

力成 (6239 TT) Powertech

營運改善趨勢不變，惟目前評價已合理

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月) : NT\$190.0

收盤價 (2024/04/30) : NT\$174.5
隱含漲幅 : 8.9%

營收組成 (1Q24)

Logic 37%/SiP & Module 11%/NAND 28%/DRAM 24%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	買進
目標價 (NT\$)	190.0	190.0
2024年營收 (NT\$/十億)	87.5	86.1
2024年EPS	12.3	10.9

交易資料表

市值	NT\$132,460百萬元
外資持股比例	45.3%
董監持股比例	6.5%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$78.47
負債比	37.8%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	83,927	70,045	87,480	107,959
營業利益	12,448	7,804	12,773	17,822
稅後純益	8,687	8,086	9,197	11,947
EPS (元)	11.62	10.82	12.31	15.99
EPS YoY (%)	-2.4	-6.9	14.8	29.9
本益比 (倍)	15.0	16.1	14.2	10.9
股價淨值比 (倍)	2.5	2.6	2.2	2.0
ROE (%)	16.6	12.4	12.8	15.2
現金殖利率 (%)	4.0%	4.0%	4.2%	5.5%
現金股利 (元)	7.00	7.00	7.38	9.59

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

元大觀點

◆ 邏輯 IC 與 SSD 急單挹注 1Q24 本業獲利優於預期 16%。

◆ 管理層維持先前 1Q24 將為營運谷底，各項產品線將於 2H24 開始顯著貢獻營收之預期，並上修 2024 年資本支出 50%至 150 億元。

◆ 目前獲利轉佳趨勢不變，惟 2024 年本益比已落於過往上緣，調降評等至持有，維持目標價 190 元 (13x 2H24-1H25 EPS NT\$14.4)。

1Q24 本業獲利優於預期 16%，主因邏輯 IC 與 SSD 急單挹注

1Q24 係因邏輯 IC 與 SSD 急單挹注，使營收優於過往季節性，毛利率季減 3 個百分點至 17.5%，優於本中心預期之 16.9%；費用率 6.3%低於預期之 6.8%，營益率 11.2%，亦優於本中心預期之 10.1%，EPS 2.32 元符合預期。

2Q24 營收將季增中個位數，然先進封測產品線貢獻將更加明確

管理層展望 2Q24 營收預估季增中個位數，其中 DRAM/NAND 業務受惠於企業級伺服器客戶需求持續成長以及手機與消費性需求回溫。邏輯 IC 除需求回溫之下，FPGA、PoP-b、Power Module 新產品線也將陸續量產。本中心預估 2Q24 營收季增 8.1%，相對前次上修 0.9%，主因 1H24 伺服器業務回溫狀況略優於預期，預估 EPS 達 2.32 元，調升 22.0%。

營運持續改善之下，上修 2024 年資本支出 50%至 150 億元

展望 2024 年，管理層維持先前逐季轉佳之展望，係反映 1) 消費性電子客戶拉貨動能回溫；2) 記憶體原廠稼動率逐步提升，本中心維持 2H24 UTR 回升至 80%預期。本次法說會公司進一步上修 2024 年資本支出 50%至 150 億元，主因 HBM/邏輯 IC/記憶體設備支出增加以支應 2025 年之需求。

獲利轉佳趨勢不變，惟目前評價合理，調降至持有

此次上修 2024 年本業獲利 13%，係考量到新業務動能帶動獲利進一步提升，而下修 2025 年本業獲利 3.7%係反映 1) HBM 業務初期毛利率仍待改善，且上修 2024 年資本支出 50%至 150 億元，將使 2025 年折舊費用增加；2) 其他先進封測新業務研發投入使研發費用上升。考量目前評價落於 14/11x 2024/2025 本益比，為過往平均之上緣，調降評等至持有，目標價維持 190 元 (13x 2H24-1H25 EPS NT\$14.4)。

營運分析

1Q24 獲利優於預期，主因邏輯 IC 與 SSD 急單挹注

1Q24 營收季減 3.7%至 183 億元，優於過往季節性淡季，且優於元大/市場預期 4.8/3.6%，而以各業務別而言：

- DRAM：營收季增 11%，受惠於美系客戶稼動率提升，以終端產品來看則受惠於手機急單需求，車用需求穩健。
- NAND：營收季持平，顯示 SSD 需求回溫，尤其 Server 相關訂單回溫較為顯著。
- 邏輯 IC 與 SiP：邏輯 IC 營收僅季減 1%，其中超豐受惠於中國手機/PC 客戶補庫存需求，呈現季增，而 SiP/Module 業務季減 4%。

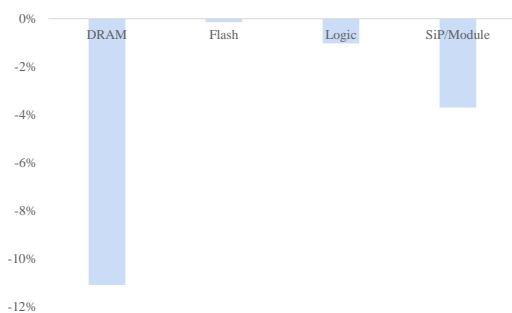
毛利率季減 3 個百分點至 17.5%，主因稼動率季減，優於本中心預期之 16.9%；費用率 6.3%低於本中心預期之 6.8%，營益率 11.2%，優於本中心預期之 10.1%；營業利益季減 20.9%，優於預期 16%；業外獲利 6.74 億元，主要來自匯兌收益貢獻；EPS 達 2.32 元，優於本中心/市場預期之 1.37/1.79 元。

