

2024 年 7 月 29 日

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價	1,335.00 元
目標價	
3 個月	1,500.00 元
12 個月	1,500.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

06/06/2024	Buy	1,580.00
06/03/2024	已達目標價	
05/17/2024	Buy	1,420.00
02/05/2024	Neutral	1,590.00
07/31/2023	Neutral	1,815.00

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,340
市值(億元)	1,789
目前每股淨值(元)	70.12
外資持股比(%)	24.97
投信持股比(%)	4.47
董監持股比(%)	34.84
融資餘額(張)	4,013
現金股息配發率(%)	53.48

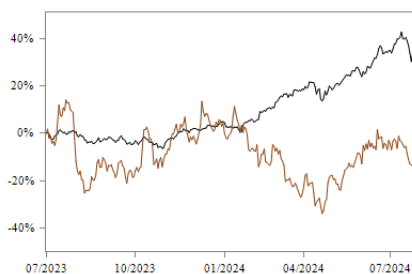
產品組合



- 委託設計(NRE):62.94%
- 晶圓產品:35.07%
- 其他:1.99%

股價相對大盤走勢

— 3443 — TWSE



創意(3443 TT)

Trading Buy

消費性恢復動能較預期差，因此下調至 Trading Buy。

投資建議：消費型電子仍有雜音，然受惠 AI、HPC 熱潮、新興應用不減，創意營運長期成長動能無虞。創意主要是提供 SoC 設計代工服務為主，雖有自有 IP，但非公司的營運重點，公司重著在 NRE 和 Turnkey，大部份客戶為系統客戶，從開發到量產一起合作，客戶黏著度高，創意營收和毛利率也較同業穩定。2024 年 AI/ML 約佔營收可望達 17~19%。預期創意 2024 年營收會較 2023 年持平或小幅成長，NRE 會有雙位數成長，量產則是雙位數下滑，但毛利率會年增數個百分點，預估創意 2024 年稅後 EPS 26.34 元。創意 HPC 和 AI 訂單將帶動營運成長，惟自 SSD、網通等消費性產品狀況恢復較預期差。因此調至 Trading Buy，目標價至 1,500 元。

2Q24 稅後 EPS 6.77 元：創意 2Q24 營收 67.20 億元，QoQ+18.09%。產品營收比重方面，NRE 佔營收 42%、Turnkey 則佔 57%與其他 1%。受惠來自數位貨幣相關案件，使 NRE 佔營收比重從 1Q24 的 24%增加至 42%，並創歷史新高。毛利率部份，ASIC 佔營收比重下滑，不過 NRE 增加的部份是加密貨幣 sample ship out，所以 2Q24 毛利率僅增加 0.87 個百分點至 30.55%，營業費用佔營收比為 15.22%，1Q24 有壞帳準備提列，在 2Q24 回轉，使營業費用下滑。創意 2Q24 稅後 EPS 6.77 元。

預估 3Q24 稅後 EPS 6.67 元：除 AI 和 HPC 表現較佳外，創意來自 SSD、網通等消費性產品狀況恢復較預期差，目前是緩步復甦中。預估創意 3Q24 營收 QoQ 個位數下滑，NRE 有 2 位數 QoQ 減幅，主要是 2Q24 NRE 創新高，所以即使退 3Q24 NRE 營收減少，還是維持高檔，Turnkey 部份則 QoQ 持平。毛利率部份，雖 NRE 營收衰退，但產品組合改變、設計定案 Tape out 還有 IP 增加貢獻下，毛利率將較 2Q24 增加，營業費用也增加個位數百分點，但整體營業利益率將較 2Q24 成長，預估創意 3Q24 稅後 EPS 6.67 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	26,241	26,289	30,921	6,587	6,810	6,315	5,690	6,720	6,395	7,483	6,851	7,326
營業毛利淨額	7,976	8,129	9,685	1,919	2,174	1,799	1,689	2,053	2,045	2,342	2,201	2,330
營業利益	3,969	3,979	4,781	938	1,102	827	705	1,030	1,021	1,223	1,078	1,128
稅後純益	3,508	3,530	4,082	839	1,023	712	663	907	894	1,066	926	969
稅後 EPS(元)	26.18	26.34	30.46	6.26	7.64	5.31	4.95	6.77	6.67	7.95	6.91	7.23
毛利率(%)	30.39%	30.92%	31.32%	29.14%	31.92%	28.49%	29.68%	30.55%	31.98%	31.29%	32.13%	31.80%
營業利益率(%)	15.12%	15.14%	15.46%	14.23%	16.18%	13.09%	12.40%	15.33%	15.96%	16.34%	15.73%	15.40%
稅後純益率(%)	13.37%	13.43%	13.20%	12.73%	15.02%	11.28%	11.65%	13.50%	13.98%	14.24%	13.51%	13.22%
營業收入 YoY/QoQ(%)	9.16%	0.18%	17.62%	0.89%	3.39%	-7.27%	-9.89%	18.09%	-4.83%	17.01%	-8.45%	6.92%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-5.46%	0.63%	15.63%	-10.24%	22.02%	-30.41%	-6.93%	36.93%	-1.45%	19.16%	-13.13%	4.65%

