

# 穩懋

(3105.TW/3105 TT)



## 增加持股 · 維持

收盤價 April 27 (NT\$)	160.0
12 個月目標價 (NT\$)	224.0
前次目標價 (NT\$)	236.0
調降 (%)	5.1
上漲空間 (%)	40.0

## 焦點內容

庫存趨於健康使訂單回流，雖 2Q23 稼動率低於我們原先預估，因此我們將 2023 年獲利下調 24%，但 2024 僅微幅下調 5%，維持「增加持股」評等，調整目標價至 224 元。

## 交易資料表

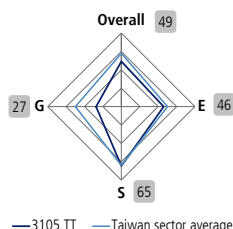
市值：(NT\$/US\$mn)	67.83 / 2,200
流通在外股數 (百萬股)：	423.9
外資持有股數 (百萬股)：	161.8
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.06
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	114.0 - 234.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-11.1	36.8	-25.2
相對表現 (%)	-14.3	17.6	-19.7

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.08A	1.52A	0.83A	(0.18)A
2023	(0.95)F	0.06F	1.56F	2.05F
2024	1.54F	1.70F	2.65F	3.09F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

## 凱基投顧

林祐熙  
886 2 2181 8725  
jacklin.lin@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 庫存趨於健康，訂單開始回升

### 重要訊息

公司舉辦線上法人說明會並公布 1Q23 財報，營業淨損 5.95 億元，高於我們預估營業淨損 4.0 億，而每股損失 0.95 元，高於我們預估每股損失 0.71 元。

### 評論及分析

**1Q23 毛利率低預期。**本季稼動率季減 10 個百分點至 20%，達我們預期稼動率 20-25% 下緣，1Q23 營收 28.6 億，其中 7% 營收貢獻來自於轉投資公司貢獻所至(持有海外有價證券)，而毛利率 11.1% 若扣除其貢獻本業約為 5%，而較高 RD 費用帶動費用率季增 20% 達 9.2 億元達費用率至 32%。

**2Q23 季營收上升 30-35%，但毛利率展望較為保守。**管理層認為在手機庫存轉趨健康下，Android 陣營開始有急單，且在 2Q23 訂單陸續回流，帶動稼動率上揚，其中手機與 Wifi 預期有較大的季增幅，基礎建設與其他(Optical)則較平緩，毛利率預期約 15% 則因產品組合採取較保守的初步預估。

**2Q23 起庫存趨於健康，訂單回流帶動稼動率開始逐步回升。**儘管管理層 2Q23 稼動率展望保守推估為 30% 低於我們預估 40-45%，但我們認為產業已於 1Q23 落底並開始回升，不排除仍有上調空間。其餘摘要如下：(1) 數家國際客戶開始採用公司最新世代 HBT 技術用於 5G 行動通訊，同時認證下一代製程開發。(2) 提供低頻、中頻到高頻應用濾波器(不單獨銷售)，並開發更高電壓的氮化鎵 (GaN on SiC) 製程及奈米級 pHEMT 技術以因應 5G 毫米波的需求。(3) 在短波紅外線 (SWIR) 及長波長雷射的光感測器，也可應用於車用 LiDAR。(4) 若稼動率達 60-70% 將可有 30% 的毛利率。

### 投資建議

產業庫存趨於健康，公司營運並於 1Q23 落底確認，雖 2Q23 稼動率低於我們原先預估，因此我們將 2023 年獲利下調 24%，但 2024 僅微幅下調 5%，維持「增加持股」評等，調整目標價至 224 元，相當於 2024 每股盈餘 25 倍本益比。

### 投資風險

5G PA 及 3D sensing 應用滲透率不如預期。

### 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)	25,546	26,182	18,334	17,255	22,208
營業毛利 (NT\$百萬)	10,569	9,770	4,725	4,028	7,067
營業利益 (NT\$百萬)	7,782	6,423	1,484	735	3,689
稅後淨利 (NT\$百萬)	6,529	5,455	1,802	1,152	3,804
每股盈餘 (NT\$)	15.45	12.90	4.25	2.72	8.97
每股現金股利 (NT\$)	10.00	8.00	2.50	2.00	6.00
每股盈餘成長率 (%)	45.9	(16.5)	(67.0)	(36.1)	230.2
本益比 (x)	10.4	12.4	37.6	58.9	17.8
股價淨值比 (x)	2.0	1.9	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA (x)	4.7	5.2	10.0	9.5	5.9
淨負債比率 (%)	8.6	34.9	50.8	56.3	44.0
殖利率 (%)	6.3	5.0	1.6	1.3	3.8
股東權益報酬率 (%)	20.5	15.8	5.3	3.5	11.0