圖 1：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	15,741	19,034	18,329	-3.7%	16.4%	17,495	17,691	4.8%	3.6%
營業毛利	2,534	3,910	3,207	-18.0%	26.6%	2,961	3,201	8.3%	0.2%
營業利益	1,712	2,584	2,045	-20.9%	19.5%	1,763	2,117	16.0%	-3.4%
稅前利益	1,743	5,481	2,719	-50.4%	56.0%	1,733	2,117	56.9%	28.4%
稅後淨利	1,127	3,965	1,737	-56.2%	54.1%	1,026	1,376	69.3%	26.2%
調整後 EPS (元)	1.51	5.31	2.32	-56.2%	54.1%	1.37	1.79	69.7%	29.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	16.1%	20.5%	17.5%	-3.0	1.4	16.9%	18.1%	0.6	-0.6
營業利益率	10.9%	13.6%	11.2%	-2.4	0.3	10.1%	12.0%	1.1	-0.8
稅後純益率	7.2%	20.8%	9.5%	-11.3	2.3	5.9%	7.8%	3.6	1.7

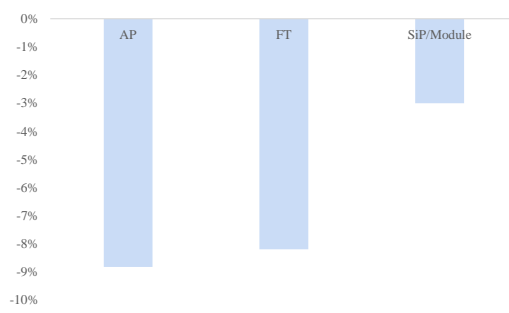
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：應用別營收季變化



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：產品別營收季變化



資料來源：公司資料、元大投顧

管理層展望 2Q24 營收將季增中個位數，然先進封測產品線貢獻將更加明確

從管理層展望 2Q24 營收預估季增中個位數，2Q24 年各項業務展望來看：

- DRAM：2Q24 營收將呈現年增，除原先預期企業級伺服器客戶需求將逐步增加之外，手機與 PC 等消費性產品營收也將回溫，符合本中心看到原廠稼動率處於回升階段。
- NAND：2Q24 起營運將逐步回升，2Q24 需求有望雙位數季增，顯示手機 SSD 需求回溫以及企業級 SSD 需求將持續成長，本中心認為回溫幅度將於 2H24 更為顯著。
- 邏輯 IC：1Q24 急單延續，並預估 1Q24 Tera Probe/Tera Power 業務將為全年營運低點。

本中心預估 2Q24 營收季增 8.1%，相對前次上修 0.9%，主因 1H24 伺服器業務回溫狀況略優於預期，毛利率/營益率將季增 2.0/1.9 個百分點至 19.5%/13.1%，係觀察到公司新封裝產線 FCBGA/PoP-b/TSV 等新品貢獻逐步發酵，營業利益預估季增 26.8%，上修 9.7%，預估 EPS 達 2.32 元，調升 22.0%。

圖 4：2024 年第 2 季預估比較

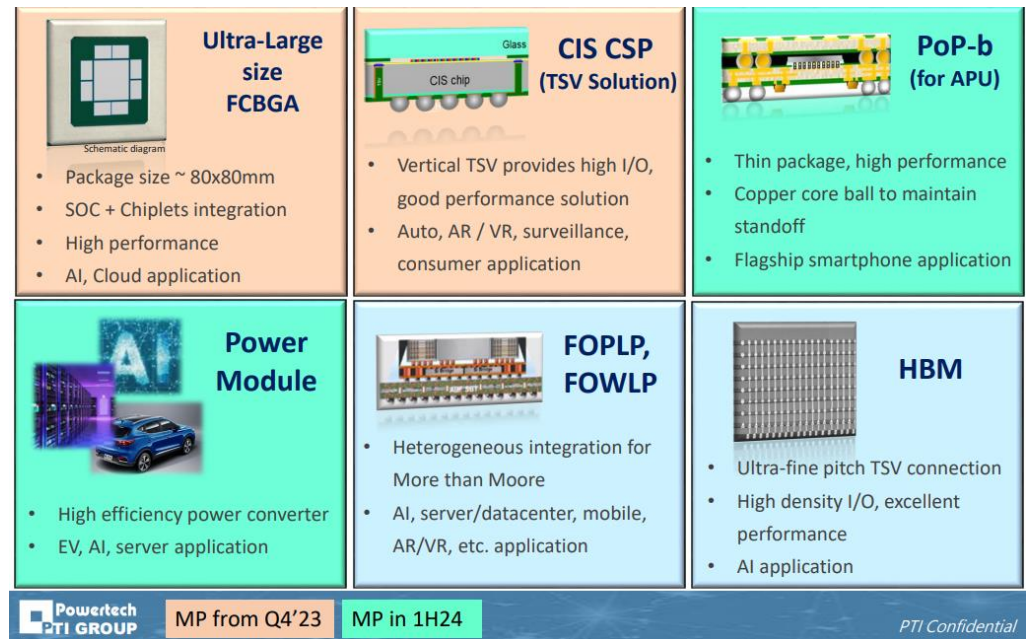
(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	17,218	18,329	19,821	8.1%	15.1%	19,648	19,099	0.9%	3.8%
營業毛利	2,889	3,207	3,866	20.5%	33.8%	3,625	3,813	6.6%	1.4%
營業利益	1,841	2,045	2,593	26.8%	40.9%	2,364	2,628	9.7%	-1.3%
稅前利益	2,228	2,719	2,565	-5.7%	15.1%	2,336	2,676	9.8%	-4.1%
稅後淨利	1,343	1,737	1,732	-0.3%	29.0%	1,419	1,686	22.1%	2.7%
調整後 EPS (元)	1.80	2.32	2.32	-0.3%	29.0%	1.90	2.25	22.0%	3.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	16.8%	17.5%	19.5%	2.0	2.7	18.4%	20.0%	1.1	-0.5
營業利益率	10.7%	11.2%	13.1%	1.9	2.4	12.0%	13.8%	1.1	-0.7
稅後純益率	7.8%	9.5%	8.7%	-0.8	0.9	7.2%	8.8%	1.5	-0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

