



## 穩懋

(3105.TW/3105 TT)



## 增加持股 · 維持

收盤價 April 26 (NT\$)	142.5
12 個月目標價 (NT\$)	185.0
前次目標價 (NT\$)	190.0
調降 (%)	2.6
上漲空間 (%)	29.8

## 焦點內容

- 1Q24 毛利率低預期。
- 2Q24 營收將季增 11-14%，毛利率穩健至 25%。
- 2024 年非 3D 感測營收將佔整體光學 20%以上。

## 交易資料表

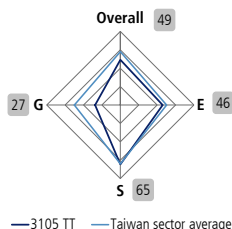
市值：(NT\$bn/US\$mn)	60.41 / 1,854
流通在外股數 (百萬股)：	423.9
外資持有股數 (百萬股)：	99.07
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.44
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	121.0 - 181.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-7.8	17.8	-10.9
相對表現 (%)	-19.6	-7.4	-41.8

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.08A	1.52A	0.83A	(0.18)A
2023	(0.95)A	(0.23)A	0.08A	0.91A
2024	0.96F	1.12F	1.82F	2.35F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

## 凱基投顧

林祐熙  
886 2 2181 8725  
jacklin.lin@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 2Q24 手機與 Wi-Fi 穩健回升

## 重要訊息

公司舉辦線上法人說明會並公布 1Q24 財報，營業淨利 1.84 億元，低於市場預期營業淨利 2.8 億元、但受業外挹注下每股盈餘 0.96 元優於共識每股盈餘 0.62 元。

## 評論及分析

**1Q24 毛利率低預期。**在淡季效應下，產品組合除了 Wi-Fi 呈現季增外，其餘皆呈現下滑，optical 因美系客戶拉貨旺季已過下滑最大；而利用率季減 5 個百分點至 55%、產品組合、投資海外公司股價波動影響(2.4 百分點)，使毛利率季減 7 個百分點達 22.4%低預期 25%；業外貢獻 1.25 億，主要是贖回 ECB 利益 2.54 億貢獻。

**2Q24 營收管理層預估將季增 11-14%，毛利率穩健至 25%。**管理層認為 Cellular 與 Wifi 呈季增、基礎建設小幅季減，optical 則季減幅略高。

**手機與 Wi-Fi 景氣仍需逐季確認。**摘要如下：(1) 2024 年非 3D 感測營收將佔整體光學 20%以上。(2) 1Q24 營業費用含包含年度獎金發放，而 2024 折舊年持平，資本支出 30 億不變。(3) Wi-Fi 手機與路由器在 6E 及 7 需求皆大幅提升，手機中 6E 需求集中於單一大客戶，路由器中在 6E 及 7 產品比重亦有提升。(4) 衛星占比低個數，中低軌道衛星未來將帶動不錯成長。LiDAR 客戶則來自於中國及歐美供應鏈。(5) Cellular 與 Wi-Fi 客戶無重疊，Wi-Fi 中手機與路由器客戶亦無重疊。

## 投資建議

我們預期手機需求緩步回升，Wi-Fi 7 出貨亦逐漸放大，3D 感測下滑趨勢走穩，但其他光學將逐漸攀升，維持「增加持股」評等，調整目標價至 185 元，相當於 2024-25 平均每股盈餘 25 倍本益比。

## 投資風險

5G PA 及 3D sensing 應用滲透率不如預期。

## 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	26,182	18,334	15,836	21,418	24,088
營業毛利 (NT\$百萬)	9,770	4,725	3,469	5,837	7,394
營業利益 (NT\$百萬)	6,423	1,484	(56)	2,572	3,956
稅後淨利 (NT\$百萬)	5,455	1,802	(80)	2,647	3,609
每股盈餘 (NT\$)	12.90	4.25	(0.19)	6.24	8.51
每股現金股利 (NT\$)	8.00	2.50	-	4.00	5.50
每股盈餘成長率 (%)	(16.5)	(67.0)	(104.4)	0.0	36.3
本益比 (x)	11.0	33.5	N.A.	22.8	16.7
股價淨值比 (x)	1.7	1.8	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	4.7	9.3	10.7	6.7	5.4
淨負債比率 (%)	34.9	50.8	49.4	41.5	29.1
殖利率 (%)	5.6	1.8	0.0	2.8	3.9
股東權益報酬率 (%)	15.8	5.3	(0.2)	7.5	9.4

