

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	158.50 元
目標價	
3 個月	185.00 元
12 個月	185.00 元

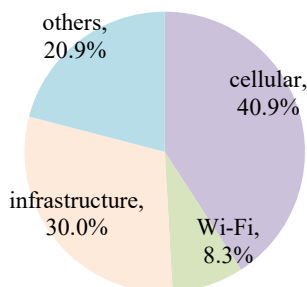
近期報告日期、評等及前日股價

2023/12/19	Trading Buy	161.50
10/30/2023	Buy	127.50
09/04/2023	Buy	140.50
08/01/2023	Neutral	164.00
06/09/2023	Buy	175.00

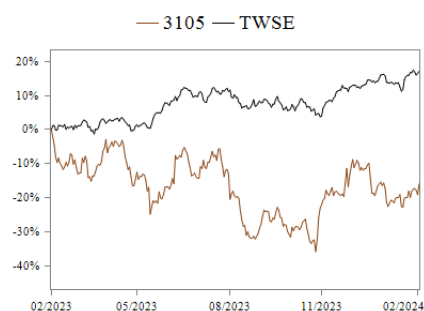
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	4,239
市值(億元)	672
目前每股淨值(元)	78.61
外資持股比(%)	24.47
投信持股比(%)	0.21
董監持股比(%)	5.54
融資餘額(張)	9,757
現金股息配發率(F)(%)	0.00

產品組合



股價相對大盤走勢



穩懋(3105 TT)

Buy

預估淡季提前結束、業績動能漸轉佳，評等調整為 Buy。

投資建議：雖然 VCSEL 等產品線旺季已過，預估 1Q24 穩懋的產能利用率隨之降低，不過，近期中國客戶需求陸續出現回溫跡象，cellular 產品淡季有機會提前結束，配合後續 Android、iPhone 新機上市，預估 1Q~3Q24 營收逐季增加，故群益將穩懋的投資建議調整為 Buy，目標價 185 元。

預估業績重拾成長動能：由於多家中國客戶陸續推出新款手機，cellular 產品訂單能見度隨之提升，加上 infrastructure 產品年底入帳金額較高、VCSEL 產品旺季效應，4Q23 營收 48.86 億元，QoQ+16.88%，表現略優於先前法說會預估，加上估計毛利率亦隨產能利用率、VCSEL 等高毛利率產品營收比重上揚而提高，估計 4Q23 稅後淨利 3.48 億元，QoQ+921.31%。

展望 1H24，由於 VCSEL 等產品線旺季已過，預估 1Q24 產能利用較 4Q23 降低，但觀察近期手機品牌廠新機規劃時程，2Q24 有機會受惠於新產品效應而提高。

預估 2024 年業績受惠於 Smartphone 景氣復甦：根據研調機構 IDC 指出，雖然 1H24 需求受到總經景氣欠佳影響而降溫，但 2H23 市況逐漸改善，2023 年全球 Smartphone 出貨 11.7 億支，YoY-3.2%，尤其，4Q23 出貨 3.26 億支，YoY+8.5%。其中，iPhone 雖然在中國市場面對更多的監管措施及華為日益加劇的競爭，但藉由舊機換新機的優惠措施、無息融資計畫的推動，2023 年仍以 20.1% 的市佔率(2022 年為 18.8%)奪回龍頭地位，2023 年出貨 2.35 億支，YoY+3.7%；此外，低階 Android Smartphone 品牌業者傳音 2023 年出貨 0.95 億支，YoY+30.8%，動能來自新興市場，市佔率由 6.0% 提高至 8.1%。

