

力成 (6239 TT) Powertech

獲利優於預期，長期動能更加明確

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$190.0

收盤價 (2024/01/30) : NT\$148.5
隱含漲幅 : 27.9%

營收組成 (4Q23)

Logic 36%/SiP & Module 11%/NAND 27%/DRAM 26%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	190.0	190.0
2024年營收 (NT\$/十億)	86.1	85
2024年EPS	10.9	11.3

交易資料表

市值	NT\$112,730百萬元
外資持股比率	45.8%
董監持股比率	6.5%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$69.46
負債比	41.6%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	83,927	70,441	86,072	106,155
營業利益	12,448	8,154	12,559	18,649
稅後純益	8,687	8,010	8,142	12,404
EPS (元)	11.62	10.72	10.89	16.60
EPS YoY (%)	-2.4	-7.8	1.6	52.4
本益比 (倍)	12.8	13.9	13.6	9.0
股價淨值比 (倍)	2.2	2.2	2.1	1.9
ROE (%)	16.6	12.3	12.4	17.0
現金殖利率 (%)	4.7%	5.1%	4.4%	6.7%
現金股利 (元)	7.00	7.50	6.54	9.96

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

元大觀點

◆ 產品組合與稼動率轉佳下，4Q23 毛利率 20.5%優於預期之 18%。

◆ 1Q24 將為全產品線谷底，原廠稼動率持續回升，且多項先進封測新業務與 4Q23 逐步貢獻營收，HBM 則預計最快於 4Q24 量產。

◆ 本業獲利改善仍在初期且新業務貢獻將逐步顯現，目標價 190 元 (13x 2H24-1H25 EPS NT\$14.4)，5.1%現金殖利率具吸引力，重申買進。

4Q23 本業獲利優於預期 16%，主因毛利率轉佳

4Q23 EPS 5.3 元符合預期，惟本業優於預期 16%，係因稼動率回升與產品組合改善下，毛利率季增 2.7 個百分點至 20.5%，優於本中心/市場預期之 18%；儘管費用率 6.9%高於預期之 6.3%，然推測因公司進行多項研發專案所致，營益率 13.6%，亦優於本中心/市場預期之 12.0%/11.8%。

營運改善趨勢已明確，先進封測新業務貢獻在即

管理層對於 2024 年展望正向並有望逐季成長，係反映 1) 消費性電子客戶庫存調整結束；2) 記憶體原廠稼動率自 4Q23 下旬提升，與本中心前次報告看法相同，我們維持 2H24 UTR 回升至 80%預期。此次值得留意公司明確指出 1) 先進封測新業務 (FCBGA/CIS-CSP/Power module/PoP/FOPLP/HBM)量產時間點 (圖 5)；2) 邏輯 IC 業務今年將成長 25-30%。HBM 方面，公司指出，1) 目前已送樣相關產品給客戶；2) 用於 HBM 晶圓研磨之 CMP 設備將於今年 3 月到廠；3) 公司具有 8 層晶圓堆疊技術；4) 將於 4Q24/1H25 逐步量產，初期將以日系客戶為主，美系廠商仍需要時間驗證，評估力成可提供 TSV reveal (矽穿孔露出)/FEOL (製程前端線)/BEOL (製程後端線)/Assembly (組裝)服務，目前預估佔明年營收比重約 1-2%。

記憶體復產+新業務驅動獲利轉佳，重申買進

此次上修 2024 年本業獲利 2%，係考量到新業務動能帶動獲利提升，惟今年明年 EPS 下修係因評估超豐與 TeraProbe 少數股東權益增加。我們觀察在低獲利之西安廠 (毛利率估計<10%)業務於 2H24 淡出後，公司多年耕耘之先進封測產品已陸續發酵，且記憶體原廠稼動率仍在爬升階段，因此評估目前本業獲利正處於改善初期，因此重申買進，目標價維持 190 元 (13x 2H24-1H25 EPS NT\$14.4)。且公司預計提升配發率自過往 60%至 70%，換算殖利率 5.1%，具現金殖利率概念，可提供股價下檔支撐。

營運分析

4Q23 毛利率改善優於預期，受惠於稼動率與產品組合改善

4Q23 營收季增 3% 至 184 億元，略優於元大/市場預期 2/3%，各業務別而言：

- DRAM：營收季增 7%，受惠於西安廠穩健稼動率，主要受惠於手機急單需求，車用需求穩健。
- NAND：營收季減 4%，推測仍受原廠減產影響，且消費性需求仍未顯著提升。
- 邏輯 IC 與 SiP：邏輯 IC 營收季持平，然 SiP/Module 業務季增>25%。

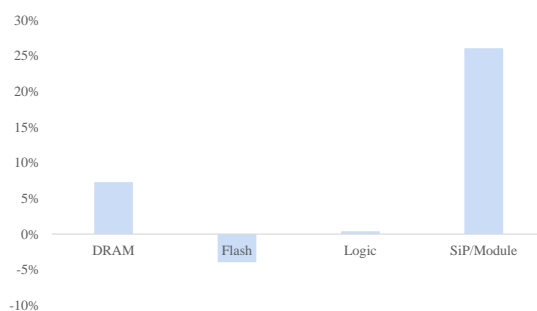
毛利率季增 2.7 個百分點至 20.5%，主因稼動率回升與產品組合改善，優於本中心/市場預期之 18%；儘管費用率 6.9% 高於預期之 6.3%，然推測因公司進行多項研發專案所致，營益率 13.6%，亦優於本中心/市場預期之 12.6%/11.8%；業外獲利 5.5 億元略低於預期，主因受匯兌損失影響 (估計>3 億元)；EPS 達 5.3 元，符合本中心/市場預期之 5.4 元。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23F	季增率	年增率	4Q23A		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	18,403	18,449	19,034	3.2%	3.4%	18,638	18,434	2.1%	3.3%
營業毛利	3,170	3,276	3,910	19.4%	23.3%	3,408	3,323	14.7%	17.7%
營業利益	2,125	2,017	2,584	28.1%	21.6%	2,234	2,174	15.7%	18.9%
稅前利益	1,963	2,591	5,481	111.5%	179.2%	5,454	5,190	0.5%	5.6%
稅後淨利	1,349	1,573	3,966	152.1%	194.0%	4,043	3,802	-1.9%	4.3%
調整後 EPS (元)	1.80	2.10	5.31	152.1%	194.6%	5.41	5.43	-1.9%	-2.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	17.2%	17.8%	20.5%	2.7	3.3	18.3%	18.0%	2.2	2.5
營業利益率	11.5%	10.9%	13.6%	2.7	2.1	12.0%	11.8%	1.6	1.8
稅後純益率	7.3%	8.5%	20.8%	12.3	13.5	21.7%	20.6%	-0.9	0.2

