



# 個股報告

2024 年 3 月 6 日

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價	206.00 元
目標價	
3 個月	206.00 元
12 個月	206.00 元

## 來頡(6799 TT)

Neutral

### 近期報告日期、評等及前日股價

11/29/2023	已達目標價	
11/21/2023	Buy	161.00
11/15/2023	Buy	139.50

### 公司基本資訊

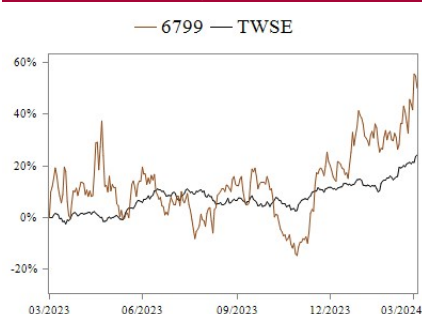
目前股本(百萬元)	426
市值(億元)	88
目前每股淨值(元)	32.47
外資持股比(%)	13.55
投信持股比(%)	1.14
董監持股比(%)	22.75
融資餘額(張)	4,780
現金股息配發率(%)	56.27

### 產品組合



- 資訊通訊類產品:82.73%
- 消費性及其他產品:17.27%

### 股價相對大盤走勢



WiFi 7 將帶動營運成長，惟評價合理，建議 Neutral。

**投資建議：**來頡長年深耕網通產品，持續開發高/低壓大電流產品，主要是和電信營運商合作。隨著 WiFi 7 技術問世，除配合原有的大客戶開發，來頡也有配合 Qualcomm(QCOM US)、聯發科(2454 TT)與瑞昱(2379 TT)，design in 案量較 WiFi 6/6E 增加很多，預期 2H24 會逐步放量，貢獻營收。相較 WiFi 6/6E，WiFi 7 系統也較複雜，帶動 PMIC 用較量增加。預估來頡 2024 年稅後 EPS 6.37 元。來頡對 1H24 審慎樂觀，對 2H24 更有信心，主要是受惠 WiFi 7 效能提升幅度比前幾代更為顯著，整體滲透率確實加速，對來頡的營收是正面，惟目前評價合理，因此投資建議為 Neutral。

**4Q23 稅後 EPS 為 1.39 元：**網通相關出貨平穩，但整體終端需求沒有明顯回升，加上年底盤點，因此來頡出貨量較 3Q23 下滑，來頡 4Q23 營收為 2.64 億元，QoQ-6.55%，YoY+3.35%。毛利率增加至 49.81%，增加 6.66 個百分點，主要是 3Q23 季底提列庫存呆滯損失 1,800 萬元，4Q23 則為庫存呆滯損失回轉 300 萬元(貢獻毛利率約 1 個百分點)，加上毛利率較高的網通 PMIC 出貨增加。來頡 4Q23 稅後 EPS 1.39 元。2023 年營收為 10.23 億元，YoY-13.33%，產品營收比重方面，資訊通訊類產品(網通及 Type C)佔 79.81%、消費性產品(SSD 及其他推廣產品)佔 20.19%。毛利率為 46.08%，減少 2.11 個百分點，2023 年稅後 EPS 5.13 元。

**進入淡季，預估 1Q24 稅後 EPS 1.29 元：**客戶庫存低，網通和 Type-c 相關出貨穩定，但工作天數減少和淡季影響，預估 1Q24 營收將下滑。存貨部份，4Q23 底存貨金額為 1.81 億元，相較 3Q23 的 1.91 億元，QoQ-5.42%，較 3Q22 同期 1.94 億元減少 YoY-6.86%。來頡庫存回到正常水位，目前晶圓代工廠的產能充足可以正常供應客戶需求。毛利率方面，1Q24 產品組合的變化，及可能無庫存損失回轉，預期 1Q24 毛利率將較 4Q23 下滑。預估來頡 1Q24 稅後 EPS 1.29 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	1,023	1,158	1,286	256	219	257	283	264	245	282	324	306
營業毛利淨額	471	555	613	119	100	117	122	132	114	134	157	149
營業利益	263	308	343	67	49	69	65	81	62	74	88	84
稅後純益	218	271	292	53	39	59	61	59	55	62	80	74
稅後 EPS(元)	5.13	6.37	6.86	1.25	0.91	1.40	1.43	1.39	1.29	1.46	1.89	1.73
毛利率(%)	46.08%	47.94%	47.70%	46.53%	45.93%	45.59%	43.15%	49.81%	46.58%	47.66%	48.54%	48.65%
營業利益率(%)	25.76%	26.64%	26.70%	26.19%	22.23%	26.92%	22.95%	30.56%	25.28%	26.36%	27.24%	27.35%
稅後純益率(%)	21.37%	23.43%	22.71%	20.89%	17.75%	23.13%	21.53%	22.47%	22.31%	22.11%	24.80%	24.10%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-13.33%	13.20%	11.11%	-9.04%	-14.47%	17.54%	10.00%	-6.55%	-7.13%	14.83%	15.10%	-5.61%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-26.20%	24.15%	7.67%	-25.49%	-27.34%	53.17%	2.41%	-2.44%	-7.80%	13.81%	29.10%	-8.30%

