

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	122.00 元
目標價	
3 個月	130.00 元
12 個月	130.00 元

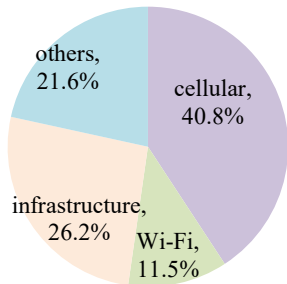
近期報告日期、評等及前日股價

07/31/2024	Neutral	149.00
06/20/2024	到達目標價	160.50
04/29/2024	Trading Buy	142.50
04/16/2024	Trading Buy	147.00
02/14/2024	Buy	159.50

公司基本資訊

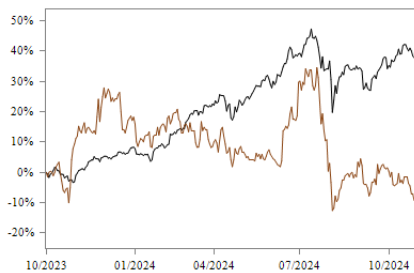
目前股本(百萬元)	4,239
市值(億元)	517
目前每股淨值(元)	86.53
外資持股比(%)	17.41
投信持股比(%)	0.29
董監持股比(%)	5.54
融資餘額(張)	9,095
現金股息配發率(%)	0.00

產品組合



股價相對大盤走勢

— 3105 — TWSE



穩懋(3105 TT)

Neutral

預估 2Q25 以前均較缺乏營收動能，維持 Neutral 評等。

投資建議：由於中國 Android 手機需求持續低迷，3Q24 穩懋業績表現已轉差，預估 4Q24 產能利用率再較 3Q24 降低，加上 1Q 通常為 cellular、Wi-Fi、VCSEL 等手機相關產品出貨低點，換言之，2Q25 以前均較缺乏營收動能，故群益維持對穩懋 Neutral 的投資建議。

3Q24 稅後淨利 2.28 億元，QoQ-53.02%：由於中國 Android 手機需求較先前預估更低迷，3Q24 穩懋的營收 43.48 億元，QoQ-12.37%，減少幅度大於先前法說會預估(5~10%)，並導致穩懋的整體產能利用率降低至 50%(2Q24 為 65%)，毛利率隨之降低至 21.57%(2Q24 為 27.24%)，營業利益 QoQ-75.06%，雖然 3Q24 認列 2.64 億元匯兌利益，業外表現優於 2Q24，但 3Q24 稅後淨利減少至 2.28 億元，QoQ-53.02%。此外，穩懋子公司持有中國客戶股票因 2Q24、3Q24 季底股價差距有限，故 3Q24 對穩懋營收、毛利率影響程度甚小。

再就 3Q24 穩懋的產品結構而言，首先，cellular 產品營收 16.09 億元，QoQ-22.80%，減少幅度居各產品線之冠，原因在於中國 Android 手機需求持續降溫；其次，Wi-Fi 產品營收 7.83 億元，QoQ-12.37%，原因在於手機品牌廠 2H24 新機相關訂單數量已不及 2Q24；infrastructure 產品營收 12.61 億元，QoQ-9.24%，雖低於 2Q24，但高於先前法說會預估；至於其他項產品營收 6.96 億元，QoQ+16.84%，動能來自 iPhone 新產品效應。

預估 4Q24 產能利用率再走跌：觀察目前穩懋的接單狀況，預估 infrastructure、其他項產品 4Q24 營收與 3Q24 差距有限，不過，群益預估，4Q24 穩懋的營收 37.19 億元，QoQ-14.47%，原因主要有二，(1)中國 Android 手機需求未見回溫跡象，預估 cellular 產品出貨量再較 3Q24 減少，(2)Wi-Fi 產品 2H24 手機新機相關訂單出貨高峰已過。在整體產能利用率再較 3Q24 走跌下，預估 4Q24 毛利率降低至 16.69%，本業隨之轉盈為虧，稅後虧損 2.34 億元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	15,836	17,470	18,195	4,165	4,868	4,442	4,961	4,348	3,719	3,651	4,414	4,989
營業毛利淨額	3,469	3,905	4,167	919	1,433	995	1,352	938	621	607	928	1,303
營業利益	-56	670	861	70	639	184	501	125	-140	-203	74	462
稅後純益	-80	886	617	34	385	407	485	228	-234	-229	65	404
稅後 EPS(元)	-0.19	2.09	1.46	0.08	0.91	0.96	1.14	0.54	-0.55	-0.54	0.15	0.95
毛利率(%)	21.91%	22.35%	22.90%	22.07%	29.43%	22.39%	27.24%	21.57%	16.69%	16.62%	21.03%	26.11%
營業利率(%)	-0.35%	3.83%	4.73%	1.68%	13.13%	4.13%	10.10%	2.88%	-3.77%	-5.55%	1.67%	9.27%
稅後純益率(%)	-0.50%	5.07%	3.39%	0.82%	7.91%	9.16%	9.78%	5.24%	-6.28%	-6.26%	1.48%	8.10%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-13.62%	10.32%	4.15%	5.61%	16.88%	-8.74%	11.68%	-12.37%	-14.47%	-1.82%	20.91%	13.02%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	-30.41%	N.A	1,031.38%	5.63%	19.32%	-53.02%	N.A	N.A	N.A	519.33%

