17.2	18.5	20.3	21.6	24.1	26.1	30.7	26.4	29.5	19.5	27.2
稅前純益率	13.1	14.9	17.8	18.2	18.4	21.1	27.0	27.2	26.8	16.2	24.1
稅後純益率	11.6	13.4	16.5	16.5	16.6	19.1	24.4	24.6	24.4	14.7	21.8
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(4.5)	5.3	15.8	0.4	(4.7)	14.1	32.3	(2.5)			
營業毛利	(4.4)	5.0	15.3	0.8	(4.3)	15.2	33.0	(1.4)			
營業收益增長	(17.9)	14.2	41.6	2.8	(1.8)	34.0	73.9	(2.1)			
EBITDA	(14.2)	13.0	27.6	6.5	6.3	23.9	55.6	(16.2)			
稅前純益	(19.4)	19.0	38.7	2.7	(3.9)	31.3	69.0	(1.8)			
稅後純益	(22.2)	21.5	42.6	0.2	(3.9)	31.3	69.0	(1.8)			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	(48.5)	(49.9)	(19.3)	16.9	16.6	26.5	44.4	40.4	0.3	(31.9)	32.9
營業毛利	(52.5)	(53.4)	(22.0)	16.6	16.8	28.1	47.8	44.7	(2.3)	(35.6)	35.4
營業收益	(80.1)	(78.9)	(44.6)	36.5	63.2	91.5	135.2	124.2	(9.7)	(62.8)	109.4
EBITDA	(73.4)	(72.2)	(38.2)	31.7	63.2	78.9	118.2	71.8	(9.5)	(54.9)	84.8
稅前純益	(78.0)	(75.9)	(39.5)	36.6	62.9	79.8	119.1	109.6	(7.5)	(58.8)	97.6
稅後純益	(78.7)	(76.1)	(38.3)	35.0	66.8	80.3	113.7	109.6	(6.6)	(59.0)	97.0

資料來源：公司資料，凱基預估



# 世芯-KY

(3661.TW/3661 TT)

## 2024-25 年前景更趨樂觀

### 增加持股 · 維持

收盤價 November 29 (NT\$)	3,050
12 個月目標價 (NT\$)	3,520
前次目標價 (NT\$)	3,520
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	15.4

### 焦點內容

- 我們已見到正向之 AI ASIC 出貨量前景，特別係來自美系超大型雲端服務提供商及 IDM 客戶。
- 除了 AI ASIC 專案出貨量之潛在成長之外，投資人也應注意來自不同用領域之各種大型專案，預計有望帶來顯著之營收貢獻。
- 我們正向看待其於客製化 AI 與車用 ASIC 領域之領先地位。

### 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	226.1 / 7,175
流通在外股數 (百萬股)：	74.14
外資持有股數 (百萬股)：	46.50
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.72
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	750 - 3,285

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	22.5	83.7	238.1
相對表現 (%)	18	79.3	220

### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	6.32A	6.01A	6.20A	7.20A
2023	8.09A	10.16A	12.03A	14.88F
2024	15.03F	15.81F	17.75F	22.19F

### 股價圖



資料來源：TEJ

### 凱基投顧

劉宇程

886.2.2181.8727

lucas.liu@kgi.com

劉明龍, CFA

886.2.2181.8741

michaelliu@kgi.com

許芝瑄

886.2.2181.8016

Serena.Hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

### 重要訊息

我們看好世芯-KY 2024 年營收和獲利成長，主要動能來自：(1) 台積電(2330 TT，NT\$574，增加持股) CoWoS 產能支持已有所改善，且美系超大型雲端服務提供商及 IDM 客戶對 AI ASIC 需求強勁；(2) 3nm 專案進展順利；(3) 車用專案前景正向；及(4) 於不同應用領域擁有數項大型專案。

### 評論及分析

**2024 年展望樂觀。**我們已見到正向之 AI ASIC 出貨量前景，特別係來自美系超大型雲端服務提供商及 IDM 客戶，並預期上述提及之客戶將於 2024 年分別成為公司之前兩大客戶。雖然 2024 年 CoWoS 產能仍為公司年營收成長率之關鍵因素，世芯-KY 表示台積電對於其美系超大型雲端服務提供商專案之 CoWoS 產能支持已有所改善，而公司仍在為其他客戶尋求更多產能。3nm 專案方面，管理層給予正面之進展，目前取得 2-3 項專案之 Design-win，並表示全部來自超大型雲端服務提供商。除了 AI ASIC 專案出貨量之潛在成長之外，投資人也應注意來自消費性電子產品、行動/智慧裝置、Stationary PC 應用領域之各種大型專案，預計有望帶來顯著之營收貢獻，並助益毛利率提升。我們 2024 年預估營收為 399 億元(年增 36%)。

**計畫發行 3.5 億美元之海外存託憑證。**世芯-KY 規畫發行海外存託憑證，用以籌資 3.5 億美元，係因主要美系客戶之需求提升，且採用 CoWoS 封裝之 AI ASIC 產品生產、交貨週期較長。管理層指出，隨著多項專案進入生產階段將可能出現現金短缺之情形，在評估利率與及時之融資需求後，公司選擇採用發行海外存託憑證融資，並預計稀釋率為 5%。不過，管理層強調此舉將鞏固公司之財務基礎並充實營運資金，使公司更有能力於未來數年獲取大規模之 AI 專案。

### 投資建議

我們預計世芯-KY 於 2023-25 年擁有出色的成長潛力，且由於多項成功的設計業績與強勁之 ASIC 需求，公司於 AI 與車用領域持續鞏固其市場地位，並預估 2023-25 年獲利年複合成長率將為 40%。世芯-KY 為我們於設計服務產業之首選。我們正向看待其於客製化 AI 與車用 ASIC 領域之領先地位。我們維持「增加持股」評等，目標價為 3,520 元，係基於 50 倍 2024 年每股盈餘預估換算得出。

### 投資風險

競爭加劇；中美衝突或美對中限制加劇；需求降溫。

### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	10,428	13,725	29,377	39,869	46,267
營業毛利 (NT\$百萬)	3,563	4,430	6,748	9,788	11,448
營業利益 (NT\$百萬)	1,828	2,311	3,764	6,357	7,590
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,490	1,834	3,305	5,503	6,476
每股盈餘 (NT\$)	21.34	25.69	44.74	70.77	83.27
每股現金股利 (NT\$)	11.14	12.92	22.50	35.58	41.87
每股盈餘成長率 (%)	56.8	20.4	74.1	58.2	17.7
本益比 (x)	142.9	118.7	68.2	43.1	36.6
股價淨值比 (x)	20.8	16.9	11.7	9.6	8.2
EV/EBITDA (x)	60.1	47.4	36.1	20.9	17.8
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.4	0.4	0.7	1.2	1.4
股東權益報酬率 (%)	20.9	15.7	20.9	26.7	26.4

資料來源：公司資料，凱基預估

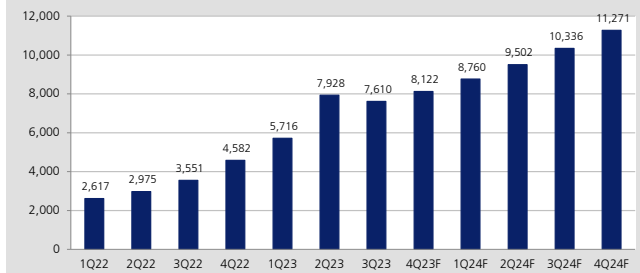
圖 1：公司概況

世芯-KY 成立於 2003 年，專精於提供高複雜度 ASIC 和 SoC 設計(尤其是後段設計)與生產服務解決方案。公司多年來深耕 IC 設計服務領域，團隊主要延攬來自於美國矽谷和日本的 IC 設計專家。世芯-KY 總部位於台北，並於新竹設有 ASIC 製造中心。基於全球佈局策略，公司在中國、日本和美國設有分部。

資料來源：公司資料，凱基

圖 3：季營業收入

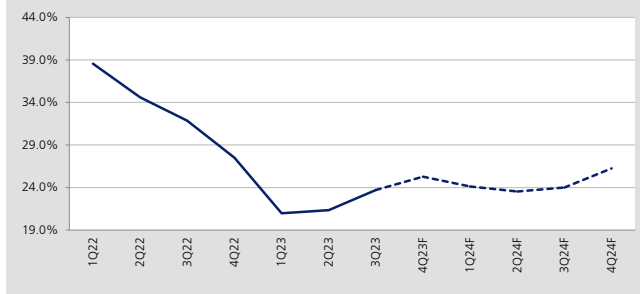
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

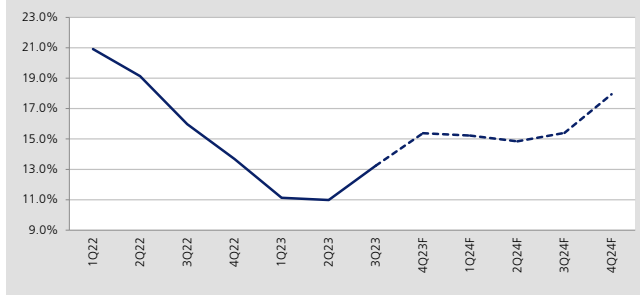
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 7：營業利潤率

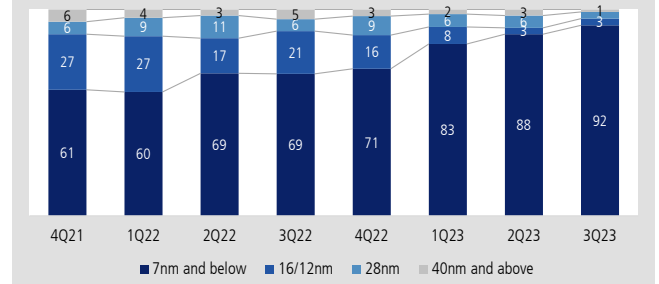
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 2：營收佔比(按製程)

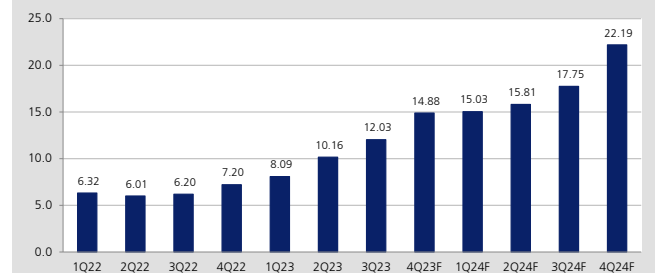
營收比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：每股盈利

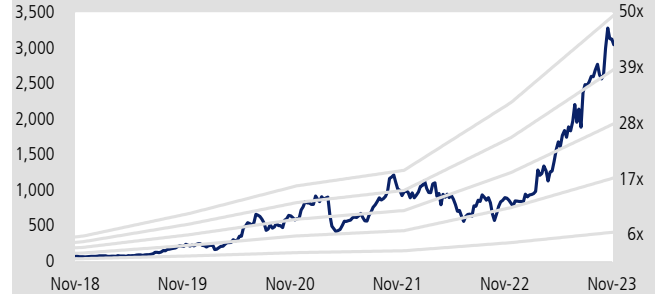
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 6：未來一年預估本益比區間

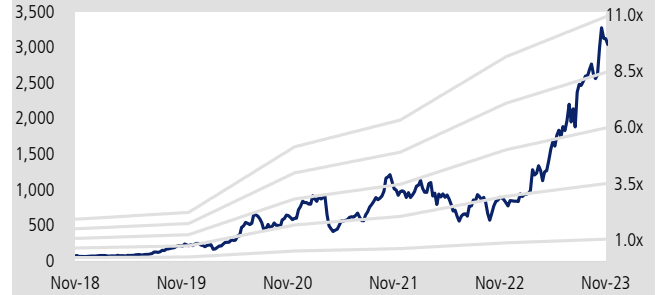
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 8：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估