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 4.26 億元計算。

2024 年 3 月 6 日

## 來頡 ESG：

來頡為 IC 設計公司，無工廠，辦公環境為一般辦公室，營業活動對環境負荷衝擊甚低。來頡身為地球的一份子及節能科技的關鍵成員之一，堅持開發創新的電源管理產品，致力減少零件數量、縮減使用電路板面積、降低系統耗電及提供穩定的輸出品質，環保減碳以減緩全球暖化。秉持企業社會責任精神，致力於公司治理，與各方利害關係人有良好互動。要求所有同仁身體力行環保減碳、具體實踐社會參與，落實公司核心價值，以追求公司永續未來。。

## 網通相關出貨平穩，來頡 4Q23 營收 2.64 億元，QoQ-6.55%，稅後淨利 0.59 億元，QoQ-2.44%，稅後 EPS 1.39 元：

來頡科技主要開發 industrial、consumer、computing and communication 所使用的電源控制及充電高整合度產品。產品應用分為兩大類：資訊通訊類產品及消費性及其他產品。資訊通訊類產品主要包括 Wifi 路由器、家用閘道器(Home Gateway)、纜線數據機(Cable Modem)、光線路終端設備(GPON)、TypeC 等通訊類產品；消費性及其他產品包括 SSD、智能家電等消費性 3C 產品。以往公司產品營收比重約 60%來自網通相關，20%則來自 SSD，最大客戶為金士頓，Type-C 佔比 10%。

網通相關出貨平穩，但整體終端需求沒有明顯回升，加上去年底盤點，因此來頡出貨量較 3Q23 下滑，來頡 4Q23 營收為 2.64 億元，QoQ-6.55%，YoY+3.35%。毛利率方面，毛利率從 3Q23 的 43.15%增加至 49.81%，增加 6.66 個百分點，主要是 3Q23 季底提列庫存呆滯損失 1,800 萬元，4Q23 則為庫存呆滯損失回轉 300 萬元(貢獻毛利率約 1 個百分點)，加上毛利率較高的網通 PMIC 出貨增加。營業費用則從 3Q23 的 0.57 億減少至 0.51 億元，來頡 4Q23 稅後淨利 0.59 億元，QoQ-2.44%，稅後 EPS 1.39 元。

2023 年營收為 10.23 億元，YoY-13.33%，產品營收比重方面，資訊通訊類產品(網通及 Type C)佔 79.81%、消費性產品(SSD 及其他推廣產品)佔 20.19%。毛利率為 46.08%，減少 2.11 個百分點，稅後淨利 2.18 億元，YoY-26.20%，稅後 EPS 5.13 元。

## 淡季影響，預估來頡 1Q24 營收 2.45 億元，QoQ-7.13%，稅後淨利 0.55 億元，QoQ-7.80%，稅後 EPS 1.29 元：

客戶庫存低，網通和 Type-C 相關出貨穩定，但工作天數減少和淡季影響，預估 1Q24 營收將下滑。

來頡 4Q23 平均銷貨天數為 129 天較 3Q23 平均銷貨天數 107 天增加，主要是營收減少。存貨部份，4Q23 底存貨金額為 1.81 億元，相較 3Q23 的 1.91 億元，QoQ-5.42%，較 3Q22 同期 1.94 億元減少 YoY-6.86%。來頡庫存回到正常水位，目前晶圓代工廠的產能充足可以正常供應客戶需求。毛利率方面，1Q24 產品組合的變化，及可能無庫存損失回轉，預期 1Q24 毛利率將較 4Q23 下滑。營業費用方面，限制員工權利新股(RSA)將在 11/2023 開始實施，預估每個月增加 400 萬營業費用，

1H24 出貨仍以 WiFi 6/6E 為主，WiFi 6/6E 是雙頻，共用 10 幾顆 PMIC，WiFi 7 變三頻，增加至 20 幾顆 PMIC，SoC 會從 28/14nm 升級至 7nm，對

