

訊芯-KY

(6451.TW/6451 TT)

未評等

收盤價 June 14 (NT\$)	206.5
12 個月目標價 (NT\$)	N/A
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲 / 下跌空間 (%)	N/A

焦點內容

1. 長期耕耘 SiP 與 Transceiver 技術。
2. CPO 產品 7 月開始小量出貨。
3. 其他產品線亦持續優化。

交易資料表

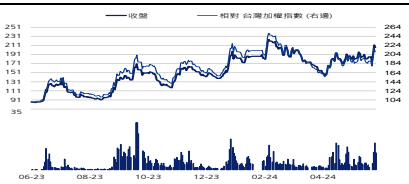
市值：(NT\$/US\$mn)	22.19 / 686
流通在外股數 (百萬股)：	107.5
外資持有股數 (百萬股)：	71.58
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.46
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	85.20 - 224.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	9.5	40	137.9
相對表現 (%)	-3.4	12.5	107.3

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	(0.94)	1.43	1.61	(0.19)
2023	0.52	0.76	1.26	1.57
2024	(0.81)	N.A.	N.A.	N.A.

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

姜兆剛
886.2.2181.8742
jackson.chiang@kgi.com

孫瑞隆
886.2.2181.8745
sean.sun@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

CPO 產品出貨在即

重要訊息

我們參加座談，更新公司近況，管理層表示公司未來將著重發展 CPO (co-packaged optics)相關產品，51.2Tbps 之 CPO 相關產品預計 7 月開始小量出貨，而 2025 年將顯著成長。

評論及分析

長期耕耘 SiP 與 Transceiver 技術。管理層表示公司自 1991 年開始發展 SiP (system-in-package)產品線，該技術將不同功能之晶片與相關被動元件封裝成一個積體電路，公司主要瞄準利基市場以避開與大廠競爭。自 2008 年踏入光收發模組市場，並於 2022 年推出 400Gbps 矽光解決方案之光收發模組。2022-23 年營收分別為 53.2/52.1 億元，產品組合則為 Optical TXR 75%/59%與 SiP &感測器 25%/41%，每股盈餘為 1.92/4.1 元。

CPO 產品 7 月開始小量出貨。基於長久以來之系統封裝與光收發模組技術積累，以及和美系客戶合作下，訊芯-KY 得以將兩種技術整合並在 CPO 領域嶄露頭角。管理層表示用於 51.2Tbps 規格之 CPO 相關產品預計 7 月開始小量出貨，並於 2025 年顯著成長。而目前除了與主要美系客戶持續開發下一代 102.4Tbps 之 CPO 產品並預期將於 2025 年底推出之外，亦與眾多客戶進行交流。由於訊芯-KY 之 CPO 產品主要應用於 AI 相關之高階交換器，因此單價將大幅高於非 CPO 型產品。管理層預估 2024 年兩個主要產品線營收接近，2025 年 Optical TXR 營收占比則約為 60%。

其他產品線亦持續優化。管理層看好資料中心傳輸速度增加後，對於透過電路板傳輸損耗更為敏感，CPO 未來將逐漸取代 NPO 跟 OBO 等技術。除了 CPO 產品推動營收大幅成長外，管理層表示也將持續經營 SiP 產品線，並致力於開發無線通訊、光學感測器及消費電子及汽車應用領域相關產品。而既有之高階光收發模組產品線除了持續開發 400G/800G 光收發模組之外，也將發展適用於 120 公里等級的相干(Coherent)光收發模組產品。

投資建議

訊芯-KY 已準備出貨 51.2Tbps 之 CPO 相關產品，隨速率逐漸提升，對 CPO 技術需求亦將持續提高，我們認為其大幅優於一般產品之單價，將極其顯著的貢獻訊芯-KY 之營收，並自 2025 年起推升獲利大幅成長。

