

全新 (2455 TT) VPEC

2H24 中國手機需求續弱，然長期成長格局不變

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$160.0

收盤價 (2024/10/30) : NT\$141.0

隱含漲幅 : 13.5%

營收組成 (3Q24)

微電子 76%、光電子 24%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	160.0	175.0
2024年營收 (NT\$/十億)	3.3	3.5
2024年EPS	3.7	4.1

交易資料表

市值	NT\$26,070百萬元
外資持股比例	25.9%
董監持股比例	6.1%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$18.43
負債比	28.3%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (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	2,604	2,694	3,278	3,875
營業利益	580	542	783	1,066
稅後純益	545	450	686	881
EPS (元)	2.94	2.43	3.71	4.77
EPS YoY (%)	-36.4	-17.3	52.3	28.5
本益比 (倍)	47.9	57.9	38.0	29.6
股價淨值比 (倍)	8.5	8.5	7.7	6.9
ROE (%)	17.1	14.6	20.1	23.5
現金殖利率 (%)	1.6%	1.6%	1.4%	2.1%
現金股利 (元)	2.30	2.20	1.90	2.89

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

柯妤璇

Varine.Ko@yuanta.com

元大觀點

- 全新 3Q24 獲利低於預期 16%，並下修 4Q24 獲利預估 23%，主因中國 Android 手機需求續弱且美系新機備貨高峰已過。
- AI 資料中心需求強勁且日系矽光子客戶上修訂單展望，帶動 2024 年資料中心財測由 3.3 億上修至 3.5 億，估 23-25 年營收 CAGR 達 46%。
- 基於對微電子復甦展望更加保守，本中心將 2024/25 年 EPS 下修 10%/9%至 3.71 元/4.77 元，目標價由前次 175 元下修至 160 元。

手機客戶拉貨動能不如預期，使 3Q24 獲利低於預期

全新 3Q24 營收為 8.1 億元，季減 8%、年增 5%，其中微電子營收季減 15%，主因中國 Android 手機需求疲軟及美系新機拉貨動能不如預期，而光電子營收季增 29%。毛利率季增 1.4 個百分點至 41.0%，反映產品組合優化抵銷產能利用率下滑之負面影響，然略低於本中心及市場預期 0.5 個百分點。EPS 為 0.78 元，季減 28%、年持平，低於本中心及市場預期 16%，受業外認列匯兌損失約 1,400 萬元所拖累。

中國手機需求持續疲弱，預期 4Q24 為營運谷底

中國 Android 手機需求續弱，且美系新機備貨高峰已過，並未見到原預期之追單效應，因此我們下修 4Q24 營收 16%至 7.6 億元，季減 6%、年減 19%；惟光電子方面，AI 資料中心需求維持強勁加上日系矽光子客戶上修訂單展望，帶動 2024 年整體資料中心營收財測由 3.3 億元上修至 3.5 億元。毛利率因產品組合優化而季增 1.1 個百分點、年減 1.9 個百分點至 42.1%；EPS 為 0.80 元，季增 2%、年減 22%。

手機需求疲弱拖累短期營運，然光電子長期成長格局不變

基於中國手機需求維持疲軟，4Q24 未如預期出現回溫，故我們對 2025 年微電子復甦展望更加保守，下修 2024/2025 年營收預估 5%/6%至 32.8 億元/38.8 億元，EPS 分別下修 10%/9%至 3.71 元/4.77 元。公司目前股價交易於 2024/2025 年預估 EPS 的 38 倍/30 倍，處於過去三年本益比區間 20-46 倍之中下緣。考量 1) 微電子受惠 Wi-Fi 7 持續滲透進而帶動 PA 需求成長；2) AI 資料中心需求推升光電子業務持續強勁成長，預估 2023-25 年營收 CAGR 達 46%，2025 年營收比重攀升至三成帶動毛利率展望轉佳，本中心維持目標本益比 33 倍以及 2025 年 EPS，將目標價由前次 175 元下修至 160 元，維持買進投資評等。