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 1Q24 財報公佈及 2Q24F 財測修正暨市場共識比較

百萬元	1Q24					2Q24F				
	實際數	凱基預估	差異(%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	市場共識	差異(%)
營收	4,442	4,310	3.1	4,318	2.9	5,024	4,429	13.4	4,757	5.6
毛利	995	1,103	(9.8)	1,083	(8.1)	1,274	1,245	2.3	1,265	0.7
營業利益	184	306	(39.9)	279	(34.0)	461	319	44.4	439	5.1
稅後淨利	407	364	11.7	270.4	50.5	474	396	19.6	419	13.2
每股盈餘(元)	0.96	0.86	11.7	0.62	55.6	1.12	0.94	19.6	0.97	14.8
毛利率(%)	22.4	25.6	(3.2)ppts	25.1	(2.7)ppts	25.4	28.1	(2.8)ppts	26.6	(1.2)ppts
營利率(%)	4.1	7.1	(3.0)ppts	6.5	(2.3)ppts	9.2	7.2	2.0 ppts	9.2	(0.0)ppts
淨利率(%)	9.2	8.5	0.7 ppts	6.3	2.9 ppts	9.4	9.0	0.5 ppts	8.8	0.6 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2: 2024-25 財測修正暨市場共識比較

百萬元	2024F					2025F				
	修正後	修正前	調幅(%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	市場共識	差異(%)
營收	21,418	20,449	4.7	20,450	4.7	24,088	23,071	4.4	23,044	4.5
毛利	5,837	6,390	(8.7)	5,811	0.4	7,394	7,704	(4.0)	7,202	2.7
營業利益	2,572	2,720	(5.4)	2,375	8.3	3,956	3,958	(0.1)	3,692	7.2
稅後淨利	2,647	2,733	(3.1)	2,049	29.2	3,609	3,726	(3.1)	3,160	14.2
每股盈餘(元)	6.24	6.45	(3.1)	5.09	22.7	8.51	8.79	(3.1)	7.45	14.3
毛利率(%)	27.3	31.2	(4.0)ppts	28.4	(1.2)ppts	30.7	33.4	(2.7)ppts	31.3	(0.6)ppts
營利率(%)	12.0	13.3	(1.3)ppts	11.6	0.4 ppts	16.4	17.2	(0.7)ppts	16.0	0.4 ppts
淨利率(%)	12.4	13.4	(1.0)ppts	10.0	2.3 ppts	15.0	16.2	(1.2)ppts	13.7	1.3 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3: 同業比較 – 投資評價

公司	代號	市值	股價	EPS (當地貨幣)			PE (x)			PB (x)			ROE (%)			股息殖利率 (%)		
		美金百萬元	當地貨幣	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
Foundry																		
穩懋	3105 TT	1,854	142.50	(0.19)	6.24	8.51	N.M.	22.8	16.7	1.78	1.65	1.50	(0.2)	7.5	9.4	N.A.	2.8	3.9
宏捷科技	8086 TT	784	130.00	0.42	4.40	5.18	309.5	29.5	25.1	3.41	3.17	3.05	1.1	9.9	9.7	0.8	2.5	2.4
環宇-KY	4991 TT	100	29.00	(7.18)	N.A.	N.A.	N.M.	N.A.	N.A.	1.08	N.A.	N.A.	(23.7)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
EPI-wafer																		
全新光電	2455 TT	812	143.00	2.43	4.47	5.59	58.8	32.0	25.6	8.61	7.34	6.50	14.6	24.3	26.9	1.5	2.2	3.3
IQE	IQE LN	350	29.10	(0.03)	(0.02)	(0.01)	N.M.	N.M.	N.M.	N.A.	186.5	218.8	N.A.	(14.0)	(15.0)	N.A.	N.A.	N.A.
Soitec	SOI FP	3,517	91.75	4.86	4.50	7.07	18.9	20.4	13.0	2.20	1.97	1.71	13.0	11.0	14.8	N.A.	N.A.	N.A.
IET-KY	4971 TT	70	61.90	0.23	2.02	N.A.	269.1	30.6	N.A.	1.37	N.A.	N.A.	0.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
聯亞光電	3081 TT	348	123.50	(2.31)	0.67	7.15	N.M.	183.0	17.3	2.94	2.93	2.85	(5.1)	1.6	16.7	0.4	0.4	4.9
IDM																		
Skyworks	SWKS US	16,518	102.95	6.17	6.89	8.13	16.7	14.9	12.7	2.70	2.64	2.48	17.0	15.4	17.3	2.6	2.7	2.8
Qorvo	QRVO US	11,074	114.70	6.05	7.66	9.53	19.0	15.0	12.0	3.12	2.93	2.64	15.2	17.2	18.3	N.A.	N.A.	N.A.
Broadcom	AVGO US	599,862	1,294.42	33.93	47.06	57.71	38.1	27.5	22.4	22.34	9.12	6.97	60.3	38.8	36.3	1.6	1.6	1.8
Murata	6981 JP	37,080	2,867.0	116.6	137.9	162.5	24.6	20.8	17.6	2.16	2.05	1.92	8.9	10.1	11.2	1.9	1.8	2.0

