

# 半導體產業月刊

## 終端需求回溫有限！半導體客戶恐保守至 4Q23

### 國票觀點

台積電(2330)示警總體經濟存在不確定性，客戶對於 2H23 拉貨更趨審慎，目前仍嚴控庫存水位，旺季不旺已無懸念，隨著國內外主要半導體廠法說會旺季來臨，可觀察是否同步下修 2H23 展望。

### 最新消息

國票看好營運落底回溫的台積電、聯電(2303)、順邦(6147)，營運受景氣影響低的家登(3680)、IC 設計譜瑞-KY(4966)、信驊(5274)、創意(3443)、世芯-KY(3661)、義隆(2458)、DRAM 谷底將至的南亞科(2408)。

### 投資建議及結論

蔡志昇 / C00235@ibfs.com.tw

黃國育 / C00224@ibfs.com.tw

呂翊亘 / C00229@ibfs.com.tw

何宗祐 / C00231@ibfs.com.tw

#### ➤ 半導體製造與設備：1Q23 營收向下，2H23 營運仍將優於 1H23

2Q23 多數公司營收回溫，惟動能有限，台積電於法說會再度下調 2023 年晶圓代工至年減 mid teens 及自身營收年減 10%，更保守看待客戶至 2023 年底的拉貨力道，可觀察其餘大廠法說會看法是否跟進下調 2H23 回溫動能，推薦買進營運相對穩健且落底回溫的台積電、聯電、順邦，受景氣影響低且 2023 年持續成長的家登。

#### ➤ 2Q23 營收顯示消費性 IC 設計產業落底，IP 相關公司維持高度成長

國票看好 1) 產業循環低谷已過的義隆，近期庫存去化正向發展，NB 產業已開始見到訂單能见度提升；2) 高速傳輸產業趨勢具領導地位的譜瑞-KY，更是 PCIe 5 及 USB4 新產品發表進度領先的少數公司；3) 信驊受惠產品規格升級與伺服器架構改變，國票看好公司成長優於伺服器產業平均，長期向上趨勢不變；4) AI 熱潮方興未艾，在台灣 IP 相關公司中，受惠程度較高為世芯-KY 與創意。聯發科業績受手機市場影響大，2023 年手機出貨量持續下修，維持區間操作。

#### ➤ 砷化鎵 2Q23 急單出貨，預期 3Q23 延續動能

2Q23 砷化鎵相關廠商營運出現急單效應，展望 3Q23，雖大立光(3008)法說會提及整體手機市場不見樂觀，然美系客戶已開始為新機鋪貨，惟實際成長幅度長幅度尚需觀察終端手機市場需求的狀況而定，國票維持砷化鎵產業區間操作看法。

#### ➤ 2H23 DRAM 由跌轉漲，IC 通路 3Q23 擺脫庫存影響，營運好轉

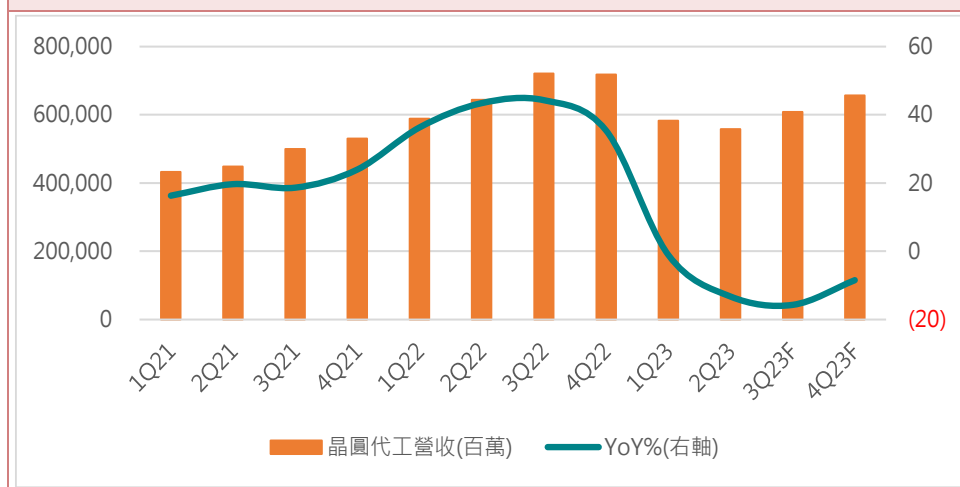
國票預期在季節性需求的帶動，以及供應鏈備貨需求的支撐下，2H23 DRAM 位元出貨量將逐季回升，供給端隨供應商持續調節產能及嚴格控管資本支出，3Q23 產業供需有望逐步改善，價格跌幅持續收斂，並有機會在 4Q23 止跌回穩，推薦買進標的為南亞科。庫存逐步恢復至正常水位的 IC 通路產業，客戶已見回補庫存力道，2H23 營運將擺脫谷底。惟兩大通路商當前本益比約 14x，位於歷史 PE 區間上緣，國票認為股價已合理反映價值，建議區間操作。

### 晶圓代工：持續去化庫存，2Q23 成熟製程營收小幅回溫，3Q23 旺季不旺

2Q23 客戶持續去化庫存，無論是手機、PC 與消費性電子皆面臨需求不佳及淡季效應，各製程節點產能利用率多在 70%以下，僅大宗應用的 28nm 維持在 80%之上，部分產品如 DDI 與 CIS 等產品因較早面臨庫存調整，開始出現急單，然需求延續性有限，整體而言，2Q23 晶圓代工產業營收受台積電營運持續下滑影響，產業營收 5,580 億元，QoQ-4.2%，YoY-13.3%。展望 3Q23，部分產品如 DDI 與 CIS 仍以急單居多，以及部分應用如 TV 與網通也維持先前的短單模式，然多數產品拉貨力道回溫有限，晶圓代工產業營收有望回復季增，並脫離 2Q23 本波庫存調整谷底。惟旺季效益低於往年，回溫力道有限。

圖 1：晶圓代工產業季營收

單位：百萬、%



資料來源：TEJ、國票投顧

台積電 2Q23 營收 4,808.4 億元，QoQ-5.5%，YoY-10%，符合財測 4,620.8~4,864 億元，毛利率 54.1%，較 1Q23 56.3%下滑，但超越財測的 52%~54%，主因為產能利用率下滑與生產成本提升抵銷成本擰節與有利匯率，稅後淨利 1,818 億元，EPS 7.01 元，QoQ-12.2%，YoY-23.3%，整體財報成績優於預期。

客戶持續去化庫存，各應用無論是 PC、手機與消費性應用皆未見回溫，甚至車用需求高點也落於 1Q23，所幸部分客戶逐步恢復拉貨，聯電營運谷底已過，2Q23 營收 596 億元，QoQ+3.9%，YoY-21.9%，產能利用率小幅回升至 low 70%，國票預估毛利率 35.7%，稅後獲利 122.2 億元，EPS 0.97 元，QoQ-24.5%，YoY-42.7%。

