

2024 年 9 月 19 日

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價 2,260.00 元
目標價
3 個月 2,260.00 元
12 個月 2,260.00 元

世芯-KY(3661 TT)

Neutral

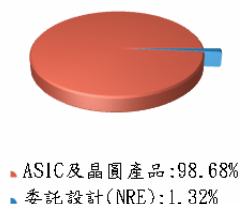
近期報告日期、評等及前日股價

08/26/2024 Buy 2,655.00.
05/06/2024 Trading Buy 3,145.00.
03/04/2024 Trading Buy 4,340.00.
11/03/2023 Trading Buy 2,820.00.
08/21/2023 Trading Buy 1,970.00.

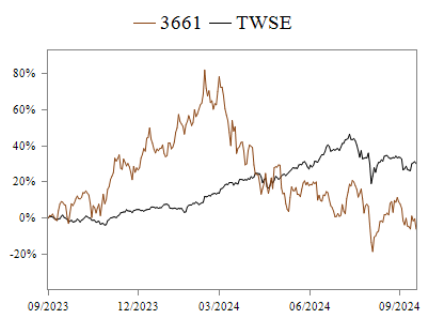
公司基本資訊

目前股本(百萬元) 797
市值(億元) 1,801
目前每股淨值(元) 428.26
外資持股比(%) 53.09
投信持股比(%) 6.78
董監持股比(%) 2.77
融資餘額(張) 3,600
現金股息配發率(%) 49.31

產品組合



股價相對大盤走勢



營收高點將過，因此下調至 Neutral。

投資建議：世芯-KY 來自北美、中國 HPC 設計及量產需求強勁，特別是北美人工智能相關之設計需求非常強勁，主要客戶之量產訂單能見度已達 2025~2026 年。2024 年 N5 營收貢獻將顯著提升，且 N3 也將在 2024 年貢獻營收。在大客戶案子量產下，預估至 3Q24 營收將會逐季成長，預估世芯-KY 2024 年稅後 EPS 75.58 元。未來北美 2 大客戶案子毛利率較低，佔公司營收比重將超過 50%，集中度過高。若客戶需求再大幅成長，不排除將會成為晶圓代工廠的直接客戶。AI 運算需求持續，北美雲端服務器供應商 CSP 業者積極建置自研晶片趨勢未變，將為世芯帶來強勁的增長，但因為營收高點將過，因此下調至 Neutral。

2Q24 稅後 EPS 19.91 元：2Q24 受惠大客戶量產 AI ASIC N7 動能持續，出貨量超出公司的預期，另一個北美 IDM N5 AI accelerator 也在 2Q24 底開始進入量產，使世芯-KY 營收持續成長，世芯-KY 2Q24 營收為 135.82 億元，QoQ+29.47%，第一大北美客戶佔營收 50% 以上。各應用佔公司營收比重，HPC 佔公司營收比重 91%、利基型(超級電腦、虛擬貨幣、柏青哥機台、醫療設備與監視系統)佔 1%、network 佔 6%、消費性電子佔 2%。毛利率方面，AI ASIC 出貨量優於公司預期，所以 2Q24 毛利率僅較 1Q24 增加 0.18 個百分點為 18.97%。營業費用從 1Q24 的 7.59 億元增加至 9.28 億元。業外收益主要來自利息收入，2Q24 稅後 EPS 19.91 元。

