

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價 42.10 元
目標價
3 個月 45.50 元
12 個月 45.50 元

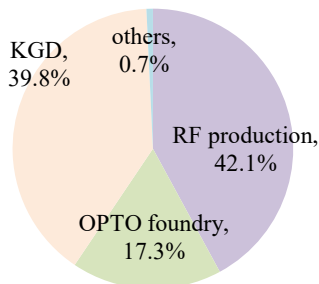
近期報告日期、評等及前日股價

06/21/2024 Neutral 48.85

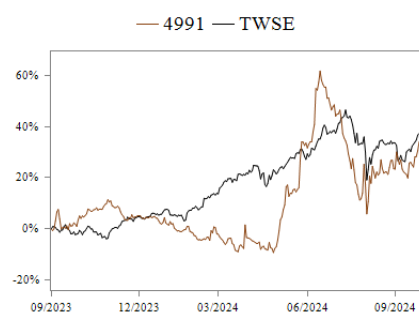
公司基本資訊

目前股本(百萬元) 1,118
市值(億元) 47
目前每股淨值(元) 24.81
外資持股比(%) 5.10
投信持股比(%) 0.00
董監持股比(%) 0.02
融資餘額(張) 1,173
現金股息配發率(%) 0.00

產品組合



股價相對大盤走勢



環宇-KY(4991 TT)

Neutral

考量業外負擔仍重、評價未偏低，維持 Neutral 評等。

投資建議：雖然環宇-KY 近期本業表現受惠於資料中心相關商機而轉佳，業外虧損數字預估亦將隨出售晶成持股、常州承芯產能利用率提高而縮小，但環宇-KY 業外負擔仍重，且評價未偏低，故群益維持對環宇-KY Neutral 的投資建議。

近期本業表現轉佳關鍵在於資料中心相關需求：由於資料中心相關需求持續增溫，2Q24 環宇-KY 營收 4.68 億元，QoQ+34.94%，4Q20 迄今最高，並帶動毛利率提高至 36.09%，營業利益 0.46 億元，QoQ+1503.45%，加上認列政府補助收入 1.24 億元，雖然認列常州承芯等轉投資的投資損失增加至 2.99 億元，但 2Q24 稅後虧損減少至 1.31 億元。

雖因客戶調整庫存影響環宇-KY 近期 KGD 出貨狀況，環宇-KY 06~08/2024 月營收均低於 1.4 億元，不及 03~05/2024 至少在 1.5 億元以上的實績，表現未如先前預估，然而，由於 CSP 持續佈建資料中心的長線產業趨勢明確，環宇-KY 800G KGD 4Q24 出貨量仍有機會較 3Q24 增加，此外，觀察近期接單狀況，1.6T KGD 出貨量將於 4Q24~1Q25 開始放大，預估環宇-KY 2H24 單季營收均超過 4 億元，仍為近幾年相對高水準。

出售晶成持股、常州承芯出貨量放大有助於改善業外表現：晶成為環宇-KY 為爭取 6 吋廠相關商機的重要佈局之一，環宇-KY 對晶成的持股比重為 39.05%，但近年晶成虧損 1.5~3 億元/季，為近幾年拖累環宇-KY 業外表現的關鍵之一。然而，環宇-KY 計畫以 4.5 億元的價格出售晶成全數持股予富采之子公司晶電，處分利益約 1.53 億元，預估處分動作於 3Q24 完成，有助於改善環宇-KY 的業外表現。