雖 DDI 持續有急單，消費性 PMIC 需求也觸底回升，然 PMIC 來自 NB、MB 與 Server 應用持續庫存調整，世界(5347) 2Q23 營收 98.5 億元，QoQ+20.4%，YoY-35.6%，符合財測的 94~98 億元，營收谷底已過，國票預估 2Q23 毛利率 30.3%，一次性 2.3 億元投資抵減有望於本季認列，稅後獲利 19.5 億元，稅後 EPS 1.19 元，QoQ+42.7%，YoY-60.2%。

### 總體經濟變數壓抑終端需求回溫，台積電示警客戶拉貨力道恐保守至 4Q23

受中國經濟復甦緩慢、總體經濟不確定性造成終端需求回復緩慢等因素，半導體產業仍未迎來春燕，何時是循環底部尚不確定，因此客戶仍持續謹慎下單至 4Q23 並持續控制庫存，維持 2023 年半導體不含記憶體產業年減 mid single digit，但下修晶圓代工產業至年減 mid teens(前次年減 high single digit)。

對照前幾次台積電對於景氣看法，4Q22 法說樂觀認為 2H23 產業回溫，且回溫速度有望優於 U 型復甦，1Q23 法說則下修為 1H23 庫存去化完畢時程將延長至 3Q23，並於 2H23 逐步復甦，2Q23 法說則更保守認為復甦時點不明，顯示本波庫存調整除較 2015 與 2019 年的兩波下行週期更長，甚至超乎 2009 年金融海嘯週期，但客戶庫存水位將進一步下滑，市場預期也將下修至最保守方向。

終端需求回溫力道有限，使得客戶拉貨力道保守，國票預估台積電 3Q23 營收 5,269.1 億元，QoQ+9.6%，YoY-14.1%，稅後淨利 1,759.1 億元，QoQ-3.2%，YoY-37.4%，EPS 6.78 元。整體而言，受惠客戶新品發表以及 3nm 開始貢獻營收，國票預估 2023 年營收 2.1 兆元，YoY-7.8%，在 3nm 家族貢獻明顯擴大以及整體訂單回溫貢獻下，預估 2024 年營收 2.6 兆元，YoY+24.2%，2023 年及 2024 年 EPS 分別為 29.14 元與 33.95 元，YoY 分別為-25.6%與+16.5%。考量優異製程能力推動長期成長趨勢不變，可利用本次下修財測利空(也可能是最後利空)逢低布局，維持買進投資評等，目標價 650 元(2024F PE 19X)。

考量旺季不旺，終端需求回溫緩慢，國票預估聯電 3Q23 產能利用率小幅回升至 mid 70%，營收 596 億元，QoQ+5.9%，YoY-20.9%，毛利率 36.1%，稅後獲利 132.3 億元，EPS 1.05 元，QoQ+8.3%，YoY-51%，營運表現較過往下行週期明顯好轉，毛利率仍守穩 35%，明顯優於過往下行週期的 10~15%，突顯公司體質已明顯改善。22/28nm 產能利用率仍維持在 90%高水準，eHV、NVM、RFSOI、BCD 等特殊製程營收貢獻提升，及車用產品營收占比由過往約 10%提升至約 15%，均為優於成熟製程同業主因，預估 2023 年營收 2,338.7 億元，YoY-16.1%，EPS 4.47 元，YoY-35.7%，2024 年營收 2,738.9 億元，YoY+17.13%，EPS 5.17 元，YoY+15.8%，維持買進投資評等，目標價 56 元(2024 年 PE 11X)。

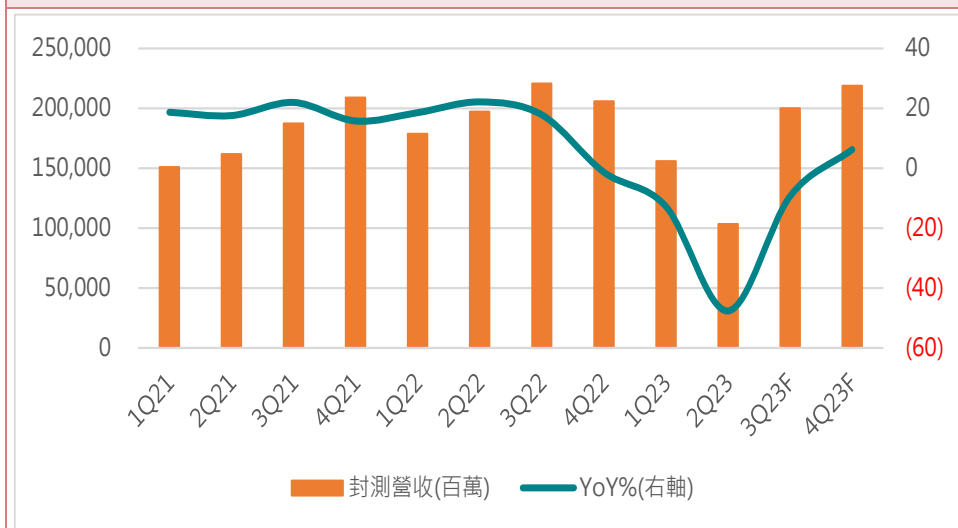
DDI 維持急單模式，PMIC 仍處於庫存調整，國票預估世界 3Q23 營收 104.1 億元，QoQ+5.7%，YoY-51.9%，毛利率 30.9%，稅後獲利 18.4 億元，EPS 1.12 元，QoQ-5.4%，YoY-51.9%。考量公司訂單能見度僅 3 個月，未來營運動能掌握度不高，且預先投片主要出貨時點落在 2H23，將壓抑後續產能回溫及毛利率，營運關鍵仍取決於終端需求復甦及客戶拉貨力道，國票預估 2023 年營收 394.2 億元，YoY-23.7%，稅後獲利 72.2 億元，EPS 4.40 元，YoY-52.8%，2024 年營收 470 億元，YoY+19.2%，稅後獲利 99.7 億元，EPS 6.07 元，YoY+38.2%，維持區間操作投資評等，設定之區間價位為 73~93 元(2024F PE 15X~17X)。

### 封測：2Q23 營運小幅回溫，3Q23 旺季效應有限

封測產業應用主要為消費性電子產品，相關 IC 以打線封裝為主，此部分自 2Q22 季末產能開始鬆動，因半導體庫存調整力道加大，封測產業 3Q22 多數公司營收已轉為年減，4Q22 產能利用率因進一步鬆動，營收也更趨緩，所幸 1Q23 已落底，2Q23 半導體產業庫存調整持續，因多數應用未見回溫，僅部分應用如網通與 TV 急單出現，以及封測產業較早面臨庫存調整，基期已低，順利回復季增，展望 3Q23，因終端需求僅緩步回溫，因此仍將呈現小幅季增與年減表現。

