

3661.TT 世芯-KY

2024 年成長動能將延續

公司簡介

世芯-KY 營運模式與創意(3443)、智原(3035)相近。主要為 IC 開發設計(NRE)與量產服務，2Q23 HPC 營收占比 81%，為公司主要的業績來源。若以製程別來看，7nm 以下先進製程佔營收 87%、16/12 nm 4%。

投資評等/目標價

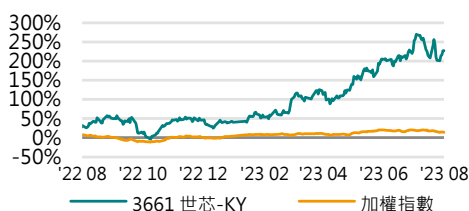
買進

2500

【前次投資建議】買進，2300

【大盤指數/股價】16381 / 1970

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	74
市值(百萬元)	145,798
3M 平均日成交值(百萬元)	6,595
外資持股率(%)	60.15
投信持股率(%)	12.00
董監持股率(%)	2.73

重點財報解析

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	13,725	29,613	34,897
營業利益	2,419	4,210	5,944
母公司本期淨利	1,834	3,316	4,550
EPS(元)	25.50	46.11	63.25
每股現金股利(元)	12.86	23.05	32.26
每股淨值(元)	180.65	214.19	254.70
本益比(x)	76.68	42.73	31.15
本淨比(x)	10.91	9.20	7.73
殖利率(%)	0.65	1.17	1.64

環境、社會與治理(ESG)



重點摘要

➤ 2Q23 營收強勁成長，但毛利率低於國票預期

世芯-KY 2Q23 營收 79.3 億元，QoQ+38.7%，YoY+166.5%，優於投研部預期，主因 AWS Inf 提前拉貨，且有部分來自 1Q23 的遞延訂單於 2Q23 出貨，觀察 2Q23 7nm 營收 QoQ+45.4%，而美國地區營收 QoQ+36.5%，可推測 2Q23 營收成長主要來在於 AWS Inf 貢獻，毛利率 21.3%，QoQ+0.3ppts，YoY-13.3ppts，毛利率低於國票預期，國票預估差異來自於 2Q23 與 1Q23 的產品組合變動不大，NRE 營收占比仍低，因此 2Q23 毛利率未如國票預期回升，營業費用 8.2 億元，QoQ+46.1%，YoY+78.5%，營業費用大幅增加，原因是提列日本客戶呆帳損失，但該筆帳已在 3Q23 陸續收回，後續有望完全回沖，稅後 EPS 9.5 元，QoQ+26.3%，YoY+71%。

➤ 2H23 其他客戶新案加入可望延續營運動能

國票預估 3Q23 營收 75.3 億元，QoQ-5%，YoY+112.1%，營收微幅季減原因為 2Q23 部分產品已提前拉貨，加上台積電 CoWoS 產能供給瓶頸，限制出貨動能，國票預期 3Q23 NRE 營收占比將提升，預估毛利率 25%，QoQ+3.7ppts，YoY-6.9ppts，EPS 13.17 元，QoQ+29%，YoY+113.5%。世芯-KY 上修 2023 年展望，從原本營收 8 億美元目標，提升為 9 億至 9.5 億美元，而 AWS 預估貢獻 2023 年營收 4~5 成，公司展望 2H23 營運將優於 1H23，成長動能來自量產品片出貨強勁，且 CoWoS 產能 2H23 逐漸增加，公司預期 4Q23 將有 4 個量大的案子進入量產階段，NRE 方面，原有案子逐漸轉進 N3/N4/N5 等先進製程，加上公司取得美國(Tesla)及中國(一線車廠)ADAS 相關產品的訂單，預期 4Q23 開始認列 NRE 營收，並於 2025 年進入量產。

