

## 力成 (6239 TT) Powertech

短期面臨消費性需求下修逆風

持有-落後同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$130.0

收盤價 (2024/10/29) : NT\$126.0  
隱含漲幅 : 3.2%

## 營收組成 (3Q24)

Logic 40%/SiP &amp; Module 10%/NAND 31%/DRAM 19%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-落後同業	持有-落後同業
目標價 (NT\$)	130.0	145.0
2024年營收 (NT\$/十億)	74.4	77.9
2024年EPS	8.9	10.0

## 交易資料表

市值	NT\$95,650百萬元
外資持股比例	36.5%
董監持股比例	6.4%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$75.24
負債比	36.8%
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	83,927	70,441	74,368	83,041
營業利益	12,448	8,154	9,827	12,022
稅後純益	8,687	8,009	6,675	7,638
EPS (元)	11.44	10.55	8.86	9.68
EPS YoY (%)	0.2	-7.8	-16.0	9.3
本益比 (倍)	11.0	11.9	14.2	13.0
股價淨值比 (倍)	1.8	1.7	1.7	1.7
ROE (%)	16.6	14.0	11.9	12.9
現金殖利率 (%)	5.6%	5.6%	4.6%	5.0%
現金股利 (元)	7.00	7.00	5.76	6.29

## 劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

## 徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

## 元大觀點

◆ 3Q24 本業獲利略低於預期，主因投入新產品研發使費用率達 6.3%高於本中心預期之 6.1%。

◆ 4Q24 僅 AI 相關需求維持季增，消費性與車用需求則低於預期。

◆ 下修 2024/2025 年獲利 9.3%/7%，主因整體需求復甦低於預期且評價合理，維持持有評等，目標價 130 元 (13x 2025 EPS NT\$9.7)。

## 3Q24 本業獲利略低於預期，主因費用率較高

3Q24 營收季減 4.4%至 187 億元，排除西安廠(單季營收貢獻約 25~30 億元)，整體營收呈現季增趨勢，其中主要動能來自於 DRAM/NAND 稼動率回升；邏輯業務則呈現季減中低個位數，主因消費需求僅緩步復甦，低於預期。費用率 6.3%高於本中心預期之 6.1%，營益率 15.1%，符合本中心預期，EPS 2.34 元，季減 2.9%。

## 下修 4Q24 營收主因除 AI 之外，其他需求皆低於預期

管理層展望 4Q24，僅有 Server 相關 DRAM、企業級 SSD 以及新產品線 PoP-b (APU)、Power Modul 將持續成長，未見到明顯 PC、手機換機潮，整體消費性需求相較預期低。本中心預估 4Q24 營收季減 5.4%至 177 億元，相對之前下修 15.8%，反映 DRAM/NAND/邏輯 IC 業務回溫幅度相較先前預期低。預期稼動率將自 65~70%下降至低 60%，毛利率將季減 2.1 個百分點至 19.3%，預估 EPS 1.82 元，季減 22%。

## 展望 2025 年邏輯業務新產品線營收貢獻可望提升

2025 年預估在邏輯業務新產品，如：Power Module、FCBGA、CIS 與車用等新業務成長下，可望抵銷 1H25 消費型 DRAM/NAND 業務因客戶庫存調整所帶來之負面影響。預期營收將年增 11.7%至 830 億元，毛利率年增 1 個百分點至 20.3%，EPS 9.7 元，年增 9.3%。

## 目前評價合理，維持「持有-落後同業」

此次下修 2024/2025 年本業獲利 9.3%/7%，係反映 4Q24 除 AI Server 相關需求(先進封裝、企業級 SSD、Power Module)外，其他業務回溫幅度較原先預期低。考量目前評價落於 14/13x 2024/2025 本益比，為過往平均之上緣，給予「持有-落後同業」評等，目標價下修至 130 元 (13x 2025 年 EPS NT\$ 9.7)。

## 營運分析

### 3Q24 本業獲利略低於本中心預期，主因費用率較高

3Q24 營收季減 4.4%至 187 億元，季減主因出售西安廠業務予美光，排除西安廠貢獻(單季營收貢獻約 25~30 億元)，預估整體業務呈現季增。以各業務別而言：

- DRAM：排除西安廠營收呈現季增，主因美系客戶稼動率持續提升，以終端產品來看則受惠於 Mobile 與標準型訂單回溫。
- NAND：營收季增 10%，主因 SSD 需求回溫以及 AI Server 業務成長所貢獻。
- 邏輯 IC 與 SiP：邏輯 IC 營收季減 4%，其中超豐營收季減低個位數，主因中國手機、PC 客戶需求趨緩；力成季減低個位數主因消費性需求趨緩；TeraProbe / Terapower 營收則呈現季減，主因日本、歐美車用與工控客戶面臨庫存調整。

毛利率季增 2.4 個百分點至 21.4%，主因整體稼動率回升，符合本中心預期，高於市場預期 1.7 個百分點；營業率 15.1%，符合本中心預期；營業利益季增 9.7%，略低於本中心預期，主因投入新產品研發使費用率達 6.3%略高於本中心預期之 6.1%；EPS 達 2.34 元，低於本中心/市場預期 5%/5.2%，主因業外有匯兌損失 NT\$ 6300 萬元。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23	2Q24	3Q24	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	18,449	19,586	18,728	-4.4%	1.5%	18,942	20013	-1.1%	-6.4%
營業毛利	3,276	3,726	4,010	7.6%	22.4%	4,067	3949	-1.4%	1.6%
營業利益	2017	2,577	2,826	9.7%	40.1%	2,913	2808	-3.0%	0.7%
稅前利益	2591	2,925	2,763	-5.5%	6.6%	2,882	2893	-4.1%	-4.5%
稅後淨利	1573	1,828	1,747	-4.4%	11.1%	1840	1845	-5.0%	-5.3%
調整後 EPS (元)	2.07	2.41	2.34	-2.9%	12.9%	2.46	2.47	-5.0%	-5.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	17.8%	19.0%	21.4%	2.4	3.7	21.5%	19.7%	-0.1	1.7
營業利益率	10.9%	13.2%	15.1%	1.9	4.2	15.4%	14.0%	-0.3	1.1
稅後純益率	8.5%	9.3%	9.3%	0.0	0.8	9.7%	9.2%	-0.4	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