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 42.39 億元計算。

2024 年 11 月 1 日

企業 ESG 資訊揭露：

就企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫而言，穩懋持續透過各項節能措施提升廠內能源使用效率，以減少節省用電度數，且新設產線全面採用最佳可行技術，實際措施包括 PFCs 尾氣處理設備全面採用去除效率達 90% 以上之型式(IPCC 公告指定型式)、逐步汰換既設產線之 PFCs 尾氣處理設備、評估製程氣體減量使用或取代高潛勢溫室氣體使用、採取工程改善或設備更換以降低用電量、評估新建廠房設置廠內再生能源等。

再就企業產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果而言，穩懋致力於新技術的開發，持續推出高效能的技術平台，以生產更具能源效益和節能的半導體通訊產業產品，因終端產品應用逐漸擴及手機、無線網路、雷達、衛星等各個通訊領域，有助於全球能源節省和減少用電消耗。此外，藉由穩懋多功能的晶片整合、製程線寬的縮減以及製程能力的提升，終端產品之尺寸、單位晶片使用量均持續減少，亦得以為守護地球環境盡一份心力。

中國 Andorid 手機需求較先前預估更低迷，3Q24 稅後淨利 2.28 億元，QoQ-53.02%：

穩懋為矽化鎵晶圓代工廠，目前共擁有 3 座廠(均位於桃園)，其中，華亞 A 廠、華亞 B 廠合計的廠房空間與龜山新廠(fab C)接近，目前穩懋的總產能為 4.3 萬片/月(以 6 吋晶圓為計算基礎)，且桃園龜山新廠仍有剩餘空間可供設置機台，估計最高產能可達 5 萬片/月，此外，穩懋亦已於高雄路竹購地，且現正進行土建，隨時因應長線業績成長所需。

穩懋主要提供 HBT(異質接面雙極性電晶體)、pHENT(應變式異質接面高遷移率電晶體)兩種製程技術，產品終端應用包括 cellular、Wi-Fi、infrastructure 等，其中，cellular、Wi-Fi 產品近幾年合計的營收比重為 65~75%，兩者的需求與整體 Smartphone 市場銷售狀況高度相關，季節性波動較大，旺季通常為 2Q、3Q。至於 infrastructure 產品近幾年的營收比重為 20~30%，訂單來源包括基地台、衛星通訊、光纖通訊等廠商，此部份訂單的認證通常耗時較久，但通過後即可穩定出貨。

穩懋亦跨足 VCSEL 領域，VCSEL 的終端應用包括臉部辨識、擴增實境、自動駕駛等，潛在商機龐大，以 VCSEL 為主的其他項(others)產品近幾年的營收比重為 15~25%。相較於其他同業的產線多為 2 吋、3 吋、4 吋廠，穩懋乃以 6 吋廠爭取訂單，在量大的消費性產品的成本競爭優勢明確，目前訂單多來自美國消費性電子廠。

產品結構為影響穩懋毛利率的重要因素之一，在穩懋各主要產品中，infrastructure 產品主打少量多樣的利基市場，毛利率高於穩懋平均；cellular、Wi-Fi 產品因價格競爭較激烈，毛利率通常低於穩懋的平均毛利率；至於 VCSEL 訂單雖多來自消費性電子產品市場，但目前毛利率高於穩懋的平均毛利率。

3Q24 穩懋的營收 43.48 億元，QoQ-12.37%，減少幅度大於先前法說會預估(5~10%)，原因在於中國 Android 手機需求較先前預估更低迷，並導致穩懋的整體產能利用率降低至 50%(2Q24 為 65%)，毛利率隨之降低至 21.57%(2Q24 為 27.24%)，營業利益 QoQ-75.06%，雖然 3Q24 認列 2.64 億元匯兌利益，業外表現優於 2Q24，但 3Q24 稅後淨利減少至 2.28 億元，QoQ-53.02%。此外，穩懋子公司持有中國客戶股票因 2Q24、3Q24 季底股

