

穎崴 (6515 TT) WinWay

AI 浪潮受惠仍在序章

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$1000.0

收盤價 (2024/02/16) : NT\$815.0

隱含漲幅 : 22.7%

營收組成 (3Q23)

Test socket 70%/Contact element 16%/Probe card 6%/Others 8%。

本次報告更新重點

| 項目 | 本次 | 前次 |
|-------------------|--------|-------|
| 評等 | 買進 | 買進 |
| 目標價 (NT\$) | 1000.0 | 920.0 |
| 2024年營收 (NT\$/十億) | 5.0 | 5.4 |
| 2024年EPS | 28.8 | 34.2 |

交易資料表

| | |
|------------------------|---------------|
| 市值 | NT\$28,360百萬元 |
| 外資持股比例 | 13.7% |
| 董監持股比例 | 18.4% |
| 調整後每股淨值 (2023F) | NT\$121.25 |
| 負債比 | 26.0% |
| ESG評級 (Sustainalytics) | 低 (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 | 5,122 | 3,682 | 5,062 | 7,286 |
| 營業利益 | 1,342 | 548 | 1,251 | 2,082 |
| 稅後純益 | 1,100 | 460 | 989 | 1,639 |
| EPS (元) | 32.08 | 13.41 | 28.83 | 47.78 |
| EPS YoY (%) | 126.1 | -58.2 | 115.0 | 65.8 |
| 本益比 (倍) | 25.4 | 60.8 | 28.3 | 17.1 |
| 股價淨值比 (倍) | 7.6 | 8.1 | 6.7 | 5.4 |
| ROE (%) | 33.2 | 12.8 | 25.9 | 35.2 |
| 現金殖利率 (%) | 2.7% | 1.1% | 2.3% | 3.8% |
| 現金股利 (元) | 22.00 | 8.72 | 18.74 | 31.06 |

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

元大觀點

- ◆ Gaming 市場疲弱不利探針卡回溫，因此下修今年 EPS 16%，然復甦態勢未變，且成長主軸已從先前之消費性應用轉為 AI/HPC。
- ◆ 受惠於伺服器 CPU 需求回溫，且 AI GPU 隨 CoWoS 產能開出將持續放量，預估 2024/2025 年穎崴 HPC 業務成長 70%/45%。
- ◆ AI 帶動營運回溫僅在初期，且先進製程有助 SLT Socket 需求，上調目標本益比自 26 倍至 35 倍，目標價上修至 1,000 元。

淡季效應使 4Q23 營收季減 32%，EPS 估 1.58 元

4Q23 營收季減 32%/年減 61%至 6.7 億元，低於元大/市場預期 24%/25%，推測因 1) PC & Gaming 業務持續疲弱；2) HPC 客戶拉貨亦在年底放緩，因此下修毛利率/營益率預估 4.3 個百分點至 30.9%/9.8%，預估 EPS 達 1.58 元，較前次下修 46%。

受惠於低基期及 HPC 拉貨回溫，估 1Q24 營收季增 34%

1 月營收月增 114%至 3.7 億元，達成元大/市場預期 41%/40%，預估 1Q24 營收季增 34%，除 4Q23 低基期外，我們認為主要係受惠於 AI/HPC 客戶拉貨回溫，預估 Coaxial Socket 業務季增 50%，Probe Card 業務則將持續疲弱，係考量到 Gaming GPU 客戶拉貨仍疲弱，因此下修毛利率 2.5 個百分點至 35.1%，本業/EPS 亦下修約 14%，預估 EPS 達 3.16 元。

進入下波成長循環且主體為 AI，重申買進評等

此次下修 2024 年 EPS 16%，係反映 Gaming GPU 疲弱需求不利 Probe Card 業務回溫。然而本中心認為 1Q24 起公司已進入下個上升週期，且相對於疫情前公司成長主軸為消費性應用，此波上升週期係由 HPC 業務(2023 年營收比重~50%)帶動(圖 3)，且基於 1) 美系廠商 AI GPU 出貨將隨 CoWoS 產能開出持續放量且整體伺服器需求已開始轉佳(尤其新平台及 AI)；2) 處理器(GPU/CPU/AP)先進製程趨勢下，有利 SLT 需求上升，預估 2024/2025 年 HPC 業務成長 70%/45% (圖 3)，2H24 Gaming 及其他業務(營收比重~30%)則將轉佳，因此上調目標本益比自 26 倍至 35 倍，並搭配 2024 年預估 EPS 28.8 元，將目標價自 920 元(26x 2024F EPS NT\$34.2)上調至 1,000 元(35x 2024F EPS NT\$28.8)，重申買進評等。

營運分析

淡季效應使 4Q23 營收季減 32% · EPS 估 1.58 元

4Q23 營收季減 32%/年減 61%至 6.7 億元，低於元大/市場預期 24%/25%，推測因 1) PC & Gaming 業務持續疲弱；2) HPC 客戶拉貨亦在年底放緩，因此下修毛利率/營益率預估 4.3 個百分點至 30.9%/9.8%，預估 EPS 達 1.58 元，較前次下修 46%。

