



2023 Q4 全球展望冬季投資論壇

投資快訊

建議首選

聚陽 (1477 TT)	目標價 450 元	買進
國巨 (2327 TT)	目標價 636 元	買進
八方雲集 (2753 TT)	目標價 200 元	買進
晶技 (3042 TT)	目標價 110 元	買進
晶碩 (6491.TT)	目標價 -	中立
穎威 (6515 TT)	目標價 750 元	中立
矽創 (8016 TT)	目標價 336 元	買進
宇瞻 (8271 TT)	目標價 63 元	中立

相關個股

聚陽 (1477 TT)	買進		
	2022A	2023E	2024F
EPS	14.53	16.10	18.90
國巨 (2327 TT)	買進		
	2022A	2023E	2024F
EPS	46.04	37.23	53.07
八方雲集 (2753 TT)	買進		
	2022A	2023E	2024F
EPS	9.97	8.89	10.03
晶技 (3042 TT)	買進		
	2022A	2023E	2024F
EPS	9.06	5.85	7.66
晶碩 (6491 TT)	中立		
	2022A	2023E	2024F
EPS	21.88	21.14	23.08
穎威 (6515 TT)	買進		
	2022A	2023E	2024F
EPS	32.22	15.11	30.56
矽創 (8016 TT)	買進		
	2022A	2023E	2024F
EPS	30.06	15.91	22.28
宇瞻 (8271 TT)	買進		
	2022A	2023E	2024F
EPS	5.23	4.34	4.81

研究員

[蔡仲璋 EASONTSAI@uni-psg.com](mailto:EASONTSAI@uni-psg.com)
[吳大任 Terry.wu@uni-psg.com](mailto:Terry.wu@uni-psg.com)
[黃千千 CHIEN.CH@uni-psg.com](mailto:CHIEN.CH@uni-psg.com)
[陳明瀚 TERRY25791487@uni-psg.com](mailto:TERRY25791487@uni-psg.com)
[張立群 BIO@uni-psg.com](mailto:BIO@uni-psg.com)
[鄭高輯 Owencheng@uni-psg.com](mailto:Owencheng@uni-psg.com)
[張榮森 JIN710130@uni-psg.com](mailto:JIN710130@uni-psg.com)

前言：

十一月節，大者盛也，至此而雪盛矣。

冬雪初降，萬物開始蟄伏冬藏，看似蕭條滄桑、毫無生機的冬天，其反面則是象徵著等待時機蓄勢待發、沉澱回歸。

統一證券冬季投資論壇，以展望 2024 為主軸，期望帶領您在動盪環境尋找投資方向、發現投資契機，共創冬之榮景。

參與公司：

- 聚陽 (1477 TT)：補庫存循環開始，主力供應商受惠，新產能增幅上修
- 國巨 (2327 TT)：本業逐步回穩，且持續擴張版圖
- 八方雲集 (2753 TT)：向上游整合，從肉品的需求者，轉變為供給者
- 晶技 (3042 TT)：24 年有望顯著復甦，惟評價未有偏低
- 晶碩 (6491 TT)：營運高峰已過，成長動能不強
- 穎威 (6515 TT)：24 年受惠新產品推出，營運跳增，惟評價合理
- 矽創 (8016 TT)：24 年獲利提升，建議回檔布局
- 宇瞻 (8271 TT)：消費端追貨動能未延續，且工控成長展望轉弱
- 台灣無人機產業發展的新局與展望

聚陽 (1477 TT)

補庫存循環開始，主力供應商受惠，新產能增幅上修

結論：

對聚陽(1477)重申買進，主要考量：(1) 聚陽11月營收部分遞延至12月，12月營收部分遞延至明年1月，主因近期美、日地區氣溫降低，秋冬款服飾需求提升，延長銷售時間，加上延後拉貨對客戶來說有美化財報的效果，故4Q23主要生產的春夏款產品出貨時點延後兩周，對聚陽來說訂單及生產無任何變化。(2) 4Q23營收因出貨遞延下修至78.1億元(原估81.7億元)，增加6.1%YOY，日系客戶訂單持續成長，美系客戶開始進入補庫存循環，高毛利運動款訂單比例提升，將帶動4Q23及2024毛利率進一步提升，預估2023年稅後EPS 16.1元(原估16.25元)，成長10.79%YOY，產業逆風下獲利創新高。(3) 除印尼及孟加拉新廠外，越南2024年將開出新的專精機能服工廠，專門供貨給美系單一客戶，故2024年新產能增幅將提升至10%(原估7-8%)，加上聚陽具彈性且快速反應的生產優勢，產能供不應求，2H23起稼動率維持滿載，持續擇優生產情況下，高階運動產品比重持續增長，獲利也將逐步提升，預估2024年營收357億元(原估354億元)，成長11.1%YOY，毛利率增加1.6ppts至27.8%，稅後EPS上修至18.9元(原估18.74元)，成長17.4%YOY，獲利將連續第五年創歷史新高。(4) 長期來講，供應鏈集中趨勢明確，大者恆大，各品牌前三大供應商為主要受惠者。以2024年EPS來看，聚陽目前本益比約18.5倍，約等於近五年本益比區間12-25倍均值，評價偏低，故研究部維持聚陽買進之投資建議，目標價維持450元(24xPER *2024EPS)

重點摘要：

1. 聚陽為國內成衣代工大廠，以快速反應能力著稱：

聚陽為國內成衣代工廠，主要業務內容包含成衣設計、製造及銷售，針織佔7成，平織佔3成，以彈性及快速反應能力著稱。產品別佔比為流行成衣佔48%，機能運動服飾佔42%，潮牌&高利潤急單約佔10%。各地區營收比重美國地區最高，達73%，亞洲地區佔比23%，歐洲佔比約4%。美國為全球最大成衣需求國家，聚陽訂單8成來自美國客戶，1H23年客戶營收分佈為GAP佔比29%(Old Navy佔20%)，Fast Retailing佔比20%，Target佔比16%，Dick's Sporting持續增長至佔比7-7.5%，Hanesbrands、Kohl's佔比皆低於4%，Walmart佔比低於0.5%，其他客戶佔比約19%。

2. 補庫存循環開始，2024年日系、美系客戶訂單全面提升：

目前1H24接單順暢，1Q24訂單已滿，2Q24持續接單。1H24美系最大客戶Old Navy成長相當明顯，Target庫存水位十分健康，拉貨動能提升，第四大客戶Dick's Sporting Goods成長動能最強，維持強勁成長，美系客戶全面回歸成長，身為主要供應商的聚陽將因此受惠。

日系客戶Fast Retailing 2H21至1H22營運受疫情干擾，銷售欠佳，但3Q22日本解封後開始逐步復甦，4Q22訂單大幅成長，1H23訂單成長40-50%YOY。日系客戶將大舉進軍美歐市場，拓展據點，聚陽身為最大供應商責無旁貸，持續填補日系客戶於日本當地庫存，及全力滿足國際版圖拓展時所需的訂單，整體訂單展望佳。2H23年日系客戶銷售穩健，訂單可望成長雙位數以上，2024年也可望維持雙位數以上增長。



由於產能供不應求，承接既有客戶30%以上的高毛利率產品，展望相對比新客戶更為明確，因此原本將於4Q23或1Q24供給歐美新客戶的產能排序將往後挪動。此外，即將迎來2024年巴黎奧運，奧運可望帶動整體服裝下單力道，後續補單動能值得期待，公司持續將產能準備好，有助於未來爭取更多市占。

