

# 全新 (2455 TT) VPEC

## 短期面臨手機逆風，仍看好長線成長趨勢

買進 (研究員異動)

目標價 (12 個月) : NT\$175.0

收盤價 (2024/08/16) : NT\$142.5  
隱含漲幅 : 22.8%

### 營收組成 (2Q24)

微電子 83%、光電子 17%。

### 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	175.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	3.5	--
2024年EPS	4.1	--

### 交易資料表

市值	NT\$26,350百萬元
外資持股比率	29.5%
董監持股比率	6.1%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$18.80
負債比	36.9%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

### 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	2,604	2,694	3,459	4,101
營業利益	580	542	845	1,162
稅後純益	545	450	757	964
EPS (元)	2.94	2.43	4.10	5.22
EPS YoY (%)	-36.4	-17.3	68.3	27.4
本益比 (倍)	48.4	58.6	34.8	27.3
股價淨值比 (倍)	8.6	8.6	7.6	6.8
ROE (%)	17.1	14.6	21.8	25.1
現金殖利率 (%)	1.6%	1.5%	1.3%	2.2%
現金股利 (元)	2.30	2.20	1.90	3.19

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

柯妤璇

Varine.Ko@yuanta.com

### 元大觀點

- ◆ 預期 3Q24 中國地區安卓手機拉貨動能放緩，抵銷美系客戶新機備貨力道，公司財測指引為營收呈現個位數季減，本中心估營收季減 4%。
- ◆ 看好 5G 手機與 Wi-Fi 7 滲透率成長帶動微電子營運向上，且 AI 資料中心需求強勁將推升光電子 2023-25 年營收 CAGR 高達 45%。
- ◆ 短期手機雜音已大致反映，且長期成長趨勢明確，估 2024/25 年 EPS 年增 68%/27%，目標價 175 元由 2025 年 EPS 與 33 倍本益比推得。

### 中國安卓手機拉貨放緩，客戶下修 3Q24 訂單

全新 2Q24 本業獲利低於市場預期 4%，主因低毛利的微電子營收比重上升，然而本季認列 1,900 萬元的匯兌利益帶動 EPS 1.09 元優於市場預期 7%。公司將 3Q24 營收指引由季增下修到個位數季減，主因中國安卓手機 PA 拉貨動能放緩，中國微電子客戶下修訂單；本中心預估全新 3Q24 營收為 8.5 億元，季減 4%、年增 10%。毛利率季增 1.9 個百分點、年增 1.6 個百分點至 41.6%，反映產品組合有利因素。EPS 為 0.93 元，季減 15%、年增 19%。

### 5G 手機與 Wi-Fi 7 滲透率提高，帶動微電子營運向上

隨著 2022-1H23 庫存調整結束以及全球智慧型手機市況回溫，加上全新在 iPhone 磊晶供應份額較去年增加約 15%，預估 2024 年微電子營收將年增 29%至 27 億元；展望 2025 年，Wi-Fi 7 升級潮和 5G 手機滲透率上升趨勢將持續推升 PA 單位用量增加，預估 2025 年微電子營收年增 7%至 29 億元。

### 光電子受資料中心需求帶動，今年迎來營收爆發

光電子的成長動能來自 1) AI 資料中心高速傳輸需求帶動傳輸規格由 800G 提升至 1.6T，進而推升磊晶用量翻倍；2) 應用面自資料中心、手機感測、車用持續擴大，看好多項專案逐步發酵。本中心預估 2024/25 年光電子營收將分別年增 30%/61%至 7.5 億/12.0 億元，營收佔比成長至 22%/29%。

### 長期看好 AI 需求帶動產品組合優化，推薦買進

本中心預估 2024/25 年營收成長 28%/19%至 34.6 億/41.0 億元；毛利率分別年持平/年增 1.9 個百分點至 41.0%/42.9%，反映明年毛利率最高的資料中心產品陸續進入量產，帶動光電子營收佔比大幅增加至接近三成；EPS 年增 68%/27%至 4.10 元/5.22 元。我們認為短期逆風已大致反映於股價，依據過去三年平均本益比 33 倍與 2025 年 EPS 推得目標價 175 元，推薦買進。

## 營運分析

### 2Q24 本業獲利略低於市場預期 4%，然匯兌利益挹注使獲利優於預期 7%

全新 2Q24 營收為 8.76 億元，季增 5%、年增 47%，其中微電子營收季增 10%，反映本季美系手機客戶新機啟動備貨且陸系客戶拉貨動能強勁，而光電子營收季減 16%主因部分研發單出貨遞延。毛利率季減 1.1 個百分點至 39.6%，略低於市場預期 1.0 個百分點，下滑主因低毛利的微電子營收比重由 1Q24 的 79%上升至 83%。營業利益為 2.05 億元，季增 3%、年增 115%，低於市場預期 4%，大幅年增主因營收規模擴大之下營業費用仍控管得宜。營業利率為 23.4%，季持平然年增 7.4 個百分點，低於市場預期 1.2 個百分點。本季認列來自經濟部工業局的研發投資抵減，故所得稅率由前季的 20%下降至 13%，後續兩季將恢復正常水平。2Q24 EPS 為 1.09 元，季增 4%、年增 90%，優於市場預期 7%，主因業外認列匯兌利益約 1,900 萬元。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	季增率	年增率	2Q24F	預估差異
						市場預估	市場預估
營業收入	594	837	876	4.6%	47.3%	869	0.8%
營業毛利	236	341	347	1.7%	47.2%	353	-1.7%
營業利益	95	199	205	2.9%	115.1%	214	-4.0%
稅前利益	111	242	231	-4.5%	107.0%	221	4.2%
稅後淨利	106	193	201	4.1%	89.6%	188	6.7%
調整後 EPS (元)	0.57	1.04	1.09	4.1%	89.6%	1.02	6.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	39.7%	40.8%	39.6%	-1.1	0.0	40.6%	-1.0
營業利率	16.0%	23.8%	23.4%	-0.4	7.4	24.6%	-1.2
稅後純益率	17.9%	23.0%	23.0%	-0.1	5.1	21.7%	1.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

中國安卓手機拉貨放緩，3Q24 旺季不旺

全新公布 7 月營收 2.6 億元，月減 12%、年增 17%，反映中國安卓手機 PA 拉貨動能放緩，公司亦證實中國微電子客戶下修訂單，因此將 3Q24 營收指引由季增下修到個位數季減，本中心預估全新 3Q24 營收為 8.5 億元，季減 4%、年增 10%，其中微電子季減 low-teens 而光電子強勁季增雙位數。毛利率季增 1.9 個百分點、年增 1.6 個百分點至 41.6%，反映高毛利的光電子營收比重回升。營業利益為 2.1 億元，季增 1%、年增 35%；營業利益率季增 1.1 個百分點、年增 4.5 個百分點至 24.6%。EPS 為 0.93 元，季減 15%、年增 19%。

- 微電子：儘管韓系客戶 7M24 新摺疊手機發表以及美系手機客戶持續為新機備貨，然而中國安卓手機客戶卻出現雜音，中國的微電子客戶下調訂單展望，反映終端需求較不明朗的情況下，客戶偏好以急單形式拉貨，以便嚴謹控制庫存水準，本中心預估本季微電子營收將較前季下滑 low-teens。
- 光電子：基於 1)第二季有部分手機感測和 LiDAR 研發單遞延到第三季；2)AI 眼鏡第三季開始出研發單，估每月貢獻 500~1,000 萬營收；3)與日系客戶合作矽光子產品第三季開始小量出貨，本中心預估 3Q24 光電子營收將強勁成長近四成，且營收比重由 2Q24 的 17%回升至 3Q24 的 24%。

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F	預估差異
						市場預估	市場預估
營業收入	768	876	845	-3.5%	9.9%	971	-13.0%
營業毛利	307	347	351	1.2%	14.3%	403	-12.9%
營業利益	154	205	207	1.2%	34.8%	244	-15.1%
稅前利益	180	231	214	-7.3%	19.1%	248	-13.8%
稅後淨利	144	201	171	-14.9%	18.8%	202	-15.1%
調整後 EPS (元)	0.78	1.09	0.93	-14.9%	18.8%	1.09	-15.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點		
營業毛利率	40.0%	39.6%	41.6%	1.9	1.6	41.5%	0.0
營業利益率	20.0%	23.4%	24.6%	1.1	4.5	25.1%	-0.6
稅後純益率	18.7%	23.0%	20.3%	-2.7	1.5	20.8%	-0.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## Qualcomm 首次打入 iPhone RFFE 供應鏈，使全新的磊晶供應份額提高

原本 iPhone 的射頻前端模組(簡稱 RFFE)供應商由 Qorvo、Broadcom、Skyworks 瓜分，這次 Qualcomm 首次切入射頻前端模組供應鏈、成為第四家供應商，預計瓜分 Skyworks 的市佔率，使 Qualcomm 取得約 20% 供貨份額。由於全新為 Qualcomm 的磊晶獨家供應商、Skyworks 的第二供應商，因此本次 iPhone 射頻前端模組供應鏈調整對全新有利，我們預估今年全新在 iPhone 的磊晶供應份額將較去年增加約 15%。

