

宏捷科 (8086 TT) AWSC

4Q24 為營運谷底，靜待復甦訊號

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月) : NT\$115.0

收盤價 (2024/10/24) : NT\$98.4

隱含漲幅 : 16.9%

營收組成 (2Q24)

Cellular 70-75%、Wi-Fi 25-30%、VCSEL 3-5%。

本次報告更新重點

| 項目 | 本次 | 前次 |
|-------------------|-------|----|
| 評等 | 買進 | -- |
| 目標價 (NT\$) | 115.0 | -- |
| 2024年營收 (NT\$/十億) | 4.6 | -- |
| 2024年EPS | 3.0 | -- |

交易資料表

| | |
|------------------------|---------------|
| 市值 | NT\$19,340百萬元 |
| 外資持股比率 | 6.4% |
| 董監持股比率 | 31.6% |
| 調整後每股淨值 (2024F) | NT\$40.11 |
| 負債比 | 19.8% |
| ESG評級 (Sustainalytics) | 中 (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 | 2,164 | 2,723 | 4,575 | 4,842 |
| 營業利益 | -37 | 68 | 657 | 743 |
| 稅後純益 | 14 | 83 | 597 | 643 |
| EPS (元) | 0.07 | 0.42 | 3.04 | 3.27 |
| EPS YoY (%) | -98.3 | 485.7 | 628.0 | 7.8 |
| 本益比 (倍) | 1381.3 | 235.8 | 32.4 | 30.1 |
| 股價淨值比 (倍) | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 2.4 |
| ROE (%) | 0.2 | 1.1 | 7.6 | 7.9 |
| 現金殖利率 (%) | 0 | 1.0% | 2.2% | 2.3% |
| 現金股利 (元) | 0 | 1.00 | 2.13 | 2.29 |

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

柯妤璇

Varine.Ko@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 終端需求疲軟導致客戶大幅下修訂單，2H24 呈現逐季衰退，預估 3Q24/4Q24 營收分別季減 16%/20%，EPS 為 0.57 元/0.31 元。
- ◆ 基於手機出貨溫和復甦、5G 和 Wi-Fi 7 滲透率增加、中系 Fabless 客戶受益國產化趨勢，預估 2025 年營收/EPS 分別成長 6%/8%。
- ◆ 短期營運逆風已大致反映，看好中長期成長動能無虞，本中心依據 2.8 倍 2025 年 BVPS 推得目標價 115 元，給予買進投資建議。

宏捷科為全球第二大砷化鎵晶圓代工廠，Wi-Fi 7 升級與中國射頻前端國產化趨勢為主要成長動能

宏捷科為專業砷化鎵晶圓代工廠，全球市佔位居第二，產品應用以無線通訊的手機和 Wi-Fi PA 為主，終端客戶主要出貨給中系、韓系 Android 品牌，且中國地區營收占比高達 60%，因此受中國景氣影響程度高。基於整體砷化鎵晶圓單價之成長有限，本中心認為宏捷科主要成長動能來自量的增長，成長引擎包含：1) 高階機種規格升級與中低階換機週期支撐手機出貨溫和復甦，另有中國經濟刺激政策之助力；2) 5G 手機和 Wi-Fi 7 滲透率上升，帶動 PA 用量與砷化鎵產值持續擴張；3) 中國自製趨勢及產業競爭格局變遷帶動宏捷科客戶份額增加。

終端需求疲軟導致客戶大幅下修訂單，預期 4Q24 為營運谷底

手機和 Wi-Fi 業務經歷 1H24 比預期強勁的拉貨潮之後，2H24 客戶基於保守的需求市況而下修訂單，偏好以急單形式小量拉貨，因此訂單能見度較低。宏捷科公告 3Q24 營收季減 16%至 11.0 億元，本中心預估 4Q24 營收進一步季減 20%至 8.8 億元，且 4Q24 毛利率隨著產能利用率下滑而季減 2.2 個百分點至 18.0%，3Q24/4Q24 EPS 分別為 0.57 元以及 0.31 元。展望後市，本中心認為 4Q24 為近期營運谷底，1H25 新機備貨潮將帶動需求好轉。

短期營運逆風已大致反映，中長期成長動能無虞，故建議買進

儘管 2H24 PA 需求受到中國手機市況疲軟所衝擊，然本中心預期 4Q24 為宏捷科之營運谷底，中長期仍看好公司受惠於 Wi-Fi 7 升級與中國射頻前端國產化趨勢，預估 2025 年營收和 EPS 成長 6%/8%至 48.4 億元/3.27 元。目前股價僅交易於 2024/2025 年預估 BVPS 的 2.5/2.4 倍，本淨比位於過去一年區間下緣，而本中心依據 2.8 倍 2025 年 BVPS 推得目標價 115 元，給予買進投資評等(過去五年本淨比區間 1.5-4.5 倍，中位數 3.0 倍)。

成長動能分析

宏捷科主要產品為手機 PA，營收占比高達 7 成

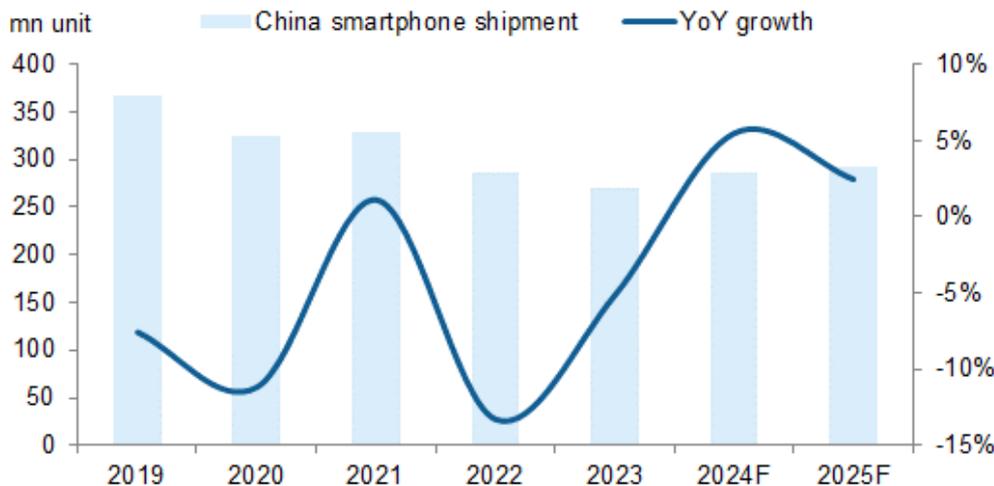
宏捷科為專業砷化鎵 GaAs 晶圓代工廠，全球市佔率第二，排名僅次於競爭對手穩懋。公司主要產品為六吋砷化鎵晶圓，2023 年產品別營收占比為：PA 80-85%、Switch/LNA 10-15%、VCSEL 3-5%，依應用別劃分營收為：手機 73%、Wi-Fi 23%，其他(3D 感測/車用 LiDAR/光通訊等) 4%。

基於整體砷化鎵晶圓單價之成長有限，本中心認為宏捷科主要成長動能來自量的增長，成長引擎包含 1) 高階機種規格升級與中低階換機週期支撐手機出貨溫和復甦，另有中國經濟刺激政策之助力；2) 5G 手機和 Wi-Fi 7 滲透率上升，推動 PA 用量與砷化鎵產值持續擴張；3) 中國自製趨勢及產業競爭格局變遷帶動宏捷科客戶份額增加。

一、中國經濟刺激政策加上換機潮助力，估 2025 年中國手機出貨成長 2-3%

宏捷科的中國地區營收占比高達 60%，而終端客戶以中系 Android 品牌為主。研調機構 IDC 預估 2025 年全球智慧型手機出貨量將年增 2.5%至 12.6 億支，然預估中國地區手機出貨量僅成長 1%至 2.9 億支，成長率低於全球整體。考量 1) 近期中國政府推出一系列經濟刺激政策，貨幣與財政刺激雙管齊下，有望加速明年終端需求回溫；2) AI 功能與 Wi-Fi 7 規格升級將帶動高階機種換機需求；同時 3) 中低階手機上一波主要換機潮為 2021 年，歷經 3-4 年後將在 2025 年迎來下一波換機潮，因此本中心認為 2025 年中國地區手機出貨量成長率有望上修至 2-3%。

圖 1：中國地區智慧型手機出貨量預估



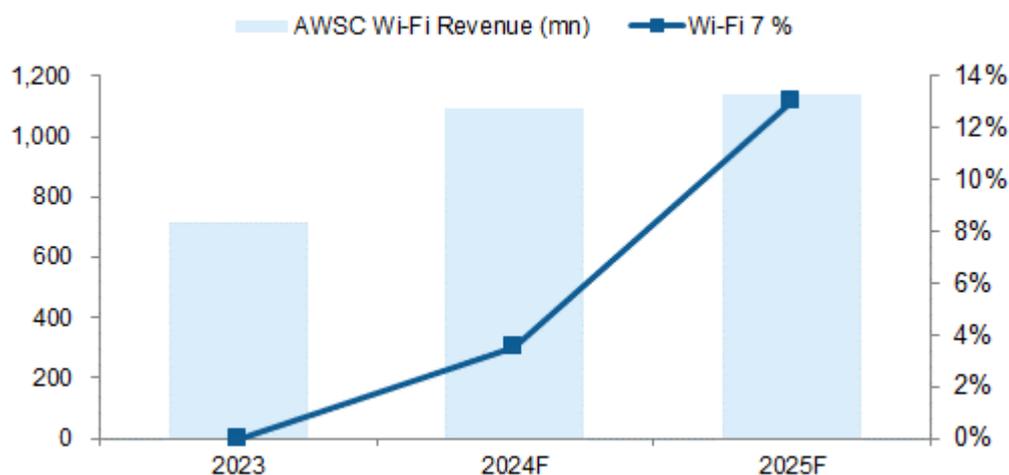
資料來源：IDC、元大投顧預估

二、Wi-Fi 7 規格升級推動 PA 需求增加

Wi-Fi 7 需採用 8-10 顆 PA，相較於 Wi-Fi 6 的 3-4 顆用量翻倍成長。今年為 Wi-Fi 7 元年，滲透率僅有低到中個位數，然長線而言仍樂觀看待高頻寬、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 2028 年滲透率接近 50%。此外，Wi-Fi 7 規格升級有望帶動安卓手機 PA 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。

展望未來，隨著消費者對電子產品的傳輸速度與品質要求與日俱增，Wi-Fi 7 規格升級已成趨勢，並將推動 PA 用量與砷化鎵產值持續擴張，有利於宏捷科主要產品線營收規模的長期成長。

