

# 定穎投控

(3715.TW/3715 TT)

## 專注高階車用並進攻伺服器

### 未評等

收盤價 September 26 (NT\$)	75.50
12 個月目標價 (NT\$)	N/A
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲 / 下跌空間 (%)	N/A

### 焦點內容

- 3Q24 營收預期季增中高個位數。
- 泰國廠與黃石二廠新產能 2H24 逐月開出。
- 專注高階車用板，同時泰國新廠進攻伺服器板。

### 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	20.96 / 657
流通在外股數 (百萬股)：	277.7
外資持有股數 (百萬股)：	22.15
3M 平均成交量 (百萬股)：	10.49
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	47.30 - 106.4

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	23	9	7
相對表現 (%)	23.6	-4.6	-33.4

### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022		1.22	0.44	0.31
2023	0.34	0.85	1.51	0.91
2024	1.02	1.23	N.A.	N.A.

### 股價圖



資料來源：TEJ

### 凱基投顧

林祐熙  
886 2 2181 8725  
jacklin.lin@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

### 重要訊息

我們與公司進行電話會議更新營運近況。

### 評論及分析

**3Q24 主要動能來自汽車、網通、儲存，營收季增中高個位數。**即使電動車市況轉弱，但公司一線客戶需求仍穩定成長(自動駕駛 ADAS 與控制單元持續放量)，加上網卡與 AI 加速卡的放量；管理層預期黃石二廠高階 HDI 月新增產能 15 萬呎逐步開出後(10 月全到位)，每月可貢獻 1.5 億，毛利率影響因素包含產品組合為正向、泰國新廠費用為負向。

**泰國廠與黃石二廠新產能 2H24 逐月開出。**目前產能昆山 40 萬呎(20 萬為 HDI)，黃石一廠 180 萬呎(20 萬為 HDI)，黃石二廠 60 萬呎(15 萬是 HDI)，10 月擴出 15 萬呎 HDI；泰國預期年底產能新增 50 萬呎(15 萬為 HDI)，8 月泰國廠剛開出 10 萬呎。

**專注高階車用板佔比，同時泰國新廠進攻伺服器板。**Prismark 近期下修 2024 年全球車用 PCB 產值至年增 1.7% 達 93 億美元，2023-28 年產值複合成長率下修 0.5 百分點至 4.7%，但公司專注 ADAS、車聯網等二階 10L 以上 HDI 等高階產品，目前車用營收佔比 68%，ADAS 等高階 HDI 營收佔比 10-12%、電動車營收佔 25% 以上，因此影響較輕，其餘重點摘要如下：(1) 稼動率 1Q-3Q24 依序為：90%、90-95%、90-95(未含泰國廠)。(2) 1Q24 毛利率下滑掉來自價格下滑，預期年底車用 PCB 亦有降價 3-5% 壓力。(3) 泰國廠主要 50% 做網通跟伺服器產品，可做到 40-50 層，泰國廠第一期預計月貢獻 3 億台幣。

### 投資建議

儘管近期車市修正雜音頻傳，但公司不斷提升高階車用佔比及切入伺服器，使得需求相對穩定，目前股價交易在 2024-25 年市場共識每股盈餘 15.9 倍、12.6 倍本益比，位於歷史區間 10-22 倍中下緣。

### 投資風險

同業競爭，人工成本上漲，原物料與匯率波動。

### 主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A
營業收入 (NT\$百萬)	15,297	15,714
營業毛利 (NT\$百萬)	2,660	3,786
營業利益 (NT\$百萬)	833	1,641
稅後淨利 (NT\$百萬)	547	1,003
每股盈餘 (NT\$)	1.97	3.61
每股現金股利 (NT\$)	0.80	1.50
每股盈餘成長率 (%)	-	83.3
本益比 (x)	38.3	20.9
股價淨值比 (x)	3.5	3.1
EV/EBITDA (x)	12.2	6.9
淨負債比率 (%)	81.8	70.7
殖利率 (%)	1.1	2.0
股東權益報酬率 (%)	8.9	15.7