圖 1：2023 年第 4 季預估與市場共識比較

| (百萬元) | 4Q22A | 3Q23A | 4Q23F | 季增率 | 年增率 | 4Q23F | | 預估差異 | |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| | | | | | | 前次預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 |
| 營業收入 | 1,709 | 984 | 673 | -31.6% | -60.6% | 887 | 893 | -24.1% | -24.7% |
| 營業毛利 | 833 | 343 | 208 | -39.3% | -75.0% | 312 | 302 | -33.3% | -31.1% |
| 營業利益 | 523 | 133 | 66 | -50.2% | -87.4% | 125 | 116 | -47.0% | -42.9% |
| 稅前利益 | 502 | 162 | 69 | -57.4% | -86.3% | 128 | 121 | -46.2% | -42.9% |
| 稅後淨利 | 404 | 127 | 54 | -57.4% | -86.6% | 100 | 96 | -46.0% | -43.8% |
| 調整後 EPS (元) | 11.77 | 3.70 | 1.58 | -57.4% | -86.6% | 2.92 | 2.80 | -46.0% | -43.8% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 48.7% | 34.9% | 30.9% | -4.0 | -17.8 | 35.2% | 33.8% | -4.3 | -2.9 |
| 營業利益率 | 30.6% | 13.5% | 9.8% | -3.7 | -20.8 | 14.1% | 13.0% | -4.3 | -3.2 |
| 稅後純益率 | 23.6% | 12.9% | 8.0% | -4.9 | -15.6 | 11.3% | 10.7% | -3.3 | -2.7 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

受惠於低基期及 HPC 拉貨回溫，估 1Q24 營收季增 34%

1 月營收月增 114%至 3.7 億元，達成元大/市場預期 41%/40%，預估 1Q24 營收季增 34%，除 4Q23 低基期外，我們認為主要係受惠於 AI/HPC 客戶拉貨回溫，預估 Coaxial Socket 業務季增 50%，Probe Card 業務則將持續疲弱，係考量到 Gaming GPU 客戶拉貨仍疲弱，因此下修毛利率 2.5 個百分點至 35.1%，本業/EPS 亦下修約 14%，預估 EPS 達 3.16 元。

圖 2：2024 年第 1 季預估與市場共識比較

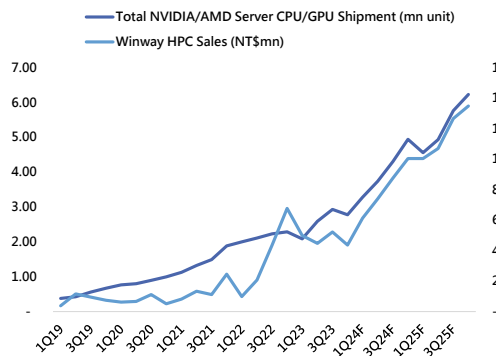
| (百萬元) | 1Q23A | 4Q23F | 1Q24F | 季增率 | 年增率 | 1Q24F | | 預估差異 | |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| | | | | | | 前次預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 |
| 營業收入 | 1,008 | 673 | 899 | 33.6% | -10.8% | 899 | 908 | 0.0% | -1.0% |
| 營業毛利 | 380 | 208 | 315 | 51.4% | -17.2% | 338 | 335 | -6.8% | -6.1% |
| 營業利益 | 183 | 66 | 135 | 104.5% | -26.3% | 158 | 154 | -14.4% | -11.8% |
| 稅前利益 | 187 | 69 | 138 | 100.4% | -26.0% | 161 | 157 | -14.2% | -12.2% |
| 稅後淨利 | 143 | 54 | 108 | 100.0% | -24.7% | 126 | 125 | -14.2% | -13.5% |
| 調整後 EPS (元) | 4.18 | 1.58 | 3.16 | 100.4% | -24.5% | 3.69 | 3.65 | -14.4% | -13.5% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 37.7% | 30.9% | 35.1% | 4.1 | -2.7 | 37.6% | 36.9% | -2.5 | -1.9 |
| 營業利益率 | 18.2% | 9.8% | 15.1% | 5.2 | -3.2 | 17.6% | 16.9% | -2.5 | -1.9 |
| 稅後純益率 | 14.2% | 8.0% | 12.0% | 4.0 | -2.2 | 14.0% | 13.8% | -2.0 | -1.8 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

營運谷底已過，且 AI/HPC 已轉變為主要驅動力

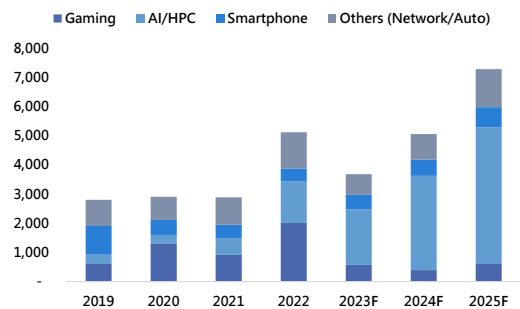
本中心認為 1Q24 起公司已進入下個上升週期，且相對於疫情前公司成長主軸為消費性應用為主 (2018/2019 年營收比重~90%)，此波上升週期係由 HPC 業務(2023 年營收比重~50%)帶動，且考量到 1) 美系廠商 AI GPU 出貨將隨 CoWoS 持續放量；2) 整體伺服器需求已開始轉佳，尤其新平台及 AI 伺服器；3) GPU/CPU 朝先進製程演進下，SLT 需求將增加，目前公司已提供 SLT Socket 予一家美系 HPC 客戶，然我們認為另一美系客戶之驗證狀況為 Coaxial Socket 下波成長加速的關鍵，本中心預估 2024/2025 年 HPC 業務成長 70%/45% (圖 3)。