管理層展望 4Q24 預估僅有 AI 需求較好，其餘產品線需求將相對下滑

展望 4Q24，管理層預估各產品線表現：

- DRAM：仍聚焦在資料中心及 HPC 需求，其他需求相對平緩。
- NAND：手機、PC 等應用未見到預期的換機潮，加上新產品需求遞延，預估 4Q24 將呈現季持平。
- 邏輯 IC：新產品線 PoP-b (APU)、Power Module 4Q24 量產規模擴大，預期將為 4Q24 主要成長來源；子公司 Tera Probe/Tera Power 部分，日系車用客戶仍在面臨庫存調整，不過來自 AI、資料中心等應用產品需求仍有望向上；超豐則因中系手機、PC 需求能見度低，客戶意願保守，預估呈現季減。

本中心預估 4Q24 營收季減 5.4%，相對前次下修 15.8%，反映 DRAM/NAND/邏輯 IC 業務回溫幅度相較先前預期低，毛利率將季減 2.1 個百分點至 19.3%，主因稼動率下滑，預期將自 65~70%下降至低 60%，營業利益率 13.4%，季減 1.7 個百分點。預估 EPS 1.82 元，季減 22%，下修 35%。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23	3Q24	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	19,034	18,728	17,724	-5.4%	-6.9%	21,059	19790	-15.8%	-10.4%
營業毛利	3,910	4,010	3,424	-14.6%	-12.4%	4,507	3916	-24.0%	-12.6%
營業利益	2584	2,826	2,379	-15.8%	-7.9%	3,296	2783	-27.8%	-14.5%
稅前利益	5481	2,763	2,370	-14.3%	-56.8%	3,266	2844	-27.4%	-16.7%
稅後淨利	3965	1,747	1,362	-22.0%	-65.6%	2086	1834	-34.7%	-25.7%
調整後 EPS (元)	5.22	2.34	1.82	-22.0%	-65.1%	2.79	2.45	-34.7%	-25.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	20.5%	21.4%	19.3%	-2.1	-1.2	21.4%	19.8%	-2.1	-0.5
營業利益率	13.6%	15.1%	13.4%	-1.7	-0.2	15.7%	14.1%	-2.2	-0.6
稅後純益率	20.8%	9.3%	7.7%	-1.6	-13.1	9.9%	9.3%	-2.2	-1.6










資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 新產品線現況

本次法說主要聚焦在先進封裝、HBM、Power Module 以及 FOPLP 之進度，以各類別來看：

- **先進封裝:** 力成能提供 2.5D 封裝(類 CoWoS)、CIS CSP(TSV)以及 FOPLP。在 2.5D 封裝部分，力成擁有 Si-interposer 的封裝替代方案，跟晶圓代工場的差異是，力成的 Interposer 是採用有機載板而非矽晶圓，會希望能夠提供客戶完整 CoW+oS 的完整解決方案；CIS CSP(TSV) 目前主要用於車用與工控安防客戶。
- **HBM:** 力成 NCF、MUF 兩項技術都有發展，MUF 的進度比較前面，預期有機會先被客戶採用。目前可提供客戶 HBM2/2E 之解決方案。
- **Power Module:** 今年營收已能貢獻個位數營收，明年預估比重將會持續成長。
- **FOPLP:** 力成具有 Chip Last、Chip First 的解決方案，不過預估該技術 2027 年才會量產，目前是跟美國公司合作。

圖 3：力成 Power Module/PoP-b 新業務已於 3Q24 量產

 <b>Ultra-Large size FCBGA</b> <ul style="list-style-type: none"><li>✓ Package size ~ 80x80mm MP</li><li>✓ SOC + Chiplets integration</li><li>✓ AI, Cloud, auto application</li><li>✓ Several new devices in qualification</li></ul> <b>In Production</b>	 <b>CIS CSP (TSV)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>✓ Fine pitch, high I/O,</li><li>✓ Large sensor area,</li><li>✓ Excellent performance</li><li>✓ Application: Safety → Industry, Auto, Mobile</li></ul> <b>In Production</b>	 <b>PoP-b (for APU)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>✓ Thin, high performance</li><li>✓ For flagship smartphone</li><li>✓ Started production</li><li>✓ New generations in qualification</li></ul> <b>In Production</b>
 <b>Power Module</b> <ul style="list-style-type: none"><li>✓ EV, AI, server application</li><li>✓ Turkey service: bump → package → assembly → FT</li><li>✓ Several projects in progress</li></ul> <b>In Production</b>	 <b>Panel Fan-Out</b> <ul style="list-style-type: none"><li>✓ First panel Fan-out line worldwide (since 2016)</li><li>✓ Mass production for 5 years</li><li>✓ Working on AI application (Heterogeneous integration)</li></ul> <b>In Production</b>	 <b>HBM (for cloud &amp; edge AI)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>✓ Technology setup in 2009</li><li>✓ Expanding production capacity</li><li>✓ NPIs qualification in progress</li></ul>
 <b>High Density Logic IC Package</b> <ul style="list-style-type: none"><li>✓ SOC + DRAMs</li><li>✓ High I/O packages (&gt; 3000 wires bonding)</li><li>✓ For TV chip application</li><li>✓ Production in 4Q24</li></ul>	 <b>2.5D IC Package</b> <ul style="list-style-type: none"><li>✓ Si-interposer or Bridge chip solutions available</li><li>✓ RDL to replace Si interposer available</li></ul>	 <b>Optical Package (CPO)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>✓ CPO for SiPhs + GPUs + HBMs</li><li>✓ For hyperscale AI application</li><li>✓ Sample verification stage</li></ul>

