

2024 年 6 月 21 日

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價 48.85 元
目標價
3 個月 50.90 元
12 個月 50.90 元

環宇-KY(4991 TT)

Neutral

近期報告日期、評等及前日股價

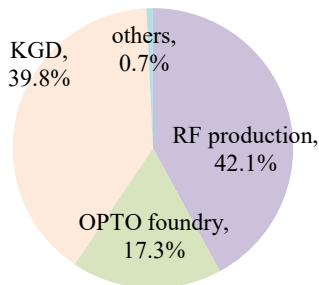
雖業績漸改善，但考量評價未偏低，評等為 Neutral。

投資建議：雖然環宇-KY 本業表現受惠於 data center 相關需求增溫而持續轉佳，近期陸續對現有 6 吋廠相關轉投資出清持股、降低持股比重等佈局調整動作有助於減輕業外負擔，不過，預估環宇-KY 2024 年難以轉虧為盈，目前評價未偏低，故群益對環宇-KY 的投資建議為 Neutral。

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 1,118
市值(億元) 55
目前每股淨值(元) 25.65
外資持股比(%) 4.67
投信持股比(%) 0.00
董監持股比(%) 0.02
融資餘額(張) 869
現金股息配發率(%) 0.00

產品組合

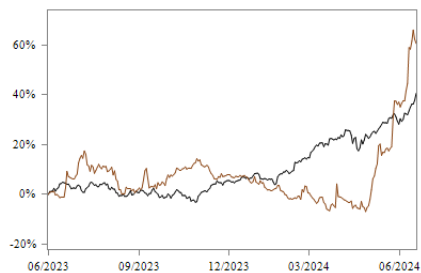


預估 2Q24 難以轉虧為盈：由於來自資料中心相關買氣熱絡，1Q24 環宇-KY 營收 3.47 億元，YoY+28.28%。受惠於 KGD 營收比重提高至 55%、存貨跌價迴轉利益 0.19 億元(影響毛利率 5.6%)，1Q24 環宇的毛利率達 33.85%，本業獲利 0.03 億元，表現為近幾年僅次於 4Q23 的較佳水準，但常州承芯、晶成等轉投資仍拖累業外表現，1Q24 稅後虧損 2.10 億元。展望 2Q24，由於資料中心相關訂單能見度仍高，預估將帶動環宇-KY 的營收較 1Q24 增加，群益預估，本業表現持續改善，但稅後仍受轉投資損失未明顯減少而難以轉虧為盈。

調整 6 吋廠相關轉投資佈局：環宇-KY 本身產能主要以 4 吋廠為主，用以拓展光通訊領域為一適切的產能規模，但環宇-KY 看好消費性電子等近幾年快速崛起的終端應用，故積極尋求與 6 吋廠結盟，藉由環宇-KY、策略夥伴分別提供技術、產能的模式合作，目前重要合作夥伴為富采集團，環宇-KY 轉投資晶成、常州承芯均係基於上述考量。由於 6 吋廠投資金額龐大，在產能利用率提高至經濟規模前，環宇-KY 均須認列為數不小的投資損失，如何在爭取潛在商機的長期營運策略、轉投資損失導致中短期損失間取捨，即為影響環宇-KY 業績表現的關鍵。

股價相對大盤走勢

— 4991 — TWSE



其中，晶成重要產品為 BAW filter，惟近年虧損 1.5~3 億元/季，最近晶成擬調整營運方向，故環宇-KY 已於 06/2024 股東會通過以 4.5 億元的價格出售晶成全數持股予富采之子公司晶電，處分利益約 1.53 億元。至於常州承芯則主要從事 RF foundry 業務，由於折舊費用在 2Q23 完成擴產後增加，但預估 1Q24 送樣的新產品最快 2H24 開始放量，故近期虧損數字擴大，環宇-KY 指出，後續也將調降對常州承芯的持股比重，有助於減輕業外負擔。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	1,351	1,970	2,205	270	322	358	400	347	515	565	543	489
營業毛利淨額	237	634	699	34	48	56	99	117	163	182	172	152
營業利益	-227	134	167	-88	-94	-59	15	3	37	51	43	28
稅後純益	-792	-363	-102	-293	-266	-229	-4	-210	-174	74	-53	-47
稅後 EPS(元)	-7.09	-3.25	-0.91	-2.63	-2.38	-2.05	-0.03	-1.88	-1.56	0.66	-0.48	-0.42
毛利率(%)	17.57%	32.21%	31.69%	12.75%	14.85%	15.74%	24.65%	33.85%	31.65%	32.23%	31.67%	31.06%
營業利率(%)	-16.81%	6.82%	7.59%	-32.69%	-29.20%	-16.55%	3.68%	0.83%	7.28%	8.99%	7.95%	5.69%
稅後純益率(%)	-58.66%	-18.45%	-4.61%	-108.50%	-82.55%	-64.06%	-0.88%	-60.64%	-33.79%	13.16%	-9.83%	-9.65%
營業收入 YoY/QoQ(%)	1.26%	45.83%	11.94%	-23.69%	19.13%	11.06%	11.77%	-13.26%	48.31%	9.73%	-3.78%	-10.08%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	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 11.18 億元計算。