此外，常州承芯近期已有多款 SAW filter 通過客戶認證，預估 4Q24 出貨量明顯增加，加上對二期產能、封裝製程的調整動作陸續告一段落，均有助於縮小虧損數字，惟預估尚難以轉虧為盈。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	1,351	1,668	1,834	322	358	400	347	468	417	435	417	449
營業毛利淨額	237	586	645	48	56	99	117	169	145	154	144	156
營業利益	-227	95	134	-94	-59	15	3	46	20	25	26	29
稅後純益	-792	-436	-413	-266	-229	-4	-210	-131	19	-113	-102	-128
稅後 EPS(元)	-7.09	-3.90	-3.69	-2.38	-2.05	-0.03	-1.88	-1.17	0.17	-1.01	-0.91	-1.14
毛利率(%)	17.57%	35.15%	35.15%	14.85%	15.74%	24.65%	33.85%	36.09%	34.84%	35.45%	34.51%	34.72%
營業利益率(%)	-16.81%	5.68%	7.30%	-29.20%	-16.55%	3.68%	0.83%	9.83%	4.91%	5.82%	6.20%	6.38%
稅後純益率(%)	-58.66%	-26.13%	-22.51%	-82.55%	-64.06%	-0.88%	-60.64%	-28.03%	4.60%	-26.04%	-24.36%	-28.38%
營業收入 YoY/QoQ(%)	1.26%	23.47%	9.97%	19.13%	11.06%	11.77%	-13.26%	34.94%	-10.85%	4.18%	-4.12%	7.73%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

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 11.18 億元計算。

2024 年 9 月 27 日

企業 ESG 資訊揭露：

就能源管理策略而言，首先，在提升能源使用效率的部份，環宇-KY 一方面積極使用 ERP 系統、電子郵件，並以電子化的方式簡省來往信件、公函的列印，以提升各項資源之使用效率、愛護地球資源；另一方面則於生產過程中提高節能設備使用比重，以減少生產過程中電力的損耗，力求不浪費能源。其次，在使用再生物料政策的部份，環宇-KY 則針對生產製造過程中之貴金屬廢棄物進行回收。

就水資源、廢棄物管理策略而言，水資源管理或減量目標乃以減量目標為每年減少 10% 的用水量；廢棄物管理政策或減量目標則關注環境並不斷改進其流程以盡量減少浪費。

資料中心相關需求推升 KGD 出貨規模擴大，為近期本業表現轉佳的關鍵：

環宇-KY 為三五族化合物晶圓代工廠，營運主軸為 RF foundry and power electronics foundry、OPTO foundry、KGD(known good die)，近幾年營收比重分別為 40~50%、15~25%、30~45%。其中，RF foundry and power electronics foundry 製程包括 GaAs HBT、GaAs pHEMT、InP HBT 等，終端應用以基地台等電信基礎建設為主(如基地台 PA)，由於環宇-KY 在競逐量大訂單時多受限於產能規模而屈居劣勢，訂單主要來自少量多樣的利基型市場。

OPTO foundry 製程包括 APD、VCSEL、LD 等，終端應用涵蓋光纖網路、工業、醫療等，為其他三五族化合物晶圓代工廠較少跨足的領域，此為環宇-KY 的營運特色之一。至於 KGD 為環宇-KY 自行開發的產品線，製程包括 PD/MPD、APD、VCSEL、LD 等(部份與 OPTO foundry 重複，環宇的營運策略係待訂單數量擴大至一定規模後方自行開發 KGD)，終端應用領域涵蓋 DC(data center)/AOC/AI、PON、LTE/Ethernet 等，受惠於建置 data center 相關買氣熱絡，近幾年 DC/AOC/AI 占 KGD 的營收比重均超過 80%。

一般而言，OPTO foundry、KGD 產品線的價格競爭不若 RF production 激烈，毛利率通常較高，換言之，若相關產品線出貨成長動能增加，對提升環宇-KY 獲利的助益將更勝營收。

環宇-KY 本身產能主要以 4 吋廠為主，用以拓展光通訊領域為一適切的產能規模，但環宇-KY 看好消費性電子等近幾年快速崛起的終端應用，故積極尋求與 6 吋廠結盟，藉由環宇-KY、策略夥伴分別提供技術、產能的模式合作，目前重要合作夥伴為富采(3714 TT)集團，環宇-KY 轉投資常州承芯即係基於上述考量。由於 6 吋廠投資金額龐大，在產能利用率提高至經濟規模前，環宇-KY 均須認列為數不小的投資損失，如何在爭取潛在商機的長期營運策略、轉投資損失導致中短期損失間取捨，即為影響環宇-KY 業績表現的關鍵。