資料來源：Bloomberg；凱基

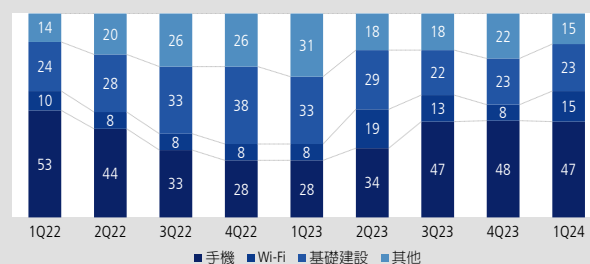
圖 4: 公司概況

穩懋成立於 1999 年，為全球第一家純六吋砷化鎵晶圓廠。公司旗下設有先進的砷化鎵晶圓廠，能針對日益增加的需求提供低成本但高效率且高品質的砷化鎵單晶微波 IC(MMIC)與無線射頻 IC(RFIC)。公司主要客戶為 Broadcom (美), Qualcomm (美), ADI (美), Lumentum(美)及 Murata(日)。公司目前月產能為 4 萬 3 千片。2022 年營收組合為: 手機 41%、Wi-Fi 9%、基礎建設 30%及其他 20%。

資料來源: 公司資料; 凱基

圖 5: 穩懋季產品組合

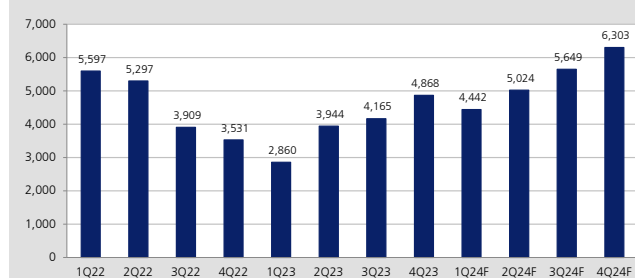
產品組合, 百分比



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 6: 季營業收入

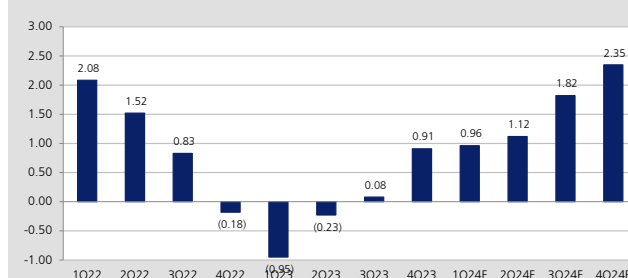
季營業收入, 百萬元



資料來源: 凱基

圖 7: 每股盈利

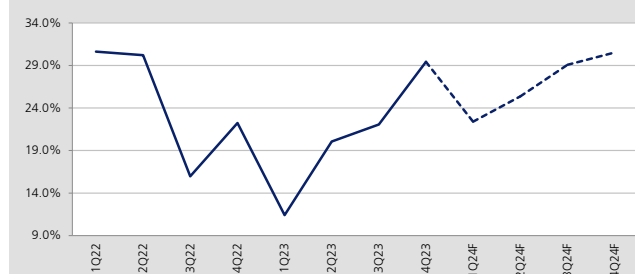
每股盈利, 元



資料來源: 凱基

圖 8: 毛利率