圖 2：封測產業季營收

單位：百萬、%



資料來源：TEJ、國票投顧

雖急單持續，然客戶持續庫存去化，需求持續疲弱，各應用僅有車用與工業較穩定，其餘消費性電子與電腦小幅回溫，日月光投控(3711) 2Q23 營收 1,362.8 億元，QoQ+4.1%，YoY-15.1%，已落底回溫。雖終端需求緩步回溫，然受惠主力美系手機客戶新機備貨效應推升動能，國票預估 3Q23 營收 1,624 億元，QoQ+19.2%，YoY-13.9%，公司將於 07/27/2023 召開法說，近期終端需求回溫力道有限，以及台積電認為的客戶拉貨力道恐保守至 4Q23，需注意是否壓抑公司 2H23 營運度能，國票預估 2023 年營收 6,101.3 億元，YoY-9.1%，稅後獲利 397.9 億元，EPS 9.23 元，YoY-35.9%，2024 年營收 6,747.6 億元，YoY+10.6%，稅後獲利 560.8 億元，EPS 13.01 元，YoY+40.9%。維持區間操作評等，區間價位 105~130 元(2024F PE 8X~10X)。雖近期有 COWOS 轉單題材，然國票認為過往 COWOS 封裝主要由台積電等晶圓廠所把持，近期因 AI 推升的 COWOS 需求，在台積電產能擴產不及的情況下，有利加速日月光投控認證進度，但短期實際營運貢獻有限。

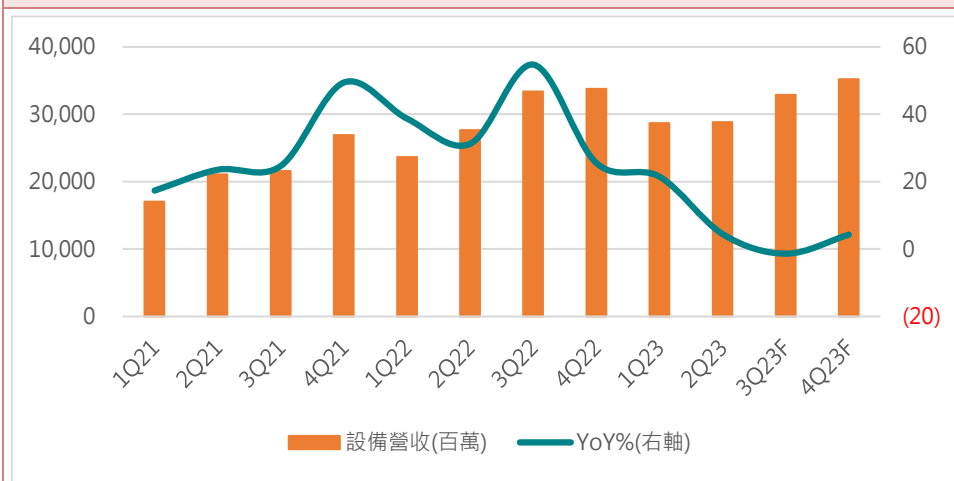
頤邦受惠 DDI 需求緩步回溫，2Q23 營收 54.7 億元，QoQ+18.9%，YoY-17.5%，展望 3Q23，TV 需求僅緩步回溫，惟美系手機客戶新機備貨量有望高於 2022 年，且受惠客戶供貨比重提升，頤邦也同步受惠，產能利用率將回升至 70%以上，國票預估 3Q23 營收 60.9 億元，QoQ+13.3%，YoY+16%，結束連五季年增率負數，後續有望維持正數並持續提升。國票預估 2023 年營收 224.9 億元，YoY-6.3%，稅後獲利 38.3 億元，EPS 5.17 元，YoY-38.4%，2024 年營收 267.4 億元，YoY+18.9%，獲利 51.5 億元，EPS 6.97 元，YoY+34.7%，考量 DDI 庫存去化有成，未來需求增溫有望快速推升公司營運動能，維持買進投資評等，目標價 84 元(2024F PE 12X)。

### 2Q23 測試介面僅小幅回溫，3Q23 旺季效應恐低於往年

原先冀望 1Q23 為產業谷底，客戶為因應 2H23 旺季，有望提早於 2Q23 拉貨，推動測試介面廠營運回溫，然本波半導體庫存調整期間拉長，測試介面廠商營運也受影響，2Q23 營收回溫程度有限，國票認為半導體產業榮衰與否與測試介面相關性高，在半導體產業展望保守下，測試介面廠商 3Q23 旺季效應恐低於以往。

圖 3：半導體設備產業季營收

單位：百萬、%



資料來源：TEJ、國票投顧

精測(6510)因客戶持續庫存去化，需求未見回溫，2Q23 營收 7.4 億元，QoQ+10.2%·YoY-37.2%，後續隨著手機客戶新品推出，營運將逐步增溫，國票預估 3Q23 營收 9.1 億元，QoQ+21.7%·YoY-26.3%，因公司營收超過 50%與手機相關，然手機需求回溫力道有限，恐壓抑 2H23 公司營運表現。國票預估 2023 年營收 34.2 億元，YoY-22.1%，稅後獲利 2 億元，EPS 5.96 元，YoY-74.7%，2024 年營收 48.6 億元，YoY+42.1%，獲利 6.2 億元，EPS 19.03 元，YoY+219.1%，維持區間操作投資評等，建議區間價位 510~650 元(2024F PE 18X~23X)。

穎崙(6515) 1H23 營運受整體景氣影響，動能受限，2Q23 營收 10.2 億元，QoQ+0.8%·YoY-3.8%，2H23 有望逐步回復動能，國票預估 3Q23 營收 12.8 億元，QoQ+25.8%·YoY-17.8%，預估穎崙 2023 年與 2024 年 EPS 分別為 22.23 元與 32.50 元，YoY 分別為-30.1%與+46.2%。雖 AI 方興未艾，長期發展潛力大，且公司 HPC 營收占比高於 50%(推估 AI 比重仍為低個位數)，實質貢獻仍有待時間耕耘，已 price in 長期趨勢，且高雄新廠產能於 2H23 開出，主要貢獻在於自製針種比重提升有利毛利率，建議區間價位 655~870 元(2024F PE 18X~24X)。