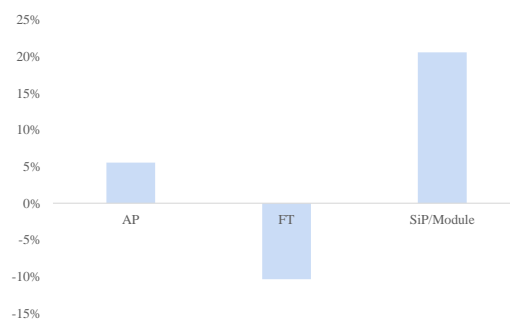
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：終端應用別營收季變化



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：產品別營收季變化



資料來源：公司資料、元大投顧

1Q24 受季節性影響，然先進封測產品線貢獻更加明確

管理層 1Q24/2024 年各項業務展望來看：

- DRAM：1Q24 營收將呈現年增，且預期企業級伺服器客戶需求將逐步增加，符合我們看到原廠稼動率處於回升階段。
- NAND：2Q24 起營運將逐步回升，2023 年 NAND 營收年減~30%，我們認為其業務回升將於 2H24 更為顯著。

- 邏輯 IC：1Q24 已看到急單陸續顯現，Tera Probe/Tera Power 業務於 1Q24 亦將為全年低點。

我們預估 1Q24 營收季減 8%，相對前次下修 2%，主因仍保守看待 1H24 伺服器業務回溫狀況，毛利率/營益率僅將季減 3.6/3.5 個百分點至 16.9%/10.1%，係觀察到公司 CIS TSV/FCBGA 等新品貢獻逐步發酵，預估 EPS 達 1.37 元，調降 7%。

圖 4：2023 年第 1 季財測與預估比較

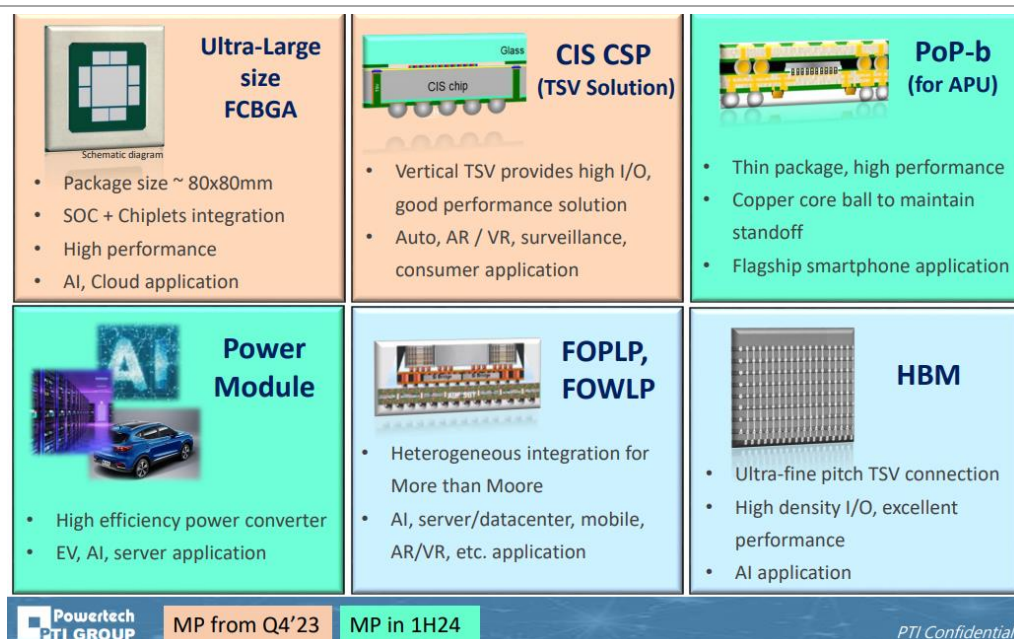
(百萬元)	1Q23A	4Q23F	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	15,741	19,034	17,495	-8.1%	11.1%	17,837	17,507	-1.9%	-0.1%
營業毛利	2,534	3,910	2,961	-24.3%	16.9%	2,898	2,988	2.2%	-0.9%
營業利益	1,712	2,584	1,763	-31.8%	3.0%	1,740	1,919	1.3%	-8.1%
稅前利益	1,743	5,481	1,733	-68.4%	-0.6%	1,711	1,909	1.3%	-9.2%
稅後淨利	1,127	3,966	1,026	-74.1%	-9.0%	1,108	1,167	-7.4%	-12.0%
調整後 EPS (元)	1.51	5.31	1.37	-74.1%	-9.0%	1.48	1.55	-7.2%	-11.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	16.1%	20.5%	16.9%	-3.6	0.8	16.2%	17.1%	0.7	-0.2
營業利益率	10.9%	13.6%	10.1%	-3.5	-0.8	9.8%	11.0%	0.3	-0.9
稅後純益率	7.2%	20.8%	5.9%	-14.9	-1.3	6.2%	6.7%	-0.3	-0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

本中心認為管理層對於 2024 年展望正向，尤其提及近期急單持續出現，且預期 1Q24 將為全產品線低點，係反映 1) 消費性電子客戶庫存調整結束；2) 記憶體原廠稼動率自 4Q23 下旬提升下，DRAM/NAND 訂單逐步回升，與本中心[前次報告](#)看法相同，我們維持 2H24 UTR 回升至 80%預期。

此次值得留意公司提及 1) 先進封測新業務 (FCBGA/CIS-CSP/Power module/PoP/FOPLP/HBM) 量產時間點 (圖 5)；2) 邏輯 IC 業務今年將成長 25-30%。投資人關注之 HBM 業務方面，其指出 1) 目前已送樣相關產品給客戶；2) 用於 HBM 晶圓研磨之 CMP 設備將於今年 3 月到廠；3) 公司具有 8 層晶圓堆疊技術；4) 將於 4Q24/1H25 逐步量產，初期將以日系客戶為主，美系廠商仍需要時間驗證，本中心評估力成可提供 TSV reveal (矽穿孔露出)/FEOL (製程前端線)/BEOL (製程後端線)/Assembly (組裝)服務，目前仍預估佔明年營收比重約 1-2%。

