

2024 年 7 月 31 日

研究員：陳長榮 [cj.chen@capital.com.tw](mailto:cj.chen@capital.com.tw)

前日收盤價	149.00 元
目標價	
3 個月	153.00 元
12 個月	153.00 元

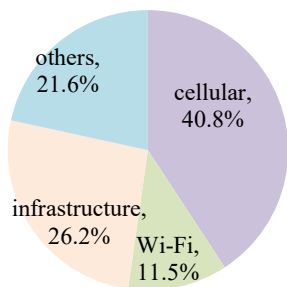
## 近期報告日期、評等及前日股價

06/20/2024	到達目標價	160.50
04/29/2024	Trading Buy	142.50
04/16/2024	Trading Buy	147.00
02/14/2024	Buy	159.50
02/05/2024	Buy	158.50

## 公司基本資訊

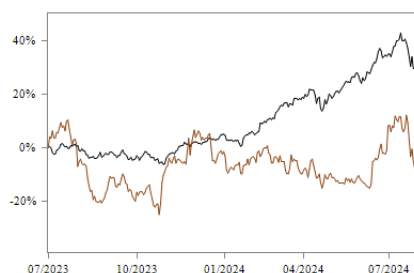
目前股本(百萬元)	4,239
市值(億元)	632
目前每股淨值(元)	83.28
外資持股比(%)	22.98
投信持股比(%)	1.96
董監持股比(%)	5.54
融資餘額(張)	8,751
現金股息配發率(%)	0.00

## 產品組合



## 股價相對大盤走勢

— 3105 — TWSE



## 穩懋 (3105 TT)

Neutral

考量營收展望欠佳、訂單能見度偏低，維持 Neutral 評等。

**投資建議：**由於 Android 手機品牌廠歷經 3Q23 至 2Q24 持續拉貨，近期庫存水準陸續提高，3Q24 穩懋營收展望轉差，且訂單能見度仍偏低，故群益維持對穩懋 Neutral 的投資建議。

**2Q24 稅後淨利增加至 4.85 億元，QoQ+19.24%：**受惠於 Wi-Fi、infrastructure 產品需求增溫，2Q24 營收 49.61 億元，QoQ+11.68%，產能利用率提高至 65%(1Q24 為 55%)，加上產品組合優於 1Q24，雖然認列子公司持有中國客戶股票的跌價損失(影響 1Q24 毛利率 3.1%)，但穩懋毛利率仍提高至 27.25%，2Q24 營業利益增加至 5.02 億元，QoQ+173.47%，稅後淨利 4.85 億元，QoQ+19.24%(稅後淨利 QoQ 遠不及營業利益 QoQ，關鍵在於 1Q24 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，業外利益基期較高)。

再就 2Q24 穩懋的產品結構而言，首先，營收 QoQ 最高者為 Wi-Fi 產品，營收比重提高至 15~20%(1Q24 為 10~15%)，原因在於 2H24 手機新機相關需求開始拉貨；其次，infrastructure 產品 2Q24 出貨表現優於穩懋先前法說會預估，營收比重提高至 25~30%(1Q24 為 20~25%)；至於 cellular、VCSEL 產品 2Q24 營收不及 1Q24，其中，cellular 產品營收比重降低至 40~45%(1Q24 為 45~50%)，原因在於 Android 手機相關需求降溫(然而，iPhone 2H24 新機相關訂單已開始拉貨)，其他項產品營收減少至 5.95 億元，QoQ-10.70%，營收比重降低至 12%(1Q24 為 15%)，原因在於 VCSEL 產品出貨量隨 iPhone 新舊機種世代交替而減少。