家登為台積電 EUV POD 主力供應商，營運隨著台積電先進製程貢獻同步向上，2Q23 營收 9.8 億元，QoQ-32.2%·YoY-8.3%，主因為大客戶拉貨遞延，然公司仍正向看待客戶將於 3Q23 回復動能，預估營收 13.4 億元，QoQ+37.1%·YoY+25.4%。2023 年受惠主力台系客戶 EUV POD 出貨穩定提升，去美化使得中國 FOUP 用量提升，家登產能持續開出仍供不應求，營運展望正向，預估家登 2023 年與 2024 年 EPS 分別為 13.35 元與 17.63 元，YoY+23.7%與 32.1%，維持買進投資評等，目標價 460 元(2024F PE 26X)。

京鼎(3413)主力客戶受半導體庫存調整影響，訂單趨緩，連帶拖累公司營運，2Q23 營收 32.9 億元，QoQ-3.3%·YoY+3%。展望 2H23，公司強調無論是總體環境或產業市況，不確定性仍高，訂單能見度自 4Q22 快速下滑，過往訂單能見度超過半年，但目前訂單能見度僅約 3~6 個月，且占比較高的 CVD 與 ETCH 應用多為記憶體，以及維修備品與晶圓廠產能利用率相關性高，公司保守看待全年營運表現，並認為營運將於 3Q23 落底，4Q23 脫離谷底並回溫，國票預估公司 2023 年營收 132.1 億元，YoY-11%，稅後獲利 16.3 億元，EPS 16.83 元(完全稀釋 EPS 15.24 元)，YoY-29.6%，2024 年營收 146 億元，YoY+10.5%，稅後獲利 20.7 億元，EPS 21.35 元(完全稀釋 EPS 19.34 元)，YoY+26.9%，維持區間操作投資評等，設定之區間價位為 175~215 元(2023F 完全稀釋 PER 9X~11X)。



ASML (ASML NA) 3Q23 財測為營收 65~70 億歐元(Installed Base Management 營收約 14 億歐元)·QoQ-5.8%~+1.4%·優於市場預估的 65.1 億歐元·毛利率較 2022 年 50.5%微幅改善則不變·營收上調主因在於 DUV 銷售增加·2023 年 DUV 銷量預估將 YoY+50%·遠高於先前預估的 30%·EUV 銷量 YoY+25%·低於原先預估 YoY+40%。由於荷蘭政府已於 06/30/2023 發布禁令·使得 ASML NXT:2000i 及更先進的 DUV 機台將受到出口管制·因此 DUV 機台銷售提升主要來自於中國廠商加速拉設備所致·國票認為 EUV 設備遞延主要由於半導體產業將持續庫存調整至 4Q23 所致·因此對於 EUV 相關設備及供應商短期營運仍存在負面影響。

## 2Q23 營收顯示消費性 IC 設計產業落底·IP 相關公司維持高度成長

國票回顧重點 IC 設計公司 2Q23 營收·消費性 IC 設計包含網通及 NB 相關公司·瑞昱(2379)·義隆(2458)·2Q23 營收季增達 25%以上·雖年度累積營收 YoY 仍衰退·但衰退幅度逐季收斂·落底訊號已明確顯現。IP/設計服務相關公司·創意·世芯-KY·M31(6643)·年度累積營收 YoY 維持高度成長·其他產業如手機·MCU·伺服器相關公司如聯發科(2454)·新唐(4919)·信驊營運仍疲軟。

表 1：重點 IC 設計公司 2Q23 營收

公司代碼	公司名稱	06月營收 (百萬)	YoY(%)	MoM(%)	累計營收 (百萬)	YoY(%)	移動季營收 (百萬)	移動QoQ	2Q23預估	季達成率
2379	瑞昱	9,008	-6.6	-0.1	45,916	-23.80	26,291	33.97	22,608	118%
2454	聯發科	38,219	-25.1	21.1	193,787	-35.07	98,135	2.60	98,138	100%
2458	義隆	994	-31.4	0.3	5,447	-33.96	3,041	26.46	2,703	113%
3034	聯詠	10,112	24.0	-1.1	54,345	-20.05	30,299	26.01	30,366	100%
3443	創意	2,423	29.0	12.8	13,116	32.55	6,587	0.89	6,659	99%
3529	力旺	256	-3.7	-66.4	1,364	-10.44	697	4.32	634	110%
3035	智原	986	-11.7	1.5	6,179	-5.97	2,917	-10.58	2,894	101%
3661	世芯-KY	2,610	147.0	-4.1	13,645	144.25	7,940	38.90	6,225	128%
4966	譜瑞-KY	1,184	-46.2	12.4	6,241	-49.20	3,200	5.27	3,176	101%
4919	新唐	3,484	-10.2	21.6	17,909	-18.23	8,953	-0.03	7,612	118%
5274	信驊	226	-55.2	0.3	1,349	-47.63	680	1.59	770	88%
6415	矽力-KY	1,270	-42.0	8.4	7,025	-45.21	3,595	4.67	3,366	107%
6643	M31	114	7.4	-1.6	661	20.69	348	11.13	341	102%

資料來源：CMoney、國票投顧

## 消費性 IC 設計：NB 及網通相關公司落底訊號浮現

瑞昱 2Q23 部分終端需求回穩·但能見度有限·已觀察到部分需求回穩·如乙太網路晶片客戶逐漸恢復訂單且回補庫存·尤其主機板及消費型 PC 表現優於公司預期·乙太網路產品需求持續轉佳·電視 SOC 急單出現·公司推測與面板·DRAM 價格跌幅收斂有關·因此雖 2023 年全球電視出貨持平·但瑞昱 2Q23 電視 SOC 仍小幅成長·其他產品線如交換器控制晶片·預期 2H23 仍將逐漸回穩·並於 2024 年復甦·至於 multi-Gig 交換器及管理型交換器仍是中長期成長動能·整體而言·基於部分終端需求回穩·但能見度有限·國票預估瑞昱 2023 年營收 1037.5 億元·YoY-7.2%·EPS 14.26 元·YoY-39.9%；2024 年營收 1264.2 億元·YoY+21.8%·EPS 25.74 元·YoY+58.5%·瑞昱過去 5 年 PE 區間 8X~19X·目前 PE 約 13X·國票認為瑞昱營運谷底已過·獲利及評價皆有機會調升·目前建議「區間操作」與價位 300~450 元(2023F PE 18X~24X)·近期將擇機調升投資評等。