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 13.40 億元計算。

2024 年 7 月 29 日

y

創意電子 ESG 政策：

創意自成立以來，除專注在 IC 設計服務本業中追求最大成就外，同時對於客戶、股東、政府機關、社會、供應商及本公司員工等利害關係人建立良好的互動及平等對待，並積極落實企業社會公民責任，以實現永續經營之理念。

公司執行方針

誠信正直方面，創意提倡誠信經營及道德從業行為，並落實平衡各利害關係人的利益，驅動產業的正向循環，共同成為社會向上提升的力量。

強化環保方面，創意致力於環境永續，堅持綠色設計與綠色供應鏈，追求資源最佳效率，以達成減廢與污染防治的目標。

社會關懷方面，創意結合公司資源與同仁自發性的愛心及志工服務，以金錢、物資及人力等方式投入『環境保育』及『偏鄉、弱勢對象』為兩大範疇，期能推動永續環境、並能提供弱勢團體必要的生活協助及急難救助，以建立良好互助社會。

數位貨幣貢獻，使 NRE 營收創單季新高，創意 2Q24 營收 62.70 億元，QoQ+18.09%，稅後獲利 9.07 億元，QoQ+36.93%，稅後 EPS 6.77 元：

創意營收分為 NRE(委託設計服務)、Turnkey 與其他(如 IP)，其中 NRE 案可分為四個階段，依序是 IP Delivery、Final net-list-in、Tape-out 與 Ship-out engineering samples，而通常毛利率由高至低是第二階段>第一階段>第三、四階段；第一階段 IP 的出售，屬一次性費用，若使用自有 IP 則毛利率高，若為外購 IP 則毛利率有可能僅個位數。第二階段為工程師處理設計所產生的費用。第三及第四階段為 Tape-out 及 Sample-out，產品設計完成交給客戶後收費。Turnkey 服務則是後續將產品送進晶圓廠進行量產，透過創意尋求台積電進行晶圓投片，並安排後段封測。

創意主要是提供 SoC 設計代工服務為主，雖有自有 IP，但非公司的營運重點，公司著重在 NRE 和 Turnkey，大部份客戶為系統客戶，從開發到量產一起合作，客戶黏著度高，創意營收和毛利率也較同業穩定。

創意 2Q24 營收 62.70 億元，QoQ+18.09%。產品營收比重方面，NRE 佔營收 42%、Turnkey 則佔 57%與其他 1%。2Q24 NRE 營收為 28.21 億元，QoQ+103.58%，以製程別來看，28nm 以上佔 25%、16nm 佔 19%、7nm 佔 38%和 5nm 佔 18%。其中 N5 及更高階製程的營收貢獻達 71%，主要貢獻來自數位貨幣相關案件，使 NRE 佔營收比重從 1Q24 的 24%增加至 42%。2Q24 ASIC 營收為 38.23 元，QoQ-8.02%，主要是因為消費性產品恢復較預期差，如 NAND 相關。1Q24 有 N5 及以下之 turnkey 營收貢獻，佔 2Q24 營收為 4%，持續提升。2Q24 晶圓產品營收來自 N5 及以下、N7 及 N16 營收占比合計為 61%。其他營收為 0.76 億元，QoQ-45.96%。

若以 2Q24 總營收來看，N5 及以下、N7 及 N16 的營收貢獻合計為 74%，其中 N5 及更高階製程佔營收比重為 32%，主要來自 NRE。以應用別來看，主要營收貢獻來自消費性電子，來自 turnkey 營收，佔公司營收為 34%。而重要終端應用市場人工智慧與網通相關營收合計佔比為 39%，數位貨幣相關案件則分類在 others。地區來看，美國為最成長最明顯的地區，從 1Q24 營