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 1Q23F 及 2Q23F 財測修正暨市場共識比較

百萬元	1Q23F					2Q23F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異 (%)
營收	2,860	2,619	9.2	2,668	7.2	3,832	4,437	(13.6)	3,785	1.3
毛利	326	349	(6.6)	367	(11.1)	610	1,015	(39.9)	863	(29.4)
營業利益	(595)	(403)	-	(351)	-	(143)	218	-	126	-
稅後淨利	(402)	(301)	-	(300.8)	-	24	298	(91.9)	174	(86.1)
每股盈餘 (元)	(0.95)	(0.71)	-	(0.71)	-	0.06	0.70	(91.9)	0.31	(81.3)
毛利率 (%)	11.4	13.3	(1.9)ppts	13.7	(2.3)ppts	15.9	22.9	(7.0)ppts	22.8	(6.9)ppts
營利率 (%)	(20.8)	(15.4)	(5.4)ppts	(13.2)	(7.6)ppts	(3.7)	4.9	(8.7)ppts	3.3	(7.1)ppts
淨利率 (%)	(14.1)	(11.5)	(2.6)ppts	(11.3)	(2.8)ppts	0.6	6.7	(6.1)ppts	4.6	(4.0)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2: 2023-24 財測修正暨市場共識比較

百萬元	2023F					2024F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異 (%)
營收	17,255	17,732	(2.7)	17,254	0.0	22,208	22,488	(1.2)	22,526	(1.4)
毛利	4,028	4,573	(11.9)	4,339	(7.2)	7,067	7,412	(4.7)	7,147	(1.1)
營業利益	735	1,360	(45.9)	1,385	(46.9)	3,689	4,124	(10.5)	3,962	(6.9)
稅後淨利	1,152	1,508	(23.6)	1,371	(16.0)	3,804	4,006	(5.1)	3,479	9.4
每股盈餘 (元)	2.72	3.56	(23.6)	3.06	(11.3)	8.97	9.45	(5.1)	8.20	9.3
毛利率 (%)	23.3	25.8	(2.4)ppts	25.1	(1.8)ppts	31.8	33.0	(1.1)ppts	31.7	0.1 ppts
營利率 (%)	4.3	7.7	(3.4)ppts	8.0	(3.8)ppts	16.6	18.3	(1.7)ppts	17.6	(1.0)ppts
淨利率 (%)	6.7	8.5	(1.8)ppts	7.9	(1.3)ppts	17.1	17.8	(0.7)ppts	15.4	1.7 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3: 同業比較 – 投資評價

公司	代號	市值	股價	EPS (當地貨幣)			PE (x)			PB (x)			ROE (%)			股息殖利率 (%)		
		美金百萬元	當地貨幣	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
Foundry																		
穩懋	3105 TT	2,209	160.00	4.25	2.72	8.97	37.6	58.9	17.8	2.04	2.04	1.88	5.3	3.5	11.0	1.6	1.3	3.8
宏捷科技	8086 TT	509	79.60	0.07	1.06	2.35	1,137.1	75.3	33.9	2.11	2.18	2.13	0.2	0.5	6.4	N.A.	1.9	1.9
環宇-KY	4991 TT	123	34.00	(8.53)	N.A.	N.A.	N.M.	N.A.	N.A.	1.02	N.A.	N.A.	(22.9)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
EPI-wafer																		
全新光電	2455 TT	531	88.20	2.95	2.45	4.14	29.9	36.0	21.3	5.29	5.10	4.63	17.1	14.5	22.8	2.6	2.3	3.3
IQE	IQE LN	253	25.20	(0.01)	(0.02)	(0.01)	N.M.	N.M.	N.M.	84.6	94.7	100.8	1.0	(4.5)	(0.6)	N.A.	0.0	0.0
Soitec	SOI FP	5,238	133.40	6.21	5.78	8.69	21.5	23.1	15.4	3.68	3.12	2.57	18.9	15.0	18.6	N.A.	0.0	0.0
IET-KY	4971 TT	74	61.70	4.34	N.A.	N.A.	14.2	N.A.	N.A.	1.31	N.A.	N.A.	9.9	N.A.	N.A.	3.2	N.A.	N.A.
聯亞光電	3081 TT	316	105.50	3.61	0.93	3.40	29.2	113.0	31.0	2.22	2.20	2.19	7.6	2.0	7.1	3.3	0.5	2.8
IDM																		
Skyworks	SWKS US	16,361	102.80	7.85	9.40	10.77	13.1	10.9	9.5	3.01	2.90	2.59	23.7	25.4	24.9	2.4	2.4	2.4
Qorvo	QRVO US	8,969	89.79	5.79	4.31	7.83	15.5	20.8	11.5	2.29	2.38	2.35	14.1	9.8	18.2	N.A.	0.0	0.0
Broadcom	AVGO US	256,904	616.19	27.44	41.41	43.69	22.5	14.9	14.1	11.34	11.63	9.08	51.1	73.2	61.3	3.0	3.0	3.2
Murata	6981 JP	38,795	7,663.0	379.7	405.8	487.6	20.2	18.9	15.7	2.06	1.94	1.79	10.1	10.3	11.7	2.0	2.0	2.0