## 受惠於 Wi-Fi 7 升級與光電子產品陸續量產，預估 2024/25 年 EPS 年增 68%/27%

我們預估 2024 年微電子營收將年成長 29%至 27.1 億元，成長動能包含：1)全球智慧型手機需求回溫且 5G 手機滲透率持續增加；2) iPhone 16 備貨穩定且全新供應份額增加；3) Wi-Fi 7 router 從 2H23 開始交貨，今年逐步放量；4)中國自製率顯著提升。光電子方面，由於美系客戶對 800G InP 接收端產品需求增加，近期公司將資料中心相關營收之全年財測由 3 億元上修至 3.3 億元，較去年成長將近三倍，佔整體營收約一成。此外，公司在接收端的 PIN 以及發射端的 VCSEL、LD 仍有許多產品持續與客戶共同開發中，且陸續有產品進入量產階段，後續展望正向，預估光電子營收將年增 26%至 7.5 億元。

綜合以上，本中心預估 2024 年營收年增 28%至 34.6 億元；毛利率為 41.0%，大致與去年持平；營業利益率為 24.4%、年增 4.3 個百分點，反映營收規模放大下營運槓桿效益顯現，營業利益金額年增 56%至 8.5 億元；EPS 為 4.10 元，年增 68%。

展望 2025 年，隨著景氣逐步回溫，研調機構 IDC 預估 2025 年全球智慧型手機出貨量將年增 2%至 12.4 億支，延續 2024 年的正成長態勢，且預期 Wi-Fi 7 升級潮和 5G 手機滲透率上升趨勢將持續推升 PA 總需求量，使全新受惠。此外，Wi-Fi 7 規格升級有望帶動安卓手機由矽製程轉往砷化鎵製程以提升效能表現，進而帶動砷化鎵 PA 需求量大幅增加，為全新營運之潛在利多。

光電子成長動能來自多項專案開始放量，包含資料中心的 1.6T 接收端、400G 短距接收+發射端、矽光子產品，以及手機屏下 P-sensor 的 VCSEL 方案，以下將逐項說明：

### ● 資料中心相關

- 1) 隨著資料中心對資料傳輸需求大幅成長，光模塊產品亦由 800G 迭代推進至更高速的 1.6T，而 1.6T 產品的磊晶用量相較 800G 翻倍，故對全新有利。目前全新 1.6T InP 產品已完成終端客戶的驗證，預期 1H25 開始放量出貨。
- 2) 美系 CSP 客戶的 400G 短距發射和接收端產品已於去年完成驗證，預計 4Q24 開始量產後每季貢獻 3,000~4,000 萬元營收。
- 3) 矽光子產品已經和日系客戶合作四年，今年第三季開始小量出貨，預計明年逐步放量，本中心預估全年營收貢獻約為低個位數，且後續訂單量仍有上修空間。

### ● 其他

- 1) 屏下 P-sensor 主要搭載於高階旗艦手機，全新提供 VCSEL 和 PD 兩種方案，目前交貨給韓系品牌的 PD 已經量產第三年，而 VCSEL 方案最快可望於 1Q25 開始量產並搭載於安卓手機，預期 iOS 最快 2026 年才會將 P-sensor 由屏上改為屏下設計。
- 2) AI 眼鏡測試產品持續出貨，估全年營收貢獻約一億元，預計 2026 年上市轉為量產。

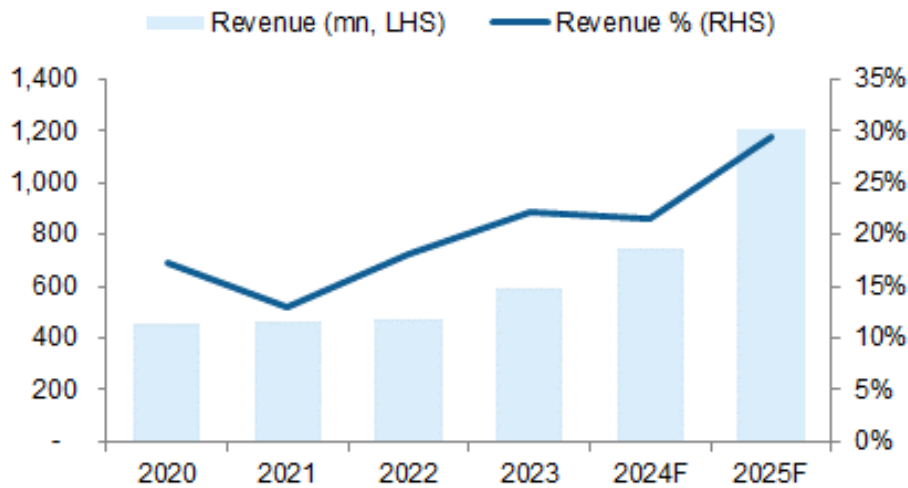
圖 3：AI 資料中心相關產品

客戶	距離	速度	產品類型	材料	研發/量產	狀態
美系	短短距	400G	發射/接收	GaAs/GaAs	4Q24 量產	目前已小批量出貨到美系資料中心做測試，預計 4Q24 開始量產
		800G	發射/接收	GaAs/InP	研發中	發射端 GaAs 還在開發，接收端 InP 預計年底驗證
美系	短距	800G	接收	InP	已量產	訂單能見度已至 2Q25
		1.6T	接收	InP	研發中	美系終端客戶已完成驗證
美系	中長距	800G	接收	InP	已量產	每月固定的量平穩交貨
		1.6T	接收	InP	研發中	美系終端客戶已完成驗證
日系	中長距	400G	發射	InP	3Q24 量產	終端客戶為美系企業級資料中心

資料來源：公司資料、元大投顧整理

綜上所述之成長動能，本中心預估 2025 年營收年增 19%至 41.0 億元，其中微電子營收年增 7%至 29 億元，光電子營收年增 61%至 12 億元；在毛利率最高的資料中心相關產品陸續進入量產之下，預期 2025 年全新的毛利率將明顯走高，估毛利率年增 1.9 個百分點至 42.9%；營業利益率為 28.3%、年增 3.9 個百分點，營業利益金額年增 37%至 11.6 億元；EPS 為 5.22 元，年增 27%。

圖 4：預估光電子營收比重逐年上升，2025 年佔比近三成



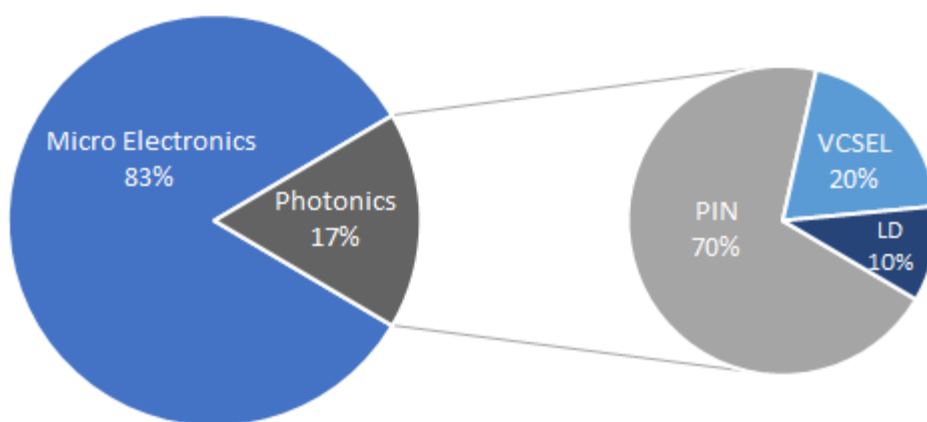
資料來源：元大投顧

## 產品結構分析

全新以有機金屬氣相磊晶成長法 MOCVD 為核心技術，生產 III-V 族化合物半導體的磊晶片，包含砷化鎵 GaAs、氮化鎵 GaN 以及磷化銦 InP 磊晶片，目前公司有 61 台 MOCVD 機台設備。III-V 族化合物半導體具備高工作頻率、低雜訊、抗天然輻射、能源使用率佳、能階帶可調整及電子移動速度快等優點，而發展為近年無線通訊、光纖通訊、光學感測、太陽能電池及光顯示之關鍵組件。

全新旗下產品分為微電子(Micro Electronics)及光電子(Photonics)兩大類，微電子產品的毛利率位於 30~40%之間，主要受產能利用率影響，而光電子的毛利率高於 50%，優於公司平均水準，反映製造難度較高、材料較貴且大多為量體較小的研發單/測試單。2Q24 產品別營收占比：微電子 83%、光電子 17%，其中光電子產品又可細分為 PIN 70%、VCSEL 20%、LD 10%。

圖 5：全新 2Q24 產品組合



資料來源：公司資料

### 微電子為主要營收來源，成長動能來自 5G 手機以及 Wi-Fi 7 滲透率提高

公司營收貢獻主要來自微電子產品，過往營收占比維持八成上下，終端應用與無線通訊相關，例如行動通訊裝置、Wi-Fi 路由器、基地台等，其中最大應用為智慧型手機的射頻前端模組。基於品質穩定與價格競爭力等優勢，公司微電子產品的市佔率逐年提升，目前已超越海外同業 IQE 成為全球市佔第一的無線通訊砷化鎵磊晶製造商。隨著 2022-1H23 庫存調整結束以及全球智慧型手機市況回溫，本中心預估 2024 年微電子營收年增 29%至 27 億元；展望未來，微電子主要成長動能來自 5G 手機以及 Wi-Fi 7 滲透率提高，預估 2025 年微電子營收年增 7%至 29 億元。



