

# 半導體 第四季財報檢視

## 關注 AI 相關類股以及低評價之記憶體族群

### 報告內文個股資訊

產業	公司	代碼	評等	目標價
晶圓代工	台積電	2330 TT	買進	890
晶圓代工	聯電	2303 TT	買進	57
CIS 元件 代工	采鈺	6789 TT	買進	420
封測	南茂	8150 TT	買進	52
測試介面	穎崴	6515 TT	買進	1,000
測試介面	旺矽	6223 TT	買進	370
IC設計	聯發科	2454 TT	買進	1,300
IC設計	聯詠	3034 TT	買進	670
IC設計	瑞鼎	3592 TT	買進	520
IC設計	譜瑞KY	4966 TT	買進	1,400
IC設計	瑞昱	2379 TT	買進	650
IC設計 服務/IP	創意	3443 TT	買進	1,800
IC設計 服務/IP	M31	6643 TT	買進	2,050
矽晶圓	環球晶圓	6488 TT	買進	675
設備	帆宣	6196 TT	買進	180
設備	崇越	5434 TT	買進	180
記憶體	南亞科	2408 TT	買進	90
記憶體	群聯	8299 TT	買進	780

### 劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

### 陳娟娟

Chuanchuan.Chen@yuanta.com

### 張智彥

Jorge.Chang@Yuanta.com

### 徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

### 李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

## 元大觀點

◆ 在 PC/手機急單挹注下，4Q23 多數產業營業利益優於預期。

◆ 已見需求回溫之初步跡象，各族群中 2Q24 營收季增幅前三高之族群為測試介面、記憶體、IC 設計。

◆ 子產業中推薦排序為為測試介面、記憶體、晶圓代工，推薦個股為台積電、聯電、群聯、南亞科、穎崴、旺矽等。

### 4Q23 PC/手機急單挹注，使中上游營業利益多優於/符合預期

1) 晶圓代工：僅先進製程營業利益優於預期，主因在智慧型手機以及 N3 貢獻營收。2) IC 設計：PC、面板、手機與伺服器 IC 業者營業利益優於預期，而網通 IC 業者則低於預期。3) IC 設計服務/IP：智原獲利優於預期主受惠於跌價損失迴轉，然產業仍受終端需求及客戶量產時程影響，大致低於預期。4) 封測：4Q23 營業利益優於預期，主因稼動率與產品組合改善越優於本中心預期。5) 測試介面：4Q23 營業利益低於預期，主因 PC/手機測試需求疲弱。6) 記憶體：南亞科、旺宏營業利益低於預期，南亞科、旺宏主因終端需求復甦較預期慢，群聯優於預期主因 NAND 漲價與高毛利產品表現優於預期。7) 設備：京鼎優於預期主因記憶體市況轉好及產能利用率轉佳，整體產業低於預期主要受客戶庫存調節影響，然台積電相關廠務工程仍具支撐。

### 需求回溫動能漸現，2Q24 以測試介面、記憶體產業季增幅最大

目前已見到需求回穩的早期跡象，預估晶圓代工業者 2Q24 營收將季增中個位數；PC/網通/面板 IC 族群預期將季增約低至中十位數，手機 IC 則因傳統淡季將季減 4.7%；封測業者因消費性急單陸續出現以及記憶體原廠稼動率緩步回溫，各家廠商 2Q24 營收預估將季增中個位數至低十位數，測試介面業者則為中高十位數；記憶體業者因 ASP 漲勢延續，出貨量回升，營收季增幅將達中高十位數；矽晶圓業者因營運表現落後於整體產業反映，8/12 吋矽晶圓遞延出貨，預估 1Q24 營收表現將呈個位數季減；設備業者因台積電相關廠務工程具有支撐，且逐漸看到記憶體市況轉好以及晶圓廠稼動率提升，預計 2H24 營運優於 1H24。

### 子產業中推薦排序為測試介面、記憶體、晶圓代工

考量本中心預估之 2024 年成長率與評價來看，本中心子產業推薦排序為測試介面、記憶體、晶圓代工。以族群中各類股來看，推薦測試介面之旺矽、穎崴；記憶體族群之群聯、南亞科；晶圓代工族群之台積電、聯電。