2024 年 6 月 21 日

企業 ESG 資訊揭露：

就能源管理策略而言，首先，在提升能源使用效率的部份，環宇-KY 一方面積極使用 ERP 系統、電子郵件，並以電子化的方式簡省來往信件、公函的列印，以提升各項資源之使用效率、愛護地球資源；另一方面則於生產過程中提高節能設備使用比重，以減少生產過程中電力的損耗，力求不浪費能源。其次，在使用再生物料政策的部份，環宇-KY 則針對生產製造過程中之貴金屬廢棄物進行回收。

就水資源、廢棄物管理策略而言，水資源管理或減量目標乃以減量目標為每年減少 10% 的用水量；廢棄物管理政策或減量目標則關注環境並不斷改進其流程以盡量減少浪費。

預估 2Q24 本業表現持續改善，但仍難以轉虧為盈：

環宇-KY 為三五族化合物晶圓代工廠，營運主軸為 RF foundry and power electronics foundry、OPTO foundry、KGD(known good die)，近幾年營收比重分別為 40~50%、15~25%、30~45%。其中，RF foundry and power electronics foundry 製程包括 GaAs HBT、GaAs pHEMT、InP HBT 等，終端應用以基地台等電信基礎建設為主(如基地台 PA)，由於環宇-KY 在競逐量大訂單時多受限於產能規模而屈居劣勢，訂單主要來自少量多樣的利基型市場。

OPTO foundry 製程包括 APD、VCSEL、LD 等，終端應用涵蓋光纖網路、工業、醫療等，為其他三五族化合物晶圓代工廠較少跨足的領域，此為環宇-KY 的營運特色之一。至於 KGD 為環宇-KY 自行開發的產品線，製程包括 PD/MPD、APD、VCSEL、LD 等(部份與 OPTO foundry 重複，環宇的營運策略係待訂單數量擴大至一定規模後方自行開發 KGD)，終端應用領域涵蓋 DC(data center)/AOC/AI、PON、LTE/Ethernet 等，受惠於建置 data center 相關買氣熱絡，近幾年 DC/AOC/AI 占 KGD 的營收比重均超過 80%。

一般而言，OPTO foundry、KGD 產品線的價格競爭不若 RF production 激烈，毛利率通常較高，換言之，若相關產品線出貨成長動能增加，對提升環宇-KY 獲利的助益將更勝營收。

1Q24 環宇-KY 營收 3.47 億元，YoY+28.28%，動能主要來自資料中心相關需求，KGD 的營收隨之增加至 1.91 億元，YoY+206.77%。受惠於 KGD 營收比重提高至 55%(1Q23 為 23%)、存貨跌價迴轉利益 0.19 億元(影響毛利率 5.6%)，1Q24 環宇的毛利率達 33.85%(1Q23 為 12.75%)，本業獲利 0.03 億元，表現為近幾年僅次於 4Q23 的較佳水準(其餘多數時間均虧損)，但常州承芯、晶成等轉投資仍拖累業外表現，1Q24 稅後虧損 2.10 億元。

展望 2Q24，由於資料中心相關訂單能見度仍高，預估將帶動環宇-KY 的營收較 1Q24 增加，群益預估，本業表現持續改善，但稅後仍受轉投資損失未明顯減少而難以轉虧為盈。

調整 6 吋廠相關轉投資佈局將影響 2H24 業外表現：

環宇-KY 本身產能主要以 4 吋廠為主，用以拓展光通訊領域為一適切的產能規模，但環宇-KY 看好消費性電子等近幾年快速崛起的終端應用，故積極尋求與 6 吋廠結盟，藉由環宇-KY、策略夥伴分別提供技術、產能的模式合作，目前重要合作夥伴為富采集團，環宇-KY 轉投資晶成、常州承芯均係基於上