## 光電子受資料中心需求帶動，今年迎來營收爆發

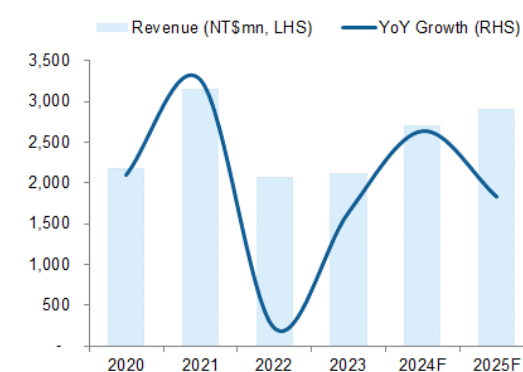
光電子產品的終端應用可分為光纖通訊與光學感測兩大類，光纖通訊的主力產品為 PIN diode 接收端元件，以及 LD、VCSEL 等發射端元件，主要成長動能為資料中心傳輸需求，全新旗下資料中心相關產品的傳輸速度涵蓋 400G/800G/1.6T，傳輸距離涵蓋伺服器到伺服器的短短距、機櫃到機櫃的短距以及公里等級的中長距；光學感測產品則包含車用 LiDAR、AR/VR 頭戴式裝置、手機的 P-sensor、臉部辨識 3D-sensing 和 ToF 鏡頭等。資料中心產品交貨相對平穩且量產訂單的能見度高，目前 800G 短距接收端訂單能見度已達 2Q25，公司保守預估 2024 年資料中心相關營收為 3.3 億元，主要由 800G InP 接收端所貢獻，本中心預估 2024 年光電子營收將年增 30%至 7.5 億元。展望明年，光電子主要成長動能來自資料中心傳輸規格由 800G 提升至 1.6T，推升磊晶用量翻倍，目前 1.6T 產品已完成美系終端客戶驗證，預期 2025 年開始量產商用；此外亦有多項研發專案陸續進入量產。研調機構 LightCounting 預估 2024/25 年 800G 光收發模組出貨量為 700 萬/1,300 萬支，而主要光收發模組供應商預期 2025 年 800G 光收發模組出貨量由 2024 年的 1,000 萬支成長至 1,500-2,000 萬支，估明年 1.6T 出貨 400-500 萬支；綜合考量以上數據，我們預估 2023-2025 年資料中心相關營收 CAGR 124%，2025 年光電子營收將年增 61%至 12 億元。

圖 6：微電子與光電子產品比較

業務別	產品	終端應用	毛利率區間	2025F 營收占比	2025F 營收 YoY
微電子 (Micro Electronics)	HBT/PHEMT/BiHEMT 磊晶片	無線通訊(行動通訊裝置、Wi-Fi 路由器、基地台等)	30~40%	71%	7%
光電子 (Photonics)	光電二極體 PD 雷射二極體 LD VCSEL 磊晶片	光纖通訊、光學感測	>50%	29%	61%

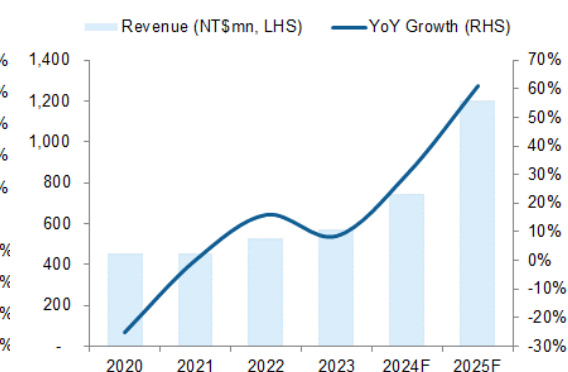
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：預估 2024 年微電子營收年增 29%



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：預估 2023-25 年光電子營收 CAGR 45%



資料來源：公司資料、元大投顧

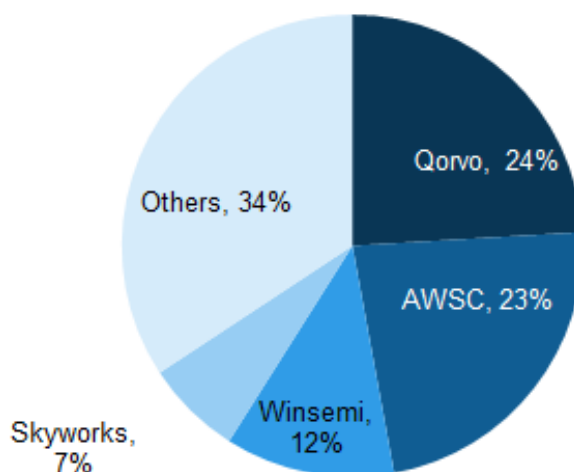
## 客戶分析

### 全新的客戶組成以美系 IDM 大廠以及台、陸系晶圓代工廠為主

全新的客戶組成主要為美系 IDM 大廠以及台灣、中國矽化鎳專業晶圓代工廠，根據公司 2023 年年報，前四大客戶營收占比由高至低分別為 Qorvo(美) 24%、宏捷科(台) 23%、穩懋(台) 12%、Skyworks(美) 7%，其他類別 34% 大部分為光電子客戶，另外 12% 營收則來自陸系晶圓代工客戶，包含三安光電、杭州立昂和福聯等，而近期杭州立昂的比重已超越三安光電。實務上 IC 設計公司會依照不同產品線或專案向配合的晶圓代工廠指定磊晶供應商，並由晶圓代工廠直接向磊晶廠下訂單，因此客戶組成不會揭露間接往來的 IC 設計客戶，亦無從得知終端品牌客戶的組成。

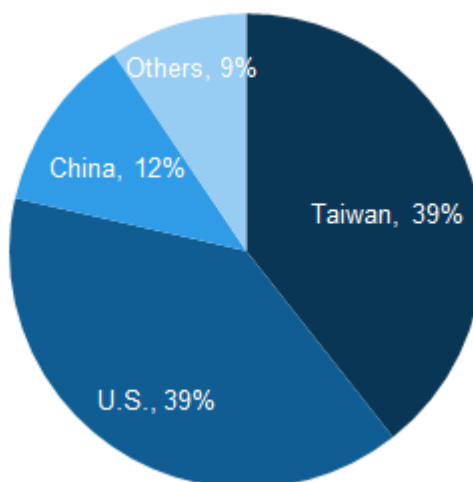
全新的銷貨地區以台灣和美國為主，2023 年的營收占比均為 39%，其次為中國的 12%，其中台灣的主要銷貨客戶為矽化鎳晶圓代工廠宏捷科和穩懋，營收貢獻分別為 23% 及 12%，美國銷售則以美系 IDM 大廠為主。

圖 9：2023 年客戶組成



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 10：2023 年地區別營收占比



資料來源：公司資料、元大投顧

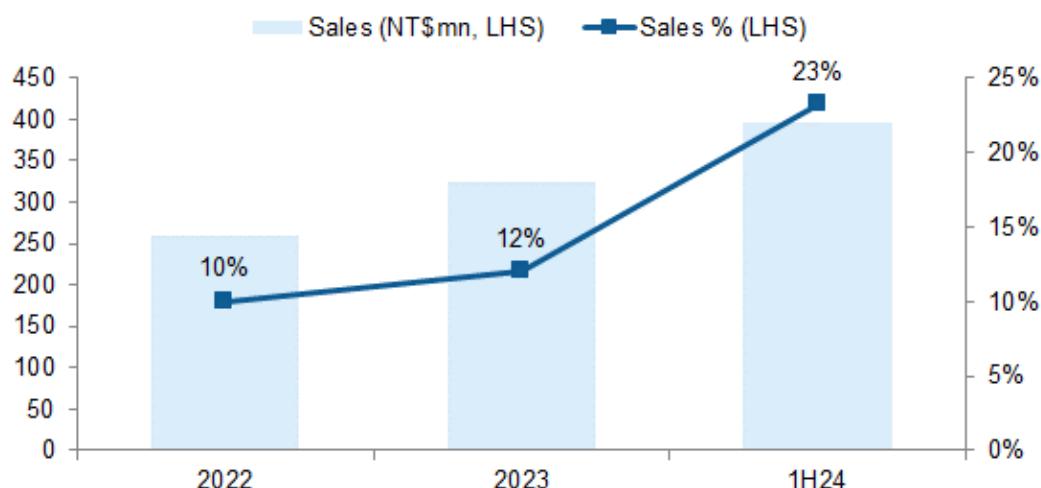


## 受益於中國自製中低階手機 RFFE 趨勢，中國地區營收比重明顯走升

中美地緣政治議題之下，中國品牌廠為了避免供應鏈中斷風險，積極降低美系 IDM 大廠的訂單並轉向中國或台灣的 IC 設計公司以及晶圓代工廠，目前自製產品主要從 4G 與中低階的 5G 射頻前端模組逐步滲透，而高階的 5G 射頻前端模組仍以向 IDM 大廠外購為主。

受益於中國去美化的轉單效益，全新近幾年來自中國的營收貢獻日益增加，營收占比由 2022 年的 10% 翻倍成長至 1H24 的 23%，絕對金額亦顯著成長。本中心認為未來中國自製率提升的趨勢將持續發酵，看好全新持續受惠。