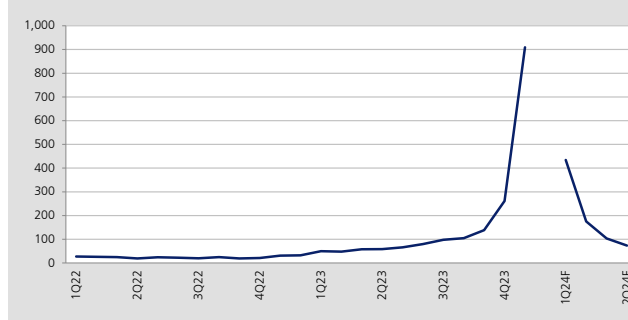
毛利率, 百分比



資料來源: 凱基

圖 9: 本益比

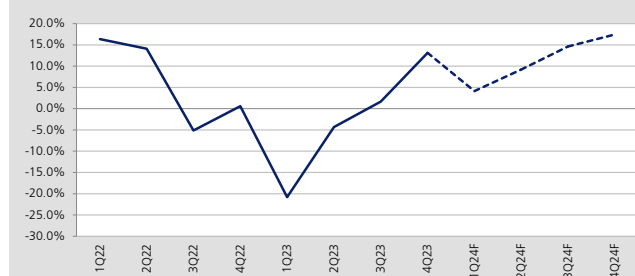
本益比, 倍



資料來源: 凱基

圖 10: 營業利潤率

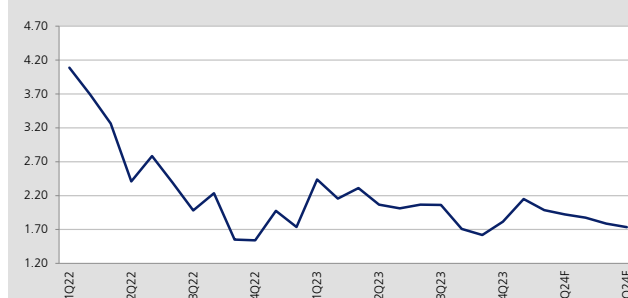
營業利潤率, 百分比



資料來源: 凱基

圖 11: 股價淨值比

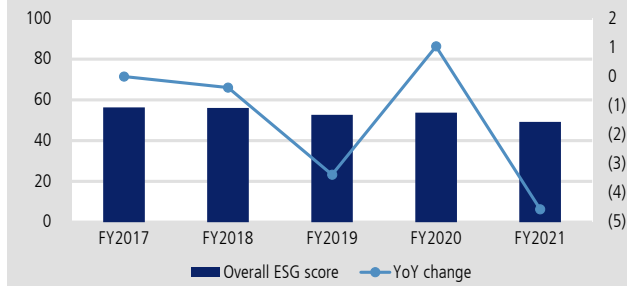
股價淨值比, 倍



資料來源: 凱基

圖 12：ESG 整體分數

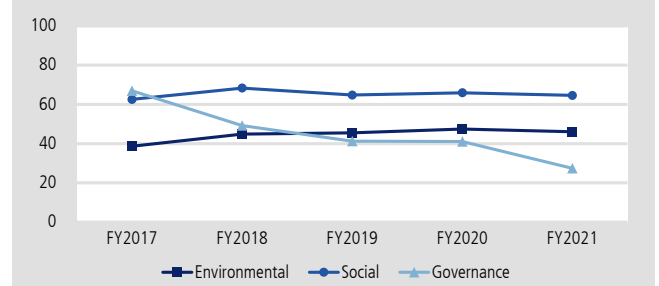
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 13：ESG 各項分數

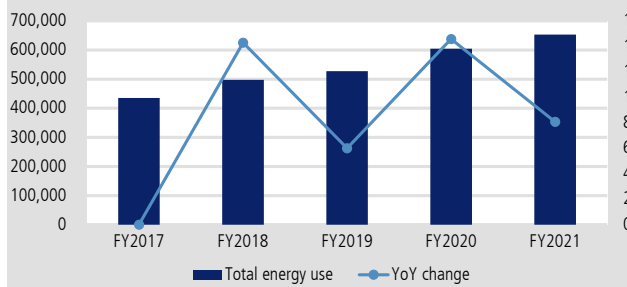
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 14：能源消耗

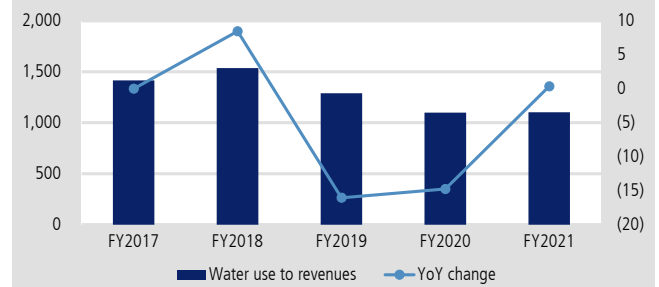
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15：耗水量