2025 年成長力道低，但 2026 年有機會再強勁成長：2025 年成長力道低於 2023 年和 2024 年，因北美最大客戶的產品進入世代交替，不過北美 IDM 客戶 2025 年 N5 AI ASIC 需求樂觀，瓶頸在 CoWoS 產能，CoWoS-S 封裝較緊。雖然 2025 年成長放緩，但仍維持 YoY+20%，2026 年則有機會再恢復強勁成長，因為 1)北美大客戶新世代產品推出；2)2025 年量產 N5 AI ASIC 持續至 2026 年；3)中國 N5 ADAS 晶片量產貢獻；4)新的 CSP 大客戶。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	30,482	52,863	64,231	7,928	7,610	9,227	10,490	13,582	14,695	14,096	15,218	16,528
營業毛利淨額	6,794	10,180	13,306	1,692	1,804	2,100	1,971	2,576	2,802	2,831	3,098	3,328
營業利益	3,761	6,630	9,184	871	1,008	1,247	1,212	1,650	1,852	1,917	2,122	2,268
稅後純益	3,325	6,023	7,795	735	888	1,119	1,230	1,587	1,578	1,629	1,806	1,932
稅後 EPS(元)	41.72	75.58	97.81	9.22	11.15	14.05	15.44	19.91	19.80	20.44	22.66	24.24
毛利率(%)	22.29%	19.26%	20.72%	21.34%	23.70%	22.76%	18.79%	18.96%	19.07%	20.09%	20.36%	20.13%
營業利益率(%)	12.34%	12.54%	14.30%	10.98%	13.24%	13.51%	11.55%	12.15%	12.60%	13.60%	13.95%	13.72%
稅後純益率(%)	10.91%	11.39%	12.14%	9.27%	11.67%	12.13%	11.73%	11.68%	10.74%	11.55%	11.87%	11.69%
營業收入 YoY/QoQ(%)	122.08%	73.43%	21.51%	38.70%	-4.02%	21.24%	13.69%	29.47%	8.20%	-4.08%	7.96%	8.61%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	81.27%	81.15%	29.42%	26.17%	20.88%	26.02%	9.90%	28.97%	-0.56%	3.23%	10.87%	6.97%

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 7.97 億元計算。

世芯-KY ESG：

世芯電子身為全球 IC 設計服務領導廠商，為確保所有產品皆為符合環境安全衛生規定之綠色產品，對供應鏈管理不遺餘力，與供應商合作將綠色環保的政策及概念推廣到整個供應，並一起朝向減少地球環境之衝擊共同努力，其中主要包括：

有害物質管制

符合世芯電子相關規範及國內、外法令等國際環境規範

滿足世芯電子新外包商評鑑程序

滿足世芯電子外包商管理程序

滿足世芯電子環境管理物質管理程序

歐盟危害物質限用指令 (EU RoHS Compliance)

歐盟新化學品政策 (REACH)

無鹵材料 (Halogen Free)

綠色物料之承認管理

供應商提出第三方對產品生產材料所作的環境物質分析報告或證明文件。

綠色資訊平台之建置

建構系統化之 IT 資料庫輔助管理系統，藉此平台，便利上下游廠商綠色零件文件之交換，並帶動上游廠商綠色零件供應的能力，降低環保要求的衝擊程度。

建立環境管理系統

供應商必須擁有 ISO14001 環境管理系統或其他相關環境管理系統相關驗證。

無衝突礦產保證書 (Declaration of Metal Conflict-Free)

衝突金屬係指來自剛果民主共和國衝突礦區之礦物，類別有鈮鉭鐵礦，錫石，黑鎢礦與黃金等。這些礦物提煉成鈮(Ta)、錫(Sn)、鎢(W)、鈷(Co)和金(Au)等，分別用於電子和其他產品。世芯電子強烈要求供應商提供的原物料中不得間接或直接使用衝突礦產。

企業社會責任 (CSR)

確保供應商落實企業社會責任。

業務連續性計劃 (BCP)

供應商須有一套基於業務運行規律的流程，使組織在突發事件面前能夠迅速作出反應，以確保關鍵業務功能可以持續，而不造成業務中斷或業務流

2024 年 9 月 19 日

程本質的改變。

綠色管理稽核

世芯-KY 每年持續對供應商進行稽核、改善及教育訓練，經由系統化運作與管理，確保提供品質精良之卓越產品給客戶與消費者。

毛利率改善有限，2Q24 世芯-KY 營收 135.82 億元，QoQ+29.47%，稅後淨利 15.87 億元，QoQ+28.97%，稅後 EPS 19.91 元：

2Q24 受惠大客戶量產 AI ASIC N7 動能持續，出貨量超出公司的預期，另一個北美 IDM N5 AI accelerator 也在 2Q24 底開始進入量產，使世芯-KY 營收持續成長，