圖 11：中國營收占比由 2022 年的 10% 翻倍成長至 1H24 的 23%



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：Foundry 客戶法說會展望

Foundry	Key Takeaways
Winsemi (TW)	✓ 2Q24 看到安卓需求轉弱，然 IOS 為下半年新機發表啟動備貨
	✓ 預估 3Q24 營收 QoQ 呈現高個位數衰退，主因觀察到中國手機客戶需求出現放緩，然美系手機的備貨時程照舊；2024 全年營收維持正成長看法不變
	✓ 中國手機市場的拉貨 pattern 還沒回到疫情前較穩定與規律的狀況(2Q~3Q 上旬為出貨高峰)
	✓ 美系客戶維持和往年相同的拉貨 pattern，第二季和第三季為拉貨高峰，第四季的拉貨動能則需視銷售狀況而定；一般來說若銷量優於預期，則第四季出貨維持高檔，若符合預期則出貨將小幅下滑
AWSC (TW)	✓ 原本預期第二季是傳統淡季，營收季減 2~3%，但五六月份有客戶急單拉貨需求，為第三季訂單提前 pull in，帶動最終營收季增 1.6%
	✓ 展望下半年，公司將 3Q24 營收指引由季減 3~5% 下修至高個位數~低雙位數季減，4Q24 維持和第三季相似的 pattern，反映客戶對下半年需求保守
	✓ 目前下游客戶與終端的庫存狀況都很健康，維持 7~10 週的庫存水位，但是客戶在對下半年需求展望保守之下，還是會盡量降低庫存水位
	✓ 在中低階手機方面，過去兩三年中國的手機銷售較疲軟，以兩三年的換機週期來推明年會有蠻大的換機需求

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 13：美系 IDM / Design House 客戶法說會展望

IDM / Design House	Key Takeaways
Qorvo	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ In calendar '24, we expect Android 5G unit volumes to grow greater than 10%.</li> <li>✓ September guide of slight decline year-over-year is principally related to smartphone revenues.</li> <li>✓ December quarter will benefit from higher mix of customized solutions for flagship tier phones.</li> <li>✓ Based on the numbers we're tracking, we expect China's mobile sell-through to be up in a low single-digit percent, similar to the overall smartphone market.</li> <li>✓ The 6-18 holiday was a little better year-over-year, but overall, the cumulative smartphone sales to date is pretty flat to up slightly.</li> </ul>
Skyworks	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ FY3Q24(CY2Q24) mobile was approximately 61% of total revenue, down 21% sequentially.</li> <li>✓ For FY4Q24, we expect our mobile business to be up approximately 20% sequentially as demand and supply patterns appear to be normalizing.</li> <li>✓ Our largest customer (Apple) in the June quarter was approximately 65% of total revenue. That was down sequentially maybe a little bit more than normal seasonality. Looking ahead into September, we think the largest customer will be slightly above 65% of total revenue, up about 20% sequentially. We do expect further sequential growth going into the December quarter.</li> <li>✓ The prospects of generative AI catalyze a meaningful smartphone replacement cycle, drive higher levels of RF complexity, and fuel a multi-year upgrade cycle.</li> </ul>
Broadcom	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ CY2Q24 revenue was seasonally down 19% quarter-on-quarter</li> <li>✓ reiterate previous guidance for wireless revenue to be flat year-on-year</li> </ul>
Qualcomm	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ FY3Q24(CY2Q24) handset revenues of \$5.9 billion were in line with expectations, reflecting our scale in premium Android handsets and greater than 50% year-over-year growth in revenues from Chinese OEMs.</li> <li>✓ For FY4Q24, We expect QCT handset revenues to grow by low-single-digit percentage sequentially, reflecting reflects an increase in purchases from a modem-only handset customer, partially offset by seasonally lower Android revenue ahead of our new Snapdragon premium chipset launch in the first quarter of fiscal '25.</li> <li>✓ Continue to estimate global 3G/4G/5G units in calendar '24 to be flat to slightly up on a year-over-year basis</li> <li>✓ Our general assumption is that the total handset market from '23 to '24 is flat to slightly up.</li> <li>✓ AI has expanded the size of the premium-tier.</li> </ul>

資料來源：公司資料、元大投顧整理

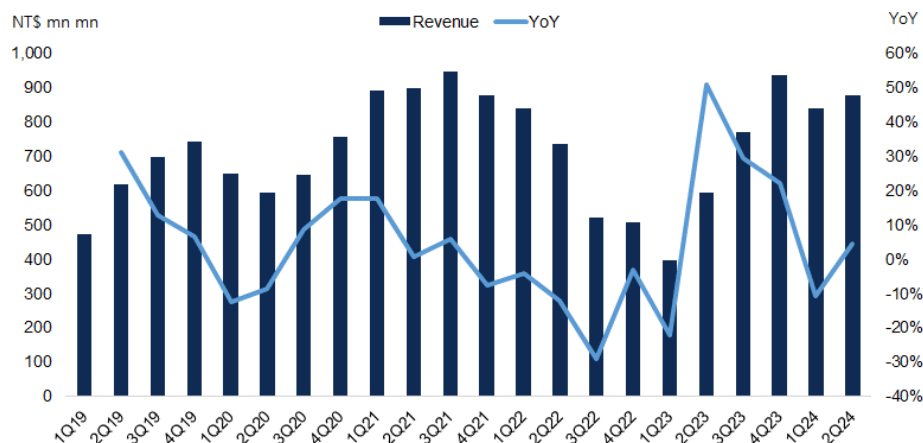
## 財務分析

### 庫存調整已告終，獲利能力隨終端復甦逐步回溫

2022 年受到俄烏戰爭、通貨膨脹等不利因素影響下，手機終端需求也較為疲弱，出貨量年減 11% 至 12 億支，加上自 2021 年開始受到全球電子零組件大缺料影響，各家客戶都有超額備料的情形，致使整體 PA 市場庫存最高曾超過 6 個月之多，全新的產能利用率也出現大幅滑落。2022 年底中國解封加上手機廠商大力促銷，加速手機庫存去化，下游手機成品庫存由 2022 年 12 月的 10 週下滑至 1Q23 的 8 週的正常水位，PA 庫存也已由先前的 5-6 個月下降至 3-4 個月，然而 1Q23 為營運傳統淡季，因此客戶 2Q23 才開始重啟拉貨、帶動營運由谷底回升。

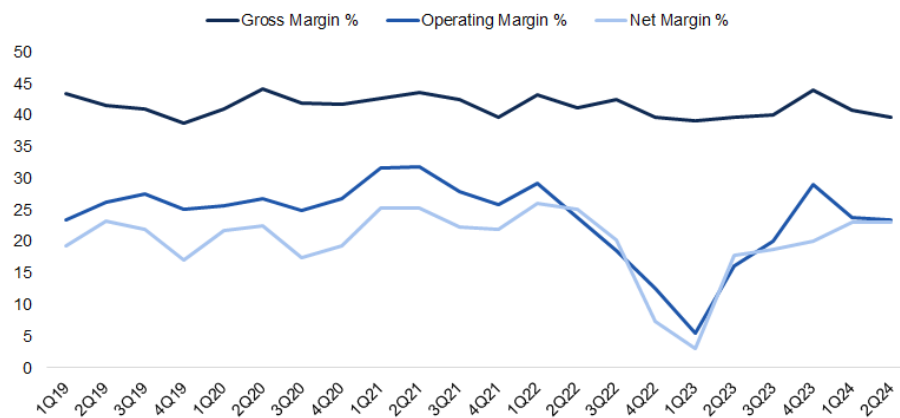
儘管 2H22-1H23 庫存調整期間產能利用率大幅下滑，然而毛利率表現卻相對持穩，主要因為 1) 高毛利率的光電子產品比重由 2021 年的 13% 增加至 2022/23 年的 18%/22%，產品組合轉佳抵銷部分微電子規模經濟下滑之負面因素；2) 微電子出現閒置產能時，公司會將微電子生產機台轉作光電子研發用途，避免毛利率受到產能利用率影響而大幅波動，致使部分營業成本轉移至研發費用。另外，由於 2022-23 年公司將 MOCVD 機台由 52 台擴充至 61 台，2H23 亦受到新機台陸續進駐開始提列折舊費用的影響，導致營業利益率明顯下滑。隨著庫存調整結束、終端手機需求回暖，全新營運持續復甦，帶動毛利率與營業利益率回到以往正常水準，公司近期無擴產計畫，我們預估 2024/25 年毛利率為 41.0%/42.9%，營業利益率為 24.4%/28.3%。