資料來源：公司資料、元大投顧

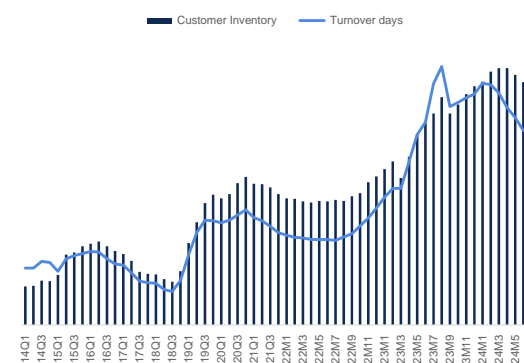
## 產業概況

### 2Q24 產業庫存約呈現季持平，預估 4Q24-1Q25 非 HPC/Server 產品有庫存去化風險

本中心觀察矽晶圓廠 SUMCO 記憶體客戶庫存下降趨勢延續，推測係因供給端 HBM、DDR5 晶圓耗用量提升以及需求端兩者之成長使庫存降低。觀察國內外原廠庫存：

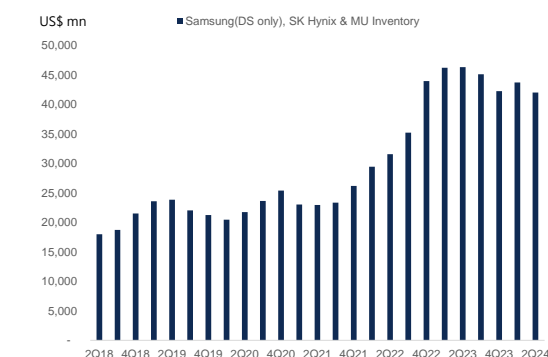
- Samsung 半導體(DS)部門/SK Hynix/Micron 整體庫存金額季減 4%，主要去化動能來自 AI&HPC 晶片開始出貨以及組裝廠為 2H24 PC、手機備貨。Samsung 管理層預期 2H24 手機備貨需求將相較 1H24 疲弱；SK Hynix 則預期 DRAM 出貨量在 AI 需求帶動下，將季增低個位數%，美光則預期 FY1Q25 庫存金額將持續下降，並於 FY4Q25 下降至 120 天。
- 台灣記憶體原廠 2Q24 庫存金額呈現季持平，庫存天數亦季增 5 天至 226 天，其中：
  - ✓ 南亞科 (2408 TT；持有)：2Q24 庫存金額季增 5%，庫存天數季增 11 天至 268 天，跟過去十年平均 130 天相比仍在相對高點。
  - ✓ 華邦電 (2344 TT；未評等)：2Q24 庫存金額季持平，庫存天數季減 3 天至 141 天，跟過去十年平均 110 天相比仍在相對高點，整體 UTR 目前仍維持在>90%，接近滿載。
  - ✓ 旺宏 (2337 TT；持有)：2Q24 庫存金額季增 2%，庫存天數季增 7 天至 261 天，跟過去十年平均 198 天相比仍在相對高點，不過管理層透露 3Q24 庫存淨損失(庫存久置損失減去回沖利益)將會相對 2Q24 持續改善。

圖 4：SUMCO 記憶體客戶矽晶圓庫存下降



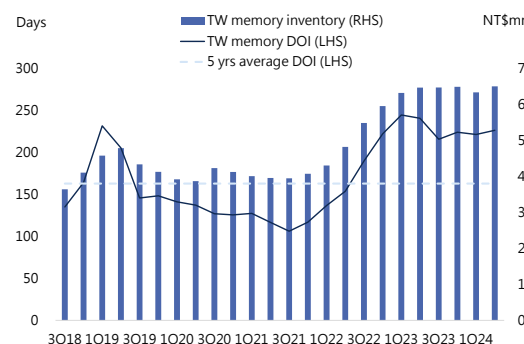
資料來源：BBG、元大投顧。\*包含 Micron、SK、Samsung DS

圖 5：記憶體原廠 2Q24 庫存微幅季減



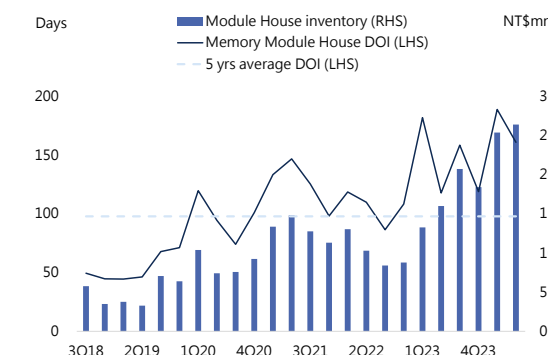
資料來源：TEJ、元大投顧。\*包含南亞科、華邦電、旺宏

圖 6：2Q24 台灣原廠庫存微幅季增



資料來源：TEJ、元大投顧。\*包含南亞科、華邦電、旺宏

圖 7：模組廠庫存



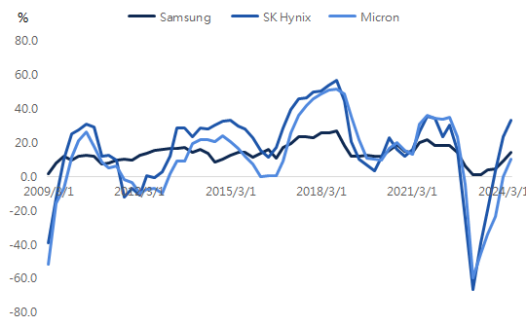
資料來源：TEJ、元大投顧。\*包含南亞科、華邦電、旺宏

## 三大原廠將於 2H25 擴產，投片量預估也將緩步回升

### 三大原廠資本支出維持謹慎，主要聚焦於 HBM 與 DDR5

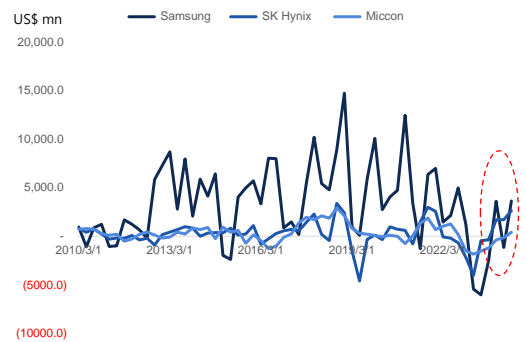
觀察 2Q24 各記憶體原廠之營業利益，因 HBM 需求強勁與 DRAM、NAND 報價回升，三大廠數值皆持續改善，此外 2Q24 自由現金流持續改善，顯示原廠有更多空間能投入新技術之研發與擴產。本中心預期 2025 年三大原廠 DRAM 資本支出將年增 20%，主要用於高階產能 (HBM/DDR5) 以及既有設備更新，供給端在 1) 轉移至 HBM 與 2) DDR5 製程升級 (1 beta(1b) → 1 gamma(1c)) 之下，預期將排擠原廠 DDR4、DDR3 之供應。