世芯-KY 2Q24 營收為 135.82 億元，QoQ+29.47%，第一大北美客戶佔營收 50% 以上。2Q24 各應用佔公司營收比重，HPC 佔公司營收比重 91%、利基型(超級電腦、虛擬貨幣、柏青哥機台、醫療設備與監視系統)佔 1%、network 佔 6%、消費性電子佔 2%。製程營收比重：7nm 或更先進製程佔公司營收比重 96%(其中 5nm 佔 10~15%)，為公司營收主流製程。12/16nm 佔公司營收比重則為 1%、28nm 佔 2%、40nm 以上則佔 1%。從地區別來看，美國佔公司營收比重 78%，亞洲(中國、台灣、南韓)佔公司營收比重為 8%、日本佔 2%、其他(中東、歐洲)則佔 12%。

毛利率方面，雖然 AI ASIC 出貨量優於公司預期，但北美大客戶出貨量相當大，且其具議價能力，所以案子的毛利率相對較低，且因為 ASIC 佔營收比重高，因此高毛利率 NRE 佔營收比重維持 15% 左右，提高不易，所以 2Q24 毛利率僅較 1Q24 增加 0.18 個百分點為 18.97%，年減 2.37 個百分點。營業費用從 1Q24 的 7.59 億元增加至 9.28 億元，營益率 12.15%，季增 0.6 個百分點，年增 1.17 個百分點。業外收益主要來自利息收入，2Q24 世芯-KY 稅後淨利 15.87 億元，QoQ+28.97%，稅後 EPS 19.91 元。

1H24 世芯-KY 營收 240.72 億元，YoY+76.41%，毛利率 18.89%，年減 2.29 個百分點，營益率 11.89%，年增 0.84 個百分點，稅後 EPS 35.35 元。1H24 北美客戶營收比重達 78%，大中華區約 11%，日本降至 1%；以製程區分，N7 以下案件佔整體營收達 95%，N16/12 佔 2%，N28 佔 2%，N40 以上則佔 1%。

公司積極分散客戶和研究資源，預期 2024 年後中國和非中國的研發人員各佔 50%，預估中國客戶佔營收比重將低於 15%：

美國商務部工業與安全局(BIS)新禁令，有位中國 B 客戶列入實體清單，預估影響全年營收約 1~2%，影響相當有限。2021 年營收來自中國客戶的比重高達 71%，但 2022 年已經降到 30~35%，2023 年佔公司營收 15%，1H24。中國佔營收比重來到 11%

未來世芯-KY 希望將中國客戶的整體營收貢獻度控制在 10% 內，並分散客戶風險，以降低營運風險。新管制對公司而言較容易控制風險，以產品技術規格取代實體清單，以往公司無法確認客戶是否會被列為實體清單。中長期的風險是客戶的晶片要往更高階或 N5 製程發展就有可能超過管制標準，客戶需要調整設計方向，預計 2024 年北美市場將佔世芯-KY 營收的 60% 以上，而中國的貢獻低於 15%。

2024 年 9 月 19 日

世芯-KY 目前員工 600 人以上，75%為研發人員，大部分的研發人員仍位於中國，公司成立初期即於中國有設有研發設計中心，持續積極擴編外，於台灣、日本及美國等地亦同步擴張研發團隊。目前研發人員 65%在中國，日本 2 個 team 約佔 20~25%(100 人+)、台灣 10%。美中對立，開始有客戶要求設計案不得由中國籍開發人員接觸研發資料庫，所以公司將研發資料庫分散於中國、日本、台灣互相彈性應變。2024 年將在馬來西亞積極增加研發人員，從目前 20 多名研發人員，希望東協的人員在 2024 年底增加至 60 人以上，越南也有招募。