營運分析

3Q24 EPS 低於本中心及市場預期 16%，反映微電子拉貨較預期疲軟及業外損失

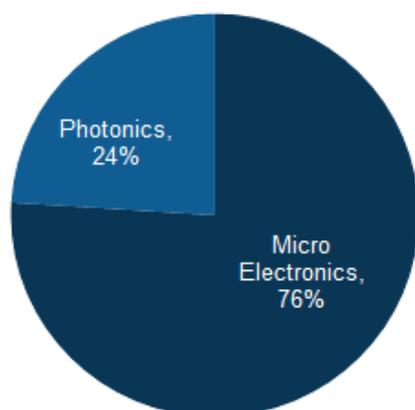
全新 3Q24 營收為 8.1 億元，季減 8%、年增 5%，低於本中心/市場預期 5%/6%，其中微電子營收季減 15%，主因中國 Android 手機需求疲軟及美系新機拉貨動能不如預期，而光電子營收季增 29%，主要反映 1) 認列上一季遞延的手機感測和 LiDAR 研發單、2) AI 眼鏡研發單開始交貨、3) 客戶上修 2H24 資料中心產品訂單並持續出貨。毛利率季增 1.4 個百分點至 41.0%，反映產品組合優化抵銷產能利用率下滑之負面影響，然略低於本中心及市場預期 0.5 個百分點。營業利益為 2.0 億元，季減 5%、年增 27%，低於本中心/市場預期 6%/9%。營業利益率為 24.2%，季增 0.8 個百分點、年增 4.2 個百分點，低於本中心/市場預期 0.4/0.8 個百分點。EPS 為 0.78 元，季減 28%、年持平，低於本中心及市場預期 16%，受業外認列匯兌損失約 1,400 萬元所拖累。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	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	768	876	806	-8.0%	4.9%	845	854	-4.6%	-5.7%
營業毛利	307	347	331	-4.7%	7.6%	351	354	-5.9%	-6.7%
營業利益	154	205	195	-5.0%	26.6%	207	213	-6.1%	-8.5%
稅前利益	180	231	181	-21.4%	1.0%	214	212	-15.2%	-14.3%
稅後淨利	144	201	144	-28.4%	0.0%	171	171	-15.8%	-15.6%
調整後 EPS (元)	0.78	1.09	0.78	-28.4%	0.0%	0.93	0.92	-15.8%	-15.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	40.0%	39.6%	41.0%	1.4	1.1	41.6%	41.5%	-0.5	-0.5
營業利益率	20.0%	23.4%	24.2%	0.8	4.2	24.6%	24.9%	-0.4	-0.8
稅後純益率	18.7%	23.0%	17.9%	-5.1	-0.9	20.3%	20.0%	-2.4	-2.1

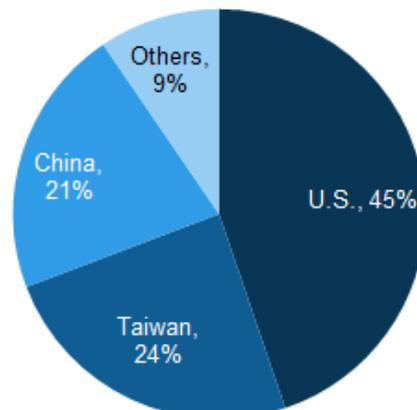
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：3Q24 營收組成(產品別)



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：3Q24 營收組成(地區別)



資料來源：公司資料、元大投顧

終端需求未見起色，預估 4Q24 營收進一步下滑 6%

本中心預估全新 4Q24 營收為 7.6 億元，季減 6%、年減 19%，其中微電子季減而光電子季增。毛利率率季增 1.1 個百分點、年減 1.9 個百分點至 42.1%，反映高毛利的光電子營收占比增加 5 個百分點。營業利益為 1.8 億元，季減 5%、年減 32%；營業利益率季持平、年減 4.7 個百分點至 24.3%。EPS 為 0.80 元，季增 2%、年減 22%，季增反映 3Q24 認列匯兌損失故基期較低。

- **微電子**：中國手機需求維持疲軟，尤其中低階手機以急單拉貨為主，避免堆積庫存；同時美系新機備貨高峰已過，截至目前銷售表現普通，並未看到原本預期的追單效應，因此本中心將微電子營收由季增下修季減 low-teens，建議關注預計 1H25 發表的 iPhone SE4、Android 新機備貨狀況以及中國經濟刺激政策傳導至終端消費的實際效益。
- **光電子**：隨著 AI 資料中心產品持續出貨，此外日系客戶之矽光子產品於 4Q24 開始量產，對本季營收貢獻由 1,000 萬上修至 2,000 萬，使得 2024 年整體資料中心營收財測由 3.3 億元上修至 3.5 億元。本中心預估 4Q24 光電子營收將季增 mid-teens，且營收比重由 3Q24 的 24% 進一步上升至 29%。