圖 8：三大廠營業利益持續改善



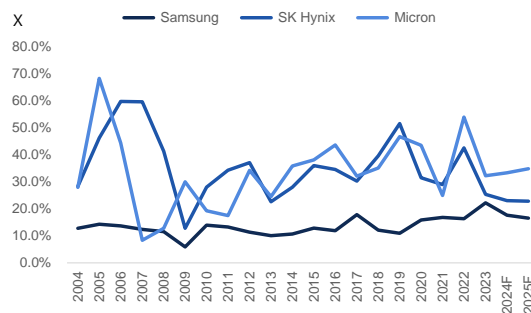
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 9：三大廠自由現金流於 2Q24 持續改善



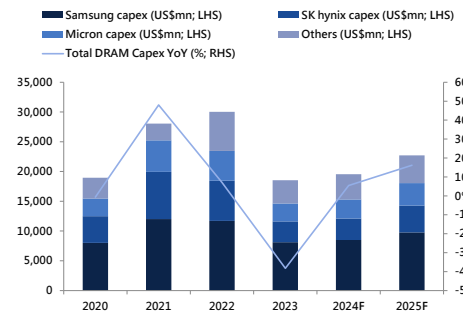
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 10：三大原廠之資本密集度



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 11：預估 2025 年 DRAM 資本支出將年增 16%



資料來源：Bloomberg、元大投顧

本中心評估三大原廠之擴產仍屬緩步擴產，並仍維持調整之彈性。其中：

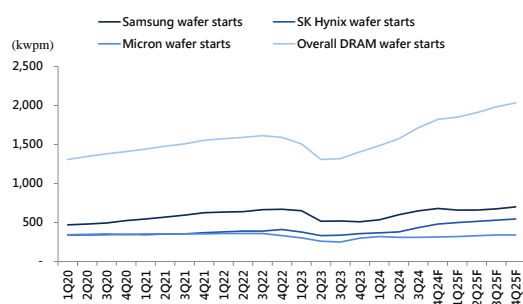
- Samsung P4L 廠新產能預估將於 3Q25 開出，不過 P4L 二期、P5L 則遞延至 2026 年
- SK Hynix M15X 則預計將於 2025 年底完工，2026 年開始量產
- Micron 之 Boise、New York 則預估於 2026 年後才將開始量產。

圖 12：原廠新產能將於 2H25、2026 年開出，中系業者也持續擴張產能

Company	Max capacity (kwpm)	Fab plant	Location	Construction Status
Samsung	~120	P3L	Korea	Be completed in mid-2022, expect 1) DRAM capacity to attain 45/95K in end <b>2023/24</b> , 2) NAND capacity to attain 10/20K in end <b>2023/24</b> .
	-	P4L	Korea	Expected to be completed in <b>3Q25</b> . Phase 2 will be delayed to 2026.
	-	P5L	Korea	Expected to be delayed to 2026.
SK hynix	-	M15X	Korea	NAND: Construction will be completed in early <b>2025</b> .
Micron	45	A3 (P2)	Taiwan	A3: Phase 2 will be transform into advanced package line.
	-	Boise	The U.S.	DRAM: Construction began in 2Q23, and expected to complete in <b>2025</b> , and will MP in <b>2026</b> .
	-	N.Y.		DRAM: Scheduled to be constructed in 2024, will MP in <b>2026-2030</b> .
Kioxia	~130	Fab 7	Japan	NAND: Can produce 162L NAND, but MP was delayed.
	-	K2	Japan	NAND: Expect to be completed in 2024.
Nanya	50	5A	Taiwan	DRAM: Transform the old product line to 1B/1Cnm.
Winbond	75-90	KH	Taiwan	DRAM: Phase 1 capacity is 15kwpm, will transfer from 25Snm to 20nm.
YMTC	120	Wuhan Fab 1	China	NAND: Expand Fab1/2 capacity, expect to attain 100/25K in end-2024.
	25	Wuhan Fab 2	China	
CXMT	100	HF-Phase2	China	DRAM: Ramp up in 2023, estimate 2024 capacity to reach 70kwpm, but yield rate for 17nm ~50%.
	20	BJ-Phase1	China	DRAM: Ramp up in 2023, estimate 2024 capacity to reach 30kwpm.

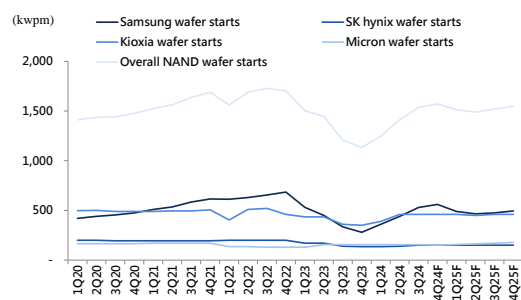
資料來源：元大投顧

圖 13：DRAM 晶圓投片量將持續增加



資料來源：元大投顧預估

圖 14：NAND 晶圓投片量預估於 1H25 回落



資料來源：元大投顧預估



## 獲利調整與股票評價

### 下修營收與獲利主要反映營運回溫幅度低於預期，目前評價以合理，維持持有評等

此次下修 2024/2025 年本業獲利 9.3%/7%，主因反映 4Q24 除 AI Server 相關需求(先進封裝、企業級 SSD、Power Module)外，其他業務回溫幅度較原先預期低。預估 2024 年營收將年增 5.6%，毛利率年增 1.4 個百分點至 19.3%，EPS 8.9 元，年減 16%。

展望 2025 年預估在邏輯業務新產品，如: Power Module、FCBGA、CIS 與車用等新業務成長下，可望抵銷 1H25 消費型 DRAM/NAND 業務因客戶庫存調整所帶來之負面影響。預期營收將年增 11.7%至 830 億元，毛利率年增 1 個百分點至 20.3%，EPS 9.7 元，年增 9.3%。

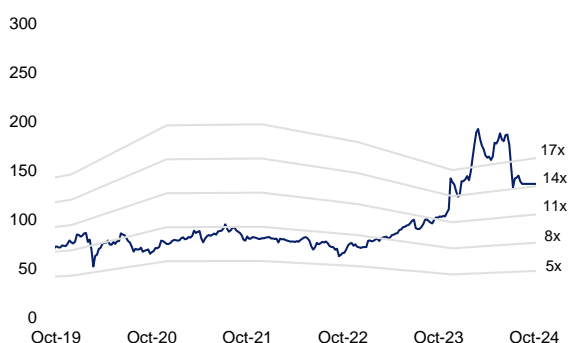
目前評價約落於 14/13x 2024/2025 本益比，為過往平均之上緣，維持「持有-落後同業」，目標價下修至 130 元，係根據 13 倍目標本益比、2025 年 EPS 9.7 元。