2024 年 7 月 29 日

收佔比 18%增加至 39%，中國佔營收比重為 29%，但韓國佔比則下滑至 8%。毛利率部份，ASIC 佔營收比重下滑，不過 NRE 增加的部份是加密貨幣 sample ship out，所以 2Q24 毛利率較 1Q24 僅增加 0.87 個百分點至 30.55%，營業費用佔營收比為 15.22%，較 1Q24 的 17.28%減少，1Q24 有壞帳準備提列，在 2Q24 回轉，使營業費用下滑。創意 2Q24 稅後獲利 9.07 億元，QoQ+36.93%，稅後 EPS 6.77 元。

創意 1H24 營收 124.10 億元，YoY-5.38%，NRE 佔營收 34%、Turnkey 則佔 64%與其他 2%。NRE 營收為 42.07 億元，YoY+53%。ASIC 營收為 79.87 億元，YoY-21%。以整體營業額製程別來看，28nm 以上佔 31%、16nm 佔 34%、7nm 佔 16%和 5nm 佔 19%。

依地區別之營收比重，台灣佔 8%、美國 29%、中國佔 38%、日本佔 13%、韓國佔 11%、歐洲佔 1%。依應用別之營收比重，AI 佔 15%、網通 24%、消費性佔 37%、工業用佔 8%、其他佔 16%。

1H24 毛利率年減 0.27 個百分點至 30.15%，稅後獲利 15.70 億元，YoY-11.43%，稅後 EPS 11.72 元。

NRE 營收下滑，預估 3Q24 營收為 63.95 億元，QoQ-4.83%，稅後淨利 8.94 億元，QoQ-1.45%，稅後 EPS 6.67 元：

創意 NRE 分為 spec in/ netlist in/substrate in，現在 NRE 大都是指 netlist in 為主，substrate in 為新的需求，價格比較佳。系統公司/software 在硬體的 know how 較不足，他們可能在封裝的 design 需要創意幫忙，Die-to-Die 的連接，Chiplet 是很複雜，創意在 substrate design 很強，很早就和台積電配合，這是創意近幾年增加比較明顯的 NRE。

除 AI 和 HPC 表現較佳外，創意來自 SSD、網通等消費性產品狀況恢復較預期差，目前是緩步復甦中，也使 IC 設計服務公司 Turnkey 成長幅度都不如原先預期。預估創意 3Q24 營收 QoQ 個位數下滑，NRE 有 2 位數 QoQ 減幅，主要是 2Q24 NRE 營收創新高，2Q24 NRE 營收為 28.21 億元，QoQ+103.58%，所以即使退 3Q24 NRE 營收減少，還是維持高檔，Turnkey 部份則 QoQ 持平。毛利率部份，雖 NRE 營收衰退，但產品組合改變、設計定案 Tape out 還有 IP 增加貢獻下，毛利率將較 2Q24 增加，營業費用也增加個位數百分點，但整體營業利益率將較 2Q24 成長，預估創意 3Q24 營收為 63.95 億元，QoQ-4.83%，稅後淨利 8.94 億元，QoQ-1.45%，稅後 EPS 6.67 元。

N3 製程生產程序複雜度高，發酵期較慢，不過相關 IP 會持續研發，2025 年 N5 佔營收比重有望>10%：

創意專注三大高成長應用，包含 Networking、AI 及 HPC，Networking 進入 N5 先進製程，AI 方面也進入 N5/N3 製程生產，HPC 也採用 N5/N3 製程，但生產程序複雜度高，發酵期較慢。現在國際大廠 Apple(APPL US)、NVIDIA(NVDA US)和 AMD(AMD US)在 N3 的量增加中，所以創意的客戶要再過段時間才有機會進入 N3，再加上美中衝突，IC 設計服務公司能選擇的客戶受限，而且要導入 N5/N3 要有一定的資金支援，N7/N5/N3 NRE 會預收光罩費，費用高，一般新創公司若背後沒有大系統廠承諾，很難找創意這類公司做 NRE，且進入量產。NRE 是很佔研發資源，只能說目前 IP 設計服務公司收到 N3 NRE 訂單是不難，但在人員有限的情況下，1 個 N3 案的

2024 年 7 月 29 日

人力可以接 2 個 N5 NRE，且其 N5 案可量產，對公司的效益更大。創意 N5 專案進展順利，AI、Networking、HPC 客戶開始使用 CoWoS、InFO。也將和台積電直接合作 N3E 與 N2 案件，2025 年 N5 佔營收比重有望>10%。

現在創意 N3 只有 IP 的營收，APT 相關，包括 GLink 與 HBM 等，支援 CoWoS-S 及 CoWoS-R，創意 IP 遍及所有台積電的先進製程及 3DFabric 技術。2.5D 與 3D 封裝現在都趨向使用 HBM3、GLink-2.5D/UCIe 及 GLink-3D 介面，這會有助日後研發出高度模組化、以小晶片為基礎且遠大於光罩尺寸的新一代處理器。