圖 4：2024 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	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	937	806	759	-5.8%	-19.0%	901	890	-15.7%	-14.6%
營業毛利	412	331	320	-3.3%	-22.4%	377	376	-15.3%	-14.9%
營業利益	271	195	184	-5.4%	-32.0%	234	232	-21.1%	-20.6%
稅前利益	236	181	185	2.2%	-21.3%	240	233	-22.8%	-20.6%
稅後淨利	188	144	148	2.4%	-21.5%	192	188	-23.2%	-21.7%
調整後 EPS (元)	1.02	0.78	0.80	2.4%	-21.5%	1.04	1.02	-23.2%	-21.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	44.0%	41.0%	42.1%	1.1	-1.9	41.9%	42.2%	0.2	-0.1
營業利益率	29.0%	24.2%	24.3%	0.1	-4.7	25.9%	26.1%	-1.7	-1.8
稅後純益率	20.1%	17.9%	19.4%	1.6	-0.6	21.3%	21.2%	-1.9	-1.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

AI 資料中心需求強勁，2025 年光電子展望耀眼

展望 2025 年，光電子多項專案開始放量，包含 1) 美系 CSP 客戶的 400G 短距發射和接收端產品已於去年完成驗證，預計自 1Q25 開始每季貢獻 3,000~4,000 萬元營收；2) 日系矽光子客戶上修訂單，估 2025 年貢獻全新營收 1~2 億元；3) 光收發模組大廠維持今年底 1.6T 開始出貨的看法不變，預期全新 1.6T InP 接收端產品將於 1H25 放量並貢獻營收，帶動光電子營收強勁年成長 66%，2023-25 年 CAGR 達 46%；微電子方面，看好手機市況溫和復甦以及 Wi-Fi 7 升級推動 PA 需求增加，預估微電子營收年增 4%。整體而言，我們預估 2025 年營收年增 18% 至 38.8 億元，EPS 年增 29% 至 4.77 元。

圖 5：AI 資料中心相關產品

客戶	距離	速度	產品類型	材料	研發/量產	狀態
美系	短短距	400G	發射/接收	GaAs/GaAs	4Q24 量產	目前已小批量出貨到美系資料中心做測試，預計 4Q24 開始量產
		800G	發射/接收	GaAs/InP	研發中	發射端 GaAs 還在開發，接收端 InP 預計年底驗證
美系	短距	800G	接收	InP	已量產	訂單能見度已至 2Q25
		1.6T	接收	InP	研發中	美系終端客戶已完成驗證
美系	中長距	800G	接收	InP	已量產	每月固定的量平穩交貨
		1.6T	接收	InP	研發中	美系終端客戶已完成驗證
日系	中長距	800G	發射	InP	4Q24 量產	終端客戶為美系企業級資料中心

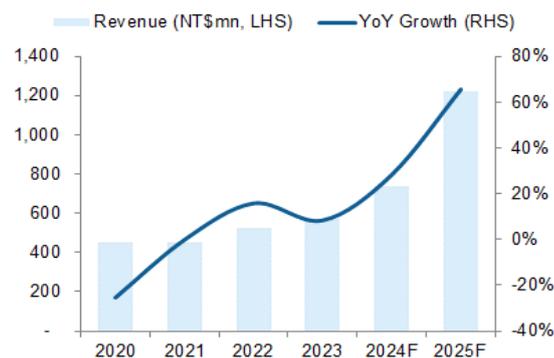
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 6：預估 24/25 年微電子營收年增 21%/4%