2024 年 3 月 6 日

PMIC 動態響應等要求更嚴，即使 ASP 沒有成長，但 WiFi 7 內含價值增加，WiFi 6 至 WiFi 7 PMIC 內含價值大概是倍增，所以要等到 2H24 來碩的營收才有較明顯的成長動能。預估來碩 1Q24 營收 2.45 億元，QoQ-7.13%，稅後淨利 0.55 億元，QoQ-7.80，稅後 EPS 1.29 元。

**受惠 WiFi 7 滲透率增加，預估來碩 2024 年營收 11.58 億元，YoY+13.20%，稅後淨利 2.71 億元，YoY+24.15%，稅後 EPS 6.37 元：**

來碩在 Wi-Fi 6/6E 主要是和 Broadcom 合作，也積極合作 WiFi 7 design in。WiFi 7 除 Broadcom 有推出產品外，Qualcomm(QCOM US)、聯發科(2454 TT)與瑞昱(2379 TT)等都推出相對應平台。WiFi 7 主晶片業者從 1H23 開始，在基礎建設端或消費端都準備與 Wi-Fi 7 有關的產品，美系大廠 Broadcom 的 Wi-Fi 7 晶片已獲美國聯邦通信委員會(FCC)認證，Qualcomm 則推出兩款支援 Wi-Fi 7 的解決方案：FastConnect 7800 和 Networking Pro Series Gen 3 平台，速度比前幾代快上 60%，設定應用在手機、筆記型電腦、XR 實境裝置這類終端產品。台廠聯發科(2454 TT)早在 05/2022 正式發表 Filogic 880 和 Filogic 380 兩款晶片。瑞昱放量時間表放在 2024 年。

來碩長年深耕網通產品，持續開發高/低壓大電流產品，主要是和電信營運商合作，消費類是跟華碩做電競 router，一般消費類領域著墨較少。隨著 WiFi 7 技術問世，除配合原有的大客戶(佔其 90%)開發，來碩也有配合 Qualcomm(佔其 50%)、聯發科與瑞昱，預期 2H24 會逐步放量。相較 WiFi 6/6E，WiFi 7 系統也較複雜，帶動 PMIC 用量增加，預期 WiFi 7 PMIC 用量會增加至 20 幾顆，相較 Wi-Fi 6/6E 的 10 幾顆明顯增加。

USB Type C 方面，Type-C 在 iPhone 導入後、未來將作為主要數據傳輸技術，2024 年 USB PD 擴展功率範圍(Extend Power Rang，簡稱 EPR)，新增 28V、36V、48V 三種電壓，最大的輸出電流則為 5A，輸出功率最大來到 240W，Type C 受惠電壓升級，來碩都可提供相關產品，參與新產品送樣，也透過與業界配合，從 PC 周邊跨入 NB 整機(Ultrabook)市場。一台 NB 一般而言會有 4 個孔，其中 1~2 個為 Type C 孔，1 個 port 大概要 3 顆 PMIC，2024 年可望有營收貢獻。此外，SSD 也從 SATA 升級至 PCIe 4.0 對 PMIC 也有升級換代需求。

11/13/2023 愛普\*(6531 TT)宣布以新台幣 5 億元取得來碩 400 萬股股份、相當於 9.56%的部分股權，推動雙方在 3D 封裝電源管理應用上的深度合作，長期規劃朝高效運算(HPC)電源管理應用合作開發。高效能運算系統應用加大對低電壓、高功率的穩壓需求，愛普\*規劃更進一步切入電源管理的領域，積極整合並開發具有高功率密度的高效能功率傳輸架構。來碩表示愛普研發 3D 堆疊技術，將客製化記憶體與其他各式 IC 進行整合應用。來碩 PMIC 的製程約 0.18um~65nm 米，與愛普的 RAM、第三方的邏輯晶片共同封裝在 WoW 將是必須克服的挑戰。此外，來碩現在最大可以作到 20A，單顆 IC 到 20A 就到極限，AI 系統未來電流可能將從 20A 成長至 1,000A，PMIC 要疊加外，還要整合 GPU/CPU，因此散熱和更小的體積是重要，未來可能都要透過 3D IC 封裝解決，這項合作案需要 3~5 年才能看到成果。

來碩對 1H24 審慎樂觀，對 2H24 更有信心，希望能看到營收快速增長。來碩終端以歐美電信營運商為主，對電信營運商來說，WiFi 7 效能提升幅度比前幾代更為顯著，整體滲透率確實正在加速，即便是一般應用中，WiFi 7 的傳輸速度及功耗效率等特色都讓使用者相當有感，從產品設計及量產時