2Q22以來，美系客戶庫存持續去化，訂單衰退，今年下單普遍偏保守。整體來看，聚陽認為近期美系客戶已經是去庫存循環尾聲，庫存一律可以排除，2024年美系客戶需求、採購開始回歸正常化，補庫存循環開始。2024年不論是美系或日系客戶，運動、流行，時尚等品項皆出現回溫，主要供應商受惠，聚陽對整體紡織產業樂觀看待。

3. 客戶重視產能分散，聚陽前往印尼及孟加拉設廠，加上新的越南高階機能服專精廠，可望帶動聚陽未來營運成長動能：

聚陽2022年出貨量由2021年1660萬打略微減少至1620萬打，下滑2.41%YOY，主因3Q22開始庫存調整，退掉很多中國低價訂單，加上美系通路商居家款訂單砍單超過一半所致。儘管美系客戶訂單下修，然日系客戶訂單復甦維繫公司成長動能，預估2023年全年產量可增至1700萬打，成長5%YOY。而年產能擴增幅度目標則由年初的7%降至5%，下調2個百分點的主要原因在於加班時數有做調整，另外，有淘汰中國地區部分老舊、不符合ESG規範的產線。在產能持續供不應求下，預估2024年全年產量將增至1,870萬打，成長10%YOY。

聚陽目前有越南、印尼、柬埔寨、菲律賓及中國等五個國家生產基地，2023年各廠區產能分佈，越南佔比41%，印尼佔比38%，柬埔寨17%，中國及菲律賓佔比各佔2%。近年來中美貿易紛擾下，分散產區對歐美客戶來說非常重要，若產品銷售歐美就會以東南亞、印度、孟加拉產能為主。

2023年公司產能擴張將以印尼廠為優先，其他廠區以提升機台效率為主。目前聚陽印尼新廠的所有新增產能皆由日系客戶吃下，印尼一廠第一期的3間廠房，共80條產線將在2022至2024年分期完成，2022年底完成20條產線，2023年底預計累計完成48條產線，其餘32條產線將於2024年完工。在80條產線全數投產後，每月成衣產能可達200萬件，佔目前產能12%。若訂單狀況足夠好，印尼一廠第二期的另外3間廠房，共80條產線也有機會於2H24開始建置。上述6間廠房當中，原先前三間新廠規劃優先提供給日系客戶，然目前美系客戶需求更甚、毛利率更加、訂單確定性更高的情況下，將優先考量將第2或第3間新廠優先提供給美系客戶，後續第二期廠房再補上總共3間廠房給日系客戶即可。

聚陽也投資1430萬美元前往孟加拉設立新廠，共33條產線，預計2024年開工、投產，全開後月產能80萬件，佔總產能5%。預期印尼、孟加拉新廠可望帶動下一波營運成長動能。

2024年聚陽最新產能規劃，越南將開出新的高階機能服專精廠，專門供貨給美系單一客戶，這專精廠是已經蓋好的空廠房，只要購入機台、培訓人員集建造宿舍即可，擴產速度快，費用相對低，不像印尼、孟加拉是新的工廠，初期需花費大量資源進行基礎建設。這個廠再目前越南專精廠旁邊，可想像為其延伸。

聚陽2024年新產能擴增幅度先前暫時定調高個位數，然近期公司宣布越南將開出新的高階機能服專精廠，故產能擴增幅度將提告到10%，符合研究部先前認為以目前美系、日系客戶皆看好的情況來看，高個位數的產能增幅將略顯不足，2H24上修擴產幅度的機率偏高之預期。

擴產難度方面，機器設備可直接添購不成問題，工人經過3個月初步訓練，加上3個月技術培養，約6-9個月可以培養出一名合格技術工，擴產不順的機率偏低，惟需留意2H24或將出現搶工潮而帶來的招工風險。



4. 客戶2H23以短交期追加單為主，2024年高毛利運動款訂單比重提升，聚陽快速反應急單能力卓越可望受惠：

品牌客戶在庫存調整階段下單模式有所改變，降低核心訂單比例，提高追加訂單比例，而短交期追加單訂單能見度低、Leadtime短，生產流程緊密，船期或海關delay都會影響交期，若來不及出貨，改成空運將導致虧錢，十分考驗供應商快速反應的生產能力。

過往核心訂單比例為90%，追加訂單10%。而短單比例20%運轉最無風險，又可以把利潤極大化，是最理想狀態。3Q23短交期追加訂單更進一步突破極限，來到30%，4Q23短單則降一些回到20~30%水準。聚陽積極接收追加訂單主要著眼於未來的客戶合作關係，這會影響未來客戶下單意願，現階段若能夠配合客戶，2024年補庫存需求回升時，獲得訂單的順位將較為優先，有利於訂單量強勁增長。

3Q23聚陽在大量短交期追加單的壓力下，出貨順利，交出漂亮成績單，營運表現符合研究部先前對公司的預期。研究部認為聚陽的管理效率、供應鏈管理能力優於競爭同業，生產、出貨不及導致毛利率衰退之風險偏低。而短單毛利率比正常單好3-5%，聚陽毛利率也隨著短單比重提升隨之增加。

由於產業回溫，歐美客戶現在非常需要具彈性，且可提供短交期訂單的產能，因此聚陽目前產能供不應求，可持續挑單生產，利用議價優勢，公司在給予美系客戶短單產能的同時，也要求客戶一起給予高毛利運動款訂單，配合搭售產能。

目前高毛利運動款訂單相較既有運動款訂單有更高的利潤，過往運動款訂單毛利率約落在25%，目前接到的高毛利運動款訂單毛利率可達到30%以上水準，生產難度也不會太高。公司目標將持續追求高毛利運動款訂單比例提升。

5. 預估聚陽4Q23、2023、2024年稅後EPS分別為3.38元、16.1元及18.9元：

2023年日系客戶訂單持續復甦，並吃下印尼新廠所有產能，抵銷美系客戶庫存調整的干擾，對營運有所挹注。聚陽3Q23營收92.72億元(原估95.76億元)，成長28.3%QOQ，下滑1.4%YOY。短交期訂單比重提高，生產流程順利，毛利率大幅改善至26.81%(原估25.12%)，稅後EPS 5.47元(原估4.83元)，成長64.41%QOQ，成長19.18%YOY。

聚陽11月營收24.15億元，下滑2.5%MOM，衰退1.9%YOY，出貨量/ASP/匯率各影響-5%/1%/2%，原先看11、12月營收將逐月增長，但11月營收不如預期，季營收達成率僅59.8%，主因近期美、日地區氣溫降低，秋冬款服飾需求提升，延長銷售時間，加上延後拉貨對客戶來說有美化財報的效果，故4Q23主要生產的春夏款產品出貨時點延後兩周，11月營收部分遞延至12月，12月營收部分遞延至明年1月，對聚陽來說訂單及生產並沒有發生任何變化。預估4Q23營收78.1億元(原估81.76億元)，下滑115.74%QOQ，成長6.1%YOY，主因營收不如預期。而在擇優生產下，4Q23毛利率將優於3Q23表現，毛利率將季增1.05ppts至27.86%，稅後EPS下修至3.38元(原估3.54元)，下滑38.13%QOQ，成長5.29%YOY。

