

2024 年 4 月 29 日

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	142.50 元
目標價	
3 個月	157.00 元
12 個月	157.00 元

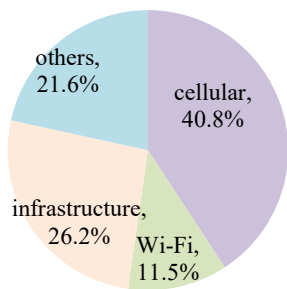
近期報告日期、評等及前日股價

04/16/2024	Trading Buy	147.00
02/14/2024	Buy	159.50
02/05/2024	Buy	158.50
12/19/2023	Trading Buy	161.50
10/30/2023	Buy	127.50

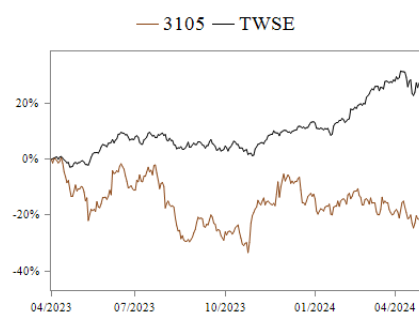
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	4,239
市值(億元)	604
目前每股淨值(元)	80.10
外資持股比(%)	23.36
投信持股比(%)	0.48
董監持股比(%)	5.54
融資餘額(張)	9,607
現金股息配發率(%)	0.00

產品組合



股價相對大盤走勢



穩懋(3105 TT)

Trading Buy

預估 2Q24 本業表現轉佳，維持 Trading Buy 評等。

投資建議：雖然近期 infrastructure 產品訂單能見度較低，VCSEL 2024 年營收展望受大客戶增加供應商加數而轉差，不過，預估 cellular、Wi-Fi 產品將帶動穩懋 2Q24 產能利用率提高，本業表現隨之轉佳，故群益維持對穩懋 Trading Buy 的投資建議。

1Q24 稅後淨利因業外表現轉佳而高於 4Q23：受手機產業淡季影響，1Q24 營收 44.42 億元，QoQ-8.75%，毛利率下跌至 22.40%(4Q23 為 29.43%)，原因主要有三，(1)產能利用率由 4Q23 的 60%降低至 1Q24 的 55%，(2)產品結構不及 4Q23，(3)認列子公司持有中國客戶股票的跌價損失(影響 1Q24 毛利率 2.4%)，故 1Q24 營業利益 QoQ-71.22%。不過，業外因贖回所有流通在外 ECB 而認列按攤銷後成本衡量之金融負債利益 2.54 億元，1Q24 稅後淨利增加至 4.07 億元，QoQ+5.70%。

再就 1Q24 穩懋的產品結構而言，營收 QoQ 最高者為 Wi-Fi 產品，營收比重提高至 10~15%，原因在於大客戶歷經 2 季的調整後，庫存去化動作已告一段落；cellular 產品 1Q24 營收比重維持 45~50%，出貨表現淡季不淡；VCSEL 營收隨美國消費性電子廠 Smartphone 新機出貨高峰已過而減少，且減少幅度在各產品中居冠；至於 infrastructure 產品 1Q24 營收較 4Q23 減少，但幅度小於 10%，1Q24 營收比重為 20~25%。

預估 2Q24 稅後淨利 3.99 億元，QoQ-1.95%：根據穩懋引述研調機構指出，2024 年全球 Smartphone 出貨量 YoY+3%，且動能來自高階機種，相關出貨量 YoY+17%，由於高階 Smartphone 占穩懋營收比重較高，預估穩懋 cellular、Wi-Fi 等手機相關產品受惠於此一產業趨勢的程度亦較大。