圖 3：估今年明年穎崙 HPC 業務成長 70%/45%



資料來源：IDC、元大投顧預估

圖 4：2023-2025 年穎崙各應用別營收預估



資料來源：元大投顧預估

FT/SLT Socket 長期成長性除 HPC 外，手機 SLT/網通亦可關注

SLT Socket 方面，本中心認為不僅 AI GPU 及 CPU，在其他處理器(如 AP)朝先進製程演進下亦為趨勢，而穎崙去年已打入台系 AP 廠商並供應 SLT Socket。

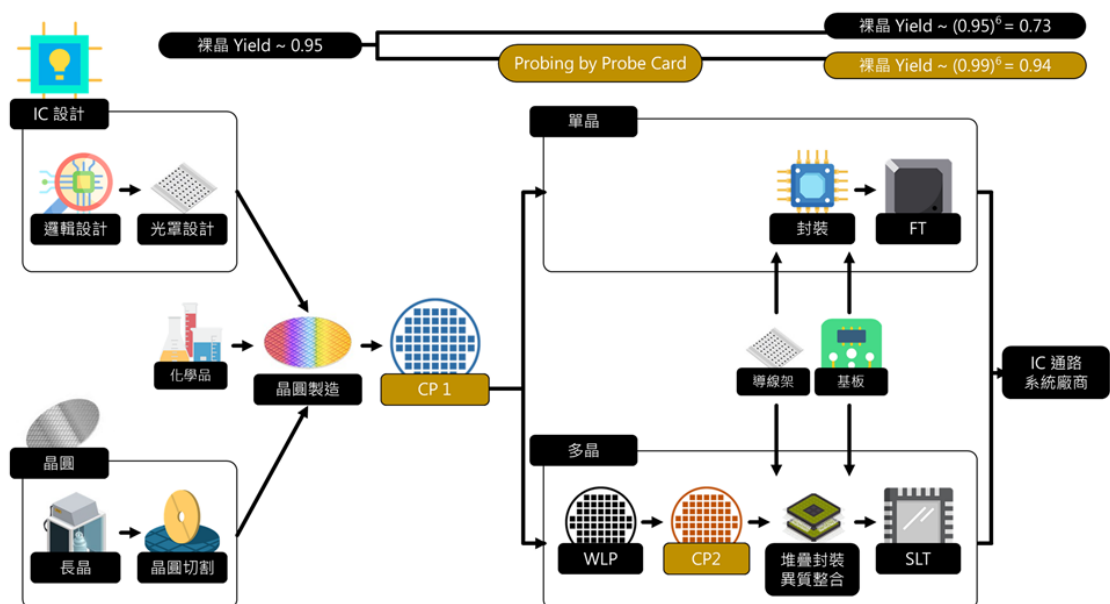
展望 2H24，我們審慎樂觀看待 Gaming 及 Others (Network/Auto)業務(營收比重~30%)轉佳，主因 1) 低基期(尤其 PC)；2) Wi-Fi 7/Switch/自駕車為長期趨勢，且穎崙網通/車用客戶皆為國內外一線大廠，此將挹注探針卡與測試座業務新一波動能。

產業概況

測試介面產業長期成長性約在 6%左右

在手機 AP、HPC、記憶體等晶片邁入 16 奈米以下先進製程下，由於探針卡(Probe Card)可以在晶圓測試(Chip Probe)階段透過探針(Probe)與待測晶片(Devices Under Test；DUT)上的焊墊(Pad)接觸來挑出不良品，進而提升成品良率與降低生產成本(圖 5)。測試基座則主要用於晶片完成封裝後，測試 IC 功能是否符合原先設計規格，測試項目的難度與成本相較 CP 高，但晶片測試的失敗率相對較低。未來隨著晶片製程微縮以及測試系統的操作頻率提升，測試介面的高頻寄生效應(Parasitic capacitance)愈趨嚴重，進而提升高階晶片的測試難度。

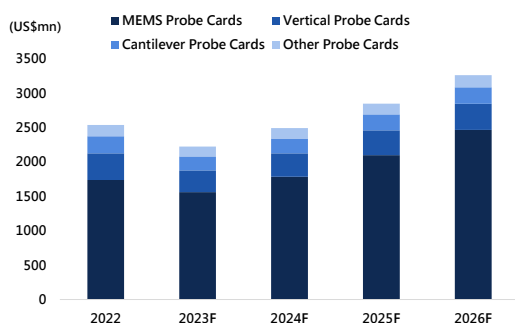
圖 5：探針卡主要用於前段 CP 測試，而測試座主要用於後段 FT 測試



資料來源：公司資料、元大投顧

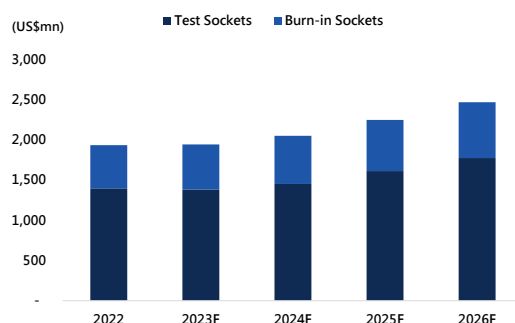
本中心預測 2022-2026 年探針卡(Probe Card)/測試座(Socket)市場 CAGR 將達 6.5%/6.3% (圖 6、7)，主要受惠於晶片製程微縮與傳輸頻率提升帶動後段封裝測試難度提升。IC 測試座(Socket)整體產業較分散，前三大廠市占率合計僅約 20~25%。其市場成長主要由 IC 設計業者新品開案量、先進製程微縮與晶片往高速高頻發展之趨勢所推動。