圖 14：營收趨勢



資料來源：TEJ、元大投顧

圖 15：獲利能力

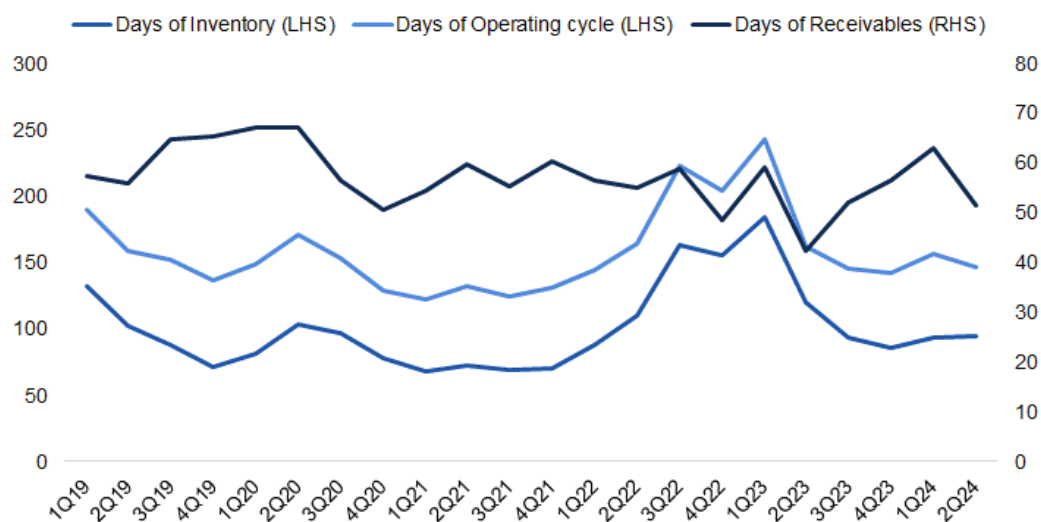


資料來源：TEJ、元大投顧

## 財務結構穩健，流動性風險低

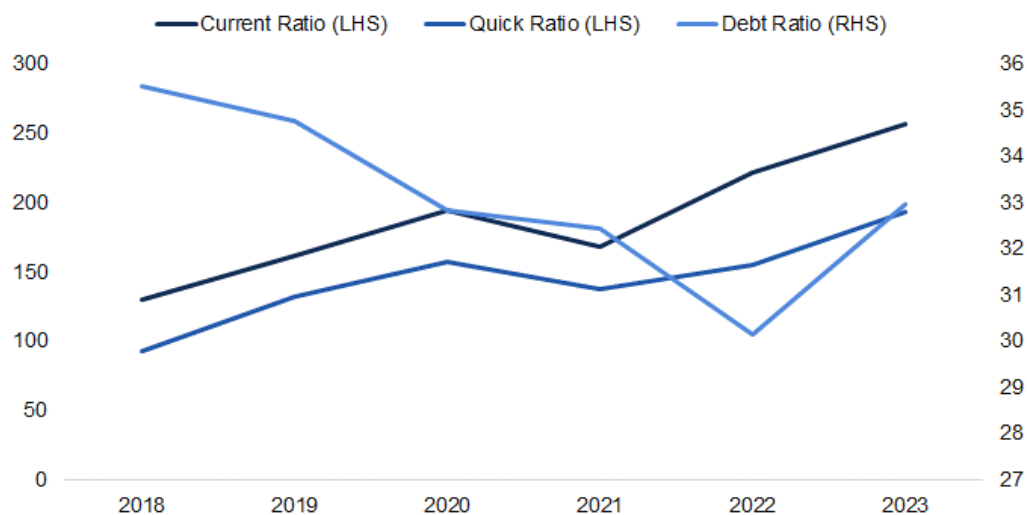
全新的負債比率由 2018 年的 36% 下滑至 2023 年的 33%，維持相對低水位，顯示其財務結構穩健。此外，流動比率與速動比率呈現穩定上升趨勢，且過去五年均維持大於 100% 之水準，反映公司的還款能力無虞，在資產與負債的管理得宜，流動性風險低。

圖 16：整體營運週轉天數表現轉佳



資料來源：TEJ、元大投顧

圖 17：流動比率、速動比率、負債比率



資料來源：TEJ、元大投顧

### 5G 手機滲透率提升帶動 PA 需求量增長

歷經 2022~23 連續兩年的衰退，研調機構 IDC 預估 2024 年全球智慧型手機出貨量年增 4%至 12.1 億隻，回到正成長軌道。2025 年景氣持續回溫加上 AI 手機的推出有助刺激換機潮，預估出貨量將年成長 2%至 12.4 億隻。值得一提的是今年為 AI 手機元年，全球主要手機品牌均發表搭載 AI 功能的機款，IDC 預估 2024/25 年 AI 手機滲透率分別為 17%/31%，並且在 2028 年以前達到 70%，我們看好 AI 手機滲透率上升將帶動高階機種銷售，有助於加速 5G 和 Wi-Fi 6E/7 在手機的採用狀況。

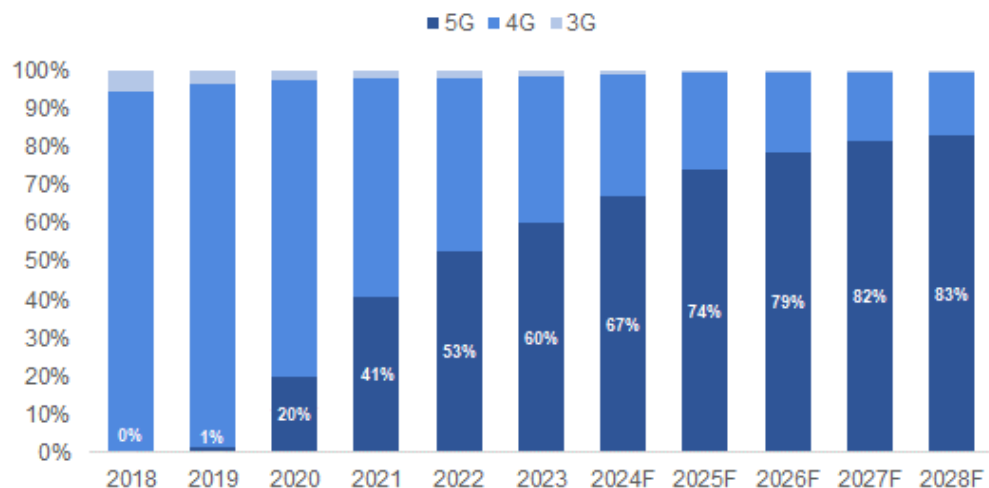
根據研調機構 IDC 指出，全球 5G 手機滲透率在短短幾年內由 2019 年的 1%大幅上升至 2023 年的 60%，預估 2024/25 年 5G 手機滲透率將進一步增加至 67%/74%的水準，出貨量分別為 8.1 億隻與 9.2 億隻。由於 5G 手機不僅要向下兼容 4G 頻段，還需要額外支援新增的 n41、n77、n78、n79 頻段，因此 5G 手機所需的 PA 用量高達 6~8 顆，比 4G 手機高出 50~100%。5G 手機滲透率上升將有助於每隻手機的 PA 內涵價值提升，進而帶動 PA 整體需求量與市場規模成長。

圖 18：預估 2024/2025 年全球智慧型手機出貨量分別年增 4%和 2%



資料來源：IDC

圖 19：5G 手機滲透率自 2019 年起快速上升，預估 2025 年超過七成



資料來源：IDC

Wi-Fi 7 升級浪潮下，手機 Wi-Fi PA 有望採用砷化鎵製程

2023 年隨著 AI、元宇宙高速傳輸需求，以及物聯網龐大連線需求的出現，帶動無線網路技術快速升級，進入 Wi-Fi 7 世代。從技術上，Wi-Fi 7 幾乎是全方位強化了 Wi-Fi 6 的功能，像是在頻道寬度上，Wi-Fi 7 在 6GHz 的工作頻段上開通 320MHz 的最大頻寬，為 Wi-Fi 6/6E 160MHz 頻寬的兩倍；在最大理論速率上 Wi-Fi 7 也有所提升，其最大理論速率來到 46.1 Gbps，較 Wi-Fi 5 的 3.5 Gbps 高出 13 倍，較 Wi-Fi 6/6E 的 9.6 Gbps 高出五倍，進而滿足高速、低延遲、穩定連接之需求。

Wi-Fi 6/6E 的 MU-MIMO (多使用者多輸入多輸出)可支援之同步傳輸使用者從過去的 4 個提升至 8 個，故天線數與 PA 需求都倍增，相較於 Wi-Fi 5 僅採用 1~2 顆砷化鎵元件，Wi-Fi 6 所需砷化鎵元件顆數增加至 3~4 顆，Wi-Fi 6E 更增加到 4~7 顆，此外預計下一個世代 Wi-Fi 7 所需的砷化鎵元件顆數可達 8~10 顆。

圖 20：Wi-Fi 規格演進表

	WiFi 5	WiFi 6	WiFi 6E	WiFi 7
IEEE 標準	802.11ac	802.11ax		802.11be
發佈日期	2013	2019	2021	2024
頻段	5 GHz	2.4 GHz, 5 GHz	2.4 GHz, 5 GHz, 6 GHz	
最大數據速度	3.5 Gbps	9.6 Gbps		46.1 Gbps
最大頻道寬度	80MHz	160MHz		320MHz
調變技術	256-QAM OFDM	1024-QAM OFDMA		4096-QAM OFDMA
MIMO	4x4 DL MIMO (DL)	8x8 UL/DL MU-MIMO		16x16 UL/DL MU-MIMO