創意亦為客戶完成 28nm 5G 基站及小型基地台的毫米波(mmWave)射頻 IC 開發，同時完成 12nm 高速類比前端 IP，已完成矽驗證並獲得客戶採用。

HBM4 base die 訂單尚需時間，可能先接到 HBM4 相關 APT 訂單：

HBM 最下方 Base Die 在 HBM 1/2/3/3e 的世代，下方 Base die 都是記憶體廠商自行開發。但到 HBM4 較為複雜且採用更先進的製程，SK Hynix 已經與台積電簽署備忘錄(MOU)，台積電北美論壇揭露 HBM4 下方 Base Die 為 N5 or N12，若為 N5，SK Hynix 則必需外包晶圓代工廠，預計在 2026 年投產。之前傳聞創意有機會拿到 HBM4 Base die 的案子，不過國內在 DRAM ASIC 的經驗少，SK Hynix 應該是先和國際大廠合作，等到掌握到較關鍵的技術後，發展更多版本，屆時創意就有機會拿到相關案子，但還需要時間。

創意建立完備的 2.5D/3D 小晶片 IP 產品組合，可採用最小達 N3 的先進技術。連同 CoWoS、InFO 及 SoIC 設計、封裝設計、電氣和熱模擬、DFT 以及生產測試等領域的專業能力，有望取得更多先進製程的相關訂單。

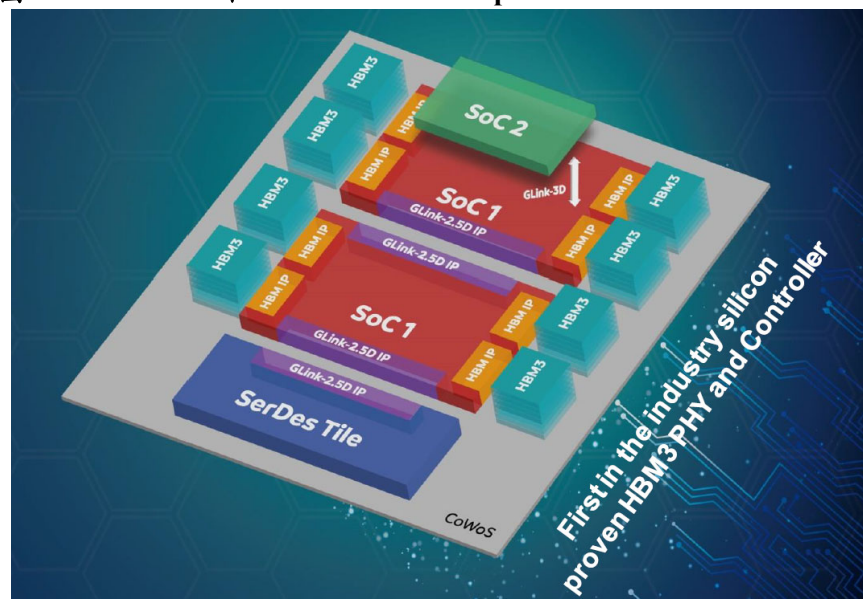
創意已先後為幾個客戶量產並搭配 HBM2 CoWoS 超大型 SOC 晶片，成功整合 2~4 顆 HBM2 記憶體，主要應用在 AI、HPC 晶片，後續也推出 HBM2e 和 HBM3 實體層及控制器 IP (Controller and PHY IP)。創意並順利 Tape-out 8.6Gbps HBM3 控制器和實體層以及 GLink 2.3LL 的測試晶片，將可運用在人工智慧(AI)、高效能運算(HPC)/xPU 及網路應用。GLink 2.3LL die-to-die 介面規格，包括 5Tbps/mm 晶粒邊緣效率(2.5T 全雙工流量)，功耗僅 0.27pJ/bit，端對端延遲時間更只有 5ns。測試晶片則採用台積電 N3 製程，並以台積電 CoWoS-R 技術封裝。

創意電子也已完成台積電 N7 及 N5 的 HBM3 控制器和實體層 IP，並支援 CoWoS-S 及 CoWoS-R。這些 IP 均使用 SK Hynix 以及 Samsung 的 HBM3 記憶體進行驗證。創意的 HBM3 IP 在隨機存取下，頻寬使用率可超過 90%。GLink 2.3LL 支援台積電 InFO_oS 以及 CoWoS-S/R，並通過台積電 N5 製程節點的驗證。