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：預估 2023-25 年光電子營收 CAGR 46%



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。

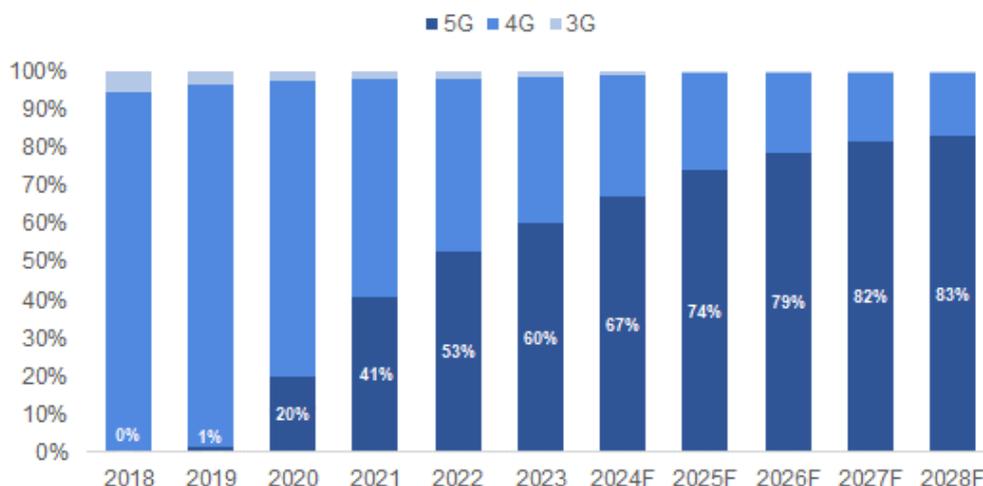
根據研調機構 IDC 指出，全球 5G 手機滲透率在短短幾年內由 2019 年的 1%大幅上升至 2023 年的 60%，預估 2024/25 年 5G 手機滲透率將進一步增加至 67%/74%的水準，出貨量分別為 8.1 億支與 9.2 億支。由於 5G 手機不僅要向下兼容 4G 頻段，還需要額外支援新增的 n41、n77、n78、n79 頻段，因此 5G 手機所需的 PA 用量高達 6~8 顆，比 4G 手機高出 50~100%。5G 手機滲透率上升將有助於每支手機的 PA 內涵價值提升，進而帶動 PA 整體需求量與市場規模成長。

圖 8：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 9：5G 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 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 最大理論速率來到 46.1 Gbps，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 10：Wi-Fi 規格演進表

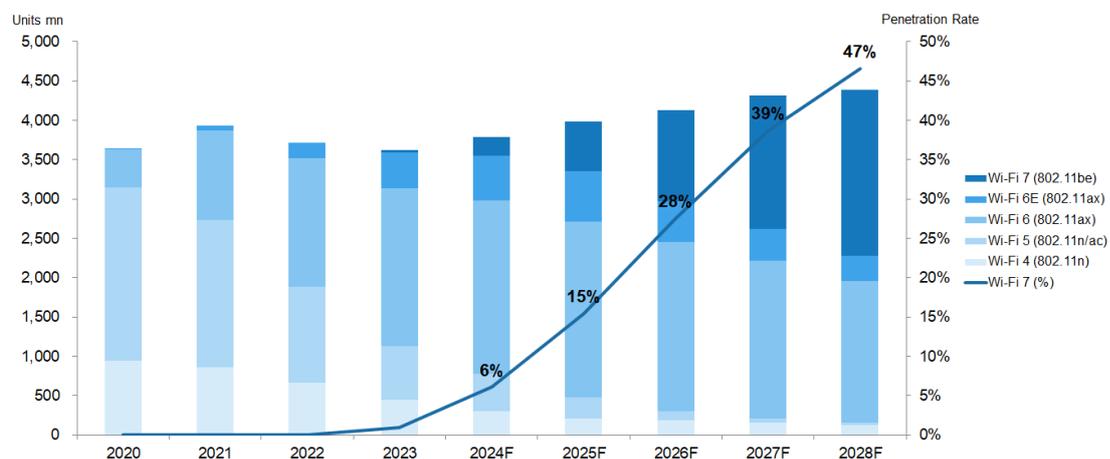
	WiFi 5	WiFi 6	WiFi 6E	WiFi 7
IEEE 標準	802.11ac	802.11ax		802.11be
發佈日期	2013	2019	2021	2024
頻段	5 GHz	2.4 GHz, 5 GHz	2.4 GHz, 5 GHz, 6 GHz	
最大數據速度	3.5 Gbps	9.6 Gbps		46.1 Gbps
最大頻道寬度	80MHz	160MHz		320MHz
調變技術	256-QAM OFDM	1024-QAM OFDMA		4096-QAM OFDMA
MIMO	4x4 DL MIMO (DL)	8x8 UL/DL MU-MIMO		16x16 UL/DL 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 Ultra 率先支援 Wi-Fi 7，iPhone 16 全系列亦同步升級至 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 2~3 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 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 11：2023-2028 年全球 Wi-Fi 7 出貨量 CAGR 達 126%