2024 年 3 月 6 日

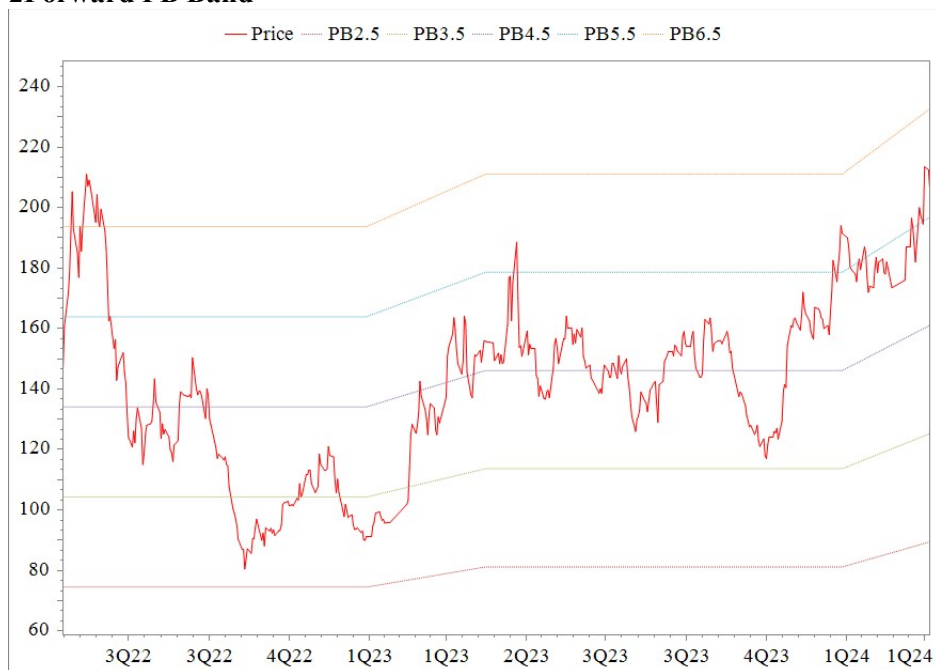
間表來看，WiFi 7 導入速度顯然比過往任一代 Wi-Fi 升級週期都快，對來碩的營收貢獻還是要看標案速度。預估來碩 2024 年營收 11.58 億元，YoY+13.20%，稅後淨利 2.71 億元，YoY+24.15%，稅後 EPS 6.37 元。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## 2Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整





# 個股報告

2024 年 3 月 6 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	1,034	1,513	1,592	1,807	1,951
流動資產	956	1,431	1,404	1,304	1,704
現金及約當現金	571	1,036	226	581	508
應收帳款與票據	183	185	165	265	154
存貨	178	194	181	257	140
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	35	36	158	162	163
<b>負債總計</b>	351	244	209	283	292
流動負債	349	244	204	253	245
應付帳款及票據	78	55	56	37	54
非流動負債	2	0	4	49	49
<b>權益總計</b>	683	1,270	1,383	1,525	1,659
普通股股本	367	412	425	425	425
保留盈餘	311	497	593	735	869
母公司業主權益	683	1,270	1,383	1,524	1,659
<b>負債及權益總計</b>	1,034	1,513	1,592	1,807	1,951

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	1,055	1,180	1,023	1,158	1,286
營業成本	526	611	551	603	673
<b>營業毛利淨額</b>	529	569	471	555	613
營業費用	180	215	208	247	270
<b>營業利益</b>	349	354	263	308	343
<b>EBITDA</b>	371	409	303	383	444
業外收入及支出	-3	19	-2	24	15
稅前純益	347	374	272	333	358
所得稅	71	78	54	61	66
稅後純益	276	296	218	271	292
稅後 EPS(元)	6.48	6.95	5.13	6.37	6.86
完全稀釋 EPS**	6.49	6.96	5.14	6.38	6.87

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 4.26【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 4.25 億元計算

## 比率分析

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

### 成長力分析(%)

營業收入淨額	65.96%	11.85%	-13.33%	13.20%	11.11%
營業毛利淨額	88.87%	7.45%	-17.13%	17.76%	10.56%
營業利益	113.90%	1.22%	-25.53%	17.06%	11.37%
稅後純益	101.46%	7.27%	-26.20%	24.15%	7.67%