長期來講，供應鏈集中趨勢明確，大者恆大，各品牌前三大供應商為主要受惠者。此外，客戶要求產能分散，除了中國、越南之外，還要求印尼及孟加拉等地區皆需設立生產據點，以分散風險。另外，品牌商也要求供應商彈性、快速反應能力，聚陽可望受惠，產能供不應求，2H23起稼動率維持滿載，並在可擇優生產情況下，產品組合持續優化，獲利也將逐步提升。研究部預估聚陽2023年營收321.4億元，(原估325.1億元，4Q23營收略低於預期)，成長0.2%YOY，毛利率年增0.47ppts至26.2%，營益率提升0.95%至14.76%，稅後EPS 16.1元(原估16.25元)，成長10.8%YOY，產業逆風下獲利創新高。



隨美系客戶庫存去化結束，補庫存循環開始，新產能擴增幅度油高個位數上修至 10%，1H24 出貨量保持中雙位數成長，預估 2024 年營收 357.1 億元(原估 354 億元)，成長 11.1%YOY。持續挑單生產情況下，將帶動毛利率進一步年增 1.6ppts 至 27.8%，營益率提升 1.65ppts 至 16.41%，稅後 EPS 18.9 元(原估 18.74 元)，成長 17.41%YOY，獲利將再創歷史新高。

國巨(2327 TT)

本業逐步回穩，且持續擴張版圖

結論：

研究部維持國巨的買進投資建議，係因(1)4Q23 施耐德感測計部門正式併表，營收預估上修，(2)4Q23-1Q24 為此次被動元件產業循環低谷，除鉭電容產線外，其餘庫存皆已恢復健康，(3)擴張事業版圖不停歇，未來將跨入功率半導體市場，綜效將在未來幾年產生，分別預估國巨 23/24 年 EPS 為 37.23 元(原估 38.49 元，-2.8%YOY)及 53.07(原估 55.09 元，+27.4%YOY)。雖然獲利有所下修，不過海內外被動元件大廠皆表示，被動元件產業將逐步回復正常循環，且國巨未來將有併購公司產生完整貢獻，版圖擴張迅速，故維持買進建議，並考量產業將重回成長軌道，故 PER 從 11X 調升至 12X，目標價 636 元。

重點摘要：

1. 11/1施耐德感測器部門正式併表：

國巨在22年年底宣告以現金214億元併購施耐德電機感測器部門，歷經了一年的努力，於23年的11月正式併表，故先前國巨在併表前給的財測為4Q23營收中個位數衰退，也提升至QOQ持平到小幅增長，因為感測器產品毛利率高於公司平均，故4Q23毛利率有望小增，但因為施耐德電機部門費用較高，故OPM與先前給的財測相當。綜合以上，研究部上修4Q23營收預估為276.35億元(原估268億元)，成長0.9%QOQ，衰退4.2%YOY，稅後淨利也上修預估為48.3億元(原估46.5億元)，衰退0.3%QOQ，成長16.2%YOY，EPS 11.48元(原估11.05元)。

2. 谷底即是現在，迎接UP CYCLE

目前特殊品的產線價動能仍高達70%左右，僅有鉭電產線受到大客戶下修NB出貨連帶影響，其餘高階應用產品線產能利用率約在90%以上。一般品部分，目前稼動率僅40-50%，目前僅有手機相關的被動元件需求較好，其餘產品仍淡。不過國巨在座談會上重申，被動元件產業的低點就在4Q23-1Q24，未來景氣若沒有太大波動，MLCC與R的產線營收已經開始逐步回溫，鉭電容將靜待庫存清理完畢，不過整體來看，獲利率還是能夠維持。

3. M&A腳步不停歇，集團綜效持續發揮

國巨從先前的被動元件相關廠商併購，包含小如君耀、大如奇力新或是基美等，而後來跨足非被動元件廠商，例如普思及今年完成併購施耐德及賀力士感測器部門等，國巨表示，因為持續併購，目前的利基型產品佔營收比重已經超過70%，先前在2018年漲價時僅佔10%。未來將會持續找尋併購標的，以持續拓展事業版圖，目前會較以功率半導體相關的廠商做併購，以切入電動車功率半導體市場。



4. 24年與原先預估相當

展望24年，雖然鉭電容目前庫存仍高，但在主要MLCC及電阻方面，無論在被動元件龍頭村田及國巨，皆表示此次產業循環低谷將過，整體需求將在24年逐漸恢復正常，被動元件供需逐步恢復健康後。而國巨將在24年完全認列併購的兩家公司的完整營收後，國巨將重拾成長動能。預估國巨24年營收為1251億元(原估1255億元)，成長15.9%YOY，稅後淨利預估為223億元(原估232億元)，成長27.4%YOY，EPS 53.07元(原估55.09元，以股本42.13億元計算)。

八方雲集 (2753 TT)

向上游整合，從肉品的需求者，轉變為供給者

結論：

研究部維持八方雲集「買進」投資建議，係考量：(1)3Q23 稅後 EPS 2.24 元，優於預期；(2)雖然豬肉價格處高檔，不過獲利壓力最緊張的時刻已過，隨著台灣農業部翻新計畫將於2024年完成，屠宰豬隻的數量可望逐步回升，牽動豬價由高檔往下修正；(3)由於政府查核時間無法掌控，導致美國第五家門店延遲至1Q24開幕。投研部預計2024年底美國門店可望(至少)達到10家。台灣地區的獲利表現受到肉品價格干擾，美國新門店延遲至2024年，因此預估2023、2024年營收分別年增8.7%、11.8%至73.9、82.6億元，以及稅後EPS分別年減11.2%至8.89元，以及年增13.1%至10.03元，重回成長軌道。研究部認為股價已適度反應營運利空，且美國門店逐步開展，將具體挹注未來動能，正面看待未來營運，維持買進評等，目標價200元。

重點摘要：

1. 預期豬價將於2H24逐步下滑，回歸常軌

八方的豬肉使用量龐大(約占原物料的45%)，豬價處於高檔會壓抑獲利表現，3Q23八方豬肉成本增加7,400萬，梁社漢豬肉成本增加5,000萬。目前豬肉價格還處於高檔，主要因為台灣養豬業者約有3000多戶接受農業部翻新計畫，計畫時間為民國110~113(2021~2024)年，因而豬隻育成以及屠宰數目受到影響，在這之前台灣一年約屠宰800萬頭豬，2022年屠宰數量降至660萬，2023年再降至620萬。公司跟台糖合作，台糖之前屠宰數量為33萬，2023年降至18萬(最低，不會再更低)，預計2024年回升至25萬，2025年超過原先的33萬，來到36萬，2026年目標50萬。公司認為2H24應該就可以看到農業部計畫施行的初步成果，進而提高育成、屠宰數量，豬價將由高檔逐步下滑，回歸常軌。

2. 向上游整合，從肉品的需求者，轉變為供給者

2H22~2H23原物料上漲帶來龐大的獲利壓力，且總部無法全然管理掌握外租的冷藏庫，因此3Q23董事會決議加強對原物料的掌控力道。將嘉義大林廠的生產線轉至近期購買於淡水天元宮附近的生產基地，而大林廠建置冷藏保儲庫，高麗菜保儲數量由6,000噸提高至7,000噸，豬肉保儲數量約2,500噸。至於淡水天元宮附近的生產基地(4.8億的資本支出)，將於1/2024建設兩條產線，分兩階段施工，15個月可完成，第一條產線預期2Q25完成。