上調 2024 年資本支出 50%，並預期先進封測產品線營收貢獻以 Large size FCBGA 與 PoP-b 較為顯著

管理層上調 2024 年資本支出 50%至 150 億元，主因增加 HBM/邏輯 IC/記憶體設備資本支出，預期產能可支應 2025 年年中之需求。此外管理層也近一步揭露新產品線營收貢獻之時點與相對大小，新產品線中，已於 4Q23 量產的 Large size FCBGA 的營收貢獻最為明顯，PoP-b 則預估 2Q24 量產後也會對營收有明顯貢獻，Power Module 則在 2Q24 量產後，4Q24 才会有明顯貢獻。CIS 2024 年的營收貢獻則較小，因為手機，如 Sony 與中國業者大部分都是 Chip on Board (COB)，力成的技術較適合監控系統與車用。而市場關注之 HBM 營收貢獻則要到 2025 年會比較明顯，Panel Level Fan-out 目前仍在 NPI 階段。

圖 5：力成 FCBGA/CIS CSP 新業務已於 4Q23 量產，今年 PoP 與 Power Module 將優先放量



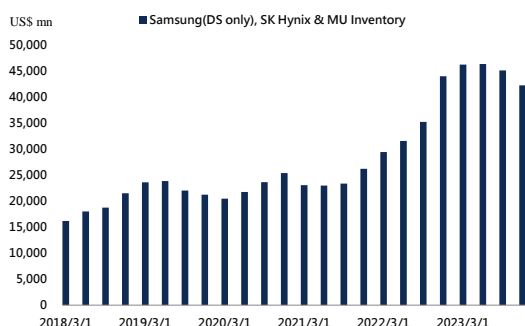
資料來源：公司資料、元大投顧

預估 2024 年中庫存將降至健康水準

本中心觀察矽晶圓廠 SUMCO 記憶體客戶庫存於 3Q23 才開始下降，推測係因 Samsung 於 2-3Q23 擴大減產，以因應持續疲弱之需求。觀察 4Q23 國內外原廠庫存(圖 5、6)：

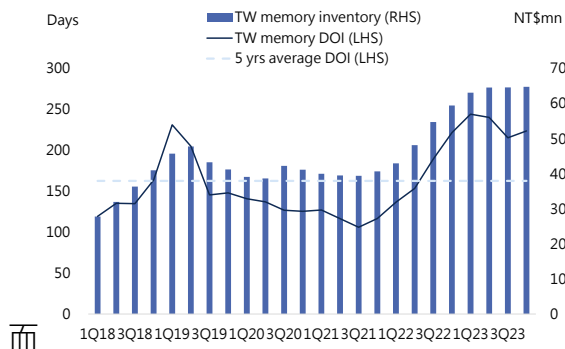
- Samsung 半導體(DS)部門/SK Hynix/Micron 整體 4Q23 庫存金額季減 6.4%，其中 Micron 因策略性備貨，庫存金額仍季增 1%；其中 SK Hynix 指出 NAND 庫存較 DRAM 高，而 DDR4 等成熟性產品庫存仍處於去化階段。
- 台灣記憶體原廠 4Q23 庫存金額呈現季持平，庫存天數因營運淡季，季增 12 天至 223 天，其中：
 - ✓ 南亞科(2408 TT；買進)：4Q23 庫存金額微幅季減 1.5%，庫存天數季減 7 天至 256 天。
 - ✓ 華邦電(2344 TT；未評等)：因高雄新廠生產下，庫存金額仍季增 2.8%，庫存天數季增持平，預期於 1Q24 庫存金額才將下降。
 - ✓ 旺宏(2337 TT；持有)：雖公司持續減產，不過 NOR 客戶拉貨力道疲弱，庫存金額季持平且庫存天數季應 32 天至 259 天，目前庫存金額中 NOR>ROM>NAND，其中中國與日本客戶庫存去化緩慢，因此營運復甦估計遞延至 2H24。

圖 6：記憶體原廠庫存於 4Q23 已逐步改善



資料來源：BIBG、元大投顧 *包含 Micron、SK、Samsung DS。

圖 7：台灣原廠 4Q23 庫存呈現季持平



資料來源：TEJ、元大投顧 *包含南亞科、華邦電、旺宏。

原廠投片緩步回升，主要仍集中在 HBM/DDR5

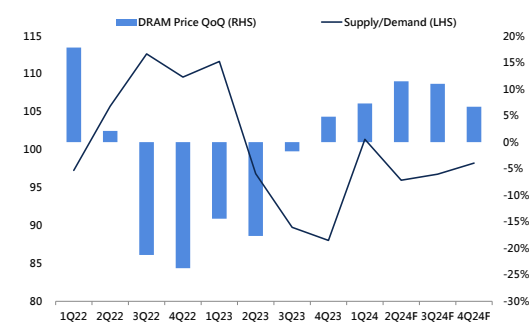
本中心觀察 4Q23 各記憶體原廠中，除 SK Hynix 因其具競爭力之 HBM 產品而使 DRAM 業務由虧轉盈外，美光之獲利也由虧轉盈，顯示 DDR5 與 HBM 有效改善獲利，後續現金流之改善將仰賴 1) 資本支出控制；2) 本業復甦：

- 資本支出控制：本中心預期 2024 年主要原廠 DRAM/NAND 資本支出將年增 5%/1%，主要用於高階產能(HBM/DDR5)以及既有設備更新。因 1) 原廠自由現金流初轉正；2) 2024 年資本支出與產能擴充將主要集中在 HBM 與高階 DRAM (1 beta)/NAND (232L)產能，本中心認為成熟型產品(DDR3/4)產能將受到排擠。
- 本業復甦：考量前述終端需求仍存在不確定性，因此本中心評估原廠將致力於維持合約價。