創意 HBM 與 GLink 已和 proteanTecs 互連監控解決方案整合，不但能就實體層的測試與特性分析提供高可透視性，還可透過可觀測其現場效能與可靠性的特性，增進最終產品的效能。N3 設計定案意味能以 N7、N5 和 N3 供應 GLink/HBM IP 產品組合，且已獲得眾多 AI、HPC 和網路客戶導入其產品。

HBM4/4e 為 2048 位元元介面，因此它們的封裝過程將比現有的 1024 位元 HBM3/HBM3e 封裝複雜得多，創意跟著台積電研發，有可能會先拿到 HBM APT 的相關訂單。

圖一、GUC 2.5D 和 3D Multi-die APT platform



Comparison of Chiplet Interfaces (PHY only)

	112G-XSR (2D)	UCIe-S (2D)	GLink-2.5D/UCIe-A (2.5D)	GUCIe-3D (3D)
Connectivity	Substrate	Substrate	CoWoS/InFO	SoIC
Raw Bit Error Rate	1E-7...1E-9	1E-15	<1E-20	Error-free
Power efficiency	1.5 pJ/bit	0.5-1.25 pJ/bit	0.3-0.6 pJ/bit	0.05 pJ/bit
Beachfront efficiency*	0.8 Tbps/mm	0.4-0.9 Tbps/mm	2.5-5.1 Tbps/mm	NA
Area efficiency*	0.7 Tbps/mm ²	0.3-0.5 Tbps/mm ²	2.1-3.6 Tbps/mm ²	20 Tbps/mm ²
End to end latency	10ns	2ns	2ns	<500ps

* Full duplex bandwidth



資料來源：創意，群益預估彙整

預估創意 2024 年營收為 262.89 億元，YoY+0.18%，稅後獲利 35.30 億元，YoY+0.63%，稅後 EPS 26.34 元：

雖然美國對中國再祭晶片管制措施，對高階的 IC 設計服務和矽智財業 IP 或有影響，目前創意在手 AI/HPC 相關開案，AI 主要客戶是北美和歐洲為主，HPC 目前主要客戶則為日本。中國在手開案以 Networking/Switch/5G/Drone 等為主，尚不在禁令規範。公司在接中國的訂單時都非常小心，創意在接單時都會和台積電討論，只要台積電不接，創意就不接，因為也找不到晶圓代工廠，但不表示公司會放棄中國市場，只是在 N16 以下會仔細評估。2023 年中國佔創意營收為 31%，未來將增加美國和韓國地區的營收。

創意 NRE 營收較明確，但 Turnkey 變化較大，因為有一些 NRE 歷程久，如 AI 新創公司從找上門再到晶片量產時程為期 2 年，中間市場趨勢不斷變化，客戶也會修正設計，最差的情況就是沒有轉 Turnkey，使營收變化大，雖然客戶都會給中期的需求，但只要沒下單，都不能視為承諾，因為都是可以修正的，因此創意未來 RD 資源配置及選案會是營運重點。

2023 年 NRE：ASIC 的比重為 20：80，2024 年 NRE 佔營收比重會較明顯回升，主要受惠數位貨幣的訂單。一般而言，NRE 不容易指數成長，受限人力，但 NRE 帶來的黏著度較高(轉 Turkey 機率高)。NRE 的案子主要是 HPC 相關，如 AI 和 N3/N5/N7 等，預估 2024 年 NRE 營收 YoY+ 雙位數百分比成

2024 年 7 月 29 日

長。2024 年 NRE 營收成長幅度較原本預期高，原預期 YoY+個位數百分比成長增加 YoY+雙位數百分比。NRE N5/N6/N7 有 3~4 個案子都是從 2023 年 Tape-out 遞延到 2024 年，因為有些客戶要改規格，從 1H24 tape out 移到 2H24，若是 CoWoS 案子，lead time 整個時間就會很長，部份 Ship-out 營收會推遲到 2025 年。2023 年有兩個客戶的 N5 案件 Tape-out 遞延，一個是在 4Q23 Tape-out，Ship-out 營收認列延至 2Q24，Ship-out 金額比較大，但毛利率較低。而另個 project 因為規格在美國管制下是超規，所以要重新 design，要符合規格才能 tape out，重新設計的時間就比較長。