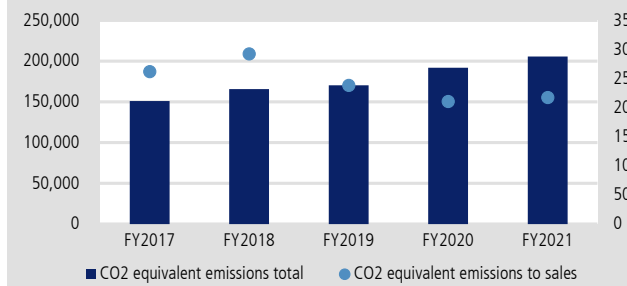
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16：碳排量

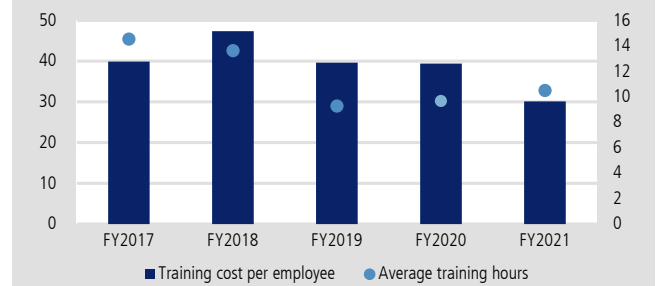
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 17：員工訓練

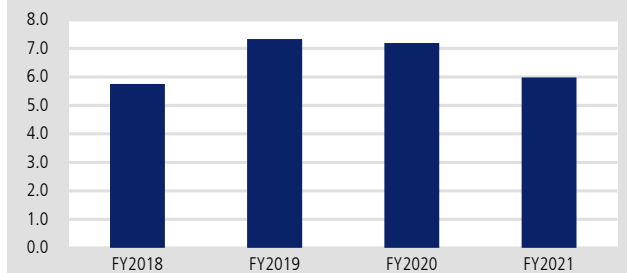
員工人均訓練成本，美元 (左軸)：人均年訓練時數，小時 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 18：員工流動率