➤ 維持買進投資建議，並上修目標價至 2,500 元

本次法說會公司說明 2H23 及 2024 年的成長動能來源，解除部分投資人對於 AWS 拉貨高峰過後，公司成長停滯的疑慮，過去五年世芯-KY PE 區間 20X~45X，目前 PE 31X，位於歷史區間中緣，公司營運展望正向，評價仍有上調空間，投研部維持買進投資建議，並上修目標價至 2,500 元(2024F PE 40X)。

2Q23 營收強勁成長，但毛利率低於國票預期

世芯-KY 2Q23 營收 79.3 億元，QoQ+38.7%，YoY+166.5%，優於投研部預期，主因 AWS Inf 提前拉貨，且有部分來自 1Q23 的遞延訂單於 2Q23 出貨。觀察 2Q23 7nm 營收 QoQ+45.4%，而美國地區營收 QoQ+36.5%，可推測 2Q23 營收成長主要來在於 AWS Inf 貢獻，毛利率 21.3%，QoQ+0.3ppts，YoY-13.3ppts，毛利率低於國票預期，國票預估差異來自於 2Q23 與 1Q23 的產品組合變動不大，NRE 營收占比仍低(1Q23 NRE 17.5%；2Q23 NRE 20.5%；對比 2022 年 NRE 營收占比約 40%)，因此 2Q23 毛利率未如國票預期回升，營業費用 8.2 億元，QoQ+46.1%，YoY+78.5%，營業費用大幅增加，原因是提列日本客戶呆帳損失，但該筆帳已在 3Q23 陸續收回，後續有望完全回沖，稅後 EPS 9.5 元，QoQ+26.3%，YoY+71%(表 1)。

表 1：季度損益表調整

	調整後		調整前		差異	
	2Q23E (百萬元)	3Q23F (百萬元)	2Q23E (百萬元)	3Q23F (百萬元)	2Q23E (%)	3Q23F (%)
營業收入	7,928	7,532	7,940	6,749	-0.1	11.6
營業毛利	1,692	1,883	2,223	1,856	-23.9	1.5
稅後淨利	683	947	1,196	926	-42.9	2.3
EPS(元)	9.50	13.17	16.62	12.88	-42.8	2.2
重要比率(%)					(ppts)	(ppts)
營業毛利率	21.3	25.0	28.0	27.5	-6.7	-2.5
營業利益率	11.0	16.4	19.7	17.9	-8.7	-1.5
稅後淨利率	8.6	12.6	15.1	13.7	-6.5	-1.1

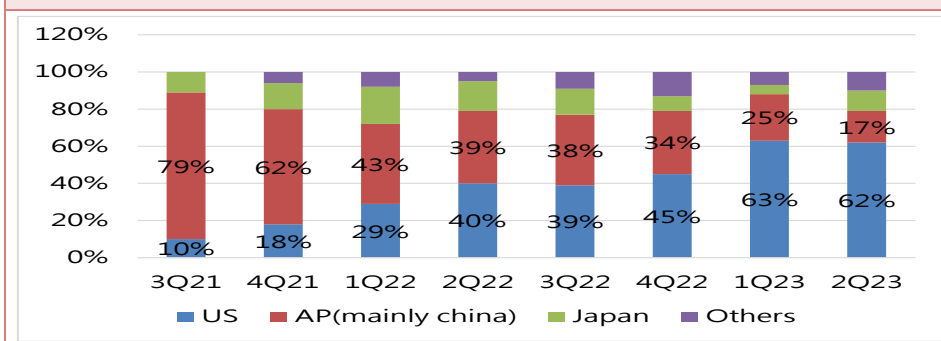
資料來源：國票投顧

AWS 為現階段主要營運動能，2H23 其他客戶新案加入可望延續營運動能

國票預估 3Q23 營收 75.3 億元，QoQ-5%，YoY+112.1%，營收微幅季減原因為 2Q23 部分產品已提前拉貨，加上台積電 CoWoS 產能供給瓶頸，限制出貨動能，國票預期 3Q23 NRE 營收占比將提升，預估毛利率 25%，QoQ+3.7ppts，YoY-6.9ppts，EPS 13.17 元，QoQ+29%，YoY+113.5%。