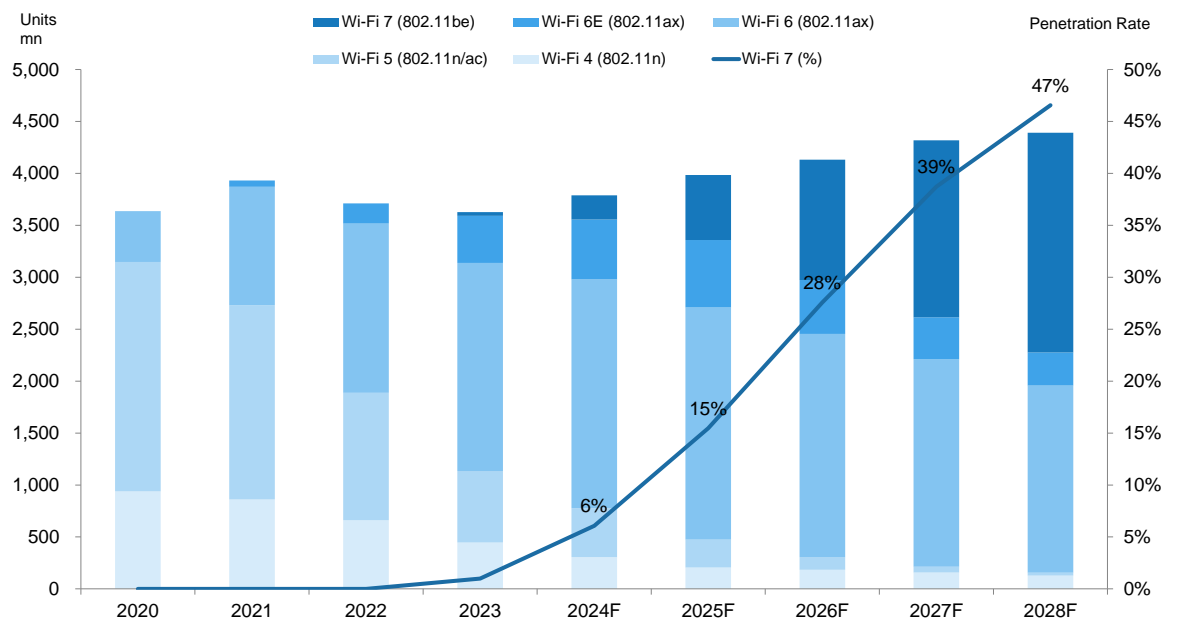
資料來源：IDC

2024 年為 Wi-Fi 7 元年，網通設備廠從 4Q23 開始小量出貨 Wi-Fi 7 路由器，並於 2024 年逐步放量；手機方面，三星於 2024 年初發表 S24 系列，其中最高階機型 Ultra 率先支援 Wi-Fi 7，我們認為 Wi-Fi 規格升級初期會先導入高階旗艦機種，預計放量時點落在 2025 年。按照歷史經驗，通常完成一個 Wi-Fi 的世代交替需要兩到三年的時間，因此我們認為今年 Wi-Fi 6/6E 仍為主流通訊標準，Wi-Fi 7 滲透率僅有低到中個位數，待明年才會看到滲透率明顯增加到 mid-teens 水準。長線而言，我們樂觀看待高頻寬、高傳輸速率以及低延遲需求帶動 Wi-Fi 7 持續滲透，研調機構 IDC 預估 2023~2028 年全球 Wi-Fi 7 產品出貨量 CAGR 達 126%，2028 年滲透率已接近 50%。

根據訪查，iPhone 自搭載 Wi-Fi 6 開始便率先採用砷化鎵製程，而大多數安卓手機的 Wi-Fi 晶片還停留在矽製程。相對於傳統的矽和矽鍺材料，砷化鎵具備功率耗損低、效率高、線性度佳、頻率範圍更廣且在高頻使用下雜訊少等優勢，因此當手機開始導入 Wi-Fi 7 以後，Wi-Fi 晶片很有可能將由矽製程轉往砷化鎵製程，以在高頻應用下實現更優異的性能表現，將明顯推升砷化鎵元件需求與產值。



圖 21：2023-2028 年全球 Wi-Fi 7 出貨量 CAGR 達 126%



資料來源：IDC

## 股東結構分析

### 全新股東結構分散，惟須留意質押比偏高

根據公司提供截至 2024 年 4 月的最新資料，全新前十大股東持股合計約 27%，單一股東持股不超過 10%且前十大股東均為法人，其中勞工退休基金為最大股東，新制勞工退休基金與舊制勞工退休基金合計持股率為 10%，整體顯示其股權相對較分散。截至 2024 年 7 月，全新董監事持股合計僅 6%，然持股質押比例達 38%，尤其以董事長陳建良之質押比例 98%為最高，故須留意後續質押比例之變化。

圖 22：全新前十大股東

	名稱	持股率(%)
1	新制勞工退休基金	7.29
2	舊制勞工退休基金	2.89
3	渣打國際商業銀行營業部受託保管 AIM 投資基金之億順新興市場全資本基金投資專戶	2.86
4	華南商業銀行信託部受託保管安聯台灣科技證券投資信託基金專戶	2.62
5	公務人員退休撫卹基金管理委員會	2.34
6	匯豐(台灣)商業銀行股份有限公司受託保管三菱 UFJ 摩根士丹利證券公司 - 證券交易單位之自營平台三方 SBL 交易投資專戶	2.17
7	渣打國際商業銀行營業部受託保管瑞穗證券股份有限公司投資專戶	1.75
8	花旗(台灣)商業銀行受託保管瑞銀歐洲 SE 投資專戶	1.69
9	潤泰投資股份有限公司	1.68
10	美商摩根大通銀行台北分行受託保管 JP 摩根證券有限公司投資專戶	1.67

資料來源：公開資訊觀測站

圖 23：全新董監事持股彙總表

職稱	姓名	目前持股	持股比例(%)	質押比例(%)
董事長	陳建良	2,123,112	1.15	98.44
董事	陳懋常	2,043,216	1.10	66.01
董事/總經理	黃朝興	1,406,090	0.76	7.11
董事	賴尤秀敏	1,437,000	0.78	0.00
董事	潤泰投資股份有限公司	3,229,000	1.75	21.67
董事之法人代表人	葉盛茂	10,000	0.01	0.00
董事	上金投資股份有限公司	943,000	0.51	0.00
董事之法人代表人	張証量	3,587	0.00	0.00
副總經理	陳賢崇	104,187	0.06	0.00
副總經理	金宇中	80,500	0.04	0.00
副總經理	鍾金凌	10,000	0.01	0.00
財務會計部門主管	蔣志青	95,000	0.05	0.00

資料來源：公開資訊觀測站

## 獲利調整與股票評價

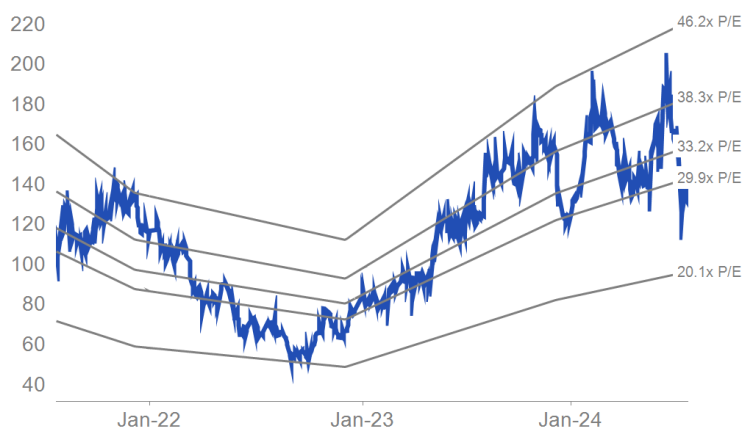
### 基於過去三年平均本益比 33 倍，給予目標價 175 元

儘管短期受到中國手機客戶拉貨放緩負面影響，導致 3Q24 旺季不旺呈現季減走勢，然而長期仍看好 5G 和 Wi-Fi 7 滲透率上升帶動砷化鎵 PA 用量增加，此外 AI 資料中心產品陸續放量將帶動產品組合優化，本中心預估 2023-2025 年資料中心相關營收 CAGR 高達 124%，為營運成長新引擎。

預估 2024/2025 年營收將成長 28%/19%至 34.6 億/41.0 億元，毛利率分別持平/年增 1.9 個百分點至 41.0%/42.9%，營業利益年增 56%/37%至 8.5 億/11.6 億元，稅後淨利年增 68%/27%至 7.6 億/9.6 億元，推升 EPS 年增 68%/27%至 4.10 元/5.22 元。

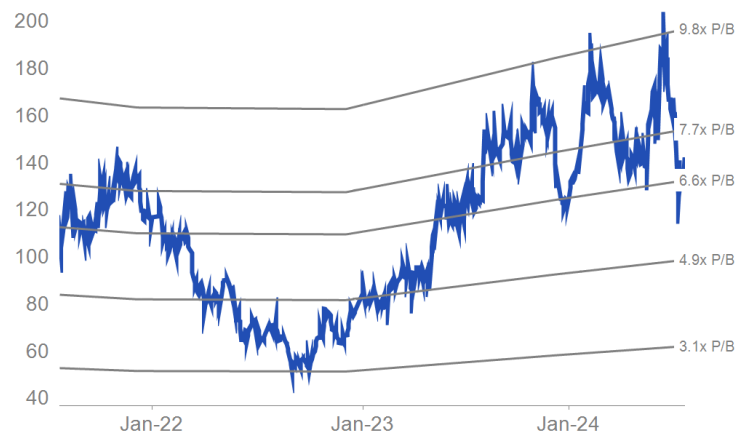
全新過去三年本益比區間位於 20-46 倍，平均為 33 倍，目前股價交易於 35/27 倍 2024/2025 預估 EPS，評價相對便宜。考量 1)公司處於產業龍頭地位，為全球市佔第一的無線通訊砷化鎵磊晶製造商；2)通訊規格升級帶動砷化鎵 PA 市場規模成長；3)光電子應用持續擴大，多項專案逐步發酵，本中心依據 2025 年 EPS 預估以及目標本益比 33 倍，推得目標價 175 元，投資評等為買進。

圖 24：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 25：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 26：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
全新	2455 TT	買進	142.5	823	2.43	4.10	5.22	58.6	34.8	27.3	(17.3)	68.3	27.4
國內同業													
穩懋	3105 TT	未評等	133.0	1,722	(0.2)	4.0	6.2	--	33.6	21.4	--	--	56.7
宏捷科	8086 TT	未評等	105.0	621	0.4	3.9	4.2	249.4	26.7	25.2	503.3	833.2	6.0
聯亞	3081 TT	未評等	119.0	333	(2.3)	(0.8)	1.1	--	--	111.0	--	--	--
國內同業平均					(0.7)	2.4	3.8	249.4	30.2	52.6	503.3	833.2	31.4
國外同業													
SKYWORKS	SWKS US	未評等	108.8	17,372	6.2	6.3	6.4	17.6	17.4	16.9	(21.5)	1.5	2.8
QORVO	QRVO US	未評等	112.4	10,661	1.0	6.0	6.1	111.4	18.8	18.5	(89.2)	494.0	1.5
QUALCOMM	QCOM US	未評等	173.3	193,101	6.6	10.1	11.1	26.4	17.2	15.6	(43.2)	53.5	10.3
BROADCOM	AVGO US	未評等	166.1	773,316	3.4	4.8	6.1	49.0	34.8	27.5	23.7	40.6	26.7
三安光電	600703 CH	未評等	11.3	7,912	0.1	0.3	0.4	151.7	35.6	28.9	(50.5)	326.0	23.4
SUMITOMO CHEMICAL	4005 JP	未評等	427.9	4,751	4.3	(153.3)	14.8	100.1	--	29.0	(95.7)	--	--
IQE	IQE LN	未評等	29.0	360	(3.3)	(1.7)	(1.4)	--	--	--	--	--	--
國外同業平均					2.6	(18.2)	6.2	76.0	24.8	22.7	(46.1)	183.1	13.0