投資風險

AI 發展不如預期，資料中心需求減少，同業競爭。

主要財務數據及估值

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
營業收入 (NT\$百萬)	5,745	4,850	4,270	5,318	5,212
營業毛利 (NT\$百萬)	1,386	1,580	922	650	1,221
營業利益 (NT\$百萬)	623	962	59	(81)	284
稅後淨利 (NT\$百萬)	638	725	403	206	434
每股盈餘 (NT\$)	6.16	6.88	3.77	1.92	4.10
每股現金股利 (NT\$)	3.67	4.10	2.56	1.17	2.46
每股盈餘成長率 (%)	117.9	11.6	(45.3)	(49.0)	113.5
本益比 (x)	33.5	30.0	54.8	107.5	50.3
股價淨值比 (x)	3.9	3.6	3.5	3.6	3.5
EV/EBITDA (x)	14.6	11.8	33.0	49.8	28.8
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.8	2.0	1.2	0.6	1.2
股東權益報酬率 (%)	11.3	12.2	6.4	3.3	6.9

資料來源：公司資料，凱基

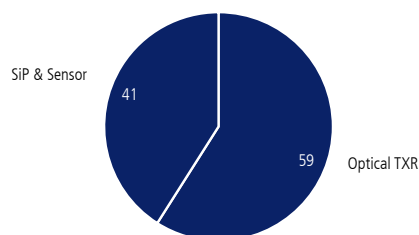
圖 1: 公司概況

訊芯科技成立於 1998 年，總部位於開曼群島，生產工廠位於中國廣東及越南，主要從事系統模組封裝及其他各型積體電路模組之組裝、測試及銷售，為一專業系統模組封裝測試公司。2023 年產品營收比重為高速光纖收發模組 59%；SiP 及感測器 41%。

資料來源：凱基

圖 2: 2023 年產品組合

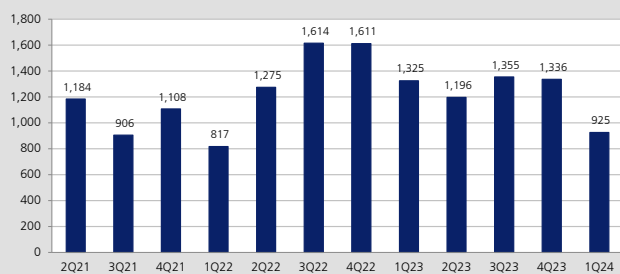
產品營收占比，百分比



資料來源：凱基

圖 3: 季營業收入

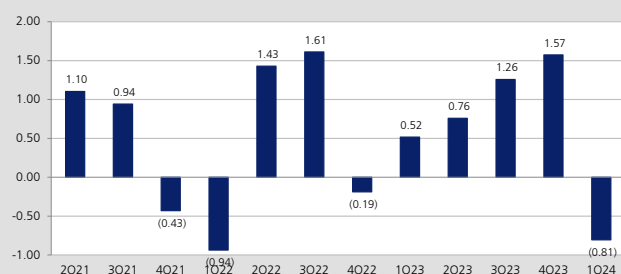
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4: 每股盈利

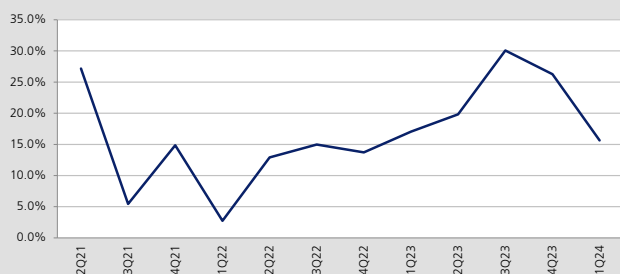
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5: 毛利率

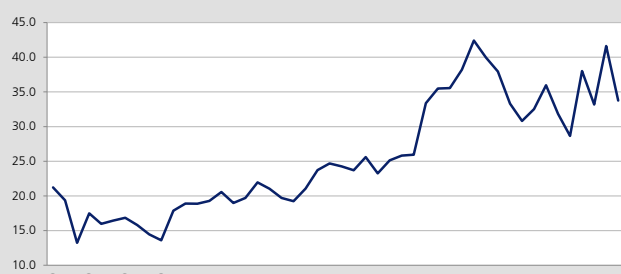
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 本益比