圖 15：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	74,368	77,916	83,041	89,238	-4.6%	-6.9%
營業毛利	14,367	15,507	16,829	18,038	-7.3%	-6.7%
營業利益	9,827	10,831	12,022	12,933	-9.3%	-7.0%
稅前利益	10,777	11,793	12,019	12,814	-8.6%	-6.2%
稅後淨利	6,675	7,491	7,638	8,228	-10.9%	-7.2%
調整後 EPS (元)	8.86	9.94	9.68	10.43	-10.9%	-7.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	19.3%	19.9%	20.3%	20.2%	-0.6	0.1
營業利益率	13.2%	13.9%	14.5%	14.5%	-0.7	0.0
稅後純益率	9.0%	9.6%	9.2%	9.2%	-0.6	0.0

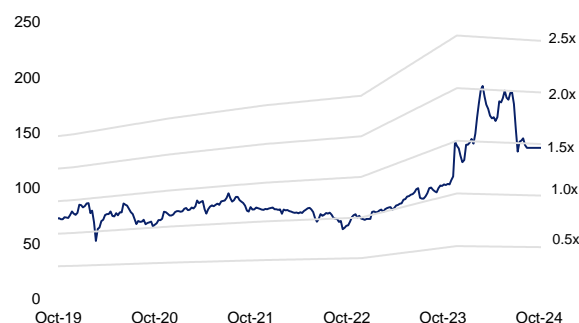
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估



圖 18：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
力成	6239 TT	持有-落後同業	126.0	2,989	10.55	8.86	9.68	11.9	14.2	13.0	(7.8)	(16.0)	9.3
國外同業													
Amkor	AMKR US	未評等	30.0	7,384	1.5	1.6	2.4	20.5	19.1	12.7	(53.4)	7.5	50.5
長電科技	600584 CH	未評等	39.1	9,798	0.8	1.1	1.6	47.7	34.6	24.6	(54.8)	37.7	40.8
通富微電	002156 CH	未評等	23.5	5,072	0.1	0.6	0.8	210.6	41.3	29.3	(69.8)	409.6	40.8
天水華天	002185 CH	未評等	10.8	4,834	0.1	0.1	0.2	152.1	75.1	44.7	(69.8)	102.5	68.2
晶方科技	603005 CH	未評等	23.8	2,177	0.2	0.5	--	103.3	53.2	--	(34.3)	94.4	--
國外同業平均					0.5	0.8	1.2	106.8	44.7	27.8	(56.4)	130.3	50.1
國內同業													
日月光	3711 TT	買進	162.0	22,500	6.2	8.4	11.1	26.0	19.3	14.6	(57.1)	34.5	32.1
京元電	2449 TT	買進	135.0	5,177	4.2	6.8	6.2	32.1	19.8	21.6	(0.7)	62.6	(8.6)
順邦	6147 TT	持有-超越同業	64.7	1,488	5.4	5.6	6.2	12.0	11.6	10.5	(35.7)	3.2	10.2
矽格	6257 TT	未評等	79.4	1,159	3.6	--	--	22.1	--	--	(46.3)	--	--
南茂	8150 TT	買進	36.5	828	2.6	3.9	5.6	14.0	9.3	6.6	(43.9)	51.0	41.2
國內同業平均					4.4	6.2	7.3	21.2	15.0	13.3	(36.7)	37.8	18.7

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 19：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
力成	6239 TT	持有-落後同業	126.0	2,989	14.0	11.9	12.9	72.28	75.24	72.42	1.7	1.7	1.7
國外同業													
Amkor	AMKR US	未評等	30.0	7,384	9.1	9.4	12.8	16.0	17.4	19.5	1.9	1.7	1.5
長電科技	600584 CH	未評等	39.1	9,798	6.0	7.5	9.6	14.6	15.7	17.2	2.7	2.5	2.3
通富微電	002156 CH	未評等	23.5	5,072	1.1	5.5	7.8	9.2	9.7	10.4	2.6	2.4	2.3
天水華天	002185 CH	未評等	10.8	4,834	1.5	2.9	4.6	4.9	5.1	5.3	2.2	2.1	2.0
晶方科技	603005 CH	未評等	23.8	2,177	5.1	6.5	7.8	6.3	6.7	7.1	3.8	3.5	3.4
國外同業平均					4.6	6.3	8.5	10.2	10.9	11.9	2.6	2.5	2.3
國內同業													
日月光	3711 TT	買進	162.0	22,500	10.5	11.0	13.6	68.0	91.2	98.6	2.4	1.8	1.6
京元電	2449 TT	買進	135.0	5,177	15.6	19.6	16.0	31.8	38.0	40.3	4.2	3.6	3.4
順邦	6147 TT	持有-超越同業	64.7	1,488	8.9	7.7	8.5	65.1	65.5	67.7	1.0	1.0	1.0
矽格	6257 TT	未評等	79.4	1,159	9.2	--	--	--	--	--	--	--	--
南茂	8150 TT	買進	36.5	828	7.6	11.4	12.7	34.2	34.9	37.2	1.1	1.1	1.0
國內同業平均					10.4	12.4	12.7	49.8	57.4	61.0	2.2	1.8	1.7