圖 2：2024 年 Wi-Fi 營收因低基期大幅年增，預期 Wi-Fi 7 升級將推動 Wi-Fi 營收持續成長



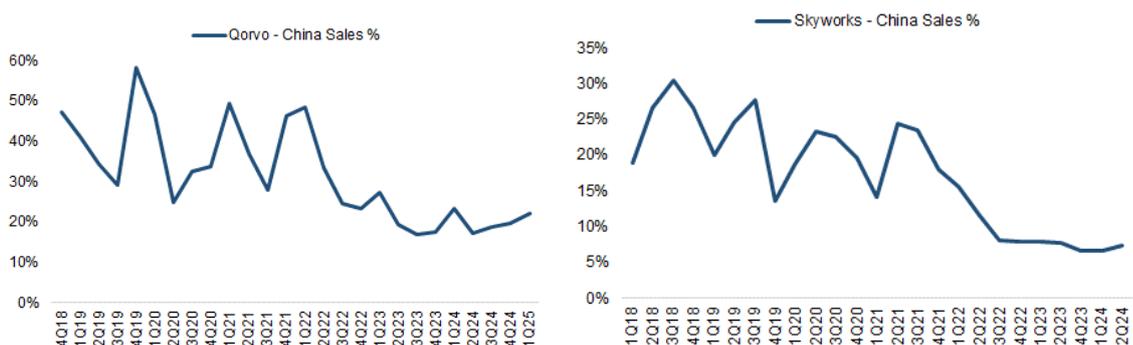
資料來源：公司資料、元大投顧預估

三、中國自製趨勢及產業競爭格局變遷帶動宏捷科客戶份額增加

宏捷科的主要客戶為中系 Fabless，包含飛驢科技 Lansus、唯捷創芯 Vanchip、銳迪科 RDA、康希通信科技 Kangxi 等 IC 設計公司。中美地緣政治議題之下，中國手機品牌廠為了避免供應鏈中斷風險，積極降低美系 IDM 大廠(Qorvo、Skyworks)的射頻前端 RFFE 訂單並轉向中國或台灣的 IC 設計公司以及晶圓代工廠；另一方面，美系 IDM 大廠也因價格競爭壓力而逐步退出中國 4G 市場，由中系 IC 設計公司取得主導地位，該趨勢帶動中國 RF Fabless 的產值擴張，進而使宏捷科受惠。

此外，雖然美系 Fabless 客戶較晚進入手機 RFFE 設計領域，但基於技術品質優異以及價格優勢，持續搶佔市場份額，甚至在 2024 年切入蘋果 iPhone 供應鏈，象徵品質受到認可(晶圓代工與穩懋合作)。美系 Fabless 客戶從 2022 年起導入宏捷科作為第二供應商(主要供應商為穩懋)，宏捷科主要供應韓系、中系安卓手機供應鏈，2H23 市況好轉後美系 Fabless 客戶對宏捷科的拉貨力道加大，使得宏捷科在美系 Fabless 客戶的供貨比重正式超過一半，並成為宏捷科第三大客戶。我們認為該客戶市場份額擴張以及宏捷科於該客戶之供應份額增加將挹注公司成長動能。

圖 3：美系 IDM 大廠的中國營收占比呈下滑趨勢



資料來源：Bloomberg、元大投顧；備註：圖表時間軸使用公司的財務年度。

舊產品削價競爭與新產品單價提升互相抵銷下，預期 2025 年整體價格變化小

宏捷科的手機產品組合為 4G & 5G N41 佔 80%、5G N77/79 佔 20%。4G 跟 5G N41 頻段與製程技術相同，單價亦相近，而 5G 更高頻段的 N77/79 對散熱需求增加，故多採用 Flip Chip 覆晶封裝技術，單價會高出 4G 跟 5G N41 約 10-15%，毛利率則考量成本上揚僅提升約 2-3 個百分點。另一方面，發展成熟的 4G 產品面臨中國同業的激烈競爭，因此宏捷科必須透過下調價格以維持市占率。綜合以上，手機產品在 4G 削價競爭以及 5G 比重提升的正負影響互相抵銷下，預期今明兩年整體單價的變化不會太大。

Wi-Fi 方面，Wi-Fi 5 和 6 的製程差異不大，故單價相近且與手機 4G 跟 5G N41 差不多，而無線通訊規格演進至 Wi-Fi 7 後，預期部分高階產品因效能考量而採用 Flip Chip 覆晶封裝技術，將使得單價增加約 10-15%。然而目前宏捷科的台灣 Wi-Fi 客戶在 Wi-Fi 7 產品仍沿用與 Wi-Fi 6 相同的製程技術，因此單價的提升尚不顯著，主要差異在於 PA 用量的增加。

營運分析

終端需求疲弱不振，客戶下修訂單致使 3Q24 營收季減 16%

宏捷科 3Q24 營收為 11.0 億元，季減 16%、年增 40%，呈現逐月下滑態勢，符合公司營收指引之季減 low-teens to mid-teens，然低於市場原預期，反映手機和 Wi-Fi 經歷上半年比預期強勁的拉貨潮之後，下半年客戶基於保守的需求市況而暫緩拉貨。公司預期 3Q24 產能利用率將由 1H24 的 60-65% 下降至 50-55%，進而拖累毛利率滑落 3-5 個百分點，本中心預估毛利率季減 5.7 個百分點、年減 4.5 個百分點至 20.2%；營業利益為 1.3 億元，季減 47%、年增 18%；營業利益率季減 6.8 個百分點、年減 2.2 個百分點至 11.6%。EPS 為 0.57 元，季減 46%、年減 9%。

- 手機(營收比重 70-75%)：5M-6M24 中系客戶將 3Q24 訂單提前拉貨，使得 2Q24 營收表現優於公司原預期。然而中國安卓手機經歷 2H23~1H24 連續四季的拉貨潮後，2Q24 季底開始觀察到客戶訂單面臨較大幅度的修正，中系和韓系手機品牌廠亦陸續下修全年銷量預估。
- Wi-Fi (營收比重 25-30%)：2024 下半年受到景氣疲弱影響，客戶在規格交替期間不願意積極備貨 Wi-Fi 6 產品，對 Wi-Fi 7 需求亦保持觀望，故整體 Wi-Fi 業務相較上半年呈現衰退。

圖 4：2024 年第 3 季財測與預估比較

| (百萬元) | 3Q23A | 2Q24A | 3Q24F | 季增率 | 年增率 | 3Q24F | |
|-------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------------|
| | | | | | | 市場預估 | 預估差異 市場預估 |
| 營業收入 | 784 | 1,307 | 1,102 | -15.7% | 40.4% | 1,127 | -2.2% |
| 營業毛利 | 193 | 338 | 222 | -34.2% | 14.9% | 264 | -15.9% |
| 營業利益 | 108 | 240 | 127 | -47.0% | 17.7% | 170 | -25.1% |
| 稅前利益 | 126 | 245 | 134 | -45.4% | 6.5% | 174 | -23.2% |
| 稅後淨利 | 124 | 209 | 112 | -46.2% | -9.3% | 148 | -24.2% |
| 調整後 EPS (元) | 0.63 | 1.06 | 0.57 | -46.2% | -9.3% | 0.75 | -24.2% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | 百分點 | |
| 營業毛利率 | 24.7% | 25.9% | 20.2% | -5.7 | -4.5 | 23.5% | -3.3 |
| 營業利益率 | 13.8% | 18.4% | 11.6% | -6.8 | -2.2 | 15.1% | -3.5 |
| 稅後純益率 | 15.8% | 16.0% | 10.2% | -5.8 | -5.6 | 13.2% | -3.0 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

訂單能見度維持低迷，4Q24 為全年營運谷底

儘管目前下游客戶的 PA 庫存大約位於 10 週的健康水準，且後續有雙十一、黑色星期五、農曆春節等促銷節日接踵而至，但由於砷化鎵晶圓代工廠產能充足，所以客戶偏好視市場銷售狀況以急單形式拉貨，動態調整庫存，整體訂單能見度縮短。公司預期 4Q24 營收進一步季減 20-25%，顯示目前接單狀況不甚理想，然而中國手機 ODM 廠新開案預計在 4Q24 啟動拉貨，將為 4Q24-1Q25 營收帶來潛在上行空間。至於市場關注的今年底到明年初 Android 新品發表備貨潮，首批零組件已經提前半年備貨完成，後續對營收的挹注則須視銷售狀況決定。本中心預估 4Q24 營收為 8.8 億元，季減 20%、年減 18%。毛利率季減 2.2 個百分點、年減 6.3 個百分點至 18.0%，反映產能利用率進一步下滑至 45-50%。營業利益為 0.7 億元，季減 47%、年減 60%；營業利益率季減 3.9 個百分點、年減 8.0 個百分點至 7.7%。EPS 為 0.31 元，季減 45%、年減 60%。

圖 5：2024 年第 4 季財測與預估比較

| (百萬元) | 4Q23A | 3Q24F | 4Q24F | 季增率 | 年增率 | 4Q24F | 預估差異 |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|
| | | | | | | 市場預估 | 市場預估 |
| 營業收入 | 1,070 | 1,102 | 879 | -20.2% | -17.8% | 987 | -10.9% |
| 營業毛利 | 260 | 222 | 158 | -28.7% | -39.0% | 214 | -26.0% |
| 營業利益 | 167 | 127 | 67 | -47.0% | -59.6% | 125 | -46.2% |
| 稅前利益 | 162 | 134 | 73 | -45.3% | -54.9% | 130 | -43.9% |
| 稅後淨利 | 152 | 112 | 61 | -45.3% | -59.6% | 114 | -46.2% |
| 調整後 EPS (元) | 0.77 | 0.57 | 0.31 | -45.3% | -59.6% | 0.58 | -46.2% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | | |
| 營業毛利率 | 24.3% | 20.2% | 18.0% | -2.2 | -6.3 | 21.7% | -3.7 |
| 營業利益率 | 15.6% | 11.6% | 7.7% | -3.9 | -8.0 | 12.7% | -5.0 |
| 稅後純益率 | 14.2% | 10.2% | 7.0% | -3.2 | -7.2 | 11.6% | -4.6 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

展望 2024 全年，預估宏捷科技營收年增 68%至 45.8 億元，反映去年面臨庫存調整導致基期較低；稼動率大幅回升帶動毛利率年增 7.4 個百分點至 22.6%；營業利益率為 14.4%，年增 11.9 個百分點，營業利益金額年增 870%至 6.6 億元；EPS 為 3.04 元，年增 628%。

看好高階機種規格升級與中低階換機週期支撐手機出貨復甦，預估 2025 年 EPS 年增 8%

展望 2025 年，我們認為手機和 Wi-Fi 需求有望於 11M-12M24 逐漸回穩，反映客戶開始為 1H25 需求建立庫存。隨著中國經濟刺激政策效果逐漸傳導至終端，高階機種搭載 AI 功能與升級 Wi-Fi 7 將帶動換機需求，而中低階機種迎來換機週期之高峰，看好 2025 年手機需求呈現和緩復甦，5G 手機滲透率持續增加亦有利於 PA 整體需求，預估 2025 年宏捷科的手機營收成長 4%。此外，值得關注的是 2H24 客戶仍持續開案新的工程品，而根據過往經驗工程品有望在未來半年到一年進入量產，為 2025 年營收帶來潛在上行空間。Wi-Fi 需求亦與景氣呈現高度關聯，預期明年需求呈現回溫；規格升級方面，儘管明年仍以 Wi-Fi 6/6E 為主流，仍預期 Wi-Fi 7 在路由器端的滲透率上升至 15-20%，Wi-Fi 7 路由器的 PA 用量增加對宏捷科營運有利，預估 Wi-Fi 營收年增 4%。宏捷科 VCSEL 的主要產品線 LiDAR 已於 1H24 通過終端客戶認證，2H24 開始小量出貨，由於該客戶為第二供應商，所以初期出貨量較小，預計明年開始起量。SAW Filter 方面，中系與台系客戶於 3Q24 進入小量量產，預計明年也會逐步放量，我們預估 2025 年 LiDAR 和 Filter 合計營收比重約為 5%。