世芯-KY 上修 2023 年展望，從原本營收 8 億美元目標，提升為 9 億至 9.5 億美元，而 AWS 預估貢獻 2023 年營收 4~5 成，公司展望 2H23 營運將優於 1H23，成長動能來自量產晶片出貨強勁，且 CoWoS 產能 2H23 逐漸增加，公司預期 4Q23 將有 4 個量大的案子進入量產階段，NRE 方面，原有案子逐漸轉進 N3/N4/N5 等先進製程，加上公司取得美國(Tesla)及中國(一線車廠)ADAS 相關產品的訂單，預期 4Q23 開始認列 NRE 營收，並於 2025 年進入量產。

圖 1：地區營收占比



資料來源：國票投顧

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%，2022 年逐季下降，預估 2023 年將降至 20%以下，營運重心轉往美國(圖 1)，預估 2023 年美國營收占比大於 60%，公司營運的地緣政治風險已大幅降低。

世芯-KY 未明確說明是否取得次世代 AWS 機器學習 AI 加速器(Inf，圖 2)訂單，但公司說明 AWS 上修目前產品需求，原預估 Inf 晶片出貨量於 2024 年 YoY-30%，上修至 YoY 微幅成長，因此 2024 年 AWS 貢獻世芯-KY 營收可延續成長力道。由 AWS 晶片使用策略可觀察到，AWS 在 AI 學習及推論皆有自行開發 AISC (Trn 系列及 Inf 系列，圖 3)，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(圖 4)，國票推論主要因為隨著 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。

圖 2：AWS Inf2 簡介



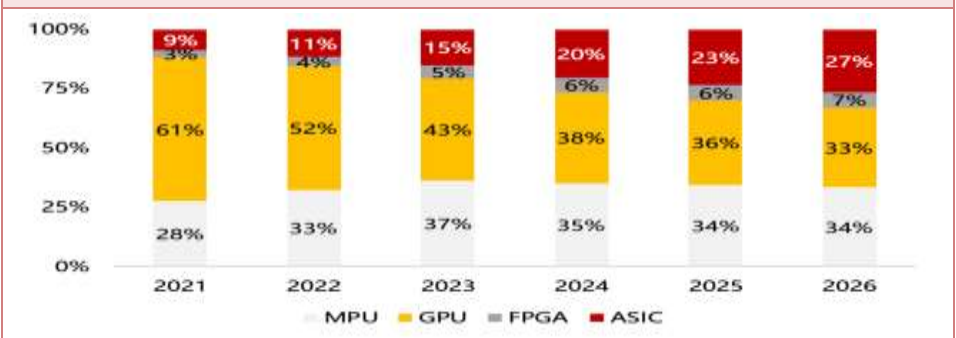
資料來源：AWS

圖 3：AWS 機器學習使用的晶片



資料來源：AWS

圖 4：AI 晶片種類市場占比



資料來源：Gartner 2022/05；國票投顧整理

2H23~2024 年成長動能不停歇

目前世芯-KY 新開案 NRE 營收以 7nm 以下為主，需求維持穩定，Turnkey 方面，HPC 相關產品需求強勁可延續至 2025 年，AI、HPC、ADAS 相關產品皆有所斬獲。投研部上修 2023 年營收至 296.1 億元，YoY+115.8%，毛利率 23.2%，YoY-9.1ppts，稅後 EPS 46.11 元，YoY+83.3%；2024 年營收至 349 億元，YoY+17.8%，毛利率 25%，YoY+2.8ppts，稅後 EPS 63.25 元，YoY+35.2%。(表 2)