資料來源：Bloomberg；凱基

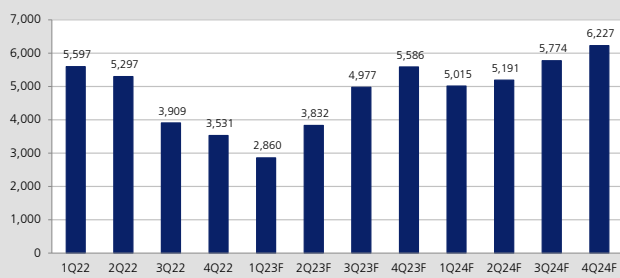
圖 4: 公司概況

穩懋成立於 1999 年，為全球第一家純六吋砷化鎵晶圓廠。公司旗下設有先進的砷化鎵晶圓廠，能針對日益增加的需求提供低成本但高效率且高品質的砷化鎵單晶微波 IC(MMIC)與無線射頻 IC(RFIC)。公司主要客戶為 Broadcom (美), Qualcomm (美), ADI (美), Lumentum(美)及 Murata(日)。公司目前月產能為 4 萬 3 千片。2022 年營收組合為: 手機 41%、Wi-Fi 9%、基礎建設 30%及其他 20%。

資料來源: 公司資料; 凱基

圖 6: 季營業收入

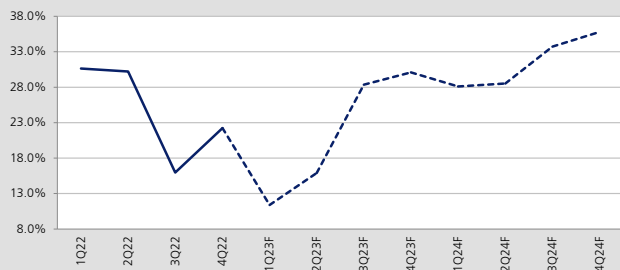
季營業收入, 百萬元



資料來源: 凱基

圖 8: 毛利率

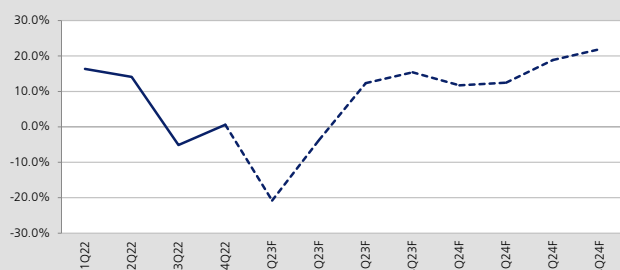
毛利率, 百分比



資料來源: 凱基

圖 10: 營業利潤率

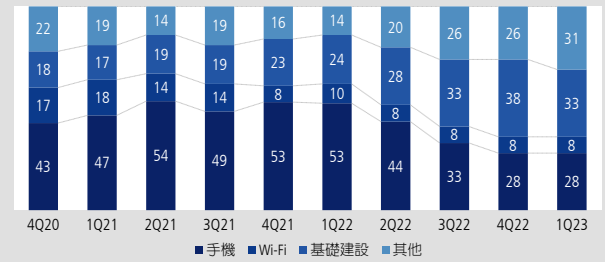
營業利潤率, 百分比



資料來源: 凱基

圖 5: 穩懋季產品組合