綜合以上，本中心預估 2025 年營收年增 6%至 48.4 億元；毛利率年增 1.6 個百分點至 24.2%，反映各產品線需求回溫帶動稼動率進一步上揚；營業利率為 15.4%，年增 1.0 個百分點，營業利益金額年增 13%至 7.4 億元；EPS 為 3.27 元，年增 8%。

圖 6：2024 和 2025 年財務預估

| (百萬元) | 2024F | | 2025F | | 預估差異 | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|------------|------------|
| | 元大預估 | 市場預估 | 元大預估 | 市場預估 | 2024F | 2025F |
| 營業收入 | 4,575 | 4,707 | 4,842 | 5,291 | -2.8% | -8.5% |
| 營業毛利 | 1,035 | 1,134 | 1,172 | 1,306 | -8.7% | -10.2% |
| 營業利益 | 657 | 758 | 743 | 897 | -13.3% | -17.1% |
| 稅前利益 | 709 | 807 | 766 | 919 | -12.2% | -16.7% |
| 稅後淨利 | 597 | 685 | 643 | 791 | -12.9% | -18.7% |
| 調整後 EPS (元) | 3.04 | 3.49 | 3.27 | 4.03 | -12.9% | -18.7% |
| 重要比率 (%) | | | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 22.6% | 24.1% | 24.2% | 24.7% | -1.5 | -0.5 |
| 營業利率 | 14.4% | 16.1% | 15.4% | 16.9% | -1.7 | -1.6 |
| 稅後純益率 | 13.0% | 14.6% | 13.3% | 15.0% | -1.5 | -1.7 |

資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

三星轉單效益將於 2Q25 顯現

中階手機市場面臨中系品牌的激烈競爭下，三星為了提升價格競爭力而計畫將部分訂單由美系 IDM 轉向亞洲供應鏈，故具有成本優勢的中系 Fabless 以及技術品質穩定的台系代工廠為本次三星轉單的最大受惠者。根據供應鏈訪查，三星轉單會分為兩階段進行，第一階段三星先採用具有出貨紀錄的舊產品，目前 Vanchip 和 Onmicro 已確定打入三星供應鏈，預計 4Q24 開始出貨，而第一階段 Vanchip 先投片在穩懋，宏捷科未受惠。第二階段三星將採用全新的設計，宏捷科有望打入供應鏈，若終端客戶驗證順利通過則預計於 2Q25 正式出貨。三星 A 系列手機佔整體銷量的 60-70%，每年出貨量約 1.5-2 億支，本中心假設 Vanchip 在該系列產品的供貨份額為 20%，預估對宏捷科 2025 年的營收貢獻約為 6 千萬元台幣。

既有產能足以滿足客戶需求，故暫緩產能擴充計畫

宏捷科目前設備產能為每月 22,000 片，考量人力的實際產能為每月 15,000 片，而 1H24 產能利用率落在 60-65%。公司原本計畫透過持續擴充人力在年底將實際月產能擴充至 18,000 片，然因應需求市況轉趨保守，公司暫緩人力擴充計畫，預計月產能 18,000 片延後至 2Q25 完成擴充。

公司在 2022-2023 年已經完成無塵室和廠務設備的規劃，現有廠房總產能預計最高可達每月 4 萬片，待市場與客戶需求增加便能於短時間內(8~12 個月內)進行產能擴充。由於公司評估現有產能仍足以支應客戶明年的需求，因此最快 2H25 才會根據客戶需求展望來評估是否需要進一步擴充產能。

圖 7：南科廠房示意圖



資料來源：TEJ、元大投顧

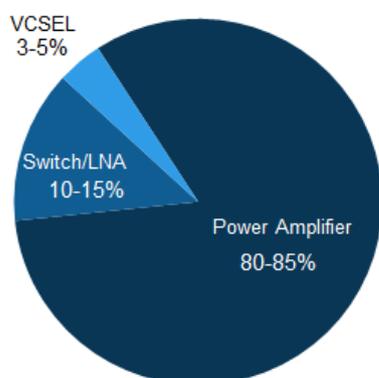
產品結構分析

宏捷科主要產品為手機 PA，營收占比高達 7 成

宏捷科主要產品為六吋砷化鎵晶圓，砷化鎵晶圓的最大應用市場為無線通訊之手機射頻元件以及 Wi-Fi FEM，產品涵蓋功率放大器(Power Amplifier, PA)、射頻開關(Switch, SW)、低噪音放大器(Low-Noise Amplifier, LNA)以及應用於 3D 感測光源的 VCSEL。目前宏捷科在 VCSEL 的應用以車用光學雷達 LiDAR 為主，另有 Datacom 產品已小量生產，相關產品以 5G、10G 為主，雖然觀察到近期 Datacom 客戶拉貨力道逐步上升，然而由於每片晶圓可切割之裸晶數量較多，因此對於整體營收貢獻有限。

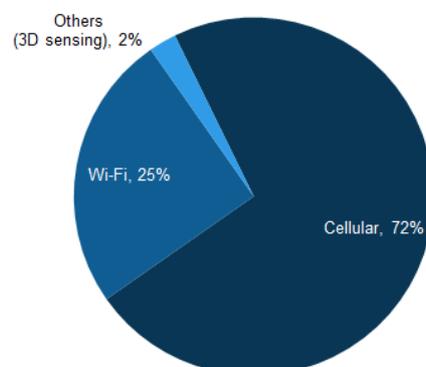
2023 年產品別營收占比為 PA 80-85%、Switch/LNA 10-15%、VCSEL 3-5%；若以應用別拆分，2Q24 營收占比為手機 72%、Wi-Fi 25%、其他(3D 感測等) 2%。

圖 8：2023 年產品組合(產品別)



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：2Q24 產品組合(應用別)



資料來源：公司資料、元大投顧

手機(佔 70-75%)

宏捷科的手機 PA 產品主要採用 HBT 製程，毛利率落在 20-30%區間。依照頻段劃分，4G & 5G N41 營收佔比高達八成，主要客戶群為中系 Fabless；5G 更高頻段的 N77/79 則佔大約兩成，主要出給美系 Fabless 客戶。隨著手機市況復甦、5G 持續滲透，以及中系客戶 5G N77/79、Filter、車用 LiDAR 產品逐步發酵，本中心預估 2025 年宏捷科手機業務營收成長 4%，營收比重達到 71%。

Wi-Fi (佔 25-30%)

宏捷科的 Wi-Fi PA 主要採用 HBT 製程，而射頻開關 Switch 則以 pHEMT 製程為主。Wi-Fi 產品可分為應用於手機或路由器的 Wi-Fi FEM，目前以路由器佔多數。基於路由器涵蓋的訊號範圍較廣，對功率的要求較高，故路由器的 Wi-Fi FEM 大多採用砷化鎵製程，而手機 Wi-Fi FEM 對性能要求較低，目前僅有 iPhone 率先導入砷化鎵製程，而 Android 手機的 Wi-Fi FEM 仍以矽製程為主。我們認為隨著手機升級到 Wi-Fi 7，Android 旗艦機種將逐步採用砷化鎵製程的 Wi-Fi 7 FEM。宏捷科於今年 4 月起開始出貨 Wi-Fi 7 產品給台系 Fabless 客戶，預計今年 Wi-Fi 7 佔 Wi-Fi 營收僅有低個位數比重，明年佔比會有較明顯的上升，本中心預估 2025 年宏捷科 Wi-Fi 營收將成長 4%，營收比重為 23%。

圖 10：各應用別之主要成長動能

| 應用別 | 2023 營收佔比 | 主要產品 | 成長動能 | 毛利率 | 2024F 營收 YoY | 2025F 營收 YoY |
|-------------------------------|-----------|-------------------|---|--------|--------------|--------------|
| Cellular | 71% | PA | 1) 手機出貨量成長，尤其中國市場 2) 5G 滲透率增加帶動手機 PA 用量成長 3) 中國供應鏈去美化使得中系客戶市佔增加 | 20-30% | 72% | 4% |
| Wi-Fi | 26% | PA/Switch/ LNA | Wi-Fi 7 升級潮帶動路由器 PA 用量增加，並加速手機 Wi-Fi PA 導入砷化鎵製程 | 20-30% | 53% | 4% |
| 其他 (3D 感測/車用 LiDAR/光通訊) | 3% | VCSEL | 1) 車用 LiDAR 採用率提升 2) 高速傳輸需求增加促進光進銅退趨勢 | 40-45% | 94% | 74% |

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：估 2024/25 年手機營收年增 72%/4%



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：估 2024/25 年 Wi-Fi 營收年增 53%/4%



資料來源：公司資料、元大投顧

宏捷科主要製程技術為應用於無線通訊的異質接面雙極性電晶體(HBT)以及應變式異質接面高遷移率電晶體(pHEMT)，具有訊號轉換品質佳、元件面積小和製程良率高等優勢。公司曾投入開發 GaN 相關技術，但後續認為該市場尚未成熟且需求不如預期強勁，觀察目前全球最大供應商仍處於虧損狀態，因此決定暫停開發 GaN 產品。衛星應用方面，宏捷科有生產手機衛星通訊用的低頻 1.6GHz 高功率 PA，與早期 2G PA 產品類似，然而截至目前在 Ku Band 的進展有限。

圖 13：宏捷科之射頻相關製程技術與終端應用

| GaAs | Technology | Description | Market |
|--------------|---------------------|---|--|
| HBT | HBT_PDK228 | Power Amplifier (PA) | 4G/5G (Sub-6GHz) AIoT Wi-Fi 6/6E/7 Automobile Satellite Infrastructure Passive Component |
| | IPD / 3D Inductor | Higher-Q, Better Performance | |
| HBT+ HEMT | BiHEMT | PA+SW+LNA | |
| | ED HBT | PA+Bias FET (Logic Control) | |
| HEMT | 0.50um/0.25um pHEMT | Switch LNA | |
| | 0.15/0.10um pHEMT | High Performance LNA/PA | |
| GaN | GaN on Si/SiC | RF GaN, High Power/Frequency | Base Station Small cell |
| | GaN on Sapphire | RF GaN (Lower Performance, Competitive Cost) | |
| Filter | SAW/POI/TC-SAW | Surface Acoustic Wave | Mobile Phone |

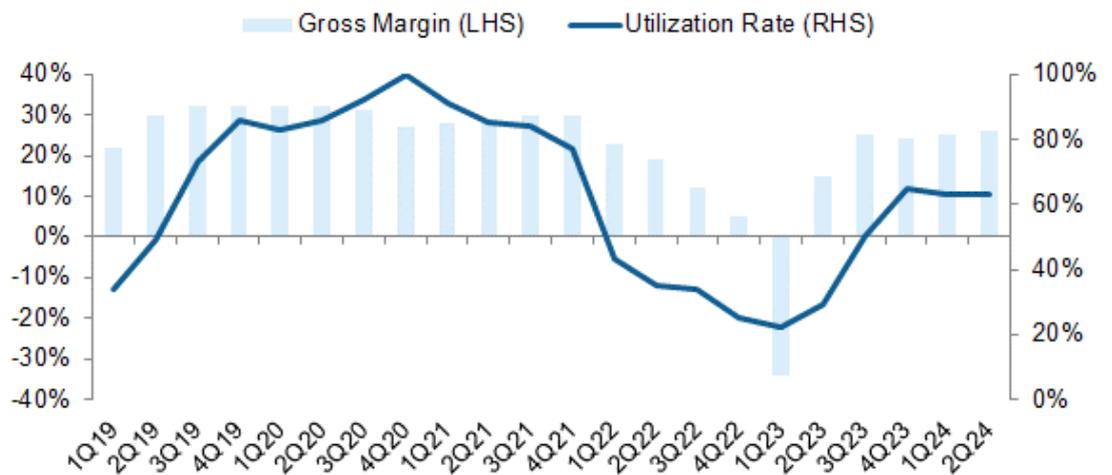
資料來源：公司資料、元大投顧

毛利率表現主要取決於產能利用率，產品組合變化之影響有限

手機和 Wi-Fi 應用的毛利率落於 20-30%區間，跟公司平均水準差不多，而 VCSEL 屬於客製化產品，測試項目較繁複，包含波長、光的強度和形狀等，因此毛利率位於 40-45%間，高於公司平均。宏捷科的 Filter 產品為 normal SAW，其晶圓單價因製造工序少且價格競爭激烈而較 PA 差，毛利率落在 20%左右並低於公司平均水準。