## 損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>5,716</b>	<b>7,928</b>	<b>7,610</b>	<b>8,122</b>	<b>8,760</b>	<b>9,502</b>	<b>10,336</b>	<b>11,271</b>	<b>29,377</b>	<b>39,869</b>	<b>46,267</b>
營業成本	(4,518)	(6,236)	(5,806)	(6,069)	(6,647)	(7,265)	(7,855)	(8,314)	(22,629)	(30,081)	(34,819)
<b>營業毛利</b>	<b>1,199</b>	<b>1,692</b>	<b>1,804</b>	<b>2,053</b>	<b>2,113</b>	<b>2,237</b>	<b>2,481</b>	<b>2,958</b>	<b>6,748</b>	<b>9,788</b>	<b>11,448</b>
營業費用	(562)	(821)	(796)	(804)	(780)	(827)	(889)	(936)	(2,984)	(3,431)	(3,859)
<b>營業利益</b>	<b>636</b>	<b>871</b>	<b>1,008</b>	<b>1,249</b>	<b>1,333</b>	<b>1,410</b>	<b>1,592</b>	<b>2,022</b>	<b>3,764</b>	<b>6,357</b>	<b>7,590</b>
折舊	(248)	(283)	(317)	(352)	(466)	(466)	(466)	(466)	(1,199)	(1,863)	(2,375)
攤提	(42)	(118)	(142)	(580)	(608)	(608)	(608)	(608)	(881)	(2,431)	(2,397)
<b>EBITDA</b>	<b>926</b>	<b>1,271</b>	<b>1,466</b>	<b>2,180</b>	<b>2,407</b>	<b>2,484</b>	<b>2,665</b>	<b>3,095</b>	<b>5,844</b>	<b>10,651</b>	<b>12,362</b>
利息收入	61	74	114	119	129	130	136	146	368	541	540
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	4	2	13	17	10	10	10	10	36	39	38
<b>總營業外收入</b>	<b>65</b>	<b>77</b>	<b>127</b>	<b>136</b>	<b>139</b>	<b>140</b>	<b>146</b>	<b>155</b>	<b>404</b>	<b>580</b>	<b>578</b>
利息費用	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(6)	(10)	(8)
投資損失	-	-	(5)	-	-	-	-	-	(5)	-	-
其他營業外費用	29	(25)	7	8	8	8	8	8	19	31	30
<b>總營業外費用</b>	<b>28</b>	<b>(26)</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>21</b>	<b>22</b>
<b>稅前純益</b>	<b>729</b>	<b>922</b>	<b>1,135</b>	<b>1,390</b>	<b>1,478</b>	<b>1,555</b>	<b>1,743</b>	<b>2,182</b>	<b>4,176</b>	<b>6,958</b>	<b>8,189</b>
所得稅費用[利益]	(148)	(187)	(250)	(292)	(310)	(327)	(366)	(458)	(877)	(1,461)	(1,720)
少數股東損益	1	1	3	1	1	1	3	1	6	6	6
<b>非常項目前稅後純益</b>	<b>582</b>	<b>735</b>	<b>888</b>	<b>1,099</b>	<b>1,169</b>	<b>1,230</b>	<b>1,380</b>	<b>1,725</b>	<b>3,305</b>	<b>5,503</b>	<b>6,476</b>
非常項目	0	0	0	(0)	0	0	0	(0)	-	0	0
<b>稅後淨利</b>	<b>582</b>	<b>735</b>	<b>888</b>	<b>1,099</b>	<b>1,169</b>	<b>1,230</b>	<b>1,380</b>	<b>1,725</b>	<b>3,305</b>	<b>5,503</b>	<b>6,476</b>
每股盈餘 (NT\$)	8.09	10.16	12.03	14.88	15.03	15.81	17.75	22.19	44.74	70.77	83.27
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	21.0	21.3	23.7	25.3	24.1	23.5	24.0	26.2	23.0	24.5	24.7
營業利益率	11.1	11.0	13.2	15.4	15.2	14.8	15.4	17.9	12.8	15.9	16.4
EBITDA Margin	16.2	16.0	19.3	26.8	27.5	26.1	25.8	27.5	19.9	26.7	26.7
稅前純益率	12.8	11.6	14.9	17.1	16.9	16.4	16.9	19.4	14.2	17.5	17.7
稅後純益率	10.2	9.3	11.7	13.5	13.3	12.9	13.4	15.3	11.3	13.8	14.0
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	24.8	38.7	(4.0)	6.7	7.9	8.5	8.8	9.0			
營業毛利	(4.9)	41.2	6.6	13.8	2.9	5.9	10.9	19.2			
營業收益增長	1.5	36.9	15.7	24.0	6.7	5.8	12.9	27.0			
EBITDA	(18.5)	37.2	15.4	48.7	10.4	3.2	7.3	16.1			
稅前純益	7.0	26.4	23.2	22.5	6.3	5.3	12.0	25.2			
稅後純益	13.3	26.2	20.9	23.8	6.3	5.2	12.2	25.0			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	118.4	166.5	114.3	77.3	53.2	19.9	35.8	38.8	114.0	35.7	16.0
營業毛利	18.8	64.4	59.4	62.9	76.3	32.2	37.5	44.0	52.3	45.1	17.0
營業收益	16.2	53.0	77.6	99.3	109.5	61.9	58.0	61.9	62.9	68.9	19.4
EBITDA	(5.0)	9.9	33.1	91.8	159.8	95.4	81.8	42.0	33.7	82.3	16.1
稅前純益	28.5	69.5	92.3	104.0	102.7	68.8	53.5	57.0	75.2	66.6	17.7
稅後純益	29.9	71.7	100.3	113.8	100.6	67.3	55.3	56.9	80.2	66.5	17.7

資料來源：公司資料，凱基預估

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>13,258</b>	<b>19,738</b>	<b>26,197</b>	<b>31,439</b>	<b>35,835</b>
<b>流動資產</b>	<b>11,558</b>	<b>18,240</b>	<b>23,293</b>	<b>27,972</b>	<b>31,952</b>
現金及短期投資	8,300	6,806	11,716	12,434	15,397
存貨	1,057	9,125	7,282	9,976	10,781
應收帳款及票據	970	1,413	3,068	4,335	4,548
其他流動資產	1,230	897	1,227	1,227	1,227
<b>非流動資產</b>	<b>1,700</b>	<b>1,498</b>	<b>2,904</b>	<b>3,467</b>	<b>3,883</b>
長期投資	335	340	438	438	438
固定資產	884	710	1,247	1,811	2,226
什項資產	481	447	1,218	1,218	1,218
<b>負債總額</b>	<b>2,909</b>	<b>6,736</b>	<b>7,544</b>	<b>8,853</b>	<b>9,315</b>
<b>流動負債</b>	<b>2,839</b>	<b>6,608</b>	<b>7,321</b>	<b>8,630</b>	<b>9,092</b>
應付帳款及票據	394	1,938	2,907	4,216	4,678
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	2,445	4,670	4,414	4,414	4,414
<b>長期負債</b>	<b>70</b>	<b>128</b>	<b>223</b>	<b>223</b>	<b>223</b>
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	20	58	60	60	60
<b>股東權益總額</b>	<b>10,348</b>	<b>13,002</b>	<b>18,653</b>	<b>22,586</b>	<b>26,520</b>
普通股股本	707	719	741	780	780
保留盈餘	2,495	3,388	6,037	9,938	13,878
少數股東權益	-	9	18	12	5
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	47.3%	31.6%	114.0%	35.7%	16.0%
營業收益增長	85.2%	26.4%	62.9%	68.9%	19.4%
EBITDA	61.5%	30.1%	33.7%	82.3%	16.1%
稅後純益	78.4%	23.1%	80.2%	66.5%	17.7%
每股盈餘成長率	56.8%	20.4%	74.1%	58.2%	17.7%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	34.2%	32.3%	23.0%	24.5%	24.7%
營業利益率	17.5%	16.8%	12.8%	15.9%	16.4%
EBITDA Margin	32.2%	31.8%	19.9%	26.7%	26.7%
稅後純益率	14.3%	13.4%	11.3%	13.8%	14.0%
平均資產報酬率	13.3%	11.1%	14.4%	19.1%	19.3%
股東權益報酬率	20.9%	15.7%	20.9%	26.7%	26.4%
<b>穩定 / 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	735.0	831.9	746.3	712.1	966.7
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	133.4	(85.7)	1,150.4	729.7	1,260.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	133.4	(85.7)	1,150.4	729.7	1,260.1
流動比率 (x)	4.1	2.8	3.2	3.2	3.5
速動比率 (x)	3.7	1.4	2.2	2.1	2.3
淨負債 (NT\$百萬)	(3,849)	(4,775)	(8,595)	(9,313)	(12,276)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	21.34	25.69	44.74	70.77	83.27
每股現金盈餘 (NT\$)	4.95	(3.44)	87.25	91.81	137.41
每股淨值 (NT\$)	146.39	180.65	261.57	316.86	372.17
調整後每股淨值 (NT\$)	148.22	182.00	252.25	290.29	340.97
每股營收 (NT\$)	149.37	192.25	397.67	512.70	594.98
EBITDA/Share (NT\$)	48.12	61.20	79.10	136.97	158.97
每股現金股利 (NT\$)	11.14	12.92	22.50	35.58	41.87
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.93	0.83	1.28	1.38	1.38
應收帳款周轉天數	33.9	37.6	38.1	39.8	35.9
存貨周轉天數	56.2	358.3	117.5	121.4	113.0
應付帳款周轉天數	21.0	76.1	46.9	51.3	49.0
現金轉換周轉天數	69.2	319.8	108.7	109.9	99.9

資料來源：公司資料，凱基預估

**損益表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>10,428</b>	<b>13,725</b>	<b>29,377</b>	<b>39,869</b>	<b>46,267</b>
營業成本	(6,866)	(9,296)	(22,629)	(30,081)	(34,819)
<b>營業毛利</b>	<b>3,563</b>	<b>4,430</b>	<b>6,748</b>	<b>9,788</b>	<b>11,448</b>
營業費用	(1,735)	(2,119)	(2,984)	(3,431)	(3,859)
<b>營業利益</b>	<b>1,828</b>	<b>2,311</b>	<b>3,764</b>	<b>6,357</b>	<b>7,590</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>60</b>	<b>140</b>	<b>404</b>	<b>580</b>	<b>578</b>
利息收入	36	88	368	541	540
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	25	53	36	39	38
<b>總營業外費用</b>	<b>13</b>	<b>(68)</b>	<b>8</b>	<b>21</b>	<b>22</b>
利息費用	(3)	(3)	(6)	(10)	(8)
投資損失	-	-	(5)	-	-
其他營業外費用	15	(65)	19	31	30
<b>稅前純益</b>	<b>1,901</b>	<b>2,383</b>	<b>4,176</b>	<b>6,958</b>	<b>8,189</b>
所得稅費用[利益]	(411)	(550)	(877)	(1,461)	(1,720)
少數股東損益	-	1	6	6	6
非常項目	-	0	0	0	0
<b>稅後淨利</b>	<b>1,490</b>	<b>1,834</b>	<b>3,305</b>	<b>5,503</b>	<b>6,476</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3,360</b>	<b>4,369</b>	<b>5,844</b>	<b>10,651</b>	<b>12,362</b>
每股盈餘 (NT\$)	21.34	25.69	44.74	70.77	83.27