資料來源：IDC

獲利調整與股票評價

光電子長線成長格局不變，惟手機需求疲弱拖累短期營運，下修目標價至 160 元

基於中國手機需求維持疲軟，4Q24 未如預期出現回溫，故我們對 2025 年微電子復甦展望更加保守，下修 2024/2025 年營收預估 5%/6%至 32.8 億元/38.8 億元，毛利率均小幅下調 0.1 個百分點至 40.8%/42.8%，產品組合轉佳部分抵銷營收規模下修的不利影響，EPS 分別下修 10%/9%至 3.71 元/4.77 元。

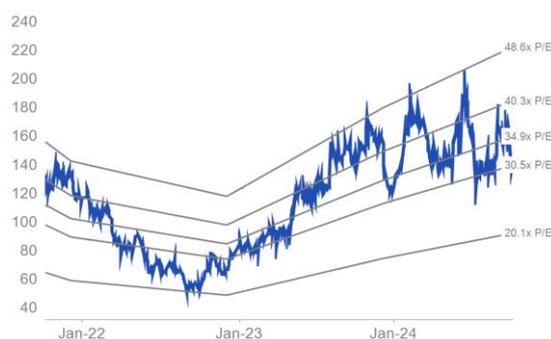
公司目前股價交易於 2024/2025 年預估 EPS 的 38 倍/30 倍，處於過去三年本益比區間 20-46 倍之中下緣。考量 1) 微電子受惠 Wi-Fi 7 持續滲透進而帶動 PA 需求成長；2) AI 資料中心需求推升光電子業務持續強勁成長，預估 2023-25 年營收 CAGR 達 46%，2025 年營收比重攀升至三成帶動毛利率展望轉佳，本中心維持目標本益比 33 倍以及 2025 年 EPS，將目標價由前次 175 元下修至 160 元，維持買進投資評等。

圖 12：2024 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	3,278	3,459	3,875	4,101	-5.2%	-5.5%
營業毛利	1,338	1,417	1,660	1,759	-5.5%	-5.6%
營業利益	783	845	1,066	1,162	-7.3%	-8.2%
稅前利益	839	926	1,086	1,188	-9.4%	-8.6%
稅後淨利	686	757	881	964	-9.5%	-8.6%
調整後 EPS (元)	3.71	4.10	4.77	5.22	-9.5%	-8.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	40.8%	41.0%	42.8%	42.9%	-0.1	-0.1
營業利益率	23.9%	24.4%	27.5%	28.3%	-0.5	-0.8
稅後純益率	20.9%	21.9%	22.7%	23.5%	-1.0	-0.8