由於原廠目前仍持續降低 DRAM/NAND 庫存，因此舊產能晶圓投片將受限制，預期晶圓投片主要恢復時間點將落在 2H24，2024 年 DRAM/NAND 位元供給成長率 14%/17%。

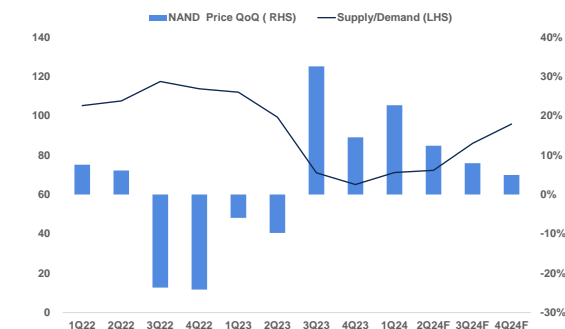
總體而言，本中心認為 2024 年記憶體漲價之持續性關鍵在於 1) 大廠產能恢復速度：影響供給恢復速度，本中心目前認為發生產能快速恢復機率仍低，尤其是消費型 DRAM 與 NAND；2) 實質需求明顯回溫：若實質需求(美國資訊設備耐久材消費)有明顯回升，本中心認為才將帶動 DRAM/NAND 需求提升。因此，本中心預期漲價將較為平緩(圖 7、8)。

圖 8：預期 DRAM 供需於 2024 年維持健康



資料來源：元大投顧預估

圖 9：預期 NAND 供需於 2024 年維持健康



資料來源：元大投顧預估

獲利調整與股票評價

記憶體復產+新業務驅動獲利轉佳，惟目前評價已合理，調降至持有

此次上修 2024 年本業獲利 13%，係考量到新業務動能帶動獲利進一步提升，而下修 2025 年本業獲利 3.7%係反映 1) HBM 業務初期毛利率仍待改善，且上修 2024 年資本支出 50%至 150 億元，將使 2025 年折舊費用增加；2) 其他先進封測新業務研發投入使研發費用上升。

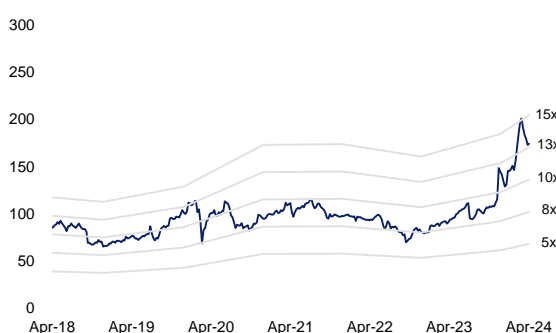
雖公司多年耕耘之先進封測產品已陸續發酵，且記憶體原廠稼動率仍在爬升階段，不過目前評價約落於 14/11x 2024/2025 本益比，為過往平均之上緣，因此調降評等至持有，目標價維持 190 元，係根據 13 倍目標本益比、2H24-1H25 EPS 14.4 元。

圖 10：2024 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	87,480	86,072	107,959	106,155	1.6%	1.7%
營業毛利	18,302	18,005	24,037	24,980	1.6%	-3.8%
營業利益	12,773	12,559	17,822	18,649	1.7%	-4.4%
稅前利益	13,328	12,440	17,703	18,530	7.1%	-4.5%
稅後淨利	9197	8142	11947	12404	13.0%	-3.7%
調整後 EPS (元)	12.31	10.89	15.99	16.60	13.0%	-3.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	20.9%	20.9%	22.3%	23.5%	0.0	-1.3
營業利益率	14.6%	14.6%	16.5%	17.6%	0.0	-1.1
稅後純益率	10.5%	9.5%	11.1%	11.7%	1.1	-0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 11：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：12 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

圖 13：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
力成	6239 TT	持有-超越同業	174.5	4,013	10.72	12.31	15.99	16.3	14.2	10.9	(7.8)	14.8	29.9
國外同業													
Amkor	AMKR US	未評等	31.5	8,157	1.5	2.1	2.8	21.6	15.4	--	(53.4)	40.3	--
長電科技	600584 CH	未評等	25.9	6,354	0.8	1.5	1.9	31.6	17.8	13.9	(54.8)	77.8	28.3
通富微電	002156 CH	未評等	21.0	4,611	0.1	0.5	0.9	188.3	39.0	24.3	(69.8)	383.0	60.5
天水華天	002185 CH	未評等	8.3	3,105	0.1	0.1	0.2	116.3	78.1	37.9	(69.8)	48.9	106.4
晶方科技	603005 CH	未評等	17.9	1,629	0.2	0.5	0.7	77.7	37.9	27.7	(34.3)	105.1	36.7
國外同業平均					0.5	0.9	1.3	87.1	37.6	25.9	(56.4)	131.0	58.0
國內同業													
日月光投控	3711 TT	買進	148.5	18,773	6.2	8.9	11.2	23.8	16.8	13.3	(8.8)	42.0	26.2
南茂	8150 TT	買進	95.8	3,277	4.2	6.2	7.6	22.8	15.6	12.7	(24.8)	46.7	22.7
京元電	2449 TT	持有-超越同業	76.1	1,744	5.4	4.1	6.8	14.1	18.5	11.2	(35.6)	(24.0)	65.5
矽格	6257 TT	未評等	74.2	990	3.6	4.6	5.9	20.7	16.0	--	(46.3)	29.0	--
順邦	6147 TT	買進	45.9	1,018	2.6	4.0	5.5	17.7	11.6	8.4	(43.9)	52.3	38.4
國內同業平均					4.4	5.5	7.4	19.8	15.7	11.4	(31.9)	29.2	38.2