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>345</b>	<b>(246)</b>	<b>6,446</b>	<b>7,139</b>	<b>10,686</b>
本期純益	1,490	1,834	3,305	5,503	6,476
折舊及攤提	1,532	2,058	2,080	4,294	4,772
本期運用資金變動	(604)	(6,750)	1,156	(2,651)	(556)
其他營業資產及負債變動	(2,073)	2,611	(95)	(6)	(6)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(5,711)</b>	<b>1,476</b>	<b>(4,135)</b>	<b>(4,858)</b>	<b>(5,187)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(3,969)	2,787	(996)	-	-
本期長期投資變動	-	-	(70)	-	-
資本支出淨額	(1,342)	(1,027)	(1,875)	(2,427)	(2,791)
其他資產變動	(401)	(284)	(1,194)	(2,431)	(2,397)
<b>自由現金流</b>	<b>551</b>	<b>(4,238)</b>	<b>3,453</b>	<b>1,807</b>	<b>5,025</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>4,773</b>	<b>(766)</b>	<b>1,255</b>	<b>(1,564)</b>	<b>(2,535)</b>
長期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	5,396	-	1,998	39	-
已支付普通股股息	(465)	(846)	(903)	(1,603)	(2,535)
其他融資現金流	49	80	160	-	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(147)</b>	<b>462</b>	<b>253</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(739)</b>	<b>927</b>	<b>3,820</b>	<b>718</b>	<b>2,963</b>

**投資回報率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	66.6%	67.0%	77.0%	75.5%	75.3%
- 銷管費用/營業收入	16.6%	15.4%	10.2%	8.6%	8.3%
<b>= 營業利益率</b>	<b>17.5%</b>	<b>16.8%</b>	<b>12.8%</b>	<b>15.9%</b>	<b>16.4%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.0	0.4	0.1	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>6.5</b>	<b>2.4</b>	<b>5.2</b>	<b>4.5</b>	<b>4.7</b>
營業利益率	17.5%	16.8%	12.8%	15.9%	16.4%
x 資本周轉率	6.5	2.4	5.2	4.5	4.7
x (1 - 有效現金稅率)	78.4%	76.9%	79.0%	79.0%	79.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>89.7%</b>	<b>31.1%</b>	<b>52.4%</b>	<b>56.5%</b>	<b>60.8%</b>

資料來源：公司資料，凱基預估

CHINA  
DEVELOPMENT  
FINANCIAL

## 智原

(3035.TW/3035 TT)

## 增加持股·維持

收盤價 November 29 (NT\$)	380.0
12 個月目標價 (NT\$)	445.0
前次目標價 (NT\$)	445.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	17.1

## 焦點內容

- 我們預估公司 2024 年 IP 業務成長趨勢亮眼。
- 我們預估公司 NRE 業務將維持每年穩健取得 40-50 項專案，並預期未來數年 MP 業務將重拾成長。
- 新業務將佔 2024 年營收低個位數百分比。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	94.45 / 2,997
流通在外股數 (百萬股)：	248.6
外資持有股數 (百萬股)：	82.66
3M 平均成交量 (百萬股)：	15.99
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	142.5 – 380.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	13.3	119	129.6
相對表現 (%)	8.8	114.6	111.5

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.70A	2.66A	2.41A	2.11A
2023	2.02A	1.66A	1.42A	1.26F
2024	2.09F	2.94F	3.58F	4.05F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

劉宇程

886.2.2181.8727

lucas.liu@kgi.com

劉明龍, CFA

886.2.2181.8741

michaelliu@kgi.com

許芝瑄

886.2.2181.8016

Serena.Hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 多重順風為公司營運持續成長鋪路

## 重要訊息

我們看好穩定的雙業務(IP與ASIC設計服務)模式將帶動2024-25年營收與獲利持續向上。此外，智原針對FinFET技術、先進封裝領域以及與ARM(英)之合作將為公司之下一個典範移轉增添正向動能。

## 評論及分析

**IP業務將於2024-25年加速擴張。**我們注意到來自IC設計業者及晶圓代工廠(特別係中國地區，主因半導體自主化趨勢)對IP授權及IP porting需求可觀。儘管2023年晶圓代工廠的產能利用率下降，致使授權金隨之下滑，但客戶對IP授權及IP porting的需求持續，有效抵銷前述逆風。我們預計今年在IP需求持續的狀況下，客戶後續專案展開並於未來數年進入量產將加速權利金收入提升。據此，我們預估2024-25年IP業務成長趨勢亮眼。

**維持2023-25年營收CAGR為20-30%預估。**管理層維持2023-25年營收CAGR達20-30%展望。我們預期2024年營收將顯著年增31%，並於2025年持續年增23%。除IP業務成長趨勢亮眼，我們預估公司NRE業務將維持每年穩健取得40-50項專案。而持續切入28及22nm製程與FinFET及先進封裝領域之業務能見度提升有望驅動2024-25年NRE營收增加。MP業務方面，我們認為智原之庫存已於2H23達更加均衡之水位，並預期1H24客戶庫存將恢復常態。而我們預估未來數年MP業務將重拾成長。

**新業務將佔2024年營收低個位數百分比。**公司針對FinFET技術、先進封裝領域以及與ARM(英)之合作提供更具體的展望，隱含將為智原之下一個典範移轉增添正向動能。上述業務之營收比重於明年將達低個位數百分比。然而，我們認為當前智原先進製程及封裝的學習曲線能否縮短將有賴於既有客戶的高度支持。

## 投資建議

鑒於長期業務前景完好無虞，以及正向看待公司新業務，我們對公司2024年之營收與獲利成長持樂觀展望。我們維持「增加持股」評等，目標價為445元，係基於35倍2024年每股盈餘預估換算得出。

## 投資風險

競爭加劇；需求下滑；全球經濟衰退。

## 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	8,085	13,065	11,949	15,616	19,160
營業毛利 (NT\$百萬)	4,090	6,375	5,257	7,411	9,387
營業利益 (NT\$百萬)	1,402	2,921	1,878	3,570	5,121
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,156	2,455	1,584	3,145	4,413
每股盈餘 (NT\$)	4.65	9.88	6.37	12.65	17.76
每股現金股利 (NT\$)	3.30	5.00	3.23	6.41	8.99
每股盈餘成長率 (%)	330.6	112.3	(35.5)	98.6	40.3
本益比 (x)	81.7	38.5	59.6	30.0	21.4
股價淨值比 (x)	12.0	11.0	10.2	8.1	6.5
EV/EBITDA (x)	32.2	21.5	28.8	17.0	12.4
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.9	1.3	0.8	1.7	2.4
股東權益報酬率 (%)	16.4	29.9	17.7	30.0	33.8

資料來源：公司資料，凱基預估

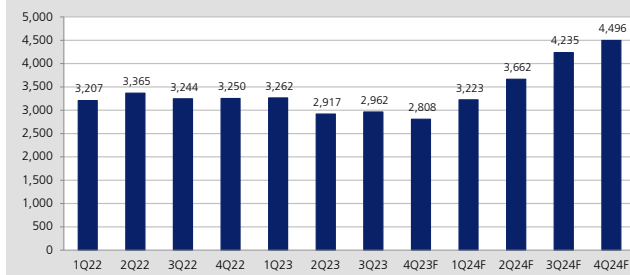
**圖 1：公司概況**

智原成立於 1993 年，主要提供客戶 ASIC 設計服務與自有矽智財授權，為台灣首家提供 ASIC/設計服務業務之企業，其中，聯電 (2303 TT, NT\$49.2, 增加持股) 為最大股東，持股 14.07%。公司具備前端與後端設計能力，且自主發展之矽智財解決方案超過 3,000 項。總部位於台灣新竹，研發基地與銷售據點分佈於美國、日本、中國、印度與越南，並提供客戶在地化與及時的業務支援。

資料來源：公司資料，凱基

**圖 3：季營業收入**

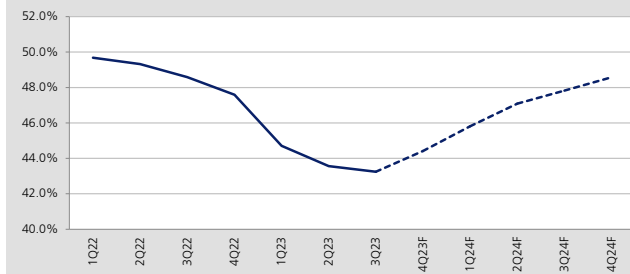
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 5：毛利率**

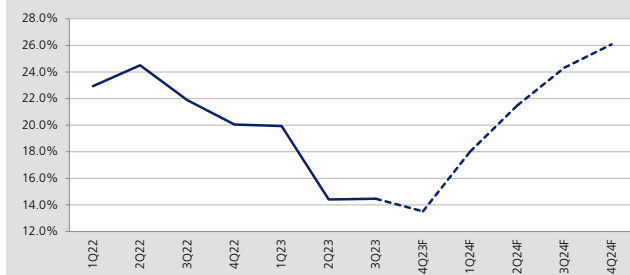
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 7：營業利潤率**

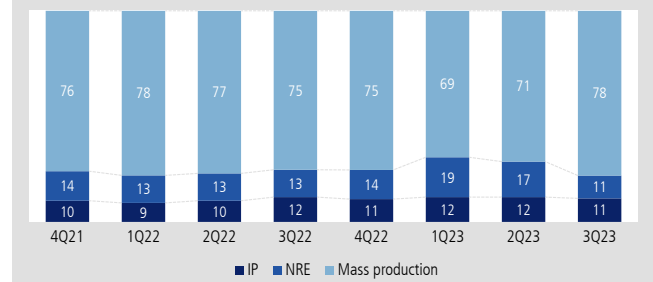
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 2：營收佔比(按解決方案)**

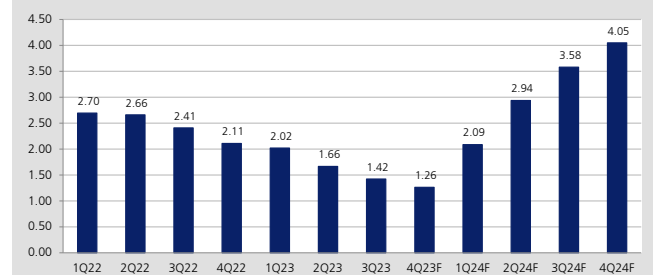
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

**圖 4：每股盈利**

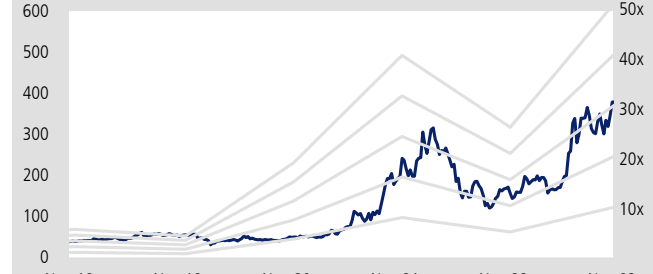
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 6：未來一年預估本益比區間**

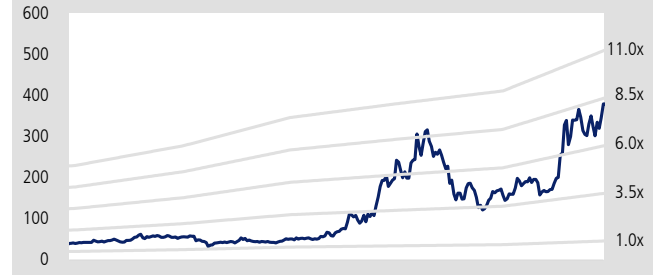
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