## 晶圓代工產業

### 4Q23 先進製程營業利益優於預期，成熟製程則低於預期

4Q23 台積電受惠於智慧型手機需求轉強與 N3 貢獻營收，營收/毛利率季減 14.4%/1.3ppts，營業利益率 41.6%，季持平，優於本中心預期 1.4ppts，成熟製程代工廠聯電與世界先進營收則分別季減 3.7%/8.4%，毛利率則分別季減 4ppts/3.5ppts，營業利益率分別季減 4.2ppts 至 22.6%/6.1ppts 至 9.7%，低於預期 1.4ppts/2.4ppts。其中台積電因產能利用率回升與匯率有利因素，營業利益優於本中心預期 4.9%，聯電/世界先進則因面臨終端需求較預期弱與中國同業價格競爭，營業利益分別低於預期 4.5%/19.26%。

### 1H24 存去化接近底部，12 吋晶圓代工價格相對穩定

目前已見到需求回穩的早期跡象出現，如 PC 和智慧型手機。12 吋晶圓代工價格仍維持穩定，但 8 吋因競爭加劇及需求疲弱使價格及 UTR 承壓。本中心預估台積電 1Q24/2Q24 營收將受惠於 IDM 客戶委外代工訂單以及 N3E 持續貢獻營收，將季減 7.8%/季增 5.9%，毛利率 53%/52.3%，季持平/季減 0.7ppts，主因 N3 稀釋毛利率，營業利益率 41.1%/40.5%，季減 0.5ppts/0.6ppts。聯電 1Q24/2Q24 營收預估將季減 6.4%/季增 6%，毛利率將季減 1.8ppts 季增 0.6ppts 至 30.1%/30.6%，主因雖陸續看到 PC/智慧型手機急單，但客戶仍謹慎控管庫存，營業利益率將季減 2.1ppts/季增 1ppts 至 21.5%。世界先進 1Q24/2Q24 營收則預估季減 5.7%/5.0%，毛利率季減 2ppts/季增 1.1ppts 至 25.9%/27.0%，1Q24 主因淡季因素，2Q24 主因急單挹注以及認列 LTA 收入，營業利益率 14.6%/16.7%，季減 2.6ppts/季增 2.1ppts。

### 2024 營運將溫和復甦；台積電為首選

2024 年受惠於總體經濟回溫，智慧型手機及 PC 新品推出，2Q24 起在 PC 換機潮的帶動下，預估台積電營收將顯著回升，2H24 預估 UTR 將回到 85%以上，主要受惠於 Apple、Qualcomm、聯發科等客戶的 N3E 營收貢獻。本中心推薦個股為台積電與聯電，首選為台積電因其 2Q24 將看到最為明顯之營收季成長，以及長期將為 AI 趨勢下最主要之受惠者。而在 8 吋成熟製程中，預估中國晶圓代工同業的價格競爭與 Power IC 客戶的降價壓力將延續至 1H24。

### CIS 元件代工

采鈺 4Q23 營收季增 2.8%/年減 1.9%，略優於本中心 5%/市場預期 4%，主受惠於智慧型手機補貨需求優於預期。然因產品組合不佳及折舊成本增加，毛利率季減 2.4/年減 16.5 個百分點至 11.6%，符合本中心及市場預期。EPS 0.11 元，季減 48.8%/年減 86.2%，劣於本中心預期 25%/市場預期 23%。展望 2024，鑒於中國 CIS 客戶拉貨增加，預估 1Q24/2Q24 營收季增 17%/21%，龍潭廠 CIS 產能將自 2Q24 起投產，將有利於營收及毛利率展望，後續預期將持續受惠於 CIS 能見度提升以及產能利用率轉佳，1Q24 毛利率有望季增 11.9 個百分點至 23.5%。

### PC/NB 相關 IC

譜瑞 4Q23 營業利益低於本中心預期 7%，主因存貨跌價損失、美系客戶拉貨疲弱與產品組合不利影響(高速傳輸業務比重下降)。預估 1Q24/2Q24 營收季減 5.6%/季增 21.1%，毛利率季增 0.8ppts/季增 1.8ppts 至 44%/45.8%，營業利率季減 0.7ppts/季增 2.4ppts 至 15.2%/17.6%。管理層預期 2024 年 PC 出貨量年增 5-10%，除看好換機潮，亦與 OEM 於設計階段以滿足 AI PC 高頻寬需求。本中心認為 1H24 訂單能見度有所改善，推測主因為美系客戶拉貨回溫。基於 1) 1H24 營運回歸成長軌道確立；2) 企業資本支出回升有助高階 PC 需求；3) AMOLED TCON 與 PCIe 5/USB 4 新品放量下有助產品組合轉佳維持對今年營運正向展望。

