

立積

(4968.TW/4968 TT)

增加持股 · 重啓評等

收盤價 April 28 (NT\$)	170.5
12 個月目標價 (NT\$)	200.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%) (%)	N/A
上漲空間 (%)	17.3

焦點內容

立積舉辦法說會更新公司近況。我們認為立積營運谷底已過，考量晶圓代工產能與供應已逐漸充裕，且未來 Wi-Fi 6E 與 Wi-Fi 7 對 FEM 需求更加明確，我們重啓立積評等。

交易資料表

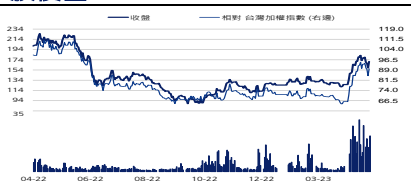
市值：(NT\$bn/US\$mn)	15.37 / 501
流通在外股數 (百萬股)：	90.17
外資持有股數 (百萬股)：	20.44
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.80
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	88.20 - 225.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	36.9	89.9	-15.2
相對表現 (%)	32.6	68.1	-10.1

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	4.06A	3.98A	0.33A	(0.81)A
2022	0.04A	0.43A	1.10A	(0.94)A
2023	(0.99)A	(0.27)F	0.58F	1.42F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

姜兆剛
886.2.2181.8742
jackson.chiang@kgi.com

劉宇程
886.2.2181.8727
lucas.liu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

重要訊息

立積舉辦法說會更新公司近況，管理層表示 2Q23 目標為不再虧損，並預期 2H23 營收將大幅成長，2024 年目標則為非中國市佔率加倍。我們重啓對立積之評等。

評論及分析

1Q23 為營運谷底。管理層表示 1Q23 營收 6.37 億元季減 19.8%，年減 26.2%，主因 Wi-Fi 5 產品營收較 4Q22 季減 28%，而產品組合較差則影響毛利率至 24.6%，加計營業費用約 2.68 億元，及利息收入約 512 萬元與匯兌損失約 412 萬元後，總計每股虧損 0.99 元，低於市場共識。

2Q23 目標為不再虧損，2H23 展望樂觀。展望 2Q23，管理層除了預期營收將較 1Q23 雙位數成長之外，亦表示目標為不再虧損，2H23 則將較 1H23 大幅成長。公司看好歐美運營商需求，也樂觀看待中國市場下半年拉貨動能將較上半年顯著增加，預估 1H23 與 2H23 營收配比約為 35% 比 65%。

復甦之路逐漸明確。管理層表示對未來展望樂觀，成長動能包括(1)目前全球市佔率約為 20%，其中非中國市佔率則約為 10%，公司 2024 年將致力於將非中國地區市佔率提升至 20%，即目標為年增 100%；(2)FEM 在 Wi-Fi 6E 頻段開始成為標準設計，目前預期 Wi-Fi 6 於 2024 年佔比將達 60% 以上，Wi-Fi 6E 需求將較少，Wi-Fi 7 則有加速跡象，而 Wi-Fi 7 FEM 單價幾乎為 Wi-Fi 6 價格之 2 倍；(3)公司將持續審視成本與支出，並改善產品組合，毛利率長期目標 30-35% 未變；及(4)1Q23 庫存已較 4Q22 減少 30%，預期 2Q23-3Q23 將恢復至較正常之水準。

投資建議

我們認為立積營運谷底已過，考量晶圓代工產能與供應已逐漸充裕，且未來 Wi-Fi 6E 與 Wi-Fi 7 對 FEM 需求更加明確，我們重啓立積評等，並給予「增加持股」，目標價為 200 元，基於 2024 年每股盈餘預估 30 倍換算得出。