2Q24 環宇-KY 營收 4.68 億元，QoQ+34.94%，4Q20 迄今最高，原因在於資料中心相關需求持續增溫，KGD 營收增加至 2.81 億元，QoQ+47.21%，並帶動毛利率提高至 36.09%(1Q24 為 33.85%)，營業利益 0.46 億元，QoQ+1503.45%(1Q24 基期偏低為季增加幅度甚高的關鍵之一)，加上認列政府補助收入 1.24 億元，雖然認列常州承芯等轉投資的投資損失增加至 2.99 億元(1Q24 轉投資損失 2.09 億元)，但 2Q24 稅後虧損減少至 1.31 億元(1Q24 稅後虧損 2.10 億元)。

2024 年 9 月 27 日

雖因客戶調整庫存影響環宇-KY 近期 KGD 出貨狀況，環宇-KY 06~08/2024 月營收均低於 1.4 億元，不及 03~05/2024 至少在 1.5 億元以上的實績，表現未如先前預估，然而，由於 CSP 持續佈建資料中心的長線產業趨勢明確，環宇-KY 800G KGD 4Q24 出貨量仍有機會較 3Q24 增加，此外，觀察近期接單狀況，1.6T KGD 出貨量將於 4Q24~1Q25 開始放大，預估環宇-KY 2H24 單季營收均超過 4 億元，仍為近幾年相對高水準。

出售晶成持股有助於改善業外表現，常州承芯虧損數字有機會逐步縮小：

晶成為環宇-KY 為爭取 6 吋廠相關商機的重要佈局之一，環宇-KY 對晶成的持股比重為 39.05%，但近年晶成虧損 1.5~3 億元/季，為近幾年拖累環宇-KY 業外表現的關鍵之一。然而，環宇-KY 計畫以 4.5 億元的價格出售晶成全數持股予富采之子公司晶電，處分利益約 1.53 億元，預估處分動作於 3Q24 完成，有助於改善環宇-KY 的業外表現。

此外，常州承芯近期已有多款 SAW filter 通過客戶認證，預估 4Q24 出貨量明顯增加，加上對二期產能、封裝製程的調整動作陸續告一段落，均有助於縮小虧損數字，惟預估尚難以轉虧為盈。

考量業外負擔仍重、評價未偏低，群益維持對環宇-KY Neutral 的投資建議：

雖然環宇-KY 近期本業表現受惠於資料中心相關商機而轉佳，業外虧損數字預估亦將隨出售晶成持股、常州承芯產能利用率提高而縮小，但環宇-KY 業外負擔仍重，且評價未偏低，故群益維持對環宇-KY Neutral 的投資建議。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 9 月 27 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	4,902	4,517	3,590	3,173	2,777
流動資產	2,390	1,094	1,037	1,060	1,085
現金及約當現金	1,840	442	345	392	381
應收帳款與票據	159	202	242	247	251
存貨	280	338	258	264	271
採權益法之投資	1,691	2,447	1,626	1,242	875
不動產、廠房設備	575	696	730	720	710
負債總計	403	816	606	624	641
流動負債	155	406	516	527	539
應付帳款及票據	2	8	40	40	41
非流動負債	248	411	90	96	100
權益總計	4,499	3,701	2,985	2,549	2,136
普通股股本	1,107	1,108	1,113	1,113	1,113
保留盈餘	722	-223	-785	-1,221	-1,634
母公司業主權益	4,499	3,701	2,985	2,548	2,136
負債及權益總計	4,902	4,517	3,590	3,173	2,777

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	1,236	1,334	1,351	1,668	1,834
營業成本	891	1,019	1,113	1,081	1,189
營業毛利淨額	345	315	237	586	645
營業費用	376	452	464	491	511
營業利益	-31	-137	-227	95	134
EBITDA	-269	-812	-649	-260	-233
業外收入及支出	-362	-818	-582	-524	-547
稅前純益	-387	-952	-806	-430	-413
所得稅	-9	-12	-14	6	0
稅後純益	-378	-940	-792	-436	-413
稅後 EPS(元)	-3.39	-8.41	-7.09	-3.90	-3.69
完全稀釋 EPS**	-3.39	-8.41	-7.09	-3.90	-3.69

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 11.18【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 11.18 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	-16.60%	7.92%	1.26%	23.47%	9.97%
營業毛利淨額	-43.78%	-8.73%	-24.66%	147.03%	9.97%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	41.28%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