3. 台灣地區的經營重點在調整門店體質

台灣地區的八方雲集，門店數量維持1000多家門店，主要因為閉店率和開店率都是3%，在二代接班下，換手率達4%。3Q23改裝326家門店，截至目前約八成的門店已完成改裝。預計3/2024完成所有門店的改裝。改裝門店的目標，是希望經由自動化的裝置，提高標準化流程以及減少人員配置。8/2023八方的門店開始銷售牛肉麵，藉由增加銷售項目，拉升單店銷售額，一個月增加1,300萬，一年增加1.6億元，日均客單價往上提升8%~10%。



而梁社漢排骨的門店數量212家，由於原物料上漲，負責生產梁社漢的生產基地呈現虧損，因此公司希望等到淡水天元宮附近的生產基地以及嘉義大林廠完工，提高對上游的掌握度，再來擴增門店。

芳珍蔬食對於精緻化便民的蔬食訴求，獲得眾多消費者的認同，回購率高。雖然今年門店目標60家，不過9/2023門店數量達到40家(14家直營，26家加盟)後，暫停展店，主要是因為太早開放加盟，且多數芳珍蔬食的加盟者是從八方雲集過來的，產品教育和行銷手法在推廣上有些許差異，因此公司希望加強教育訓練，提升加盟素質，拉近直營和加盟的日均收入差距。

4. 香港地區持續拓店

香港地區占集團營收近19%，發展四個品牌，分別是八方雲集(維持50~55家電)、百芳池上便當(預計2024年再開3~4家)、八方麵屋(維持5~6家)以及梁社漢(中長期目標50~60家)。梁社漢已於6/2023中旬到香港開第一家店，目前已開第二家門店。3Q23香港地區的營收雙位數成長，運營績效表現優異，目標2024年四個品牌將拓展5~7家門店。

5. 美國地區由於政府查核，延遲門店開幕時間至2024年

美國八方雲集原本預計2023年底將有8家門店，不過因為美國展店需要經過政府的消防、衛生和建物核准。因此美國2023年底僅有4家門店。目前已簽約的加盟店數有10家，2024年初會開出一家，目標是希望10家都在2024年完成開幕。

1Q23美國營收比重3.5%，2Q23營收比重3.6%，3Q23營收比重3.9%。為貼合美國消費者的習慣，公司今年曾經調整過菜單，利用組合套餐的點餐模式，帶動點餐金額，有效提升業績，將持續朝增加主力項目，減少整體點餐項目的數量，提高標準化生產流程的方向努力，另外，公司決定嘗試Food Court美食街小店型、得來速等門店型式，以符合當地的需求。

美國的中央工廠單月營收達100萬美元可以損平(可支應20~30家門店)。目前四家門店的單月營收達到75~80萬，客單價27美元，單日來客數230~250人次，單店日均營收6500-7000美元。拓店仍需觀察當地的人均水平和經濟狀況，還有亞裔人口的分布(公司偏向先讓亞裔成功消費，再帶動其他族群進店)。北加州的物價比南加州還昂貴，且工業區是否能設立餐飲中央工廠，還要看法規，所以目前暫不考慮前進北加州，而是深耕南加州。最快2024年底申請FDD，並開放加盟(計畫加盟店月繳納營收的5%給總部)

晶技 (3042 TT)

24年有望顯著復甦，惟評價未有偏低

結論：

歷經庫存調整，以及成熟產品的降價壓力，使晶技23年營運較為艱辛，23年EPS下修為5.85元。展望24年，客戶庫存偏低以及新興應用需求有望帶動晶技顯著復甦，研究部預估NB、手機、車用有望成為24年主要動能，進而將24年EPS上修為7.66元。儘管晶技24年展望將明顯復甦，惟目前PER評價已達13.5x左右，位於過往區間中上緣位置，研究部將目標價設定為110元，投資建議調降為中立。

重點摘要：

1. NB及網通拖累4Q23展望，惟產品組合有望優於前一季度

儘管晶技目前車用及手機客戶持續下單，惟部分消費性產品(如NB)以及網通需求欠佳，致使營收展望保守，4Q23營收預估季減2-3%。研究部將4Q23營收下修為30.1億元(原估30.86億元)，衰退2.4%QoQ/成長0.1%YoY。然成熟產品價格壓力高於研究部先前預期，故4Q23 GM下修為35.9%(原估38.4%)，營業利益預估為5.68億元，成長3.3%QoQ/衰退8.8%YoY，稅後淨利預估為5.09億元，衰退14.9%QoQ/成長15%YoY。EPS下修為1.64元(原估1.90元)。3Q23應用別占比:Telecom+Enterprise 27%、Mobile communication 42%、Auto 16%、Consumer 15%。

2. 23年EPS下修為5.85元，24年EPS上修為7.66元。

23年歷經庫存調整，以及成熟產品的降價壓力，使晶技營運較為艱辛。受惠於中系手機客戶庫存回補，3Q23營收略優於研究部預期，使研究部上修23年營收為108.19億元(原估107.21億元)。然而價格壓力高於研究部先前預期，故GM下修為35%(原估36.5%)，衰退3.2%YoY，營業利益預估為18.18億元，衰退35.3%YoY，稅後淨利預估為18.13億元，衰退35.4%YoY。EPS下修為5.85元(原估5.94元)。近期客戶仍以急單短單方式進行，晶技24年訂單能見度仍相對有限，目前以1Q24營收年增為目標。儘管能見度不佳，晶技仍預估24年營運有望顯著復甦，主要考量客戶庫存偏低以及新興應用需求。目前客戶庫存水位低於3個月，而新興應用如車用、手機(新料號需求)、Wi-Fi 7、800G 都將刺激客戶端對於石英元件的配料需求。晶技預估24年NB及車用占比將有所提升，而手機新料號將帶動相關營收成長，3項應用預估皆成長約30%YoY以上，推動晶技24年營運顯著復甦。研究部將晶技24年營收上修為131億元(原估127.7億元)，成長21.4%。而受惠於上述新興應用以及稼動率回升，晶技預估24年GM有望優於23年，然成熟價格壓力高於研究部先前預期，故24年GM下修為36.3%(原估36.9%)，成長1.3pts YoY。考量3Q23費用率降為17.4%，已相對於2Q23減少2.3pts，研究部預估24年營業費用率有望接近16%，故將24年費用率調整性15.9%(原估17.0%)，營業利益進而上修為26.85億元(原估25.45億元)，成長20.4%YoY，稅後淨利預估為23.74億元，成長30.9%YoY。營收及費用控管優於預期，故研究部將24年EPS上修為7.66元(原估7.32元)。儘管晶技24年展望能有明顯復甦，惟目前PER評價已達13.5x左右，位於過往區間中上緣位置，研究部將目標價設定為110元，投資建議調降為中立。

晶碩(6491.TT)

營運高峰已過，成長動能不強

晶碩2023/10~2023/11營收優於預期，公司晶碩2023營收起伏主要受中國大環境所扭曲，造成4Q23旺季更旺，本次將晶碩4Q23稅後EPS至7.03元(QoQ+43%，稀釋後YoY+19%)，2023稅後EPS亦上修至21.14元(稀釋後YoY-3%)。然投研部保守看待晶碩的表現，係因：(1) 短期營運高峰已過，預期2023/12營收將回落至6億元以下(MoM降幅>20%)。(2) 中國大環境不佳、中日競爭加劇。晶碩成長幅度恐難超越此兩市場整體隱形眼鏡的成長。投研部預估晶碩2024營收僅成長至72.1億元(YoY+6%)，稅後EPS 23.08元(YoY+9%)。晶碩2024 PER 17.6X，對照獲利成長動能，評價並未偏低，投資建議為「中立」。