儘管產品組合會隨著手機與 Wi-Fi 的淡旺季而此消彼長，然而兩者的毛利率水準相近，因此對公司整體毛利率表現之影響有限，毛利率變化主要取決於產能利用率。

圖 14：毛利率表現與產能利用率走勢連動



資料來源：公司資料、元大投顧

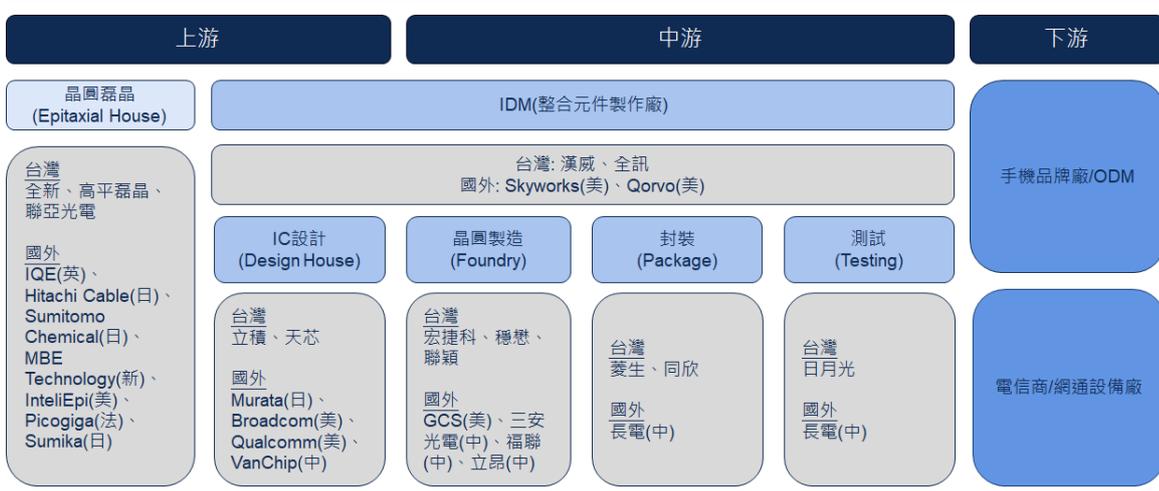
供應鏈分析

砷化鎵 PA 產業呈現寡占格局

砷化鎵 PA 的製程依序為拉晶(基板製造)、磊晶、晶圓製造、封裝與測試。宏捷科主要業務為研究、開發、生產、測試及銷售砷化鎵晶圓，不涉及自有產品設計及銷售，一般而言供應鏈流程為 IDM 或 Fabless 下訂單給宏捷科，宏捷科自上游磊晶廠購買磊晶片後，依照客戶產品設計製造出 GaAs 晶圓，再交由封裝廠進行晶粒封裝，代工收入的認列時點為晶圓出貨給封裝廠。由於砷化鎵 PA 產業具高技術門檻，故整個產業鏈從砷化鎵基板、磊晶、晶圓製造、封測，甚至是 IDM 均呈現寡占的競爭型態。

磊晶為代工廠主要的原料成本，宏捷科目前主要有兩間配合的磊晶供應商，分別為全新光電與 IQE，以避免仰賴單一供應商以確保磊晶供應無虞，而供應商的選擇具有客戶指定與自行決定兩種模式。全新和 IQE 目前在宏捷科的供應份額為 6：4，在研發製造效率與磊晶品質方面，全新的表現優於 IQE，然報價方面 IQE 略低於全新。

圖 15：砷化鎵 PA 產業鏈



資料來源：公司資料、元大投顧

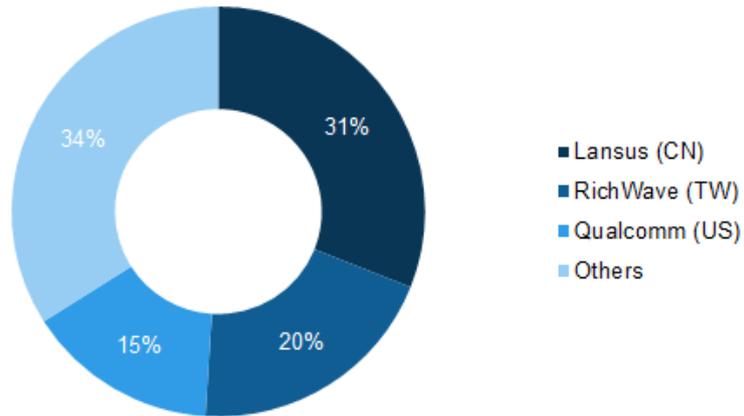
客戶組成較為集中，前三大客戶佔營收 65%

宏捷科的客戶組成可以分為無晶圓製造產能的 IC 設計公司(Fabless)以及 IDM 兩大類，儘管 IDM 具備自有產能，然部分訂單仍會選擇性外包給專業晶圓代工廠。過往宏捷科和美系 IDM 大廠 Skyworks 合作關係甚密，然而近幾年訂單量持續減少，目前對宏捷科的營收貢獻微乎其微。宏捷科對應的終端手機客戶以中系與韓系 Android 品牌為主，目前沒有出貨予 iPhone 供應鏈，其中中系 Fabless 客戶主要透過 ODM 出貨給終端品牌，包含傳音、聯想、Motorola 等二線手機品牌；美系 Fabless 客戶則是直接供應給三星和其他中系品牌的高階機種。

基於上述砷化鎵 PA 產業鏈屬於寡占的競爭型態，宏捷科的客戶組成較為集中，長期以來前三大客戶對營收貢獻超過半數。根據公司 2023 年年報，前三大客戶營收占比由高至低分別為中系 Fabless 31%、台系 Fabless 20%、美系 Fabless 15%，佔總營收約 65%。公司前三大客戶組成自 2H23 以來維持穩定，中系 Fabless 佔比為 35-40%，台系 Fabless 20-25%，美系 Fabless 佔比 15-20%，其他中系中小型客戶佔比則是介於 3-8%不等。展望 2H24，來自中系 Fabless 客戶的營收衰退幅度最大，而美系 Fabless 客戶產品主要用於旗艦機種，需求相對中國中低階手機穩定。

此外，為適度分散客戶集中風險，公司近幾年在手機相關業務已陸續開發更多美國以及中國 Fabless 客戶，Wi-Fi 方面除了台系 Fabless 客戶以外，近年來也陸續與多位中國客戶合作開發、量產 Wi-Fi 產品。

圖 16：2023 年客戶組成



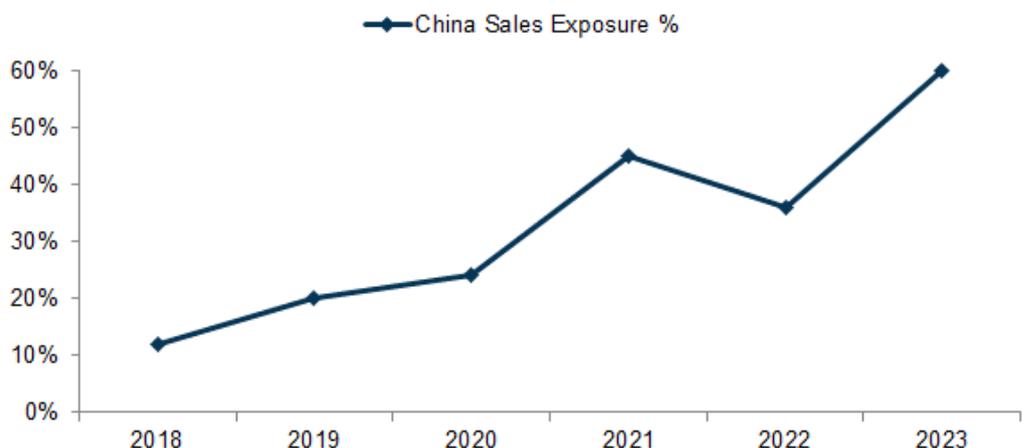
資料來源：公司資料、元大投顧

受益於中國自製手機 RFFE 趨勢，中國地區營收比重大幅上揚，並看好中系客戶加速朝高階產品發展

基於中國手機品牌將 RFFE 供應鏈由國際 IDM 大廠轉移至國內 IC 設計公司之國產化趨勢明確，且宏捷科相對中國同業具備技術優勢、相對穩懋則凸顯成本優勢，我們看好中國 IC 設計公司客戶對宏捷科營收貢獻將持續增加。目前中國廠商自製的 4G 與中低階的 5G 射頻前端模組已經取得顯著的市占率，以 fabless 來看 Vanchip 的市占率最高、飛驒其次，而隨著中系手機客戶的設計能力技術日益成熟，正積極發展 5G N77/N79、PAMiD 等更高階的產品發展以減少對海外廠商的依賴，其中 5G N77/N79 產品自今年 4 月開始小量出貨，並預計 4Q24 後將逐步放量。由於每支搭載 5G N77/N79 頻段的手機需要額外增加至少兩顆 PA，且單價較 4G 跟 5G N41 頻段高 10-15%，因此將帶動手機 PA 的內涵價值明顯成長。

受益於中國去美化的轉單效益，宏捷科近年來自中國的營收貢獻日益增加，營收占比由 2018 年的 10% 顯著上升至 2023 的 60%，成為公司最大的銷貨地區，而中國地區的營收絕對金額亦顯著成長；然而須留意中國市場價格競爭較激烈，將使得宏捷科的營運波動度加劇並且對毛利率表現造成壓力。

圖 17：宏捷科的中國營收比重持續增加



資料來源：公司資料、元大投顧

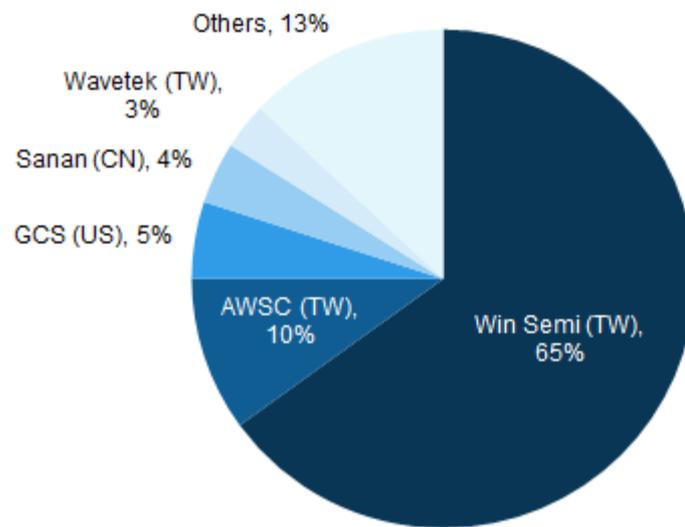
同業比較分析

宏捷科為專業砷化鎵 GaAs 晶圓代工廠，市佔僅次於競爭對手穩懋

砷化鎵晶圓代工廠屬於技術密集之寡占市場，台系業者穩懋的六吋晶圓月產能為 43,000 片，市佔率高達 65% 排名第一。第二名為市佔率 10% 的宏捷科，設備月產能為 22,000 片。其餘代工廠月產能均低於 2 萬片，包含美國的環宇 GCS、台灣的聯穎光電 Wavetek 等，而中國的代工廠以三安光電為首，月產能大約 1.2 萬片。