**圖 8：未來一年預估股價淨值比區間**

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

## 損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度				年度				年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>3,262</b>	<b>2,917</b>	<b>2,962</b>	<b>2,808</b>	<b>3,223</b>	<b>3,662</b>	<b>4,235</b>	<b>4,496</b>	<b>11,949</b>	<b>15,616</b>	<b>19,160</b>
營業成本	(1,804)	(1,646)	(1,681)	(1,561)	(1,747)	(1,938)	(2,210)	(2,312)	(6,692)	(8,206)	(9,774)
<b>營業毛利</b>	<b>1,458</b>	<b>1,271</b>	<b>1,281</b>	<b>1,247</b>	<b>1,476</b>	<b>1,724</b>	<b>2,025</b>	<b>2,184</b>	<b>5,257</b>	<b>7,411</b>	<b>9,387</b>
營業費用	(808)	(851)	(853)	(868)	(896)	(938)	(995)	(1,012)	(3,379)	(3,840)	(4,265)
<b>營業利益</b>	<b>650</b>	<b>420</b>	<b>428</b>	<b>379</b>	<b>580</b>	<b>787</b>	<b>1,030</b>	<b>1,173</b>	<b>1,878</b>	<b>3,570</b>	<b>5,121</b>
折舊	(30)	(30)	(31)	(33)	(34)	(34)	(34)	(34)	(124)	(137)	(151)
攤提	(83)	(85)	(105)	(121)	(123)	(123)	(123)	(123)	(394)	(491)	(494)
<b>EBITDA</b>	<b>763</b>	<b>535</b>	<b>564</b>	<b>534</b>	<b>737</b>	<b>944</b>	<b>1,187</b>	<b>1,329</b>	<b>2,396</b>	<b>4,198</b>	<b>5,766</b>
利息收入	11	20	15	14	24	25	27	26	60	103	102
投資利益淨額	-	72	-	-	-	50	-	-	72	50	50
其他營業外收入	3	11	2	20	21	21	21	21	36	84	81
<b>總營業外收入</b>	<b>14</b>	<b>103</b>	<b>17</b>	<b>34</b>	<b>45</b>	<b>96</b>	<b>48</b>	<b>47</b>	<b>168</b>	<b>237</b>	<b>232</b>
利息費用	(3)	(3)	(4)	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)	(14)	(14)	(14)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(22)	(5)	12	(10)	(5)	(5)	(5)	(5)	(25)	(20)	(20)
<b>總營業外費用</b>	<b>(24)</b>	<b>(8)</b>	<b>7</b>	<b>(14)</b>	<b>(8)</b>	<b>(8)</b>	<b>(8)</b>	<b>(8)</b>	<b>(40)</b>	<b>(34)</b>	<b>(34)</b>
<b>稅前純益</b>	<b>640</b>	<b>515</b>	<b>452</b>	<b>399</b>	<b>617</b>	<b>875</b>	<b>1,070</b>	<b>1,211</b>	<b>2,007</b>	<b>3,773</b>	<b>5,320</b>
所得稅費用[利益]	(162)	(128)	(111)	(98)	(111)	(157)	(193)	(218)	(498)	(679)	(958)
少數股東損益	24	26	13	13	13	13	13	13	76	51	51
<b>非常項目前稅後純益</b>	<b>502</b>	<b>414</b>	<b>354</b>	<b>314</b>	<b>519</b>	<b>730</b>	<b>890</b>	<b>1,006</b>	<b>1,584</b>	<b>3,145</b>	<b>4,413</b>
非常項目	(0)	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	(0)	(0)
<b>稅後淨利</b>	<b>502</b>	<b>414</b>	<b>354</b>	<b>314</b>	<b>519</b>	<b>730</b>	<b>890</b>	<b>1,006</b>	<b>1,584</b>	<b>3,145</b>	<b>4,413</b>
每股盈餘 (NT\$)	2.02	1.66	1.42	1.26	2.09	2.94	3.58	4.05	6.37	12.65	17.76
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	44.7	43.6	43.2	44.4	45.8	47.1	47.8	48.6	44.0	47.5	49.0
營業利益率	19.9	14.4	14.5	13.5	18.0	21.5	24.3	26.1	15.7	22.9	26.7
EBITDA Margin	23.4	18.3	19.1	19.0	22.9	25.8	28.0	29.6	20.1	26.9	30.1
稅前純益率	19.6	17.7	15.3	14.2	19.1	23.9	25.3	26.9	16.8	24.2	27.8
稅後純益率	15.4	14.2	11.9	11.2	16.1	19.9	21.0	22.4	13.3	20.1	23.0
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	0.4	(10.6)	1.6	(5.2)	14.8	13.6	15.6	6.2			
營業毛利	(5.7)	(12.9)	0.8	(2.7)	18.4	16.8	17.5	7.8			
營業收益增長	(0.2)	(35.4)	2.0	(11.4)	53.0	35.6	30.9	13.8			
EBITDA	(1.0)	(29.9)	5.4	(5.4)	38.2	28.0	25.8	12.0			
稅前純益	4.4	(19.5)	(12.2)	(11.7)	54.6	41.7	22.3	13.2			
稅後純益	(4.3)	(17.5)	(14.5)	(11.3)	65.1	40.7	22.0	13.0			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	1.7	(13.3)	(8.7)	(13.6)	(1.2)	25.6	43.0	60.1	(8.5)	30.7	22.7
營業毛利	(8.5)	(23.4)	(18.7)	(19.4)	1.2	35.7	58.1	75.2	(17.5)	41.0	26.7
營業收益	(11.6)	(49.0)	(39.6)	(41.8)	(10.7)	87.3	140.5	209.0	(35.7)	90.1	43.5
EBITDA	(8.8)	(42.3)	(34.4)	(30.8)	(3.4)	76.3	110.4	149.1	(29.4)	75.2	37.4
稅前純益	(24.4)	(38.6)	(40.4)	(34.9)	(3.5)	69.8	136.5	203.4	(34.4)	88.0	41.0
稅後純益	(25.1)	(37.4)	(40.9)	(40.1)	3.3	76.4	151.5	220.3	(35.5)	98.6	40.3

資料來源：公司資料，凱基預估

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>12,037</b>	<b>13,513</b>	<b>13,471</b>	<b>16,332</b>	<b>19,286</b>
<b>流動資產</b>	<b>7,392</b>	<b>9,754</b>	<b>9,132</b>	<b>12,043</b>	<b>15,039</b>
現金及短期投資	4,789	4,895	6,014	7,408	9,932
存貨	1,321	3,017	1,436	2,127	2,342
應收帳款及票據	939	1,354	1,290	2,115	2,372
其他流動資產	344	489	393	393	393
<b>非流動資產</b>	<b>4,644</b>	<b>3,759</b>	<b>4,339</b>	<b>4,289</b>	<b>4,247</b>
長期投資	3,105	2,023	2,422	2,422	2,422
固定資產	518	514	524	474	431
什項資產	1,022	1,221	1,394	1,394	1,394
<b>負債總額</b>	<b>3,881</b>	<b>4,544</b>	<b>3,840</b>	<b>4,409</b>	<b>4,591</b>
<b>流動負債</b>	<b>3,506</b>	<b>4,156</b>	<b>3,469</b>	<b>4,038</b>	<b>4,220</b>
應付帳款及票據	1,372	1,129	1,077	1,646	1,828
短期借款	323	425	477	477	477
什項負債	1,810	2,601	1,915	1,915	1,915
<b>長期負債</b>	<b>376</b>	<b>388</b>	<b>371</b>	<b>371</b>	<b>371</b>
長期借款	161	149	193	193	193
其他負債及準備	14	22	170	170	170
<b>股東權益總額</b>	<b>8,155</b>	<b>8,969</b>	<b>9,632</b>	<b>11,924</b>	<b>14,694</b>
普通股股本	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486
保留盈餘	1,727	3,262	3,356	5,699	8,520
少數股東權益	315	369	326	276	225
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	47.1%	61.6%	(8.5%)	30.7%	22.7%
營業收益增長	840.3%	108.4%	(35.7%)	90.1%	43.5%
EBITDA	210.0%	87.8%	(29.4%)	75.2%	37.4%
稅後純益	330.6%	112.3%	(35.5%)	98.6%	40.3%
每股盈餘成長率	330.6%	112.3%	(35.5%)	98.6%	40.3%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	50.6%	48.8%	44.0%	47.5%	49.0%
營業利益率	17.3%	22.4%	15.7%	22.9%	26.7%
EBITDA Margin	22.4%	26.0%	20.1%	26.9%	30.1%
稅後純益率	14.3%	18.8%	13.3%	20.1%	23.0%
平均資產報酬率	11.4%	19.2%	11.7%	21.1%	24.8%
股東權益報酬率	16.4%	29.9%	17.7%	30.0%	33.8%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	5.9%	6.4%	7.0%	5.6%	4.6%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	257.2	481.2	139.6	279.1	393.1
利息及短期償保障倍數 (x)	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	427.4	188.4	213.2	204.4	347.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	7.6	2.8	6.3	5.7	9.6
流動比率 (x)	2.1	2.3	2.6	3.0	3.6
速動比率 (x)	1.7	1.6	2.2	2.5	3.0
淨負債 (NT\$百萬)	(4,278)	(4,299)	(5,322)	(6,716)	(9,240)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	4.65	9.88	6.37	12.65	17.76
每股現金盈餘 (NT\$)	10.08	4.83	12.41	11.16	18.98
每股淨值 (NT\$)	31.54	34.60	37.44	46.86	58.21
調整後每股淨值 (NT\$)	31.54	34.60	37.44	46.86	58.21
每股營收 (NT\$)	32.53	52.57	48.08	62.83	77.09
EBITDA/Share (NT\$)	7.27	13.66	9.64	16.89	23.20
每股現金股利 (NT\$)	3.30	5.00	3.23	6.41	8.99
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.80	1.02	0.89	1.05	1.08
應收帳款周轉天數	42.4	37.8	39.4	49.6	45.2
存貨周轉天數	120.7	164.6	78.3	94.9	87.5
應付帳款周轉天數	125.3	61.6	58.7	73.4	68.3
現金轉換周轉天數	37.7	140.8	59.0	71.0	64.4

資料來源：公司資料，凱基預估

**損益表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>8,085</b>	<b>13,065</b>	<b>11,949</b>	<b>15,616</b>	<b>19,160</b>
營業成本	(3,995)	(6,690)	(6,692)	(8,206)	(9,774)
<b>營業毛利</b>	<b>4,090</b>	<b>6,375</b>	<b>5,257</b>	<b>7,411</b>	<b>9,387</b>
營業費用	(2,688)	(3,454)	(3,379)	(3,840)	(4,265)
<b>營業利益</b>	<b>1,402</b>	<b>2,921</b>	<b>1,878</b>	<b>3,570</b>	<b>5,121</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>117</b>	<b>148</b>	<b>168</b>	<b>237</b>	<b>232</b>
利息收入	13	33	60	103	102
投資利益淨額	70	90	72	50	50
其他營業外收入	35	25	36	84	81
<b>總營業外費用</b>	<b>(17)</b>	<b>(12)</b>	<b>(40)</b>	<b>(34)</b>	<b>(34)</b>
利息費用	(6)	(6)	(14)	(14)	(14)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(11)	(6)	(25)	(20)	(20)
<b>稅前純益</b>	<b>1,502</b>	<b>3,057</b>	<b>2,007</b>	<b>3,773</b>	<b>5,320</b>
所得稅費用[利益]	(212)	(547)	(498)	(679)	(958)
少數股東損益	(134)	(56)	76	51	51
非常項目	-	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>稅後淨利</b>	<b>1,156</b>	<b>2,455</b>	<b>1,584</b>	<b>3,145</b>	<b>4,413</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,807</b>	<b>3,394</b>	<b>2,396</b>	<b>4,198</b>	<b>5,766</b>
每股盈餘 (NT\$)	4.65	9.88	6.37	12.65	17.76