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 14：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
力成	6239 TT	持有-超越同業	174.5	4,013	52.2	12.8	15.2	73.42	78.47	86.76	2.4	2.2	2.0
國外同業													
Amkor	AMKR US	未評等	31.5	8,157	--	--	--	--	--	--	--	--	--
長電科技	600584 CH	未評等	25.9	6,354	6.1	9.7	11.1	12.9	16.0	17.8	2.0	1.6	1.5
通富微電	002156 CH	未評等	21.0	4,611	1.7	5.4	8.1	9.3	9.7	10.4	2.3	2.2	2.0
天水華天	002185 CH	未評等	8.3	3,105	1.5	3.0	4.9	5.0	5.2	5.4	1.7	1.6	1.5
晶方科技	603005 CH	未評等	17.9	1,629	5.1	7.0	8.6	6.3	6.8	7.7	2.8	2.6	2.3
國外同業平均					3.6	6.3	8.2	8.4	9.4	10.3	2.2	2.0	1.8
國內同業													
日月光投控	3711 TT	買進	148.5	18,773	8.4	11.6	13.6	85.5	91.7	98.8	1.7	1.6	1.5
南茂	8150 TT	買進	95.8	3,277	15.6	18.1	20.3	31.8	35.7	39.3	3.0	2.7	2.4
京元電	2449 TT	持有-超越同業	76.1	1,744	8.9	5.5	8.9	65.6	66.4	68.3	1.2	1.2	1.1
矽格	6257 TT	未評等	74.2	990	9.2	10.1	--	--	--	--	--	--	--
順邦	6147 TT	買進	45.9	1,018	7.9	11.9	12.7	32.0	34.5	37.2	1.4	1.3	1.2
國內同業平均					10.0	11.4	13.9	53.7	57.1	60.9	1.8	1.7	1.6

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 15：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	15,741	17,218	18,449	19,034	18,329	19,821	23,612	25,718	70,441	87,480
銷貨成本	(13,207)	(14,329)	(15,173)	(15,123)	(15,122)	(15,955)	(18,200)	(19,902)	(57,832)	(69,178)
營業毛利	2,534	2,889	3,276	3,910	3,207	3,866	5,412	5,816	12,609	18,302
營業費用	(822)	(1,048)	(1,259)	(1,327)	(1,162)	(1,272)	(1,530)	(1,564)	(4,455)	(5,528)
營業利益	1,712	1,841	2,017	2,584	2,045	2,593	3,882	4,253	8,154	12,773
業外利益	32	387	574	2,897	674	(28)	(30)	(31)	3,889	555
稅前純益	1,743	2,228	2,591	5,481	2,719	2,565	3,852	4,222	12,043	13,328
所得稅費用	(319)	(489)	(598)	(1,128)	(612)	(513)	(770)	(844)	(2,534)	(2,740)
少數股東權益	296	396	420	388	370	320	345	356	1,501	1,391
歸屬母公司稅後純益	1,127	1,343	1,573	3,965	1,737	1,732	2,736	3,022	8,009	9,197
調整後每股盈餘(NT\$)	1.51	1.80	2.10	5.31	2.32	2.32	3.66	4.04	10.72	12.31
調整後加權平均股數(百萬股)	747	747	747	747	747	747	747	747	747	747
重要比率										
營業毛利率	16.1%	16.8%	17.8%	20.5%	17.5%	19.5%	22.9%	22.6%	17.9%	20.9%
營業利益率	10.9%	10.7%	10.9%	13.6%	11.2%	13.1%	16.4%	16.5%	11.6%	14.6%
稅前純益率	11.1%	12.9%	14.1%	28.8%	14.8%	12.9%	16.3%	16.4%	17.1%	15.2%
稅後純益率	7.2%	7.8%	8.5%	20.8%	9.5%	8.7%	11.6%	11.8%	11.4%	10.5%
有效所得稅率	18.3%	21.9%	23.1%	20.6%	22.5%	20.0%	20.0%	20.0%	21.0%	20.6%
季增率(%)										
營業收入	-14.5%	9.4%	7.2%	3.2%	-3.7%	11.1%	19.1%	8.9%		
營業利益	-19.5%	7.6%	9.6%	28.1%	-20.9%	49.0%	49.7%	9.6%		
稅後純益	-16.4%	19.1%	17.1%	152.1%	-56.2%	56.3%	58.0%	10.5%		
調整後每股盈餘	-16.3%	19.1%	17.1%	152.1%	-56.2%	56.3%	58.0%	10.4%		
年增率(%)										
營業收入	-24.4%	-26.0%	-13.9%	3.4%	16.4%	15.1%	28.0%	35.1%	-16.1%	24.2%
營業利益	-50.2%	-54.5%	-28.9%	21.6%	19.5%	40.8%	92.5%	64.6%	-34.5%	56.6%
稅後純益	-48.7%	-51.1%	-34.3%	193.9%	54.1%	29.0%	73.9%	-23.8%	-11.6%	11.3%
調整後每股盈餘	-48.5%	-51.0%	-34.3%	194.5%	54.1%	29.0%	73.9%	-23.8%	-7.8%	14.8%