由於穩懋和宏捷科 2Q24 產能利用率大約位於 60% 水準，現有產能足以支應客戶 2024-2025 年的需求，因此宏捷科表示將根據後市需求狀況評估是否進一步擴充產能，穩懋則是計畫當產能利用率回升至 80% 以上再佈建路竹新廠的無塵室與進駐設備。

圖 18：砷化鎵晶圓代工廠以台系廠商為主



資料來源：元大投顧預估

宏捷科具備彈性的定價策略，看好其在二線客戶的競爭優勢

與國內龍頭大廠穩懋相比，宏捷科採取相對彈性的定價策略；舉例而言，2022 年手機市況轉差時，宏捷科祭出較大幅度的價格調整以維持一定的產能利用率，後續 2H23 客戶需求逐漸復甦之下，宏捷科亦憑藉著價格優勢獲得更多訂單，搶占同業的市場份額。此外，過往宏捷科與穩懋在中低階產品的定價差距約為 15-20%，然近年面臨中國同業的競爭下，穩懋在特定產品採取較為積極的定價策略，使得兩者在中低階產品的價格差距縮小至 10-15%。觀察歷史財務表現，宏捷科的營收波動率相對於穩懋稍大，利潤率也因產品組合因素而相較穩懋低。

台系廠商與國際 IDM 大廠維持密切合作關係並獲得技術轉移，相對地中國代工廠缺乏 IDM 大廠的帶領下，製程技術和品質管控上均劣於台系廠商，僅憑藉著更便宜的定價以取得成熟產品的部分訂單，如中低階 4G 手機與 Wi-Fi 5 產品。由於手機品牌廠對品質穩定度的要求較高，因此仍以台系供應商為首要選擇，中系代工廠的客戶大多為 ODM 廠或是 IoT 模組廠。

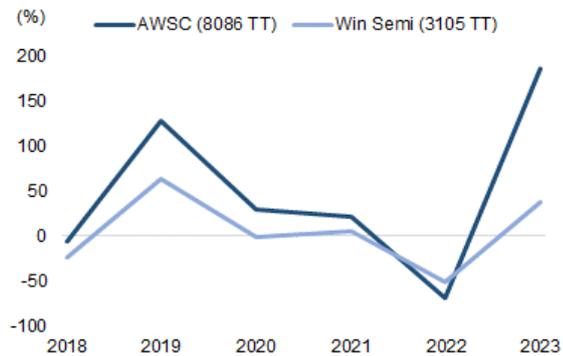
我們認為宏捷科的定價策略相較穩懋更彈性，同時相對中國同業的製程技術更優異、品質較穩定，產能亦更具規模，看好宏捷科憑藉其性價比優勢爭取二線客戶訂單。

圖 19：砷化鎵晶圓代工廠比較

| | 宏捷科 (8086 TT) | 穩懋 (3105 TT) |
|---------------|---|--|
| 營收規模 (FY23) | 27 億元 | 158 億元 |
| 員工人數 (FY23) | 778 人 | 3,166 人 |
| 產品組合 (2Q24) | Cellular 72%、Wi-Fi 25%、Others 2% | Cellular 40-45%、Infra 25-30%、Wi-Fi 15-20%、Others 12% |
| 主要客戶 | Lansus、RichWave、Qualcomm | Broadcom、Murata、Lumentum、Vanchip |
| 終端手機品牌 | Android 100% | Android 70-80%、iOS 20-30% |
| 晶圓尺寸 | 6 吋 | 6 吋 |
| 月產能 (6 吋晶圓/片) | 22,000 | 43,000 |
| 產能規劃 | 計畫透過擴充人力於 2Q25 前將實際月產能擴充至 18,000 片。最快 2H25 才會根據後視需求評估是否需要進一步擴充產能。 | 3Q24 路竹新廠建築物主體完工，無塵室和設備會等到北部三個廠房的產能利用率回到 80% 以上後再進行佈建。 |

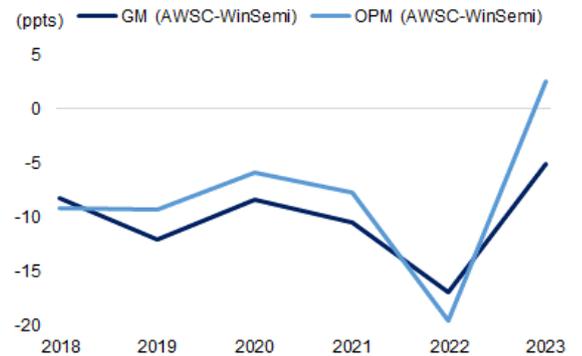
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 20：宏捷科的營收波動度較高



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 21：宏捷科相對穩懋的利潤率復甦步調較快



資料來源：公司資料、元大投顧

產業概況

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 6% 至 12.3 億支，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 3% 至 12.6 億支。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。

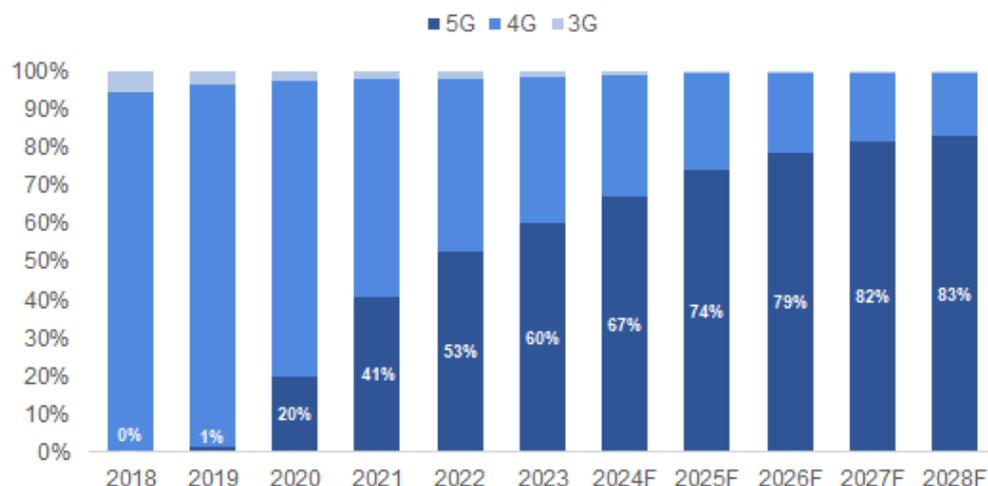
根據研調機構 IDC 指出，全球 5G 手機滲透率在短短幾年內由 2019 年的 1% 大幅上升至 2023 年的 60%，預估 2024/25 年 5G 手機滲透率將進一步增加至 67%/74% 的水準，出貨量分別為 8.1 億支與 9.2 億支。由於 5G 手機不僅要向下兼容 4G 頻段，還需要額外支援新增的 n41、n77、n78、n79 頻段，因此 5G 手機所需的 PA 用量高達 6~8 顆，比 4G 手機高出 50~100%。5G 手機滲透率上升將有助於每支手機的 PA 內涵價值提升，進而帶動 PA 整體需求量與市場規模成長。

圖 22：預估 2024/2025 年全球智慧型手機出貨量分別年增 6% 和 3%



資料來源：IDC

圖 23：5G 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

隨著 AI、元宇宙帶動高速傳輸需求增加，以及物聯網的應用逐漸普及，驅使無線網路技術快速升級，目前已進入 Wi-Fi 7 世代。Wi-Fi 7 全方位強化 Wi-Fi 6 的功能，Wi-Fi 7 在 6GHz 頻段上的最大頻寬達到 320MHz，為 Wi-Fi 6/6E 160MHz 最大頻寬的兩倍；同時 Wi-Fi 7 在最大理論速率上也有所提升，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 24：Wi-Fi 規格演進表

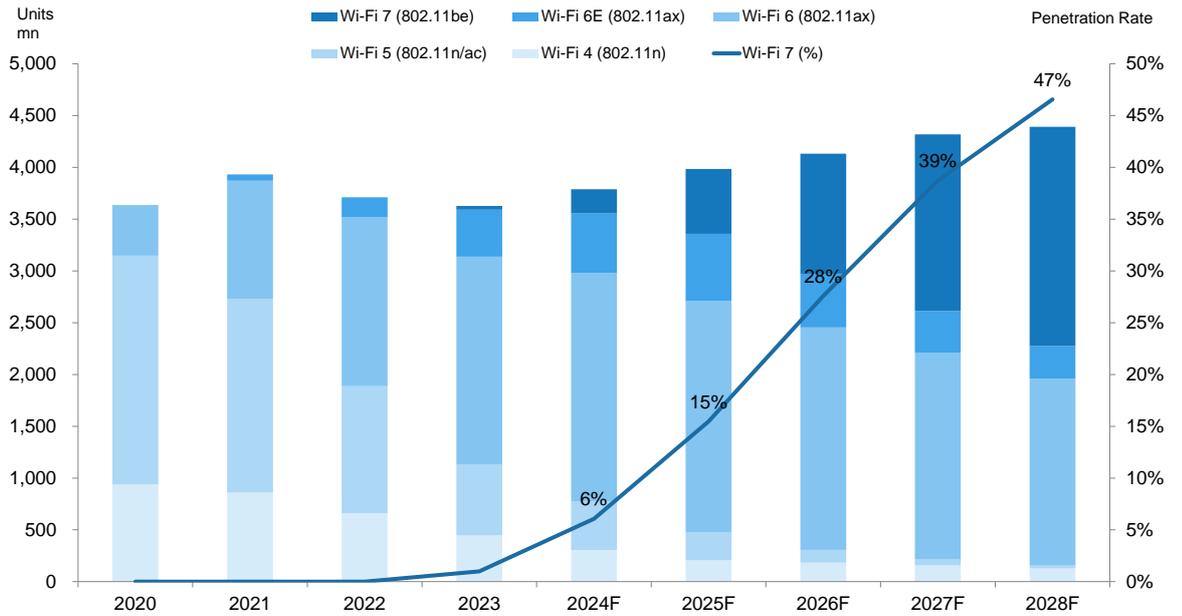
| | WiFi 5 | WiFi 6 | WiFi 6E | WiFi 7 |
|---------|------------------|-------------------|-----------------------|---------------------|
| IEEE 標準 | 802.11ac | 802.11ax | | 802.11be |
| 發佈日期 | 2013 | 2019 | 2021 | 2024 |
| 頻段 | 5 GHz | 2.4 GHz, 5 GHz | 2.4 GHz, 5 GHz, 6 GHz | |
| 最大數據速度 | 3.5 Gbps | 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 開始少量出貨 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 25：2023-2028 年全球 Wi-Fi 7 出貨量 CAGR 達 126%