投資風險

Wi-Fi 射頻前端市場需求不如預期；同業競爭加劇。

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)	5,350	5,316	3,429	3,797	5,437
營業毛利 (NT\$百萬)	1,899	1,546	1,059	1,154	1,810
營業利益 (NT\$百萬)	1,008	534	(17)	62	716
稅後淨利 (NT\$百萬)	866	466	55	67	603
每股盈餘 (NT\$)	13.82	5.26	0.62	0.74	6.69
每股現金股利 (NT\$)	4.00	-	-	-	3.00
每股盈餘成長率 (%)	342.4	(61.9)	(88.2)	19.3	805.7
本益比 (x)	12.3	32.4	275.5	231.0	25.5
股價淨值比 (x)	4.9	6.3	6.5	6.3	5.1
EV/EBITDA (x)	8.9	21.5	122.2	47.7	14.5
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.3	0.0	0.0	0.0	1.8
股東權益報酬率 (%)	48.7	20.3	2.3	2.8	22.0

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：1Q23 財報與 2Q-3Q23 財測暨市場共識比較

百萬元	1Q23					2Q23F					3Q23F				
	實際值	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	637	(19.8)	(26.2)	740	(13.9)	811	27.3	(7.5)	881	(8.0)	1,049	29.4	17.0	1,024	2.5
毛利	157	(34.2)	(28.5)	225	(30.4)	230	46.5	(16.8)	286	(19.6)	333	44.8	2.5	341	(2.4)
營業利益	(111)	-	-	(21)	-	(36)	-	-	28	-	58	-	28.0	55	4.8
稅前淨利	(111)	-	-	(35)	-	(30)	-	-	23	-	64	-	(46.0)	63	1.6
稅後淨利	(89)	-	-	(32)	-	(25)	-	-	20	-	52	-	(46.7)	55	(5.1)
每股盈餘 (元)	(0.99)	-	-	(0.27)	-	(0.27)	-	-	0.22	-	0.58	-	(47.5)	0.58	(0.8)
毛利率 (%)	24.6	(5.4)ppts	(0.8)ppts	30.5	(5.8)ppts	28.3	3.7 ppts	(3.2)ppts	32.5	(4.1)ppts	31.7	3.4 ppts	(4.5)ppts	33.3	(1.6)ppts
營業利益率 (%)	(17.5)	(12.6)ppts	(14.0)ppts	(2.9)	(14.6)ppts	(4.5)	13.0 ppts	(5.2)ppts	3.2	(7.6)ppts	5.5	10.0 ppts	0.5 ppts	5.4	0.1 ppts
稅後淨利率 (%)	(14.0)	(3.5)ppts	(14.3)ppts	(4.3)	(9.7)ppts	(3.0)	10.9 ppts	(7.4)ppts	2.3	(5.3)ppts	4.9	8.0 ppts	(5.9)ppts	5.3	(0.4)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 2：2023-24 年財測暨市場共識比較

百萬元	2023F				2024F			
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	3,797	10.7	3,636	4.4	5,437	43.2	5,226	4.0
毛利	1,154	9.0	1,191	(3.1)	1,810	56.9	1,795	0.8
營業利益	62	-	189	(67.4)	716	1,061.2	635	12.7
稅前淨利	80	30.4	342	(76.6)	740	825.6	658	12.5
稅後淨利	67	20.9	292	(77.2)	603	805.7	553	8.9
每股盈餘 (元)	0.74	19.3	2.13	(65.3)	6.69	805.7	6.22	7.4
毛利率 (%)	30.4	(0.5)ppts	32.8	(2.4)ppts	33.3	2.9 ppts	34.4	(1.1)ppts
營業利益率 (%)	1.6	2.1 ppts	5.2	(3.6)ppts	13.2	11.5 ppts	12.2	1.0 ppts
稅後淨利率 (%)	1.8	0.1 ppts	8.0	(6.3)ppts	11.1	9.3 ppts	10.6	0.5 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