圖 5：力成 FCBGA/CIS CSP 新業務已於 4Q23 量產，今年 PoP 與 Power Module 將優先放量



資料來源：公司資料、元大投顧

本中心預估明年終端需求皆回溫，與記憶體大廠看法普遍一致

近期記憶體原廠法說會(圖 6)，2024 年展望指出 1) PC：Micron/SK Hynix 預期 2024 年 PC 出貨量年增低~中個位數，並指出 AI PC 記憶體內容含量將為傳統電腦之兩倍；2) 手機：Micron/SK Hynix 預測手機出貨量成長中個位數；3) 伺服器：Micron 指出資料中心庫存將於 2024 年初回歸健康水準，較先前之 2023 年底有所遞延，但與其他廠商一致認為一般伺服器將於後續止穩。

圖 6：近期 DRAM/NAND 廠商對於市況看法

Company	Server market	Mobile market	PC market
Micron	<ul style="list-style-type: none"> Data center inventory will return to normal by early 2024. Demand for general-purpose servers remains weak, but the demand for AI servers remains strong. 	<ul style="list-style-type: none"> Mobile phone shipments in 2024 are estimated to increase mid-single-digit in 2024. 	<ul style="list-style-type: none"> PC shipments are estimated to grow the mid to low single digits in 2024. The demand for AI-driven PCs is projected to increase memory content over the next two years and enhance replacement demand.
Samsung	<ul style="list-style-type: none"> While the recovery in traditional server demand is limited, demand for high-end AI server products remains strong. Server demand will gradually recover, but we will continue to pay close attention to IT investment by CSPs and geopolitical factors. 	<ul style="list-style-type: none"> Estimated growth in mobile shipments to outpace market growth, with high-end mobile phones experiencing double-digit YoY growth. Wearables are expected to see a marginal YoY increase, with primary growth coming from emerging markets. 	
SK Hynix	<ul style="list-style-type: none"> It is estimated that server demand will be relatively weak this year, mainly due to customers reducing capital expenditures and CSP vendors adjusting inventories. Generative AI and LLM models will increase demand for high-capacity HBM/DDR5 memory. HBM3E will launch next year. HBM3/3E capacity for next year is already fully booked. HBM CAGR is estimated to reach 60-80% in the next 5 years. HBM share of DRAM market is estimated to reach mid-to-high single digits. 	<ul style="list-style-type: none"> Smartphone shipments are estimated to increase by mid single digits YoY. AI will stimulate demand for high density memory in smartphones, requiring an additional 4GB DRAM per phone. 	<ul style="list-style-type: none"> PC shipments in 2024 are estimated to increase by mid-single digits, driven by PC replacement demand. AI PCs require around 2x memory content versus traditional PCs, driving long term content growth along with replacement demand.

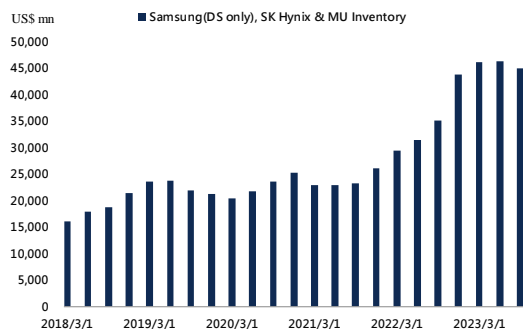
資料來源：公司資料、元大投顧整理

記憶體庫存降至健康水準需待 2024 年中

本中心觀察矽晶圓廠 SUMCO 記憶體客戶庫存於 3Q23 才開始下降，推測係因 Samsung 於 2-3Q23 擴大減產，以因應持續疲弱之需求。觀察 3Q23 國內外原廠庫存 (圖 7、8)：

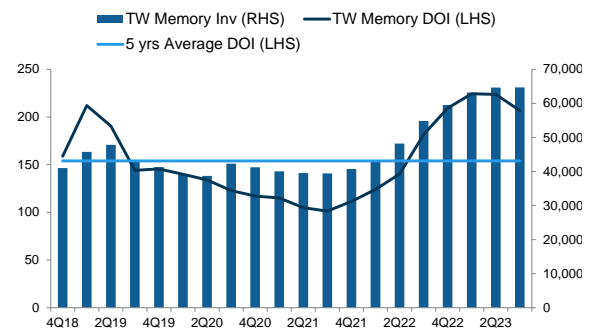
- Samsung 半導體(DS)部門/SK Hynix/Micron 整體庫存金額僅季減 3%，其中 Micron 因具有 10 億美元策略性備貨，庫存金額仍季增 6%；其中 SK Hynix 指出 NAND 庫存較 DRAM 嚴重，而 Samsung DDR4 等成熟性產品庫存仍處於去化階段。
- 台灣記憶體原廠 3Q23 庫存金額呈現季持平，庫存天數亦季減 17 天至 207 天，其中：
 - ✓ 南亞科 (2408 TT；買進)：3Q23 庫存金額季持平，庫存天數季減 53 天至 264 天，客戶拉貨持續回升下，預期 4Q23 金額與天數皆呈現季減。
 - ✓ 華邦電 (2344 TT；未評等)：因高雄新廠生產下，庫存金額仍季增 4%，庫存天數季減 1 天至 156 天，預期於 1Q24 庫存金額才將下降。
 - ✓ 旺宏 (2337 TT；持有)：因公司減產擴大且 NOR 客戶恢復拉貨，庫存金額季減 6%且庫存天數季減 22 天至 228 天，目前庫存金額中 NOR>ROM>NAND，其中中國與日本客戶庫存去化緩慢，因此營運復甦估計遞延至 2H24。

圖 7：記憶體原廠庫存於 3Q23 仍未明顯改善



資料來源：BBG、元大投顧。*包含 Micron、SK、Samsung DS。

圖 8：台灣原廠庫存狀況



資料來源：TEJ、元大投顧。*包含南亞科、華邦電、旺宏。

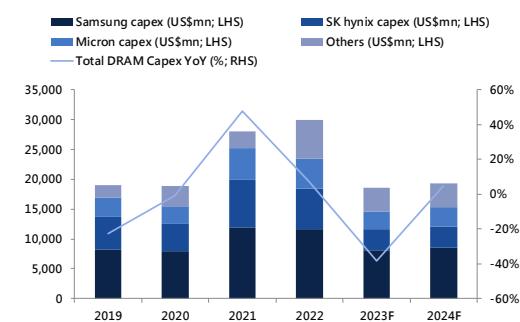
原廠現金流仍呈現負值，最快 2024 年投片才將回溫

我們觀察 3Q23 各記憶體原廠中，除 SK Hynix 因其具競爭力之 HBM 產品而使 DRAM 業務由虧轉盈，三大廠之 NAND 事業體仍呈現疲弱，因此 3Q23 營業利益與自由現金流仍持續呈現負值，後續此數值改善將仰賴 1) 資本支出控制；2) 本業復甦：