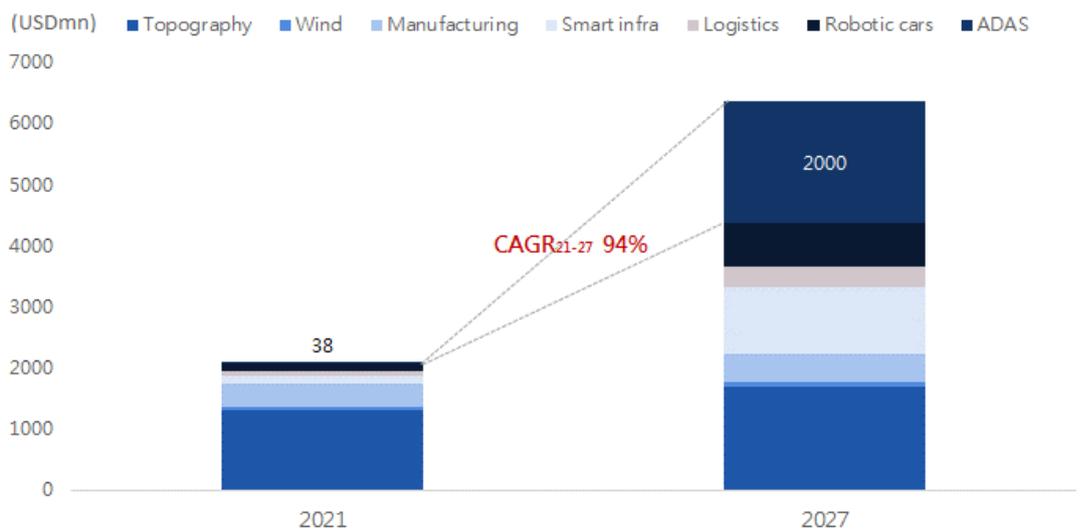


資料來源：IDC

看好未來 LiDAR 成為車用 ADAS 主流感測方案，推升 VCSEL 需求成長

LiDAR 具有高精度、高解析度與長距離檢測等優點，可實現對周圍環境 360 度的全視野測距檢測，因而受到許多車廠青睞，自動駕駛系統(ADAS)通常會混合採用 LiDAR、雷達、超聲波聲納和照相機等感測器方案。儘管 LiDAR 礙於價格高昂的因素，目前應用在新能源車上的比重還不高，然而我們看好未來隨著生產成本與定價持續下降，滲透率將進一步增加。根據研調機構 Yole 預估，LiDAR 在先進駕駛輔助系統(ADAS)應用的產值將由 2021 年的 38 百萬美元成長至 2027 年的 20 億美元，2021-2027 年 CAGR 高達 94%。

圖 26：2021-2027 年 ADAS 應用的 LiDAR 市場規模 CAGR 達 94%



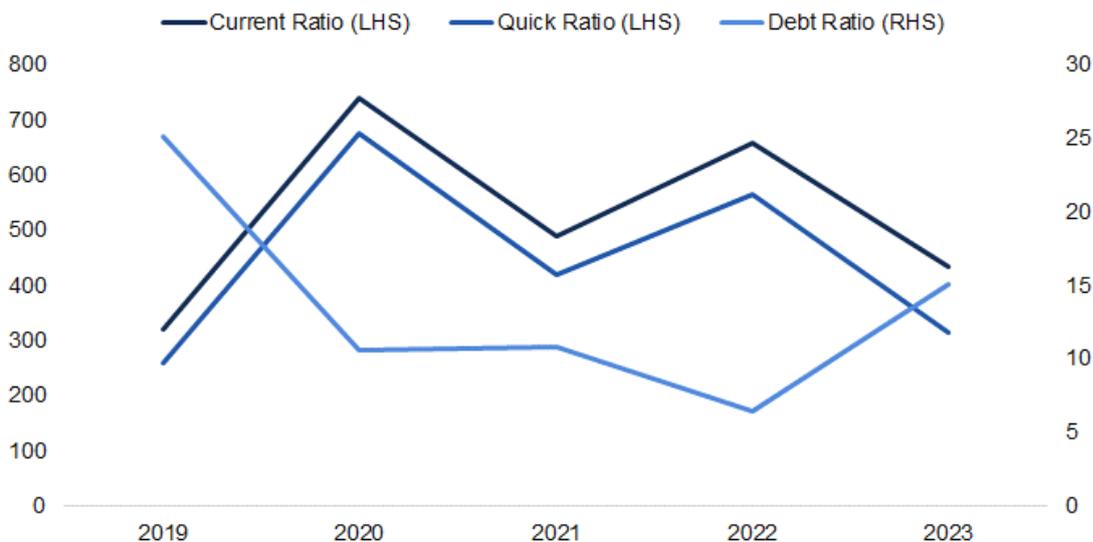
資料來源：Yole

財務分析

宏捷科還款能力無虞，然須留意營運周轉天數走揚

宏捷科的負債比率由 2019 年的 25% 下滑至 2023 年的 15%，維持相對低水位，顯示其財務結構穩健。此外，公司的流動比率與速動比率長期維持在高於 100% 的水準，兩者過去五年的平均值甚至分別高達 527% 和 446%，反映公司的還款能力無虞、流動性風險低。

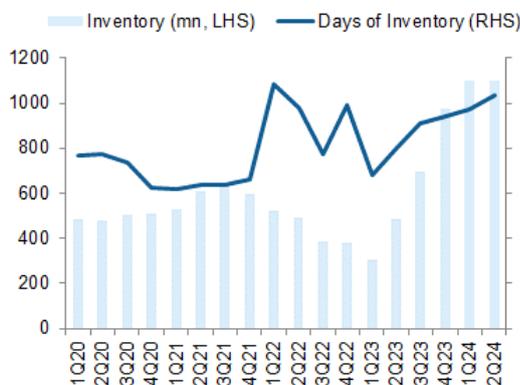
圖 27：流動比率、速動比率、負債比率



資料來源：TEJ、元大投顧

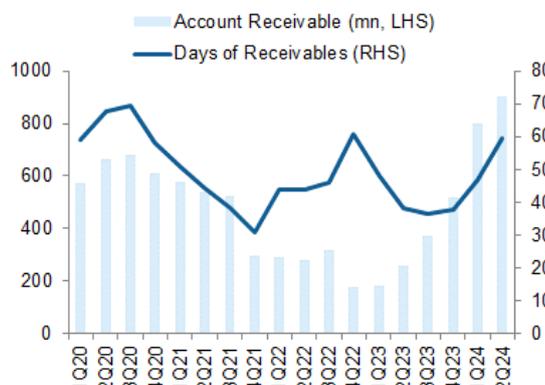
營運周轉方面，2021 年電子產品需求強勁加上供應鏈短缺問題，客戶積極拉貨使得宏捷科在手庫存增幅較緩，然而當 2022 年終端需求受到俄烏戰爭、通貨膨脹等負面影響，訂單大幅減少導致生產活動降低，進入長達四季的庫存調整期，因此宏捷科的庫存金額隨時間逐漸消化，而庫存週轉天數急速上揚，同時應收帳款回收天數也明顯走升，直到 1Q23 庫存調整結束、2Q23 客戶重啟拉貨，存貨與應收帳款金額才開始回升。

圖 28：宏捷科的存貨金額與週轉天數增加



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 29：應收帳款金額與天數亦同步增加



資料來源：公司資料、元大投顧

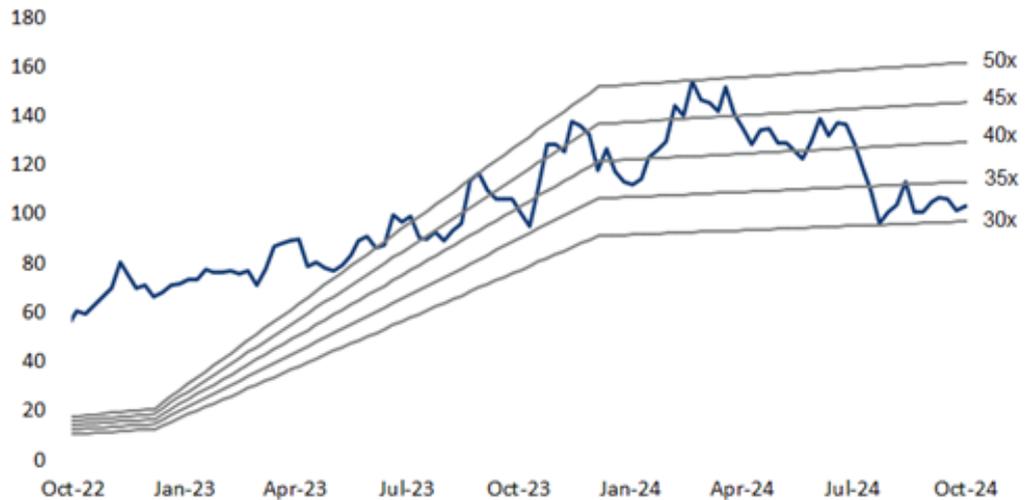
獲利調整與股票評價

短期營運逆風已大致反映，中長期成長動能無虞，故建議買進

儘管宏捷科短期營運受到中國手機市況疲軟衝擊，訂單能見度維持低迷，然本中心仍看好 5G 手機和 Wi-Fi 7 滲透率上升帶動矽化鎳 PA 產業成長，加上宏捷科受惠於中國 RFFE 國產化趨勢以及三星轉單效益，長期營運展望正向。

本中心預估 2024/2025 年營收將成長 68%/6% 至 45.8 億/48.4 億元，毛利率分別年增 7.4/1.6 個百分點至 22.6%/24.2%，營業利益年增 870%/13% 至 6.6 億/7.4 億元，稅後淨利年增 628%/8% 至 6.0 億/6.4 億元，推升 EPS 年增 628%/8% 至 3.04 元/3.27 元。宏捷科目前股價交易於 2024/2025 年預估 BVPS 的 2.5/2.4 倍，本淨比位於過去一年區間下緣。參考公司過去五年本淨比區間 1.5-4.5 倍，中位數位於 3.0 倍，本中心依據 2.8 倍 2025 年 BVPS 推得目標價 115 元，給予買進投資評等。

圖 30：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 31：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 32：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 |
| 宏捷科 | 8086 TT | 買進 | 98.4 | 604 | 0.42 | 3.04 | 3.27 | 235.8 | 32.4 | 30.1 | 485.7 | 628.0 | 7.8 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 穩懋半導體股份有限公司 | 3105 TT | 未評等 | 129.5 | 1,753 | (0.2) | 4.1 | 5.8 | -- | 31.3 | 22.2 | -- | -- | 40.8 |
| 環宇-KY | 4991 TT | 未評等 | 63.3 | 224 | (7.2) | (3.3) | (0.9) | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 全新光電科技股份有限公司 | 2455 TT | 買進 | 155.0 | 929 | 2.4 | 4.1 | 5.2 | 63.7 | 37.8 | 29.7 | (17.3) | 68.5 | 27.3 |
| 國內同業平均 | | | | | (1.6) | 1.7 | 3.4 | 63.7 | 34.5 | 26.0 | (17.3) | 68.5 | 34.0 |
| 國外同業 | | | | | | | | | | | | | |
| Sanan Optoelectronics Co Ltd | 600703 CH | 未評等 | 13.1 | 9,231 | 0.1 | 0.3 | 0.3 | 176.5 | 48.2 | 40.8 | (50.5) | 266.1 | 18.2 |
| Skyworks Solutions Inc | SWKS US | 未評等 | 94.9 | 15,163 | 6.2 | 6.3 | 6.4 | 15.4 | 15.2 | 14.8 | (21.5) | 1.4 | 2.5 |
| Qorvo Inc | QRVO US | 未評等 | 100.2 | 9,509 | 1.0 | 6.0 | 6.1 | 99.3 | 16.7 | 16.5 | (89.2) | 494.0 | 1.4 |
| 國外同業平均 | | | | | 2.4 | 4.2 | 4.3 | 97.1 | 26.7 | 24.0 | (53.8) | 253.8 | 7.4 |