Turnkey 部份，受消費型電子相關需求疲弱，預估 2024 年 turkey 業績 YoY 雙位數下滑。2023 年傳統客戶拉貨力道小，原預期 2024 年可能會恢復拉貨，可是傳統半導體產品需求下滑趨勢延續，PC、手機等消費性領域未見顯著回溫，另外，中國大陸內需市場疲軟，Consumer SSD 需求不好，大陸 SSD 殺價競爭的壓力大。HPC 成長力道持續，創意 2023 年 AI/ML 的營收佔比約個位數，預期 2024 年隨著美系客戶以及其他客戶新品量產，2024 年 AI/ML 營收比重會達雙位數、約佔營收 17~19%。現在 AI server 裡面的 CPU，GOOGLE、AWS 都開始置換成 ARM base ASIC，Microsoft 還是用 X86，現在訓練跟推論主流是 NVIDIA，但 NVIDIA 太貴，所以各家開 ASIC，但如果 NVIDIA 降價是風險。先進製程方面，N5 佔 2024 年 ASIC 營收比重會持續成長，N7 會大幅增加，進入量產案子有 enterprise SSD、FPGA、AI。

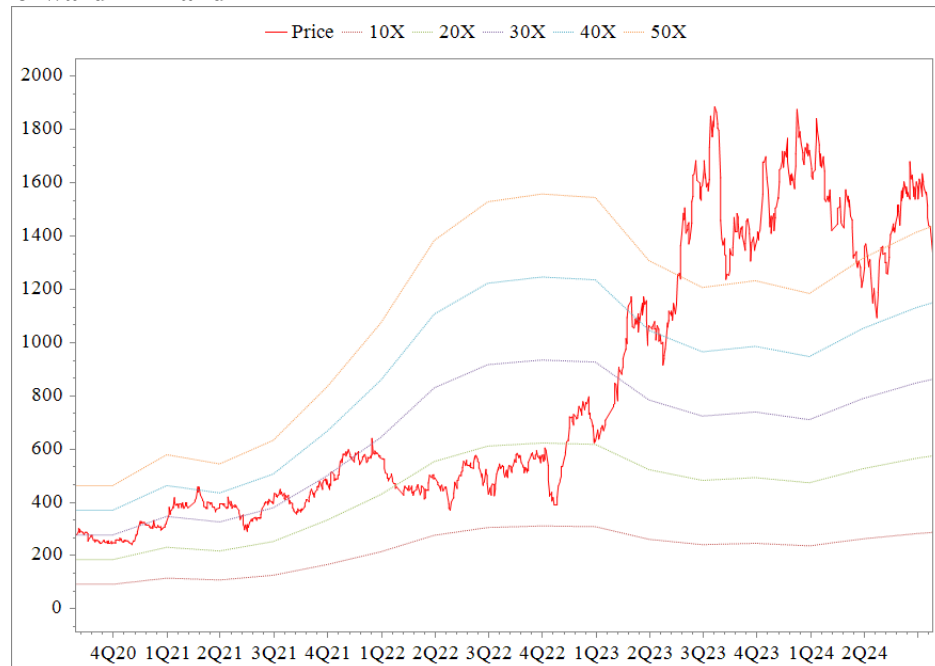
車用方面，創意早有 ISO 26262 Level 1 認證，Level 2 在半導體領域做很多修正，Level 3 或以上會有法律問題，預計 2024 年底公司會取得 Level 2 認證。以 MCU 來說，在乘客 side，一台傳統車 20~30 顆，現在 EV 車大概十倍量，不過現在這個市場以 ASSP 為主流，車廠要求規格高，良率低，開發時間長，且車廠要開 ASIC，要同車廠許多車種可共用，才有一定的量，因此 ASIC 在車用的比率還很低。創意車用部分，也有跟大陸客戶接觸，歐美客戶毛利比較低。大陸因為想搶市場，比較願意給較高的毛利。

整體來看，預期創意 2024 年營收將持平或微幅增加，毛利率方面，2024 年毛利率受惠 NRE 營收貢獻營收增加，Turnkey 營收雖下滑，不過下滑的部分是毛利率較低的案子，需求上升是毛利率較高的，預估毛利率將年增數個百分點，費用個位數上升，但營益率也會略為上升。現階段因台積電 N3 產能緊缺，創意也還在搶產能，若拿到產能營收和獲利還有機會向上，

2025/2026 年毛利方面，如果跟越大公司合作，毛利越低。往年創意上下半年佔比約為 40~44%：56%~60%，預估創意 2024 年營收為 262.89 億元，YoY+0.18%，稅後獲利 35.30 億元，YoY+0.63%，稅後 EPS 26.34 元。