圖 6：2026 年前探針卡市場 CAGR 為 6.5%



資料來源：TechInsights、元大投顧預估

圖 7：2026 年前測試座市場 CAGR 為 6.3%



資料來源：TechInsights、元大投顧預估

獲利調整與股票評價

2H23 營運落底且長期成長題材不變，重申買進評等

本中心下修 2024 年 EPS 16%，係反映 Gaming GPU (2023 年營收比重~15%)疲弱需求，預期 PC/Gaming 應用營收下半年才有望重返年增，不過全年營收預估仍呈現年減，將不利 Probe Card 業務回溫。然而，基於 HPC 訂單(2023 年營收比重~50%)於今年起將隨 CoWoS 產能逐步擴張，預估 HPC 訂單今明兩年將年增 70%/45%，將挹注 FT/SLT Socket 業務(預估 2023 年營收比重>50%)於 2024/2025 年成長，因此上修 2025 年 EPS 10%。

穎崴 1Q24 AI/HPC 業務帶動下，本中心認為公司已進入下個營運上升週期，尤其我們認為處理器 (GPU/CPU/AP)先進製程趨勢下，有利 SLT 需求上升，穎崴將為國內最大受惠者，因此我們上調目標本益比自 26 倍至 35 倍，並搭配 2024 年預估 EPS 28.8 元，將目標價自 920 元(26x 2024F EPS NT\$34.2)上調至 1,000 元(35x 2024F EPS NT\$28.8)，重申買進評等。

圖 8：2024 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 | 5,062 | 5,397 | 7,286 | 7,010 | -6.2% | 3.9% |
| 營業毛利 | 2,124 | 2,415 | 3,386 | 3,256 | -12.0% | 4.0% |
| 營業利益 | 1,251 | 1,487 | 2,082 | 1,894 | -15.9% | 9.9% |
| 稅前利益 | 1,263 | 1,499 | 2,093 | 1,905 | -15.8% | 9.9% |
| 稅後淨利 | 989 | 1,174 | 1,639 | 1,491 | -15.8% | 9.9% |
| 調整後 EPS (元) | 28.83 | 34.22 | 47.78 | 43.48 | -15.8% | 9.9% |
| 重要比率 (%) | | | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 42.0% | 44.8% | 46.5% | 46.5% | -2.8 | 0.0 |
| 營業利益率 | 24.7% | 27.6% | 28.6% | 27.0% | -2.8 | 1.6 |
| 稅後純益率 | 19.5% | 21.7% | 22.5% | 21.3% | -2.2 | 1.2 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 9：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估、CMoney

圖 10：12 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、CMoney

圖 11：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 |
| 穎崙 | 6515 TT | 買進 | 815.0 | 914 | 13.41 | 28.83 | 47.78 | 60.8 | 28.3 | 17.1 | (58.2) | 115.0 | 65.8 |
| 國外同業 | | | | | | | | | | | | | |
| Formfactor | FORM US | 未評等 | 41.8 | 3,351 | 0.8 | 1.2 | 1.7 | 56.1 | 35.5 | 24.1 | 14.0 | 58.0 | 47.5 |
| Cohu | COHU US | 未評等 | 32.5 | 1,664 | 1.6 | 1.7 | 2.6 | 20.2 | 18.7 | 12.4 | (19.9) | 8.1 | 51.0 |
| Enplas | 6961 JP | 未評等 | 9180.0 | 953 | 547.2 | 490.4 | 733.9 | 16.8 | 18.7 | 12.5 | 90.6 | (10.4) | 49.6 |
| Yokowo | 6800 JP | 未評等 | 1582.0 | 232 | 191.2 | 81.8 | 125.0 | 8.3 | 19.4 | 12.7 | (5.5) | (57.3) | 52.9 |
| Teradyne | TER US | 未評等 | 102.2 | 16,830 | 2.9 | 3.6 | 5.5 | 35.6 | 28.3 | 18.6 | (36.4) | 25.9 | 51.8 |
| 國外同業平均 | | | | | 148.7 | 115.7 | 173.7 | 27.4 | 24.1 | 16.0 | 8.6 | 4.9 | 50.6 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 旺矽 | 6223 TT | 未評等 | 305.5 | 817 | 14.4 | 16.5 | 20.6 | 21.2 | 18.5 | 14.8 | 11.7 | 14.6 | 25.2 |
| 中華精測 | 6510 TT | 持有-超越 同業 | 533.0 | 561 | 1.8 | 20.8 | 29.3 | 292.9 | 25.6 | 18.2 | (92.3) | 1044.5 | 40.5 |
| 雍智 | 6683 TT | 未評等 | 302.0 | 241 | 11.5 | 11.9 | -- | 26.3 | 25.3 | -- | (23.1) | 4.0 | -- |
| 國內同業平均 | | | | | 9.2 | 16.4 | 25.0 | 113.5 | 23.1 | 16.5 | (34.6) | 354.4 | 32.9 |