瑞昱 4Q23 營收 226 億，季減 15%/年減 4%，符合本中心預期/低於市場預期 8%；毛利率季增 2.7/年增 1.1 個百分點，優於本中心預期 0.6/低於市場預期 1.8 個百分點；營業利益季減 42%/年減 35%，低於本中心預期 41%/低於市場預期 37%，主因營收規模縮小、一次性之法律費用與光罩費用增加，致使費用率季增 5 個百分點；業外利益 11.6 億，主因處分投資公司獲益、金融資產評價利益增加以及認列廠商賠償收入；EPS 4.25 元，季減 15%/年減 2%，低於本中心預期 9%/低於市場預期 3%。儘管 4Q23 營收動能仍受淡季、標案需求平淡、客戶備貨保守而表現低於預期，然而毛利率隨著庫存減損大幅收斂而有顯著回升。本中心預估 1Q24/2Q24 營收 QoQ 分別為+8%/+13%，主要來自供應鏈庫存水位恢復、PC 急單以及中國電信市場大規模標案開出。中長期以網通規格/基建升級、新應用領域擴展為重要動能，包括 WiFi 6 世代交替、2.5G 乙太網路、管理型 Switch 等應用；另外，ARM Neoverse CSS 平台將瑞昱納入生態系合作伙伴，可望帶進 AI Server 或高階應用之商機，具想像空間。

義隆 4Q23 營收季減 11%/年增 58% 至 31.1 億元，優於本中心預期 3.4%，符合市場預期，自去年第二季開始有急單貢獻；毛利率分別季減 0.3 個百分點/年增 7.8 個百分點達 46.9%，低於本中心/優於市場預期約 0.3/2.2 個百分點，其中來自存貨跌價損失收斂至 820 萬元、OPM 季減 3.4 個百分點達 23.3%。營業利益 7.3 億元，季減 22.3%/年增 3686.6%，優於本中心/市場預期 8.7%/7.4%，業外淨損失 6700 萬元，主要來自匯損、金融評價損失等。4Q23 各產品線皆呈現季減，其中以觸控螢幕/MCU 季減 2 成以上最為疲弱，主要受到 2Q~3Q23 提前備貨。預估 1Q24/2Q24 營收 QoQ 分別為-0.4%/+7.1%，第一季為淡季，但受到短單挹注加上 AI PC 重啟拉貨，營收具支撐。義隆未來成長動能將來自 NB 規格升級、新功能 IC 包括 Haptic、AI 資安意識提高帶動 MOC IC，唯主要 AI PC 效益預計落在 2025 年，看法維持中性。

## 伺服器相關 IC

信驊 4Q23 營收 9.8 億元，季增 24%/年減 26%，大致符合本中心及市場預期。毛利率達 64.3%，季增/年減 1.8/0.5 個百分點，優於本中心/市場預期 1.2/0.7 個百分點，係因產品組合改善偏重於 Cupola 360。然獲利 3.1 億元，季增 15%/年減 35%，分別低於本中心及市場預期 4%及 22%，主要受匯損 2,400 萬元拖累。受惠 CSP 對於 AST 2600、mini BMC 回補庫存需求持續，本中心預期信驊 1Q24/2Q24 營收將季增 0.4%/10.5%。長線將持續受惠伺服器潛在商機，非 BMC 營收占比增加也將提升信驊獲利能力。

## 手機相關 IC

聯發科 4Q23 營收季增 18%至 1,296 億元，受惠智慧型手機需求復甦，旗艦型智慧型手機 SoC 市場份額提升。產品組合佳，帶動毛利率季增 0.9 個百分點至 48.3%。在業外投資收益成長下，每股盈餘達 16.15 元。4Q23 營收、毛利率、每股盈餘分別優於市場預期 3.9%、1.0 個百分點、23.4%；優於本中心預期 4.2%、1.0 個百分點、16.4%。展望 2024 年，整體預估 1Q24/2Q24 營收季減 4%/5%，主要成長動能來自旗艦型智慧型手機，除了現有中國代工客戶如 Vivo 規劃採用新 3nm 天璣 9400 系列產品，韓系平板也將採用其旗艦型 SoC 產品，有望提升聯發科市佔率；在 Smart Edge 業務方面將因客戶庫存修正告終，1Q24 將呈現季持平。