展望 2Q24，雖然預估 VCSEL、infrastructure 產品營收較 1Q24 減少，但預估穩懋的營收 QoQ+12.37%，並帶動產能利用率提高，動能來自 cellular、Wi-Fi 產品，本業表現隨之改善，營業利益 QoQ+107.72%，但 1Q24 業外利益基期較高，預估 2Q24 稅後淨利 3.99 億元，QoQ-1.95%。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	15,836	18,087	19,090	2,860	3,944	4,165	4,868	4,442	4,992	4,489	4,165	4,099
營業毛利淨額	3,469	4,208	4,578	326	791	919	1,433	995	1,238	1,053	922	843
營業利益	-56	878	1,156	-595	-170	70	639	184	382	208	103	20
稅後純益	-80	992	882	-402	-97	34	385	407	399	161	25	-53
稅後 EPS(元)	-0.19	2.34	2.08	-0.95	-0.23	0.08	0.91	0.96	0.94	0.38	0.06	-0.12
毛利率(%)	21.91%	23.26%	23.98%	11.40%	20.05%	22.07%	29.43%	22.40%	24.80%	23.46%	22.13%	20.57%
營業利益率(%)	-0.35%	4.85%	6.06%	-20.80%	-4.32%	1.68%	13.13%	4.14%	7.66%	4.64%	2.48%	0.50%
稅後純益率(%)	-0.50%	5.48%	4.62%	-14.05%	-2.46%	0.82%	7.91%	9.16%	8.00%	3.58%	0.60%	-1.29%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-13.62%	14.21%	5.54%	-19.02%	37.92%	5.61%	16.88%	-8.75%	12.37%	-10.08%	-7.21%	-1.59%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	-11.09%	N.A	N.A	N.A	1,031.38%	5.70%	-1.95%	-59.68%	-84.58%	N.A

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 4 月 29 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。

1Q24 本業表現雖轉差，但認列贖回 ECB 之業外利益，稅後淨利增加至 4.07 億元，QoQ+5.70%：

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，在穩懋各主要產品中，infrastructure 產品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 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。

1Q24 營收 44.42 億元，QoQ-8.75%，主要係手機產業淡季所致，毛利率下跌至 22.40%(4Q23 為 29.43%)，原因主要有三，(1)產能利用率由 4Q23 的 60% 降低至 1Q24 的 55%，(2)產品結構不及 4Q23(1Q24 infrastructure 產品、VCSEL 營收減少幅度較大)，(3)認列子公司持有中國客戶股票的跌價損失(影響 1Q24 毛利率 2.4%)，故 1Q24 營業利益 QoQ-71.22%。不過，業外因贖回所有流通在外 ECB 而認列按攤銷後成本衡量之金融負債利益 2.54 億元，

2024 年 4 月 29 日

1Q24 稅後淨利增加至 4.07 億元，QoQ+5.70%。

再就 1Q24 穩懋的產品結構而言，營收 QoQ 最高者為 Wi-Fi 產品，營收比重提高至 10~15%，原因在於大客戶歷經 2 季的調整後，庫存去化動作已告一段落；cellular 產品 1Q24 營收比重維持 45~50%，出貨表現淡季不淡；VCSEL 營收隨美國消費性電子廠 Smartphone 新機出貨高峰已過而減少，且減少幅度在各產品中居冠，其他項(others)產品營收比重由 4Q23 的 22%降低至 1Q24 的 15%；至於 infrastructure 產品 1Q24 營收較 4Q23 減少，但幅度小於 10%，1Q24 營收比重為 20~25%。

表一、近期穩懋各主要產品線的營收比重

(營收比重)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
cellular	25~30%	30~35%	45~50%	45~50%	45~50%
Wi-Fi	5~10%	15~20%	10~15%	5~10%	10~15%
infrastructure	30~35%	25~30%	20~25%	20~25%	20~25%
others	31%	18%	18%	22%	15%

資料來源：穩懋，群益投顧彙整

預估 2Q24 營業利益 QoQ+107.72%，但業外表現不及 1Q24，稅後淨利 3.99 億元，QoQ-1.95%：

根據穩懋引述研調機構指出，2024 年全球 Smartphone 出貨量 YoY+3%，且動能來自高階機種，相關出貨量 YoY+17%，由於高階 Smartphone 占穩懋營收比重較高，預估穩懋 cellular、Wi-Fi 等手機相關產品受惠於此一產業趨勢的程度亦較大。