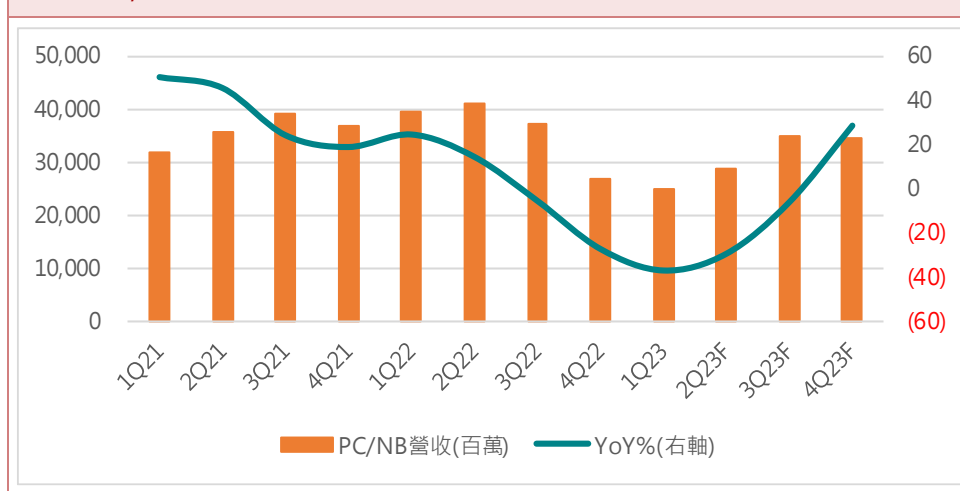
義隆等多數消費性 IC 設計公司庫存在 4Q22 見頂·庫存去化正向發展·近期 NB 產業已開始見到訂單能見度提升·若急單力道延續·3Q23 營收可望持續成長·國票

預估義隆 2023 年營收逐季增加，且隨庫存跌價損失的影響逐漸減少後，毛利率可望逐季回升，國票預估 2023 年營收 110.7 億元，YoY-15%，毛利率 42%，YoY-3.9ppts，稅後 EPS 4.95 元，YoY-30%；2024 年營收 130.3 億元，YoY+17.7%，毛利率 42.5%，YoY+0.5ppts，稅後 EPS 7.33 元，YoY+48%。過去五年義隆 PE 區間約在 6X~22X，目前評價 14X，位於歷史區間中緣，國票考量目前 NB 產業基期低，且已過產業循環低谷，維持買進與目標價 130 元(2024F PE 18X)。

譜瑞-KY 受惠 NB 及面板相關產品的急單挹注，通路商庫存也逐漸消化，2Q23 營收 32 億元，QoQ+5.3%，YoY-49.9%，雖 Intel (INTC US)、AMD (AMD US)及 Apple (AAPL US)於 2020 年起即陸續推出支援 USB 4 規格產品，但市場規格升級進度不如預期，根據 MRFR 研調，2020 年 USB 4 滲透率僅<35%，並預期 2023~2025 年 USB4 滲透率可成長至 45%，再者歐盟規定中小型行動電子裝置 2024 年秋季之前須以 type-c 為統一充電介面，2025 年底以前高功率需求設備如 NB 須採用 type-c 充電介面，因此 USB 4 滲透率有望在未來 2 年快速拉升。譜瑞-KY 歷經 3 季營運調整後，2Q23 起營運可望重回季成長態勢。國票預估 2023 年營收為 151.9 億元，YoY-24.3%，稅後 EPS 33.06 元，YoY-46.1%；2024 年營收 189.8 億元，YoY+24.9%，EPS 51.33 元，YoY+55.1%。國票看好高速傳輸的產業趨勢及譜瑞-KY 在該領域的領導地位，在 PCIe 5 及 USB4 新產品發表進度屬於領先的少數公司，觀察公司過去 10 年營運，約 4 年面臨一個週期循環，公司藉由產品規格升級，不斷提升產品獨特性，觀察過去營運週期，年度營收衰退(2013 年及 2018 年)，僅一年度即可重回成長，譜瑞-KY 過去 5 年 PE 區間 15X~35X，目前 PE 18X，國票認為譜瑞-KY 目前營運已過下行循環，維持買進投資建議，由於譜瑞-KY 近期股價回檔，國票下調目標價為 1,100 元(2024F PE 22X)。

圖 4：PC/NB 產業季營收

單位：百萬、%



資料來源：TEJ、國票投顧

### IP/設計服務相關公司維持高度成長

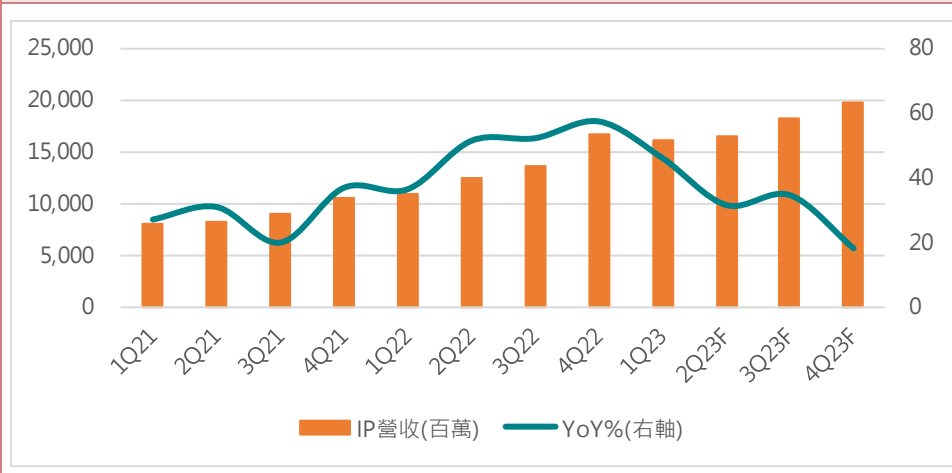
世芯-KY 2Q23 營收 79.3 億元，QoQ+38.7%，YoY+166.6%，優於國票預期。世芯-KY 辦理私募發行股數共計 1,380 張，除了緯創(3231)認購 690 張之外，其餘 690 張則由私募基金 ACHG Limited 同樣以每股 1,448 元、總金額 9.99 億元認購。此次私募案完成後，世芯-KY 將可取得近 20 億元資金，股本則膨脹近 2%。國票正向解讀緯創入股世芯，世芯-KY 營收占比 8 成為 HPC 相關，兩間公司為上下游關係，緊密合作可望加速產品開發流程及出貨速度。世芯-KY 維持 2023 年營收 8 億美元以上及毛利率 high 20s 的正向展望不變。