## 面板相關 IC

### 4Q23 聯詠/瑞鼎營業利益分別優於預期 4.7%/16.3%

4Q23 聯詠營收達 271.5 億元，季減 6%，毛利率季減 0.7 個百分點至 41.5%，超越前次財測 (38.5-40.5%)上緣，亦優於本中心預估之 40.1%，主因) 存貨跌價回升及 2) NRE 因素 (兩者貢獻毛利率 1.6 個百分點)。4Q23 瑞鼎營收季減 2.1%至 49.2 億元，毛利率季增 1.2 個百分點至 30.5%，營業利益達 5.2 億元，優於本中心預期 16.3%，主因 SMDDI 營收優於預期且營業費用控管得宜。

### 2Q24 進入備貨旺季，預估聯詠與瑞鼎營收將分別季增 10.2%/10.5%

展望 2Q24，在手機客戶新品備貨需求下，族群營收預估將季增高個位數至低雙位數。預估聯詠 1Q24/2Q24 營收季減 10.7%/季增 10.2%，毛利率季減 1.1ppts/季增 0.6ppts 至 40.4%/41%，營業利益率季減 2.0ppts/季增 3.5ppts 至 21.2%/24.7%，瑞鼎營收則季減 11.8%/季增 10.5%，毛利率季減 0.5ppts/季增 0.5ppts 至 32.6%/33.0%，營業利益率季減 3.2ppts/季增 2.0ppts 至 10.8%。反映智慧型手機新品以及新客戶備貨需求。

### 2024 因下游備貨與新品發行，面板需求有望回升；聯詠為首選

展望 2024 年 DDI 業者主要成長動能將來自中系中低階手機 OLED 滲透率提升以及車用 TDDI 需求成長，預估 2024 年 Android AMOLED 手機滲透率將自 43%提升至 49%。其中首推聯詠，主因 1) DDI 降價壓力逐步減緩；2) 2024 年中系中低階手機逐步導入 AMOLED 將帶動聯詠 SMDDI 產品組合轉佳；3) 其領先之 AMOLED DDI 技術，以及車用 DDI/SoC/VR 產品線長期仍呈現成長趨勢。族群中本中心推薦聯詠與瑞鼎，聯詠主因其技術領先優勢，將成為台廠中受惠於安卓手機 AMOLED 滲透率提升與中國面板廠市占率提升之最大受益者，瑞鼎主因中系客戶 AMOLED DDI 訂單有望帶動 SMDDI 營收年增 59%，並有利產品組合改善。

### IC 設計服務

IC 設計服務業者整體營收變化受開案時程及客戶量產所影響，相對受終端需求及景氣的影響有限。受惠中長期 AI 應用擴大及 ASIC 委外趨勢明確，本中心預期 IC 設計服務產業 1Q24/2Q24 營收將分別季減 8%/季增 15%。

創意 4Q23 營收 QoQ、YoY 分別衰退 7%、22%，其中 NRE/Turnkey QoQ 分別為-27%/-1%、YoY 分別為-31%/-17%，整體營收表現低於本中心/市場預期約 8%/5%，營收低於預期主因 Turnkey 需求低於預期。毛利率季減 3.4 個百分點達 28.5%，低於本中心/市場預期約 1.5/1.1 個百分點，主因為 NRE、Turnkey 案件利潤率較上季下滑。營業利益季減 25%，劣於元大/市場預期約 14%/13%，業外淨收益 0.11 億元，本季 EPS 5.31 元/季減 30%，分別低於本中心/市場預期約 15%/17%。4Q23 Turnkey 動能疲弱則主要受企業級 SSD、Networking 庫存調整影響。展望 2024，北美新案 1Q24 進入量產，去年其中一個 N5 修改案預計在 2Q24 ship out，加上去年多個 NRE 案子遞延至 2H24，預估 ship out 效益落在 2025。本中心預估 2024 年 AI 占比將由去年 8%提升至 15-20%，1Q24/2Q24 營收 QoQ -7%/+14%。