另一研調機構 Canalsys 指出，受惠於亞太、中東、非洲等新興市場總經景氣復甦，預估 2024 年 Smartphone 出貨量 YoY+6%，帶動全球 Smartphone 出貨量 YoY+4%，亦即中、低階機種出貨動能優於高階機種。群益認為，在 Smartphone 市場需求回溫下，預估包括穩懋在內的手機零組件廠均為受惠者。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	15,836	17,559	19,767	3,531	2,860	3,944	4,165	4,868	4,008	4,338	4,705	4,508
營業毛利淨額	3,296	3,928	4,779	786	326	791	919	1,260	841	964	1,116	1,007
營業利益	-323	425	1,157	21	-595	-170	70	372	23	89	216	97
稅後純益	-117	423	1,058	-76	-402	-97	34	348	-50	120	232	121
稅後 EPS(元)	-0.28	1.00	2.50	-0.18	-0.95	-0.23	0.08	0.82	-0.12	0.28	0.55	0.29
毛利率(%)	20.81%	22.37%	24.18%	22.24%	11.40%	20.05%	22.07%	25.88%	20.99%	22.22%	23.72%	22.33%
營業利益率(%)	-2.04%	2.42%	5.85%	0.59%	-20.80%	-4.32%	1.68%	7.64%	0.59%	2.04%	4.60%	2.15%
稅後純益率(%)	-0.74%	2.41%	5.35%	-2.15%	-14.05%	-2.46%	0.82%	7.14%	-1.24%	2.76%	4.93%	2.68%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-13.62%	10.87%	12.58%	-9.66%	-19.02%	37.92%	5.61%	16.88%	-17.68%	8.26%	8.44%	-4.18%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	150.11%	N.A	N.A	N.A	N.A	921.31%	N.A	N.A	93.26%	-47.81%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 42.39 億元計算。

2024 年 2 月 5 日

企業 ESG 資訊揭露：

就企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫而言，穩懋持續透過各項節能措施提升廠內能源使用效率，以減少節省用電度數，且新設產線全面採用最佳可行技術，實際措施包括 PFCs 尾氣處理設備全面採用去除效率達 90% 以上之型式(IPCC 公告指定型式)、逐步汰換既設產線之 PFCs 尾氣處理設備、評估製程氣體減量使用或取代高潛勢溫室氣體使用、採取工程改善或設備更換以降低用電量、評估新建廠房設置廠內再生能源等。

再就企業產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果而言，穩懋致力於新技術的開發，持續推出高效能的技術平台，以生產更具能源效益和節能的半導體通訊產業產品，因終端產品應用逐漸擴及手機、無線網路、雷達、衛星等各個通訊領域，有助於全球能源節省和減少用電消耗。此外，藉由穩懋多功能的晶片整合、製程線寬的縮減以及製程能力的提升，終端產品之尺寸、單位晶片使用量均持續減少，亦得以為守護地球環境盡一份心力。

預估 1Q24 產能利用率因淡季而降低，2Q24 業績將重拾成長動能：

穩懋為砷化鎵晶圓代工廠，目前共擁有 3 座廠(均位於桃園)，其中，華亞 A 廠、華亞 B 廠合計的廠房空間與龜山新廠(fab C)接近，目前穩懋的總產能為 4.3 萬片/月(以 6 吋晶圓為計算基礎)，且桃園龜山新廠仍有剩餘空間可供設置機台，估計最高產能可達 5 萬片/月，此外，穩懋亦已於高雄路竹購地，且現正進行土建，隨時因應長線業績成長所需。

穩懋主要提供 HBT(異質接面雙極性電晶體)、pHENT(應變式異質接面高遷移率電晶體)兩種製程技術，產品終端應用包括 cellular、Wi-Fi、infrastructure 等，其中，cellular、Wi-Fi 產品線近幾年合計的營收比重為 65~75%，兩者的需求與整體 Smartphone 市場銷售狀況高度相關，季節性波動較大，旺季通常為 2Q、3Q。至於 infrastructure 產品線近幾年的營收比重為 20~30%，訂單來源包括基地台、衛星通訊、光纖通訊等廠商，此部份訂單的認證通常耗時較久，但通過後即可穩定出貨。

穩懋亦跨足 VCSEL 領域，VCSEL 的終端應用包括臉部辨識、擴增實境、自動駕駛等，潛在商機龐大，以 VCSEL 為主的其他項(others)產品線近幾年的營收比重為 15~25%。相較於其他同業的產線多為 2 吋、3 吋、4 吋廠，穩懋乃以 6 吋廠爭取訂單，在量大的消費性產品的成本競爭優勢明確，目前訂單多來自美國消費性電子廠。