表 2：年度損益表調整

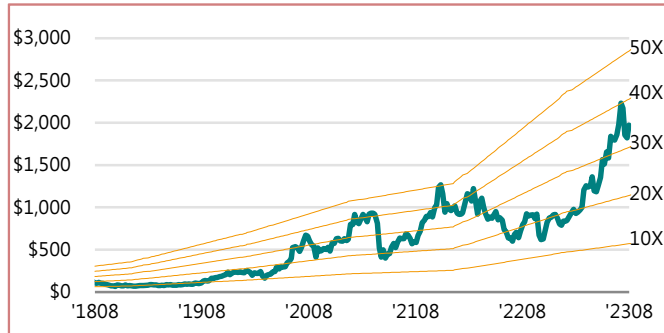
	最新預估		前次預估		差異	
	FY23F (百萬元)	FY24F (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY24F (百萬元)	FY23F (%)	FY24F (%)
營業收入	29,613	34,897	26,480	30,774	11.8	13.4
營業毛利	6,883	8,724	6,948	7,993	-0.9	9.1
稅後淨利	3,316	4,550	3,475	4,108	-4.6	10.7
EPS(元)	46.11	63.25	48.31	57.11	-4.6	10.8
重要比率(%)					(ppts)	(ppts)
營業毛利率	23.2	25.0	26.2	26.0	-3.0	-1.0
營業利益率	14.2	17.0	16.8	17.4	-2.6	-0.4
稅後淨利率	11.2	13.0	13.1	13.4	-1.9	-0.4

資料來源：國票投顧

維持買進投資建議，並上修目標價至 2,500 元

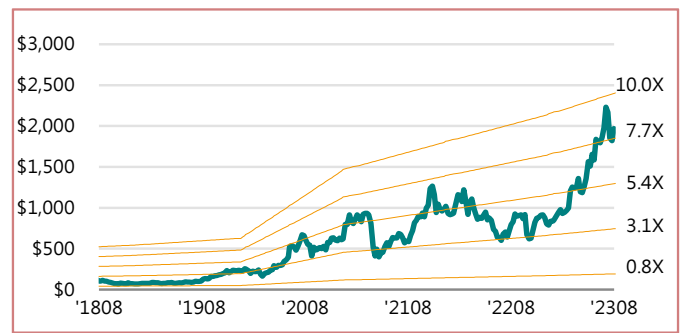
本次法說會公司說明 2H23 及 2024 年的成長動能來源，解除部分投資人對於 AWS 拉貨高峰過後，公司成長停滯的疑慮，過去五年世芯-KY PE 區間 20X~45X，目前 PE 31X，位於歷史區間中緣，公司營運展望正向，評價仍有上調空間，投研部維持買進投資建議，並上修目標價至 2,500 元(2024F PE 40X)。

世芯-KY 未來 12 個月 P/E 區間



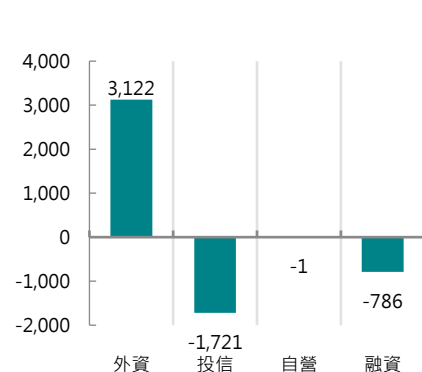
資料來源：國票投顧

世芯-KY 未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
花旗 GOS-EFMC	5.11
沈翔霖	2.07
德銀安聯東方	1.96
匯豐託管三菱	1.93
德銀託管柏瑞	1.92
安聯台灣科技	1.89
新制勞退基金	1.79
大通梵加德新	1.29
安聯台灣大壩	1.27
大通先進星光	1.23

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
沈翔霖	董事/總經理	2.07
關建英	董事長	0.48
王德善	董事/協理/財務主管	0.17
江善頌	獨立董事	0
洪茂蔚	獨立董事	0
張國威	董事	0
莊彬甫	獨立董事	0