智原 4Q23 營收季減 5%/年減 13% 至 28.2 億元，約持平本中心/市場預期，本季度營收呈現減少，主因占比大之 MP 業務客戶調節庫存。毛利率季減 2.7 個百分點/年減 1.7 個百分點至 45.9%，略優於本中心/市場預期約 1.7/1.4 個百分點，主要受惠於存貨跌價損失迴轉。本季 EPS 下滑至 1.29 元，低於本中心/市場預期 1%/3.4%。展望 1Q24/2Q24，預期整體營收分別季減 8%/季增 16%，1Q24 IP 呈現略微季減、NRE 將呈倍數成長，主要動能來自 14nm 以下之 Auto 新接案，預估 2Q24 會再創新高；MP 將季減，受到客戶清理庫存因素而估計季減幅達 2 成（利基型應用生命週期長，客戶先前下的長單遞延，使庫存調整期拉長）；長期看來 FinFET、ARM Neoverse 短期貢獻不大，本中心看法維持中性。

### IP 矽智財

IP 矽智財業者 4Q23 營收季增 16%、年增 2%，權利金營收已由谷底逐步復甦。本中心預期 IP 矽智財產業 1Q24/2Q24 營收將分別季減 15%/季增 14%，隨 IC 庫存調整效應淡化下半年 HoH 有望呈現 10-15%之成長。

M31 4Q23 營收 5.19 億，季增 20%/年增 6%，優於本中心預期 9.3%/符合市場預期，其中授權金成長主要來自晶圓廠新製程平台開出而季增近 4 成，權利金則受到中國客戶包括 DDI、PMIC 需求疲弱而季減近 5 成；營業利益季增 16%/年減 18%，因在印度設立海外研究中心，營業費用率季增 1.2 個百分點，使得營業利益率達 32.5%；稅後淨利季減 27%/年減 28%，主因去年底台幣強勢，業外產生匯兌損失 4900 萬元；EPS 3.28 元，季減 27%/年減 28%，低於本中心預期 12%。

1Q24 授權金來自晶圓廠開案動能強勁，惟權利金仍受到晶圓廠產能利用率、中國市場復甦緩慢及新案驗證時程影響，預估 1Q24/2Q24 營收季減 28%/季增 21%，且為因應更多接案，估計 2024 全年費用增幅約 15~20%，展望持審慎態度。雖 2024 營運受壓抑，然本中心正向看待 2025 年 AI/HPC/5G 應用推升之下，FinFET 效益更為強勁，可望達到更大營運槓桿效果。

力旺 4Q23 營收季增 14.2%/年減 0.4% 至 9.03 億元，優於元大/市場預期約 9%/4%，其中來自新製程、新應用轉量產，使得 NeoFuse 權利金表現強勁。營業利益季增 29.3%/年減 0.9% 至 5.4 億元，優於元大/市場預期約 24%/9%；營業利益率季增 7.0 個百分點達 60%，優於元大/市場預期 7.2/2.8 個百分點；本季業外匯損 9500 萬元，使 EPS 季減 0.6%/年減 6%至 5.41，優於元大預期約 6%/劣於市場預期約 6%。預估 1Q24/2Q24 營收 QoQ -7%/+11%，PUF based IP 持續在

IOT/AI/FPGA/DPU 等發展，目前成功應用於美國 HPC 客戶相關應用，PUF/MTP 皆有助 content value 提升，惟權利金效益落在 2025 年。

晶心科 4Q23 營收分別季增/年增 64%、32%，優於本中心/市場預期 35%/30%，營收表現較預期強勁主因年底入帳旺季及來自北美 CSP、AX65 系列新品效益等，權利金動能亦因客戶拉貨動能改善而回溫。然由於費用因人力擴編、研發費用等因素呈季增 32%，使得公司營運未達規模經濟呈虧損局面。2023 年全年營收年增 14%、費用年增 33%，大幅墊高損平門檻，加上 4Q23 台幣由貶轉升，EPS -2.03 元。儘管 RSIC-V 具開放性、低功耗、低成本等特性，除 X86、ARM 外最被市場看好 CPU 指令集架構，然軟硬體生態建立仍須時間累積，估 2025 年 CPU Core 滲透率可望達 10%，預估晶心科 1Q24/2Q24 營收 QoQ -41%/+20%。