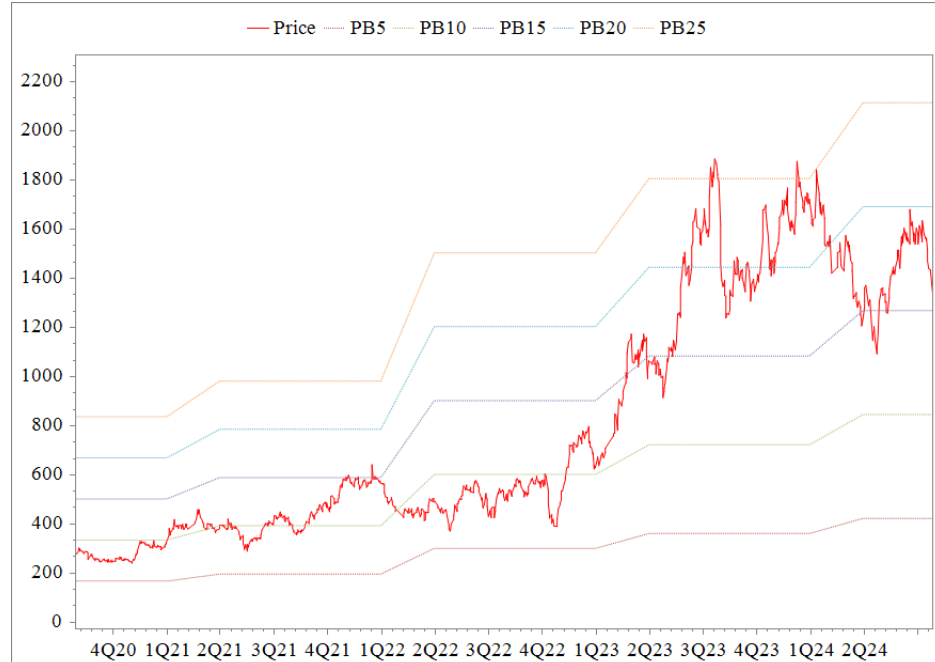
2024 年 7 月 29 日

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 7 月 29 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	14,858	21,188	21,074	25,421	27,748
流動資產	13,628	19,558	19,436	24,650	25,118
現金及約當現金	5,587	5,849	7,638	8,525	9,209
應收帳款與票據	1,513	3,000	1,989	3,745	2,398
存貨	2,789	6,563	4,851	5,272	5,916
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	564	646	559	729	887
負債總計	9,594	13,126	11,392	14,086	14,207
流動負債	9,203	12,598	10,954	12,957	13,268
應付帳款及票據	1,850	2,983	1,688	1,517	1,394
非流動負債	392	528	439	1,300	1,233
權益總計	5,263	8,061	9,682	11,335	13,541
普通股股本	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340
保留盈餘	3,929	6,707	8,343	9,996	12,202
母公司業主權益	5,263	8,061	9,682	11,335	13,540
負債及權益總計	14,858	21,188	21,074	25,421	27,748

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	15,108	24,040	26,241	26,289	30,921
營業成本	9,878	15,705	18,265	18,161	21,237
營業毛利淨額	5,230	8,335	7,976	8,129	9,685
營業費用	3,556	4,236	4,007	4,149	4,904
營業利益	1,674	4,099	3,969	3,979	4,781
EBITDA	2,403	4,959	4,677	4,921	4,950
業外收入及支出	53	204	88	205	137
稅前純益	1,741	4,345	4,155	4,184	4,918
所得稅	281	634	647	654	836
稅後純益	1,460	3,710	3,508	3,530	4,082
稅後 EPS(元)	10.90	27.69	26.18	26.34	30.46
完全稀釋 EPS**	10.90	27.69	26.18	26.34	30.46

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 13.40【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 13.40 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	11.34%	59.12%	9.16%	0.18%	17.62%
營業毛利淨額	28.47%	59.37%	-4.31%	1.92%	19.14%
營業利益	73.65%	144.87%	-3.18%	0.26%	20.15%
稅後純益	71.78%	154.11%	-5.46%	0.63%	15.63%

獲利能力分析(%)

毛利率	34.62%	34.67%	30.39%	30.92%	31.32%
EBITDA(%)	15.91%	20.63%	17.82%	18.72%	16.01%
營益率	11.08%	17.05%	15.12%	15.14%	15.46%
稅後純益率	9.66%	15.43%	13.37%	13.43%	13.20%
總資產報酬率	9.83%	17.51%	16.65%	13.89%	14.71%
股東權益報酬率	27.74%	46.03%	36.23%	31.14%	30.14%