**預估 3Q24 營收表現轉差：**展望 3Q24，雖然 VCSEL 產品出貨表現將受惠於 iPhone 2H24 新機相關需求開始挹注，不過，Android 手機品牌廠庫存水準陸續提高，影響穩懋 cellular、Wi-Fi 產品接單狀況，加上 infrastructure 產品 3Q24 入帳標案金額不及 2Q24，整體而言，預估穩懋的營收 45.94 億元，QoQ-7.41%。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	15,836	18,371	18,532	3,944	4,165	4,868	4,442	4,961	4,594	4,373	4,013	4,928
營業毛利淨額	3,469	4,594	4,749	791	919	1,433	995	1,352	1,182	1,065	902	1,328
營業利益	-56	1,267	1,321	-170	70	639	184	502	339	242	79	461
稅後純益	-80	1,326	1,062	-97	34	385	407	485	292	142	53	412
稅後 EPS(元)	-0.19	3.13	2.50	-0.23	0.08	0.91	0.96	1.14	0.69	0.33	0.12	0.97
毛利率(%)	21.91%	25.01%	25.63%	20.05%	22.07%	29.43%	22.39%	27.25%	25.73%	24.36%	22.47%	26.95%
營業利益率(%)	-0.35%	6.90%	7.13%	-4.32%	1.68%	13.13%	4.13%	10.12%	7.39%	5.54%	1.97%	9.35%
稅後純益率(%)	-0.50%	7.22%	5.73%	-2.46%	0.82%	7.91%	9.16%	9.78%	6.36%	3.24%	1.32%	8.36%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-13.62%	16.00%	0.88%	37.92%	5.61%	16.88%	-8.74%	11.68%	-7.41%	-4.81%	-8.23%	22.79%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	-19.91%	N.A	N.A	1,031.38%	5.63%	19.24%	-39.76%	-51.48%	-62.65%	678.03%

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 7 月 31 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。

## Wi-Fi、infrastructure 產品出貨暢旺，2Q24 稅後淨利增加至 4.85 億元，QoQ+19.24%：

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。

2Q24 營收 49.61 億元，QoQ+11.68%，動能來自 Wi-Fi、infrastructure 產品，產能利用率提高至 65%(1Q24 為 55%)，加上產品組合優於 1Q24，雖然認列子公司持有中國客戶股票的跌價損失(影響 1Q24 毛利率 3.1%)，但穩懋毛利率仍提高至 27.25%(1Q24 為 22.39%)，2Q24 營業利益增加至 5.02 億元，QoQ+173.47%，稅後淨利 4.85 億元，QoQ+19.24%(稅後淨利 QoQ 遠不及營業利益 QoQ，關鍵在於 1Q24 因贖回所有流通在外 ECB 而認列按攤銷後成

2024 年 7 月 31 日

本衡量之金融負債利益 2.54 億元，業外利益基期較高)。

再就 2Q24 穩懋的產品結構而言，首先，營收 QoQ 最高者為 Wi-Fi 產品，營收比重提高至 15~20%(1Q24 為 10~15%)，原因在於 2H24 手機新機相關需求開始拉貨；其次，infrastructure 產品 2Q24 出貨表現優於穩懋先前法說會預估，營收比重提高至 25~30%(1Q24 為 20~25%)；至於 cellular、VCSEL 產品 2Q24 營收不及 1Q24，其中，cellular 產品營收比重降低至 40~45%(1Q24 為 45~50%)，原因在於 Android 手機相關需求降溫(然而，iPhone 2H24 新機相關訂單已開始拉貨)，其他項產品營收減少至 5.95 億元，QoQ-10.70%，營收比重降低至 12%(1Q24 為 15%)，原因在於 VCSEL 產品出貨量隨 iPhone 新舊機種世代交替而減少。

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	2Q24
cellular	25~30%	30~35%	45~50%	45~50%	45~50%	<b>40~45%</b>
Wi-Fi	5~10%	15~20%	10~15%	5~10%	10~15%	<b>15~20%</b>
infrastructure	30~35%	25~30%	20~25%	20~25%	20~25%	<b>25~30%</b>
others	31%	18%	18%	22%	15%	<b>12%</b>