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 12：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 |
| 穎崙 | 6515 TT | 買進 | 815.0 | 914 | 12.8 | 25.9 | 35.2 | 101.05 | 121.25 | 150.51 | 8.1 | 6.7 | 5.4 |
| 國外同業 | | | | | | | | | | | | | |
| Formfactor | FORM US | 未評等 | 41.8 | 3,351 | 6.7 | 10.7 | 14.1 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| Cohu | COHU US | 未評等 | 32.5 | 1,664 | 5.8 | 8.1 | -- | 19.6 | 20.2 | -- | 1.7 | 1.6 | -- |
| Enplas | 6961 JP | 未評等 | 9180.0 | 953 | 11.0 | 8.8 | 9.5 | 5144.5 | 5712.9 | 6322.7 | 1.8 | 1.6 | 1.5 |
| Yokowo | 6800 JP | 未評等 | 1582.0 | 232 | 10.6 | 6.0 | 7.5 | 2027.3 | 2020.0 | 2023.2 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| Teradyne | TER US | 未評等 | 102.2 | 16,830 | 18.5 | 22.8 | 31.3 | 15.5 | 15.7 | 17.9 | 6.6 | 6.5 | 5.7 |
| 國外同業平均 | | | | | 10.5 | 11.3 | 15.6 | 1801.7 | 1942.2 | 2787.9 | 2.7 | 2.6 | 2.6 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 旺矽 | 6223 TT | 未評等 | 305.5 | 817 | 18.6 | 18.7 | 19.9 | 81.1 | 94.8 | 112.3 | 3.8 | 3.2 | 2.7 |
| 中華精測 | 6510 TT | 持有-超越 同業 | 533.0 | 561 | 0.8 | 9.0 | 11.7 | 218.6 | 239.4 | 258.4 | 2.4 | 2.2 | 2.1 |
| 雍智 | 6683 TT | 未評等 | 302.0 | 241 | 14.1 | 13.7 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 國內同業平均 | | | | | 11.2 | 13.8 | 15.8 | 149.9 | 167.1 | 185.4 | 3.1 | 2.7 | 2.4 |

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 13：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 | 1,008 | 1,017 | 984 | 673 | 899 | 1,076 | 1,433 | 1,654 | 3,682 | 5,062 |
| 銷貨成本 | (628) | (663) | (641) | (465) | (584) | (636) | (803) | (915) | (2,397) | (2,938) |
| 營業毛利 | 380 | 354 | 343 | 208 | 315 | 441 | 630 | 739 | 1,285 | 2,124 |
| 營業費用 | (197) | (187) | (211) | (142) | (180) | (199) | (235) | (260) | (737) | (874) |
| 營業利益 | 183 | 166 | 133 | 66 | 135 | 242 | 395 | 479 | 548 | 1,251 |
| 業外利益 | 3 | (5) | 29 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 31 | 12 |
| 稅前純益 | 187 | 162 | 162 | 69 | 138 | 245 | 398 | 482 | 579 | 1,263 |
| 所得稅費用 | (43) | (26) | (35) | (15) | (30) | (53) | (86) | (105) | (119) | (274) |
| 少數股東權益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 歸屬母公司稅後純益 | 144 | 136 | 127 | 54 | 108 | 192 | 311 | 377 | 460 | 989 |
| 調整後每股盈餘(NT\$) | 4.18 | 3.96 | 3.70 | 1.58 | 3.16 | 5.59 | 9.09 | 11.02 | 13.41 | 28.83 |
| 調整後加權平均股數(百萬股) | 34 | 34 | 34 | 34 | 34 | 34 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| 重要比率 | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 37.7% | 34.8% | 34.9% | 30.9% | 35.1% | 41.0% | 44.0% | 44.7% | 34.9% | 42.0% |
| 營業利益率 | 18.2% | 16.4% | 13.5% | 9.8% | 15.1% | 22.5% | 27.6% | 29.0% | 14.9% | 24.7% |
| 稅前純益率 | 18.5% | 15.9% | 16.5% | 10.2% | 15.4% | 22.7% | 27.8% | 29.2% | 15.7% | 24.9% |
| 稅後純益率 | 14.2% | 13.4% | 12.9% | 8.0% | 12.0% | 17.8% | 21.7% | 22.8% | 12.5% | 19.5% |
| 有效所得稅率 | 23.1% | 16.1% | 21.7% | 21.7% | 21.7% | 21.6% | 21.6% | 21.8% | 20.6% | 21.7% |
| 季增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | -41.0% | 0.8% | -3.2% | -31.6% | 33.6% | 19.7% | 33.2% | 15.4% | | |
| 營業利益 | -65.0% | -9.3% | -20.3% | -50.2% | 104.5% | 79.3% | 63.2% | 21.3% | | |
| 稅後純益 | -64.5% | -5.4% | -6.6% | -57.4% | 100.0% | 77.8% | 62.0% | 21.2% | | |
| 調整後每股盈餘 | -64.5% | -5.4% | -6.5% | -57.4% | 100.4% | 77.1% | 62.6% | 21.2% | | |
| 年增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 25.9% | -3.8% | -36.7% | -60.6% | -10.8% | 5.8% | 45.6% | 145.8% | -28.1% | 37.5% |
| 營業利益 | 40.1% | -34.0% | -69.6% | -87.4% | -26.3% | 45.5% | 197.9% | 625.8% | -59.2% | 128.3% |
| 稅後純益 | 20.4% | -34.9% | -65.6% | -86.6% | -24.7% | 41.5% | 145.4% | 598.1% | -58.2% | 115.0% |
| 調整後每股盈餘 | 20.4% | -34.9% | -65.6% | -86.6% | -24.5% | 41.3% | 145.8% | 599.5% | -58.2% | 115.0% |