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

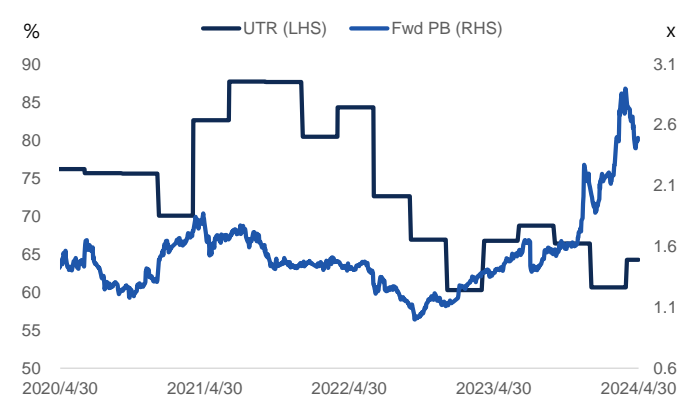
公司成立於 1997 年，為全球第五大封測廠，主要股東為美商金士頓集團。從事晶圓凸塊、針測、IC 封裝、測試、預燒至成品以及固態硬碟封裝。應用產品包含邏輯 IC (營收佔比約 35%)與記憶體(營收佔比包含 DRAM 與 NAND 約 55%)。主要客戶包含 Micron、聯發科、Kioxia 與瑞薩，廠房分布於台灣新竹、日本橫濱與熊本。2017 年則收購美光子公司 Tera Probe 39.6%股權，目標取得車用與 IoT PoP 封裝技術，為日本車用電子及物聯網業佈局；2018 年為先進面板級扇外型封裝佈局，於新竹科學園區投入高階封裝新廠建設計畫。公司未來發展方向為增加邏輯封測營收、開發先進封裝技術，如應用於 HBM 之 TSV 製程與面板級扇出封裝(Panel Level Fan Out)以及提供整合性封測服務(Turn-Key Service)。

圖 16：前十大股東

Name	Holding %
Polaris Securities Investment Trust	5.72
China Life Insurance Co.	4.94
Cathay Life Insurance Co.	4.45
Kingston Tech Co.	3.94
Federated Technology Corp.	3.73
Hermes Inv FD PUB	3.73
FMR LLC	3.05
Vanguard Group Inc.	2.95
Chunghwa Post Co.	2.5
Nan Shan Life Insurance Co.	2.42

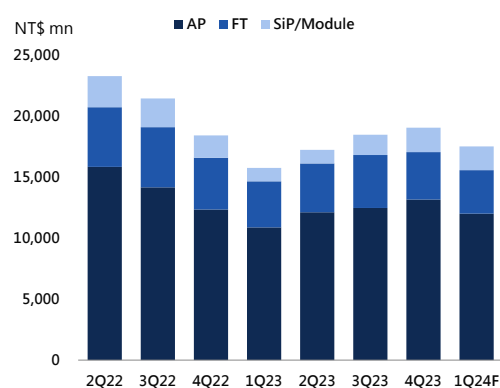
資料來源：公司資料、TEJ、Bloomberg

圖 17：力成稼動率預估



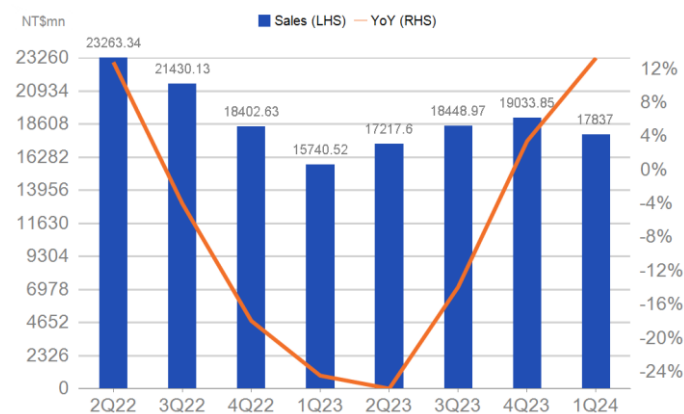
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



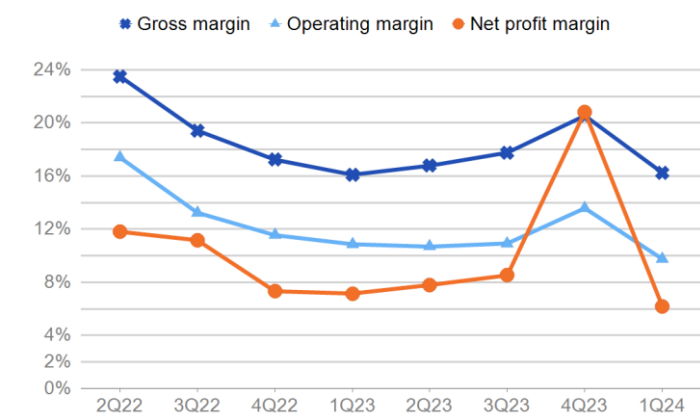
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



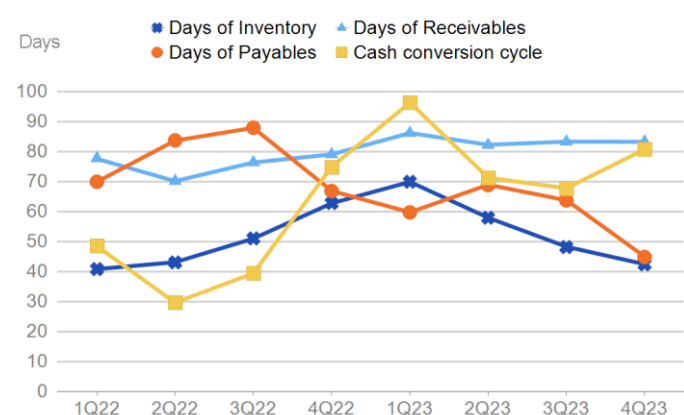
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