### 4Q23 營業利益多優於預期，主因稼動率回升

4Q23 日月光投控營業利益優於本中心預期 9.1%，其中營收季增 4.2%，主因受惠 EMS 業務旺季及 IC-ATM 業務產能利用率提高，毛利率 16%，季減 0.2 個百分點，主因 EMS 營收比重提升。4Q23 力成營業利益優於本中心預期 15.7%，主因稼動率回升與產品組合改善。4Q23 南茂營業利益優於預期 52.3%，主因電費成本下降優於預期以及 NAND Flash / DRAM 訂單回溫。

### 展望 1H24 庫存去化現象已止穩，客戶需求緩步回升

展望 1H24，本中心認為庫存去化已有止穩現象，然因客戶仍未看到明顯需求復甦，因此投片活動仍顯謹慎，預期日月光投控 1Q24/2Q24 營收將季減 18%/季增 5%，毛利率將季減 1.4ppts/季增 1.9ppts 至 14.6%/16.5%，營業利益率將季減 2.3ppts/季增 2.2ppts 至 5.1%/7.3%。預期海外記憶體原廠下半年投片將緩步上升，力成 1Q24/2Q24 營收預估將季減 8.1%/季增 12.3%，毛利率將季減 3.6ppts/季增 1.6ppts 至 16.9%/18.5%，營業利益率計減 3.5ppts/季增 1.9ppts 至 10.1%/12%。南茂則因國內 DRAM/NAND 封裝/DDI 訂單回溫，預估營收將季減 12.5%/季增 10.8%，毛利率將季減 4.6ppts/季增 2.9ppts 至 15.5%/18.4%，營業利益率季減 4.4ppts/季增 3.4ppts 至 8.1%/11.5%。

### 2024 年預期營收將重回年增，主因整體需求復甦，主推南茂

展望 2024，隨著 2H24 消費性需求復甦，將有利於日月光投控 UTR 及 ASP 回升。而力成因 1) 消費性電子客戶庫存調整結束；2) 記憶體原廠稼動率緩步提升，預期 2H24 UTR 將回升至 80%。另外公司也明確指出 2024 年 1) 先進封測新業務 (FCBGA/CIS-CSP/Power module/PoP/FOPLP/HBM) 量產時間點；2) 邏輯 IC 業務今年將成長 25-30%。此外，南茂則有望隨 DDIC 庫存降至健康水準下以及記憶體封測定單延續，稼動率有望於 2Q24 回升至 65~70%，並於 2H24 回升至 70% 以上水準。

## 測試介面

### 4Q23 營業利益低於預期，主因 PC/手機測試需求疲弱

4Q23 精測本業由虧轉盈，但仍低於本中心預期之獲利 4 千 4 百萬元，主因營業費用率 48.5% 高於本中心預期之 43.8%。穎威 4Q23 營業利益 0.7 億元，低於本中心預期 47%，主因 1) PC & Gaming 業務持續疲弱；2) HPC 客戶拉貨亦在年底放緩。旺矽 4Q23 營業利益優於預期 7.7%，主因高毛利設備業務提前認列所致。

### 消費性訂單回溫下，2Q24 測試介面業者營收預估季增中至高十位數

展望 2Q24，精測受惠於中系手機備貨需求與台系客戶訂單回溫，預估 1Q24/2Q24 營收將季減 14.6%/季增 14.7%，營業利益率季減 9.4ppts/季增 10.7ppts 至 14.5%/11.5%。穎威營收則預估將季增 33.6%/19.7%，營業利益率季增 5.3/7.4ppts 至 15.1%/22.5%，主因 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。旺矽 1Q24/2Q24 營收則預估將季減 15.6%/季增 13.2%，營業利益率季減 1.4ppts/季增 2.3ppts 至 16.4%/18.7%，主因 VPC 客戶訂單回溫以及設備客戶重啟拉貨。