資料來源：穩懋，群益投顧彙整

## Android 手機相關需求降溫，預估 3Q24 營收表現轉差：

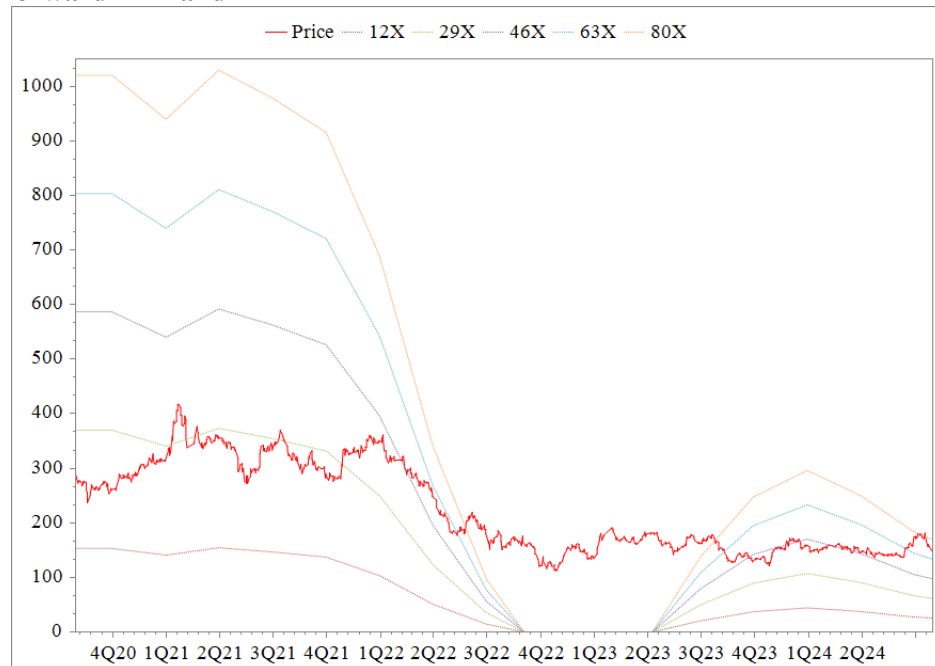
展望 3Q24，雖然 VCSEL 產品出貨表現將受惠於 iPhone 2H24 新機相關需求開始挹注，不過，Android 手機品牌廠庫存水準陸續提高，影響穩懋 cellular、Wi-Fi 產品接單狀況，加上 infrastructure 產品 3Q24 入帳標案金額不及 2Q24，整體而言，預估穩懋的營收 45.94 億元，QoQ-7.41%。

## 考量營收展望欠佳、訂單能見度偏低，群益維持對穩懋 Neutral 的投資建議：

由於 Android 手機品牌廠歷經 3Q23 至 2Q24 持續拉貨，近期庫存水準陸續提高，3Q24 穩懋營收展望轉差，且訂單能見度仍偏低，故群益維持對穩懋 Neutral 的投資建議。

2024 年 7 月 31 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 7 月 31 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	74,894	69,128	69,168	70,992	72,069
流動資產	26,455	17,213	17,163	17,499	17,800
現金及約當現金	16,332	10,380	10,326	10,540	10,715
應收帳款與票據	2,718	917	1,149	1,167	1,189
存貨	6,671	5,420	5,111	5,231	5,342
採權益法之投資	10,405	10,873	10,564	11,068	11,209
不動產、廠房設備	27,784	31,546	31,312	31,812	32,312
<b>負債總計</b>	<b>37,772</b>	<b>33,939</b>	<b>33,819</b>	<b>34,771</b>	<b>35,671</b>
流動負債	7,215	6,247	12,724	12,972	13,196
應付帳款及票據	2,163	1,017	1,362	1,386	1,409
非流動負債	30,557	27,692	21,095	21,776	22,429
<b>權益總計</b>	<b>37,122</b>	<b>35,190</b>	<b>35,349</b>	<b>36,220</b>	<b>36,399</b>
普通股股本	<b>4,240</b>	<b>4,239</b>	<b>4,239</b>	<b>4,239</b>	<b>4,239</b>
保留盈餘	19,960	18,351	17,213	18,084	18,262
母公司業主權益	34,938	33,329	33,955	35,280	36,003
<b>負債及權益總計</b>	<b>74,894</b>	<b>69,128</b>	<b>69,168</b>	<b>70,992</b>	<b>72,069</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	26,182	18,334	15,836	18,371	18,532
營業成本	16,412	13,610	12,367	13,777	13,783
<b>營業毛利淨額</b>	9,770	4,725	3,469	4,594	4,749
營業費用	3,347	3,241	3,525	3,327	3,429
<b>營業利益</b>	6,423	1,484	-56	1,267	1,321
<b>EBITDA</b>	10,839	6,360	4,521	5,710	6,751
業外收入及支出	-23	232	-828	-246	-630
稅前純益	6,400	1,826	-679	1,022	691
所得稅	1,189	411	-121	151	173
稅後純益	5,455	1,802	-80	1,326	1,062
稅後 EPS(元)	12.87	4.25	-0.19	3.13	2.50
完全稀釋 EPS**	12.87	4.25	-0.19	3.13	2.50