目前要求中國以外的研發人員的客戶不到 15%，但對立沒有趨緩下，歐美客戶還是會有疑慮，有可能會影響未來的接單。所以和客戶協調後，現在公司已將部份中國員工派至日本工作，簽證和成本都在公司的掌握中，外派人員的薪資增加 10~15%，未來公司整體營業費用將控制在 15%左右。公司希望在 2024 年後中國與非中國的研發人員各佔 50%，世芯-KY 在產業維持中立且多元分散，即公司不生產自家產品和客戶競爭，亦不投資晶片設計客戶，並耕耘北美、亞太、日本、歐洲等多個市場。

世芯-KY 還是會協助中國客戶，但為避免地緣政治風險，儘量不接觸高敏感性的項目，如 GPU 和 AI，某些具有複雜持股結構的客戶，都盡量避免。也會更審慎審查中國客戶的背景跟應用，目前中國佔比已低於 15%，而地緣政治問題對車用的影響不是那麼顯著，公司可能會增加此部份的營收。

北美客戶帶動長，預估世芯-KY 2024 年稅後 EPS 75.58 元：

北美市場對高性能計算 HPC 的需求正在快速增長。公司增加多個來自北美超大規模 hyperscaler 運算平台的人工智慧相關項目。美國客戶在人工智慧 AI 應用方面的需求不斷增加，包括 NRE 和量產。世芯-KY 優先 AI 加速器案子為主，採用先進製程節點，GPU 比 CPU 更複雜，因為 CPU 尚不需 HBM 或 CoWoS。其設計會比 ARM 架構 CPU 更複雜，但 ARM 架構 CPU 可視為未來新客戶和新業務的機會。

公司預計 2024 年將有大約 4~5 個大項目進行量產，2024 年公司會有 2 個 AI 項目，2023 年最大北美客戶的收入貢獻世芯-KY 總營收 40%~50%左右，2024 年此客戶對公司的營收將會持續增加 YoY>+30%。另外一個北美 IDM 客戶 2024 年將成為第二大客戶，有 2 個專案量產，N7 推論晶片進入量產，並在 1H24 放量，N5 訓練晶片 2Q24 底開始出貨，在 2H24 起放量，此客戶將為公司 2024 年營收成長主軸，約佔 2024 年營收 7~9%，並延續至 2025 年，但要看台積電 CoWoS-S 產能，毛利率較目前北美第一大客戶佳。此外日本客戶的 image signal processor 也會量產，在 1Q24 開始出貨，還有 2 個中國 HPC 的項目。非北美客戶移動設備 AP 也將在 2024 年年初量產。

世芯-KY NRE 設計方面，公司每年約 20~30 個案子，2023 年前累計 NRE 接單設計案將於 2024 年 tape-out，貢獻 NRE 營收，預期 NRE 營收將每年穩定成長 20%。公司在 N7/6/5/4/3 先進設計製程保持產業領導地位並獲客戶詢問。來自北美及中國設計需求均強勁，預期 2024 年 NRE 營收將維持成長，未來兩年高效運算設計製程將持續從 N7 過渡到 N6/5。2024 年起 N5 設計案是主流，目前有 2~3 個 N3 design-win，2024~2025 年 N5/3 會是營收主要動能，都來自 hyperscaler 客戶，2024 年 tape-out 第一個 N3 晶片。

N2 因架構不同，與晶圓代工夥伴開始技術交流中。公司預計 2025 年有 N2

2024 年 9 月 19 日

測試片 (Test chip) 進行設計定案，不過仍無法確定是否拿下該案。先進製程能提供的晶圓廠有限，特別是 N3 以下，世芯-KY 因為是台積電的合作廠商，所以幾乎跟每家 CSP 都有交流，尤其 N2、A16 製程，設計將變得相當複雜，除 CoWoS-L、Chiplet，甚至有 3DIC 封裝。世芯-KY 的 CSP 客戶專案需要與供應鏈緊密合作，並提供測試片展示公司的解決方案，N2 測試片預計 2025 年完成設計定案，該專案是與公司瞄準的客戶合作，包括採用客戶 IP 測試晶片效能等，也是公司首顆 GAA 架構的產品。儘管 CSP 客戶的案件的確取得一定程度的進展，但現在還無法確定拿下客戶訂單。