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 20：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	18,329	19,586	18,728	17,724	17,179	19,686	23,284	22,892	74,368	83,041
銷貨成本	(15,122)	(15,861)	(14,717)	(14,300)	(13,954)	(15,927)	(18,193)	(18,137)	(60,000)	(66,212)
營業毛利	3,207	3,726	4,010	3,424	3,225	3,759	5,091	4,754	14,367	16,829
營業費用	(1,162)	(1,148)	(1,184)	(1,046)	(1,014)	(1,161)	(1,327)	(1,305)	(4,541)	(4,807)
營業利益	2,045	2,577	2,826	2,379	2,211	2,598	3,764	3,449	9,827	12,022
業外利益	675	348	(63)	(9)	(6)	(2)	(1)	5	950	(3)
稅前純益	2,719	2,925	2,763	2,370	2,205	2,596	3,763	3,454	10,777	12,019
所得稅費用	(613)	(611)	(564)	(498)	(463)	(545)	(790)	(725)	(2,286)	(2,524)
少數股東權益	370	485	452	510	497	472	454	434	1,817	1,857
歸屬母公司稅後純益	1,737	1,828	1,747	1,362	1,245	1,578	2,519	2,295	6,675	7,638
調整後每股盈餘(NT\$)	2.29	2.41	2.34	1.82	1.67	2.11	3.09	2.81	8.86	9.68
調整後加權平均股數(百萬股)	747	747	747	747	747	747	747	747	747	816
重要比率										
營業毛利率	17.5%	19.0%	21.4%	19.3%	18.8%	19.1%	21.9%	20.8%	19.3%	20.3%
營業利益率	11.2%	13.2%	15.1%	13.4%	12.9%	13.2%	16.2%	15.1%	13.2%	14.5%
稅前純益率	14.8%	14.9%	14.8%	13.4%	12.8%	13.2%	16.2%	15.1%	14.5%	14.5%
稅後純益率	9.5%	9.3%	9.3%	7.7%	7.3%	8.0%	10.8%	10.0%	9.0%	9.2%
有效所得稅率	22.5%	20.9%	20.4%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.2%	21.0%
季增率(%)										
營業收入	-3.7%	6.9%	-4.4%	-5.4%	-3.1%	14.6%	18.3%	-1.7%		
營業利益	-20.9%	26.0%	9.7%	-15.8%	-7.1%	17.5%	44.9%	-8.4%		
稅後純益	-56.2%	5.3%	-4.4%	-22.0%	-8.6%	26.7%	59.6%	-8.9%		
調整後每股盈餘	-56.2%	5.2%	-2.9%	-22.0%	-8.6%	26.7%	46.2%	-8.9%		
年增率(%)										
營業收入	16.4%	13.8%	1.5%	-6.9%	-6.3%	0.5%	24.3%	29.2%	5.6%	11.7%
營業利益	19.5%	40.0%	40.1%	-7.9%	8.1%	0.8%	33.2%	45.0%	20.5%	22.3%
稅後純益	54.0%	36.1%	11.1%	-65.6%	-28.3%	-13.7%	44.2%	68.5%	-10.7%	11.8%
調整後每股盈餘	54.1%	36.1%	12.9%	-65.1%	-27.2%	-12.3%	32.0%	54.2%	-16.0%	9.3%

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

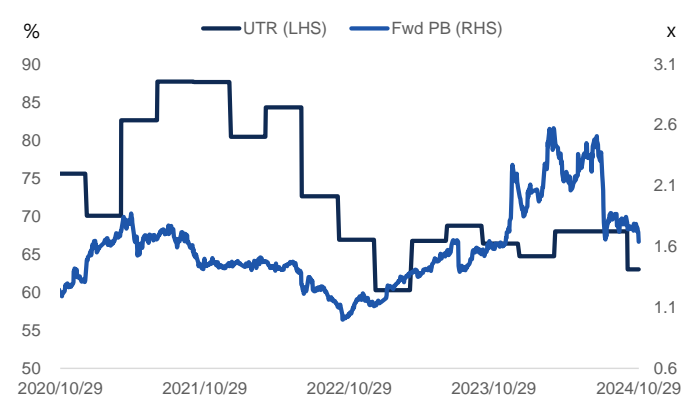
公司成立於 1997 年，為全球第五大封測廠，主要股東為美商金士頓集團。從事晶圓凸塊、針測、IC 封裝、測試、預燒至成品以及固態硬碟封裝。應用產品包含邏輯 IC (營收佔比約 35%)與記憶體(營收佔比包含 DRAM 與 NAND 約 55%)。主要客戶包含 Micron、聯發科、Kioxia 與瑞薩，廠房分布於台灣新竹、日本橫濱與熊本。2017 年則收購美光子公司 Tera Probe 39.6%股權，目標取得車用與 IoT PoP 封裝技術，為日本車用電子及物聯網業佈局；2018 年為先進面板級扇外型封裝佈局，於新竹科學園區投入高階封裝新廠建設計畫。公司未來發展方向為增加邏輯封測營收、開發先進封裝技術，如應用於 HBM 之 TSV 製程與面板級扇出封裝(Panel Level Fan Out)以及提供整合性封測服務(Turn-Key Service)。

圖 21：前十大股東

Name	Holding %
Polaris Securities Investment Trust	5.72
China Life Insurance Co.	4.94
Cathay Life Insurance Co.	4.45
Kingston Tech Co.	3.94
Federated Technology Corp.	3.73
Hermes Inv FD PUB	3.73
FMR LLC	3.05
Vanguard Group Inc.	2.95
Chunghwa Post Co.	2.5
Nan Shan Life Insurance Co.	2.42

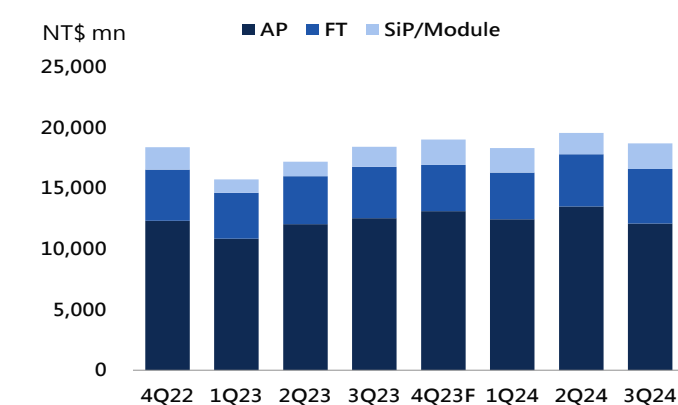
資料來源：公司資料、TEJ、Bloomberg

圖 22：力成稼動率預估



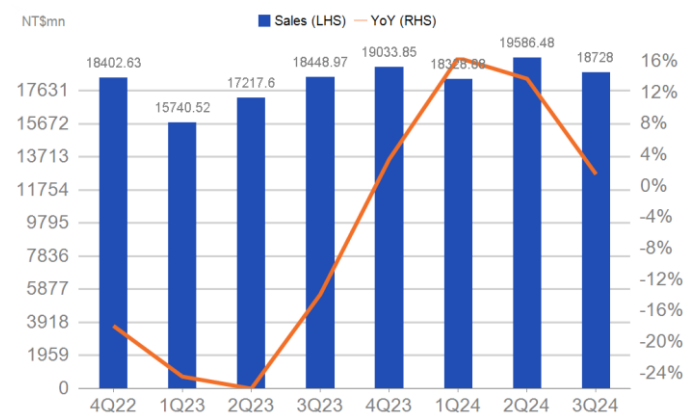
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 23：營收組成