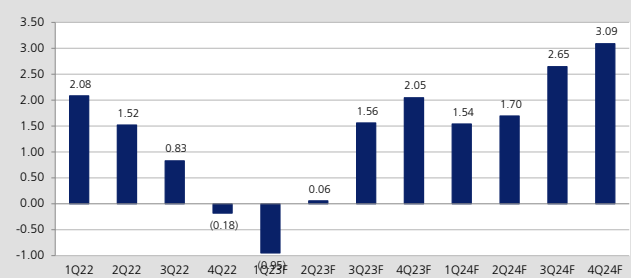
產品組合, 百分比



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 7: 每股盈利

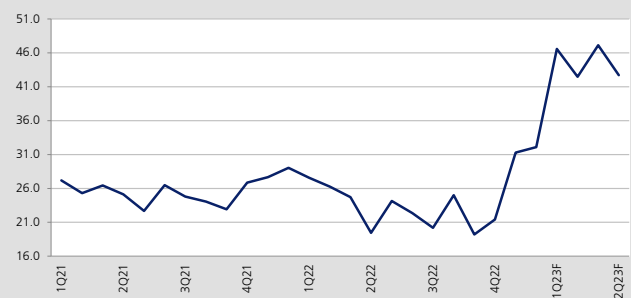
每股盈利, 元



資料來源: 凱基

圖 9: 本益比

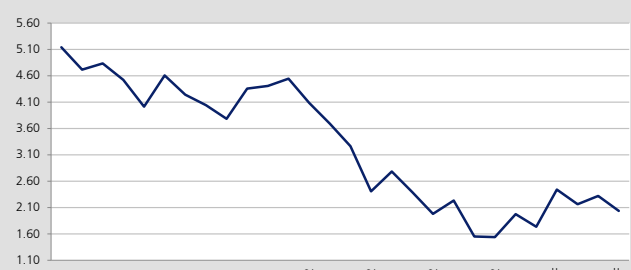
本益比, 倍



資料來源: 凱基

圖 11: 股價淨值比

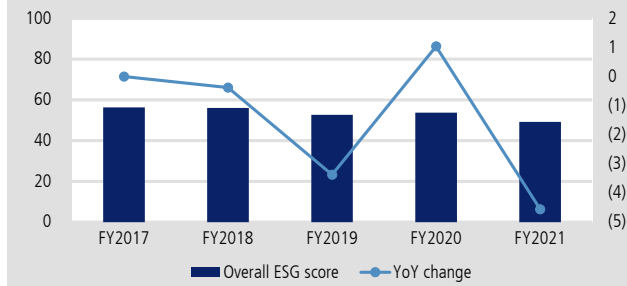
股價淨值比, 倍



資料來源: 凱基

**圖 12：ESG 整體分數**

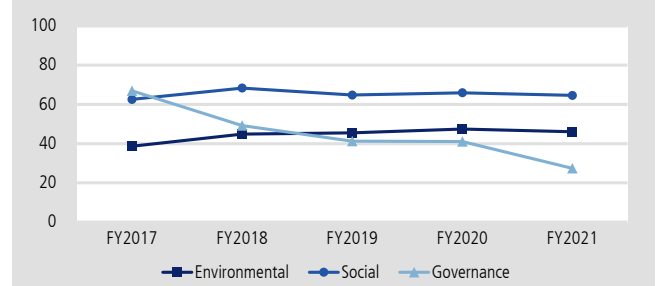
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 13：ESG 各項分數**

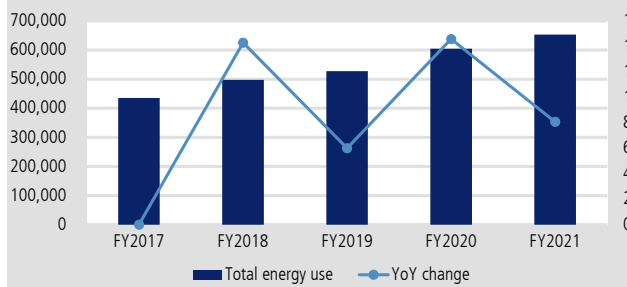
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 14：能源消耗**