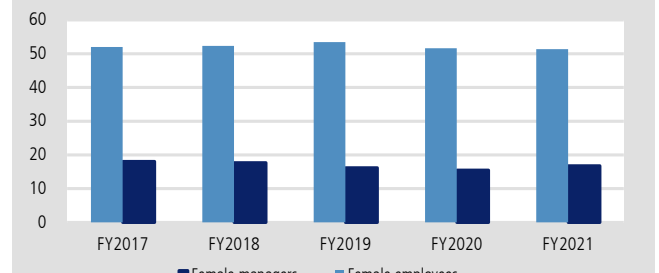
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 19：性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	2,860	3,944	4,165	4,868	4,442	5,024	5,649	6,303	15,836	21,418	24,088
營業成本	(2,533)	(3,153)	(3,246)	(3,435)	(3,447)	(3,749)	(4,006)	(4,379)	(12,367)	(15,581)	(16,694)
營業毛利	326	791	919	1,433	995	1,274	1,643	1,925	3,469	5,837	7,394
營業費用	(921)	(961)	(849)	(794)	(811)	(813)	(816)	(825)	(3,525)	(3,265)	(3,438)
營業利益	(595)	(170)	70	639	184	461	827	1,100	(56)	2,572	3,956
折舊	(1,077)	(1,172)	(1,182)	(1,190)	(1,151)	(1,151)	(1,151)	(1,151)	(4,621)	(4,602)	(4,530)
攤提	(29)	(30)	(30)	(30)	(33)	(33)	(33)	(33)	(119)	(132)	(132)
EBITDA	512	1,031	1,282	1,859	1,368	1,645	2,010	2,283	4,684	7,306	8,618
利息收入	54	73	29	48	73	73	73	73	204	292	292
投資利益淨額	7	9	17	2	-	-	-	-	74	-	-
其他營業外收入	11	10	58	10	278	130	130	130	89	668	520
總營業外收入	71	93	104	60	351	203	203	203	367	960	812
利息費用	(139)	(171)	(174)	(181)	(200)	(200)	(200)	(200)	(665)	(800)	(800)
投資損失	(16)	(18)	28	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	122	(96)	(74)	(235)	(26)	(5)	(5)	(5)	(326)	(41)	(20)
總營業外費用	(32)	(285)	(219)	(416)	(226)	(205)	(205)	(205)	(991)	(841)	(820)
稅前純益	(556)	(362)	(44)	282	309	459	825	1,098	(679)	2,691	3,948
所得稅費用[利益]	77	86	(37)	(5)	(42)	(80)	(148)	(198)	121	(468)	(719)
少數股東損益	77	179	115	107	140	95	95	95	478	425	380
非常項目前稅後純益	(402)	(97)	34	385	407	474	771	995	(80)	2,647	3,609
非常項目	0	(0)	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	(402)	(97)	34	385	407	474	771	995	(80)	2,647	3,609
每股盈餘 (NT\$)	(0.95)	(0.23)	0.08	0.91	0.96	1.12	1.82	2.35	(0.19)	6.24	8.51
獲利率 (%)											
營業毛利率	11.4	20.1	22.1	29.4	22.4	25.4	29.1	30.5	21.9	27.3	30.7
營業利益率	(20.8)	(4.3)	1.7	13.1	4.1	9.2	14.6	17.4	(0.4)	12.0	16.4
EBITDA Margin	17.9	26.1	30.8	38.2	30.8	32.7	35.6	36.2	29.6	34.1	35.8
稅前純益率	(19.4)	(9.2)	(1.1)	5.8	7.0	9.1	14.6	17.4	(4.3)	12.6	16.4
稅後純益率	(14.1)	(2.5)	0.8	7.9	9.2	9.4	13.7	15.8	(0.5)	12.4	15.0
季成長率 (%)											
營業收入	(19.0)	37.9	5.6	16.9	(8.8)	13.1	12.4	11.6			
營業毛利	(58.5)	142.5	16.2	55.9	(30.6)	28.1	28.9	17.2			
營業收益增長	(2975.4)	(71.4)		812.3	(71.2)	150.8	79.1	33.0			
EBITDA	(52.2)	101.4	24.3	45.0	(26.4)	20.3	22.2	13.6			
稅前純益	317.7	(34.9)	(87.8)		9.4	48.7	79.5	33.1			
稅後純益	429.5	(75.9)		1031.4	5.7	16.5	62.7	29.0			
年成長率 (%)											
營業收入	(48.9)	(25.5)	6.6	37.9	55.3	27.4	35.6	29.5	(13.6)	35.2	12.5
營業毛利	(81.0)	(50.6)	47.2	82.4	205.1	61.1	78.7	34.3	(26.6)	68.2	26.7
營業收益	(164.9)	(122.8)		2990.7			1079.7	72.0	(103.8)		53.8
EBITDA	(74.5)	(43.8)	46.9	73.7	167.2	59.5	56.8	22.8	(19.1)	56.0	18.0
稅前純益	(156.1)	(154.1)	(114.8)					288.6	(137.2)		46.7
稅後純益	(145.5)	(115.0)	(90.3)				2166.1	158.4	(104.4)		36.3

資料來源：公司資料，凱基

### 資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>74,894</b>	<b>69,128</b>	<b>69,168</b>	<b>71,034</b>	<b>74,023</b>
<b>流動資產</b>	<b>26,455</b>	<b>17,213</b>	<b>17,163</b>	<b>20,040</b>	<b>24,068</b>
現金及短期投資	16,394	10,501	10,469	11,635	14,987
存貨	6,671	5,420	5,111	6,422	6,899
應收帳款及票據	2,718	917	1,149	1,549	1,747
其他流動資產	673	376	434	434	434
<b>非流動資產</b>	<b>48,439</b>	<b>51,915</b>	<b>52,005</b>	<b>50,993</b>	<b>49,955</b>
長期投資	15,468	15,425	17,104	17,343	17,470
固定資產	27,784	31,546	31,312	30,062	28,897
什項資產	5,187	4,944	3,588	3,588	3,588
<b>負債總額</b>	<b>37,772</b>	<b>33,939</b>	<b>33,819</b>	<b>33,462</b>	<b>33,222</b>
<b>流動負債</b>	<b>7,215</b>	<b>6,247</b>	<b>12,724</b>	<b>12,009</b>	<b>12,255</b>
應付帳款及票據	2,163	1,017	1,362	1,712	1,839
短期借款	-	1,731	7,762	6,698	6,817
什項負債	5,052	3,499	3,600	3,600	3,600
<b>長期負債</b>	<b>30,557</b>	<b>27,692</b>	<b>21,095</b>	<b>21,453</b>	<b>20,966</b>
長期借款	29,279	26,540	20,030	20,387	19,901
其他負債及準備	243	227	211	211	211
<b>股東權益總額</b>	<b>37,122</b>	<b>35,190</b>	<b>35,349</b>	<b>37,572</b>	<b>40,801</b>
普通股股本	4,240	4,239	4,239	4,239	4,239
保留盈餘	16,788	14,459	13,142	15,789	19,399
少數股東權益	2,184	1,861	1,394	969	589
優先股股東資金	-	-	-	-	-