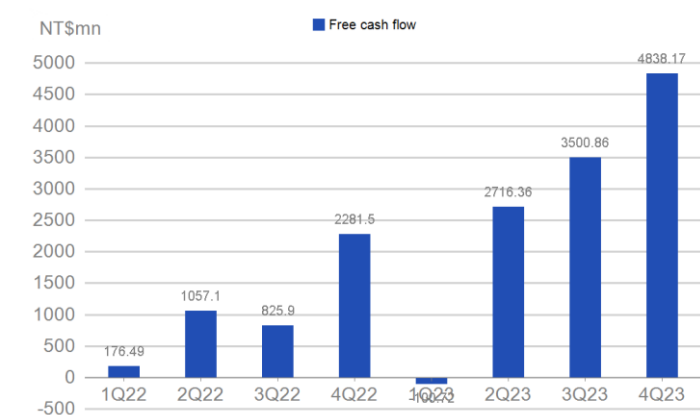
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：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：**力成整體的 ESG 風險評級屬於中度風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名落於略為落後的位置，但在半導體設計與製造行業的公司中排名略微領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**力成的整體曝險屬於中等水準，但仍略優於半導體設計與製造行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包括政治遊說、利益衝突、反競爭行為、稅務和會計違規行為等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**力成在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。ESG 報告內容具整體性。公司有一名高管作為其 ESG 委員會的成員。此外，力成的環境政策也很完善。它還實行了嚴謹的供應鏈篩選標準。例如，供應商標準涉及童工和強迫勞動。力成也制定了適當的舉報人計劃。

圖 23：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	28.3
在 ESG 議題上的曝險 (A)	50.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	47.5
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	45

資料來源：Sustainalytics (2024/4/30)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

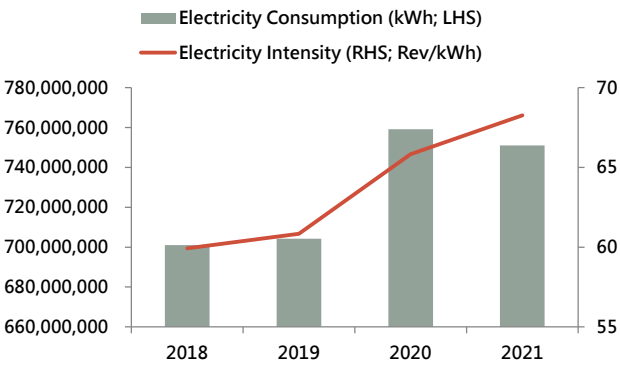
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

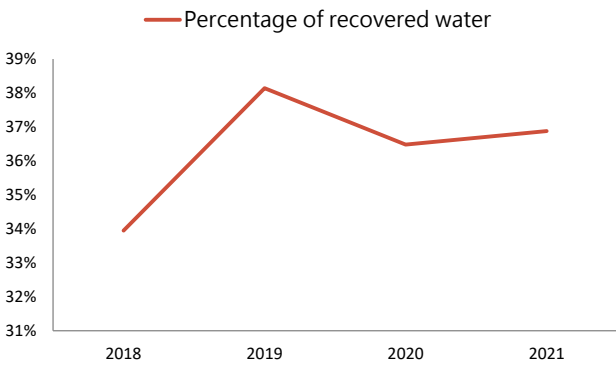
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 24：用電效率



資料來源：公司資料、Reuters

圖 25：水資源回收



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	22,614	20,373	21,080	18,668	22,690
存貨	6,768	10,753	6,681	14,374	18,306
應收帳款及票據	17,975	14,347	16,679	15,717	20,482
其他流動資產	4,601	4,304	3,516	3,516	3,516
流動資產	51,959	49,777	48,194	52,514	65,233
採用權益法之投資	0	0	22,441	22,441	22,441
固定資產	63,237	64,818	37,835	40,262	37,189
無形資產	983	1,126	1,126	1,126	1,126
其他非流動資產	2,409	3,249	1,559	1,534	1,508
非流動資產	66,628	69,192	62,960	65,362	62,264
資產總額	118,587	118,969	111,155	117,876	127,497
應付帳款及票據	6,899	5,594	5,077	6,634	7,845
短期借款	72	70	633	633	633
什項負債	16,348	13,951	10,798	10,798	10,798
流動負債	23,319	19,615	16,508	18,065	19,277
長期借款	30,013	30,354	23,198	23,198	23,198
其他負債及準備	1,949	2,678	2,342	2,342	2,342
長期負債	31,962	33,031	25,540	25,540	25,540
負債總額	55,281	52,646	42,048	43,605	44,817
股本	7,791	7,591	7,591	7,591	7,591
資本公積	271	150	237	237	237
保留盈餘	43,574	45,551	48,242	53,406	61,816
什項權益	(2,129)	(1,003)	(1,201)	(1,201)	(1,201)
歸屬母公司之權益	49,507	52,289	69,106	75,662	86,286
非控制權益	13,799	14,034	14,237	15,628	17,843
股東權益總額	63,306	66,323	69,106	74,271	82,680

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	11,726	10,752	9,509	10,588	14,162
折舊及攤提	14,052	14,855	3,312	12,598	15,098
本期營運資金變動	(3,073)	(2,940)	2,149	(5,174)	(7,486)
其他營業資產 及負債變動	1,945	257	(2,555)	0	0
營運活動之現金流量	24,649	22,923	7,259	18,043	21,775
資本支出	(15,275)	(18,582)	(2,695)	(15,000)	(12,000)
本期長期投資變動	0	0	(1,219)	0	0
其他資產變動	1,216	(346)	(2,555)	0	0
投資活動之現金流量	(14,059)	(18,927)	(917)	(15,000)	(12,000)
股本變動	0	(200)	0	0	0
本期負債變動	(2,330)	395	(2,434)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(3,856)	(5,086)	0	(5,454)	(5,753)
其他調整數	(2,529)	(1,870)	(2,555)	0	0
融資活動之現金流量	(8,716)	(6,761)	(2,486)	(5,454)	(5,753)
匯率影響數	(280)	525	(517)	0	0
本期產生現金流量	1,594	(2,241)	3,339	(2,411)	4,022
自由現金流量	9,375	4,341	4,565	3,043	9,775