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%	16.00%	0.88%
營業毛利淨額	-7.55%	-51.64%	-26.57%	32.43%	3.37%
營業利益	-17.46%	-76.90%	N.A	N.A	4.20%
稅後純益	-16.45%	-66.96%	N.A	N.A	-19.91%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	37.32%	25.77%	21.91%	25.01%	25.63%
EBITDA(%)	41.40%	34.69%	28.55%	31.08%	36.43%
營益率	24.53%	8.09%	-0.35%	6.90%	7.13%
稅後純益率	20.83%	9.83%	-0.50%	7.22%	5.73%
總資產報酬率	7.28%	2.61%	-0.12%	1.87%	1.47%
股東權益報酬率	14.69%	5.12%	-0.23%	3.66%	2.92%

## 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	137.00	140.00
應收帳款天數	33.14	36.17	23.80	23.00	23.20

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	7,815	5,968	4,270	5,964	5,679
稅前純益	6,400	1,826	-679	1,022	691
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	-114	-111
其他營運現金	-1,268	-2,066	-214	241	208
<b>投資活動現金</b>	-14,594	-7,081	-2,753	-5,984	-5,735
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	-484	-235
<b>籌資活動現金</b>	14,831	-5,023	-1,676	234	232
長借/公司債變動	18,581	963	5,376	680	652
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	-447	-82
<b>淨現金流量</b>	7,975	-5,952	-54	214	175
<b>期初現金</b>	8,356	16,332	10,380	10,326	10,540
<b>期末現金</b>	16,332	10,380	10,326	10,540	10,715

資料來源：CMoney、群益



2024 年 7 月 31 日

## 季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	2,860	3,944	4,165	4,868	4,442	4,961	4,594	4,373	4,013	4,928	4,976	4,615
營業成本	2,533	3,153	3,246	3,435	3,448	3,609	3,412	3,308	3,111	3,599	3,620	3,452
營業毛利淨額	326	791	919	1,433	995	1,352	1,182	1,065	902	1,328	1,356	1,163
營業費用	921	961	849	794	811	850	843	823	823	867	871	867
營業利益	-595	-170	70	639	184	502	339	242	79	461	485	296
業外收入及支出	39	-191	-114	-357	125	-46	-123	-202	-166	-138	-123	-202
稅前純益	-556	-362	-44	282	309	456	216	40	-87	322	362	94
所得稅	-77	-86	37	5	42	62	40	7	0	90	67	17
稅後純益	-402	-97	34	385	407	485	292	142	53	412	411	186
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)	-0.95	-0.23	0.08	0.91	0.96	1.14	0.69	0.33	0.12	0.97	0.97	0.44

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	11.40%	20.05%	22.07%	29.43%	22.39%	27.25%	25.73%	24.36%	22.47%	26.95%	27.25%	25.21%
營業利益率(%)	-20.80%	-4.32%	1.68%	13.13%	4.13%	10.12%	7.39%	5.54%	1.97%	9.35%	9.74%	6.42%
稅後純益率(%)	-14.05%	-2.46%	0.82%	7.91%	9.16%	9.78%	6.36%	3.24%	1.32%	8.36%	8.26%	4.03%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-19.02%	37.92%	5.61%	16.88%	-8.74%	11.68%	-7.41%	-4.81%	-8.23%	22.79%	0.98%	-7.26%
營業利益	N.A	N.A	N.A	812.32%	-71.29%	173.47%	-32.40%	-28.56%	-67.42%	483.37%	5.21%	-38.92%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	9.30%	47.71%	-52.54%	-81.32%	N.A	N.A	12.25%	-73.99%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	1031.38%	5.63%	19.24%	-39.76%	-51.48%	-62.65%	678.03%	-0.26%	-54.73%

## YoY(%)

營業收入淨額	-48.91%	-25.55%	6.56%	37.85%	55.35%	25.80%	10.30%	-10.17%	-9.66%	-0.68%	8.32%	5.53%
營業利益	N.A	N.A	N.A	2990.70%	N.A	N.A	384.28%	-62.08%	-56.97%	-8.21%	42.85%	22.14%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-85.69%	N.A	-29.31%	67.20%	132.76%
稅後純益	N.A	N.A	-90.33%	N.A	N.A	N.A	758.46%	-63.19%	-86.98%	-15.07%	40.62%	31.20%

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。