2024 年 6 月 21 日

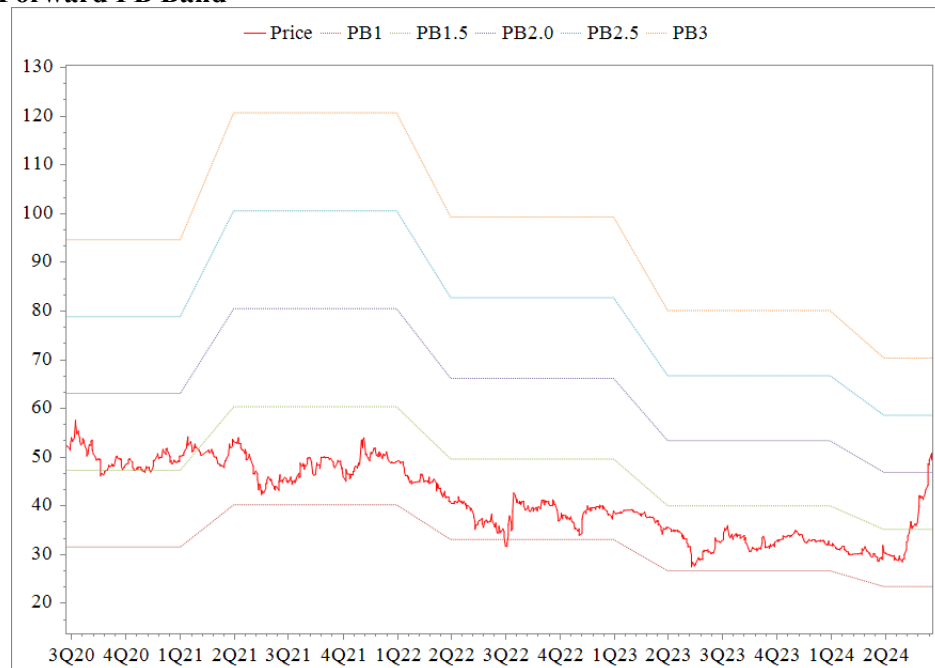
述考量。由於 6 吋廠投資金額龐大，在產能利用率提高至經濟規模前，環宇-KY 均須認列為數不小的投資損失，如何在爭取潛在商機的長期營運策略、轉投資損失導致中短期損失間取捨，即為影響環宇-KY 業績表現的關鍵。

其中，晶成重要產品為 BAW filter，惟近年虧損 1.5~3 億元/季，最近晶成擬調整營運方向，故環宇-KY 已於 06/2024 股東會通過以 4.5 億元的價格出售晶成全數持股予富采之子公司晶電，處分利益約 1.53 億元。至於常州承芯則主要從事 RF foundry 業務，由於折舊費用在 2Q23 完成擴產後增加，但預估 1Q24 送樣的新產品最快 2H24 開始放量，故近期虧損數字擴大，環宇-KY 指出，後續也將調降對常州承芯的持股比重，有助於減輕環宇-KY 的業外負擔。

雖業績漸改善，但考量評價未偏低，群益對環宇-KY 的投資建議為 Neutral：

雖然環宇-KY 本業表現受惠於 data center 相關需求增溫而持續轉佳，近期陸續對現有 6 吋廠相關轉投資出清持股、降低持股比重等佈局調整動作有助於減輕業外負擔，不過，預估環宇-KY 2024 年難以轉虧為盈，目前評價未偏低，故群益對環宇-KY 的投資建議為 Neutral。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 6 月 21 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	4,902	4,517	3,590	3,237	3,149
流動資產	2,390	1,094	1,037	1,058	1,083
現金及約當現金	1,840	442	345	391	380
應收帳款與票據	159	202	242	249	253
存貨	280	338	258	262	266
採權益法之投資	1,691	2,447	1,626	1,301	1,209
不動產、廠房設備	575	696	730	720	710
負債總計	403	816	606	616	630
流動負債	155	406	516	526	538
應付帳款及票據	2	8	40	41	42
非流動負債	248	411	90	89	89
權益總計	4,499	3,701	2,985	2,621	2,520
普通股股本	1,107	1,108	1,113	1,113	1,113
保留盈餘	722	-223	-785	-1,149	-1,251
母公司業主權益	4,499	3,701	2,985	2,621	2,519
負債及權益總計	4,902	4,517	3,590	3,237	3,149

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	1,236	1,334	1,351	1,970	2,205
營業成本	891	1,019	1,113	1,335	1,506
營業毛利淨額	345	315	237	634	699
營業費用	376	452	464	500	532
營業利益	-31	-137	-227	134	167
EBITDA	-269	-812	-649	-320	78
業外收入及支出	-362	-818	-582	-475	-269
稅前純益	-387	-952	-806	-340	-102
所得稅	-9	-12	-14	23	0
稅後純益	-378	-940	-792	-363	-102
稅後 EPS(元)	-3.39	-8.41	-7.09	-3.25	-0.91
完全稀釋 EPS**	-3.39	-8.41	-7.09	-3.25	-0.91