2024 年 11 月 1 日

價差距有限，故 3Q24 對穩懋營收、毛利率影響程度甚小。

再就 3Q24 穩懋的產品結構而言，首先，cellular 產品營收 16.09 億元，QoQ-22.80%，減少幅度居各產品線之冠，原因在於中國 Android 手機需求持續降溫；其次，Wi-Fi 產品營收 7.83 億元，QoQ-12.37%，原因在於手機品牌廠 2H24 新機相關訂單數量已不及 2Q24；infrastructure 產品營收 12.61 億元，QoQ-9.24%，雖低於 2Q24，但高於先前法說會預估；至於其他項產品營收 6.96 億元，QoQ+16.84%，動能來自 iPhone 新產品效應。

因 cellular、Wi-Fi 產品需求持續疲弱，預估 4Q24 產能利用率再走跌：

觀察目前穩懋的接單狀況，預估 infrastructure、其他項產品 4Q24 營收與 3Q24 差距有限，不過，群益預估，4Q24 穩懋的營收 37.19 億元，QoQ-14.47%，原因主要有二，(1)中國 Android 手機需求未見回溫跡象，預估 cellular 產品出貨量再較 3Q24 減少，(2)Wi-Fi 產品 2H24 手機新機相關訂單出貨高峰已過。在整體產能利用率再較 3Q24 走跌下，預估 4Q24 毛利率降低至 16.69%，本業隨之轉盈為虧，稅後虧損 2.34 億元。

預估 2Q25 以前均較缺乏營收動能，故群益維持對穩懋 Neutral 的投資建議：

由於中國 Android 手機需求持續低迷，3Q24 穩懋業績表現已轉差，預估 4Q24 產能利用率再較 3Q24 降低，加上 1Q 通常為 cellular、Wi-Fi、VCSEL 等手機相關產品出貨低點，換言之，2Q25 以前均較缺乏營收動能，故群益維持對穩懋 Neutral 的投資建議。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 11 月 1 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	74,894	69,128	69,168	70,247	70,617
流動資產	26,455	17,213	17,163	17,431	17,898
現金及約當現金	16,332	10,380	10,326	10,499	10,774
應收帳款與票據	2,718	917	1,149	1,168	1,205
存貨	6,671	5,420	5,111	5,221	5,387
採權益法之投資	10,405	10,873	10,564	10,824	10,622
不動產、廠房設備	27,784	31,546	31,312	31,612	31,912
負債總計	37,772	33,939	33,819	34,370	35,131
流動負債	7,215	6,247	12,724	12,922	13,269
應付帳款及票據	2,163	1,017	1,362	1,388	1,418
非流動負債	30,557	27,692	21,095	21,422	21,807
權益總計	37,122	35,190	35,349	35,877	35,486
普通股股本	4,240	4,239	4,239	4,239	4,239
保留盈餘	19,960	18,351	17,213	17,740	17,350
母公司業主權益	34,938	33,329	33,955	34,841	34,907
負債及權益總計	74,894	69,128	69,168	70,247	70,617

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	26,182	18,334	15,836	17,470	18,195
營業成本	16,412	13,610	12,367	13,565	14,028
營業毛利淨額	9,770	4,725	3,469	3,905	4,167
營業費用	3,347	3,241	3,525	3,235	3,306
營業利益	6,423	1,484	-56	670	861
EBITDA	10,839	6,360	4,521	6,389	6,390
業外收入及支出	-23	232	-828	-2	-592
稅前純益	6,400	1,826	-679	668	268
所得稅	1,189	411	-121	140	108
稅後純益	5,455	1,802	-80	886	617
稅後 EPS(元)	12.87	4.25	-0.19	2.09	1.46
完全稀釋 EPS**	12.87	4.25	-0.19	2.09	1.46

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 42.39【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 42.39 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	2.49%	-29.97%	-13.62%	10.32%	4.15%
營業毛利淨額	-7.55%	-51.64%	-26.57%	12.56%	6.71%
營業利益	-17.46%	-76.90%	N.A	N.A	28.50%
稅後純益	-16.45%	-66.96%	N.A	N.A	-30.41%

獲利能力分析(%)

毛利率	37.32%	25.77%	21.91%	22.35%	22.90%
EBITDA(%)	41.40%	34.69%	28.55%	36.57%	35.12%
營益率	24.53%	8.09%	-0.35%	3.83%	4.73%
稅後純益率	20.83%	9.83%	-0.50%	5.07%	3.39%
總資產報酬率	7.28%	2.61%	-0.12%	1.26%	0.87%
股東權益報酬率	14.69%	5.12%	-0.23%	2.47%	1.74%