資料來源：TEJ

3661 世芯-KY 永續發展概況

CMoney ESG Rating

更新評鑑年季：2023Q3

落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
3	4	6	未發布或未申報交易所

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
電子-半導體	173	106	否	

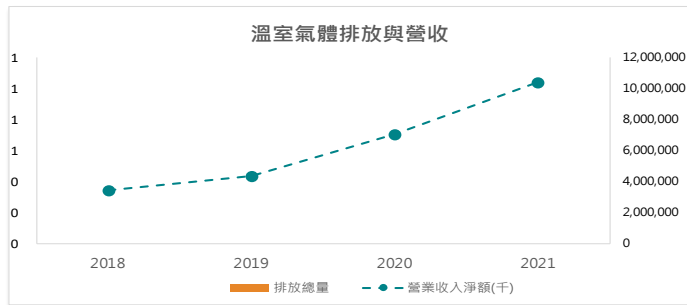
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 公司未揭露溫室氣體盤查數據

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	未揭露	-	-
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-
2018	未揭露	-	-

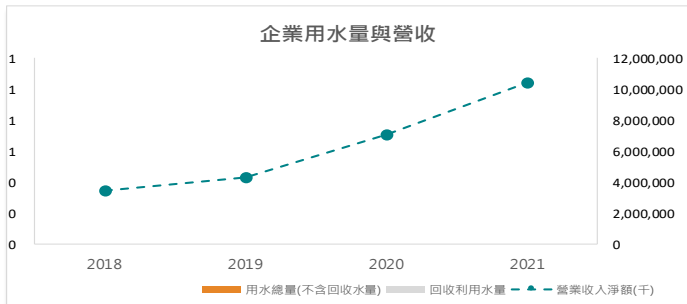
*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 公司未揭露溫室氣體盤查數據

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	未揭露	-	-
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-
2018	未揭露	-	-

*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

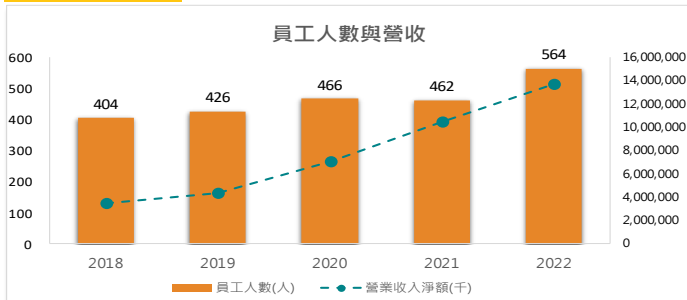
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

*排水量：排放的污水總量

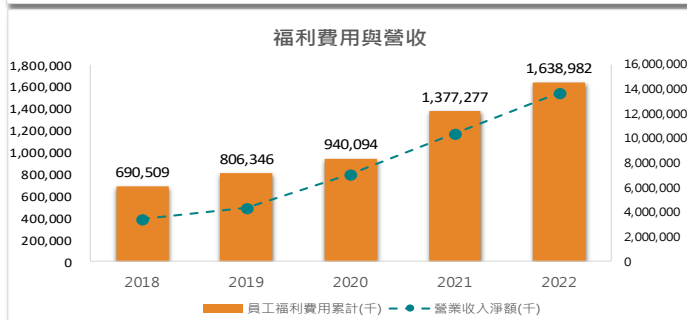
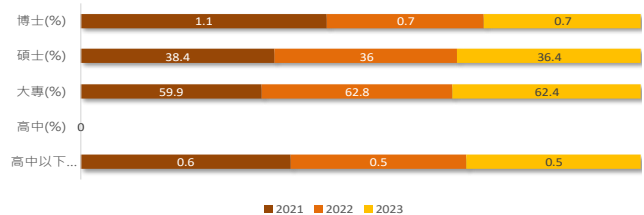
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