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 33：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 |
| 宏捷科 | 8086 TT | 買進 | 98.4 | 604 | 1.1 | 7.6 | 7.9 | 38.08 | 40.11 | 41.26 | 2.6 | 2.5 | 2.4 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 穩懋半導體股份有限公司 | 3105 TT | 未評等 | 129.5 | 1,753 | (0.2) | 4.9 | 7.2 | 80.1 | 85.5 | 89.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| 環宇-KY | 4991 TT | 未評等 | 63.3 | 224 | (28.4) | (13.9) | (4.0) | 27.0 | -- | -- | 2.3 | -- | -- |
| 全新光電科技股份有限公司 | 2455 TT | 買進 | 155.0 | 929 | 14.6 | 21.8 | 25.1 | 16.6 | 18.8 | 20.8 | 9.3 | 8.2 | 7.4 |
| 國內同業平均 | | | | | (4.7) | 4.3 | 9.4 | 41.2 | 52.1 | 55.3 | 4.4 | 4.9 | 4.4 |
| 國外同業 | | | | | | | | | | | | | |
| Sanan Optoelectronics Co Ltd | 600703 CH | 未評等 | 13.1 | 9,231 | -- | 3.7 | 4.1 | 7.8 | 7.9 | 8.2 | 1.7 | 1.7 | 1.6 |
| Skyworks Solutions Inc | SWKS US | 未評等 | 94.9 | 15,163 | 23.7 | 12.8 | 13.1 | 38.2 | 38.4 | 39.1 | 2.5 | 2.5 | 2.4 |
| Qorvo Inc | QRVO US | 未評等 | 100.2 | 9,509 | 14.4 | 13.3 | 13.4 | 38.2 | 37.1 | 38.6 | 2.6 | 2.7 | 2.6 |
| 國外同業平均 | | | | | 19.0 | 9.9 | 10.2 | 28.0 | 27.8 | 28.6 | 2.3 | 2.3 | 2.2 |

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 34：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 | 1,286 | 1,307 | 1,102 | 879 | 980 | 1,212 | 1,306 | 1,344 | 4,575 | 4,842 |
| 銷貨成本 | (970) | (969) | (879) | (721) | (775) | (918) | (976) | (1,000) | (3,539) | (3,669) |
| 營業毛利 | 317 | 338 | 222 | 158 | 205 | 294 | 329 | 344 | 1,035 | 1,172 |
| 營業費用 | (95) | (98) | (95) | (91) | (99) | (104) | (110) | (116) | (379) | (429) |
| 營業利益 | 222 | 240 | 127 | 67 | 106 | 190 | 219 | 228 | 657 | 743 |
| 業外利益 | 35 | 5 | 7 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 52 | 23 |
| 稅前純益 | 257 | 245 | 134 | 73 | 112 | 196 | 225 | 234 | 709 | 766 |
| 所得稅費用 | (43) | (36) | (21) | (12) | (18) | (31) | (36) | (37) | (112) | (123) |
| 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 | 214 | 209 | 112 | 61 | 94 | 164 | 189 | 196 | 597 | 643 |
| 調整後每股盈餘(NT\$) | 1.09 | 1.06 | 0.57 | 0.31 | 0.48 | 0.84 | 0.96 | 1.00 | 3.04 | 3.27 |
| 調整後加權平均股數(百萬股) | 197 | 197 | 197 | 197 | 197 | 197 | 197 | 197 | 197 | 197 |
| 重要比率 | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 24.6% | 25.9% | 20.2% | 18.0% | 20.9% | 24.2% | 25.2% | 25.6% | 22.6% | 24.2% |
| 營業利益率 | 17.2% | 18.4% | 11.6% | 7.7% | 10.8% | 15.7% | 16.8% | 17.0% | 14.4% | 15.4% |
| 稅前純益率 | 20.0% | 18.8% | 12.2% | 8.3% | 11.4% | 16.1% | 17.2% | 17.4% | 15.5% | 15.8% |
| 稅後純益率 | 16.6% | 16.0% | 10.2% | 7.0% | 9.6% | 13.6% | 14.5% | 14.6% | 13.0% | 13.3% |
| 有效所得稅率 | 16.6% | 14.8% | 15.7% | 16.4% | 16.1% | 15.8% | 16.0% | 15.8% | 15.8% | 16.1% |
| 季增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 20.2% | 1.6% | -15.7% | -20.2% | 11.4% | 23.7% | 7.7% | 2.9% | | |
| 營業利益 | 32.6% | 8.4% | -47.0% | -47.0% | 57.3% | 78.8% | 15.5% | 3.9% | | |
| 稅後純益 | 40.8% | -2.3% | -46.2% | -45.3% | 52.9% | 74.8% | 15.1% | 3.8% | | |
| 調整後每股盈餘 | 40.8% | -2.3% | -46.2% | -45.3% | 52.9% | 74.8% | 15.1% | 3.8% | | |
| 年增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 276.4% | 148.0% | 40.4% | -17.8% | -23.8% | -7.3% | 18.5% | 52.9% | 68.0% | 5.8% |
| 營業利益 | -- | -- | 17.7% | -59.6% | -52.1% | -20.9% | 72.3% | 237.6% | 869.4% | 13.2% |
| 稅後純益 | -- | 10350.0% | -9.3% | -59.6% | -56.1% | -21.4% | 68.1% | 219.1% | 628.0% | 7.8% |
| 調整後每股盈餘 | -- | 10350.0% | -9.3% | -59.6% | -56.1% | -21.4% | 68.1% | 219.1% | 628.0% | 7.8% |

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

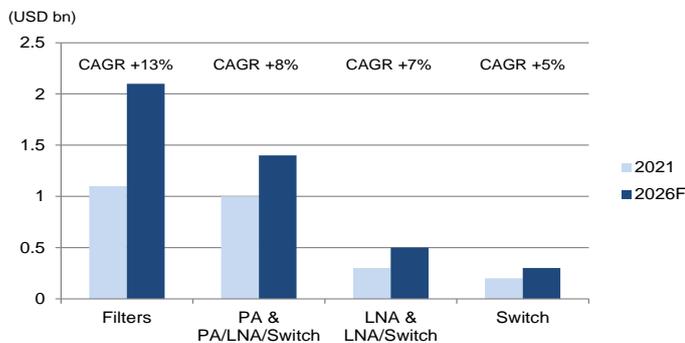
宏捷科於 1998 年成立於台南科學工業園區，為全球少數專注於六吋砷化鎵晶圓代工廠，市佔率約 10% 為全球第二大，僅次於主要競爭對手穩懋(3105 TT)，公司於 1H24 將機台月產能擴充至 22,000 片，現有廠房月產能預計可擴充至 44,000 片。宏捷科產品涵蓋功率放大器(PA)、開關/低噪音放大器(SW/LNA)、3D 感測光源(VCSEL)，主要客戶則包含飛驒科技、立積(4968 TT)、Qualcomm (QCOM)。中美晶於 2022 年成為宏捷科之母公司，持股占比 27.6%。

圖 35：宏捷科股東結構

| 前 10 大股東 (2024/3/31) | 名稱 | 持股數 | 持股比例% |
|-------------------------|--------------------------|------------|-------|
| 1 | 中美矽晶製品股份有限公司 | 54,287,000 | 27.62 |
| 2 | 匯豐銀行託管摩根士丹利國際有限公司專戶 | 6,924,312 | 3.52 |
| 3 | 渣打託管瑞穗證券股份有限公司 | 4,571,000 | 2.33 |
| 4 | 新制勞工退休基金 | 4,447,000 | 2.26 |
| 5 | 祁幼銘 | 4,257,909 | 2.17 |
| 6 | 匯豐銀行託管美林國際公司投資專戶 | 4,175,000 | 2.12 |
| 7 | 蔡文惠 | 2,588,849 | 1.32 |
| 8 | 台灣企銀受託保管群益創新科技基金專戶 | 2,240,000 | 1.14 |
| 9 | 大通託管 JP 摩根證券有限公司投資專戶 | 2,196,299 | 1.12 |
| 10 | 花旗 (台灣) 商業銀行受託保管星展銀行有限公司 | 1,965,000 | 1.00 |

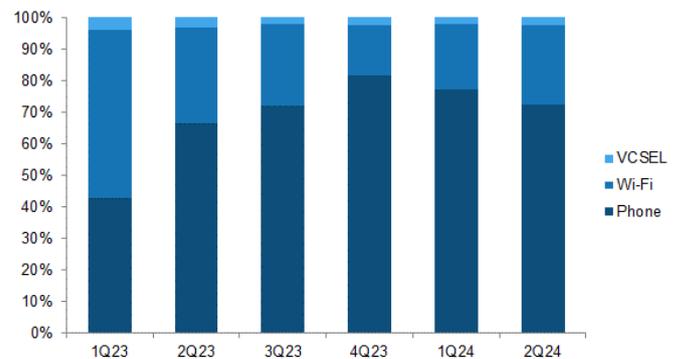
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 36：RF 前端模組市場規模預估



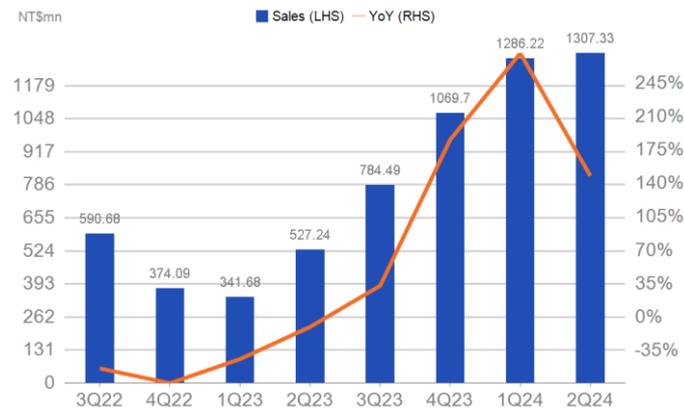
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 37：營收組成