償債能力檢視

負債比率(%)	50.43%	49.10%	48.89%	48.93%	49.75%
負債/淨值比(%)	101.75%	96.45%	95.67%	95.80%	99.00%
流動比率(%)	366.67%	275.54%	134.89%	134.89%	134.89%

其他比率分析

存貨天數	135.32	162.14	155.41	139.00	138.00
應收帳款天數	33.14	36.17	23.80	24.20	23.80

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	7,815	5,968	4,270	5,557	5,253
稅前純益	6,400	1,826	-679	668	268
折舊及攤銷	4,167	4,303	4,739	4,785	4,830
營運資金變動	-1,484	1,905	423	-103	-173
其他營運現金	-1,268	-2,066	-214	207	328
投資活動現金	-14,594	-7,081	-2,753	-3,250	-3,306
資本支出淨額	-8,070	-7,042	-3,203	-3,000	-3,000
長期投資變動	-6,654	-492	-56	-500	-500
其他投資現金	130	453	505	250	194
籌資活動現金	14,831	-5,023	-1,676	-2,033	-1,672
長借/公司債變動	18,581	963	5,376	326	384
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-4,240	-3,392	-1,060	0	-551
其他籌資現金	491	-2,595	-5,992	-2,360	-1,506
淨現金流量	7,975	-5,952	-54	273	275
期初現金	8,356	16,332	10,380	10,326	10,599
期末現金	16,332	10,380	10,326	10,599	10,874

資料來源：CMoney、群益

2024 年 11 月 1 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	3,944	4,165	4,868	4,442	4,961	4,348	3,719	3,651	4,414	4,989	5,140	4,381
營業成本	3,153	3,246	3,435	3,448	3,610	3,410	3,098	3,044	3,486	3,687	3,811	3,503
營業毛利淨額	791	919	1,433	995	1,352	938	621	607	928	1,303	1,329	878
營業費用	961	849	794	811	850	813	761	809	854	840	802	829
營業利益	-170	70	639	184	501	125	-140	-203	74	462	527	50
業外收入及支出	-191	-114	-357	125	-46	121	-202	-166	-101	-123	-202	-166
稅前純益	-362	-44	282	309	455	246	-342	-369	-27	339	325	-117
所得稅	-86	37	5	42	62	37	0	0	0	51	57	0
稅後純益	-97	34	385	407	485	228	-234	-229	65	404	376	24
最新股本	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239
稅後EPS(元)	-0.23	0.08	0.91	0.96	1.14	0.54	-0.55	-0.54	0.15	0.95	0.89	0.06

獲利能力(%)

毛利率(%)	20.05%	22.07%	29.43%	22.39%	27.24%	21.57%	16.69%	16.62%	21.03%	26.11%	25.86%	20.04%
營業利益率(%)	-4.32%	1.68%	13.13%	4.13%	10.10%	2.88%	-3.77%	-5.55%	1.67%	9.27%	10.25%	1.13%
稅後純益率(%)	-2.46%	0.82%	7.91%	9.16%	9.78%	5.24%	-6.28%	-6.26%	1.48%	8.10%	7.32%	0.54%

QoQ(%)

營業收入淨額	37.92%	5.61%	16.88%	-8.74%	11.68%	-12.37%	-14.47%	-1.82%	20.91%	13.02%	3.02%	-14.76%
營業利益	N.A	N.A	812.32%	-71.29%	173.08%	-75.06%	N.A	N.A	N.A	525.43%	14.00%	-90.58%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	9.30%	47.45%	-45.96%	N.A	N.A	N.A	N.A	-4.23%	N.A
稅後純益	N.A	N.A	1031.38%	5.63%	19.32%	-53.02%	N.A	N.A	N.A	519.33%	-6.88%	-93.73%

YoY(%)

營業收入淨額	-25.55%	6.56%	37.85%	55.35%	25.80%	4.39%	-23.61%	-17.82%	-11.02%	14.76%	38.23%	20.01%
營業利益	N.A	N.A	2990.70%	N.A	N.A	78.39%	N.A	N.A	-85.25%	269.83%	N.A	N.A
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	37.95%	N.A	N.A
稅後純益	N.A	-90.33%	N.A	N.A	N.A	569.94%	N.A	N.A	-86.56%	77.20%	N.A	N.A

註1：稅後EPS以股本42.39億元計算

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。