- 資本支出控制：我們預期 2024 年主要原廠 DRAM/NAND 資本支出將年增 5%/1% (圖 9、10)，主要用於高階產能(HBM/DDR5)以及既有設備更新。原廠 1) 自由現金流仍於 3Q23 維持負值；2) 明年資本支出與產能擴充將主要集中在 HBM 與高階 DRAM (1 beta)/NAND (232L)產能，我們認為成熟型產品(DDR3/4)產能將受到排擠。
- 本業復甦：考量前述終端需求仍存在不確定性，因此我們評估原廠將致力於維持合約價。

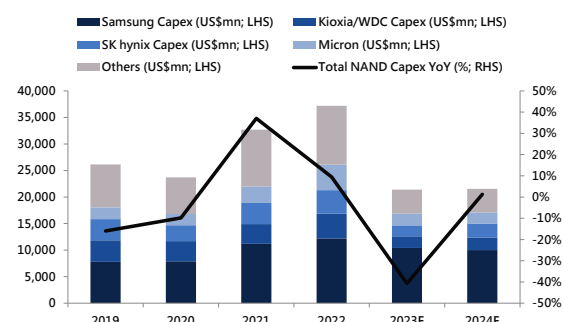
由於原廠目前仍持續降低 DRAM/NAND 庫存，因此舊產能晶圓投片將受限制，預期晶圓投片主要恢復時間點將落在 2H24，2024 年 DRAM/NAND 位元供給成長率 14%/17%。

圖 9：DRAM 資本支出



資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

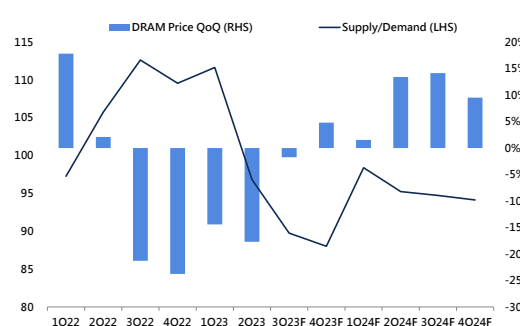
圖 10：NAND 資本支出



資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

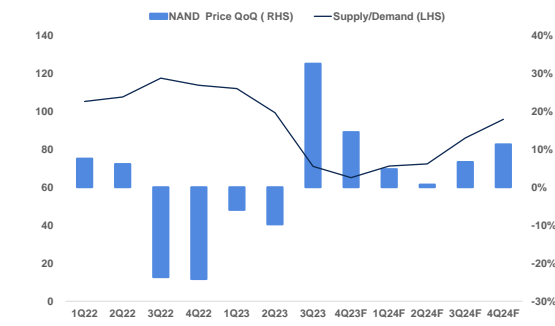
總體而言，我們認為 2024 年記憶體漲價之持續性關鍵在於 1) 大廠產能恢復速度：影響供給恢復速度，我們目前認為發生產能快速恢復機率仍低，尤其是消費型 DRAM 與 NAND；2) 實質需求明顯回溫：若實質需求(美國資訊設備耐久材消費)有明顯回升，我們認為才將帶動 DRAM/NAND 需求提升。因此，我們小幅下修明年記憶體漲價幅度，預期漲價將較為平緩(圖 11、12)。

圖 11：預期 DRAM 供需於明年維持健康



資料來源：元大投顧預估

圖 12：預期 NAND 供需於明年維持健康



資料來源：元大投顧預估

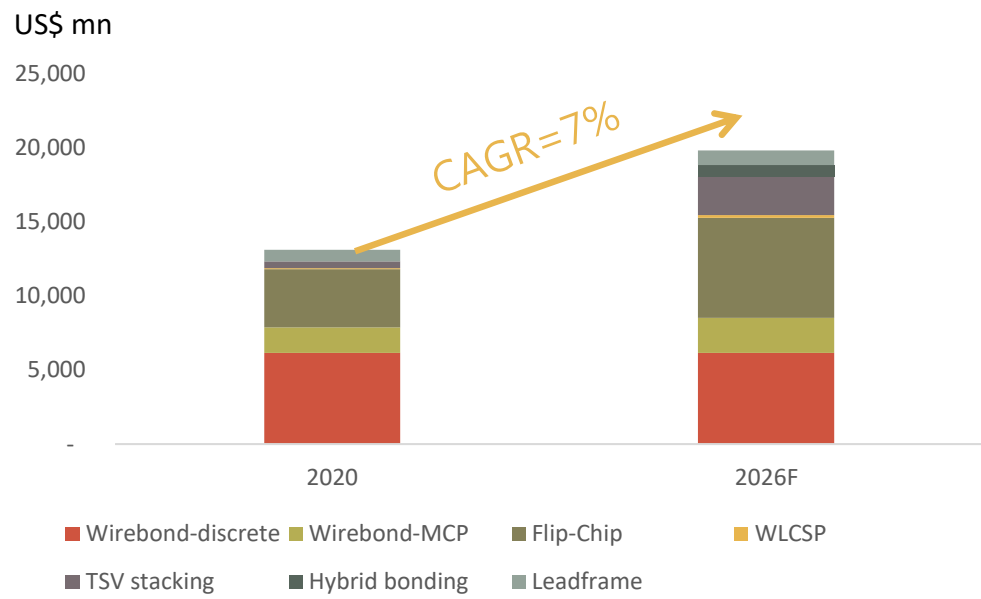
力成與南茂之記憶體封裝以打線接合(Wire-Bonding)與晶圓級封裝(WLP)為主

根據 Yole 預估 2026 年打線接合(Wire-Bonding)市值占比仍有 43% (圖 13)，而覆晶封裝與矽穿孔堆疊占比將顯著提升。覆晶封裝需求提升主因是 PC、伺服器 DRAM 採用比率提升，矽穿孔堆疊封裝則是由 3D IC 所帶動。

三星(Samsung)和 SK 海力士(SK Hynix)已將大部份 DRAM 封裝產線轉換為覆晶封裝，美光則預計在 DDR6 開始採用，因此目前力成與南茂多以打線之方式封裝 DRAM，而 NAND Flash 之封裝方式則以 Wire-Bonding 搭配球柵陣列封裝(BGA)為主。而晶圓級晶片規模封裝(WLCSP)則被用於小尺寸的消費類/穿戴應用，主要封裝的記憶體為 NOR Flash、EEPROM 和 SLC NAND。