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 11.18 【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 11.18 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	-16.60%	7.92%	1.26%	45.83%	11.94%
營業毛利淨額	-43.78%	-8.73%	-24.66%	167.37%	10.16%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	24.54%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

獲利能力分析(%)

毛利率	27.92%	23.61%	17.57%	32.21%	31.69%
EBITDA(%)	-21.80%	-60.86%	-48.07%	-16.26%	3.55%
營益率	-2.49%	-10.30%	-16.81%	6.82%	7.59%
稅後純益率	-30.63%	-70.45%	-58.66%	-18.45%	-4.61%
總資產報酬率	-7.72%	-20.80%	-22.07%	-11.23%	-3.23%
股東權益報酬率	-8.41%	-25.39%	-26.54%	-13.86%	-4.04%

償債能力檢視

負債比率(%)	8.22%	18.07%	16.87%	19.03%	20.00%
負債/淨值比(%)	8.95%	22.05%	20.30%	23.50%	25.00%
流動比率(%)	1543.02%	269.74%	201.08%	201.08%	201.08%

其他比率分析

存貨天數	131.62	110.81	97.68	71.00	64.00
應收帳款天數	52.62	49.43	60.10	45.50	41.50

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	216	-67	-67	236	414
稅前純益	-387	-952	-806	-340	-102
折舊及攤銷	119	131	143	141	139
營運資金變動	100	-95	72	-9	-8
其他營運現金	385	848	524	445	385
投資活動現金	-454	-1,581	22	-161	-189
資本支出淨額	-30	-183	-93	-100	-100
長期投資變動	-565	-1,395	185	0	0
其他投資現金	141	-2	-71	-61	-89
籌資活動現金	973	144	-53	-10	4
長借/公司債變動	161	150	-44	-1	0
現金增資	816	0	0	0	0
發放現金股利	0	0	0	0	0
其他籌資現金	-4	-6	-9	-8	3
淨現金流量	733	-1,398	-97	66	230
期初現金	1,106	1,840	442	345	411
期末現金	1,840	442	345	411	640

資料來源：CMoney、群益

2024 年 6 月 21 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	354	270	322	358	400	347	515	565	543	489	544	596
營業成本	307	236	274	302	301	230	352	383	371	337	372	403
營業毛利淨額	48	34	48	56	99	117	163	182	172	152	172	192
營業費用	124	123	142	116	84	115	125	131	129	124	132	139
營業利益	-77	-88	-94	-59	15	3	37	51	43	28	40	53
業外收入及支出	-319	-205	-172	-170	-32	-213	-211	47	-97	-75	-78	-61
稅前純益	-396	-293	-266	-229	-18	-210	-174	97	-53	-47	-38	-8
所得稅	-3	0	0	0	-14	0	0	23	0	0	0	0
稅後純益	-393	-293	-266	-229	-4	-210	-174	74	-53	-47	-38	-8
最新股本	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118
稅後EPS(元)	-3.51	-2.63	-2.38	-2.05	-0.03	-1.88	-1.56	0.66	-0.48	-0.42	-0.34	-0.07

獲利能力(%)

毛利率(%)	13.44%	12.75%	14.85%	15.74%	24.65%	33.85%	31.65%	32.23%	31.67%	31.06%	31.60%	32.29%
營業利益率(%)	-21.59%	-32.69%	-29.20%	-16.55%	3.68%	0.83%	7.28%	8.99%	7.95%	5.69%	7.37%	8.96%
稅後純益率(%)	-110.73%	-108.50%	-82.55%	-64.06%	-0.88%	-60.64%	-33.79%	13.16%	-9.83%	-9.65%	-6.98%	-1.34%

QoQ(%)

營業收入淨額	3.62%	-23.69%	19.13%	11.06%	11.77%	-13.26%	48.31%	9.73%	-3.78%	-10.08%	11.28%	9.55%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-80.49%	1204.81%	35.50%	-14.91%	-35.63%	44.08%	33.29%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

YoY(%)

營業收入淨額	14.85%	-9.08%	-5.16%	4.61%	12.85%	28.28%	59.70%	57.79%	35.83%	40.80%	5.65%	5.48%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	193.48%	868.37%	6.93%	5.19%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

註1：稅後EPS以股本11.18億元計算

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。