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>2,506</b>	<b>1,200</b>	<b>3,085</b>	<b>2,774</b>	<b>4,718</b>
本期純益	1,156	2,455	1,584	3,145	4,413
折舊及攤提	405	473	518	628	644
本期運用資金變動	(259)	(2,368)	1,593	(948)	(289)
其他營業資產及負債變動	1,204	640	(609)	(51)	(51)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(588)</b>	<b>(377)</b>	<b>(688)</b>	<b>(578)</b>	<b>(602)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(173)	120	(50)	-	-
本期長期投資變動	24	-	-	-	-
資本支出淨額	(41)	(86)	(61)	(87)	(108)
其他資產變動	(399)	(411)	(577)	(491)	(494)
<b>自由現金流</b>	<b>1,005</b>	<b>64</b>	<b>3,067</b>	<b>2,030</b>	<b>3,953</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(200)</b>	<b>(782)</b>	<b>(1,285)</b>	<b>(802)</b>	<b>(1,592)</b>
短期借款變動	-	127	95	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	88	-	-	-	-
已支付普通股股息	(249)	(820)	(1,243)	(802)	(1,592)
其他融資現金流	(39)	(89)	(137)	-	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(3)</b>	<b>69</b>	<b>7</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>1,715</b>	<b>110</b>	<b>1,120</b>	<b>1,394</b>	<b>2,524</b>

**投資回報率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	33.2%	26.4%	28.3%	24.6%	22.3%
<b>= 營業利益率</b>	<b>17.3%</b>	<b>22.4%</b>	<b>15.7%</b>	<b>22.9%</b>	<b>26.7%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	0.1	0.0	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>37.2</b>	<b>6.7</b>	<b>12.5</b>	<b>8.4</b>	<b>9.1</b>
營業利益率	17.3%	22.4%	15.7%	22.9%	26.7%
x 資本周轉率	37.2	6.7	12.5	8.4	9.1
x (1 - 有效現金稅率)	85.9%	82.1%	75.2%	82.0%	82.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>554.3%</b>	<b>123.2%</b>	<b>148.1%</b>	<b>158.1%</b>	<b>200.2%</b>

資料來源：公司資料，凱基預估

# 旺矽

(6223.TWO/6223 TT)

## 多重動能加持，2024 年展望樂觀

### 增加持股·維持

收盤價 November 29 (NT\$)	216.0
12 個月目標價 (NT\$)	270.0
前次目標價 (NT\$)	270.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	25.0

### 焦點內容

- 旺矽之探針卡業務將受惠於主要客戶強勁之網通與 AI ASIC 需求以及多項新專案挹注，且國防預算增加將驅動 MEMS 探針卡營收持續攀升。
- 我們對 Thermal 及 AST 設備展望樂觀，係因採用率上升及持續提升市占率。

### 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	20.35 / 646
流通在外股數 (百萬股)：	94.23
外資持有股數 (百萬股)：	21.03
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.59
52 週股價 (低\高) (NT\$)：	111.5 -226.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	13.1	32.9	97.3
相對表現 (%)	8.6	28.5	79.2

### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	3.25A	3.21A	3.88A	2.56A
2023	2.98A	3.64A	4.38A	3.52F
2024	3.40F	4.10F	4.25F	4.04F

### 股價圖



資料來源：TEJ

### 凱基投顧

黃韋中  
886.2.2181.8749  
josh.huang@kgi.com

許芝瑄  
886.2.2181.8016  
Serena.Hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

### 重要訊息

我們對旺矽持正向展望，係因我們認為公司將受惠多項動能，包括：(1)全球國防需求成長(尤其係美國)將使 MEMS 探針卡業務受惠；(2)多項新專案；及(3)測試設備需求升溫與持續提升之市佔率。

### 評論及分析

**探針卡業務受惠於多重動能。**我們樂觀看待旺矽之探針卡業務，並預期 2024 年探針卡整體營收將年增 14.5%，動能來自：(1)垂直式探針卡(VPC)業務將受惠於主要客戶強勁之網通與 AI ASIC 需求；(2)全球(尤其係美國)國防預算增加將帶動 MEMS 探針卡營收持續攀升，並在 2024 年貢獻營收與(3)多項新專案將驅動探針卡營收向上。我們預估 2024 年 CPC 與 VPC 營收將分別年增 12.5%與 15.4%，營收佔比分別為 17.1%與 36.9%。

**高低溫測試與 micro LED 解決方案採用率上升將確保未來成長。**隨伺服器、車用與 5G 應用客戶擴充產能，且公司持續提升市占率，我們預期 2024 年先進半導體測試(AST)與高低溫測試部門(Thermal Test)營收將分別年增 13.7%與 10.4%。此外，我們亦預期光電自動化(PA)業務 2024 年營收將年增 13.8%，主要係受惠美系客戶與供應鏈擴充 micro LED 產能(主要應用於穿戴式裝置與 AR/VR 產品)。

### 投資建議

我們認為上述動能將使旺矽 2024 年營收展望更趨明朗，並預估公司 2024 年營收與每股盈餘將分別年增 11.7%與 8.7%至 90 億元與 15.78 元。公司目前股價交易於 14 倍之 2024 年每股盈餘預估(對比同業三年平均本益比為 27 倍)，我們認為評價具吸引力。我們維持「增加持股」評等，目標價為 270 元，係基於 17 倍 2024 年每股盈餘預估換算得出。

### 投資風險

競爭加劇；需求轉弱；全球經濟衰退。

### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	5,926	6,509	7,439	8,070	9,016
營業毛利 (NT\$百萬)	2,586	2,743	3,408	3,862	4,327
營業利益 (NT\$百萬)	860	808	1,243	1,514	1,775
稅後淨利 (NT\$百萬)	714	694	1,214	1,368	1,487
每股盈餘 (NT\$)	8.41	7.44	12.89	14.52	15.78
每股現金股利 (NT\$)	4.47	4.00	7.00	7.89	8.58
每股盈餘成長率 (%)	56.8	(11.5)	73.3	12.6	8.7
本益比 (x)	25.7	29.0	16.8	14.9	13.7
股價淨值比 (x)	3.5	3.4	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA (x)	12.7	15.0	10.5	7.5	6.3
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.1	1.9	3.2	3.7	4.0
股東權益報酬率 (%)	14.3	11.9	18.8	19.0	18.9

資料來源：公司資料，凱基預估

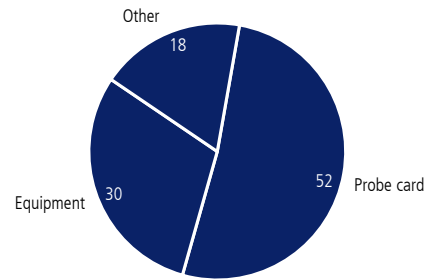
### 圖 1：公司概況

旺矽成立於 1995 年，提供探針卡、光電自動化、先進半導體測試、散熱解決方案。公司之探針卡解決方案包含懸臂式探針卡(CPC)、垂直式探針卡(VPC)及微機電式探針卡(MEMS)。公司於 2022 年全球探針卡市場中排名第五。1H23 產品營收比重為探針卡 52%、設備 30%與其他 18%。

資料來源：公司資料，凱基

### 圖 2：1H23 產品組合

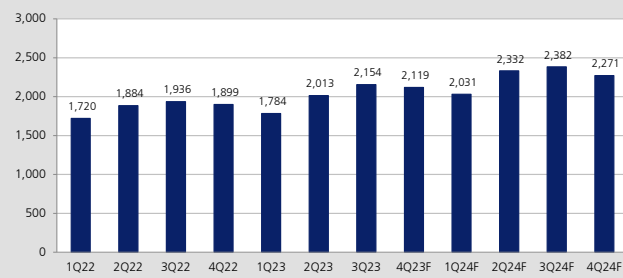
產品比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

### 圖 3：季營業收入

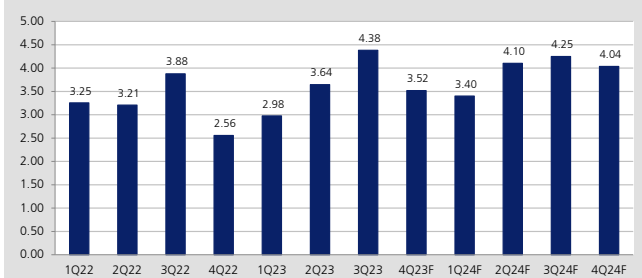
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

### 圖 4：每股盈利

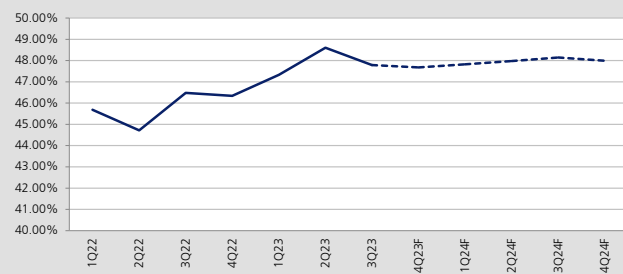
每股盈利，元



資料來源：凱基

### 圖 5：毛利率

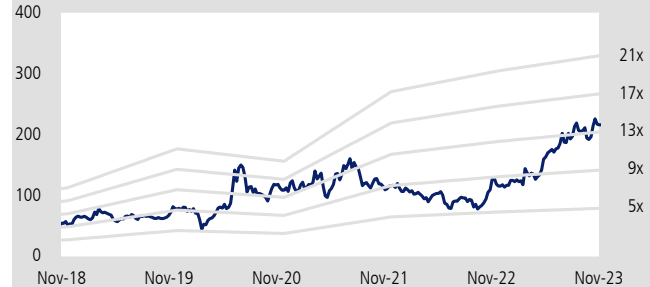
毛利率，百分比



資料來源：凱基

### 圖 6：未來一年預估本益比區間

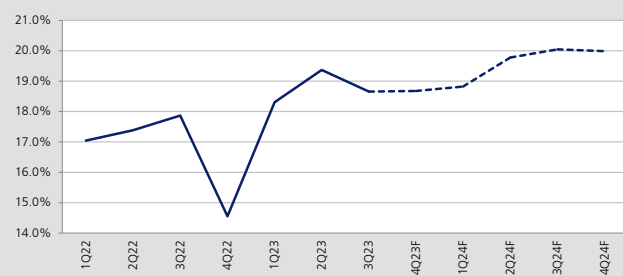
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

### 圖 7：營業利潤率

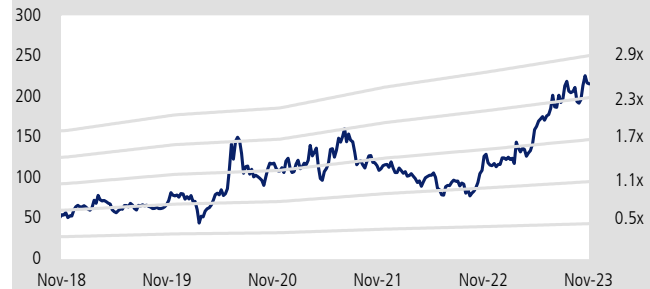
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