產品結構為影響穩懋毛利率的重要因素之一，在穩懋各主要產品線中，infrastructure 產品線主打少量多樣的利基市場，毛利率高於穩懋平均；cellular、Wi-Fi 產品線因價格競爭較激烈，毛利率通常低於穩懋的平均毛利率；至於新產品線 VCSEL 訂單雖多來自消費性電子產品市場，但目前毛利率高於穩懋的平均毛利率。

由於多家中國客戶陸續推出新款手機，cellular 產品訂單能見度隨之提升，加上 infrastructure 產品年底入帳金額較高、VCSEL 產品旺季效應，4Q23 營收 48.86 億元，QoQ+16.88%，表現略優於先前法說會預估(10~15%)，加上估計毛利率亦隨產能利用率、VCSEL 等高毛利率產品營收比重上揚而提高，估計 4Q23 稅後淨利 3.48 億元，QoQ+921.31%(3Q23 基期偏低為 4Q23 季稅後淨利成長率甚高的關鍵之一)。

2024 年 2 月 5 日

展望 1H24，由於 VCSEL 等產品線旺季已過，預估 1Q24 產能利用較 4Q23 降低，但觀察近期手機品牌廠新機規劃時程，2Q24 有機會受惠於新產品效應而提高。

研調機構預估 2024 年 Smartphone 出貨量 YoY+4%，手機零組件廠均有機會受惠：

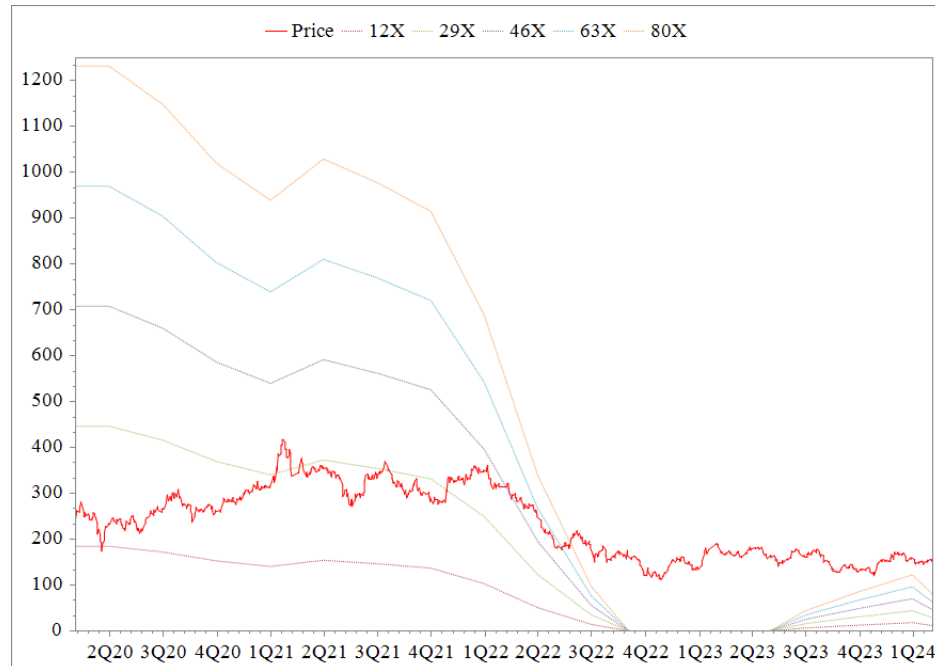
根據研調機構 IDC 指出，由於 1H24 市場需求受到總經景氣欠佳影響而降溫，全球 Smartphone 出貨量 YoY-11.03%，但 2H23 市況逐漸改善，2023 年全球 Smartphone 出貨 11.7 億支，YoY-3.2%，尤其，4Q23 出貨 3.26 億支，YoY+8.5%。其中，iPhone 雖然在中國市場面對更多的監管措施及華為日益加劇的競爭，但藉由舊機換新機的優惠措施、無息融資計畫的推動，2023 年仍以 20.1% 的市佔率(2022 年為 18.8%)奪回龍頭地位，2023 年出貨 2.35 億支，YoY+3.7%；此外，低階 Android Smartphone 品牌業者傳音 2023 年出貨 0.95 億支，YoY+30.8%，動能來自新興市場，市佔率由 6.0% 提高至 8.1%；Samsung 2023 年出貨 2.27 億支，YoY-13.6%，高階機種市佔率遭 Apple 侵蝕為關鍵之一。