隨晶片面積持續縮小、以及 2.5D 3D IC 市場成長，將推動未來覆晶、晶圓級封裝與矽穿孔堆疊等先進封裝需求，其中力成已推出覆晶、AiP 與扇外型(Fan-out)封裝技術，其中扇外型(Fan-out)封裝技術可再細分用於手機 AP、ASIC 的 Chip First 封裝、PC 與伺服器 CPU、GPU 的 Chip Last 封裝與用於 RF 模組、SiP、3D stacking 的 Chip Middle 封裝。南茂則有 WLCSP、FCDFN 以及 SiP 等先進封裝技術，不過其主要皆以行動裝置為主(如：手機、平板與穿戴式裝置)。

圖 13：記憶體封裝以打線接合與覆晶封裝為主流



資料來源：Yole、元大投顧預估

獲利調整與股票評價

記憶體復產+新業務驅動獲利轉佳，重申買進

此次上修 2024 年本業獲利 2%，係考量到新業務動能帶動獲利提升，小幅下修 2025 年本業獲利 0.4%係反映 1) HBM 業務初期毛利率仍待改善，且相關設備支出將使折舊增加；2) 其他先進封測新業務研發投入上升。今明年稅後 EPS 下修，係因評估超豐與 TeraProbe 少數股東權益增加。

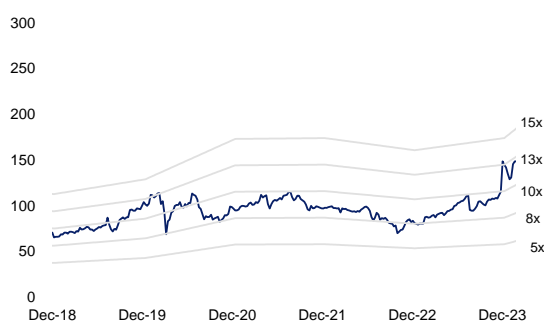
我們觀察在低獲利之西安廠 (毛利率估計僅 10%以下)業務於 2H24 淡出後，公司多年耕耘之先進封測產品已陸續發酵，且記憶體原廠稼動率仍在爬升階段，因此評估目前本業獲利正處於改善初期，因此重申買進評等，目標價維持 190 元，係根據 13 倍目標本益比、2H24-1H25 EPS 14.4 元。且公司預計將提升配發率自過往 60%至 70%，換算殖利率 5.1%，具現金殖利率概念。

圖 14：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	86,072	85,047	106,155	106,044	1.2%	0.1%
營業毛利	18,005	17,497	24,980	24,976	2.9%	0.0%
營業利益	12,559	12,309	18,649	18,723	2.0%	-0.4%
稅前利益	12,440	12,190	18,530	18,604	2.1%	-0.4%
稅後淨利	8142	8471	12404	12668	-3.9%	-2.1%
調整後 EPS (元)	10.89	11.33	16.60	16.95	-3.9%	-2.1%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	20.9%	20.6%	23.5%	23.6%	0.3	0.0
營業利益率	14.6%	14.5%	17.6%	17.7%	0.1	-0.1
稅後純益率	9.5%	10.0%	11.7%	11.9%	-0.5	-0.3

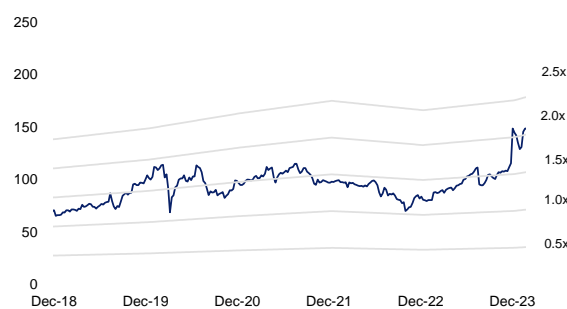
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
力成	6239 TT	買進	148.5	3,636	10.72	10.89	16.60	13.9	13.6	9.0	(7.8)	1.6	52.4
國外同業													
Amkor	AMKR US	未評等	21.7	5,721	1.6	2.6	--	13.6	8.5	--	(48.9)	59.5	--
長電科技	600584 CH	未評等	28.2	7,265	1.0	1.6	1.9	27.4	17.7	14.8	(43.4)	55.2	19.2
通富微電	002156 CH	未評等	17.8	3,885	0.4	0.7	0.9	45.0	26.1	19.3	6.8	72.3	35.1
天水華天	002185 CH	未評等	8.5	3,957	0.2	0.3	0.3	57.5	30.6	27.9	(37.0)	88.1	9.7
晶方科技	603005 CH	未評等	20.6	2,097	0.4	0.6	0.8	54.3	37.3	26.5	8.6	45.6	41.0
國外同業平均					0.7	1.1	1.0	39.6	24.0	22.1	(22.8)	64.1	26.2
國內同業													
日月光	3711 TT	買進	114.0	15,766	8.0	11.0	12.7	14.2	10.4	9.0	(44.7)	36.8	15.2
南茂	8150 TT	買進	83.1	3,106	4.4	5.5	6.7	19.0	15.0	12.5	(21.8)	26.8	20.2
京元電	2449 TT	持有-超越同業	69.2	1,545	5.3	6.9	8.0	13.2	10.0	8.7	(37.6)	32.0	15.3
矽格	6257 TT	未評等	60.7	840	3.5	5.8	--	17.2	10.5	--	(47.2)	64.3	--
順邦	6147 TT	買進	42.2	874	2.7	4.6	5.7	15.6	9.1	7.4	(41.6)	70.9	23.8
國內同業平均					4.8	6.8	8.3	15.8	11.0	9.4	(38.6)	46.2	18.6

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 18：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
力成	6239 TT	買進	148.5	3,636	12.3	12.4	17.0	66.39	69.46	79.25	2.2	2.1	1.9
國外同業													
Amkor	AMKR US	未評等	21.7	5,721	--	--	--	--	--	--	--	--	--
長電科技	600584 CH	未評等	28.2	7,265	7.1	10.2	11.2	14.7	16.3	18.0	1.9	1.7	1.6
通富微電	002156 CH	未評等	17.8	3,885	4.4	6.7	8.4	9.4	9.9	10.6	1.9	1.8	1.7
天水華天	002185 CH	未評等	8.5	3,957	3.1	5.3	5.4	5.0	5.2	5.5	1.7	1.6	1.6
晶方科技	603005 CH	未評等	20.6	2,097	6.1	8.1	10.2	6.3	6.8	7.7	3.3	3.0	2.7
國外同業平均					5.2	7.6	8.8	8.9	9.5	10.4	2.2	2.1	1.9
國內同業													
日月光	3711 TT	買進	114.0	15,766	10.9	14.3	15.3	76.8	83.5	89.9	1.5	1.4	1.3
南茂	8150 TT	買進	83.1	3,106	14.1	16.7	18.5	31.8	34.4	37.5	2.6	2.4	2.2
京元電	2449 TT	持有-超越同業	69.2	1,545	7.4	9.1	9.9	55.5	59.8	63.7	1.3	1.2	1.1
矽格	6257 TT	未評等	60.7	840	9.2	14.2	--	37.4	39.5	--	1.6	1.5	--
順邦	6147 TT	買進	42.2	874	7.9	12.8	12.7	34.7	37.8	37.2	1.2	1.1	1.1
國內同業平均					9.9	13.4	14.1	47.2	51.0	57.1	1.6	1.5	1.4