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

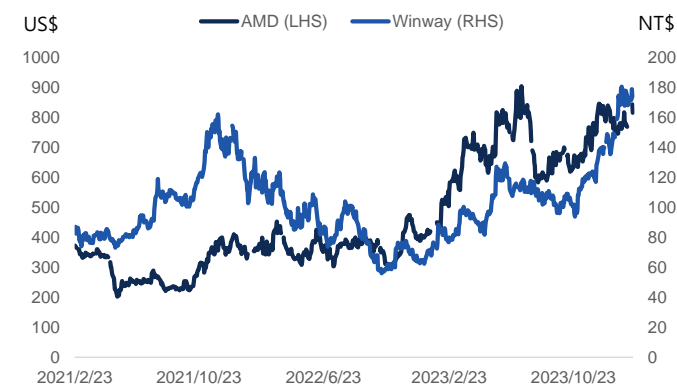
穎崙成立於 2001 年，為國內 IC 測試介面製造商，主要提供半導體測試治具(Test Socket)及探針卡(Probe Card)之設計、開發與生產製造，範圍涵蓋晶圓測試(CP)、最終測試(FT)、系統測試(SLT)、老化測試(Burn-In)及溫控系統(Thermal Control System)。其產品營收組合中測試治具(Test Socket)約佔 50~60%，探針卡(Probe Card)約佔 10~20%。其主要客戶包含 AMD 與 NVIDIA 等國際 IC 設計大廠。國外同業包含 Cohu、Enplas 與 Yokowo 等，國內則包含精測、旺矽、雍智科技等廠商。

圖 14：前十大股東

| Name | Holding % |
|------------------------------------|-----------|
| Ho Wei Investment Co Ltd | 10.06 |
| Allianz SE | 5.35 |
| Lee Chen-Kun | 4.12 |
| Dresdner Bank AG | 3.71 |
| Li Chin Invest Co | 3.33 |
| Liu Ten-Kuei | 3.21 |
| Li Chuan Ind Co | 3.03 |
| Li Pen Intl Co | 3.03 |
| Cathay Securities Investment Trust | 2.91 |
| Wei Cheng investment Co | 2.65 |

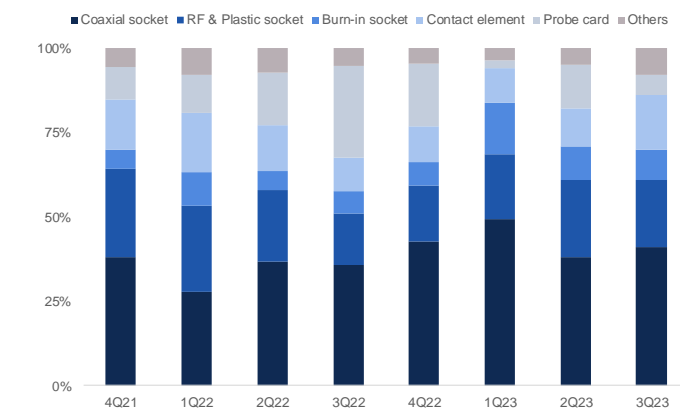
資料來源：Bloomberg、公司資料

圖 15：穎崙與 AMD 股價連動性高



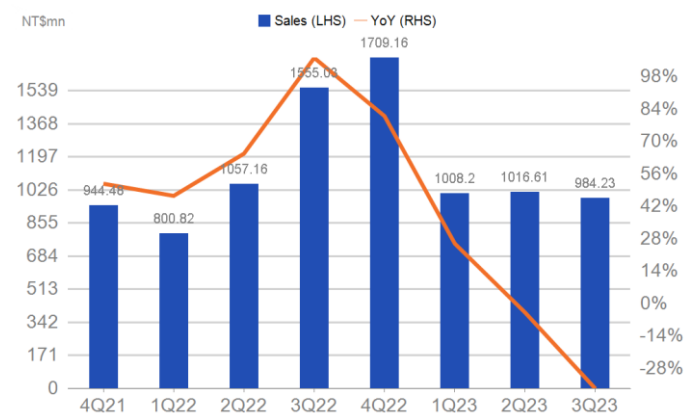
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：營收組成