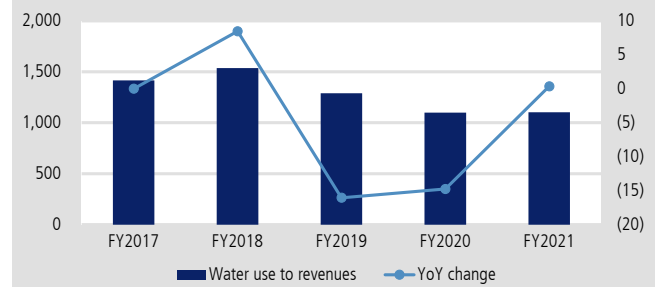
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 15：耗水量**

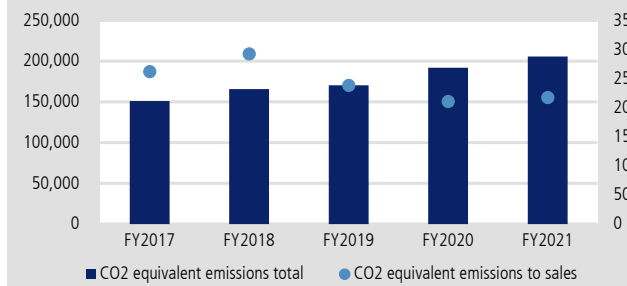
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 16：碳排量**

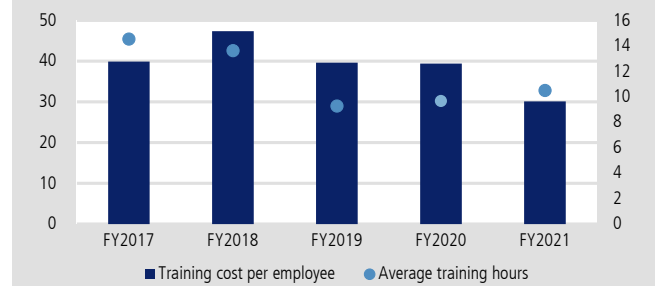
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 17：員工訓練**

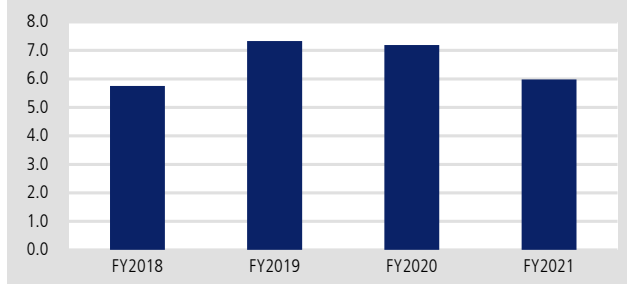
員工人均訓練成本，美元 (左軸)：人均年訓練時數，小時 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 18：員工流動率**

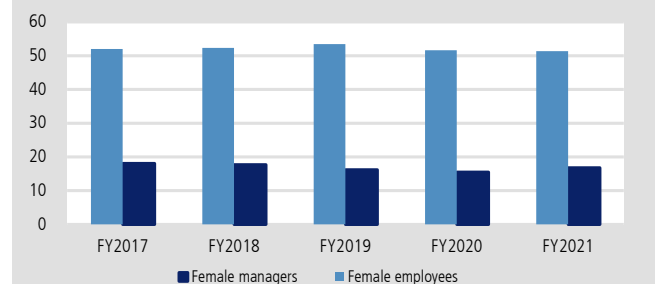
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 19：性別多樣性**