### 獲利能力分析(%)

毛利率	50.16%	48.19%	46.08%	47.94%	47.70%
EBITDA(%)	35.14%	34.69%	29.64%	33.11%	34.50%
營益率	33.13%	29.98%	25.76%	26.64%	26.70%
稅後純益率	26.16%	25.09%	21.37%	23.43%	22.71%
總資產報酬率	26.68%	19.56%	13.73%	15.01%	14.97%
股東權益報酬率	40.39%	23.32%	15.80%	17.79%	17.60%

### 償債能力檢視

負債比率(%)	33.93%	16.10%	13.10%	15.64%	14.97%
負債/淨值比(%)	51.36%	19.18%	15.08%	18.54%	17.60%
流動比率(%)	274.09%	587.57%	686.51%	516.06%	696.71%

### 其他比率分析

存貨天數	88.96	111.04	124.23	132.63	107.63
應收帳款天數	57.10	56.93	62.41	67.67	59.34

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	309	299	276	942	-16
稅前純益	347	374	272	333	358
折舊及攤銷	24	37	42	107	107
營運資金變動	-114	-42	35	-195	246
其他營運現金	53	-70	-73	697	-727
<b>投資活動現金</b>	-36	-50	-971	-963	-243
資本支出淨額	-17	-41	-142	-67	-83
長期投資變動	10	0	-819	-584	-418
其他投資現金	-28	-9	-9	-311	258
<b>籌資活動現金</b>	46	217	-115	375	186
長借/公司債變動	0	0	0	44	0
現金增資	0	523	0	0	0
發放現金股利	-18	-110	-122	-130	-157
其他籌資現金	64	-196	7	460	344
<b>淨現金流量</b>	319	465	-810	354	-73
<b>期初現金</b>	252	571	1,036	226	581
<b>期末現金</b>	571	1,036	226	581	508

資料來源：CMoney、群益



# 個股報告

2024 年 3 月 6 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	281	256	219	257	283	264	245	282	324	306	270	321
營業成本	148	137	118	140	161	133	131	147	167	157	145	169
營業毛利淨額	133	119	100	117	122	132	114	134	157	149	125	152
營業費用	53	52	52	48	57	51	52	60	69	65	57	67
營業利益	80	67	49	69	65	81	62	74	88	84	68	85
業外收入及支出	9	1	0	7	11	-9	4	7	9	5	4	5
稅前純益	88	67	48	77	76	72	66	81	97	89	72	90
所得稅	17	14	9	17	15	12	11	19	16	15	12	21
稅後純益	72	53	39	59	61	59	55	62	80	74	60	69
最新股本	426	426	426	426	426	426	426	426	426	426	426	426
稅後EPS(元)	1.68	1.25	0.91	1.40	1.43	1.39	1.29	1.46	1.89	1.73	1.40	1.62

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	47.23%	46.53%	45.93%	45.59%	43.15%	49.81%	46.58%	47.66%	48.54%	48.65%	46.24%	47.38%
營業利益率(%)	28.32%	26.19%	22.23%	26.92%	22.95%	30.56%	25.28%	26.36%	27.24%	27.35%	25.24%	26.38%
稅後純益率(%)	25.50%	20.89%	17.75%	23.13%	21.53%	22.47%	22.31%	22.11%	24.80%	24.10%	22.16%	21.50%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-13.16%	-9.04%	-14.47%	17.54%	10.00%	-6.55%	-7.13%	14.83%	15.10%	-5.61%	-11.77%	18.71%
營業利益	-23.27%	-15.91%	-27.40%	42.34%	-6.21%	24.45%	-23.18%	19.74%	18.94%	-5.22%	-18.59%	24.09%
稅前純益	-20.15%	-23.57%	-28.58%	58.99%	-1.32%	-4.97%	-8.19%	22.68%	19.77%	-8.30%	-18.88%	24.17%
稅後純益	-14.48%	-25.49%	-27.34%	53.17%	2.41%	-2.44%	-7.80%	13.81%	29.10%	-8.30%	-18.88%	15.19%

## YoY(%)

營業收入淨額	7.58%	-19.63%	-31.56%	-20.59%	0.59%	3.35%	12.21%	9.63%	14.71%	15.86%	10.06%	13.78%
營業利益	-10.82%	-41.33%	-53.00%	-33.32%	-18.49%	20.62%	27.62%	7.36%	36.14%	3.69%	9.89%	13.88%
稅前純益	-1.73%	-40.79%	-55.11%	-30.69%	-14.36%	6.49%	36.88%	5.62%	28.19%	23.70%	9.30%	10.62%
稅後純益	-1.99%	-39.96%	-55.48%	-29.08%	-15.07%	11.19%	41.08%	4.83%	32.15%	24.22%	9.30%	10.62%

註1：稅後EPS以股本4.26億元計算

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。