1. 上修晶碩4Q23 EPS至7.03元(QoQ+43%，YoY+19%)，2023亦上修至21.14元(YoY-3%)：

晶碩2023/10、2023/11營收分別衝高至7.1億元(MoM+20%，YoY+9%)、7.6億元(YoY+24%)；但雙十一消費旺季已過、且中國近期非Covid呼吸道疫情嚴峻，預期2023/12營收將回落至6億元以下(MoM降幅>20%)。有別於往年，晶碩2023營收起伏受中國大環境所扭曲：年初中國Covid確診潮導致公司1Q23營收(YoY)年衰退2%，2023/05起大陸消費動能不佳，造成當地客戶未在3Q23季末預先大量備貨，3Q23營收(YoY)年成長僅2%，旺季不旺。中國客戶2023/10起才大量拉貨來因應雙十一檔期之需求，4Q23旺季更旺且優於預期。本次將4Q23營收上修10%至20.5億元(QoQ+22%，YoY+15%)，稅後EPS上修14%至7.03元(QoQ+43%，稀釋後YoY+19%)。反映4Q23的上修，本次亦將2023營收上修3%至68億元(YoY+8%)，稀釋後(回溯全年)稅後EPS上修4%至21.14元(YoY-3%)。

2. 中日競爭加劇將導致市佔率與ASP承壓，營運恐僅能低度成長

晶碩目前~未來面臨之問題包括：(1) 中國大環境不佳、中日競爭加劇。中國消費動能仍有疑慮，且官方不偏好網紅經濟導致隱形眼鏡通路行銷難度增加，進而對低價隱形眼鏡OEM的偏好程度提高。此外，中國、日本亦面臨OEM廠商增加的壓力，且中國隱形眼鏡新銳品牌逐漸In-house生產，皆將壓抑晶碩的市佔率與ASP。(2) MIT出貨至中國將承受地緣政治風險，晶碩僅能努力以自動化程度提升、生產規模經濟，以及推出較高價之新產品來優化產品組合，彌補現有產品ASP下滑之衝擊。晶碩正規畫於越南設廠，將半成本出貨當地完成最後段的包裝後再銷至中國。同時，公司也將藉由新產品(如美妆品牌銷售、矽水膠片)來加速台灣與歐美的成長，彌補中、日佔比偏高與銷售不如預期的問題。預期晶碩2024營收成長幅度將低於10%。

3. 月產能擴大至23年底的1.26億片，預估晶碩2024 EPS 23.08元(YoY+9%)

晶碩規劃將總產能由2022年中時的單月8,000~8,500萬片(龜山廠)擴增至2023年底的1.26億元之目標不變，包括龜山廠擴充到1億片，並新增大溪廠一期2,600萬片；但鑒於中國消費動能仍有疑慮、且中日競爭加劇，預期晶碩在中國與日本的成長幅度恐難超越此兩市場整體隱形眼鏡的成長。預估晶碩2024營收72.1億元(YoY+6%)，毛利率53%(YoY+0.4ppts)，營益率29.4%(YoY+0.7ppts)，營業淨利21.3億元(YoY+9%)，稅後EPS 23.08元(YoY+9%)。

穎威 (6515 TT)

2024 年受惠新產品推出，營運跳增，惟評價合理

結論：

論壇內容大致符合前次法說會指引，重點包括：(1) 4Q23 營運仍具有挑戰，主要係庫存調整及客戶提前關帳，毛利率也將維持低檔。(2) 2024 年營收與 2022 年對標，毛利率預估回升，並以 43% 為目標。(3) 三大產品線明年營收看增，包括：a) 公司主宰 Coaxial Socket 市場，明年持續受惠 HPC/AI 高頻高速成長需求。b) 明年 Probe card 會有蠻大增長，除了 MEMS 認證順利外，Cobra 材料升級也使客戶回頭採用。c) 明年手機會有不錯成長，且客戶推新品，預期 VPC 營收回到 7~8 億，比重提升至 15%。(4) 自製探針 2023 年底產能 1.5KK/月，預計 2024 年底達 1.8~2KK，2H24 成本綜效會顯現，成本降幅從個位數%開始。(5) 系統測試 SLT 持續成長、Burn in 需求增加，Hybrid Socket 申請專利當中，CPO 需求將出現在 2025 年(傳輸規格達到 800G/1.6T 會成主流)。基於以上，預估 2023、2024 年稅後 EPS 分別為 15.11 元、30.56 元，獲利無太大調整。評價上維持 PER 25X，目標價維持 750 元，建議拉回再行佈局。

重點摘要：

1. 今年是挑戰的一年，但複雜封裝、高效能 AI 等衍生測試需求，測試時間愈長，測試介面跟客戶深耕，明年往正向的方向。
2. 東南亞有許多半導體廠商進駐，公司在馬來西亞設辦公室，未來在以色列、歐洲、日本也會深化。
3. 全球前十大 IC 設計公司佔營收 82%，客戶主要在北美，再來是台灣，分別為：北美 65%、台灣 19%、中國 13%、其他 3%。
4. 複雜封裝必須在 Probe card、Probe head、socket、tester 等各面向整合。公司進行垂直分工、水平合作。
5. 公司有完整解決方案，包括：Coaxial Socket、Burn in、Spring (探針)、Vertical Probe card、溫控。公司除 Cobra 外，今年 MEMS 驗證順利。
6. 系統測試 SLT 2022~2027 年 CAGR +13.2%，成長性超過整個測試介面產業。Burn in 需求也會愈來愈多，2022~2027 年 CAGR +6%。
7. 公司全球市占率，test+ Burn in Socket 排第六，Socket 排第四。Probe card 排第 15，這塊接下來對公司愈來愈重要。
8. 競爭廠商：Socket 在 台灣沒有競爭同業，都是日韓廠。Probe card 有台灣同業。
9. 4Q23 也是挑戰，稍晚公告 11 月營收(-4.4%mom/-63.2%YoY)，3Q~4Q23 都挑戰，新廠折舊對 GM 產生影響。
10. 客戶 4Q23 的 NPI 案件，在未來幾季會貢獻。當營收規模回到一定程度，明年 GM 就會回到平均。
11. 3Q23 產品組合：Coaxial (41%)、RF & Plastic (20%)、探針 (16%)、Probe card (6%)、Burn-in (9%)、other (8%)。
12. 3Q23 應用比重：HPC/AI (53%)、智慧手機 (13%)、PC&gaming (12%)、Networking 及 others (21%)。
13. 2023 年 1~10 月 7nm 以下比重佔 73.9%，其他製程佔 26.1%。(2022 年 7nm 以下佔 72.6%，其他製程佔 27.4%)。
14. 手機今年本來預期有，但因市況不好沒發生，遞延到明年。今年 HPC 和 AI 是主力，比例超過營收一半，但沒有顯著成長是因客戶產品時程。
15. HPC、AI 案件穩健，競爭激烈，案件數和量值得期待。明年營收跟 2022 年對標。

16. 先進封裝：高頻、高速、大功率、大封裝、低延遲，用在 HPC、車用、AI 伺服器、VR。公司提出 Socket Hybrid 方案，解決測試介面上的 issue。
17. 公司 Coaxial Socket 做到全球最快，SerDes PAM4 224Gbps。另可以做到 2000W 超高功率散熱的溫控系統。
18. 晶圓級 CPO 測試：實現矽光子光電同測、微間距對位雙邊探測，CPO 在 800G/1.6T 傳輸規格下會變主流。
19. 公司發展高速自動植針換針系統。Socket 自製探針往 all in house，2023 年底產能 1.5KK/月。
20. 新竹台元，1Q24 擴充 VPC 產能，包括 Cobra 和 MEMS。