獲利能力分析(%)

毛利率	27.92%	23.61%	17.57%	35.15%	35.15%
EBITDA(%)	-21.80%	-60.86%	-48.07%	-15.56%	-12.69%
營益率	-2.49%	-10.30%	-16.81%	5.68%	7.30%
稅後純益率	-30.63%	-70.45%	-58.66%	-26.13%	-22.51%
總資產報酬率	-7.72%	-20.80%	-22.07%	-13.73%	-14.86%
股東權益報酬率	-8.41%	-25.39%	-26.54%	-17.09%	-19.32%

償債能力檢視

負債比率(%)	8.22%	18.07%	16.87%	19.68%	23.08%
負債/淨值比(%)	8.95%	22.05%	20.30%	24.50%	30.00%
流動比率(%)	1543.02%	269.74%	201.08%	201.08%	201.08%

其他比率分析

存貨天數	131.62	110.81	97.68	88.00	82.00
應收帳款天數	52.62	49.43	60.10	53.50	49.50

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	216	-67	-67	146	173
稅前純益	-387	-952	-806	-430	-413
折舊及攤銷	119	131	143	141	139
營運資金變動	100	-95	72	-10	-10
其他營運現金	385	848	524	445	457
投資活動現金	-454	-1,581	22	-204	-206
資本支出淨額	-30	-183	-93	-100	-100
長期投資變動	-565	-1,395	185	0	0
其他投資現金	141	-2	-71	-104	-106
籌資活動現金	973	144	-53	4	2
長借/公司債變動	161	150	-44	6	3
現金增資	816	0	0	0	0
發放現金股利	0	0	0	0	0
其他籌資現金	-4	-6	-9	-3	-2
淨現金流量	733	-1,398	-97	-54	-31
期初現金	1,106	1,840	442	345	292
期末現金	1,840	442	345	292	261

資料來源：CMoney、群益

2024 年 9 月 27 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	270	322	358	400	347	468	417	435	417	449	502	465
營業成本	236	274	302	301	230	299	272	281	273	293	322	301
營業毛利淨額	34	48	56	99	117	169	145	154	144	156	180	164
營業費用	123	142	116	84	115	123	125	129	118	127	131	135
營業利益	-88	-94	-59	15	3	46	20	25	26	29	50	29
業外收入及支出	-205	-172	-170	-32	-213	-177	5	-139	-127	-156	-131	-132
稅前純益	-293	-266	-229	-18	-210	-131	25	-113	-102	-128	-81	-103
所得稅	0	0	0	-14	0	0	6	0	0	0	0	0
稅後純益	-293	-266	-229	-4	-210	-131	19	-113	-102	-128	-81	-103
最新股本	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118
稅後EPS(元)	-2.63	-2.38	-2.05	-0.03	-1.88	-1.17	0.17	-1.01	-0.91	-1.14	-0.72	-0.92

獲利能力(%)

毛利率(%)	12.75%	14.85%	15.74%	24.65%	33.85%	36.09%	34.84%	35.45%	34.51%	34.72%	35.90%	35.31%
營業利益率(%)	-32.69%	-29.20%	-16.55%	3.68%	0.83%	9.83%	4.91%	5.82%	6.20%	6.38%	9.92%	6.34%
稅後純益率(%)	-108.50%	-82.55%	-64.06%	-0.88%	-60.64%	-28.03%	4.60%	-26.04%	-24.36%	-28.38%	-16.09%	-22.09%

QoQ(%)

營業收入淨額	-23.69%	19.13%	11.06%	11.77%	-13.26%	34.94%	-10.85%	4.18%	-4.12%	7.73%	11.80%	-7.35%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	-80.49%	1503.45%	-55.50%	23.63%	2.11%	10.81%	73.83%	-40.80%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

YoY(%)

營業收入淨額	-9.08%	-5.16%	4.61%	12.85%	28.28%	45.31%	16.65%	8.73%	20.18%	-4.05%	20.31%	7.00%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	72.08%	800.77%	-37.75%	143.16%	16.44%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

註1：稅後EPS以股本11.18億元計算

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。