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 19：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	15,741	17,218	18,449	19,034	17,495	19,648	23,418	25,512	70,441	86,072
銷貨成本	(13,207)	(14,329)	(15,173)	(15,124)	(14,534)	(16,023)	(18,007)	(19,503)	(57,832)	(68,067)
營業毛利	2,534	2,889	3,276	3,910	2,961	3,625	5,411	6,008	12,609	18,005
營業費用	(822)	(1,048)	(1,259)	(1,326)	(1,198)	(1,261)	(1,461)	(1,526)	(4,455)	(5,447)
營業利益	1,712	1,841	2,017	2,584	1,763	2,364	3,949	4,483	8,154	12,559
業外利益	32	387	574	2,897	(30)	(28)	(30)	(31)	3,889	(119)
稅前純益	1,743	2,228	2,591	5,481	1,733	2,336	3,919	4,452	12,043	12,440
所得稅費用	(319)	(489)	(598)	(1,131)	(347)	(467)	(784)	(890)	(2,537)	(2,488)
少數股東權益	296	396	420	384	360	450	540	460	1,497	1,810
歸屬母公司稅後純益	1,127	1,343	1,573	3,966	1,026	1,419	2,595	3,102	8,010	8,142
調整後每股盈餘(NT\$)	1.51	1.80	2.10	5.31	1.37	1.90	3.47	4.15	10.72	10.89
調整後加權平均股數(百萬股)	747	747	747	747	747	747	747	747	747	747
重要比率										
營業毛利率	16.1%	16.8%	17.8%	20.5%	16.9%	18.5%	23.1%	23.6%	17.9%	20.9%
營業利益率	10.9%	10.7%	10.9%	13.6%	10.1%	12.0%	16.9%	17.6%	11.6%	14.6%
稅前純益率	11.1%	12.9%	14.1%	28.8%	9.9%	11.9%	16.7%	17.5%	17.1%	14.5%
稅後純益率	7.2%	7.8%	8.5%	20.8%	5.9%	7.2%	11.1%	12.2%	11.4%	9.5%
有效所得稅率	18.3%	21.9%	23.1%	20.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	21.1%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	-14.5%	9.4%	7.2%	3.2%	-8.1%	12.3%	19.2%	8.9%		
營業利益	-19.5%	7.6%	9.6%	28.1%	-31.8%	34.1%	67.0%	13.5%		
稅後純益	-16.4%	19.1%	17.1%	152.1%	-74.1%	38.3%	82.9%	19.5%		
調整後每股盈餘	-16.3%	19.1%	17.1%	152.1%	-74.1%	38.2%	82.9%	19.5%		
年增率(%)										
營業收入	-24.4%	-26.0%	-13.9%	3.4%	11.1%	14.1%	26.9%	34.0%	-16.1%	22.2%
營業利益	-50.2%	-54.5%	-28.9%	21.6%	3.0%	28.4%	95.8%	73.5%	-34.5%	54.0%
稅後純益	-48.7%	-51.1%	-34.3%	194.0%	-9.0%	5.7%	65.0%	-21.8%	-11.6%	4.7%
調整後每股盈餘	-48.5%	-51.0%	-34.3%	194.6%	-9.0%	5.6%	65.0%	-21.8%	-7.8%	1.6%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

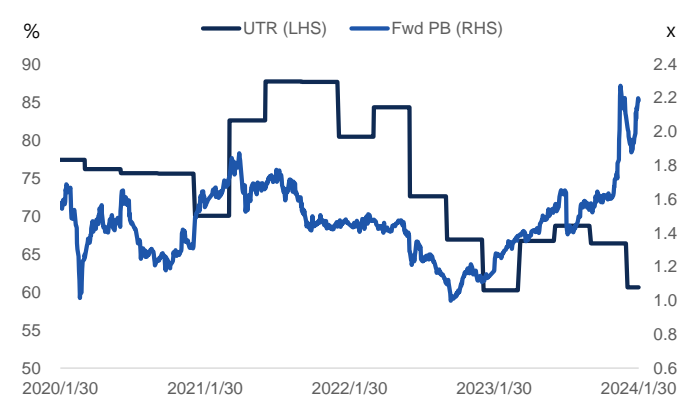
公司成立於 1997 年，為全球第五大封測廠，主要股東為美商金士頓集團。從事晶圓凸塊、針測、IC 封裝、測試、預燒至成品以及固態硬碟封裝。應用產品包含邏輯 IC (營收佔比約 35%)與記憶體(營收佔比包含 DRAM 與 NAND 約 55%)。主要客戶包含 Micron、聯發科、Kioxia 與瑞薩，廠房分布於台灣新竹、日本橫濱與熊本、中國西安與蘇州。2017 年則收購美光子公司 Tera Probe 39.6%股權，目標取得車用與 IoT PoP 封裝技術，為日本車用電子及物聯網業佈局；2018 年為先進面板級扇外型封裝佈局，於新竹科學園區投入高階封裝新廠建設計畫。公司未來發展方向為增加邏輯封測營收、開發先進封裝技術，如應用於 HBM 之 TSV 製程與面板級扇出封裝(Panel Level Fan Out)以及提供整合性封測服務(Turn-Key Service)。

圖 20：前十大股東

Name	Holding %
Polaris Securities Investment Trust	5.72
China Life Insurance Co.	4.94
Cathay Life Insurance Co.	4.45
Kingston Tech Co.	3.94
Federated Technology Corp.	3.73
Hermes Inv FD PUB	3.73
FMR LLC	3.05
Vanguard Group Inc.	2.95
Chunghwa Post Co.	2.5
Nan Shan Life Insurance Co.	2.42