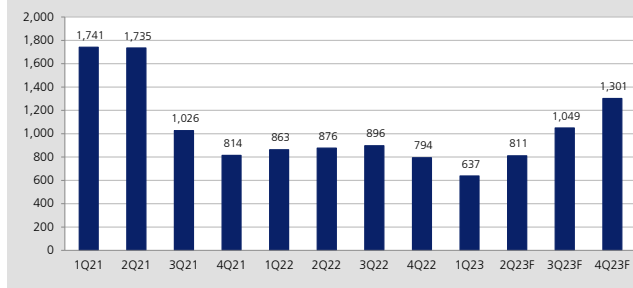
圖 3：公司概况

成立於 2004 年，總部位於台北的立積是專注於應用在 Wi-Fi 的完整射頻前端模組與離散元件的射頻晶片設計公司，其已能提供符合 Wi-Fi 6 標準的解決方案，並瞄準最先進的 Wi-Fi 6E FEM 市場耕耘。立積提供的 Wi-Fi 射頻產品線包含前端模組 (FEM)、功率放大器(PA)、低雜訊放大器(LNA)以及射頻開關。

資料來源：公司資料，凱基

圖 5：季營業收入

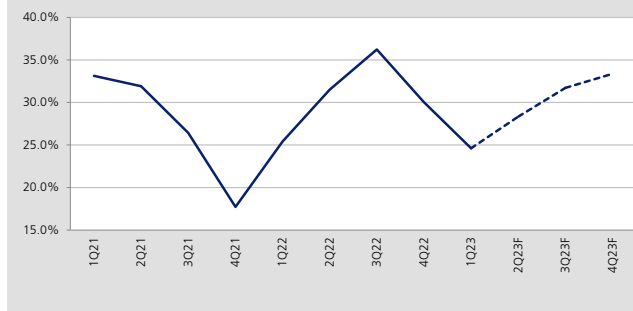
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

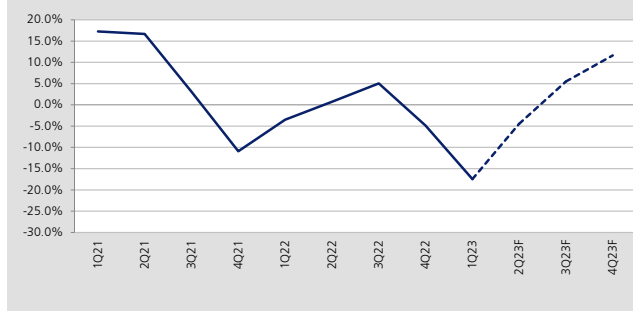
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

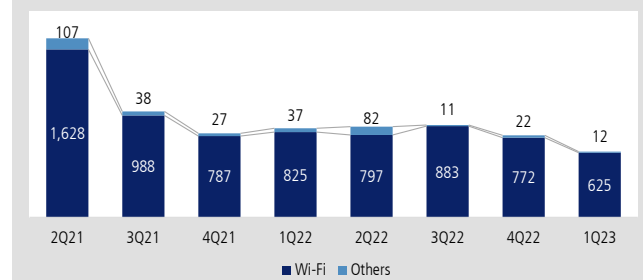
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 4：Wi-Fi 為立積主要產品線

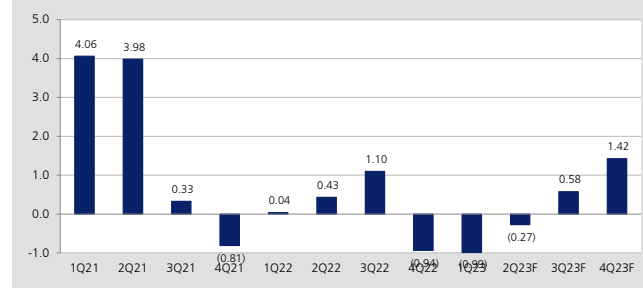
各產品線營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：每股盈利