### 2024 年預期營收將重回年增，主因整體需求復甦，首推穎威

展望 2024，預估在半導體市況回溫下，測試介面業者營運將回溫，推薦穎威以及旺矽。首推穎威主因 2024 年公司成長動能並未改變，如 1) 美系客戶獨顯卡 (dGPU) 新品：公司為 VPC 主力供應商，Socket 業務亦將受惠；2) 主要 HPC 客戶多項 GPU 出貨：評估 Coaxial Socket 產品將主要受惠；3) 手機與網通明年動能將逐步上升。推薦旺矽主因看好長期受惠於 1) 歐美先進製程需求上升提供 AST/Thermal 業務動能與 2) 網通/SSD Controller/AMOLED 應用帶動探針卡業務回溫。推薦穎威主因 1) 低基期之 PC/手機需求回升；2) 伺服器拉貨將於 2024 年回溫，加上 CoWoS 產能逐步開出，有利其兩大客戶對於 Coaxial Socket 需求提升。

### 4Q23 南亞科、旺宏營業利益皆低於預期，群聯則優於預期

台灣記憶體廠中，南亞科 4Q23 營收優於預期 6.8%，不過為發展 1B 產品線使營業費用率 32.9% 高於本中心預期之 28.4%。旺宏 4Q23 營收低於預期 19.5%，本業虧損 11.5 億元，高於本中心預估之虧損 4.3 億元，低於預期主因主因 ROM/車用 NOR 出貨量低於預期與 ROM 產品組合轉差 (中低容量比重上升)。群聯 4Q23 營業利益優於本中心預期 21.9%，主因 1) NAND 漲價帶動存貨跌價利益 (貢獻毛利率 1.4 個百分點)；2) 業外投資利益 8.4 億元 (貢獻稅前 EPS 約 4.2 元)，主要為宏芯宇貢獻，優於原先本中心預估之損平邊緣；3) 稅率僅 5%，推測受惠於投資研發抵減。

### 2Q24 預期利基型 DRAM 將緩步復甦，NOR Flash 則仍持續進行庫存調整

預期 2Q24 記憶體原廠將緩步提升稼動率，不過在 1) 伺服器新平台將帶動 Server DRAM/Enterprise SSD 拉貨回升；2) 傳統消費性電子旺季備貨需求帶動 PC/手機拉貨回升之下，原廠庫存金額將持續下降。預估 1Q24/2Q24，南亞科營收將季減 3.6%/季增 9.7%，本業虧損收斂至 16.2/13.6 億元。群聯營收季減 5.9%/季增 10.4%，營業利益率季減 0.3ppts/季增 1.7ppts 至 9.5%/11.2%。旺宏營收季增 4.4%/5%，營業虧損收斂至 10.3/6.7 億元。

### 1H24 DRAM/NAND 漲價趨勢明確，惟須觀察 2H24 終端需求復甦幅度，主推群聯、南亞科

展望 2024 年，本中心預估消費性電子需求將溫和回升，預期 1H24 產業仍呈現弱復甦格局。本中心認為後續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，尤其是利基型 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，才將帶動 DRAM/NAND 需求提升。因此，本中心目前預期今年記憶體漲價幅度將較為平緩，推薦群聯與南亞科，群聯係因 NAND 漲價趨勢持續、高階產品挹注獲利以及車用模組/PCIe 5 Server 之機會，南亞科係因 DDR5 及 HBM 需求將排擠原廠利基型記憶體供給。

## 矽晶圓

矽晶圓業者 4Q23 營收季減 4%、年減 12%，主要反映半導體供應鏈進入庫存調整、晶圓廠縮減資本支出等負面效應。其中 12”、LTA 覆蓋率高的公司 DOI 波動相對較小且存貨處於健康水位狀態，反之，中小尺寸、LTA 覆蓋愈低的公司，DOI 高於產業平均水準，受到供應鏈存貨調整的衝擊相對較明顯。

根據 Sumco 估計 2024/25 年供過於求幅度略微收斂至 122%/108%，基於上修 2024 年需求 8%至年增 1%，供給面則維持年增 2%。然本中心預期 2024/25 年需求成長 3%/17%、供給 2.3%/5.1%，推估供過於求比 120%/108%。與上一波最大差異為行業別 LTA 覆蓋率大幅提升、新廠亦受 LTA 保障，使得矽晶圓廠面臨下行循環週期的衝擊減緩不少。中長期看好半導體成長新動力包括車用、5G、AI、HPC、數據中心、再生能源等創新應用，營運將重返高峰。