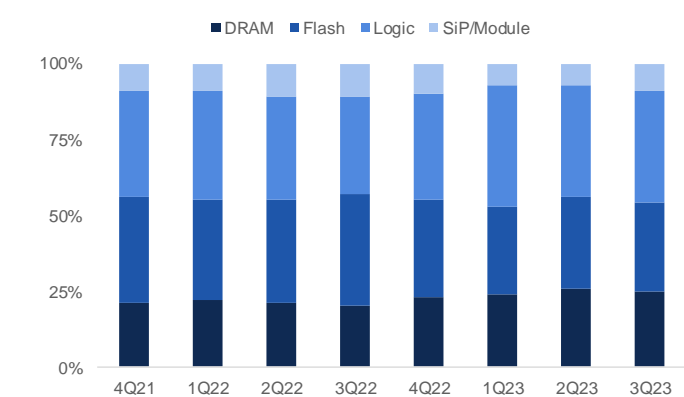
資料來源：公司資料、TEJ、Bloomberg

圖 21：力成稼動率預估



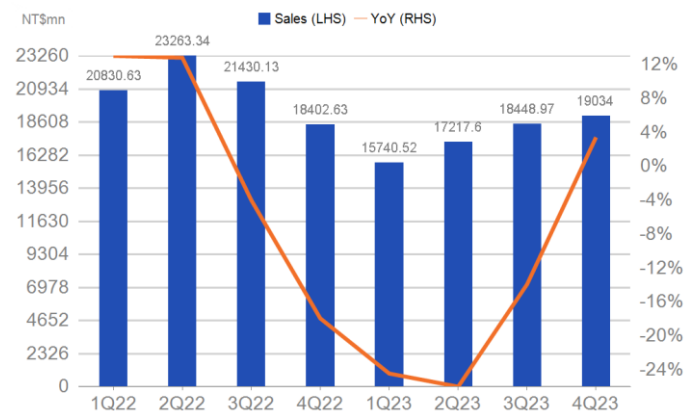
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 22：營收組成



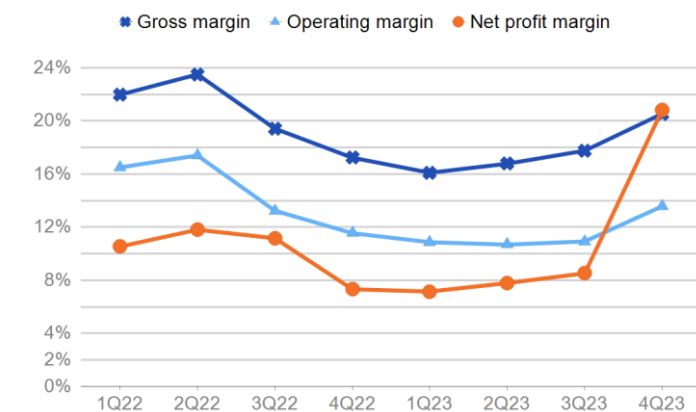
資料來源：公司資料

圖 23：營收趨勢



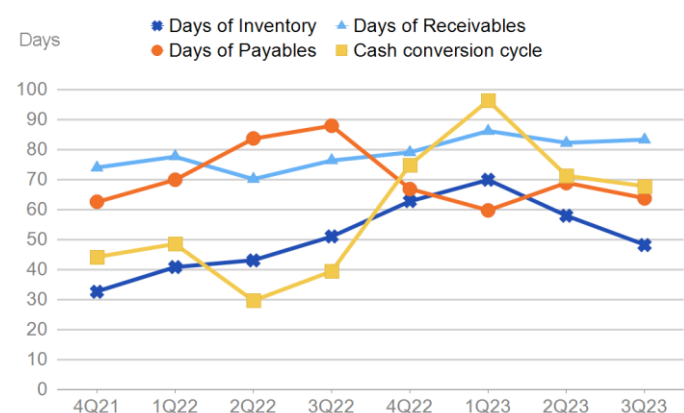
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：毛利率、營益率、淨利率



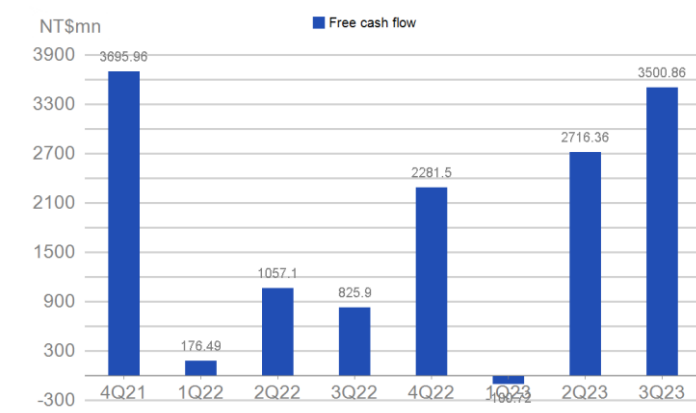
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：** 力成整體的 ESG 風險評級屬於中度風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名落於略為落後的位置，但在半導體設計與製造行業的公司中排名略微領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 力成的整體曝險屬於中等水準，但仍略優於半導體設計與製造行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包括政治遊說、利益衝突、反競爭行為、稅務和會計違規行為等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 力成在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。ESG 報告內容具整體性。公司有一名高管作為其 ESG 委員會的成員。此外，力成的環境政策也很完善。它還實行了嚴謹的供應鏈篩選標準。例如，供應商標準涉及童工和強迫勞動。力成也制定了適當的舉報人計劃。

圖 27：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	28.3
在 ESG 議題上的曝險 (A)	50.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	47.5
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	45

資料來源：Sustainalytics (2024/1/31)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

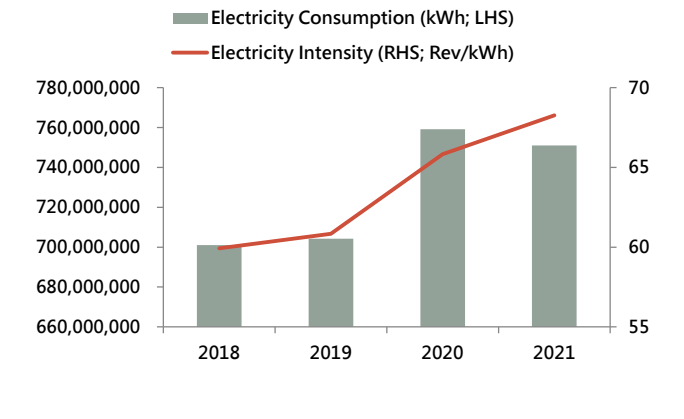
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