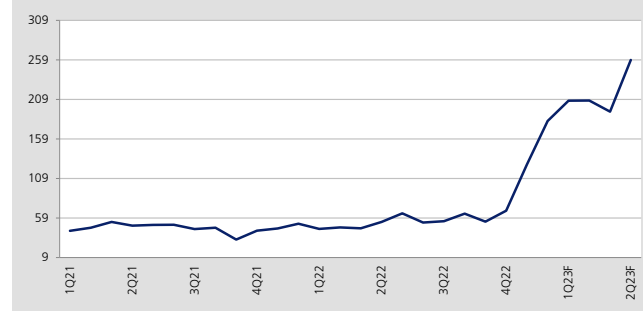
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8：本益比

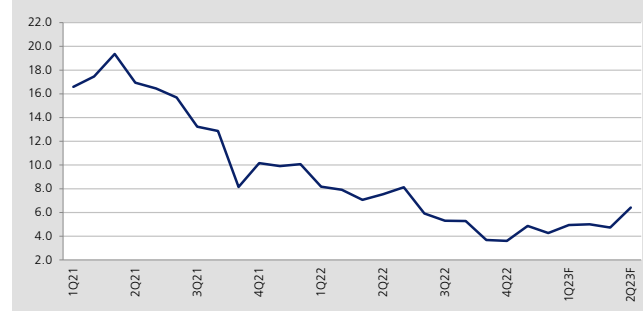
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 10：股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	863	876	896	794	637	811	1,049	1,301	3,429	3,797	5,437
營業成本	(643)	(600)	(571)	(556)	(480)	(581)	(716)	(867)	(2,371)	(2,644)	(3,627)
營業毛利	219	276	325	238	157	230	333	434	1,059	1,154	1,810
營業費用	(249)	(270)	(280)	(277)	(268)	(266)	(275)	(283)	(1,076)	(1,092)	(1,094)
營業利益	(30)	6	45	(39)	(111)	(36)	58	151	(17)	62	716
折舊	(26)	(26)	(26)	(27)	(27)	(53)	(53)	(79)	(104)	(213)	(255)
攤提	(7)	(7)	(8)	(8)	(6)	(8)	(8)	(9)	(30)	(31)	(31)
EBITDA	2	40	79	(4)	(78)	25	118	240	118	305	1,001
利息收入	0	2	4	4	-	2	2	2	11	6	8
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	0	0	0	0	5	3	3	3	1	14	12
總營業外收入	1	3	4	5	5	5	5	5	12	20	20
利息費用	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)	(4)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	32	31	71	(62)	(4)	2	2	2	72	2	8
總營業外費用	31	30	69	(63)	(5)	1	1	1	67	(2)	4
稅前純益	2	39	118	(98)	(111)	(30)	64	157	61	80	740
所得稅費用[利益]	1	(1)	(21)	14	22	6	(12)	(29)	(6)	(13)	(137)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	3	38	97	(83)	(89)	(25)	52	128	55	67	603
非常項目	(0)	0	(0)	-	(0)	-	-	-	-	(0)	-
稅後淨利	3	38	97	(83)	(89)	(25)	52	128	55	67	603
每股盈餘 (NT\$)	0.04	0.43	1.10	(0.94)	(0.99)	(0.27)	0.58	1.42	0.62	0.74	6.69
獲利率 (%)											
營業毛利率	25.4	31.5	36.2	30.0	24.6	28.3	31.7	33.4	30.9	30.4	33.3
營業利益率	(3.5)	0.7	5.0	(4.9)	(17.5)	(4.5)	5.5	11.6	(0.5)	1.6	13.2
EBITDA Margin	0.3	4.5	8.9	(0.4)	(12.3)	3.0	11.3	18.4	3.4	8.0	18.4
稅前純益率	0.2	4.5	13.2	(12.3)	(17.4)	(3.7)	6.1	12.1	1.8	2.1	13.6
稅後純益率	0.4	4.3	10.9	(10.5)	(14.0)	(3.0)	4.9	9.9	1.6	1.8	11.1
季成長率 (%)											
營業收入	6.0	1.6	2.2	(11.4)	(19.8)	27.3	29.4	24.1			
營業毛利	52.1	26.0	17.5	(26.5)	(34.2)	46.5	44.8	30.6			
營業收益增長	(66.2)		596.2	(186.0)	187.1	(67.4)		162.5			
EBITDA		1617.0	100.8	(104.5)	2098.3		381.0	102.5			
稅前純益		1862.6	201.3	(182.9)	13.5	(72.8)		147.1			
稅後純益		1111.8	156.5	(185.6)	6.7	(72.3)		147.1			
年成長率 (%)											
營業收入	(50.5)	(49.5)	(12.7)	(2.4)	(26.2)	(7.5)	17.0	63.8	(35.5)	10.7	43.2
營業毛利	(62.0)	(50.1)	19.7	65.4	(28.5)	(16.8)	2.5	82.2	(31.5)	9.0	56.9
營業收益	(110.0)	(97.8)	41.3	(56.3)	270.6	(659.6)	28.0		(103.2)		1061.2
EBITDA	(99.3)	(87.5)	27.1	(93.9)	(3497.2)	(37.6)	49.4		(81.9)	159.4	228.4
稅前純益	(99.3)	(85.9)	227.6	6.2	(5663.5)	(177.2)	(46.0)		(88.4)	30.4	825.6
稅後純益	(98.8)	(84.9)	237.7	16.5	(2940.4)	(164.9)	(46.7)		(88.2)	20.9	805.7