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：3Q-4Q24 及 2024-25 年市場共識比較

百萬元	3Q24F			4Q24F			2024F		2025F	
	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	YoY (%)	市場共識	YoY (%)
營收	4,550	7.6	8.1	4,907	7.9	17.8	17,856	13.6	20,391	14.2
毛利	1,168	0.7	3.4	1,255	7.5	5.0	4,527	19.6	5,260	16.2
營業利益	531	(3.3)	(17.0)	566	6.6	1.2	2,037	24.1	2,584	26.9
稅後淨利	339	(0.4)	(19.1)	360	6.0	42.5	1,322	31.7	1,661	25.7
每股盈餘 (元)	1.22	(0.4)	(19.2)	1.30	6.1	42.5	4.76	31.7	5.98	25.6
毛利率 (%)	25.7	(1.2) pts	(1.2) pts	25.6	(0.1) pts	(3.1) pts	25.4	1.3 pts	25.8	0.4 pts
營利率 (%)	11.7	(3.5) pts	(3.5) pts	11.5	(0.1) pts	(1.9) pts	11.4	1.0 pts	12.7	1.3 pts
淨利率 (%)	7.5	(2.5) pts	(2.5) pts	7.3	(0.1) pts	1.3 pts	7.4	1.0 pts	8.1	0.7 pts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：同業比較

公司	代號	市值	股價	EPS(當地貨幣)			PE (x)			PB (x)			ROE (%)			股息殖利率 (%)		
		美金百萬元	當地貨幣	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
車用																		
定穎	3715 TT	658	75.50	3.61	4.76	5.98	20.9	15.9	12.6	3.10	2.75	2.18	15.7	17.8	17.9	2.0	2.8	3.3
健鼎科技	3044 TT	3,316	201.00	11.53	15.69	18.44	17.4	12.8	10.9	2.43	2.04	1.72	14.1	17.3	17.1	3.7	5.0	6.0
敬鵬	2355 TT	521	41.80	1.92	3.27	3.32	21.8	12.8	12.6	1.03	0.97	0.96	4.8	N.A.	N.A.	3.0	7.2	7.2
耀華	2367 TT	725	34.50	(0.51)	N.A.	N.A.	N.M.	N.A.	N.A.	2.35	N.A.	N.A.	(3.4)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Meiko	6787 JP	1,200	6,500.00	428.70	508.98	613.83	15.2	12.8	10.6	1.56	1.52	1.36	12.4	12.2	12.4	1.1	1.1	1.2
CMK	6958 JP	207	421.00	64.21	47.02	71.61	6.6	9.0	5.9	0.42	0.41	0.40	7.9	4.7	8.0	3.7	3.7	5.2
TTM	TTMI US	1,857	18.21	(0.18)	1.54	1.85	N.M.	11.9	9.9	1.23	1.20	1.16	(1.2)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
伺服器																		
金像電	2368 TT	3,134	203.00	7.25	12.96	17.22	28.0	15.7	11.8	5.93	5.69	4.73	22.7	37.1	43.8	1.7	3.2	4.2
博智	8155 TT	210	131.50	4.08	N.A.	N.A.	32.2	N.A.	N.A.	3.15	N.A.	N.A.	9.3	N.A.	N.A.	2.7	N.A.	N.A.
滬電股份	002463 CH	9,515	34.88	0.79	1.28	1.66	43.9	27.3	21.1	6.80	5.79	4.74	16.8	21.1	22.8	1.4	1.0	1.5
深南電路	002916 CH	6,786	92.90	2.73	3.78	4.57	34.0	24.6	20.3	3.61	3.20	2.84	11.0	13.4	14.4	1.0	1.2	1.4