### 圖 8：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估



## 損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>1,784</b>	<b>2,013</b>	<b>2,154</b>	<b>2,119</b>	<b>2,031</b>	<b>2,332</b>	<b>2,382</b>	<b>2,271</b>	<b>7,439</b>	<b>8,070</b>	<b>9,016</b>
營業成本	(939)	(1,035)	(1,125)	(1,109)	(1,060)	(1,213)	(1,235)	(1,181)	(4,031)	(4,207)	(4,689)
<b>營業毛利</b>	<b>844</b>	<b>978</b>	<b>1,029</b>	<b>1,010</b>	<b>972</b>	<b>1,119</b>	<b>1,147</b>	<b>1,090</b>	<b>3,408</b>	<b>3,862</b>	<b>4,327</b>
營業費用	(518)	(589)	(627)	(614)	(589)	(658)	(669)	(636)	(2,165)	(2,348)	(2,552)
<b>營業利益</b>	<b>327</b>	<b>390</b>	<b>402</b>	<b>396</b>	<b>382</b>	<b>461</b>	<b>478</b>	<b>454</b>	<b>1,243</b>	<b>1,514</b>	<b>1,775</b>
折舊	(112)	(120)	(114)	(450)	(214)	(214)	(214)	(214)	(466)	(795)	(856)
攤提	(18)	(18)	(20)	(8)	(16)	(16)	(16)	(16)	(59)	(64)	(64)
<b>EBITDA</b>	<b>456</b>	<b>528</b>	<b>536</b>	<b>853</b>	<b>612</b>	<b>691</b>	<b>707</b>	<b>684</b>	<b>1,768</b>	<b>2,373</b>	<b>2,694</b>
利息收入	6	6	6	7	7	7	7	7	5	25	28
投資利益淨額	-	-	7	-	-	-	-	-	1	7	-
其他營業外收入	12	16	20	-	-	-	-	-	56	48	-
<b>總營業外收入</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>33</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>62</b>	<b>80</b>	<b>28</b>
利息費用	(5)	(7)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(14)	(28)	(32)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(6)	(0)	80	-	-	-	-	-	150	73	-
<b>總營業外費用</b>	<b>(11)</b>	<b>(7)</b>	<b>72</b>	<b>(8)</b>	<b>(8)</b>	<b>(8)</b>	<b>(8)</b>	<b>(8)</b>	<b>136</b>	<b>45</b>	<b>(32)</b>
<b>稅前純益</b>	<b>333</b>	<b>406</b>	<b>506</b>	<b>395</b>	<b>381</b>	<b>460</b>	<b>476</b>	<b>453</b>	<b>1,441</b>	<b>1,640</b>	<b>1,771</b>
所得稅費用[利益]	(54)	(58)	(93)	(63)	(61)	(74)	(76)	(72)	(229)	(267)	(283)
少數股東損益	1	0	1	-	-	-	-	-	1	2	-
<b>非常項目前稅後純益</b>	<b>280</b>	<b>348</b>	<b>414</b>	<b>332</b>	<b>320</b>	<b>386</b>	<b>400</b>	<b>380</b>	<b>1,214</b>	<b>1,374</b>	<b>1,487</b>
非常項目	(0)	(5)	(1)	-	-	-	-	-	-	(6)	-
<b>稅後淨利</b>	<b>280</b>	<b>343</b>	<b>413</b>	<b>332</b>	<b>320</b>	<b>386</b>	<b>400</b>	<b>380</b>	<b>1,214</b>	<b>1,368</b>	<b>1,487</b>
每股盈餘 (NT\$)	2.98	3.64	4.38	3.52	3.40	4.10	4.25	4.04	12.89	14.52	15.78
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	47.3	48.6	47.8	47.7	47.8	48.0	48.1	48.0	45.8	47.9	48.0
營業利益率	18.3	19.4	18.7	18.7	18.8	19.8	20.0	20.0	16.7	18.8	19.7
EBITDA Margin	25.6	26.2	24.9	40.3	30.1	29.6	29.7	30.1	23.8	29.4	29.9
稅前純益率	18.7	20.1	23.5	18.6	18.8	19.7	20.0	19.9	19.4	20.3	19.6
稅後純益率	15.7	17.1	19.2	15.6	15.8	16.6	16.8	16.7	16.3	17.0	16.5
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(6.1)	12.9	7.0	(1.6)	(4.1)	14.8	2.2	(4.7)			
營業毛利	(4.1)	15.9	5.2	(1.9)	(3.8)	15.1	2.5	(5.0)			
營業收益增長	18.2	19.4	3.1	(1.5)	(3.4)	20.6	3.6	(5.0)			
EBITDA	11.8	15.8	1.4	59.3	(28.3)	12.9	2.4	(3.3)			
稅前純益	24.1	21.7	24.8	(22.0)	(3.4)	20.7	3.6	(5.0)			
稅後純益	16.6	22.5	20.2	(19.7)	(3.4)	20.7	3.6	(5.0)			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	3.7	6.9	11.2	11.6	13.9	15.8	10.6	7.2	14.3	8.5	11.7
營業毛利	7.4	16.2	14.4	14.8	15.1	14.3	11.4	7.9	24.2	13.3	12.0
營業收益	11.4	19.1	16.2	43.2	17.1	18.3	18.8	14.7	53.9	21.8	17.2
EBITDA	7.5	15.6	11.9	109.2	34.2	30.8	32.0	(19.9)	35.6	34.2	13.5
稅前純益	(9.1)	8.9	16.9	47.0	14.4	13.4	(5.9)	14.7	73.9	13.8	8.0
稅後純益	(8.4)	13.8	13.0	37.8	14.2	12.5	(3.0)	14.7	74.9	12.7	8.7

資料來源：公司資料，凱基預估

## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>8,977</b>	<b>9,857</b>	<b>10,903</b>	<b>11,820</b>	<b>12,721</b>
<b>流動資產</b>	<b>5,241</b>	<b>5,430</b>	<b>6,408</b>	<b>7,594</b>	<b>8,942</b>
現金及短期投資	1,447	1,324	2,382	3,353	4,241
存貨	2,469	2,575	2,747	2,867	3,187
應收帳款及票據	1,155	1,384	1,123	1,219	1,358
其他流動資產	170	147	155	155	155
<b>非流動資產</b>	<b>3,736</b>	<b>4,427</b>	<b>4,495</b>	<b>4,226</b>	<b>3,779</b>
長期投資	-	166	195	195	195
固定資產	3,203	3,532	3,427	3,159	2,712
什項資產	532	728	872	872	872
<b>負債總額</b>	<b>3,328</b>	<b>3,810</b>	<b>4,009</b>	<b>4,303</b>	<b>4,525</b>
<b>流動負債</b>	<b>2,478</b>	<b>2,538</b>	<b>2,794</b>	<b>3,137</b>	<b>3,247</b>
應付帳款及票據	541	562	528	551	612
短期借款	136	120	111	346	330
什項負債	1,801	1,856	2,155	2,239	2,304
<b>長期負債</b>	<b>850</b>	<b>1,272</b>	<b>1,215</b>	<b>1,167</b>	<b>1,278</b>
長期借款	764	1,135	1,039	990	1,102
其他負債及準備	28	35	59	59	59
<b>股東權益總額</b>	<b>5,649</b>	<b>6,048</b>	<b>6,894</b>	<b>7,517</b>	<b>8,196</b>
普通股	921	941	942	942	942
保留盈餘	2,460	2,651	3,419	4,043	4,722
少數股東權益	9	9	9	7	7
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	7.4%	9.8%	14.3%	8.5%	11.7%
營業收益增長	80.2%	(6.1%)	53.9%	21.8%	17.2%
EBITDA	32.7%	(7.4%)	35.6%	34.2%	13.5%
稅後純益	66.8%	(2.9%)	74.9%	12.7%	8.7%
每股盈餘成長率	56.8%	(11.5%)	73.3%	12.6%	8.7%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	43.6%	42.1%	45.8%	47.9%	48.0%
營業利率	14.5%	12.4%	16.7%	18.8%	19.7%
EBITDA Margin	23.8%	20.0%	23.8%	29.4%	29.9%
稅後純益率	12.1%	10.7%	16.3%	17.0%	16.5%
平均資產報酬率	8.3%	7.4%	11.7%	12.0%	12.1%
股東權益報酬率	14.3%	11.9%	18.8%	19.0%	18.9%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	15.9%	20.8%	16.7%	17.8%	17.5%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	52.8	122.9	105.7	59.4	55.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	69.6	94.3	124.7	72.5	62.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	7.5	5.1	13.8	5.4	5.5
流動比率 (x)	2.1	2.1	2.3	2.4	2.8
速動比率 (x)	1.1	1.1	1.3	1.5	1.8
淨負債 (NT\$百萬)	(546)	(69)	(1,233)	(2,016)	(2,809)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	8.41	7.44	12.89	14.52	15.78
每股現金盈餘 (NT\$)	13.35	6.88	18.24	21.60	21.32
每股淨值 (NT\$)	61.25	64.19	73.07	79.70	86.90
調整後每股淨值 (NT\$)	66.36	64.73	73.14	79.70	86.90
每股營收 (NT\$)	69.72	69.78	79.02	85.64	95.68
EBITDA/Share (NT\$)	16.58	13.98	18.78	25.19	28.59
每股現金股利 (NT\$)	4.47	4.00	7.00	7.89	8.58
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.69	0.69	0.72	0.71	0.73
應收帳款周轉天數	71.4	77.6	55.1	55.1	55.1
存貨周轉天數	270.5	249.6	248.8	248.8	248.8
應付帳款周轉天數	59.3	54.5	47.8	47.8	47.8
現金轉換周轉天數	282.6	272.7	256.1	256.1	256.1

資料來源：公司資料，凱基預估

## 損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>5,926</b>	<b>6,509</b>	<b>7,439</b>	<b>8,070</b>	<b>9,016</b>
營業成本	(3,340)	(3,765)	(4,031)	(4,207)	(4,689)
<b>營業毛利</b>	<b>2,586</b>	<b>2,743</b>	<b>3,408</b>	<b>3,862</b>	<b>4,327</b>
營業費用	(1,726)	(1,936)	(2,165)	(2,348)	(2,552)
<b>營業利益</b>	<b>860</b>	<b>808</b>	<b>1,243</b>	<b>1,514</b>	<b>1,775</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>45</b>	<b>53</b>	<b>62</b>	<b>80</b>	<b>28</b>
利息收入	5	6	5	25	28
投資利益淨額	-	-	1	7	-
其他營業外收入	40	47	56	48	-
<b>總營業外費用</b>	<b>(61)</b>	<b>(32)</b>	<b>136</b>	<b>45</b>	<b>(32)</b>
利息費用	(16)	(7)	(14)	(28)	(32)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(44)	(25)	150	73	-
<b>稅前純益</b>	<b>845</b>	<b>829</b>	<b>1,441</b>	<b>1,640</b>	<b>1,771</b>
所得稅費用[利益]	(130)	(133)	(229)	(267)	(283)
少數股東損益	0	(2)	1	2	-
非常項目	-	(0)	(0)	(6)	-
<b>稅後淨利</b>	<b>714</b>	<b>694</b>	<b>1,214</b>	<b>1,368</b>	<b>1,487</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,409</b>	<b>1,304</b>	<b>1,768</b>	<b>2,373</b>	<b>2,694</b>
每股盈餘 (NT\$)	8.41	7.44	12.89	14.52	15.78