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
資產總額	3,661	3,303	3,448	3,715	4,712
流動資產	3,426	2,811	3,093	3,477	4,648
現金及短期投資	844	641	1,015	1,180	1,475
存貨	1,280	1,373	927	1,034	1,415
應收帳款及票據	1,254	753	1,046	1,159	1,654
其他流動資產	48	44	103	103	103
非流動資產	235	492	355	239	65
長期投資	3	110	13	13	13
固定資產	129	193	189	73	(102)
什項資產	104	189	153	153	153
負債總額	1,476	905	1,075	1,276	1,670
流動負債	1,455	872	772	912	1,092
應付帳款及票據	969	239	389	433	593
短期借款	-	200	-	95	116
什項負債	486	433	383	383	383
長期負債	21	33	304	364	578
長期借款	-	-	286	347	561
其他負債及準備	5	5	11	11	11
股東權益總額	2,185	2,398	2,373	2,439	3,042
普通股股本	632	885	902	902	902
保留盈餘	1,065	936	636	702	1,305
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
年成長率					
營業收入	94.6%	(0.6%)	(35.5%)	10.7%	43.2%
營業收益增長	314.4%	(47.1%)	(103.2%)		1061.2%
EBITDA	243.3%	(41.3%)	(81.9%)	159.4%	228.4%
稅後純益	354.1%	(46.3%)	(88.2%)	20.9%	805.7%
每股盈餘成長率	342.4%	(61.9%)	(88.2%)	19.3%	805.7%
獲利能力分析					
營業毛利率	35.5%	29.1%	30.9%	30.4%	33.3%
營業利益率	18.8%	10.0%	(0.5%)	1.6%	13.2%
EBITDA Margin	20.7%	12.2%	3.4%	8.0%	18.4%
稅後純益率	16.2%	8.8%	1.6%	1.8%	11.1%
平均資產報酬率	28.7%	13.4%	1.6%	1.9%	14.3%
股東權益報酬率	48.7%	20.3%	2.3%	2.8%	22.0%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	8.3%	12.1%	18.1%	22.2%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	996.2	438.3	13.5	19.3	185.9
利息及短期償還保障倍數 (x)	1.0	0.7	0.9	0.4	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	279.2	133.9	76.2	31.1	43.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	279.2	0.8	76.2	1.4	1.4
流動比率 (x)	2.4	3.2	4.0	3.8	4.3
速動比率 (x)	1.5	1.6	2.8	2.7	3.0
淨負債 (NT\$百萬)	(844)	(441)	(729)	(738)	(798)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	13.82	5.26	0.62	0.74	6.69
每股現金盈餘 (NT\$)	4.55	1.82	4.18	1.50	1.91
每股淨值 (NT\$)	34.58	27.10	26.31	27.05	33.74
調整後每股淨值 (NT\$)	34.88	27.10	26.66	27.05	33.74
每股營收 (NT\$)	85.39	60.09	38.54	42.11	60.29
EBITDA/Share (NT\$)	17.64	7.34	1.32	3.38	11.11
每股現金股利 (NT\$)	4.00	-	-	-	3.00
資產運用狀況					
資產週轉率 (x)	1.77	1.53	1.02	1.06	1.29
應收帳款週轉天數	85.8	51.7	111.4	111.4	111.4
存貨週轉天數	135.8	133.0	142.8	142.8	142.8
應付帳款週轉天數	102.8	23.2	59.8	59.8	59.8
現金轉換週轉天數	118.7	161.5	194.3	194.3	194.3