資料來源：Bloomberg；凱基預估

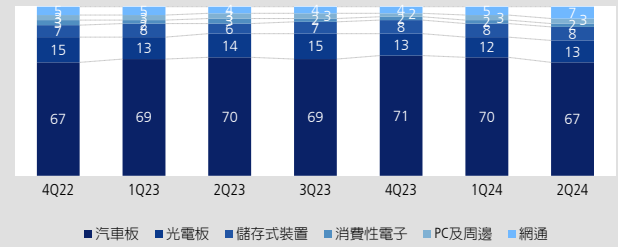
圖 3: 公司概況

定額投控成立於 2022 年 8 月，前身為定額電子，主要以汽車板為其利基商品，為全球第 40 大的 PCB 板製造商。生產基地包含大陸昆山廠、黃石廠與泰國廠。目前月產能 280 萬呎(含 HDI 55 萬呎)，2023 年產品比重依應用別區分可分為汽車 69%(電動車 23%)、顯示面板 14%、儲存裝置 7%、網通 5%、消費 2%、電腦及其他 2%。以技術別區分，多層板 76%、HDI 24%。

資料來源：凱基

圖 4: 產品比重

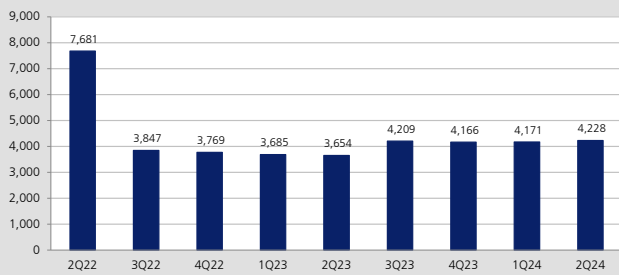
產品比重，百分比



資料來源：凱基

圖 5: 季營業收入

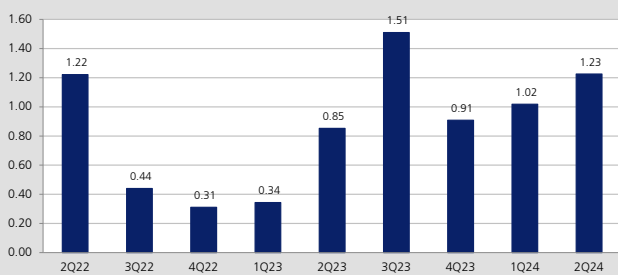
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6: 每股盈利

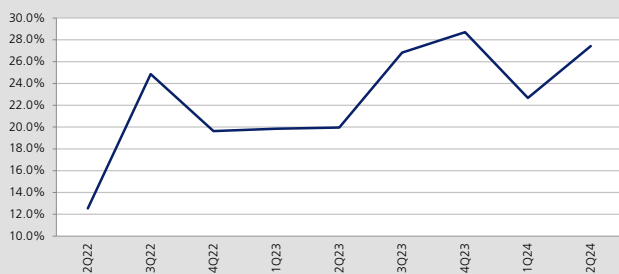
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7: 毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 本益比

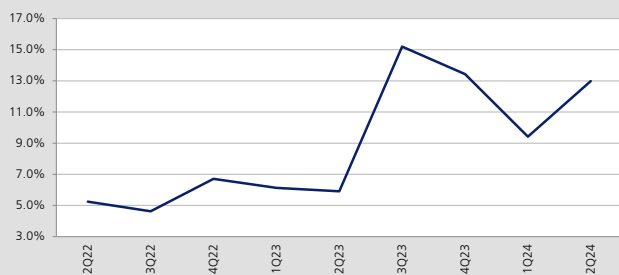
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9: 營業利潤率