世芯-KY 2021 年歷經客戶飛騰列入實體清單後，中國地區營收占比逐季下降，2021 年中國營收占比約 71%，預估 2023 年將降至 20% 以下，世芯-KY 表示之後仍會持續經營中國客戶，但會留意單一客戶的營收曝險，營運重心轉往美國，2023 年美國營收占比將大於 60%。市場關注 2023 年世芯-KY 是否取得 AWS 機器學習 AI 加速器(Inf3)，Inf3 vendor selection 預計 3Q23 初確定。預估次世代晶片量產最快要到 2026 年。由 AWS 晶片使用策略可觀察到，Amazon (AMZN US) 在 AI 學習及推論皆有自行開發 AISC (Trn 系列及 Inf 系列)。調研機構 Gartner 預估 AI 晶片中，ASIC 成長性將優於 GPU、FPGA 等其他種類。國票推論主要原因為隨著 AI 演算法逐漸成熟且使用場域固定後，ASIC 的成本及效率將優於通用型功能導向的 GPU。世芯 2021 年以來 ABF 缺料問題已充分解決，且營運重心由中國轉往美國，未來公司面臨地緣政治風險降低，國票預估 2023 年/2024 年營收 264.8 億元，YoY+92.9%/307.4 億元，YoY+16.1%，EPS 48.31 元/61.26 元。過去五年世芯-KY PE 區間 20X~45X，目前 PE 36X，位於歷史區間中上緣，市場 AI 商機討論度提升，加上公司營運展望正向，評價仍有上調空間，維持買進投資建議與目標價 2,700 元 (2024F PE 45X)。

創意 2Q23 營收 65.9 億元，QoQ+0.9%，YoY+22.4%，符合預期。公司 2Q23 財測 NRE 雙位數季減，Turnkey 低個位數成長，因 Turnkey 業務營收占比提升，毛利率下滑，國票預估 2Q23 毛利率 30.7%，QoQ-1.2ppts，營業利益率 14.5%，QoQ-2.4ppts，EPS 6.03 元，QoQ-13.5%，YoY+6.3%。創意維持 2023 年展望，營收雙位數成長，主要成長動能來自企業級 SSD 與 networking，1H23 與 2H23 營收占比為 45:55，Turnkey 成長幅度較 NRE 大，因此毛利率及營業利益率將年減，國票預估 2023 年營收 291.7 億元，YoY+21.4%，毛利率 30.6%，YoY-4.1ppts，EPS 29.16 元，YoY+5.3%；2024 年營收 374.7 億元，YoY+28.4%，毛利率 29%，YoY-1.6ppts，EPS 39.16 元，YoY+34.3%，雖 Turnkey 毛利率較低，但費用率無大幅增加的假設下，獲利成長仍優於營收成長。美系伺服器客戶可望在 1H24 貢獻 Turnkey 營收，增添營運動能。過去 5 年公司 PE 區間 15X~40X，市場對於 AI 伺服器題材熱度提升，相關個股評價 re-rating，目前 PE 40X 位於歷史區間中上緣，隨 2H23 營運動能轉強，股價有望再創高，國票維持買進投資建議，考量市場 AI 相關公司評價提升，創意評價有望持續 rerating，上修目標價至 2,500 元 (2024F PE 60X)。

圖 5：IP 設計服務產業季營收

單位：百萬、%



資料來源：TEJ、國票投顧



### MCU、手機、伺服器 BMC 尚未見落底訊號

新唐 2Q23 營收 89.5 億元，QoQ-0%，YoY-19.9%，低於國票預期。MCU 終端需求狀況回升狀況仍有待觀察，各產品線皆面臨價格壓力，毛利率受到挑戰。2023 年營收 407.3 億元，YoY-2.7%，毛利率 39.3%，YoY-2.5ppts，EPS 4.88 元，YoY-28.4%。過去 5 年新唐 PE 區間為 8x~20X，目前股價交易在 PE 17X，位於歷史區間中上緣，考量 MCU 產業庫存問題遲遲未解，評價上修空間有限，建議區間操作與價位為 130~160 元(2024F PE 15X~20X)。

聯發科 2Q23 營收 981.4 億元，QoQ+2.6%，YoY-37%，符合國票預期。聯發科產品線，旗艦級天璣 9200+ 等 9 系列產品，高階天璣 8200 等 8 系列產品，中階天璣 7200 等 7 系列產品，入門級則有以 7 奈米製程生產的天璣 6020 等 6 系列產品；對比高通(QCOM US)在手機晶片方面的產品線，包括旗艦級產品有驍龍 8 Gen 2，中高階則有驍龍 7+ Gen 2，中階則有驍龍 6 Gen 1，如今在入門級領域新推出驍龍 4 Gen 2。兩家公司在各等級產品線布局完整，但全球智慧手機市況持續不振，至今銷售情況沒有起色。聯發科目前業務仍集中在手機 SOC，占比約 50%，業績受手機市場影響大，2023 年手機出貨量持續下修，聯發科近 5 年評價 PE 8X~17X，目前 PE 16X，評價上修空間有限，國票維持聯發科「區間操作」投資建議與價位 650~800 元(2023F PE 14X~17X)。

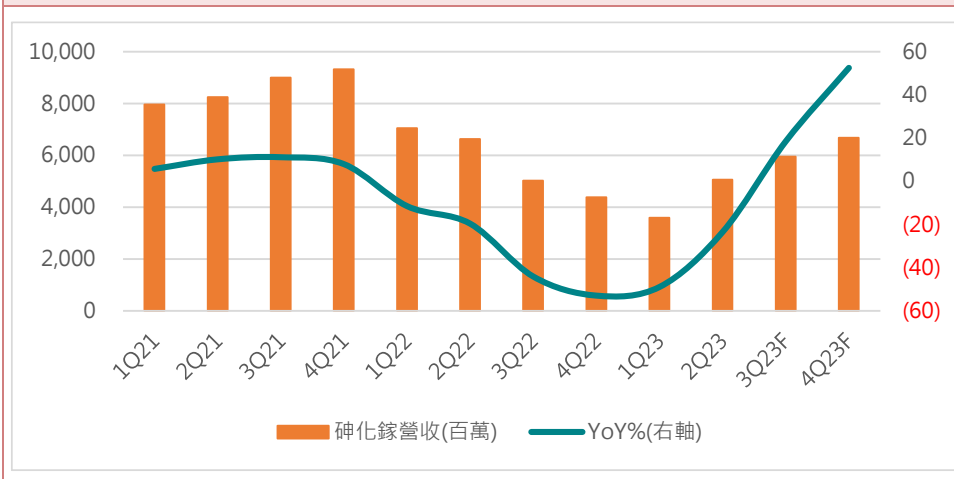
信驊 1H23 由於伺服器庫存調整，營運動能疲軟，管理層展望 06/2023 起營運動能回溫，國票預估 3Q23/4Q23 營收 QoQ 分別為+56.7%/+55%，並預估 2023 年營收 36.2 億元，YoY-30.6%，毛利率 63.5%，YoY-1.6ppts，由於毛利率較低的 BIC 量產而毛利率下滑，EPS 29.04 元，YoY-47.9%；2024 年營收 50.2 億元，YoY+38.8%，毛利率 62%，YoY-1.5ppts，稅後 EPS 45.31 元，YoY+56%。伺服器產業庫存調整進入尾聲，人類生活數位化趨勢不可逆且加速成長，資料中心、5G 基站、雲端服務、AI 伺服器需求持續成長，信驊受惠產品規格升級與伺服器架構改變，長期營運成長性優於伺服器產業平均。投研部考量信驊長期營運向上趨勢不變，並參考過去 5 年獲利成長期間，信驊 PE 區間 15X~70X，目前 PE 55X，國票維持買進投資建議與目標價 3,200 元(2024F PE 70X)。