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 27：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
全新	2455 TT	買進	142.5	823	14.6	21.8	25.1	16.60	18.80	20.82	8.6	7.6	6.8
國內同業													
穩懋	3105 TT	未評等	133.0	1,722	(0.2)	4.9	7.2	80.1	85.9	91.0	1.7	1.6	1.5
宏捷科	8086 TT	未評等	105.0	621	1.1	10.0	10.2	38.1	40.8	42.6	2.8	2.6	2.5
聯亞	3081 TT	未評等	119.0	333	(5.2)	(2.0)	2.1	42.2	40.9	43.1	2.8	2.9	2.8
國內同業平均					(1.4)	4.3	6.5	53.5	55.8	58.9	2.4	2.3	2.2
國外同業													
SKYWORKS	SWKS US	未評等	108.8	17,372	23.7	12.8	13.4	38.2	38.4	39.2	2.9	2.8	2.8
QORVO	QRVO US	未評等	112.4	10,661	14.4	13.3	13.6	38.2	37.1	38.8	2.9	3.0	2.9
QUALCOMM	QCOM US	未評等	173.3	193,101	48.8	40.6	40.3	19.3	22.3	26.6	9.0	7.8	6.5
BROADCOM	AVGO US	未評等	166.1	773,316	78.7	38.8	39.1	5.8	15.5	20.1	28.7	10.7	8.3
三安光電	600703 CH	未評等	11.3	7,912	--	4.3	4.7	7.8	7.9	8.3	1.5	1.4	1.4
SUMITOMO CHEMICAL	4005 JP	未評等	427.9	4,751	0.6	(48.4)	2.7	716.3	570.0	590.8	0.6	0.8	0.7
IQE	IQE LN	未評等	29.0	360	--	(0.1)	(13.0)	18.9	15.6	13.8	1.5	1.9	2.1
國外同業平均					33.2	8.7	14.4	120.6	101.0	105.4	6.7	4.1	3.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 28：季度及年度簡明損益表 (合併)

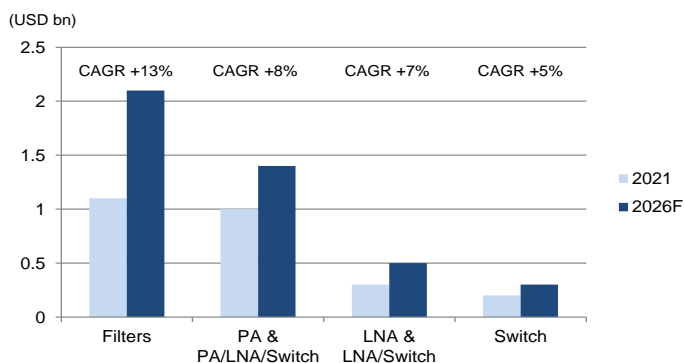
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	837	876	845	901	886	940	1,076	1,199	3,459	4,101
銷貨成本	(496)	(529)	(494)	(524)	(510)	(537)	(612)	(683)	(2,042)	(2,342)
營業毛利	341	347	351	377	377	403	463	516	1,417	1,759
營業費用	(142)	(142)	(144)	(143)	(142)	(144)	(151)	(161)	(571)	(598)
營業利益	199	205	207	234	235	259	312	355	845	1,162
業外利益	42	26	7	6	6	7	7	7	81	26
稅前純益	242	231	214	240	241	266	319	362	926	1,188
所得稅費用	(49)	(30)	(43)	(48)	(48)	(39)	(64)	(72)	(169)	(223)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	193	201	171	192	193	227	255	289	757	964
調整後每股盈餘(NT\$)	1.04	1.09	0.93	1.04	1.04	1.23	1.38	1.56	4.10	5.22
調整後加權平均股數(百萬股)	185	185	185	185	185	185	185	185	185	185
重要比率										
營業毛利率	40.8%	39.6%	41.6%	41.9%	42.5%	42.9%	43.1%	43.0%	41.0%	42.9%
營業利益率	23.8%	23.4%	24.6%	25.9%	26.5%	27.6%	29.1%	29.6%	24.4%	28.3%
稅前純益率	28.8%	26.4%	25.3%	26.7%	27.2%	28.3%	29.7%	30.2%	26.8%	29.0%
稅後純益率	23.0%	22.9%	20.3%	21.3%	21.8%	24.2%	23.7%	24.1%	21.9%	23.5%
有效所得稅率	20.1%	13.0%	20.1%	20.0%	19.9%	14.7%	20.1%	19.9%	18.3%	18.8%
季增率(%)										
營業收入	-10.6%	4.6%	-3.5%	6.6%	-1.7%	6.1%	14.5%	11.4%		
營業利益	-26.6%	2.9%	1.0%	13.0%	0.4%	10.2%	20.5%	13.8%		
稅後純益	2.4%	4.1%	-14.9%	12.3%	0.5%	17.6%	12.3%	13.3%		
調整後每股盈餘	2.7%	4.1%	-14.9%	12.3%	0.4%	17.7%	12.3%	13.4%		
年增率(%)										
營業收入	112.3%	47.3%	10.0%	-3.8%	5.8%	7.4%	27.3%	33.1%	28.4%	18.6%
營業利益	824.2%	115.1%	34.5%	-13.8%	18.0%	26.3%	50.7%	51.7%	55.9%	37.5%
稅後純益	1542.2%	89.2%	18.8%	1.9%	0	13.0%	49.1%	50.5%	68.1%	27.3%
調整後每股盈餘	1508.3%	89.6%	18.8%	2.2%	0	13.0%	49.1%	50.5%	68.3%	27.4%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

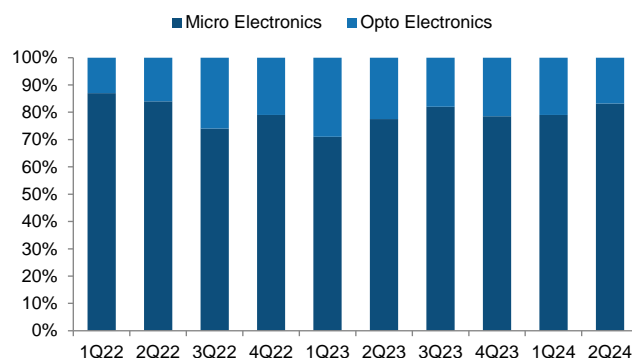
全新光電成立於 1996 年 11 月，是以 MOCVD 技術生產砷化鎵(GaAs)磊晶供應商，產品包括 HBT、PHEMT、InP HBT、BiHEMT、HCPV、PIN Diode 等，生產基地位於台灣桃園，為台灣第一家本土砷化鎵磊晶製造商，目前在無線通訊用砷化鎵磊晶的市佔率排名全球第一，主要競爭對手為英國的 IQE 以及國內的聯亞光電(3081.TT)。主要客戶包含射頻模組 IDM 大廠 Qorvo、Skyworks 以及砷化鎵專業代工廠穩懋(3105.TT)、宏捷科(8086.TT)。2023 年產品組合為：微電子(RF、PA 相關) 78%、光電子(LD、VCSEL 等) 22%。