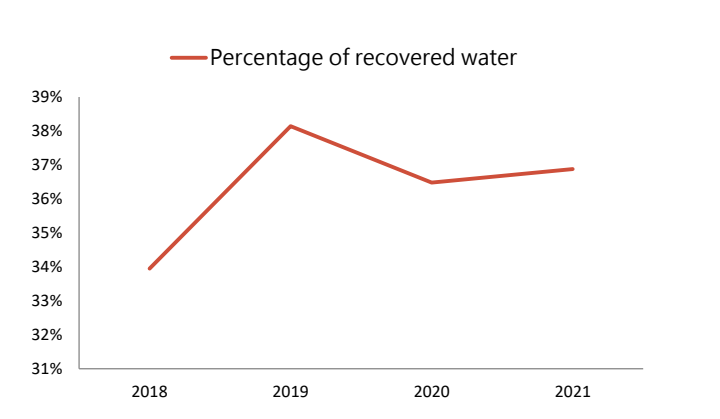
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 28：用電效率



資料來源：公司資料、Reuters

圖 29：水資源回收



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	22,614	20,373	15,033	23,231	29,673
存貨	6,768	10,753	10,083	14,086	17,608
應收帳款及票據	17,975	14,347	17,111	15,590	20,046
其他流動資產	4,601	4,304	5,854	5,854	5,854
流動資產	51,959	49,777	48,321	59,002	73,422
採用權益法之投資	0	0	18,862	18,862	18,862
固定資產	63,237	64,818	40,438	35,851	32,237
無形資產	983	1,126	1,126	1,126	1,126
其他非流動資產	2,409	3,249	1,124	1,094	1,065
非流動資產	66,628	69,192	61,550	56,933	53,289
資產總額	118,587	118,969	109,871	115,935	126,711
應付帳款及票據	6,899	5,594	4,544	6,501	7,546
短期借款	72	70	336	336	336
什項負債	16,348	13,951	12,685	12,685	12,685
流動負債	23,319	19,615	17,565	19,522	20,567
長期借款	30,013	30,354	25,896	25,896	25,896
其他負債及準備	1,949	2,678	2,569	2,569	2,569
長期負債	31,962	33,031	28,465	28,465	28,465
負債總額	55,281	52,646	46,030	47,987	49,032
股本	7,791	7,591	7,591	7,591	7,591
資本公積	271	150	232	232	232
保留盈餘	43,574	45,551	43,177	47,283	57,014
什項權益	(2,129)	(1,003)	(998)	(998)	(998)
歸屬母公司之權益	49,507	52,289	64,225	70,142	82,292
非控制權益	13,799	14,034	14,223	16,033	18,453
股東權益總額	63,306	66,323	63,841	67,948	77,678

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	11,726	10,752	9,506	9,952	14,824
折舊及攤提	14,052	14,855	13,809	14,617	15,644
本期營運資金變動	(3,073)	(2,940)	(3,144)	(525)	(6,933)
其他營業資產 及負債變動	1,945	257	0	0	0
營運活動之現金流量	24,649	22,923	20,171	24,043	23,535
資本支出	(15,275)	(18,582)	(8,756)	(10,000)	(12,000)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	1,216	(346)	0	0	0
投資活動之現金流量	(14,059)	(18,927)	(8,756)	(10,000)	(12,000)
股本變動	0	(200)	0	0	0
本期負債變動	(2,330)	398	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(3,856)	(5,086)	(5,454)	(5,845)	(5,093)
其他調整數	(2,529)	(1,872)	0	0	0
融資活動之現金流量	(8,716)	(6,761)	(5,454)	(5,845)	(5,093)
匯率影響數	(280)	525	0	0	0
本期產生現金流量	1,594	(2,241)	5,961	8,198	6,442
自由現金流量	9,375	4,341	11,415	14,043	11,535

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	83,794	83,927	70,441	86,072	106,155
銷貨成本	(64,499)	(66,551)	(57,832)	(68,067)	(81,175)
營業毛利	19,295	17,376	12,609	18,005	24,980
營業費用	(4,770)	(4,928)	(4,455)	(5,447)	(6,331)
推銷費用	(405)	(429)	(297)	(519)	(602)
研究費用	(2,443)	(2,462)	(2,265)	(2,887)	(3,343)
管理費用	(1,973)	(2,036)	(1,766)	(2,040)	(2,385)
其他費用	51	(1)	0	0	0
營業利益	14,525	12,448	8,154	12,559	18,649
利息收入	47	109	229	118	122
利息費用	(298)	(349)	(291)	(237)	(241)
利息收入淨額	(251)	(239)	(62)	(119)	(119)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(261)	1,510	965	0	0
其他業外收入(支出)淨額	693	(79)	3,309	0	0
稅前純益	14,705	13,640	12,043	12,440	18,530
所得稅費用	(2,980)	(2,888)	(2,537)	(2,488)	(3,706)
少數股權淨利	2,828	2,065	1,497	1,810	2,420
歸屬母公司之稅後純益	8,898	8,687	8,010	8,142	12,404
稅前息前折舊攤銷前淨利	28,986	28,751	21,962	27,175	34,293
調整後每股盈餘 (NT\$)	11.91	11.62	10.72	10.89	16.60

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	10.0	0.2	(16.1)	22.2	23.3
營業利益	35.5	(14.3)	(34.5)	54.0	48.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	18.3	(0.8)	(23.6)	23.7	26.2
稅後純益	43.4	(8.3)	(11.6)	4.7	49.0
調整後每股盈餘	33.6	(2.4)	(7.8)	1.6	52.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	23.0	20.7	17.9	20.9	23.5
營業利益率	17.3	14.8	11.6	14.6	17.6
稅前息前淨利率	17.2	15.8	11.6	14.6	17.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	34.6	34.3	31.2	31.6	32.3
稅前純益率	17.6	16.3	17.1	14.5	17.5
稅後純益率	10.6	10.4	11.4	9.5	11.7
資產報酬率	10.3	9.1	7.0	7.2	10.2
股東權益報酬率	19.3	16.6	12.3	12.4	17.0
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	87.3	79.4	72.1	70.6	63.1
淨負債權益比(%)	11.8	15.2	17.5	4.4	(4.4)
利息保障倍數 (倍)	50.4	40.1	28.1	52.9	77.2
流動比率 (%)	222.8	253.8	2.8	3.0	3.6
速動比率 (%)	191.9	196.8	1.8	2.0	2.4
淨負債 (NT\$百萬元)	7,471	10,050	11,199	3,001	(3,441)
調整後每股淨值 (NT\$)	63.54	68.88	66.39	69.46	79.25
評價指標 (倍)					
本益比	12.5	12.8	13.9	13.6	9.0
股價自由現金流量比	11.8	25.6	9.7	7.9	9.6
股價淨值比	2.3	2.2	2.2	2.1	1.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.8	3.9	5.1	4.1	3.2
股價營收比	1.3	1.3	1.6	1.3	1.0

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

力成 (6239 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本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而諮詢財務顧問的意見。本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

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，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.