償債能力檢視

負債比率(%)	64.57%	61.95%	54.06%	55.41%	51.20%
負債/淨值比(%)	182.29%	162.83%	117.67%	124.26%	104.92%
流動比率(%)	148.08%	155.24%	177.44%	190.25%	189.31%

其他比率分析

存貨天數	82.46	108.67	114.04	101.72	96.14
應收帳款天數	32.46	34.26	34.70	39.81	36.26

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	4,231	1,595	4,508	2,662	6,260
稅前純益	1,741	4,345	4,155	4,184	4,918
折舊及攤銷	672	652	615	801	816
營運資金變動	-664	-4,128	1,428	-2,348	580
其他營運現金	2,482	725	-1,689	24	-53
投資活動現金	-1,792	-347	-743	428	-1,980
資本支出淨額	-92	-320	-101	-171	-161
長期投資變動	-1,396	361	-277	-437	-118
其他投資現金	-304	-387	-364	1,037	-1,701
籌資活動現金	-734	-1,007	-1,962	-2,202	-3,597
長借/公司債變動	0	0	0	861	-67
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-670	-938	-1,876	-1,876	-1,876
其他籌資現金	-64	-69	-85	-1,188	-1,653
淨現金流量	1,690	261	1,789	888	684
期初現金	3,897	5,587	5,849	7,638	8,525
期末現金	5,587	5,849	7,638	8,525	9,209

資料來源：CMoney、群益

2024 年 7 月 29 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	6,529	6,587	6,810	6,315	5,690	6,720	6,395	7,483	6,851	7,326	7,921	8,823
營業成本	4,445	4,668	4,636	4,516	4,002	4,667	4,350	5,142	4,650	4,996	5,461	6,130
營業毛利淨額	2,084	1,919	2,174	1,799	1,689	2,053	2,045	2,342	2,201	2,330	2,460	2,694
營業費用	981	982	1,072	973	983	1,023	1,025	1,119	1,124	1,201	1,220	1,359
營業利益	1,103	938	1,102	827	705	1,030	1,021	1,223	1,078	1,128	1,240	1,335
業外收入及支出	-13	95	94	11	69	73	31	31	38	39	30	30
稅前純益	1,090	1,032	1,195	838	775	1,103	1,052	1,254	1,115	1,167	1,271	1,365
所得稅	155	194	172	126	112	196	158	188	190	198	216	232
稅後純益	934	839	1,023	712	663	907	894	1,066	926	969	1,055	1,133
最新股本	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340
稅後EPS(元)	6.97	6.26	7.64	5.31	4.95	6.77	6.67	7.95	6.91	7.23	7.87	8.45

獲利能力(%)

毛利率(%)	31.91%	29.14%	31.92%	28.49%	29.68%	30.55%	31.98%	31.29%	32.13%	31.80%	31.06%	30.53%
營業利益率(%)	16.89%	14.23%	16.18%	13.09%	12.40%	15.33%	15.96%	16.34%	15.73%	15.40%	15.66%	15.13%
稅後純益率(%)	14.31%	12.73%	15.02%	11.28%	11.65%	13.50%	13.98%	14.24%	13.51%	13.22%	13.31%	12.84%

QoQ(%)

營業收入淨額	-19.23%	0.89%	3.39%	-7.27%	-9.89%	18.09%	-4.83%	17.01%	-8.45%	6.92%	8.13%	11.39%
營業利益	-25.91%	-14.97%	17.52%	-24.97%	-14.66%	46.03%	-0.91%	19.79%	-11.87%	4.71%	9.92%	7.62%
稅前純益	-30.87%	-5.25%	15.79%	-29.92%	-7.51%	42.37%	-4.63%	19.16%	-11.04%	4.65%	8.87%	7.40%
稅後純益	-30.62%	-10.24%	22.02%	-30.41%	-6.93%	36.93%	-1.45%	19.16%	-13.13%	4.65%	8.87%	7.40%

YoY(%)

營業收入淨額	44.63%	22.42%	12.34%	-21.87%	-12.84%	2.02%	-6.09%	18.51%	20.40%	9.02%	23.86%	17.90%
營業利益	74.25%	12.77%	-3.88%	-44.46%	-36.03%	9.87%	-7.36%	47.92%	52.75%	9.54%	21.51%	9.16%
稅前純益	69.53%	15.21%	-2.79%	-46.85%	-28.89%	6.85%	-11.99%	49.64%	43.93%	5.79%	20.77%	8.85%
稅後純益	71.30%	10.26%	-3.31%	-47.12%	-29.07%	8.21%	-12.60%	49.66%	39.69%	6.75%	17.93%	6.29%

註1：稅後EPS以股本13.40億元計算

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。