北美客戶積極朝下一代先進製程研發，新創公司或 CSP 都有，但由於地緣政治和經濟原因，中國客戶放緩更先進製程的計劃，不過從 2023 年底開始復甦，2024 年會明顯成長。另外也有車用 ADAS 相關案件，預計 4Q25 開始貢獻營收，美國 EV 客戶目前使用台積電 N5A 製程，爭取 N3AE 中。通常 4Q 是公司 NRE 營收的旺季，2024 年 NRE 營收將會穩定成長。

各大廠為強化自家 AI 模型的算力，CSP 業者投入 ASIC 開發的機率增加，加上 NVIDIA (NVDA US) GPU 價格高昂，交貨周期長，使 CSP 業者更加想投入自主開發晶片。所以訓練端或推理端晶片，雲端大廠皆有推出自家 ASIC 計畫，包含 Google TPU、AWS Tranium/Inferentia、Intel Habana Gaudi，Meta 也預計於 2025 年推出 MTIA v1。在各家皆開自有 ASIC 情況下，世芯-KY 將會受惠。2023 年佔世芯-KY 公司營收 40%~50% 北美客戶將在 2024 年持續成長，營收有機會較 2023 年成長，另一個北美客戶 Training chip 在 4Q23 底開始出貨，加上幾個案量較大的案子，未來 3~4 季營收將會明顯成長，同時 N5 營收貢獻將顯著提升，N3 也將在 2024 年貢獻營收。不過 2024 年營業費用將會增加，2023 年營業費用約 0.9~1 億美元，2024 年將增加至 1.05~1.10 億美元，主要是因為非中國研發人員增加。在大客戶量產下，預估世芯-KY 至 3Q24 營收將會逐季成長，續創新高，預估世芯-KY 2024 年稅後 EPS 75.58 元。

2025 年成長力道低於 2023 年和 2024 年，但 2026 年有機會再強勁成長：

世芯-KY 雖取得北美客戶訂單，但量產的毛利率較預期低，因為北美客戶很大，具有較強的議價能力，且同一個客戶又繼續下一代的產品，毛利率很難增長。因此公司盡量從供應商那裡做成本控制，以擴大利潤空間。目前這個北美客戶佔公司的營收比重近 50%，決定公司大部份的生產利潤，因此公司會拓展更多新客戶和新產品，並和供應商溝通，取得更好的毛利率。

Intel 將為 AWS 生產 AI fabric 晶片和定制 Xeon 6 晶片，使用 Intel 18A 和 Intel 3 製程。不過 AI 加速器晶片要求運算速度和節能，目前都採用 N5 以下的製程，全球有 N5 以下的製程，只有 Intel、TSMC 和 Samsung 三家。先進製程的製程風險高，開始投資成本(如光罩成本等)高，目前最大 ASIC 廠 Broadcom、Marvell 藉由乙太網路交換器晶片獲 CSP 量產訂單，台灣廠商則受惠台積電的先進製程和先進封裝 CoWoS 支援亦可爭取到國際 CSP 廠訂單，如世芯-KY 和創意。

N2 節點設計複雜度大幅提升，chiplet 設計為主，chiplet 採不同製程主要目標是提升良率，降低成本，NRE 會增加，但 die 單價會下降。每個設計涉及至少 3~4 tape-outs，包括 compute die 會往更先進 N2 以下，I/O die 可能使用 N5 設計、SRAM die 則是 N3 等等，世芯-KY 會聚焦 compute die 案子或負責整合，因為最終會是一個設計，多個 tape-out，並會透過先進封裝，如