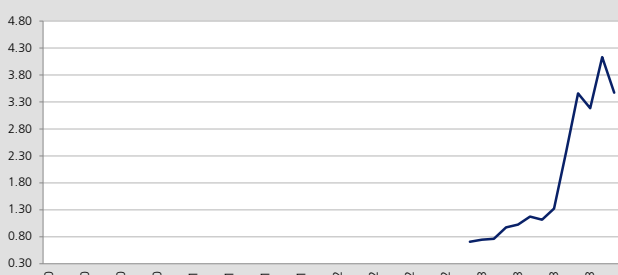
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表								
	季度						年度	
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24A	Dec-22A	Dec-23A
損益表 (NT\$百萬)								
營業收入	3,685	3,654	4,209	4,166	4,171	4,228	15,297	15,714
營業成本	(2,953)	(2,925)	(3,080)	(2,971)	(3,225)	(3,068)	(12,637)	(11,928)
營業毛利	731	729	1,129	1,196	946	1,160	2,660	3,786
營業費用	(505)	(513)	(489)	(636)	(553)	(611)	(1,827)	(2,144)
營業利益	226	216	640	559	393	549	833	1,641
折舊	(313)	(307)	(315)	(429)	(289)	(288)	(851)	(1,363)
攤提	(7)	(6)	(4)	(4)	(4)	(3)	(27)	(21)
EBITDA	545	529	959	992	685	840	1,711	3,025
利息收入	3	11	12	17	11	12	17	44
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	56	77	43	99	52	78	170	275
總營業外收入	60	88	55	116	63	91	187	319
利息費用	(98)	(102)	(106)	(104)	(106)	(120)	(236)	(411)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(53)	120	43	(194)	60	9	(8)	(83)
總營業外費用	(151)	18	(63)	(298)	(46)	(110)	(243)	(494)
稅前純益	134	322	632	377	410	529	777	1,466
所得稅費用[利益]	(36)	(78)	(203)	(117)	(121)	(179)	(224)	(435)
少數股東損益	(3)	(7)	(9)	(7)	(7)	(10)	(5)	(27)
非常項目前稅後純益	95	236	419	252	283	340	547	1,003
非常項目	0	0	(0)	(0)	0	0	-	(0)
稅後淨利	95	236	419	252	283	340	547	1,003
每股盈餘 (NT\$)	0.34	0.85	1.51	0.91	1.02	1.23	1.97	3.61
獲利率 (%)								
營業毛利率	19.8	20.0	26.8	28.7	22.7	27.4	17.4	24.1
營業利益率	6.1	5.9	15.2	13.4	9.4	13.0	5.4	10.4
EBITDA Margin	14.8	14.5	22.8	23.8	16.4	19.9	11.2	19.3
稅前純益率	3.6	8.8	15.0	9.1	9.8	12.5	5.1	9.3
稅後純益率	2.6	6.5	10.0	6.1	6.8	8.0	3.6	6.4
季成長率 (%)								
營業收入	(2.2)	(0.8)	15.2	(1.0)	0.1	1.4		
營業毛利	(1.2)	(0.3)	54.8	5.9	(20.9)	22.6		
營業收益增長	(10.7)	(4.3)	196.2	(12.6)	(29.8)	39.8		
EBITDA	(9.7)	(3.0)	81.3	3.5	(30.9)	22.5		
稅前純益	(12.2)	139.6	96.0	(40.3)	8.8	29.0		
稅後純益	10.6	147.8	77.3	(39.8)	12.0	20.4		
年成長率 (%)								
營業收入		(52.4)	9.4	10.5	13.2	15.7		2.7
營業毛利		(24.3)	18.0	61.5	29.3	59.0		42.3
營業收益		(46.4)	259.8	121.3	73.9	154.1		96.9
EBITDA		(28.9)	164.1	64.4	25.7	58.8		76.8
稅前純益		(28.5)	264.8	146.1	205.2	64.3		88.6
稅後純益		(30.2)	243.7	192.3	196.1	43.9		83.4

資料來源：公司資料，凱基

## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A
<b>資產總額</b>	<b>20,014</b>	<b>22,439</b>
<b>流動資產</b>	<b>9,478</b>	<b>10,975</b>
現金及短期投資	1,678	3,405
存貨	2,707	2,260
應收帳款及票據	4,405	4,790
其他流動資產	688	520
<b>非流動資產</b>	<b>10,535</b>	<b>11,464</b>
長期投資	-	-
固定資產	9,947	10,917
什項資產	588	547
<b>負債總額</b>	<b>13,860</b>	<b>15,532</b>
<b>流動負債</b>	<b>10,178</b>	<b>10,006</b>
應付帳款及票據	3,024	2,992
短期借款	4,103	4,127
什項負債	3,051	2,887
<b>長期負債</b>	<b>3,683</b>	<b>5,526</b>
長期借款	2,608	4,129
其他負債及準備	1,073	1,396
<b>股東權益總額</b>	<b>6,153</b>	<b>6,907</b>
普通股本	2,775	2,777
保留盈餘	162	1,042
少數股東權益	131	157
優先股股東資金	-	-