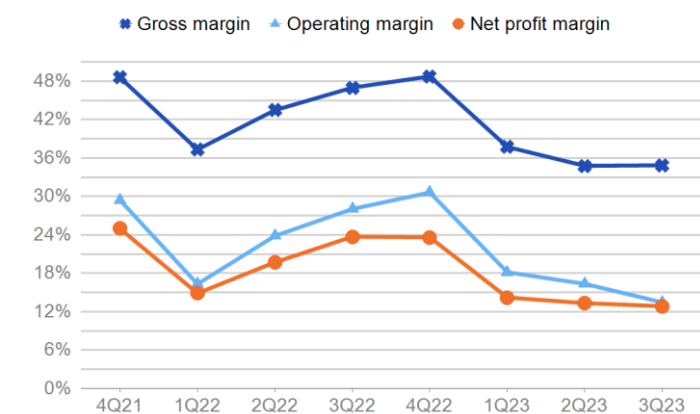
資料來源：公司資料

圖 17：營收趨勢



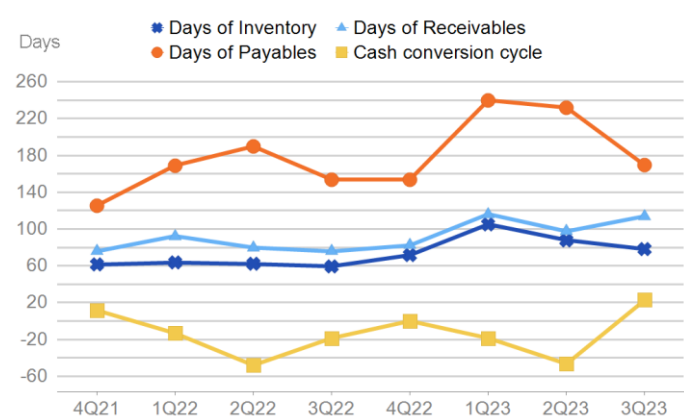
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：毛利率、營益率、淨利率



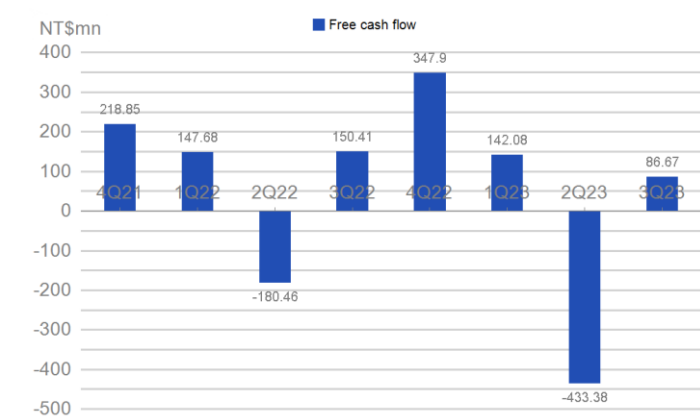
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：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：**穎崙整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，且在半導體設計與製造行業的公司中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**穎崙的整體曝險屬於低等水準，領先於半導體設計與製造行業的平均水準。公司所處之行業較需要改善的 ESG 議題包含碳排放揭露、人力資本與供應鏈和產品治理等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**穎崙在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司 ESG 資訊揭露較少，並無對投資者和公眾的建立明確的問責機制。其 ESG 相關問題缺乏相關政策與措施，建議公司將這些整合到核心業務戰略中。但公司並未涉及重大 ESG 爭議。

圖 21：ESG 分析

| 分項 | 評分/評級 |
|-----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| ESG 總分 | 11.8 |
| 在 ESG 議題上的曝險 (A) | 17.0 |
| 個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B) | 31.8 |
| 風險評級 | 低  |
| 同業排行(1~100，1 為最佳) | 33 |

資料來源：Sustainalytics (2024/2/17)

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) |
|----------|-----------|------------|

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 | 1,496 | 1,504 | 962 | 722 | 967 |
| 存貨 | 350 | 770 | 620 | 712 | 784 |
| 應收帳款及票據 | 873 | 1,613 | 486 | 1,286 | 1,742 |
| 其他流動資產 | 172 | 75 | 43 | 43 | 43 |
| 流動資產 | 2,891 | 3,962 | 2,241 | 2,892 | 3,666 |
| 採用權益法之投資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定資產 | 765 | 1,371 | 1,780 | 2,234 | 2,709 |
| 無形資產 | 31 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| 其他非流動資產 | 251 | 333 | 541 | 529 | 516 |
| 非流動資產 | 1,048 | 1,737 | 2,354 | 2,795 | 3,258 |
| 資產總額 | 3,939 | 5,699 | 4,595 | 5,688 | 6,924 |
| 應付帳款及票據 | 489 | 1,027 | 413 | 813 | 1,046 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 13 | 13 | 13 |
| 什項負債 | 466 | 921 | 504 | 504 | 504 |
| 流動負債 | 955 | 1,948 | 931 | 1,331 | 1,564 |
| 長期借款 | 0 | 0 | 137 | 137 | 137 |
| 其他負債及準備 | 54 | 56 | 62 | 62 | 62 |
| 長期負債 | 54 | 56 | 198 | 198 | 198 |
| 負債總額 | 1,009 | 2,003 | 1,129 | 1,530 | 1,762 |
| 股本 | 339 | 345 | 345 | 345 | 345 |
| 資本公積 | 1,690 | 1,794 | 1,794 | 1,794 | 1,794 |
| 保留盈餘 | 911 | 1,635 | 1,349 | 2,042 | 2,042 |
| 什項權益 | (10) | (79) | (79) | (79) | (79) |
| 歸屬母公司之權益 | 2,930 | 3,696 | 3,409 | 4,102 | 4,102 |
| 非控制權益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股東權益總額 | 2,930 | 3,696 | 3,465 | 4,158 | 5,161 |