環球晶 4Q23 營收季減 4%/年減 9% 至 168 億元，略低於本中心及市場預期；毛利率分別季減 2.1%/年減 8.2 個百分點至 34.5%，低於本中心/市場預期約 1.3/1.6 個百分點，主要受各國能源成本、折舊費用提高衝擊；營業利益季減 19%/年減 38%至 39.2 億，低於本中心/市場預期約 15%/15%，營業利益率分別季減 4%/年減 11 個百分點至 23.4%，低於本中心/市場預期約 3.7/3.8 個百分點；業外淨收益約 17.76 億元，其中主要來自 Siltronic 評價利益、利息收入等挹注；本季 EPS 為 10.2 元，季減 20%/年減 23%，低於本中心/優於市場預期 2%/18%。目前一線客戶營運持續好轉、庫存改善，惟速度仍為緩慢，預估 1Q24/2Q24 營收將分別季減 5%/季增 6%。

## 半導體設備

半導體設備業者 4Q23 營收季增 5%、年減 6%，整體產業乃根據工程進度或設備出貨時程入帳，因而以營收 YoY 方向作為觀察。SEMI 預估 2024 年全球前段半導體設備支出 YoY 將成長 15-16%，中長期受惠車用、AI/HPC 等相關應用擴大及客戶持續戰略性投資推升產業趨勢向上；另外，半導體供應鏈受到晶片斷鏈、地緣政治風險，使得各國政府興起自建供應鏈。因而先進製程、自主供應鏈二大趨勢為推升半導體設備的中長期成長動能。

帆宣 4Q23 營收 QoQ、YoY 分別下滑 12%、4%，優於本中心及市場預期，主因第四季為工程認列之高峰；其中毛利率季減 1 個百分點達 8.5%，低於本中心及市場預期 0.7/1.1 個百分點，主因產品組合及海外廠工程案利潤較偏低，費用率季減 0.5 個百分點達 4.9%，使得營益率季減 0.5 個百分點達 3.7%，低於本中心及市場預期 0.5/1.1 個百分點。然業外淨損失 1.32 億元，主要來自匯兌損失 >2 億元等，本季 EPS 1.6 元，低於本中心及市場預期約 37%/35%。

預估 1Q24/2Q24 營收分別季減 7%/5%，第一季主要成長來自台積美國廠工程認列，季減個位數優於過往季減 1-2 成之淡季效應。2024 年隨著半導體庫存調整結束、新興應用帶動設備需求回溫，2025 年來自景氣復甦、新興應用更為強勁，搭配多家晶圓廠開出，本中心看法正向。

京鼎 4Q23 營收季增 14%/年減 19%，優於本中心/市場預期 5%/7%，其中毛利率季增 2 個百分點達 27.4%，優於本中心/市場預期 1.9/1.5 個百分點，主因為營收規模擴大、產品組合轉佳等因素。業外淨收益 7700 萬元，主要包括處分基金利益 1.7 億元/佔獲利貢獻近 3 成，EPS 5.2 元，季增 7%/年增 21%，優於本中心/市場預期 50%/34%。預估 1Q24 受到工作天數影響，估計營收季減 3%，其中設備代工呈現季持平、年減趨勢，自主開發受到客戶驗證時間影響，估計呈季減、年減。預估 2Q24 營收季增 9%，2H24 營運將優於 1H24，主受反映記憶體市況好轉、晶圓稼動率上升。

崇越 4Q23 營收季減 2%/年減 9%，低於本中心/市場預估約 6%，主要受到客戶仍處存貨調整階段、稼動率下滑而使得原材料需求偏弱；毛利率季減 0.9/年增 1 個百分點達 13%，略低於本中心預估 0.2 個百分點，主要受到產品組合及工程本身毛利率轉差所影響，營業利益季減 15%/年增 6%，低於本中心/市場預估 9%/3%；EPS 3.43 元，季減 20%/年增 12%，低於元大/市場預期 14%/11%。1Q24 雖然庫存調整高峰已過、惟景氣復甦較預期緩慢，但目前已見記憶體、晶圓廠稼動率逐漸好轉中，預期 1Q24/2Q24 營收 QoQ 分別-4%/+7%，目前仍在消化庫存，營運處谷底，預期轉折點落在 1H24，看好 2H24 全面復甦，其中半導體材料、工程分別成長 5~10%、上海崇越及綠能高於平均水準，2025 年更將受惠新興應用、晶圓新產能開出、矽晶圓 LTA 漲價效益等，樂觀看待其營運。

## 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。

### 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，為於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>.