## 主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A
<b>年成長率</b>		
營業收入		2.7%
營業收益增長		96.9%
EBITDA		76.8%
稅後純益		83.4%
每股盈餘成長率		83.3%
<b>獲利能力分析</b>		
營業毛利率	17.4%	24.1%
營業利益率	5.4%	10.4%
EBITDA Margin	11.2%	19.3%
稅後純益率	3.6%	6.4%
平均資產報酬率		4.7%
股東權益報酬率		15.7%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>		
毛負債比率 (%)	109.1%	119.5%
淨負債比率	81.8%	70.7%
利息保障倍數 (x)	4.3	4.6
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.2
Cash Flow Int. Coverage (x)	6.3	7.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.3	0.7
流動比率 (x)	0.9	1.1
速動比率 (x)	0.7	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	5,033	4,881
<b>每股資料分析</b>		
每股盈餘 (NT\$)	1.97	3.61
每股現金盈餘 (NT\$)	5.37	11.02
每股淨值 (NT\$)	21.70	24.31
調整後每股淨值 (NT\$)	21.70	24.32
每股營收 (NT\$)	55.12	56.61
EBITDA/Share (NT\$)	6.16	10.90
每股現金股利 (NT\$)	0.80	1.50
<b>資產運用狀況</b>		
資產周轉率 (x)		0.74
應收帳款周轉天數	105.1	111.3
存貨周轉天數	78.2	69.2
應付帳款周轉天數	87.3	91.5
現金轉換周轉天數	96.0	88.9

資料來源：公司資料，凱基

## 損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A
<b>營業收入</b>	<b>15,297</b>	<b>15,714</b>
營業成本	(12,637)	(11,928)
<b>營業毛利</b>	<b>2,660</b>	<b>3,786</b>
營業費用	(1,827)	(2,144)
<b>營業利益</b>	<b>833</b>	<b>1,641</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>187</b>	<b>319</b>
利息收入	17	44
投資利益淨額	-	-
其他營業外收入	170	275
<b>總營業外費用</b>	<b>(243)</b>	<b>(494)</b>
利息費用	(236)	(411)
投資損失	-	-
其他營業外費用	(8)	(83)
<b>稅前純益</b>	<b>777</b>	<b>1,466</b>
所得稅費用 [利益]	(224)	(435)
少數股東損益	(5)	(27)
非常項目	-	(0)
<b>稅後淨利</b>	<b>547</b>	<b>1,003</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,711</b>	<b>3,025</b>
每股盈餘 (NT\$)	1.97	3.61

## 現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>1,490</b>	<b>3,060</b>
本期純益	547	1,003
折舊及攤提	877	1,384
本期運用資金變動	(33)	50
其他營業資產及負債變動	99	622
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(2,997)</b>	<b>(2,823)</b>
投資用短期投資出售 [新購]	(161)	133
本期長期投資變動	-	-
資本支出淨額	(3,057)	(3,084)
其他資產變動	222	127
<b>自由現金流</b>	<b>(1,647)</b>	<b>(516)</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>425</b>	<b>1,428</b>
短期借款變動	(669)	(12)
長期借款變動	-	1,604
現金增資	-	-
已支付普通股股息	(194)	(222)
其他融資現金流	1,288	58
<b>匯率影響數</b>	<b>30</b>	<b>31</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(1,052)</b>	<b>1,697</b>

## 投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A
1 - 營業成本 / 營業收入		
- 銷管費用 / 營業收入	11.9%	13.6%
<b>= 營業利益率</b>	<b>5.4%</b>	<b>10.4%</b>
1 / (營業運用資金 / 營業收入	0.1	0.1
+ 淨固定資產 / 營業收入	0.7	0.7
+ 什項資產 / 營業收入	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>
營業利益率	5.4%	10.4%
x 資本周轉率	1.3	1.2
x (1 - 有效現金稅率)	71.1%	70.3%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>5.1%</b>	<b>9.1%</b>

資料來源：公司資料，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為凱基金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。