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、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-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	2,860	3,832	4,977	5,586	5,015	5,191	5,774	6,227	18,334	17,255	22,208
營業成本	(2,534)	(3,223)	(3,566)	(3,905)	(3,605)	(3,711)	(3,827)	(3,998)	(13,610)	(13,227)	(15,140)
營業毛利	326	610	1,411	1,681	1,410	1,480	1,948	2,229	4,725	4,028	7,067
營業費用	(921)	(753)	(796)	(822)	(822)	(833)	(859)	(864)	(3,241)	(3,292)	(3,378)
營業利益	(595)	(143)	615	859	588	647	1,089	1,365	1,484	735	3,689
折舊	(1,218)	(1,218)	(1,218)	(1,218)	(1,218)	(1,218)	(1,218)	(1,218)	(4,164)	(4,872)	(4,872)
攤提	(37)	(37)	(37)	(37)	(32)	(32)	(32)	(32)	(140)	(146)	(130)
EBITDA	660	1,111	1,869	2,113	1,838	1,898	2,339	2,616	5,787	5,754	8,691
利息收入	67	67	67	67	67	67	67	67	110	268	268
投資利益淨額	-	100	100	100	100	100	100	100	504	300	400
其他營業外收入	156	20	20	20	50	50	100	50	919	216	250
總營業外收入	223	187	187	187	217	217	267	217	1,534	784	918
利息費用	(95)	(85)	(85)	(85)	(85)	(85)	(85)	(85)	(341)	(350)	(340)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(89)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(851)	(104)	(20)
總營業外費用	(184)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(1,192)	(454)	(360)
稅前純益	(556)	(46)	712	956	715	774	1,266	1,492	1,826	1,065	4,247
所得稅費用[利益]	77	(6)	(130)	(168)	(142)	(136)	(224)	(262)	(411)	(227)	(764)
少數股東損益	77	77	80	80	80	80	80	80	388	314	320
非常項目前稅後純益	(402)	24	662	868	653	719	1,122	1,310	1,802	1,152	3,804
非常項目	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	(402)	24	662	868	653	719	1,122	1,310	1,802	1,152	3,804
每股盈餘 (NT\$)	(0.95)	0.06	1.56	2.05	1.54	1.70	2.65	3.09	4.25	2.72	8.97
獲利率 (%)											
營業毛利率	11.4	15.9	28.4	30.1	28.1	28.5	33.7	35.8	25.8	23.3	31.8
營業利益率	(20.8)	(3.7)	12.4	15.4	11.7	12.5	18.9	21.9	8.1	4.3	16.6
EBITDA Margin	23.1	29.0	37.6	37.8	36.7	36.6	40.5	42.0	31.6	33.3	39.1
稅前純益率	(19.4)	(1.2)	14.3	17.1	14.3	14.9	21.9	24.0	10.0	6.2	19.1
稅後純益率	(14.1)	0.6	13.3	15.5	13.0	13.8	19.4	21.0	9.8	6.7	17.1
季成長率 (%)											
營業收入	(19.0)	34.0	29.9	12.2	(10.2)	3.5	11.2	7.8			
營業毛利	(58.5)	87.0	131.5	19.1	(16.1)	5.0	31.6	14.4			
營業收益增長	(2976.6)	(75.9)		39.7	(31.6)	10.1	68.2	25.4			
EBITDA	(38.4)	68.5	68.2	13.1	(13.0)	3.2	23.3	11.8			
稅前純益	318.0	(91.7)		34.3	(25.2)	8.3	63.5	17.9			
稅後純益	429.7		2634.1	31.1	(24.7)	10.0	56.1	16.7			
年成長率 (%)											
營業收入	(48.9)	(27.7)	27.3	58.2	75.4	35.5	16.0	11.5	(30.0)	(5.9)	28.7
營業毛利	(81.0)	(61.9)	126.0	114.0	332.5	142.8	38.0	32.6	(51.6)	(14.8)	75.5
營業收益	(164.9)	(119.2)		4052.8			77.1	58.9	(76.9)	(50.4)	401.6
EBITDA	(67.2)	(39.4)	114.3	97.5	178.7	70.8	25.1	23.8	(45.4)	(0.6)	51.1
稅前純益	(156.1)	(106.9)	137.8				77.8	56.1	(71.5)	(41.6)	298.6
稅後純益	(145.6)	(96.2)	88.2			2869.0	69.5	50.9	(67.0)	(36.1)	230.2