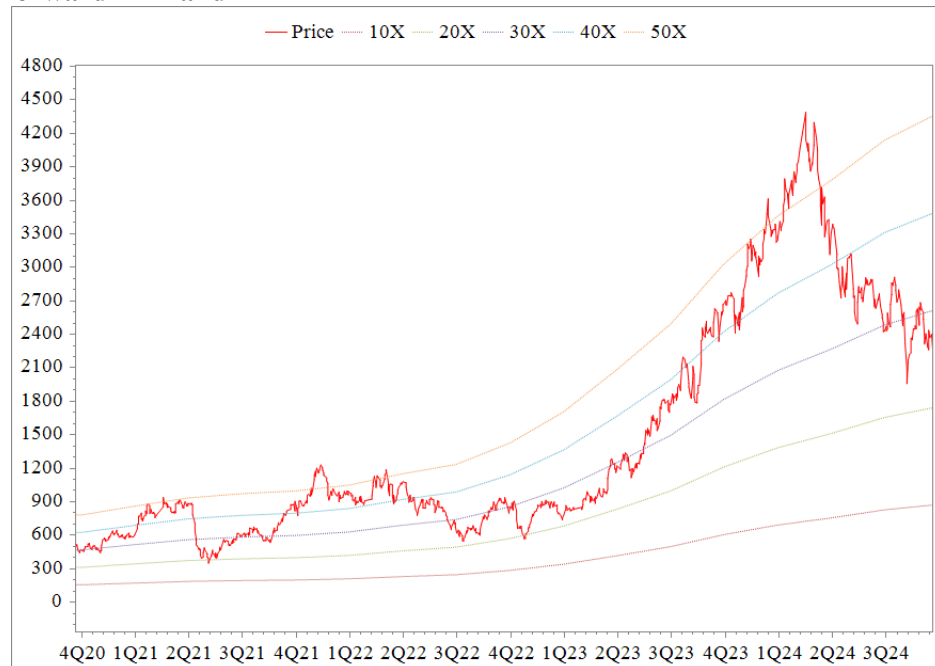
2024 年 9 月 19 日

hybrid bonding/TSV 整合成一晶片，因此能夠承接這樣的案子業者不多，這是世芯-KY 未來的商機。

2025 年成長力道低於 2023 年和 2024 年，因北美最大客戶的產品進入世代交替，不過北美 IDM 客戶 2025 年 N5 AI ASIC 需求樂觀，瓶頸在 CoWoS 產能，CoWoS-S 封裝較緊，目前和台積電溝通 2025 年產能。雖然 2025 年成長放緩，但預計營收成長可維持 20%。預估 2025 年 EPS 97.81 元。

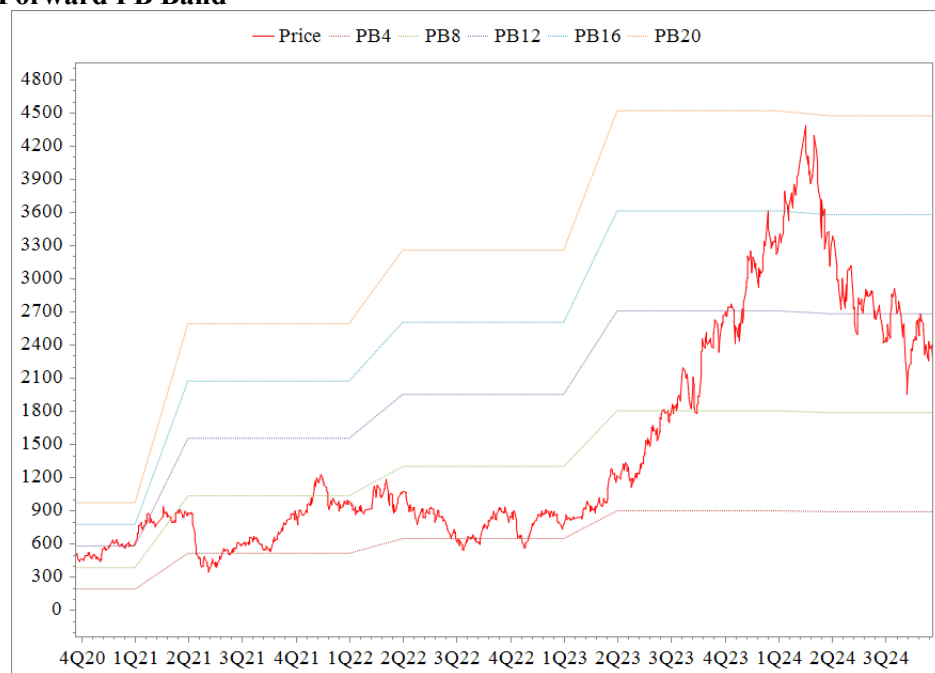
2026 年有機會再恢復強勁成長，因為 1)北美大客戶新世代產品推出；2)2025 年量產 N5 AI ASIC 持續至 2026 年；3)中國 N5 ADAS 晶片量產貢獻；4)新的 CSP 大客戶。ASIC 與 NRE 的比例公司毛利率主要決定因素，隨著公司向更先進製程推進，NRE 營收可能會增長更多，2025 年 NRE 增長將超過 ASIC 增長，2026 年預期 ASIC 營收佔比可能會非常高，因為新案出貨量會增加綜，毛利率將會較 2025 年下降。