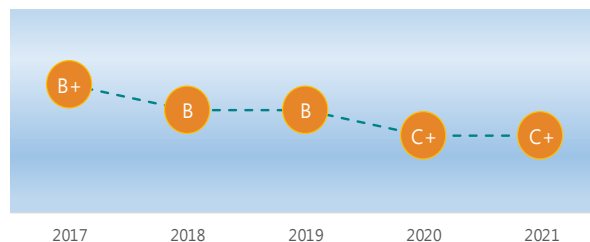
公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2022	51%至65%	C+	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	51%至65%	C+	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	36%至50%	B	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	36%至50%	B	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	21%至35%	B+	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；
36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



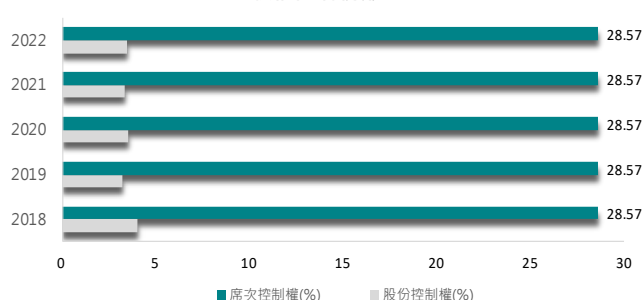
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)	★	審計委員會(強制設置)	★
提名委員會		資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

今年以來沒有裁罰資訊

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站。
企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q23	2Q23E	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	5,716	7,928	7,532	8,436	7,171	8,103	9,480	10,144	13,725	29,613	34,897
營業毛利	1,199	1,692	1,883	2,109	1,793	2,026	2,370	2,536	4,430	6,883	8,724
營業費用	562	821	648	669	680	700	700	700	2,010	2,672	2,780
營業利益	636	871	1,235	1,440	1,113	1,326	1,670	1,836	2,419	4,210	5,944
稅前淨利	729	871	1,246	1,452	1,122	1,336	1,681	1,848	2,383	4,298	5,986
本期淨利(NI)	581	683	947	1,104	852	1,015	1,278	1,404	1,833	3,315	4,550
淨利歸屬於_母公司業主	582	683	947	1,104	852	1,015	1,278	1,404	1,834	3,316	4,550
淨利歸屬於_非控制利益	-1	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1	0
每股盈餘_本期淨利	8.10	9.50	13.17	15.34	11.85	14.11	17.76	19.53	25.50	46.11	63.25
QoQ(%)											
營收淨額	24.8	38.7	-5.0	12.0	-15.0	13.0	17.0	7.0			
銷貨毛利	-4.9	41.2	11.3	12.0	-15.0	13.0	17.0	7.0			
營業利益	1.5	36.9	41.8	16.6	-22.7	19.1	26.0	9.9			
稅後純益_母公司淨利	13.3	26.3	29.0	16.5	-22.8	19.1	25.9	9.9			
YoY(%)											
營收淨額	118.4	166.5	112.1	84.1	25.4	2.2	25.9	20.2	29.1	115.8	17.8
銷貨毛利	18.8	64.4	66.5	67.4	49.6	19.7	25.9	20.2	19.5	55.4	0.0
營業利益	16.2	53.0	117.7	129.7	74.9	52.2	35.2	27.5	18.2	81.0	42.1
稅後純益_母公司淨利	29.2	71.0	113.5	115.1	46.7	38.3	34.9	27.3	15.6	83.3	35.2
各項比率											
營業毛利率	21.0	21.3	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	32.3	23.2	25.0
營業利益率	11.1	11.0	16.4	17.1	15.5	16.4	17.6	18.1	17.6	14.2	17.0
稅前淨利率	12.8	11.0	16.5	17.2	15.6	16.5	17.7	18.2	17.4	14.5	17.2
稅後淨利率	10.2	8.6	12.6	13.1	11.9	12.5	13.5	13.8	13.4	11.2	13.0