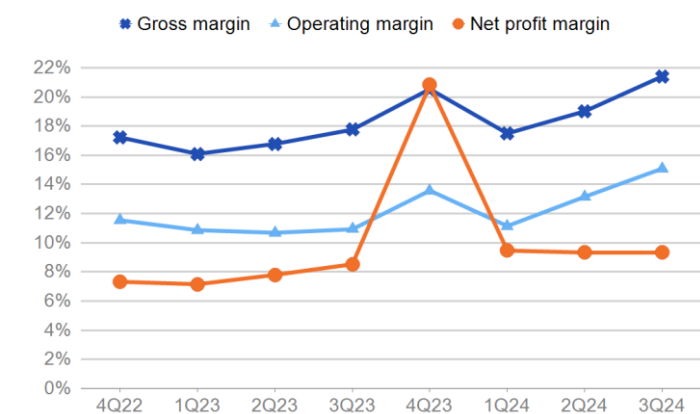
資料來源：公司資料

圖 24：營收趨勢



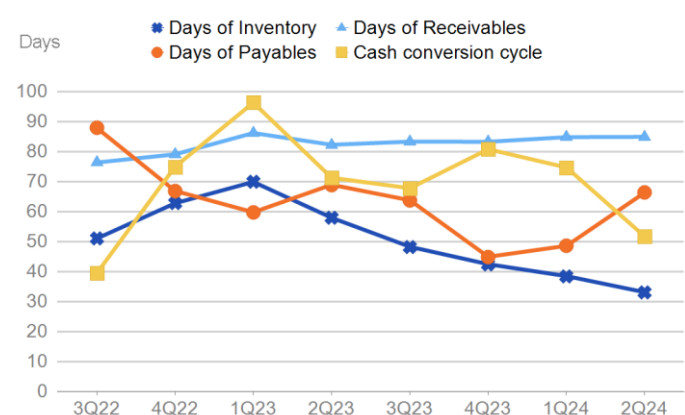
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：毛利率、營益率、淨利率



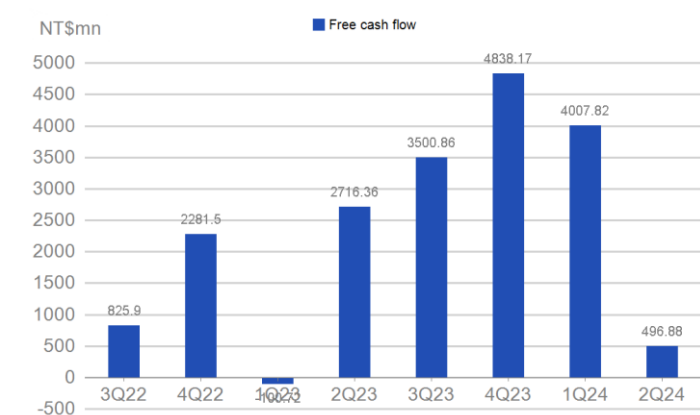
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：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：** 力成整體的 ESG 風險評級屬於中度風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名落於略為落後的位置，但在半導體設計與製造行業的公司中排名略微領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 力成的整體曝險屬於中等水準，但仍略優於半導體設計與製造行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包括政治遊說、利益衝突、反競爭行為、稅務和會計違規行為等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 力成在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。ESG 報告內容具整體性。公司有一名高管作為其 ESG 委員會的成員。此外，力成的環境政策也很完善。它還實行了嚴謹的供應鏈篩選標準。例如，供應商標準涉及童工和強迫勞動。力成也制定了適當的舉報人計劃。

圖 28：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	28.3
在 ESG 議題上的曝險 (A)	50.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	47.5
風險評級	中 <span>★</span>
同業排行(1~100，1 為最佳)	45

資料來源：Sustainalytics (2024/10/29)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

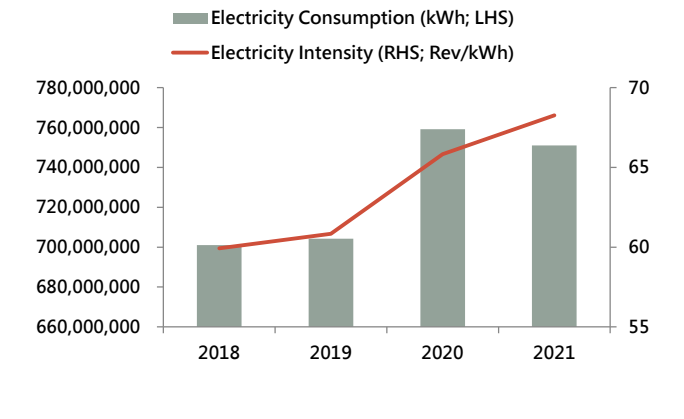
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

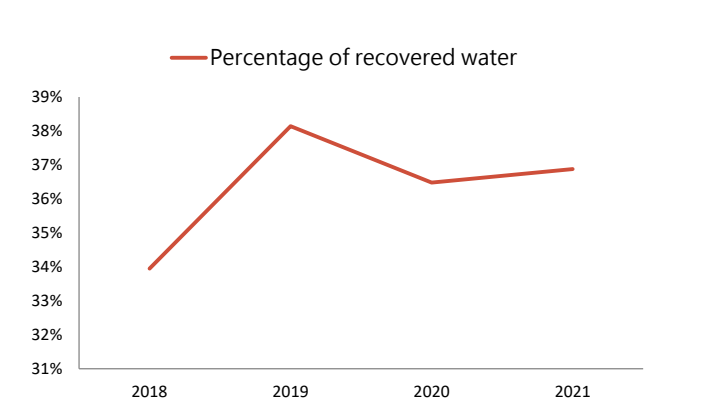
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 29：用電效率