### 砷化鎵: 2Q23 急單出貨，預期 3Q23 延續動能

2Q23 砷化鎵相關廠商營運出現急單效應，全新(2455) 2Q23 營收 5.9 億元，QoQ+50.7%，YoY-19.3%；穩懋(3105) 2Q23 營收 39.4 億元，QoQ+37.9%，YoY-25.5%；宏捷科(8086) 2Q23 營收 5.3 億元，QoQ+54.3%，YoY-10.3%。相關公司皆表示客戶庫存於 1Q23 已降至較合理水準，2Q23 已出現中低階手機為 618 鋪貨的急單狀況，帶動砷化鎵產業營收成長且從谷底復甦。展望 3Q23，雖大立光(3008)法說會提及整體手機市場不見樂觀，然美系客戶已開始為新機鋪貨。砷化鎵產業部分，國票預期宏捷科 07~09/2023 各月皆可維持 06/2023 營收水準，同時稼動率方面將可較 2Q23 提升。

圖 6：砷化鎵產業季營收

單位：百萬、%



資料來源：TEJ、國票投顧

另 07/2023 中國商務部、海關總署發布關於對鎢、鉬相關物項實施出口管制的公告，滿足條列內容特性的物項，未經許可不得出口。並將從 08/2023 正式實施，此禁令最直接影響為基板廠，以台廠供應鏈而言，料源取得影響應停留在上游(基板廠)，投研部就供應鏈訪查了解，目前全新基板供應商以日商、德商為主，且中國廠商對化合物半導體基板技術較為落後，通常販售金屬鎢再由國外廠商完成基板製作後銷回中國，因此若限制加劇也將影響中國本土手機品牌廠。同時，相關供應鏈也表示供應商料源取得皆有原料供應，短期尚無影響，且並未感受到 IDM 廠商有因此禁令擔憂而積極備貨，綜合上述，國票認為禁令對供應鏈供貨影響程度不大。

評價面方面，雖進入美系手機品牌新機出貨旺季，但實際成長幅度長幅度尚需觀察終端手機市場需求的狀況而定，國票維持砷化鎵產業區間操作看法，磊晶廠方面全新區間價位 105~145 元(2024F PE 35X~45X)，代工廠方面，投研部認為以穩懋 2Q23 營收規模有機會於 2Q23 轉正，因此以 PE 評價，穩懋區間價位 154~189 元(2024F PE 26X~33X)、宏捷科將於 2Q23 縮小虧損並於 3Q23 轉正，因此以 PB 進行評價，宏捷科 82~110 元(2024F PB 2.2X-3X)。

#### 記憶體：美光(MU US)、南亞科 1H23 營運築底，2H23 DRAM 由跌轉漲

美光公告 F3Q23 (2023/02/03~2023/05/02) NoN-GAAP 營收 37.5 億美元、QoQ+1.6%、YoY-56.6%，符合公司財測的 35~39 億美元，其中 DRAM 佔 71%，營收 QoQ-2%，位元出貨量 QoQ+10%，ASP 約 QoQ-10%；NAND FLASH 佔 27%，營收 QoQ+14%，位元出貨量+30%，ASP 約 QoQ-15%。F3Q23 毛利率-16.1%，QoQ+15.3ppts，符合財測的-23.5%~-18.5%，本業虧損 15.7 億美元，EPS-1.43 美元，優於公司財測的-1.51 美元。

F4Q23 (05/2023~07/2023) 財測：美光估計營收 37~41 億美元、QoQ-1.3%~+9.3%、GM-13%~-8%，EPS-1.26~-1.12 美元。另外美光預估 2023 年 DRAM 位元需求增長中低個位數(前次估計增長 5%)，NAND 位元需求增長中高個位數(前次估計增長 11%~13%)。考量市場供需狀況，美光目前減產幅度約 30%，並預計減產將持續至 2024 年。

展望後市，美光表示雖 2023 年記憶體需求預估較前次下調，但隨整體供給的減少，市場已趨於穩定。其中，PC 和手機客戶庫存符合預期，已接近正常水準，Server 客戶庫存也有望於 2023 年底恢復正常。由於終端市場客戶庫存持續改善，在未來幾

個月記憶體供需將持續改善，預期 DRAM 和 NAND 位元需求量將逐季回升。美光維持 2023 財年(09/2022~08/2023) CAPEX 70 億美元、YOY-40%，並維持生產設備支出年減 50%。

南亞科 2Q23 營收 70.3 億元、QoQ+9.4%，毛利率-11.2%，QoQ-2.6ppts，稅後淨利-7.7 億元，EPS-0.25 元，每股淨值 55.37 元。2Q23 因季節性的需求使南亞科位元銷售量緩步回升、季增 mid-teens，ASP 季減幅縮窄至中個位數百分比，另外在提列閒置產能損失、存貨損失及 ASP 的下降，使 2Q23 毛利率 QoQ-2.6ppts，業外部分，因匯兌利益而有業外收入 1.8 億元，稅後淨利-7.7 億元，EPS-0.25 元，虧損幅度縮窄，並優於市場預估的-0.61 元。

公司自 4Q22 開始減產，預計 2023 年位元產出將動態調降 20%以內，放緩未來 10nm 級製程的升級速度，並持續縮減 2023 年 CAPEX 至 150 億元、YoY-28%。南亞科表示 1H23 DRAM 市況保守，不過需求有望於 2Q23 築底，並於 4Q23 恢復供需平衡。國票預期在季節性需求的帶動，以及供應鏈備貨需求的支撐下，2H23 位元出貨量將逐季回升，而供給端隨供應商持續調節產能及嚴格控管資本支出，DRAM 市場將逐步改善，3Q23 價格跌幅持續收斂，並有機會在 4Q23 止跌回穩。