另一研調機構 Canalys 指出，受惠於亞太、中東、非洲等新興市場總經景氣復甦，預估 2024 年 Smartphone 出貨量 YoY+6%，帶動全球 Smartphone 出貨量 YoY+4%，亦即中、低階機種出貨動能優於高階機種。群益認為，在 Smartphone 市場需求回溫下，預估包括穩懋在內的手機零組件廠均為受惠者。

預估淡季提前結束、業績動能漸轉佳，群益將穩懋的投資建議調整為 Buy，目標價 185 元：

雖然 VCSEL 等產品線旺季已過，預估 1Q24 穩懋的產能利用率隨之降低，不過，近期中國客戶需求陸續出現回溫跡象，cellular 產品淡季有機會提前結束，配合後續 Android、iPhone 新機上市，預估 1Q~3Q24 營收逐季增加，故群益將穩懋的投資建議調整為 Buy，目標價 185 元。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 2 月 5 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
資產總計	74,894	69,128	68,454	69,388	70,603
流動資產	26,455	17,213	17,592	17,880	18,391
現金及約當現金	16,332	10,380	10,761	10,860	11,210
應收帳款與票據	2,718	917	932	964	986
存貨	6,671	5,420	5,574	5,705	5,875
採權益法之投資	10,405	10,873	10,684	11,403	12,152
不動產、廠房設備	27,784	31,546	30,846	30,146	29,446
負債總計	37,772	33,939	34,898	35,867	36,822
流動負債	7,215	6,247	6,385	6,489	6,675
應付帳款及票據	2,163	1,017	1,052	1,070	1,090
非流動負債	30,557	27,692	28,479	29,325	30,073
權益總計	37,122	35,190	33,556	33,521	33,781
普通股股本	4,240	4,239	4,239	4,239	4,239
保留盈餘	19,960	18,351	16,718	16,683	16,943
母公司業主權益	34,938	33,329	32,151	32,574	33,293
負債及權益總計	74,894	69,128	68,454	69,388	70,603

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業收入淨額	26,182	18,334	15,836	17,559	19,767
營業成本	16,412	13,610	12,540	13,631	14,988
營業毛利淨額	9,770	4,725	3,296	3,928	4,779
營業費用	3,347	3,241	3,619	3,502	3,622
營業利益	6,423	1,484	-323	425	1,157
EBITDA	10,839	6,360	4,593	5,710	6,751
業外收入及支出	-23	342	-320	-427	-427
稅前純益	6,400	1,826	-643	-2	730
所得稅	1,189	411	-70	34	130
稅後純益	5,455	1,802	-117	423	1,058
稅後 EPS(元)	12.87	4.25	-0.28	1.00	2.50
完全稀釋 EPS**	12.87	4.25	-0.28	1.00	2.50

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 42.39【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 42.39 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	2.49%	-29.97%	-13.62%	10.87%	12.58%
營業毛利淨額	-7.55%	-51.64%	-30.23%	19.15%	21.69%
營業利益	-17.46%	-76.90%	N.A	N.A	171.97%
稅後純益	-16.45%	-66.96%	N.A	N.A	150.11%

獲利能力分析(%)

毛利率	37.32%	25.77%	20.81%	22.37%	24.18%
EBITDA(%)	41.40%	34.69%	29.00%	32.52%	34.15%
營益率	24.53%	8.09%	-2.04%	2.42%	5.85%
稅後純益率	20.83%	9.83%	-0.74%	2.41%	5.35%
總資產報酬率	7.28%	2.61%	-0.17%	0.61%	1.50%
股東權益報酬率	14.69%	5.12%	-0.35%	1.26%	3.13%

償債能力檢視

負債比率(%)	50.43%	49.10%	50.98%	51.69%	52.15%
負債/淨值比(%)	101.75%	96.45%	104.00%	107.00%	109.00%
流動比率(%)	366.67%	275.54%	275.54%	275.54%	275.54%