### 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	2.5%	(30.0%)	(13.6%)	35.2%	12.5%
營業收益增長	(17.5%)	(76.9%)	(103.8%)		53.8%
EBITDA	(8.1%)	(45.4%)	(19.1%)	56.0%	18.0%
稅後純益	(16.4%)	(67.0%)	(104.4%)	36.3%	36.3%
每股盈餘成長率	(16.5%)	(67.0%)	(104.4%)	36.3%	36.3%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	37.3%	25.8%	21.9%	27.3%	30.7%
營業利益率	24.5%	8.1%	(0.4%)	12.0%	16.4%
EBITDA Margin	40.4%	31.6%	29.6%	34.1%	35.8%
稅後純益率	20.8%	9.8%	(0.5%)	12.4%	15.0%
平均資產報酬率	8.4%	2.5%	(0.1%)	3.8%	5.0%
股東權益報酬率	15.8%	5.3%	(0.2%)	7.5%	9.4%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	78.9%	80.3%	78.6%	72.1%	65.5%
淨負債比率	34.9%	50.8%	49.4%	41.5%	29.1%
利息保障倍數 (x)	21.7	6.4	(0.0)	4.4	5.9
利息及短期債務保障倍數 (x)	1.0	0.4	(0.2)	0.2	0.3
Cash Flow Int. Coverage (x)	25.3	17.5	6.4	7.5	9.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	25.3	2.9	0.5	0.8	1.0
流動比率 (x)	3.7	2.8	1.3	1.7	2.0
速動比率 (x)	2.7	1.9	0.9	1.1	1.4
淨負債 (NT\$百萬)	12,948	17,891	17,466	15,594	11,874
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	12.90	4.25	(0.19)	6.24	8.51
每股現金盈餘 (NT\$)	18.48	14.08	10.07	14.20	18.22
每股淨值 (NT\$)	82.41	78.62	80.09	86.34	94.85
調整後每股淨值 (NT\$)	82.60	78.63	80.09	86.34	94.85
每股營收 (NT\$)	61.90	43.26	37.36	50.52	56.82
EBITDA/Share (NT\$)	25.04	13.65	11.05	17.23	20.33
每股現金股利 (NT\$)	8.00	2.50	-	4.00	5.50
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.40	0.25	0.23	0.31	0.33
應收帳款周轉天數	37.9	18.2	26.5	26.5	26.5
存貨周轉天數	148.4	145.4	150.8	150.8	150.8
應付帳款周轉天數	48.1	27.3	40.2	40.2	40.2
現金轉換周轉天數	138.1	136.4	137.1	137.1	137.1

資料來源：公司資料，凱基

### 損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>26,182</b>	<b>18,334</b>	<b>15,836</b>	<b>21,418</b>	<b>24,088</b>
營業成本	(16,412)	(13,610)	(12,367)	(15,581)	(16,694)
<b>營業毛利</b>	<b>9,770</b>	<b>4,725</b>	<b>3,469</b>	<b>5,837</b>	<b>7,394</b>
營業費用	(3,347)	(3,241)	(3,525)	(3,265)	(3,438)
<b>營業利益</b>	<b>6,423</b>	<b>1,484</b>	<b>(56)</b>	<b>2,572</b>	<b>3,956</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>305</b>	<b>679</b>	<b>367</b>	<b>960</b>	<b>812</b>
利息收入	38	110	204	292	292
投資利益淨額	165	504	74	-	-
其他營業外收入	102	64	89	668	520
<b>總營業外費用</b>	<b>(328)</b>	<b>(337)</b>	<b>(991)</b>	<b>(841)</b>	<b>(820)</b>
利息費用	(309)	(341)	(665)	(800)	(800)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(19)	5	(326)	(41)	(20)
<b>稅前純益</b>	<b>6,400</b>	<b>1,826</b>	<b>(679)</b>	<b>2,691</b>	<b>3,948</b>
所得稅費用[利益]	(1,189)	(411)	121	(468)	(719)
少數股東損益	245	388	478	425	380
非常項目	-	0	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>5,455</b>	<b>1,802</b>	<b>(80)</b>	<b>2,647</b>	<b>3,609</b>
<b>EBITDA</b>	<b>10,590</b>	<b>5,787</b>	<b>4,684</b>	<b>7,306</b>	<b>8,618</b>
每股盈餘 (NT\$)	12.90	4.25	(0.19)	6.24	8.51