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 9 月 19 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	13,258	19,738	32,458	24,817	30,052
流動資產	11,558	18,240	29,416	38,932	45,260
現金及約當現金	3,849	4,775	10,160	10,844	12,812
應收帳款與票據	970	1,413	2,437	2,627	3,449
存貨	1,057	9,125	11,614	15,061	21,062
採權益法之投資	--	0	56	0	0
不動產、廠房設備	884	710	1,160	537	529
負債總計	2,909	6,736	14,424	6,978	8,015
流動負債	2,839	6,608	14,246	6,827	8,957
應付帳款及票據	394	1,938	1,925	3,379	1,948
非流動負債	70	128	178	-1,290	-954
權益總計	10,348	13,002	18,034	17,839	22,038
普通股股本	707	719	743	719	719
保留盈餘	2,697	3,736	6,125	8,572	12,771
母公司業主權益	10,348	12,993	18,014	17,835	22,034
負債及權益總計	13,258	19,738	32,458	24,817	30,052

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	10,428	13,725	30,482	52,863	64,231
營業成本	6,866	9,296	23,687	42,683	50,925
營業毛利淨額	3,563	4,430	6,794	10,180	13,306
營業費用	1,735	2,119	3,033	3,550	4,122
營業利益	1,828	2,311	3,761	6,630	9,184
EBITDA	3,400	4,357	5,872	7,629	9,513
業外收入及支出	73	-16	83	946	560
稅前純益	1,901	2,383	4,198	7,576	9,744
所得稅	411	550	877	1,554	1,949
稅後純益	1,490	1,834	3,325	6,023	7,795
稅後 EPS(元)	18.69	23.02	41.72	75.58	97.81
完全稀釋 EPS**	18.87	23.24	42.13	76.31	98.76

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 7.97【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 7.893 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	47.31%	31.62%	122.08%	73.43%	21.51%
營業毛利淨額	54.41%	24.34%	53.39%	49.83%	30.71%
營業利益	85.18%	26.43%	62.75%	76.28%	38.51%
稅後純益	78.43%	23.14%	81.27%	81.15%	29.42%

獲利能力分析(%)

毛利率	34.16%	32.27%	22.29%	19.26%	20.72%
EBITDA(%)	32.60%	31.74%	19.26%	14.43%	14.81%
營益率	17.53%	16.84%	12.34%	12.54%	14.30%
稅後純益率	14.29%	13.37%	10.91%	11.39%	12.14%
總資產報酬率	11.24%	9.29%	10.24%	24.27%	25.94%
股東權益報酬率	14.40%	14.11%	18.44%	33.77%	35.37%

償債能力檢視

負債比率(%)	21.95%	34.13%	44.44%	28.12%	26.67%
負債/淨值比(%)	28.12%	51.81%	79.98%	39.12%	36.37%
流動比率(%)	407.10%	276.05%	206.49%	570.28%	505.28%