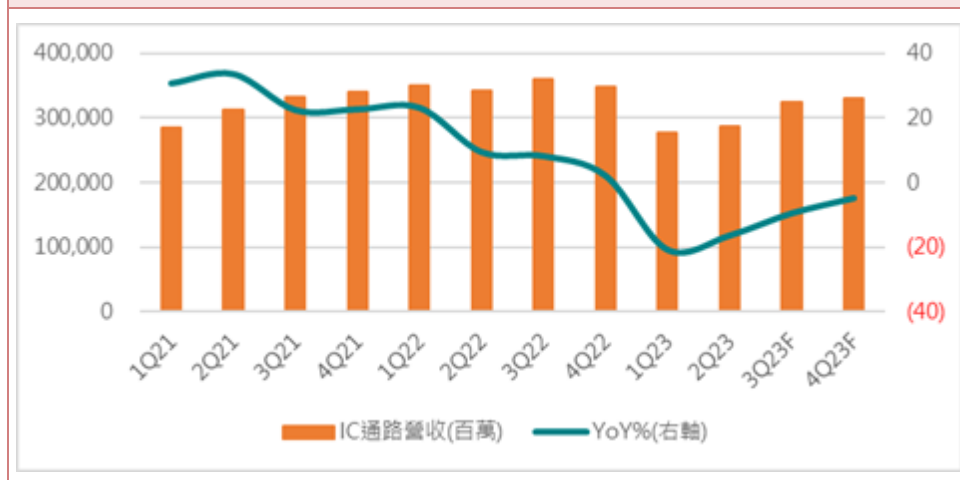
預估南亞科 2023 年/2024 年營收 323.6 億元/653.2 億元、YoY-43.2%/+101.8%，毛利率 0.12%/37.7%，EPS-1.59 元/3.91 元，每股淨值 53.57 元/55.34 元。考量 DRAM 產業最壞情況已過，目前南亞科 2024F PB 僅 1.26x，為近五年 Forward PB 0.85x~1.85x 中下緣，評價仍具上行空間，維持買進評等，目標價 82 元(2024F PB 1.5X)。

### IC 通路：3Q23 下游端客戶有望開始回補庫存，2H23 將逐季好轉

IC 通路產業 2Q23 營收 QoQ+3.2%、YoY-16.4%。年增率呈現衰退主要受到 2Q22 的高基期影響，另電子產業仍在進行庫存調整且終端需求亦持續疲弱。不過兩大 IC 通路商預期，最快 3Q23 庫存可望恢復至健康水位，且 3Q23 正值通路傳統旺季，在下游客戶端開始陸續回補庫存下，2H23 營運將逐季好轉。

圖 7：IC 通路產業季營收

單位：百萬、%



資料來源：TEJ、國票投顧

大聯大(3702)公告 06/2023 營收 555.4 億元、MoM+3.4%、YoY-18.7%，2Q23 營收 1,566.9 億元、YoY-21.3%，營收達成率為 107%，優於國票預期，並優於公司財測區間 1,420~1,520 億元的上緣，主要受惠於工控及車用電子等非消費性領域需求維持。文晔(3036) 06/2022 營收 407.8 億元、MoM+11.2%、YoY-6.1%，2Q23 營

收 1,174.6 億元、YoY-9.7%，營收達成率 104%，略優於國票預期，並優於公司財測區間 1,020~1,100 億元的上緣。

展望 3Q23，大聯大表示手機短期動能尚未顯著回溫，預期公司後續主要成長動能仍來自於非消費性產品及伺服器相關需求，尤其是在北美及台灣地區。國票預估 3Q23 非蘋手機及 PC 需求仍將較為平緩，不過在車用及伺服器等非消費型需求帶動下，3Q23 營收季增仍有望達中高個位數成長。國票預期隨著 3Q23 營收的回升，大聯大庫存天數可望逐漸降至 45 天的正常水位，文曄則有望恢復至 55 天左右的正常水準。另外，原先在美國升息環境下，快速攀升的借款成本，國票預期隨營運現金的持續流入，相關影響將於 2H23 開始逐季下降，有利於獲利的回穩。國票預估大聯大 2023 年/2024 年 EPS 為 3.05 元/4.18 元，估文曄 2023 年/2024 年 EPS 為 4.22 元/5.22 元，若以 PE 4x~16x 來看，兩大通路商當前本益比約 14x，國票認為股價已合理反映價值，建議區間操作，大聯大區間價位為 52~62 元(2024F PE 12x~15x)，文曄區間價位為 63~76 元(2024F PE 12x~15x)。

表 2：國票看好之半導體個股

代號	公司	2023/07/21 收盤價(元)	目標價(元)	投資評等	EPS(元)		P/E(X)		P/B(X)	
					2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
2330	台積電	560	650	買進	29.14	33.95	19.2	16.5	4.1	3.3
2303	聯電	45.2	56	買進	4.47	5.17	10.1	8.7	1.7	1.6
5347	世界	78	93	區間操作	4.40	6.07	17.7	12.9	2.8	2.5
3711	日月光投控	110.5	130	區間操作	9.23	13.01	12.0	8.5	1.5	1.3
6147	頤邦	66.7	84	買進	5.17	6.97	12.9	9.6	1.2	1.1
6515	穎崙	817	870	區間操作	22.23	32.50	36.7	25.1	6.6	5.4
6510	精測	571	650	區間操作	5.96	19.03	95.8	30.0	2.4	2.2
3680	家登	369.5	460	買進	13.35	17.63	27.7	21.0	6.0	5.3
3413	京鼎	181.5	215	區間操作	16.83	21.35	10.8	8.5	1.5	1.3
2455	全新	123.5	145	區間操作	2.01	3.12	61.4	39.5	7.5	7.0
3105	德懋	178	189	區間操作	1.63	5.92	109.4	30.1	2.3	2.1
8086	宏捷科	97.5	110	區間操作	-1.01	0.47	-	206.3	2.7	2.6
2408	南亞科	70.1	82	買進	-1.59	3.91	-	17.9	1.3	1.3
3036	文曄	68.6	76	區間操作	4.22	5.22	16.3	13.1	1.1	1.1
3702	大聯大	57.1	62	區間操作	3.05	4.18	18.7	13.6	1.2	1.1
2379	瑞昱	415	450	區間操作	14.26	25.74	29.1	16.1	5.3	4.3
2458	義隆	115.5	130	買進	4.95	7.33	23.3	15.8	4.2	3.7
4966	譜瑞-KY	858	1100	買進	33.06	51.33	25.9	16.7	3.9	3.3
3661	世芯-KY	2230	2700	買進	48.31	61.26	46.2	36.4	10.3	8.6
3443	創意	1905	2500	買進	29.16	39.16	65.3	48.6	25.3	19.6
4919	新唐	140	160	區間操作	4.88	6.40	28.7	21.9	3.5	3.3
2454	聯發科	682	800	區間操作	41.32	52.64	16.5	13.0	2.8	-
5274	信驊	2500	3200	買進	29.04	45.31	86.1	55.2	24.3	20.1

資料來源：國票投顧預估

## 國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	69

## 評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%，且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上</li> </ul>
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12%</li> <li>• 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作</li> </ul>
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 該公司未於國票核心持股名單</li> <li>• 國票可能與該公司進行業務而處於減默期</li> </ul>

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

## 研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

## 公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。