Q&A

1. 客戶下單 lead time 短，下單後 2~8 週就可以出，能見度 1~1.5 月。
2. 公司 dominate Socket 市場，GPU 這些市佔 90%。
3. 智慧手機，台系客戶推新世代，FT 佔 50%，SLT 還有 SFT 也有提供，明年智慧手機會有不錯增長。
4. 4Q23 辛苦，很多 design in 但沒有下 repeat order，因為(1)庫存還沒調完，(2)每家作帳想法不同，很多公司關帳，台積電 12/20 就關帳了。
5. 今年 GM 35~38%，較去年明顯下滑，原因(1) 6 月 14 日探針新廠落成，景氣不好，UTR 影響蠻大。(2)產品組合：Probe card 目前為止佔 6%，去年佔 10%，Probe card GM 好，單看可以超過 60%。Coaxial GM 也好，但今年 burn in 提高至 9%，因為只用一次，所以 ASP 低、GM 低，公司跟日系成本結構沒達標準。
6. GM 每年做到 43%是低標，是要守住的 base-line，明年 GM 以 43%為目標，改善的原因：(1)探針產能年底 1.5KK，經常性需求 3.5~4KK，去年高峯一個月 6.5KK，提高自製比率，希望 2024 年底產能達 1.8~2KK。成本可以省到 15~20%。(2) Probe card：MEMS 驗證順利，MEMS 被義大利和美國 dominate，MEMS 會用 CCC (current carrying capacity)、contact force、Cobra 材料愈來愈好，客戶回來用。台元擴充探針卡產能。7nm 以下用到 Coaxial socket，明年 Probe card 蠻大增長，Hybrid Socket 還是申請專利當中。CPO 是 2025 年的事。
7. SLT 美系最大客戶市占率 80~90%。POP SLT 愈來愈多人導入，驗證差不多，主要在手機 AP。
8. 自製探針，明年下半年綜效發生，成本降幅從個位數%開始。
9. 即便今年這麼不好，2023 年 socket 還是成長，主要是 VPC 掉太多，貢獻不到 3 億，去年 10 億。2024 年 VPC 沒把握回到去年，但會回到 70~80%，還有很多 Design，比重不會到 20%，但回到 15% 有機會。

矽創(8016 TT)

24年獲利提升，建議回檔布局

結論：

研究部維持矽創的買進投資建議，主要係因(1)4Q23 營收有望季增，相對於同業動能強勁，(2)24 年毛利率在產品組合優化及晶圓代工成本下滑後將提升，(3)24 年預估獲利大幅增長，(4)殖利率仍有 4-5%，預估矽創 23/24 年 EPS 分別為 15.91 元(原估 18.02 元，-47.1%YOY)，及 22.28 元(+40.1%YOY)，先前目標價 265 元到價後，以矽創本身 15XPER，但昇佳評價 20XPER 做計算，給予目標價 336 元，投資建議維持買進。

重點摘要：

1. 矽創以DDI為出發點擴張產線：

矽創為國內專業IC設計廠商，營運重心為研發顯示驅動IC(Display Driver)，集團內分為四大部分，(1)矽創電子為母公司，主要負責研發DDI及SOC等產品，(2)鈔創電子主要負責MCU(持股91%)，(3)極創電子主要產品為電源管理IC(持股58%)，(4)昇佳電子積極研發Sensor相關產品，包含G Sensor(Accelerometer sensor)及P Sensor(Proximity sensor，持股46%)，(5)力領以車用工控DDI為主，已在去年編列入合併報表(持股73%)，合肥創發電子以指紋及觸控IC為主(持股90%)。以3Q23營收佔比來看，工控DDI 14%，SENSOR 29%，車用及ASIC 17%，其他7%，AIOT DDI 33%。國內主要競爭廠商有敦泰(3545 TT)、聯詠(3034 TT)、天鈺(4961 TT)及瑞鼎(3592 TT)，而在Sensor產品國內競爭對手義隆電(2458 TT)。

2. 3Q23因工控補庫存告一段落而下滑：

矽創3Q23營收為42.02億元，衰退4.7%QOQ，成長3.3%YOY，手機部分因需求都很平淡，上半年還有618銷售狀況平平，但下半年因為華為出了新機，刺激周邊品牌拉貨，且當時庫存也已經恢復健康，故從8月開始手機SENSOR有較大的成長，營收佔比也從25%提升至29%，推估成長20%QOQ以上，不過因為工控及AIOT DDI需求較弱使得營收衰退。不過因為控制成本有成，毛利率提升至36.92%(2Q23為35.13%)，稅後淨利達到5.4億元(原估6.44億元)，衰退8.7%QOQ，衰退26%YOY，EPS 4.49元(原估EPS 5.3元)。

3. 4Q23淡季不淡，有望季增：

2023年營收展望為小幅年減，回推4Q23營收將有望小增，但目前看到終端應用，僅有手機部分有回補庫存的需求，加上部分車用DDI案件開始貢獻營收，其餘產線需求仍平淡。不過研究部仍預估4Q23營收仍會成長，預估矽創4Q23營收為44.12億元，成長5%QOQ，成長15.1%YOY，毛利率進一步攀升至37%以上，稅後淨利預估為4.83億元，衰退10.6%QOQ，成長31%YOY，EPS 4.04元。



4. 2024年獲利有望持續提升：

2023年矽創毛利率從1Q23開始谷底回升，除了原先DDI降價過頭價格有所回升外，另外在庫存跌價因素逐漸消失，加上23年年底開始傳出晶圓代工廠商在代工費上有所讓步，且矽創也有到中國晶圓代工廠投片，而中國晶圓代工廠投片成本較低於台灣晶圓代工廠。最後在產品組合方面，車用佔比持續擴大，目前在後裝市場多有斬獲，營收佔比在24年將持續拉升，故認為矽創長期毛利率目標為35-40%區間上緣，將有望在2024年就能看見。

5. 獲利23年先蹲，24年後跳：

雖然23年下半年終於盼到手機庫存回補，但因為其餘產品需求狀況仍不佳，使得矽創23年營收及獲利皆有下滑。不過展望24年，整體產業逐步回穩，加上部分終端需求開始落底回升，另外矽創又有新產品推出刺激營收，故認為營收將重返成長。另外在獲利方面，藉由產品組合優化加上且晶圓代工降價，將再推升矽創毛利率區間。綜合以上，預估矽創24年營收為193億元，成長16.1%YOY，稅後淨利預估為26.77億元，成長40.1%YOY，EPS 22.28元。

宇瞻 (8271 TT)

消費端追貨動能未延續，且工控成長展望轉弱

結論：

儘管上半年公司獲利穩健，且記憶體報價漲勢確立，但公司營運展望低於預期，包括：(1)消費通路 9~10 月拉貨轉強，但雙 11 後，沒有追貨，多數客戶持續觀望。(2)4Q23 工控需求相對弱，11 月營收降至 7.7 億，12 月略低於 7 億。(3)公司在 10~11 月庫存多拉 30%至 13~14 億，但庫存拉高時間比同業晚，且庫存週數較低，低價庫存效應恐較弱。(4)工控是月報價、季報價，不像消費可立即轉嫁，原廠漲價對工控毛利率是壓力。(5)2024 年還是成長，但工控還是受資本支出和庫存影響，工控比過往保守很多，明顯復甦要到 2H24，1H24 比較觀望。基於以上理由，預估 2023、2024 年稅後 EPS 分別為 4.34 元及 4.81 元，PER 13X，評價合理，且考量以上理由，看法中性。