資料來源：公司資料、凱基

## 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>54,702</b>	<b>74,894</b>	<b>69,128</b>	<b>71,427</b>	<b>78,022</b>
<b>流動資產</b>	<b>17,481</b>	<b>26,455</b>	<b>17,213</b>	<b>18,406</b>	<b>24,892</b>
現金及短期投資	9,112	16,394	10,501	11,899	17,395
存貨	5,499	6,671	5,420	5,268	6,014
應收帳款及票據	2,038	2,718	917	863	1,107
其他流動資產	833	673	376	376	376
<b>非流動資產</b>	<b>37,221</b>	<b>48,439</b>	<b>51,915</b>	<b>53,022</b>	<b>53,130</b>
長期投資	9,756	15,468	15,425	17,529	18,918
固定資產	23,422	27,784	31,546	30,695	29,544
什項資產	4,043	5,187	4,944	4,798	4,668
<b>負債總額</b>	<b>18,972</b>	<b>37,772</b>	<b>33,939</b>	<b>36,619</b>	<b>40,669</b>
<b>流動負債</b>	<b>6,703</b>	<b>7,215</b>	<b>6,247</b>	<b>12,952</b>	<b>13,310</b>
應付帳款及票據	1,795	2,163	1,017	988	1,128
短期借款	-	-	1,731	8,847	7,505
什項負債	4,908	5,052	3,499	3,117	4,676
<b>長期負債</b>	<b>12,269</b>	<b>30,557</b>	<b>27,692</b>	<b>23,668</b>	<b>27,359</b>
長期借款	11,419	29,279	26,540	22,516	26,207
其他負債及準備	851	1,278	1,152	1,152	1,152
<b>股東權益總額</b>	<b>35,730</b>	<b>37,122</b>	<b>35,190</b>	<b>34,808</b>	<b>37,353</b>
普通股股本	4,241	4,240	4,239	4,239	4,239
保留盈餘	14,485	16,788	14,459	15,415	17,464
少數股東權益	1,653	2,184	1,861	1,547	1,227
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	19.5%	2.5%	(30.0%)	(5.9%)	28.7%
營業收益增長	40.0%	(17.5%)	(76.9%)	(50.4%)	401.6%
EBITDA	28.4%	(8.1%)	(45.4%)	(0.6%)	51.1%
稅後純益	45.9%	(16.4%)	(67.0%)	(36.1%)	230.2%
每股盈餘成長率	45.9%	(16.5%)	(67.0%)	(36.1%)	230.2%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	41.4%	37.3%	25.8%	23.3%	31.8%
營業利益率	30.5%	24.5%	8.1%	4.3%	16.6%
EBITDA Margin	45.1%	40.4%	31.6%	33.3%	39.1%
稅後純益率	25.6%	20.8%	9.8%	6.7%	17.1%
平均資產報酬率	13.5%	8.4%	2.5%	1.6%	5.1%
股東權益報酬率	20.5%	15.8%	5.3%	3.5%	11.0%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	32.0%	78.9%	80.3%	90.1%	90.3%
淨負債比率	8.6%	34.9%	50.8%	56.3%	44.0%
利息保障倍數 (x)	87.1	21.7	6.4	4.0	13.5
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	0.4	0.1	0.3
Cash Flow Int. Coverage (x)	94.2	25.3	17.5	18.0	23.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	94.2	25.3	2.9	0.7	1.0
流動比率 (x)	2.6	3.7	2.8	1.4	1.9
速動比率 (x)	1.8	2.7	1.9	1.0	1.4
淨負債 (NT\$百萬)	3,062	12,948	17,891	19,584	16,438
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	15.45	12.90	4.25	2.72	8.97
每股現金盈餘 (NT\$)	20.71	18.48	14.08	14.82	18.43
每股淨值 (NT\$)	80.36	82.41	78.62	78.46	85.22
調整後每股淨值 (NT\$)	80.63	82.60	78.63	78.43	85.18
每股營收 (NT\$)	60.44	61.90	43.26	40.69	52.36
EBITDA/Share (NT\$)	27.25	25.04	13.65	13.57	20.49
每股現金股利 (NT\$)	10.00	8.00	2.50	2.00	6.00
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.53	0.40	0.25	0.25	0.30
應收帳款周轉天數	29.2	37.9	18.2	18.2	18.2
存貨周轉天數	134.4	148.4	145.4	145.4	145.4
應付帳款周轉天數	43.9	48.1	27.3	27.3	27.3
現金轉換周轉天數	119.7	138.1	136.4	136.4	136.4