其他比率分析

存貨天數	53.30	199.90	159.78	114.05	129.45
應收帳款天數	27.14	31.68	23.05	17.48	17.26

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	345	-246	9,306	1,844	9,602
稅前純益	1,901	2,383	4,198	7,576	9,744
折舊及攤銷	1,532	2,058	2,021	2,170	2,086
營運資金變動	-472	-6,967	-3,526	-3,228	-8,254
其他營運現金	-2,616	2,280	6,613	-4,679	6,026
投資活動現金	-5,711	1,476	-5,118	5,767	-591
資本支出淨額	-1,342	-1,027	-2,321	-1,194	-1,145
長期投資變動	-3,969	2,787	-2,171	-567	-529
其他投資現金	-401	-284	-626	7,528	1,084
籌資活動現金	4,773	-766	1,276	-4,874	-7,042
長借/公司債變動	0	0	0	-1,414	336
現金增資	5,396	0	1,998	0	0
發放現金股利	-465	-846	-931	-2,877	-3,596
其他籌資現金	-157	80	208	-583	-3,782
淨現金流量	-739	927	5,384	2,737	1,969
期初現金	4,588	3,849	4,775	8,107	10,844
期末現金	3,849	4,775	10,160	10,844	12,812

資料來源：CMoney、群益

2024 年 9 月 19 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	5,716	7,928	7,610	9,227	10,490	13,582	14,695	14,096	15,218	16,528	17,435	15,050
營業成本	4,518	6,236	5,806	7,127	8,519	11,006	11,893	11,265	12,120	13,200	13,767	11,838
營業毛利淨額	1,199	1,692	1,804	2,100	1,971	2,576	2,802	2,831	3,098	3,328	3,668	3,211
營業費用	562	821	796	854	759	926	950	915	976	1,060	1,114	972
營業利益	636	871	1,008	1,247	1,212	1,650	1,852	1,917	2,122	2,268	2,554	2,240
業外收入及支出	93	51	127	166	321	334	145	145	135	146	134	145
稅前純益	729	922	1,135	1,412	1,533	1,984	1,997	2,062	2,257	2,415	2,688	2,385
所得稅	148	187	250	292	307	395	419	433	451	483	538	477
稅後純益	582	735	888	1,119	1,230	1,587	1,578	1,629	1,806	1,932	2,150	1,908
最新股本	797	797	797	797	797	797	797	797	797	797	797	797
稅後EPS(元)	7.31	9.22	11.15	14.05	15.44	19.91	19.80	20.44	22.66	24.24	26.98	23.94

獲利能力(%)

毛利率(%)	20.97%	21.34%	23.70%	22.76%	18.79%	18.96%	19.07%	20.09%	20.36%	20.13%	21.04%	21.34%
營業利益率(%)	11.13%	10.98%	13.24%	13.51%	11.55%	12.15%	12.60%	13.60%	13.95%	13.72%	14.65%	14.88%
稅後純益率(%)	10.19%	9.27%	11.67%	12.13%	11.73%	11.68%	10.74%	11.55%	11.87%	11.69%	12.33%	12.68%

QoQ(%)

營業收入淨額	24.75%	38.70%	-4.02%	21.24%	13.69%	29.47%	8.20%	-4.08%	7.96%	8.61%	5.49%	-13.68%
營業利益	1.51%	36.86%	15.71%	23.71%	-2.79%	36.13%	12.28%	3.48%	10.72%	6.87%	12.60%	-12.30%
稅前純益	6.97%	26.39%	23.16%	24.42%	8.55%	29.43%	0.67%	3.23%	9.48%	6.97%	11.32%	-11.28%
稅後純益	13.27%	26.17%	20.88%	26.02%	9.90%	28.97%	-0.56%	3.23%	10.87%	6.97%	11.32%	-11.28%

YoY(%)

營業收入淨額	118.43%	166.54%	114.28%	101.36%	83.51%	71.30%	93.10%	52.78%	45.07%	21.69%	18.65%	6.76%
營業利益	16.20%	52.98%	77.58%	98.86%	90.44%	89.43%	83.81%	53.76%	75.14%	37.50%	37.88%	16.85%
稅前純益	28.47%	69.48%	92.29%	107.16%	110.23%	115.30%	75.97%	46.01%	47.26%	21.70%	34.58%	15.66%
稅後純益	29.86%	71.68%	100.28%	117.69%	111.21%	115.91%	77.61%	45.49%	46.78%	21.74%	36.28%	17.13%

註1：稅後EPS以股本7.97億元計算

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。