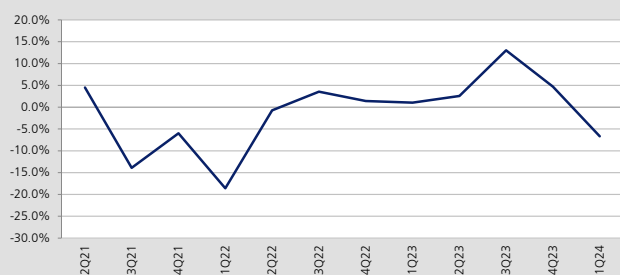
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 7: 營業利潤率

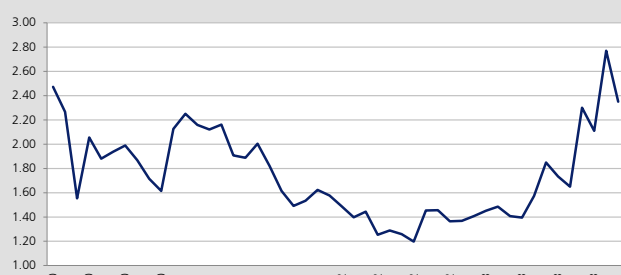
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	1,275	1,614	1,611	1,325	1,196	1,355	1,336	925	4,270	5,318	5,212
營業成本	(1,110)	(1,372)	(1,391)	(1,099)	(959)	(947)	(985)	(781)	(3,348)	(4,668)	(3,991)
營業毛利	165	242	221	226	237	407	351	145	922	650	1,221
營業費用	(174)	(185)	(198)	(212)	(206)	(231)	(288)	(206)	(863)	(731)	(937)
營業利益	(9)	57	23	14	31	177	63	(62)	59	(81)	284
折舊	(129)	(133)	(128)	(119)	(120)	(116)	(138)	(148)	(500)	(512)	(493)
攤提	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(10)	(1)	(1)
EBITDA	119	191	151	132	151	293	201	86	570	431	778
利息收入	56	50	41	38	53	47	55	49	219	201	192
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	14	23	18	32	11	19	18	19	64	73	79
總營業外收入	70	73	58	69	63	65	72	68	283	274	271
利息費用	(27)	(35)	(44)	(39)	(45)	(46)	(48)	(45)	(73)	(128)	(178)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	39	61	(110)	3	52	(12)	148	(68)	(63)	(49)	190
總營業外費用	12	26	(154)	(37)	7	(59)	100	(112)	(136)	(176)	12
稅前純益	73	156	(73)	46	101	183	236	(106)	206	16	567
所得稅費用[利益]	75	7	49	29	(36)	(44)	(49)	13	172	166	(99)
少數股東損益	6	10	4	(21)	14	(6)	(21)	7	24	23	(33)
非常項目前稅後純益	154	173	(20)	55	80	133	166	(86)	403	206	434
非常項目	0	(0)	0	0	(0)	(0)	0	0	-	(0)	0
稅後淨利	154	173	(20)	55	80	133	166	(86)	403	206	434
每股盈餘 (NT\$)	1.43	1.61	(0.19)	0.52	0.76	1.26	1.57	(0.81)	3.77	1.92	4.10
獲利率 (%)											
營業毛利率	12.9	15.0	13.7	17.0	19.8	30.1	26.3	15.6	21.6	12.2	23.4
營業利益率	(0.7)	3.6	1.4	1.0	2.6	13.0	4.7	(6.7)	1.4	(1.5)	5.4
EBITDA Margin	9.4	11.8	9.4	10.0	12.6	21.6	15.1	9.3	13.3	8.1	14.9
稅前純益率	5.7	9.7	(4.5)	3.5	8.5	13.5	17.6	(11.4)	4.8	0.3	10.9
稅後純益率	12.0	10.7	(1.3)	4.1	6.7	9.8	12.5	(9.2)	9.4	3.9	8.3
季成長率 (%)											
營業收入	56.0	26.6	(0.2)	(17.8)	(9.7)	13.2	(1.4)	(30.7)			
營業毛利	638.0	47.1	(8.7)	2.2	5.0	71.8	(13.9)	(58.8)			
營業收益增長	(93.9)		(60.5)	(39.7)	124.7	474.6	(64.3)	(198.0)			
EBITDA		59.6	(20.9)	(12.2)	14.1	94.1	(31.4)	(57.0)			
稅前純益		114.2	(146.8)		118.7	80.6	28.6	(144.8)			
稅後純益		12.6	(111.7)		46.9	66.3	25.0	(151.4)			
年成長率 (%)											
營業收入	7.6	78.3	45.5	62.2	(6.1)	(16.1)	(17.1)	(30.2)	(11.9)	24.5	(2.0)
營業毛利	(48.9)	391.0	34.2	912.9	44.1	68.3	58.8	(35.9)	(41.6)	(29.6)	88.0
營業收益	(117.3)					207.4	177.5	(551.1)	(93.9)	(237.3)	
EBITDA	(42.0)		305.5		26.4	53.8	33.4	(34.7)	(60.9)	(24.3)	80.4
稅前純益	(39.7)		(4.9)		39.2	17.4		(327.7)	(79.5)	(92.0)	3338.5
稅後純益	30.6	71.1	(56.1)		(47.9)	(23.0)		(256.9)	(44.4)	(49.0)	111.1