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 | 487 | 1,100 | 460 | 989 | 1,639 |
| 折舊及攤提 | 125 | 122 | 131 | 209 | 297 |
| 本期營運資金變動 | 4 | (635) | 663 | (492) | (296) |
| 其他營業資產 及負債變動 | 118 | 475 | 0 | 0 | 0 |
| 營運活動之現金流量 | 733 | 1,063 | 1,254 | 705 | 1,640 |
| 資本支出 | (249) | (597) | (917) | (650) | (760) |
| 本期長期投資變動 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他資產變動 | (279) | (44) | 0 | 0 | 0 |
| 投資活動之現金流量 | (527) | (641) | (917) | (650) | (760) |
| 股本變動 | 33 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 本期負債變動 | (40) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 現金增減資 | 1,100 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付現金股利 | (440) | (376) | (746) | (296) | (636) |
| 其他調整數 | (42) | (44) | 0 | 0 | 0 |
| 融資活動之現金流量 | 611 | (414) | (746) | (296) | (636) |
| 匯率影響數 | (1) | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 本期產生現金流量 | 816 | 8 | (542) | (240) | 245 |
| 自由現金流量 | 485 | 466 | 337 | 55 | 880 |

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 | 2,887 | 5,122 | 3,682 | 5,062 | 7,286 |
| 銷貨成本 | (1,678) | (2,800) | (2,397) | (2,938) | (3,900) |
| 營業毛利 | 1,209 | 2,322 | 1,285 | 2,124 | 3,386 |
| 營業費用 | (617) | (980) | (737) | (874) | (1,303) |
| 推銷費用 | (261) | (341) | (331) | (338) | (495) |
| 研究費用 | (185) | (254) | (226) | (329) | (494) |
| 管理費用 | (171) | (367) | (179) | (206) | (314) |
| 其他費用 | 0 | (17) | 0 | 0 | 0 |
| 營業利益 | 592 | 1,342 | 548 | 1,251 | 2,082 |
| 利息收入 | 3 | 8 | 12 | 12 | 11 |
| 利息費用 | (1) | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 利息收入淨額 | 1 | 7 | 12 | 12 | 11 |
| 投資利益(損失)淨額 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 匯兌損益 | (3) | 20 | (12) | 0 | 0 |
| 其他業外收入(支出)淨額 | 6 | 8 | 31 | 0 | 0 |
| 稅前純益 | 596 | 1,378 | 579 | 1,263 | 2,093 |
| 所得稅費用 | (110) | (277) | (119) | (274) | (454) |
| 少數股權淨利 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 歸屬母公司之稅後純益 | 487 | 1,100 | 460 | 989 | 1,639 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 723 | 1,501 | 680 | 1,460 | 2,380 |
| 調整後每股盈餘 (NT\$) | 14.19 | 32.08 | 13.41 | 28.83 | 47.78 |

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 | (0.8) | 77.4 | (28.1) | 37.5 | 43.9 |
| 營業利益 | (11.4) | 126.8 | (59.2) | 128.3 | 66.4 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | (7.8) | 107.7 | (54.7) | 114.7 | 63.0 |
| 稅後純益 | (8.4) | 126.1 | (58.2) | 115.0 | 65.7 |
| 調整後每股盈餘 | (8.4) | 126.1 | (58.2) | 115.0 | 65.8 |
| 獲利能力分析 (%) | | | | | |
| 營業毛利率 | 41.9 | 45.3 | 34.9 | 42.0 | 46.5 |
| 營業利益率 | 20.5 | 26.2 | 14.9 | 24.7 | 28.6 |
| 稅前息前淨利率 | 20.6 | 26.9 | 14.9 | 24.7 | 28.6 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率 | 25.0 | 29.3 | 18.5 | 28.8 | 32.7 |
| 稅前純益率 | 20.7 | 26.9 | 15.7 | 24.9 | 28.7 |
| 稅後純益率 | 16.9 | 21.5 | 12.5 | 19.5 | 22.5 |
| 資產報酬率 | 15.3 | 22.8 | 8.9 | 19.2 | 26.0 |
| 股東權益報酬率 | 20.7 | 33.2 | 12.8 | 25.9 | 35.2 |
| 穩定/償債能力分析 | | | | | |
| 負債權益比 (%) | 34.5 | 54.2 | 32.6 | 36.8 | 34.1 |
| 淨負債權益比(%) | (51.1) | (40.7) | (23.4) | (13.8) | (15.8) |
| 利息保障倍數 (倍) | 445.4 | 1431.5 | 0 | 0 | 0 |
| 流動比率 (%) | 302.8 | 203.4 | 240.7 | 217.3 | 234.4 |
| 速動比率 (%) | 266.1 | 163.9 | 155.6 | 150.9 | 173.2 |
| 淨負債 (NT\$百萬元) | (1,496) | (1,504) | (812) | (572) | (817) |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 86.43 | 107.12 | 101.05 | 121.25 | 150.51 |
| 評價指標 (倍) | | | | | |
| 本益比 | 57.4 | 25.4 | 60.8 | 28.3 | 17.1 |
| 股價自由現金流量比 | 57.2 | 59.5 | 82.2 | 503.8 | 31.5 |
| 股價淨值比 | 9.4 | 7.6 | 8.1 | 6.7 | 5.4 |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨 | 38.4 | 18.5 | 40.8 | 19.0 | 11.6 |
| 股價營收比 | 9.6 | 5.4 | 7.5 | 5.5 | 3.8 |

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。

穎崙 (6515 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，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>.