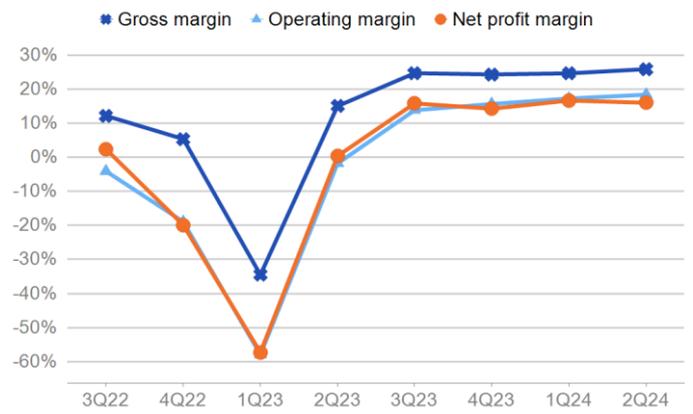
資料來源：公司資料

圖 38：營收趨勢



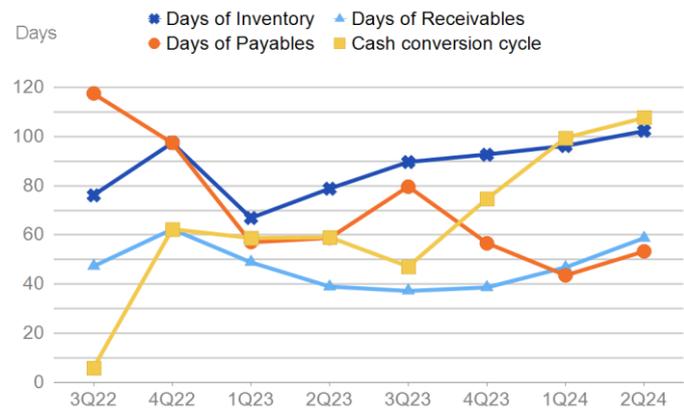
資料來源：CMoney、公司資料

圖 39：毛利率、營益率、淨利率



資料來源：CMoney、公司資料

圖 40：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 41：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**：宏捷科整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，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，在半導體設備行業的公司中排名亦略微領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：宏捷科的整體曝險屬於較低水準，且略優於半導體設備行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資源、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**：宏捷科在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司在 ESG 的揭露較為不足，並未揭露個別的 CSR 報告書，但公司仍有設立企業社會責任相關的政策，包含對勞權和環境的標準，顯現其在 ESG 領域的努力。

圖 42：ESG 分析

| 分項 | 評分/評級 |
|-----------------------|-------|
| ESG 總分 | 22.2 |
| 在 ESG 議題上的曝險 (A) | 31.0 |
| 個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B) | 30.3 |
| 風險評級 | 中 ★ |
| 同業排行(1~100, 1 為最佳) | 36 |

資料來源：Sustainalytics (2024/10/24)

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) |
|----------|-----------|------------|

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 | 3,051 | 1,913 | 1,979 | 2,345 | 2,657 |
| 存貨 | 597 | 381 | 973 | 869 | 820 |
| 應收帳款及票據 | 295 | 177 | 517 | 736 | 776 |
| 其他流動資產 | 273 | 218 | 103 | 103 | 103 |
| 流動資產 | 4,215 | 2,690 | 3,573 | 4,053 | 4,356 |
| 採用權益法之投資 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| 固定資產 | 4,334 | 4,939 | 4,975 | 4,978 | 4,948 |
| 無形資產 | 18 | 15 | 7 | 3 | 3 |
| 其他非流動資產 | 329 | 260 | 247 | 247 | 247 |
| 非流動資產 | 4,682 | 5,214 | 5,228 | 5,229 | 5,200 |
| 資產總額 | 8,897 | 7,904 | 8,801 | 9,282 | 9,556 |
| 應付帳款及票據 | 280 | 115 | 348 | 428 | 477 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 什項負債 | 586 | 293 | 480 | 480 | 480 |
| 流動負債 | 865 | 408 | 828 | 909 | 957 |
| 長期借款 | 0 | 0 | 398 | 398 | 398 |
| 其他負債及準備 | 97 | 97 | 93 | 93 | 93 |
| 長期負債 | 97 | 97 | 491 | 491 | 491 |
| 負債總額 | 962 | 505 | 1,319 | 1,400 | 1,448 |
| 股本 | 1,965 | 1,965 | 1,965 | 1,965 | 1,965 |
| 資本公積 | 4,262 | 4,262 | 4,263 | 4,263 | 4,263 |
| 保留盈餘 | 1,708 | 1,172 | 1,254 | 1,655 | 1,880 |
| 什項權益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 歸屬母公司之權益 | 7,935 | 7,398 | 7,482 | 7,883 | 8,108 |
| 非控制權益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股東權益總額 | 7,935 | 7,398 | 7,482 | 7,883 | 8,108 |

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 | 844 | 14 | 83 | 597 | 643 |
| 折舊及攤提 | 364 | 483 | 594 | 650 | 680 |
| 本期營運資金變動 | 178 | 161 | (711) | (33) | 57 |
| 其他營業資產及負債變動 | 12 | (150) | 172 | 0 | 0 |
| 營運活動之現金流量 | 1,399 | 508 | 137 | 1,214 | 1,380 |
| 資本支出 | (728) | (714) | (364) | (650) | (650) |
| 本期長期投資變動 | 0 | 0 | 0 | (1) | (1) |
| 其他資產變動 | (1,627) | (375) | (134) | 0 | 0 |
| 投資活動之現金流量 | (2,355) | (1,089) | (498) | (651) | (651) |
| 股本變動 | (32) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 本期負債變動 | 0 | 0 | 430 | 0 | 0 |
| 現金增減資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付現金股利 | (550) | (550) | 0 | (197) | (418) |
| 其他調整數 | 29 | (6) | (3) | 0 | 0 |
| 融資活動之現金流量 | (554) | (556) | 427 | (197) | (418) |
| 匯率影響數 | -- | -- | -- | 0 | 0 |
| 本期產生現金流量 | (1,510) | (1,137) | 66 | 366 | 312 |
| 自由現金流量 | 671 | (206) | (228) | 564 | 730 |

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 | 4,716 | 2,164 | 2,723 | 4,575 | 4,842 |
| 銷貨成本 | (3,330) | (1,820) | (2,308) | (3,539) | (3,669) |
| 營業毛利 | 1,386 | 344 | 415 | 1,035 | 1,172 |
| 營業費用 | (410) | (381) | (347) | (379) | (429) |
| 推銷費用 | (28) | (14) | (20) | (29) | (37) |
| 研究費用 | (278) | (242) | (220) | (218) | (236) |
| 管理費用 | (104) | (122) | (106) | (132) | (156) |
| 其他費用 | 0 | (3) | (2) | 0 | 0 |
| 營業利益 | 977 | (37) | 68 | 657 | 743 |
| 利息收入 | 14 | 19 | 31 | 33 | 32 |
| 利息費用 | (2) | (2) | (4) | (8) | (9) |
| 利息收入淨額 | 13 | 17 | 27 | 25 | 23 |
| 投資利益(損失)淨額 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 匯兌損益 | (21) | 36 | (4) | 26 | 0 |
| 其他業外收入(支出)淨額 | 7 | (2) | 3 | 2 | 0 |
| 稅前純益 | 975 | 15 | 94 | 709 | 766 |
| 所得稅費用 | (132) | (1) | (11) | (112) | (123) |
| 少數股權淨利 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 歸屬母公司之稅後純益 | 844 | 14 | 83 | 597 | 643 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 1,341 | 500 | 689 | 1,307 | 1,423 |
| 調整後每股盈餘 (NT\$) | 4.26 | 0.07 | 0.42 | 3.04 | 3.27 |

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 | 33.1 | (54.1) | 25.9 | 68.0 | 5.8 |
| 營業利益 | 25.8 | -- | -- | 870.0 | 13.1 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 34.8 | (62.8) | 38.0 | 89.6 | 8.9 |
| 稅後純益 | 35.4 | (98.4) | 503.3 | 621.6 | 7.7 |
| 調整後每股盈餘 | 18.9 | (98.3) | 485.7 | 628.0 | 7.8 |
| 獲利能力分析 (%) | | | | | |
| 營業毛利率 | 29.4 | 15.9 | 15.2 | 22.6 | 24.2 |
| 營業利益率 | 20.7 | (1.7) | 2.5 | 14.4 | 15.4 |
| 稅前息前淨利率 | 20.6 | 0.6 | 3.3 | 14.4 | 15.4 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率 | 28.4 | 23.1 | 25.3 | 28.6 | 29.4 |
| 稅前純益率 | 20.7 | 0.7 | 3.5 | 15.5 | 15.8 |
| 稅後純益率 | 17.9 | 0.6 | 3.0 | 13.1 | 13.3 |
| 資產報酬率 | 9.7 | 0.2 | 1.0 | 6.4 | 6.7 |
| 股東權益報酬率 | 10.8 | 0.2 | 1.1 | 7.6 | 7.9 |
| 穩定/償債能力分析 | | | | | |
| 負債權益比 (%) | 12.1 | 6.8 | 17.6 | 17.8 | 17.9 |
| 淨負債權益比 (%) | (38.5) | (25.9) | (21.1) | (24.7) | (27.9) |
| 利息保障倍數 (倍) | 624.1 | 10.2 | 25.6 | 84.6 | 84.1 |
| 流動比率 (%) | 487.0 | 658.7 | 431.5 | 446.1 | 455.2 |
| 速動比率 (%) | 393.8 | 515.7 | 304.9 | 350.5 | 369.5 |
| 淨負債 (NT\$百萬元) | (3,051) | (1,913) | (1,581) | (1,948) | (2,259) |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 40.38 | 37.65 | 38.08 | 40.11 | 41.26 |
| 評價指標 (倍) | | | | | |
| 本益比 | 23.1 | 1381.2 | 235.8 | 32.4 | 30.1 |
| 股價自由現金流量比 | 28.8 | - | - | 34.3 | 26.5 |
| 股價淨值比 | 2.4 | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 2.4 |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨 | 14.4 | 38.7 | 28.1 | 14.8 | 13.6 |
| 股價營收比 | 4.1 | 8.9 | 7.1 | 4.2 | 4.0 |

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

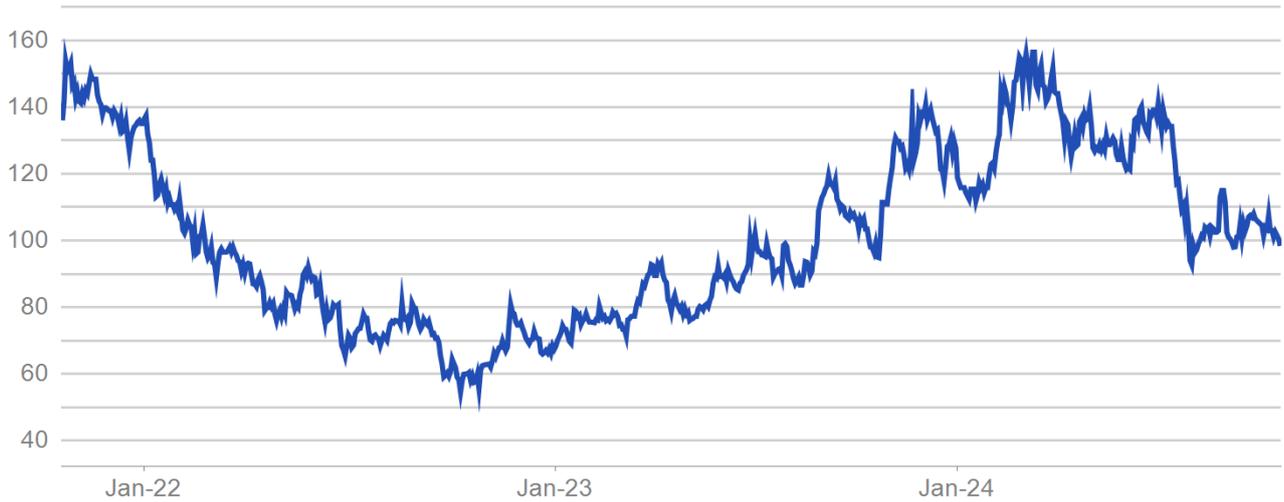
附錄：重要揭露事項

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。

宏捷科 (8086 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



資料來源：CMoney、元大投顧

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，為於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 仁愛路三段 157 號 4 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>.