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
資產總額	11,449	14,684	14,968	16,292	14,751
流動資產	8,323	11,627	11,687	11,262	9,693
現金及短期投資	6,388	9,957	9,119	8,887	8,092
存貨	334	325	1,141	802	372
應收帳款及票據	1,103	1,096	755	1,032	718
其他流動資產	499	249	670	540	512
非流動資產	3,125	3,057	3,282	5,031	5,058
長期投資	478	454	414	333	148
固定資產	2,255	2,120	2,283	3,947	4,161
什項資產	392	483	584	751	749
負債總額	5,781	8,446	8,441	9,614	7,509
流動負債	3,819	6,944	5,419	7,459	7,106
應付帳款及票據	363	323	631	631	325
短期借款	3,022	5,958	3,981	6,032	5,967
什項負債	433	664	807	796	814
長期負債	1,962	1,501	3,022	2,155	403
長期借款	1,414	836	2,582	1,725	-
其他負債及準備	517	632	436	396	352
股東權益總額	5,668	6,238	6,528	6,678	7,242
普通股本	1,065	1,073	1,075	1,075	1,075
保留盈餘	1,985	1,887	1,873	1,718	2,144
少數股東權益	20	41	189	454	908
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
年成長率					
營業收入	28.6%	(15.6%)	(11.9%)	24.5%	(2.0%)
營業收益增長	355.3%	54.3%	(93.9%)	(237.3%)	
EBITDA	162.2%	19.8%	(60.9%)	(24.3%)	80.4%
稅後純益	114.0%	13.6%	(44.4%)	(49.0%)	111.1%
每股盈餘成長率	117.9%	11.6%	(45.3%)	(49.0%)	113.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	24.1%	32.6%	21.6%	12.2%	23.4%
營業利益率	10.8%	19.8%	1.4%	(1.5%)	5.4%
EBITDA Margin	21.2%	30.0%	13.3%	8.1%	14.9%
稅後純益率	11.1%	14.9%	9.4%	3.9%	8.3%
平均資產報酬率	5.8%	5.5%	2.7%	1.3%	2.8%
股東權益報酬率	11.3%	12.2%	6.4%	3.3%	6.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	78.3%	108.9%	100.5%	116.2%	82.4%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	13.4	16.3	3.8	1.1	4.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.2	0.1	0.0	(0.0)	0.1
Cash Flow Int. Coverage (x)	30.5	28.7	2.8	4.9	10.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.6	0.3	0.1	0.1	0.3
流動比率 (x)	2.2	1.7	2.2	1.5	1.4
速動比率 (x)	2.1	1.6	1.9	1.4	1.3
淨負債 (NT\$百萬)	(1,950)	(3,149)	(2,504)	(1,062)	(2,103)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	6.16	6.88	3.77	1.92	4.10
每股現金盈餘 (NT\$)	18.67	17.93	1.91	5.80	17.61
每股淨值 (NT\$)	53.02	57.78	58.99	57.92	58.94
調整後每股淨值 (NT\$)	54.54	58.84	59.23	58.15	59.84
每股營收 (NT\$)	55.48	46.04	39.91	49.68	49.24
EBITDA/Share (NT\$)	11.74	13.83	5.32	4.03	7.35
每股現金股利 (NT\$)	3.67	4.10	2.56	1.17	2.46
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.52	0.37	0.29	0.34	0.34
應收帳款周轉天數	70.1	82.7	64.6	70.8	50.3
存貨周轉天數	28.0	36.4	124.4	62.7	34.0
應付帳款周轉天數	30.4	36.1	68.7	49.3	29.8
現金轉換周轉天數	67.6	83.0	120.3	84.2	54.5