圖 29：RF 前端模組市場規模預估



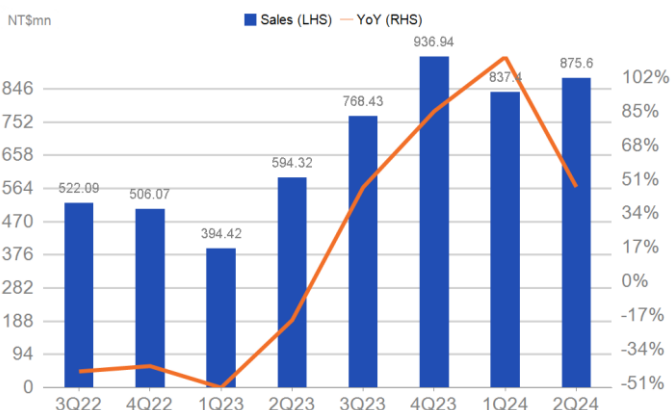
資料來源：Yole、元大投顧預估

圖 30：營收組成



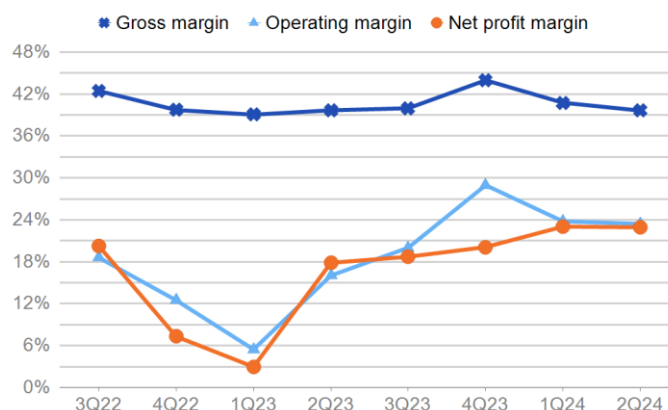
資料來源：公司資料

圖 31：營收趨勢



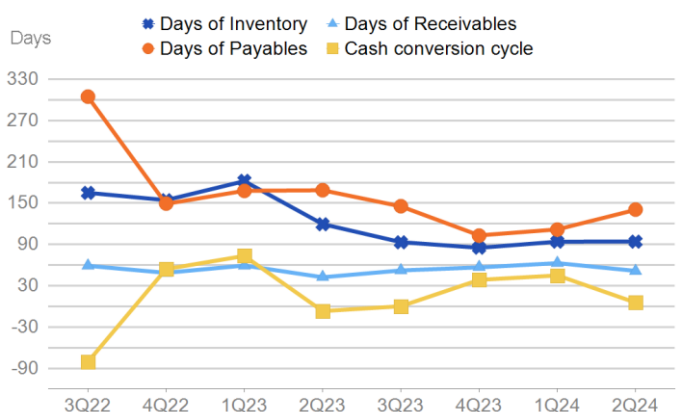
資料來源：CMoney、公司資料

圖 32：毛利率、營益率、淨利率



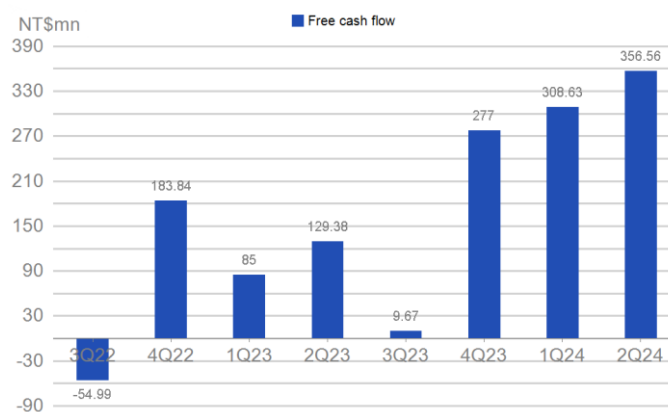
資料來源：CMoney、公司資料

圖 33：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 34：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料



# ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**全新整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略微領先的位置，但在通信設備行業的公司中排名領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**全新的整體曝險屬於較低水準，領先通信設備行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資本、商業道德、公司在生產中使用原材料的效率等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**全新在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。公司遵循適當的 ESG 揭露，且全新持續推動相關能源管理措施，落實環境管理的方針，表明對投資者和公眾的強烈責任感。

圖 35：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	18.8
在 ESG 議題上的曝險 (A)	30.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	41.4
風險評級	低 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	25

資料來源：Sustainalytics (2024/8/17)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

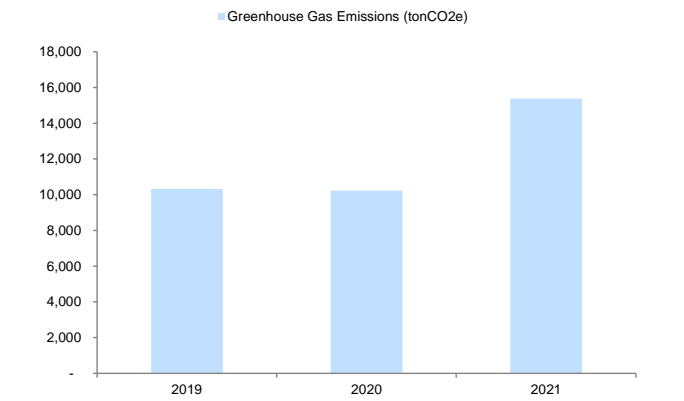
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

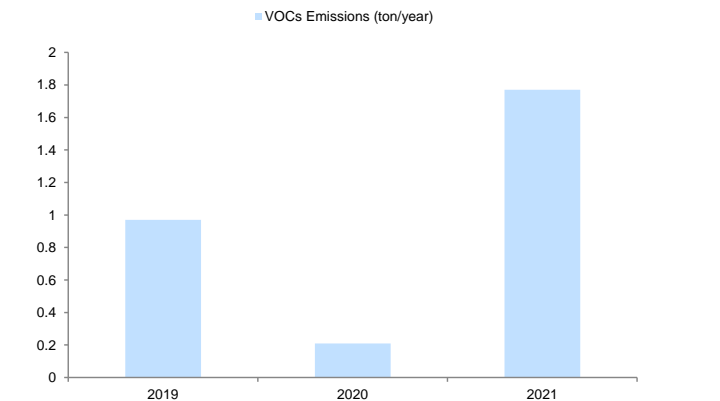
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 36：溫室氣體排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 37：VOCs 排放量



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	1,210	753	826	1,582	1,624
存貨	415	487	505	614	758
應收帳款及票據	585	291	622	287	881
其他流動資產	92	89	93	93	93
流動資產	2,302	1,620	2,045	2,577	3,356
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	2,405	2,712	2,490	2,275	2,062
無形資產	5	6	7	7	7
其他非流動資產	138	74	35	35	35
非流動資產	2,548	2,792	2,532	2,318	2,105
資產總額	4,851	4,412	4,578	4,895	5,461
應付帳款及票據	372	176	397	308	501
短期借款	480	200	100	100	100
什項負債	520	356	302	302	302
流動負債	1,372	732	799	710	903
長期借款	200	590	700	700	700
其他負債及準備	0	7	9	9	9
長期負債	200	597	709	709	709
負債總額	1,573	1,329	1,508	1,419	1,612
股本	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849
資本公積	17	17	17	17	17
保留盈餘	1,412	1,217	1,242	1,648	2,022
什項權益	0	0	(38)	(38)	(38)
歸屬母公司之權益	3,278	3,083	3,069	3,476	3,850
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	3,278	3,083	3,069	3,476	3,850

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	855	545	450	757	964
折舊及攤提	272	243	284	286	284
本期營運資金變動	(109)	28	(131)	136	(545)
其他營業資產 及負債變動	160	(173)	(32)	0	0
營運活動之現金流量	1,179	644	572	1,179	703
資本支出	(347)	(413)	(71)	(71)	(71)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(123)	(57)	0	0	0
投資活動之現金流量	(470)	(470)	(71)	(71)	(71)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(100)	110	10	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(479)	(740)	(425)	(351)	(590)
其他調整數	(2)	(2)	(3)	0	0
融資活動之現金流量	(581)	(632)	(419)	(351)	(590)
匯率影響數	16	1	(9)	0	0
本期產生現金流量	144	(457)	73	757	42
自由現金流量	832	231	501	1,108	632

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	3,609	2,604	2,694	3,459	4,101
銷貨成本	(2,089)	(1,515)	(1,585)	(2,042)	(2,342)
營業毛利	1,520	1,089	1,109	1,417	1,759
營業費用	(463)	(509)	(567)	(571)	(598)
推銷費用	(20)	(19)	(11)	(15)	(17)
研究費用	(282)	(358)	(427)	(388)	(392)
管理費用	(162)	(132)	(128)	(167)	(188)
其他費用	0	0	0	(1)	0
營業利益	1,057	580	542	845	1,162
利息收入	2	5	16	31	36
利息費用	(7)	(7)	(13)	(12)	(12)
利息收入淨額	(5)	(2)	3	19	25
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(3)	84	(4)	61	0
其他業外收入(支出)淨額	5	6	1	1	1
稅前純益	1,053	667	542	926	1,188
所得稅費用	(198)	(123)	(91)	(169)	(223)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	855	545	450	757	964
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,332	917	839	559	878
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.63	2.94	2.43	4.10	5.22

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	36.4	(27.9)	3.5	28.4	18.6
營業利益	53.7	(45.1)	(6.5)	55.9	37.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	41.7	(31.1)	(8.6)	(33.4)	57.1
稅後純益	60.5	(36.3)	(17.4)	68.1	27.3
調整後每股盈餘	60.6	(36.4)	(17.3)	68.3	27.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	42.1	41.8	41.2	41.0	42.9
營業利益率	29.3	22.3	20.1	24.4	28.3
稅前息前淨利率	29.0	25.4	19.6	24.4	28.3
稅前息前折舊攤銷前淨利率	36.9	35.2	31.1	16.2	21.4
稅前純益率	29.2	25.6	20.1	26.8	29.0
稅後純益率	23.7	20.9	16.7	21.9	23.5
資產報酬率	18.7	11.8	10.0	15.5	17.7
股東權益報酬率	27.7	17.1	14.6	21.8	25.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	48.0	43.1	49.1	40.8	41.9
淨負債權益比(%)	(16.2)	1.2	(0.8)	(22.5)	(21.4)
利息保障倍數 (倍)	158.9	102.7	42.7	76.7	103.4
流動比率 (%)	167.8	221.3	255.9	363.1	371.9
速動比率 (%)	130.9	142.7	181.3	276.5	287.9
淨負債 (NT\$百萬元)	(530)	37	(26)	(782)	(824)
調整後每股淨值 (NT\$)	17.73	16.67	16.60	18.80	20.82
評價指標 (倍)					
本益比	30.8	48.4	58.6	34.8	27.3
股價自由現金流量比	31.7	114.2	52.6	23.8	41.7
股價淨值比	8.0	8.5	8.6	7.6	6.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	19.8	28.7	31.4	47.1	30.0
股價營收比	7.3	10.1	9.8	7.6	6.4

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

全新 (2455 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧  
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.