其他比率分析

存貨天數	135.32	162.14	160.00	151.00	141.00
應收帳款天數	33.14	36.17	21.30	19.70	18.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業活動現金	7,815	5,968	3,704	4,227	4,871
稅前純益	6,400	1,826	-643	-2	730
折舊及攤銷	4,167	4,303	4,208	4,112	4,017
營運資金變動	-1,484	1,905	-133	-145	-173
其他營運現金	-1,268	-2,066	273	261	297
投資活動現金	-14,594	-7,081	-7,336	-7,128	-7,054
資本支出淨額	-8,070	-7,042	-7,000	-7,000	-7,000
長期投資變動	-6,654	-492	-500	-500	-500
其他投資現金	130	453	164	372	446
籌資活動現金	14,831	-5,023	4,012	5,200	4,833
長借/公司債變動	18,581	963	787	846	748
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-4,240	-3,392	-1,060	0	-339
其他籌資現金	491	-2,595	4,285	4,353	4,424
淨現金流量	7,975	-5,952	381	2,299	2,650
期初現金	8,356	16,332	10,380	10,761	13,060
期末現金	16,332	10,380	10,761	13,060	15,710

資料來源：CMoney、群益

2024 年 2 月 5 日

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	3,909	3,531	2,860	3,944	4,165	4,868	4,008	4,338	4,705	4,508	4,548	4,948
營業成本	3,284	2,746	2,533	3,153	3,246	3,608	3,166	3,375	3,589	3,501	3,491	3,741
營業毛利淨額	624	786	326	791	919	1,260	841	964	1,116	1,007	1,056	1,206
營業費用	825	765	921	961	849	888	818	875	899	910	841	904
營業利益	-200	21	-595	-170	70	372	23	89	216	97	216	303
業外收入及支出	500	-154	39	-191	-114	-54	-151	-148	-74	-54	-151	-148
稅前純益	299	-133	-556	-362	-44	318	-127	-60	142	43	65	154
所得稅	55	28	-77	-86	37	56	0	0	26	8	13	24
稅後純益	352	-76	-402	-97	34	348	-50	120	232	121	129	310
最新股本	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239
稅後EPS(元)	0.83	-0.18	-0.95	-0.23	0.08	0.82	-0.12	0.28	0.55	0.29	0.30	0.73

獲利能力(%)

毛利率(%)	15.97%	22.24%	11.40%	20.05%	22.07%	25.88%	20.99%	22.22%	23.72%	22.33%	23.23%	24.38%
營業利益率(%)	-5.13%	0.59%	-20.80%	-4.32%	1.68%	7.64%	0.59%	2.04%	4.60%	2.15%	4.74%	6.12%
稅後純益率(%)	9.00%	-2.15%	-14.05%	-2.46%	0.82%	7.14%	-1.24%	2.76%	4.93%	2.68%	2.84%	6.26%

QoQ(%)

營業收入淨額	-26.21%	-9.66%	-19.02%	37.92%	5.61%	16.88%	-17.68%	8.26%	8.44%	-4.18%	0.88%	8.80%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	430.82%	-93.69%	277.03%	144.30%	-55.19%	122.52%	40.28%
稅前純益	-55.24%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-69.64%	50.10%	137.60%
稅後純益	-45.37%	N.A	N.A	N.A	N.A	921.31%	N.A	N.A	93.26%	-47.81%	6.73%	139.80%

YoY(%)

營業收入淨額	-42.19%	-51.07%	-48.91%	-25.55%	6.56%	37.85%	40.15%	10.00%	12.96%	-7.40%	13.47%	14.04%
營業利益	N.A	-98.97%	N.A	N.A	N.A	1698.28%	N.A	N.A	208.76%	-73.94%	818.41%	241.70%
稅前純益	-83.71%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-86.41%	N.A	N.A
稅後純益	-77.33%	N.A	N.A	N.A	-90.33%	N.A	N.A	N.A	581.06%	-65.20%	N.A	158.16%

註1：稅後EPS以股本42.39億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。