重點摘要：

1. 工控應用佔營收 60%，NAND Flash 佔營收 61.7%：

宇瞻為記憶體模組廠，工控應用佔 60%、消費應用佔 40%，另公司新增第三產品線：智慧物聯，主要應用於智慧工廠。就產品別而言，2023 年前三季 Dram 佔 37.2%，NAND Flash 佔 61.7%，智慧物聯佔 1.09%。

2. 3Q23 毛利率逆勢下降，主要受產品組合不佳影響：

公司 3Q23 營收成長 16.9%QoQ，主要係記憶體報價於 9 月起漲，帶動消費、通路端於 9 月積極回補庫存，但因消費產品毛利率較低，只有工控產品毛利率 30~40%的一半，導致毛利率逆勢下降 1.9pt 至 23.5%，表現低於同業的上揚，單季稅後 EPS 1.14 元。

3. 公司 10~11 月庫存增加 30%至 13~14 億，因應 1Q24 需求：

公司 3Q23 庫存為 10.8 億，約 6 週，低於同業的 14~16 週，主要係公司備貨不以賺取機會財為目的，但為滿足 1Q24 需求，在 10~11 月庫存增加 30%至 13~14 億。其中工控存貨佔 60%(其中 Dram40%、NAND 60%)、消費佔 40%(其中 Dram 45%、NAND 55%)。

4. 消費通路端在雙 11 後沒有追貨，工控需求也較弱，11~12 月動能轉弱：

展望 4Q23，消費通路端在雙 11 後沒有追貨，多數客戶持續觀望，加上 4Q23 工控需求相對弱，11 月及 12 月營收預估下滑。此外，4Q23 產品組合與前季變化不大，但在報價上漲下，預期 4Q23 毛利率持平或略微上升。研究員預估 4Q23 單季稅後 EPS 1.19 元。預估公司 2023 全年稅後 EPS 4.34 元。

5. 2024 年工控成長受限，預估稅後淨利小增 2.5%YoY，稅後 EPS 4.81 元：

展望 2024 年，記憶體原廠距離生產成本還有段距離，供給持續受限，預期 1Q24 報價仍是看漲，漲幅則要看需求動能。就出貨展望方面，公司預期 2024 年營收仍會成長，但工控受到資本支出和庫存影響，工控比過往保守很多，1H24 情況比較觀望，預期明顯復甦要到 2H24。另工控是月報價、季報價，不像消費可立即轉嫁，原廠漲價對工控毛利率是壓力。由於高毛利率的工控在營收和毛利率都受限，恐限制 2024 年獲利成長幅度。預估 2024 年營收 +11.8%YoY，稅後淨利+2.5%YoY，稅後 EPS 4.81 元。

台灣無人機產業發展的新局與展望：

重點摘要：

1. 原本被認為缺乏空優的烏克蘭，善用無人機創造自己的局部空優，進行不對稱作戰，成為現代戰爭的典範轉移。無人機協同作戰創造視距外的創新聯合打擊模式，正改寫現代戰爭的面貌。
2. 視距外打擊已逐漸成為各國新型態戰術應用發展目標，攻擊無人戰(UCAV)的開發與應用已成顯學。UCAV具備情監偵(Intelligence, Surveillance and Reconnaissance, ISR)、打擊與機動特性，偵打一體化是全球無人機未來五年的發展主流。
3. 自殺式攻擊無人機，軍事上被稱為「遊蕩彈藥」(loitering munitions)，採用「可消耗性概念」(Expendable resources)，不求航程太遠，簡化整體系統，作一次性地消耗攻擊，能在目標所在的區域內進行巡航遊蕩，可以由後方控制進行目標指定，或是藉由機載的機器視覺來自動進行目標辨識，然後進行俯衝式自殺攻擊，是無人機與巡弋飛彈的結合產物。
4. 美國「航境」公司「彈簧刀」(Switchblade)：讓美軍步兵在沒有空中或地面火力支援的情況下，也能具備即時打擊超視距目標的能力。由於重量極輕，易於單兵攜帶。「彈簧刀」全長僅36cm，全重1.4kg，若加發射筒僅有2.5kg。以電動馬達驅動尾部的螺旋槳，最大速度135Km/h，命中精度可控制在1米內。操作手(步兵)可通過機載攝像機傳回的即時目標圖像來監視和搜索目標，並可通過掌上控制器鎖定目標，引爆機載高爆彈頭(威力與一枚40毫米榴彈相當)與其同歸於盡。
5. 全球進入印太戰略的板塊重組，國際地緣政治已經進入戰略清晰的新格局。未來十年，美國印太戰略的唯一目標，就是協同印太盟國(包含台灣)，並強化集體安全保障體系，採取一致、有效的措施與中國競爭，阻止中國破壞印太區域規則。
6. 現今全球各國都將無人機視為新興戰略產業的重要一環，在自由民主國家全面封鎖中國紅色供應鏈的必然發展下，台灣的無人機產業必然歸在美日同盟底下。台美無人機產業合作，主在強化集體防衛力量，並對鞏固第一島鏈的整體防禦，而不會讓印太安全網產生破口。
7. 藉由美台工業合作，加速建構台灣國防工業產業鏈，是集體安全體系中的重要一環。若將部份生產線部署台灣，則有助於強化美國西太平洋的效益後勤。
8. 2015年美國國防部年度報告指出，中國人民解放軍在2014-2023年間，投入高達105億美金，持續計畫量產約4.2萬套含陸軍與海軍的各型無人機。解放軍目前擁有超過50種的各種構型無人機。中國彩虹901自殺式攻擊無人機(CH-901)，酷似美軍彈簧刀無人機，但是機身重達9公斤比彈簧刀的2.5公斤重很多。
9. 共軍的無人機發展方向除偵打一體化，更朝向無人機應用在電磁戰(Electromagnetic Warfare)的方向發展。中國航天科技集團公司旗下的航天時代飛鴻科技公司的飛鴻-95(FH-95)，旨在破壞敵方高科技網絡，並為其無人機作戰能力增添新的維度。
10. 俄烏大戰上雙方每日消耗大量無人機，美國軍方為了準備下一場衝突，啟動大規模無人機計畫，預計在未來兩年內建造一萬架橫跨空中、海上、陸地範圍的廉價無人機。不過，由於勞工、原料及零件短缺，先進的晶片和技術良好的裝配員難找，美國國防部想買幾千架小型無人機和2000架自動駕駛的大型無人機，並在18個月內交貨，但主要供應商「盾牌人工智能」2022年整年僅生產38架。