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
營業收入	5,350	5,316	3,429	3,797	5,437
營業成本	(3,452)	(3,770)	(2,371)	(2,644)	(3,627)
營業毛利	1,899	1,546	1,059	1,154	1,810
營業費用	(891)	(1,012)	(1,076)	(1,092)	(1,094)
營業利益	1,008	534	(17)	62	716
總營業外收入	4	4	12	20	20
利息收入	1	2	11	6	8
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	3	2	1	14	12
總營業外費用	5	(11)	67	(2)	4
利息費用	(1)	(1)	(5)	(4)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	6	(10)	72	2	8
稅前純益	1,017	527	61	80	740
所得稅費用[利益]	(151)	(61)	(6)	(13)	(137)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	(0)	(0)	-
稅後淨利	866	466	55	67	603
EBITDA	1,105	649	118	305	1,001
每股盈餘 (NT\$)	13.82	5.26	0.62	0.74	6.69

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	285	161	372	136	172
本期純益	866	466	55	67	603
折舊及攤提	97	115	135	243	286
本期運用資金變動	(852)	(457)	240	(174)	(717)
其他營業資產及負債變動	174	38	(58)	-	-
投資活動之現金流量	(85)	(274)	6	(127)	(112)
投資用短期投資出售[新購]	1	(107)	97	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(69)	(126)	(66)	(96)	(81)
其他資產變動	(17)	(41)	(25)	(31)	(31)
自由現金流	7	(24)	263	(6)	41
融資活動之現金流量	(136)	(85)	(56)	156	234
短期借款變動	(61)	200	(200)	-	-
長期借款變動	-	-	312	156	234
現金增資	-	-	176	-	-
已支付普通股股息	(120)	(253)	(310)	-	-
其他融資現金流	45	(32)	(34)	-	-
匯率影響數	1	(5)	52		
本期產生現金流量	65	(203)	374	165	294

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	16.6%	19.0%	31.4%	28.8%	20.1%
= 營業利益率	18.8%	10.0%	(0.5%)	1.6%	13.2%
1 / (營業運用資金/營業收入					
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	0.1	0.0	(0.0)
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本週轉率	4.2	3.1	2.3	2.4	2.6
營業利益率	18.8%	10.0%	(0.5%)	1.6%	13.2%
x 資本週轉率	4.2	3.1	2.3	2.4	2.6
x (1 - 有效現金稅率)	85.2%	88.3%	89.8%	83.3%	81.5%
= 稅後 ROIC	67.5%	27.5%	(1.0%)	3.3%	27.6%

資料來源：公司資料，凱基預估

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。