## 現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>1,135</b>	<b>641</b>	<b>1,717</b>	<b>2,035</b>	<b>2,009</b>
本期純益	714	694	1,214	1,368	1,487
折舊及攤提	549	497	525	859	919
本期運用資金變動	110	(274)	51	(192)	(398)
其他營業資產及負債變動	(239)	(275)	(73)	0	(0)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(800)</b>	<b>(1,152)</b>	<b>(469)</b>	<b>(590)</b>	<b>(473)</b>
投資用短期投資出售[新購]	-	(168)	(51)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(590)	(762)	(291)	(527)	(409)
其他資產變動	(209)	(222)	(126)	(64)	(64)
<b>自由現金流</b>	<b>732</b>	<b>79</b>	<b>1,271</b>	<b>1,344</b>	<b>1,540</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>12</b>	<b>389</b>	<b>(182)</b>	<b>(474)</b>	<b>(648)</b>
短期借款變動	(500)	100	(100)	-	-
長期借款變動	622	370	4	187	96
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	-	-	-	(660)	(744)
其他融資現金流	(109)	(81)	(86)	(2)	0
<b>匯率影響數</b>	<b>(5)</b>	<b>0</b>	<b>(8)</b>		
<b>本期產生現金流量</b>	<b>342</b>	<b>(121)</b>	<b>1,058</b>	<b>971</b>	<b>888</b>

## 投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	29.1%	29.7%	29.1%	29.1%	28.3%
= <b>營業利率</b>	<b>14.5%</b>	<b>12.4%</b>	<b>16.7%</b>	<b>18.8%</b>	<b>19.7%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= <b>資本周轉率</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>
營業利率	14.5%	12.4%	16.7%	18.8%	19.7%
x 資本周轉率	1.2	1.2	1.5	1.7	1.9
x (1 - 有效現金稅率)	84.6%	83.9%	84.1%	83.7%	84.0%
= <b>稅後 ROIC</b>	<b>14.8%</b>	<b>12.5%</b>	<b>20.8%</b>	<b>26.1%</b>	<b>31.4%</b>

資料來源：公司資料，凱基預估

# 穎崑科技

(6515.TW/6515 TT)

## 持續受惠於 HPC 與 AI 強勁趨勢

### 增加持股·維持

收盤價 November 29 (NT\$)	756
12 個月目標價 (NT\$)	865
前次目標價 (NT\$)	865
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	14.4

### 焦點內容

- 鑒於穎崑為全球 GPU 領導廠商之測試介面主要供應商，我們預期公司未來 3-5 年持續受惠於強勁之 AI 需求。
- 我們預期 2024 年毛利率將復甦，係因 VPC 與同軸測試座營收比重上升，加上終端需求復甦，將為 2024 年毛利率之復甦鋪路。

### 交易資料表

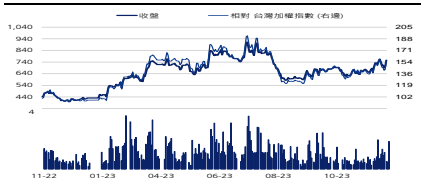
市值：(NT\$bn/US\$mn)	26.29 / 843
流通在外股數 (百萬股)：	34.78
外資持有股數 (百萬股)：	3.91
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.66
52 週股價 (低\高) (NT\$)：	398.5-912

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	25	-8.9	72.8
相對表現 (%)	20.5	-13.3	54.7

### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	3.52A	6.12A	10.79A	11.82A
2023	4.18A	3.96A	3.70A	4.04F
2024	4.77F	7.65F	11.85F	10.29F

### 股價圖



資料來源：TEJ

### 凱基投顧

黃韋中  
886.2.2181.8749  
josh.huang@kgi.com  
劉明龍, CFA  
886.2.2181.8741  
michaelliu@kgi.com  
許芝瑄  
886.2.2181.8016  
Serena.Hsu@kgi.com  
重要免責聲明，詳見最終頁

### 重要訊息

鑒於穎崑為全球 GPU 領導廠商之測試介面主要供應商，我們預期穎崑將為高效能運算(HPC)與 AI 趨勢向上之主要受惠者，且未來 3-5 年將持續受惠於此趨勢。

### 評論及分析

**HPC 與 AI 需求成長之主要受惠者。**我們預估 2024 年營收將年增 38.6%，主要係因：(1)根據全球 GPU 領導廠商每兩年推出新產品之週期，我們預估下一代消費性 GPU 將於 2024 年推出，並將提高公司 VPC 營收；(2)隨著 CoWoS 產能持續於 2024 年擴增，我們預期 2024 年 AI 伺服器 GPU 出貨量將大幅成長，加上下一代 AI 伺服器 GPU 預計 1H24 年推出，將刺激公司同軸測試座營收。因此，鑒於穎崑為全球 GPU 領導廠商之測試介面主要供應商，我們預期公司未來 3-5 年持續受惠於強勁之 AI 需求，並預估 2024 年每股盈餘為 34.56 元(年增 117.7%)。

**2024 年毛利率因 VPC 及同軸測試座營收占比上升而改善。**由於高雄新廠起量，且終端需求平淡，我們已看到公司 2023 年毛利率大幅年減情形，然而我們認為 2023 年毛利率將為谷底，並預期 2024 年毛利率將復甦，係因 VPC 與同軸測試座營收比重上升，加上終端需求復甦，將為 2024 年毛利率之復甦鋪路。據此，我們預估 2024 年毛利率 45.2% (年增 9.4 個百分點)。

### 投資建議

我們認為穎崑是 HPC 與 AI 需求成長下測試介面產業中之主要受惠者，並預估 2024 年營收及每股盈餘將分別為 55.6 億元(年增 38.6%)與 34.56 元(年增 117.7%)。公司目前股價交易於 22 倍之 2024 年每股盈餘預估，對比歷史區間為 15-32 倍，我們認為評價具吸引力。我們維持「增加持股」評等，目標價為 865 元，係基於 25 倍 2024 年每股盈餘預估換算得出。

### 投資風險

價格競爭激烈；市佔率流失；行動裝置與 HPC 需求降溫；全球經濟衰退。

### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	2,910	2,887	5,122	4,012	5,560
營業毛利 (NT\$百萬)	1,167	1,209	2,322	1,437	2,512
營業利益 (NT\$百萬)	668	592	1,342	652	1,472
稅後淨利 (NT\$百萬)	531	487	1,100	544	1,185
每股盈餘 (NT\$)	17.42	14.46	32.22	15.87	34.56
每股現金股利 (NT\$)	12.98	11.00	22.00	11.46	25.53
每股盈餘成長率 (%)	(8.3)	(17.0)	122.9	(50.7)	117.7
本益比 (x)	43.4	52.3	23.5	47.6	21.9
股價淨值比 (x)	13.0	8.8	7.1	7.3	6.0
EV/EBITDA (x)	28.4	33.4	16.6	29.9	12.3
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.7	1.5	2.9	1.5	3.4
股東權益報酬率 (%)	31.8	20.7	33.2	15.0	30.0

資料來源：公司資料，凱基預估

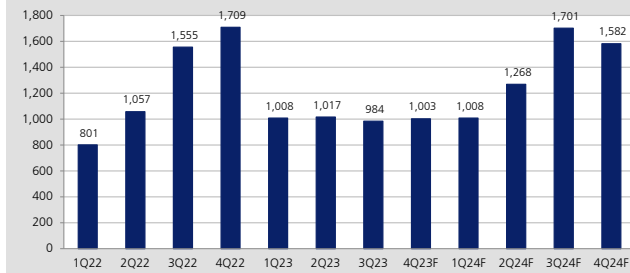
圖 1：公司概況

穎崴成立於 2001 年 4 月，為晶圓測試(CP)、系統級測試(SLT)最終測試(FT)與老化測試的台灣半導體測試介面解決方案供應商，公司已切入全球 IC 設計、晶圓代工與封測領導廠商，產品包括測試座與晶圓探針卡，其中測試座為公司創立以來的核心產品。測試座產品線為全球最完整，涵蓋：(1)同軸測試座；(2) PoP 測試座；(3)塑膠測試座；(4) WLCSP 測試座；及(5)老化測試座。

資料來源：公司資料，凱基

圖 3：季營業收入

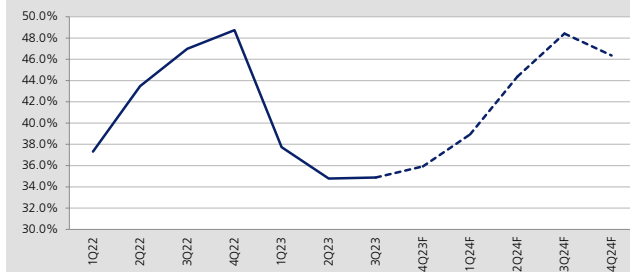
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

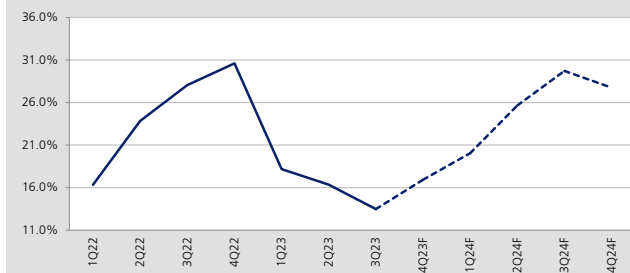
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 7：營業利潤率

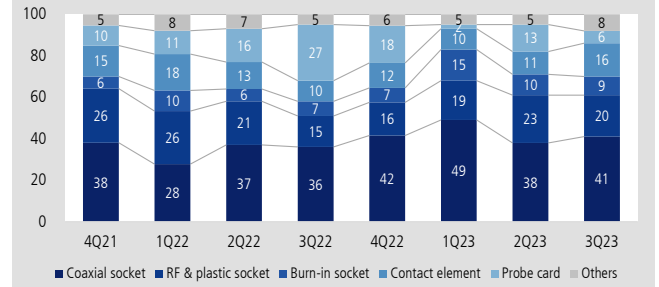
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 2：測試座為主要產品

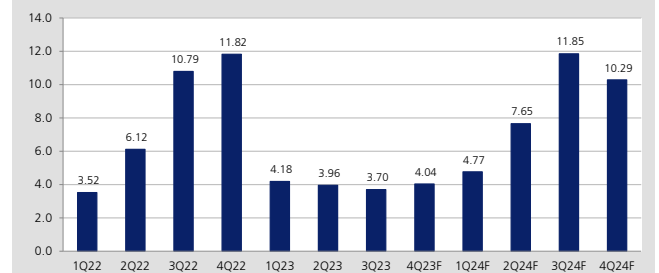
營收產品別，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：每股盈利

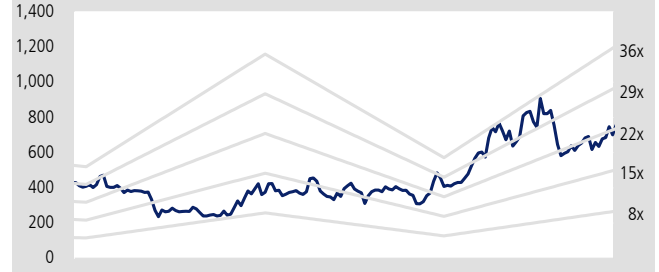
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 6：未來一年預估本益比區間

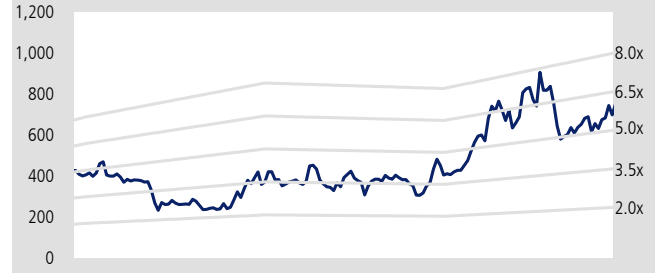
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 8：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