### 現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>7,815</b>	<b>5,968</b>	<b>4,270</b>	<b>6,020</b>	<b>7,723</b>
本期純益	5,455	1,802	(80)	2,647	3,609
折舊及攤提	4,167	4,303	4,739	4,734	4,662
本期運用資金變動	(1,738)	1,743	422	(1,362)	(548)
其他營業資產及負債變動	(69)	(1,880)	(812)	-	0
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(14,594)</b>	<b>(7,081)</b>	<b>(2,753)</b>	<b>(3,723)</b>	<b>(3,624)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(3,034)	(20)	(18)	-	-
本期長期投資變動	(3,619)	(463)	(14)	(239)	(127)
資本支出淨額	(8,081)	(7,124)	(3,209)	(3,352)	(3,365)
其他資產變動	140	526	488	(132)	(132)
<b>自由現金流</b>	<b>(555)</b>	<b>(68)</b>	<b>1,788</b>	<b>2,012</b>	<b>3,853</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>14,831</b>	<b>(5,023)</b>	<b>(1,676)</b>	<b>(1,131)</b>	<b>(747)</b>
短期借款變動	-	-	21	-	-
長期借款變動	18,581	(1,384)	(29)	(706)	(367)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(4,240)	(3,392)	(1,060)	-	-
其他融資現金流	491	(248)	(609)	(425)	(380)
<b>匯率影響數</b>	<b>(76)</b>	<b>184</b>	<b>106</b>		
<b>本期產生現金流量</b>	<b>7,975</b>	<b>(5,952)</b>	<b>(54)</b>	<b>1,166</b>	<b>3,352</b>

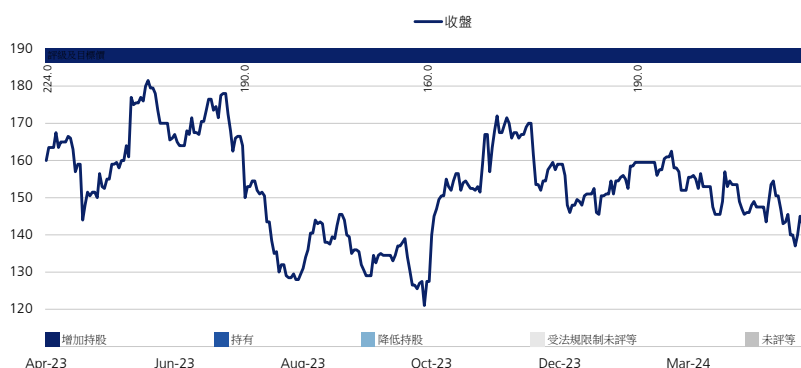
### 投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	12.8%	17.7%	22.3%	15.2%	14.3%
<b>= 營業利益率</b>	<b>24.5%</b>	<b>8.1%</b>	<b>(0.4%)</b>	<b>12.0%</b>	<b>16.4%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	1.1	1.7	2.0	1.4	1.2
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>0.8</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>
營業利益率	24.5%	8.1%	(0.4%)	12.0%	16.4%
x 資本周轉率	0.8	0.5	0.5	0.6	0.7
x (1 - 有效現金稅率)	81.4%	77.5%	82.2%	82.6%	81.8%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>15.6%</b>	<b>3.2%</b>	<b>(0.1%)</b>	<b>6.2%</b>	<b>9.7%</b>

資料來源：公司資料，凱基



## 穩懋 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-02-05	增加持股	190.0	159.5
2023-10-27	增加持股	160.0	127.5
2023-07-31	增加持股	190.0	164.0
2023-04-27	增加持股	224.0	160.0
2023-03-28	增加持股	236.0	186.0
2023-02-09	持有	153.0	172.5
2023-02-04	持有	158.0	183.0
2022-10-28	持有	97.0	114.0
2022-07-26	持有	153.0	168.5
2022-04-28	持有	240.0	211.0

資料來源：TEJ，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。

Jack Lin