資料來源：公司資料，凱基

## 損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>25,546</b>	<b>26,182</b>	<b>18,334</b>	<b>17,255</b>	<b>22,208</b>
營業成本	(14,978)	(16,412)	(13,610)	(13,227)	(15,140)
<b>營業毛利</b>	<b>10,569</b>	<b>9,770</b>	<b>4,725</b>	<b>4,028</b>	<b>7,067</b>
營業費用	(2,786)	(3,347)	(3,241)	(3,292)	(3,378)
<b>營業利益</b>	<b>7,783</b>	<b>6,423</b>	<b>1,484</b>	<b>735</b>	<b>3,689</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>516</b>	<b>548</b>	<b>1,534</b>	<b>784</b>	<b>918</b>
利息收入	29	38	110	268	268
投資利益淨額	282	165	504	300	400
其他營業外收入	204	346	919	216	250
<b>總營業外費用</b>	<b>(296)</b>	<b>(572)</b>	<b>(1,192)</b>	<b>(454)</b>	<b>(360)</b>
利息費用	(93)	(309)	(341)	(350)	(340)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(203)	(262)	(851)	(104)	(20)
<b>稅前純益</b>	<b>8,002</b>	<b>6,400</b>	<b>1,826</b>	<b>1,065</b>	<b>4,247</b>
所得稅費用[利益]	(1,534)	(1,189)	(411)	(227)	(764)
少數股東損益	60	245	388	314	320
非常項目	-	(0)	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>6,529</b>	<b>5,455</b>	<b>1,802</b>	<b>1,152</b>	<b>3,804</b>
<b>EBITDA</b>	<b>11,519</b>	<b>10,590</b>	<b>5,787</b>	<b>5,754</b>	<b>8,691</b>
每股盈餘 (NT\$)	15.45	12.90	4.25	2.72	8.97

## 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>8,755</b>	<b>7,815</b>	<b>5,968</b>	<b>6,285</b>	<b>7,818</b>
本期純益	6,529	5,455	1,802	1,152	3,804
折舊及攤提	3,736	4,167	4,303	5,018	5,002
本期運用資金變動	(772)	(1,484)	1,905	178	(850)
其他營業資產及負債變動	(738)	(324)	(2,042)	(63)	(138)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(10,454)</b>	<b>(14,594)</b>	<b>(7,081)</b>	<b>(6,062)</b>	<b>(4,973)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(1,503)	(3,034)	(20)	-	-
本期長期投資變動	(171)	(3,619)	(463)	(2,041)	(1,252)
資本支出淨額	(8,509)	(8,081)	(7,124)	(4,021)	(3,721)
其他資產變動	(271)	140	526	0	(0)
<b>自由現金流</b>	<b>638</b>	<b>(301)</b>	<b>94</b>	<b>1,607</b>	<b>3,327</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>4,180</b>	<b>14,831</b>	<b>(5,023)</b>	<b>1,175</b>	<b>2,651</b>
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	5,630	4,574	1,609	3,091	2,350
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(2,968)	(4,240)	(3,392)	(1,060)	(677)
其他融資現金流	1,518	14,498	(3,240)	(856)	978
<b>匯率影響數</b>	<b>(51)</b>	<b>(76)</b>	<b>184</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>2,430</b>	<b>7,975</b>	<b>(5,952)</b>	<b>1,399</b>	<b>5,496</b>
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

## 投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	41.4%	37.3%	25.8%	23.3%	31.8%
- 銷管費用/營業收入	10.9%	12.8%	17.7%	19.1%	15.2%
<b>= 營業利益率</b>	<b>30.5%</b>	<b>24.5%</b>	<b>8.1%</b>	<b>4.3%</b>	<b>16.6%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.9	1.1	1.7	1.8	1.3
+ 什項資產/營業收入	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
<b>= 資本周轉率</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>
營業利益率	30.5%	24.5%	8.1%	4.3%	16.6%
x 資本周轉率	0.9	0.7	0.5	0.5	0.6
x (1 - 有效現金稅率)	80.8%	81.4%	77.5%	78.7%	82.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>21.6%</b>	<b>14.6%</b>	<b>3.0%</b>	<b>1.5%</b>	<b>8.4%</b>

資料來源：公司資料，凱基



## 穩懋 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-03-28	增加持股	236	186
2023-02-09	持有	153	173
2023-02-04	持有	158	183
2022-10-28	持有	97	114
2022-07-26	持有	153	169
2022-04-28	持有	240	211
2022-02-11	增加持股	370	320
2021-10-28	增加持股	405	325
2021-07-30	增加持股	400	346
2021-04-29	增加持股	444	367

資料來源：TEJ，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	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
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		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
泰國	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
新加坡		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
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
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)	
*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。