## 損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	1,008	1,017	984	1,003	1,008	1,268	1,701	1,582	5,122	4,012	5,560
營業成本	(628)	(663)	(641)	(642)	(616)	(706)	(877)	(849)	(2,800)	(2,574)	(3,047)
營業毛利	380	354	343	360	392	563	824	733	2,322	1,437	2,512
營業費用	(197)	(187)	(211)	(190)	(191)	(237)	(318)	(294)	(980)	(785)	(1,040)
營業利益	183	166	133	170	202	326	506	439	1,342	652	1,472
折舊	(27)	(27)	(28)	(89)	(121)	(129)	(140)	(150)	(111)	(170)	(540)
攤提	(3)	(3)	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(11)	(12)	(10)
EBITDA	213	196	163	261	326	457	648	591	1,465	834	2,022
利息收入	4	6	1	1	2	2	2	1	8	12	8
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	1	0	1	1	1	1	1	1	5	3	4
總營業外收入	5	6	2	2	3	3	3	2	13	15	12
利息費用	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(1)	(10)	27	1	-	-	-	-	23	17	-
總營業外費用	(1)	(10)	27	0	(1)	(1)	(1)	(1)	22	16	(2)
稅前純益	187	162	162	172	204	328	508	441	1,378	682	1,482
所得稅費用[利益]	(43)	(26)	(35)	(34)	(41)	(66)	(102)	(88)	(277)	(138)	(296)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	143	136	127	138	163	262	407	353	1,100	544	1,185
非常項目	(0)	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	(0)	(0)
稅後淨利	143	136	127	138	163	262	407	353	1,100	544	1,185
每股盈餘 (NT\$)	4.18	3.96	3.70	4.04	4.77	7.65	11.85	10.29	32.22	15.87	34.56
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	37.7	34.8	34.9	35.9	38.9	44.4	48.4	46.4	45.3	35.8	45.2
營業利益率	18.2	16.4	13.5	16.9	20.0	25.7	29.7	27.8	26.2	16.2	26.5
EBITDA Margin	21.1	19.3	16.6	26.1	32.3	36.0	38.1	37.4	28.6	20.8	36.4
稅前純益率	18.5	15.9	16.4	17.2	20.3	25.9	29.9	27.9	26.9	17.0	26.6
稅後純益率	14.2	13.3	12.9	13.8	16.2	20.7	23.9	22.3	21.5	13.6	21.3
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(41.0)	0.8	(3.2)	1.9	0.6	25.8	34.1	(7.0)			
營業毛利	(54.3)	(7.1)	(2.9)	4.9	9.0	43.4	46.4	(11.0)			
營業收益增長	(65.0)	(9.2)	(20.3)	27.9	19.0	61.2	55.3	(13.1)			
EBITDA	(61.6)	(8.0)	(16.8)	60.1	24.6	40.4	41.8	(8.7)			
稅前純益	(62.8)	(13.3)	0.0	6.3	18.8	60.6	54.9	(13.2)			
稅後純益	(64.5)	(5.4)	(6.6)	9.3	18.0	60.6	54.9	(13.2)			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	25.9	(3.8)	(36.7)	(41.3)	(0.0)	24.8	72.8	57.8	77.4	(21.7)	38.6
營業毛利	27.3	(23.1)	(53.0)	(56.8)	3.2	59.2	140.0	103.7	92.0	(38.1)	74.8
營業收益	40.1	(34.0)	(69.6)	(67.6)	10.2	95.7	281.3	158.8	126.8	(51.4)	125.9
EBITDA	33.1	(30.7)	(65.1)	(52.9)	52.8	133.2	297.0	126.3	104.3	(43.1)	142.5
稅前純益	24.5	(36.9)	(65.5)	(65.7)	9.5	102.7	213.9	156.4	131.0	(50.5)	117.1
稅後純益	20.4	(34.9)	(65.6)	(65.7)	13.9	93.4	220.8	154.8	126.1	(50.5)	117.7

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>2,406</b>	<b>3,939</b>	<b>5,699</b>	<b>4,975</b>	<b>5,995</b>
<b>流動資產</b>	<b>1,648</b>	<b>2,891</b>	<b>3,962</b>	<b>2,786</b>	<b>3,568</b>
現金及短期投資	680	1,645	1,534	1,289	1,356
存貨	417	350	770	488	644
應收帳款及票據	541	873	1,613	966	1,525
其他流動資產	10	23	45	43	43
<b>非流動資產</b>	<b>758</b>	<b>1,048</b>	<b>1,737</b>	<b>2,189</b>	<b>2,428</b>
長期投資	-	-	-	-	-
固定資產	522	765	1,371	1,789	2,028
什項資產	236	283	366	400	400
<b>負債總額</b>	<b>635</b>	<b>1,009</b>	<b>2,003</b>	<b>1,425</b>	<b>1,653</b>
<b>流動負債</b>	<b>491</b>	<b>955</b>	<b>1,948</b>	<b>1,227</b>	<b>1,454</b>
應付帳款及票據	213	489	1,027	709	936
短期借款	-	-	-	13	13
什項負債	278	466	921	504	504
<b>長期負債</b>	<b>144</b>	<b>54</b>	<b>56</b>	<b>198</b>	<b>198</b>
長期借款	40	-	-	137	137
其他負債及準備	0	1	6	10	10
<b>股東權益總額</b>	<b>1,772</b>	<b>2,930</b>	<b>3,696</b>	<b>3,550</b>	<b>4,343</b>
普通股	306	339	345	342	342
保留盈餘	733	730	1,403	1,093	1,886
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	3.8%	(0.8%)	77.4%	(21.7%)	38.6%
營業收益增長	(3.0%)	(11.4%)	126.8%	(51.4%)	125.9%
EBITDA	(0.8%)	(9.1%)	104.3%	(43.1%)	142.5%
稅後純益	(4.7%)	(8.4%)	126.1%	(50.5%)	117.7%
每股盈餘成長率	(8.3%)	(17.0%)	122.9%	(50.7%)	117.7%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	40.1%	41.9%	45.3%	35.8%	45.2%
營業利益率	23.0%	20.5%	26.2%	16.2%	26.5%
EBITDA Margin	27.1%	24.8%	28.6%	20.8%	36.4%
稅後純益率	18.2%	16.9%	21.5%	13.6%	21.3%
平均資產報酬率	22.5%	15.3%	22.8%	10.2%	21.6%
股東權益報酬率	31.8%	20.7%	33.2%	15.0%	30.0%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	2.3%	0.0%	0.0%	4.2%	3.5%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	558.8	445.4	1,431.5	472.5	612.2
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	605.0	546.6	1,103.5	709.8	514.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	605.0	546.6	1,103.5	68.7	78.4
流動比率 (x)	3.4	3.0	2.0	2.3	2.5
速動比率 (x)	2.5	2.7	1.6	1.9	2.0
淨負債 (NT\$百萬)	(640)	(1,496)	(1,504)	(1,009)	(1,076)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	17.42	14.46	32.22	15.87	34.56
每股現金盈餘 (NT\$)	23.56	21.79	31.12	29.95	36.37
每股淨值 (NT\$)	57.95	86.38	107.00	103.65	126.80
調整後每股淨值 (NT\$)	58.13	87.04	108.23	103.51	126.62
每股營收 (NT\$)	95.47	85.78	150.01	116.97	162.11
EBITDA/Share (NT\$)	25.87	21.30	42.89	24.31	58.96
每股現金股利 (NT\$)	12.98	11.00	22.00	11.46	25.53
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.23	0.91	1.06	0.75	1.01
應收帳款周轉天數	68.1	110.4	114.9	87.9	100.4
存貨周轉天數	87.6	76.2	100.3	69.2	77.4
應付帳款周轉天數	44.8	106.3	133.8	100.5	112.5
現金轉換周轉天數	110.9	80.3	81.5	56.6	65.3

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>2,910</b>	<b>2,887</b>	<b>5,122</b>	<b>4,012</b>	<b>5,560</b>
營業成本	(1,743)	(1,678)	(2,800)	(2,574)	(3,047)
<b>營業毛利</b>	<b>1,167</b>	<b>1,209</b>	<b>2,322</b>	<b>1,437</b>	<b>2,512</b>
營業費用	(499)	(617)	(980)	(785)	(1,040)
<b>營業利益</b>	<b>668</b>	<b>592</b>	<b>1,342</b>	<b>652</b>	<b>1,472</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>12</b>
利息收入	1	3	8	12	8
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	5	2	5	3	4
<b>總營業外費用</b>	<b>(12)</b>	<b>0</b>	<b>22</b>	<b>16</b>	<b>(2)</b>
利息費用	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(11)	1	23	17	-
<b>稅前純益</b>	<b>662</b>	<b>596</b>	<b>1,378</b>	<b>682</b>	<b>1,482</b>
所得稅費用[利益]	(131)	(110)	(277)	(138)	(296)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	-	(0)	(0)
<b>稅後淨利</b>	<b>531</b>	<b>487</b>	<b>1,100</b>	<b>544</b>	<b>1,185</b>
EBITDA	788	717	1,465	834	2,022
每股盈餘 (NT\$)	17.42	14.46	32.22	15.87	34.56

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>718</b>	<b>733</b>	<b>1,063</b>	<b>1,027</b>	<b>1,247</b>
本期純益	531	487	1,100	544	1,185
折舊及攤提	120	125	122	182	550
本期運用資金變動	102	(26)	(636)	611	(488)
其他營業資產及負債變動	(35)	148	476	(310)	0
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(111)</b>	<b>(527)</b>	<b>(641)</b>	<b>(757)</b>	<b>(788)</b>
投資用短期投資出售[新購]	0	(148)	119	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	(100)	-
資本支出淨額	(90)	(325)	(769)	(656)	(778)
其他資產變動	(21)	(54)	8	(1)	(10)
<b>自由現金流</b>	<b>656</b>	<b>245</b>	<b>(222)</b>	<b>645</b>	<b>452</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(336)</b>	<b>611</b>	<b>(414)</b>	<b>(700)</b>	<b>(393)</b>
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	40	(40)	-	150	-
現金增資	-	1,100	-	-	-
已支付普通股股息	(367)	(440)	(376)	(840)	(393)
其他融資現金流	(10)	(9)	(38)	(11)	-
<b>匯率影響數</b>	<b>3</b>	<b>(1)</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>274</b>	<b>816</b>	<b>8</b>	<b>(430)</b>	<b>67</b>

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	17.1%	21.4%	19.1%	19.6%	18.7%
- 銷管費用/營業收入	-	-	-	-	-
<b>= 營業利益率</b>	<b>23.0%</b>	<b>20.5%</b>	<b>26.2%</b>	<b>16.2%</b>	<b>26.5%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
<b>= 資本周轉率</b>	<b>2.8</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>
營業利益率	23.0%	20.5%	26.2%	16.2%	26.5%
x 資本周轉率	2.8	2.5	2.5	1.6	1.8
x (1 - 有效現金稅率)	80.2%	81.6%	79.9%	79.8%	80.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>52.3%</b>	<b>41.9%</b>	<b>53.2%</b>	<b>21.3%</b>	<b>37.2%</b>

資料來源：公司資料，凱基預估

**凱基證券集團據點**

<b>中國</b>	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
<b>台灣</b>	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
<b>香港</b>		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
<b>泰國</b>	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
<b>新加坡</b>		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
<b>印尼</b>		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

**股價說明**

<b>等級</b>	<b>定義</b>
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	未評等 (R)

\*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

**免責聲明**

凱基證券投資顧問股份有限公司 (以下簡稱本公司) 為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。