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
現金及約當現金	4,775	16,473	11,534
流動金融資產	127	127	127
應收款項	1,488	8,249	3,352
存貨	9,125	-859	10,376
其他流動資產	2,726	2,880	3,034
流動資產	18,240	26,870	28,424
非流動金融資產	340	340	340
採用權益法之投資	0	-10	-22
不動產、廠房與設備	710	-55	-854
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	411	382	383
資產總計	19,738	27,447	28,203
短期借款	0	0	1
流動金融負債	0	0	0
應付款項	2,836	7,226	4,087
其他流動負債	358	358	358
流動負債	6,608	7,584	4,447
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	0	0	0
其他非流動負債	58	4,458	5,436
負債總計	6,736	12,042	9,882
股本	719	719	719
資本公積	7,793	7,793	7,793
保留盈餘	3,736	6,126	9,017
其他權益	746	768	791
庫藏股	0	0	0
非控制權益	9	-1	0
股東權益	13,002	15,405	18,320

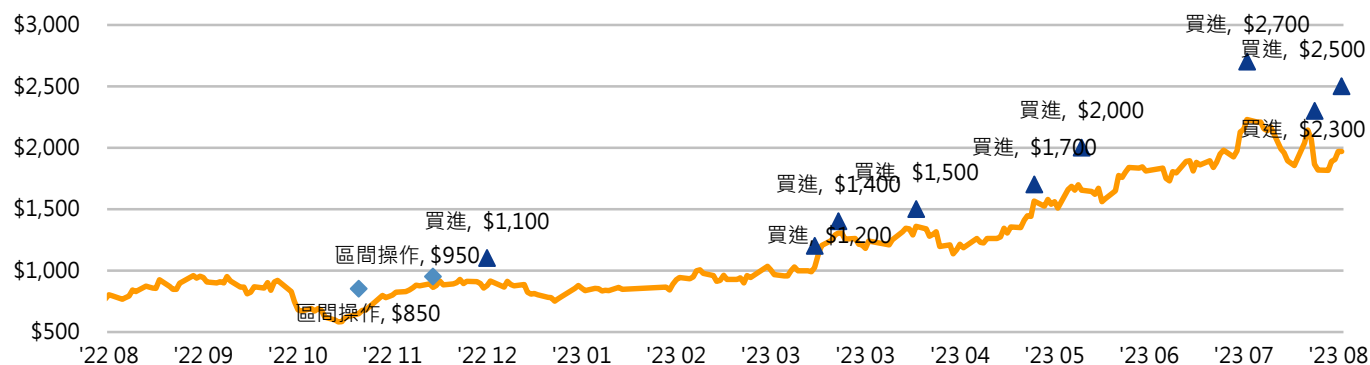
資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
本期稅前淨利(淨損)	2,383	4,298	5,986
折舊攤提	1,760	1,813	1,868
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	-88	-61	0
收取之股利	0	0	0
營運資金增減	-7,005	7,767	-9,477
支付之利息	-3	0	0
支付之所得稅	-539	-983	-1,437
其他	2,947	568	569
來自營運之現金流量	-246	13,709	-2,174
資本支出	-1,027	-1,048	-1,069
長投增減	0	0	0
短投增減	-104	0	0
收取之利息	88	0	0
收取之股利	0	0	0
其他	2,520	-60	-60
來自投資之現金流量	1,476	-1,108	-1,129
自由現金流量	1,230	12,601	-3,303
借款增(減)	0	0	1
股利發放	-846	-925	-1,658
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	80	20	20
來自融資之現金流量	-766	-905	-1,637
匯率調整	462	0	0
本期產生之現金流量	927	11,696	-4,940
期末現金及約當現金	4,775	16,473	11,534

資料來源：TEJ、國票投顧

世芯-KY 歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	73

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"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 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
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 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
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"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

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。