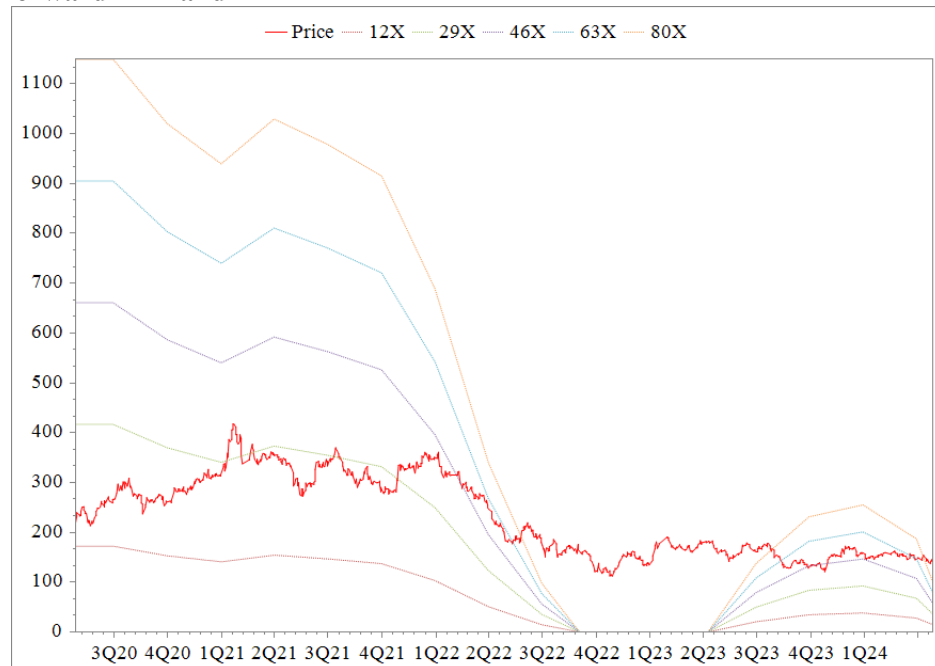
展望 2Q24，雖然預估 VCSEL、infrastructure 產品營收較 1Q24 減少，但預估穩懋的營收 QoQ+12.37%，並帶動產能利用率提高，動能來自 cellular、Wi-Fi 產品，本業表現隨之改善，營業利益 QoQ+107.72%，但 1Q24 業外利益基期較高，預估 2Q24 稅後淨利 3.99 億元，QoQ-1.95%。

預估 2Q24 本業表現受 cellular、Wi-Fi 產品需求增溫帶動而轉佳，故群益維持穩懋 Trading Buy 的投資建議：

雖然近期 infrastructure 產品訂單能見度較低，VCSEL 2024 年營收展望受大客戶增加供應商加數而轉差，不過，預估 cellular、Wi-Fi 產品將帶動穩懋 2Q24 產能利用率提高，本業表現隨之轉佳，故群益維持對穩懋 Trading Buy 的投資建議。

2024 年 4 月 29 日

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 4 月 29 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	74,894	69,128	69,168	70,163	71,000
流動資產	26,455	17,213	17,163	17,620	18,062
現金及約當現金	16,332	10,380	10,326	10,613	10,873
應收帳款與票據	2,718	917	1,149	1,180	1,205
存貨	6,671	5,420	5,111	5,232	5,344
採權益法之投資	10,405	10,873	10,564	10,583	10,529
不動產、廠房設備	27,784	31,546	31,312	31,812	32,312
負債總計	37,772	33,939	33,819	34,365	35,141
流動負債	7,215	6,247	12,724	13,062	13,390
應付帳款及票據	2,163	1,017	1,362	1,398	1,424
非流動負債	30,557	27,692	21,095	21,267	21,689
權益總計	37,122	35,190	35,349	35,797	35,859
普通股股本	4,240	4,239	4,239	4,239	4,239
保留盈餘	19,960	18,351	17,213	17,661	17,722
母公司業主權益	34,938	33,329	33,955	34,946	35,489
負債及權益總計	74,894	69,128	69,168	70,163	71,000

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	26,182	18,334	15,836	18,087	19,090
營業成本	16,412	13,610	12,367	13,879	14,512
營業毛利淨額	9,770	4,725	3,469	4,208	4,578
營業費用	3,347	3,241	3,525	3,330	3,422
營業利益	6,423	1,484	-56	878	1,156
EBITDA	10,839	6,360	4,521	5,710	6,751
業外收入及支出	-23	232	-828	-363	-639
稅前純益	6,400	1,826	-679	515	517
所得稅	1,189	411	-121	67	116
稅後純益	5,455	1,802	-80	992	882
稅後 EPS(元)	12.87	4.25	-0.19	2.34	2.08
完全稀釋 EPS**	12.87	4.25	-0.19	2.34	2.08

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	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	2.49%	-29.97%	-13.62%	14.21%	5.54%
營業毛利淨額	-7.55%	-51.64%	-26.57%	21.29%	8.80%
營業利益	-17.46%	-76.90%	N.A	N.A	31.65%
稅後純益	-16.45%	-66.96%	N.A	N.A	-11.09%

獲利能力分析(%)