11. 烏克蘭能打持久戰的先決條件：因為國內的國防產業軍工體系，能在戰時被有效動員。美國智庫：AI+無人機=台海戰場的「解決方案」。美國空軍應立即開始運用與AI結合的無人機系統，不能等所有技術問題解決後才開始。
12. 台灣歷經軍事組織精實，要彌補裁撤聯勤總部後的空缺，就是要擴大「軍機商維」，將台灣具備軍工能量的民間企業，納入維護、保養、翻修的後勤整備體系。在台海倘若發生戰爭封鎖時，台灣也能在美國授權下，進行必要的即時生產與零件補充。
13. 台灣在相關工業基礎上，無論在半導體產業、電資通ICT產業、大量優質的AI演算法工程團隊，以及具備龐大的ODM代工量產製造能力上，都是具備發展無人機產業上的優越條件。美台的國防工業合作上，無論是高階運算晶片、各項射頻與感知的關鍵零件、成熟的電子產品量產代工，以及追求資安的可信賴人工智慧軟體開發，台灣都是美國在亞洲的最好夥伴。
14. 全球都無法迴避無人機在「資安、飛安與國安」三大安全挑戰。當前各國開始警覺了中國製品惡意植入後門漏洞，嚴肅正視紅色供應鏈的安全問題，也開啟了具備安全防範的潔淨供應鏈的戰略需求。除開始透過立法與商品出入口管制外，均展開徹底國內清查盤點，訂定汰換時程，與禁止採購中國製產品。對於供應商亦要求逐步降低紅色供應鏈之依賴。
15. 全球無人機市場規模分析：根據研調機構Grand View Research最新報告顯示，預估2025年全球商用無人機市場規模將達1292.3億美元，複合年成長率為56.5%。國際無人載具系統協會(AUVSI)統計，全球無人機市場規模將會在10年內達到1,400億美元，為目前全球半導體設備市場的3.5倍。Drone Service Market資料，2021年無人機服務市值138.5億美元，預估2027年將達498.6億美元，複合年增長率為23.79%。Allied Market Research資料，預估2030年無人機服務市值將達1281.85億美元，複合年增長率為40.7%。
16. 空拍機與娛樂競速機崛起，消費級無人機持續高速成長，預估2030年產值115.6億美元，2022-2030年複合成長率+11.5%，其中七成消費級無人機為多軸機。商業級無人機呈指數成長，2030年產值504.5億美元，2021-2028年複合成長率+55.2%，商業級的規模是消費級的五倍。
17. 馬達2032年產值97.7億美元，年複合成長率28.7%。無人機馬達佔消費級與商業級無人機零件市場的3%。10年後，全球每年約有3000億元台幣的經濟規模。這尚未包含電子變速器、以及螺槳與電池的耗材市場。無人機的動力次系統值得台廠積極布局。
18. 台灣軍用無人機發展：當前之三大構面：軍用軍規(九款)：以國防部中科院主導研製開發，為現役軍種主力，後續研發以大型化偵打一體系統平台為主，將釋商給民間量產，建構在地軍工供應鏈。軍用商規(五款)：由國防部軍備局與經濟部工業局聯合甄選8家民間系統整合廠商，以中型、小型、微型無人機為主，目標在建構「非紅」無人機產業鏈，加速培植無人機國家隊的技術能量。無人機防禦系統(三項)：偵查與反制無人機防禦系統，包含：主動雷達、被動雷達、干擾反制手段(軟殺與硬殺)。挑選國內重點培植團隊，與配合國際合作導入關鍵品項，進行在地解決方案組合。
19. 「劍翔攻擊無人機」：反輻射無人攻擊機，主要用於「癱瘓中國沿岸觀察通訊、預警和戰場管控雷達及防空飛彈系統」，對中國沿海陸軍防空雷達實施「自殺攻擊」的源頭打擊。分為兩款型式：無人攻擊載具(反制敵方飛彈陣地及雷達站)、無人誘標載具(反制誘敵雷達開機搜索)。列為2022年「海空戰力提升計畫採購特別預算案」8大項目計畫之一，編列約新台幣120億。原先年產能為48架，目前軍方有意擴大數量需求，到2025年結案之前，預估「劍翔攻擊無人機」的最終年產量可達到150架。



20. 劍翔無人機造價，比天劍2A反輻射飛彈為低，更比要價上億元的美製AGM-88反輻射飛彈便宜。劍翔無人機可裝載在發射車上機動部屬，一輛發射車可裝載十二架。發射車可以機動部署在外島，甚至在船艦上也能夠發射。
21. MQ-9B無人機「海上衛士」(Sea Guardian)，每台50億元。是由MQ-1掠奪者式大型無人機改良而成的進階機種。航程超過1.1萬公里，滯空時程最大可達35小時，具有高海拔監視的能力，偵察/攻擊範圍涵蓋面廣。偵察任務時，可運用機首裝置的彩色攝影機，提供地面遙控人員的操控視覺影像，而機首下方配置的球狀旋轉塔，可安裝AN/AAS-44 (V) 型光電感測器，內含紅外線攝影機，其解析度能在1萬英尺高空辨識3英尺目標；另可安裝AN/ZPQ-1、AN/APY-8 Lynx II型或783R234型雷達，除具備全天候偵測能力外，在1萬英尺高空的目標解析度更高達1英尺。攻擊任務時，具備遠程導控之斬首能力。可運用9具武器掛架，在2155公斤載重限制下，依攻擊目標選掛包括：GBU-12雷射導引炸彈、GBU-38聯合直接攻擊武器(JDAM)、AIM-92刺針飛彈、AGM-176 Griffin輕型戰術飛彈、AGM-114地獄火飛彈(需加裝雷射標定器導引)等。
22. 目前美國海軍和通用原子公司正在使用從MQ-9A Block V型"死神"無人機投放反潛聲納浮標，並且進行模擬潛艇目標的追蹤演習，用比現在反潛有人機更低的作業成本，去布控更大的海域，未來可適用於台海的反潛作戰。運用無人機進行海巡偵蒐，具有極佳的成本效益：相較於傳統的有人機智慧化ISR偵查平台，每小時操作成本只需要1/7、燃油耗能1/25，可以進行全天候25小時的長滯空巡邏。新版STOL改裝套件，主要是針對主翼和尾翼進行修改，除了可摺疊減省機庫空間，也能大幅減少起飛距離。
23. 2024年國防部預算唯一新增軍事投資案：軍用商規無人機。根據國防部「五年兵力整建及施政計畫報告」2024年軍事投資預算總額高達1306億餘元，創下歷年新高；軍事投預算置重點於持續採購各式主戰裝備、彈藥外，公開預算唯一新增的軍事投資案，是三軍增購軍規商用四款的無人機達近50億元預算。其中，微型無人機項目由陸軍統籌建案，陸軍需求320架，空軍需求315架；目獲型無人機項目，陸軍需求72架，預算為12億8400萬元；陸軍戰術型無人飛行載具(二階段)201架，預算為12億8000萬元；海軍陸用監偵型無人機960架，預算為24億1400萬元，總預算為49億7800萬元。

附錄一：評等之標準

評等	定義
強力買進	預估未來 6 個月內的絕對報酬超過 25%以上
買進	預估未來 6 個月內的絕對報酬 10%以上
中立	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 10~-10%
降低持股	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 (-10%) 以下
未評等	沒有足夠的基本資料判斷該公司評等

附錄二：免責宣言

© 2010 統一投資顧問股份有限公司版權所有。本公司提供之報告內容係根據本公司認可之資料來源，並基於特定日期所做之判斷，但不保證其完整性或正確性，報告中所有的意見及預估，如有變更恕不另行通知。

本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶做為一般投資參考，並非針對特定對象提供專屬之投資建議。文中所載資訊或任何意見，不構成任何買賣有價證券或其他投資標的之要約、宣傳或引誘等事項。對於本投資報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身財務狀況與投資條件，進一步諮詢財務顧問的意見。本投資報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本投資報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。本投資報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。本投資報告內容屬統一投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。



服務據點

台北

統一綜合證券股份有限公司

電話：886-2-2747-8266

地址：台北市松山東興路 8 號 1 樓

台北

統一證券投資顧問股份有限公司

電話：886-2-2748-8399

地址：台北市松山東興路 8 號 3 樓