資料來源：公司資料、Reuters

圖 30：水資源回收



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	22,614	20,373	21,080	30,845	39,385
存貨	6,768	10,753	6,681	6,470	8,042
應收帳款及票據	17,975	14,347	16,679	12,711	14,590
其他流動資產	4,601	4,304	3,755	3,755	3,755
流動資產	51,959	49,777	48,194	53,782	65,772
採用權益法之投資	0	0	1,174	1,174	1,174
固定資產	63,237	64,818	56,924	57,169	54,179
無形資產	983	1,126	1,107	1,107	1,107
其他非流動資產	2,409	3,249	3,755	3,755	3,755
非流動資產	66,628	69,192	62,960	63,206	60,216
資產總額	118,587	118,969	111,155	116,988	125,988
應付帳款及票據	6,899	5,594	5,077	6,233	9,005
短期借款	72	70	65	65	65
什項負債	16,348	13,951	11,366	11,366	11,366
流動負債	23,319	19,615	16,508	17,664	20,436
長期借款	30,013	30,354	23,198	24,698	26,198
其他負債及準備	1,949	2,678	2,342	2,342	2,342
長期負債	31,962	33,031	25,540	27,040	28,540
負債總額	55,281	52,646	42,048	44,704	48,976
股本	7,791	7,591	7,591	7,591	7,591
資本公積	271	150	237	237	237
保留盈餘	43,574	45,551	48,242	49,603	52,474
什項權益	(2,129)	(1,003)	(1,201)	(1,201)	(1,201)
歸屬母公司之權益	49,507	52,289	54,870	56,230	59,101
非控制權益	13,799	14,034	14,237	16,053	17,911
股東權益總額	63,306	66,323	69,106	72,284	77,012

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	11,726	10,752	9,509	8,491	9,495
折舊及攤提	14,052	14,855	13,614	14,779	14,990
本期營運資金變動	(3,073)	(2,940)	779	5,334	(678)
其他營業資產 及負債變動	1,945	257	(4,221)	0	0
營運活動之現金流量	24,649	22,923	19,682	28,604	23,807
資本支出	(15,275)	(18,582)	(8,727)	(15,024)	(12,000)
本期長期投資變動	0	0	1,174	0	0
其他資產變動	1,216	(346)	2,250	0	0
投資活動之現金流量	(14,059)	(18,927)	(5,303)	(15,024)	(12,000)
股本變動	0	(200)	0	0	0
本期負債變動	(2,330)	395	(6,752)	1,500	1,500
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(3,856)	(5,086)	(5,231)	(5,314)	(4,767)
其他調整數	(2,529)	(1,870)	(1,547)	0	0
融資活動之現金流量	(8,716)	(6,761)	(13,530)	(3,814)	(3,267)
匯率影響數	(280)	525	(143)	0	0
本期產生現金流量	1,594	(2,241)	706	9,766	8,540
自由現金流量	9,375	4,341	10,955	13,580	11,807

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	83,794	83,927	70,441	74,368	83,041
銷貨成本	(64,499)	(66,551)	(57,832)	(60,000)	(66,212)
營業毛利	19,295	17,376	12,609	14,367	16,829
營業費用	(4,770)	(4,928)	(4,455)	(4,541)	(4,807)
推銷費用	(405)	(429)	(256)	(211)	(249)
研究費用	(2,443)	(2,462)	(2,458)	(2,863)	(3,063)
管理費用	(1,973)	(2,036)	(1,742)	(1,466)	(1,495)
其他費用	51	(1)	1	0	0
營業利益	14,525	12,448	8,154	9,827	12,022
利息收入	47	109	342	319	320
利息費用	(298)	(349)	(422)	(292)	(347)
利息收入淨額	(251)	(239)	(80)	27	(27)
投資利益(損失)淨額	0	0	(21)	(7)	0
匯兌損益	(261)	1,510	112	735	0
其他業外收入(支出)淨額	693	(79)	3,879	196	24
稅前純益	14,705	13,640	12,043	10,777	12,019
所得稅費用	(2,980)	(2,888)	(2,534)	(2,286)	(2,524)
少數股權淨利	2,828	2,065	1,501	1,817	1,857
歸屬母公司之稅後純益	8,898	8,687	8,009	6,675	7,638
稅前息前折舊攤銷前淨利	28,986	28,751	25,984	(4,952)	(2,968)
調整後每股盈餘 (NT\$)	11.42	11.44	10.55	8.86	9.68

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	10.0	0.2	(16.1)	5.6	11.7
營業利益	35.5	(14.3)	(34.5)	20.5	22.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	18.3	(0.8)	(9.6)	--	--
稅後純益	43.4	(8.3)	(11.6)	(10.7)	11.8
調整後每股盈餘	28.1	0.2	(7.8)	(16.0)	9.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	23.0	20.7	17.9	19.3	20.3
營業利益率	17.3	14.8	11.6	13.2	14.5
稅前息前淨利率	17.2	15.8	16.5	13.2	14.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	34.6	34.3	36.9	(6.7)	(3.6)
稅前純益率	17.6	16.3	17.1	14.5	14.5
稅後純益率	10.6	10.4	11.4	9.0	9.2
資產報酬率	10.3	9.1	8.3	7.3	7.5
股東權益報酬率	19.3	16.6	14.0	11.9	12.9
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	87.3	79.4	60.9	61.9	63.6
淨負債權益比(%)	11.8	15.2	3.2	(8.4)	(17.0)
利息保障倍數 (倍)	50.4	40.1	29.5	38.0	35.6
流動比率 (%)	222.8	253.8	291.9	304.5	321.8
速動比率 (%)	191.9	196.8	249.8	267.8	282.5
淨負債 (NT\$百萬元)	7,471	10,050	2,183	(6,082)	(13,122)
調整後每股淨值 (NT\$)	63.54	68.88	72.28	75.24	72.42
評價指標 (倍)					
本益比	11.0	11.0	11.9	14.2	13.0
股價自由現金流量比	11.0	23.7	9.4	7.6	8.7
股價淨值比	2.0	1.8	1.7	1.7	1.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.6	3.6	4.0	--	--
股價營收比	1.2	1.2	1.5	1.4	1.2

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。

力成 (6239 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20230425	91.80	110.00	98.62	買進	劉誠新
2	20230726	110.00	120.00	107.59	持有-超越同業	劉誠新
3	20231025	107.50	105.00	100.50	持有-超越同業	劉誠新
4	20231213	135.00	190.00	181.87	買進	劉誠新
5	20240131	148.50	190.00	181.87	買進	劉誠新
6	20240501	174.50	190.00	181.87	持有-超越同業	劉誠新
7	20240731	169.00	145.00	138.79	持有-落後同業	劉誠新

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請。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 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>.