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	83,794	83,927	70,441	87,480	107,959
銷貨成本	(64,499)	(66,551)	(57,832)	(69,178)	(83,922)
營業毛利	19,295	17,376	12,609	18,302	24,037
營業費用	(4,770)	(4,928)	(4,455)	(5,528)	(6,215)
推銷費用	(405)	(429)	(256)	(526)	(612)
研究費用	(2,443)	(2,462)	(2,458)	(2,912)	(3,298)
管理費用	(1,973)	(2,036)	(1,742)	(2,090)	(2,304)
其他費用	51	(1)	0	0	0
營業利益	14,525	12,448	8,154	12,773	17,822
利息收入	47	109	342	118	122
利息費用	(298)	(349)	(303)	(237)	(241)
利息收入淨額	(251)	(239)	39	(119)	(119)
投資利益(損失)淨額	0	0	(21)	0	0
匯兌損益	(261)	1,510	112	674	0
其他業外收入(支出)淨額	693	(79)	3,760	0	0
稅前純益	14,705	13,640	12,043	13,328	17,703
所得稅費用	(2,980)	(2,888)	(2,534)	(2,740)	(3,541)
少數股權淨利	2,828	2,065	1,501	1,391	2,215
歸屬母公司之稅後純益	8,898	8,687	8,009	9,197	11,947
稅前息前折舊攤銷前淨利	28,986	28,751	21,768	25,372	32,921
調整後每股盈餘 (NT\$)	11.91	11.62	10.72	12.31	15.99

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	10.0	0.2	(16.1)	24.2	23.4
營業利益	35.5	(14.3)	(34.5)	56.6	39.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	18.3	(0.8)	(24.3)	16.6	29.8
稅後純益	43.4	(8.3)	(11.6)	11.3	33.8
調整後每股盈餘	33.6	(2.4)	(7.8)	14.8	29.9
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	23.0	20.7	17.9	20.9	22.3
營業利益率	17.3	14.8	11.6	14.6	16.5
稅前息前淨利率	17.2	15.8	11.6	14.6	16.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	34.6	34.3	30.9	29.0	30.5
稅前純益率	17.6	16.3	17.1	15.2	16.4
稅後純益率	10.6	10.4	11.4	10.5	11.1
資產報酬率	10.3	9.1	3.6	8.0	9.7
股東權益報酬率	19.3	16.6	52.2	12.8	15.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	87.3	79.4	60.9	58.7	54.2
淨負債權益比(%)	11.8	15.2	4.0	7.0	1.4
利息保障倍數 (倍)	50.4	40.1	0	53.8	73.8
流動比率 (%)	222.8	253.8	2.9	2.9	3.4
速動比率 (%)	191.9	196.8	2.3	1.9	2.2
淨負債 (NT\$百萬元)	7,471	10,050	2,751	5,163	1,141
調整後每股淨值 (NT\$)	63.54	68.88	73.42	78.47	86.76
評價指標 (倍)					
本益比	14.7	15.0	16.3	14.2	10.9
股價自由現金流量比	13.9	30.0	28.6	42.8	13.3
股價淨值比	2.8	2.5	2.4	2.2	2.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨	4.5	4.5	6.0	5.1	4.0
股價營收比	1.6	1.6	1.9	1.5	1.2

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

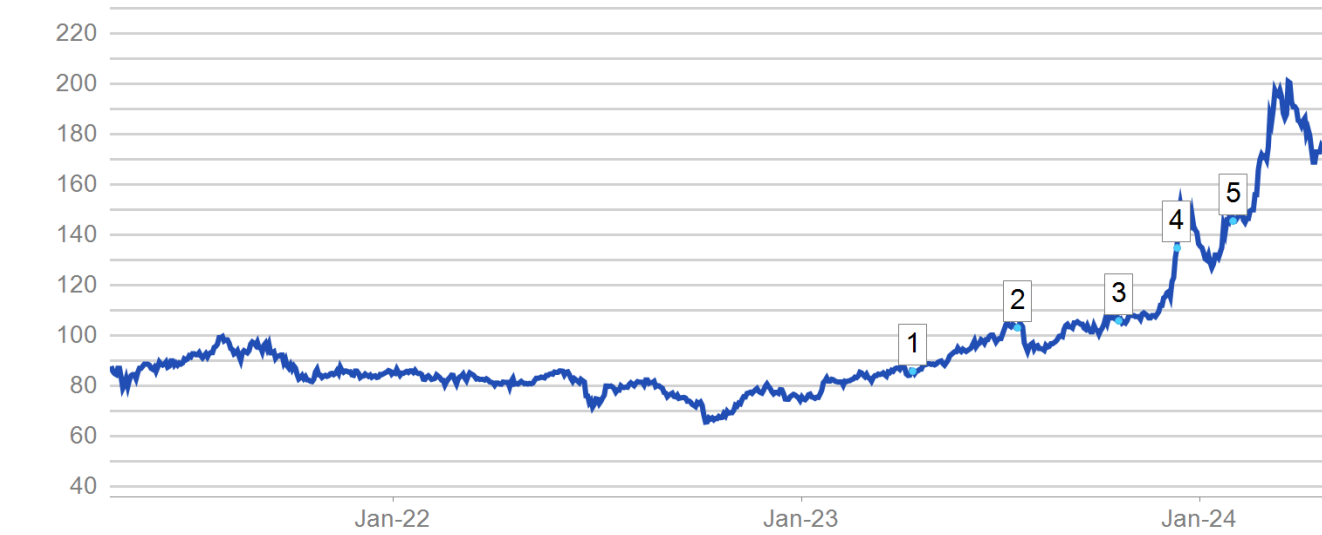
附錄：重要揭露事項

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。

力成 (6239 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20230425	91.80	110.00	103.03	買進	劉誠新
2	20230726	110.00	120.00	112.40	持有-超越同業	劉誠新
3	20231025	107.50	105.00	105.00	持有-超越同業	劉誠新
4	20231213	135.00	190.00	190.00	買進	劉誠新
5	20240131	148.50	190.00	190.00	買進	劉誠新

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，本中心對該股持正面觀點。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，本中心對該股持負面觀點。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>.