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
營業收入	5,745	4,850	4,270	5,318	5,212
營業成本	(4,358)	(3,269)	(3,348)	(4,668)	(3,991)
營業毛利	1,386	1,580	922	650	1,221
營業費用	(763)	(619)	(863)	(731)	(937)
營業利益	623	962	59	(81)	284
總營業外收入	270	233	283	274	271
利息收入	126	174	219	201	192
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	144	59	64	73	79
總營業外費用	(105)	(188)	(136)	(176)	12
利息費用	(63)	(66)	(73)	(128)	(178)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(42)	(122)	(63)	(49)	190
稅前純益	788	1,006	206	16	567
所得稅費用[利益]	(159)	(287)	172	166	(99)
少數股東損益	9	5	24	23	(33)
非常項目	-	(0)	0	(0)	0
稅後淨利	638	725	403	206	434
EBITDA	1,216	1,457	570	431	778
每股盈餘 (NT\$)	6.16	6.88	3.77	1.92	4.10

現金流量

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
營運活動之現金流量	1,933	1,889	205	621	1,865
本期純益	638	725	403	206	434
折舊及攤提	593	495	511	512	494
本期運用資金變動	137	(26)	(148)	63	441
其他營業資產及負債變動	565	695	(561)	(160)	496
投資活動之現金流量	(1,707)	(488)	(684)	(1,883)	(823)
投資用短期投資出售[新購]	(572)	(72)	(53)	(9)	51
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(1,167)	(295)	(1,112)	(1,889)	(868)
其他資產變動	31	(120)	481	15	(6)
自由現金流	56	860	(652)	(2,212)	300
融資活動之現金流量	1,093	2,060	(382)	802	(1,601)
短期借款變動	1,387	1,492	(1,372)	1,185	111
長期借款變動	-	840	1,107	(145)	(1,898)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(239)	(388)	(440)	(275)	(124)
其他融資現金流	94	41	248	188	266
匯率影響數	(225)	95	(15)	213	(189)
本期產生現金流量	1,093	3,557	(876)	(247)	(749)

投資回報率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	13.3%	12.8%	20.2%	13.7%	18.0%
= 營業利益率	10.8%	19.8%	1.4%	(1.5%)	5.4%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.1	0.3	0.2	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.4	0.4	0.5	0.7	0.8
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.7	1.7	1.2	1.1	1.1
營業利益率	10.8%	19.8%	1.4%	(1.5%)	5.4%
x 資本周轉率	1.7	1.7	1.2	1.1	1.1
x (1 - 有效現金稅率)	79.8%	71.5%	183.6%	1108.8%	82.5%
= 稅後 ROIC	14.5%	24.4%	3.1%	(18.3%)	5.0%

資料來源：公司資料，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 未評等 (R)	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。
*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。