毛利率	37.32%	25.77%	21.91%	23.26%	23.98%
EBITDA(%)	41.40%	34.69%	28.55%	31.57%	35.37%
營益率	24.53%	8.09%	-0.35%	4.85%	6.06%
稅後純益率	20.83%	9.83%	-0.50%	5.48%	4.62%
總資產報酬率	7.28%	2.61%	-0.12%	1.41%	1.24%
股東權益報酬率	14.69%	5.12%	-0.23%	2.77%	2.46%

償債能力檢視

負債比率(%)	50.43%	49.10%	48.89%	48.98%	49.49%
負債/淨值比(%)	101.75%	96.45%	95.67%	96.00%	98.00%
流動比率(%)	366.67%	275.54%	134.89%	134.89%	134.89%

其他比率分析

存貨天數	135.32	162.14	155.41	136.00	133.00
應收帳款天數	33.14	36.17	23.80	23.50	22.80

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	7,815	5,968	4,270	5,499	5,553
稅前純益	6,400	1,826	-679	515	517
折舊及攤銷	4,167	4,303	4,739	4,815	4,891
營運資金變動	-1,484	1,905	423	-116	-110
其他營運現金	-1,268	-2,066	-214	285	256
投資活動現金	-14,594	-7,081	-2,753	-5,519	-5,549
資本支出淨額	-8,070	-7,042	-3,203	-5,000	-5,000
長期投資變動	-6,654	-492	-56	-500	-500
其他投資現金	130	453	505	-19	-49
籌資活動現金	14,831	-5,023	-1,676	307	255
長借/公司債變動	18,581	963	5,376	172	422
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	-5,992	135	172
淨現金流量	7,975	-5,952	-54	287	260
期初現金	8,356	16,332	10,380	10,326	10,613
期末現金	16,332	10,380	10,326	10,613	10,873

資料來源：CMoney、群益

2024 年 4 月 29 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	3,531	2,860	3,944	4,165	4,868	4,442	4,992	4,489	4,165	4,099	5,137	5,058
營業成本	2,746	2,533	3,153	3,246	3,435	3,447	3,754	3,436	3,243	3,256	3,817	3,782
營業毛利淨額	786	326	791	919	1,433	995	1,238	1,053	922	843	1,321	1,276
營業費用	765	921	961	849	794	811	856	845	819	823	872	876
營業利益	21	-595	-170	70	639	184	382	208	103	20	448	400
業外收入及支出	-154	39	-191	-114	-357	125	-148	-153	-187	-151	-148	-153
稅前純益	-133	-556	-362	-44	282	309	234	56	-84	-130	300	247
所得稅	28	-77	-86	37	5	42	14	10	0	0	53	45
稅後純益	-76	-402	-97	34	385	407	399	161	25	-53	426	317
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)	-0.18	-0.95	-0.23	0.08	0.91	0.96	0.94	0.38	0.06	-0.12	1.01	0.75

獲利能力(%)

毛利率(%)	22.24%	11.40%	20.05%	22.07%	29.43%	22.40%	24.80%	23.46%	22.13%	20.57%	25.71%	25.23%
營業利益率(%)	0.59%	-20.80%	-4.32%	1.68%	13.13%	4.14%	7.66%	4.64%	2.48%	0.50%	8.73%	7.90%
稅後純益率(%)	-2.15%	-14.05%	-2.46%	0.82%	7.91%	9.16%	8.00%	3.58%	0.60%	-1.29%	8.30%	6.27%

QoQ(%)

營業收入淨額	-9.66%	-19.02%	37.92%	5.61%	16.88%	-8.75%	12.37%	-10.08%	-7.21%	-1.59%	25.34%	-1.54%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	812.32%	-71.22%	107.72%	-45.45%	-50.41%	-80.33%	2105.12%	-10.85%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	9.39%	-24.34%	-76.24%	N.A	N.A	N.A	-17.73%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	1031.38%	5.70%	-1.95%	-59.68%	-84.58%	N.A	N.A	-25.68%

YoY(%)

營業收入淨額	-51.07%	-48.91%	-25.55%	6.56%	37.85%	55.34%	26.56%	7.77%	-14.44%	-7.73%	2.92%	12.69%
營業利益	-98.97%	N.A	N.A	N.A	2990.70%	N.A	N.A	197.53%	-83.83%	-88.95%	17.32%	91.73%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	28.31%	344.22%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	-90.33%	N.A	N.A	N.A	372.78%	-93.55%	N.A	6.86%	96.99%

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。