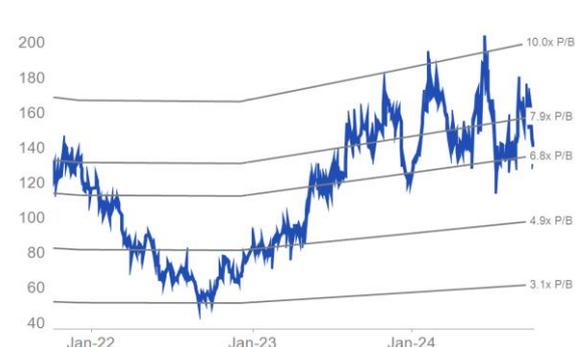
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 14：12 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 15：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
全新	2455 TT	買進	141.0	814	2.43	3.71	4.77	57.9	38.0	29.6	(17.3)	52.3	28.5
國內同業													
穩懋	3105 TT	未評等	122.0	1,613	(0.2)	4.1	5.8	--	29.7	21.0	--	--	41.4
宏捷科	8086 TT	買進	92.4	566	0.4	3.0	3.3	221.4	30.4	28.3	485.7	628.6	7.6
聯亞	3081 TT	未評等	322.5	930	(2.3)	(0.3)	5.3	--	--	60.4	--	--	--
國內同業平均					(0.7)	2.3	4.8	221.4	30.1	36.6	485.7	628.6	24.5
國外同業													
SKYWORKS	SWKS US	未評等	98.0	15,657	6.2	6.3	6.4	15.9	15.7	15.3	(21.5)	1.4	2.5
QORVO	QRVO US	未評等	100.5	9,532	1.0	6.0	6.0	99.6	16.8	16.7	(89.2)	494.0	0.6
QUALCOMM	QCOM US	未評等	176.0	196,064	6.6	10.1	11.2	26.8	17.5	15.7	(43.2)	53.6	11.0
BROADCOM	AVGO US	未評等	179.2	837,154	3.4	4.8	6.2	52.8	37.1	29.1	23.7	42.4	27.6
三安光電	600703 CH	未評等	13.7	9,565	0.1	0.3	0.3	184.2	50.9	45.1	(50.5)	262.0	12.9
SUMITOMO CHEMICAL	4005 JP	未評等	411.1	4,443	4.3	(153.3)	18.9	96.2	--	21.8	(95.7)	--	--
IQE	IQE LN	未評等	12.5	146	(3.3)	(1.8)	(1.4)	--	--	--	--	--	--
國外同業平均					2.6	(18.2)	6.8	79.2	27.6	23.9	(46.1)	170.7	10.9

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 16：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
全新	2455 TT	買進	141.0	814	14.6	20.1	23.5	16.60	18.43	20.31	8.5	7.7	6.9
國內同業													
穩懋	3105 TT	未評等	122.0	1,613	(0.2)	4.8	7.2	80.1	85.7	89.7	1.5	1.4	1.4
宏捷科	8086 TT	買進	92.4	566	1.1	7.6	7.9	38.1	40.1	41.3	2.4	2.3	2.2
聯亞	3081 TT	未評等	322.5	930	(5.2)	(0.9)	11.6	42.2	41.4	44.7	7.6	7.8	7.2
國內同業平均					(1.4)	3.8	8.9	53.5	55.7	58.6	3.9	3.8	3.6
國外同業													
SKYWORKS	SWKS US	未評等	98.0	15,657	23.7	12.8	13.1	38.2	38.4	39.1	2.6	2.6	2.5
QORVO	QRVO US	未評等	100.5	9,532	14.4	13.3	12.1	38.2	37.1	36.8	2.6	2.7	2.7
QUALCOMM	QCOM US	未評等	176.0	196,064	48.8	41.3	41.1	19.3	22.4	26.7	9.1	7.9	6.6
BROADCOM	AVGO US	未評等	179.2	837,154	78.7	36.4	37.2	5.8	14.3	18.6	31.0	12.6	9.6
三安光電	600703 CH	未評等	13.7	9,565	--	3.7	3.6	7.8	7.9	8.2	1.8	1.7	1.7
SUMITOMO CHEMICAL	4005 JP	未評等	411.1	4,443	0.6	(48.4)	2.9	716.3	570.0	603.2	0.6	0.7	0.7
IQE	IQE LN	未評等	12.5	146	--	(0.2)	(14.4)	18.9	15.4	13.4	0.7	0.8	0.9
國外同業平均					33.2	8.4	13.7	120.6	100.8	106.6	6.9	4.1	3.5

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 17：季度及年度簡明損益表 (合併)

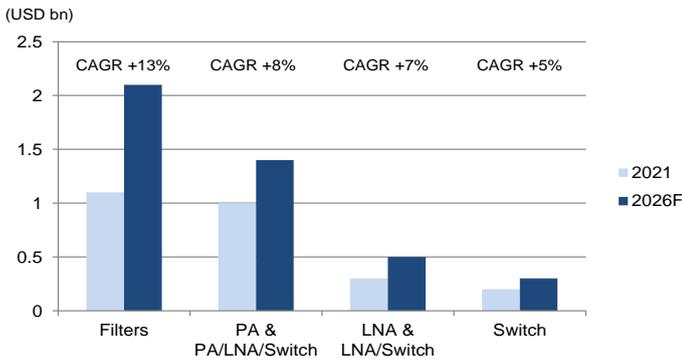
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	837	876	806	759	813	930	1,048	1,084	3,278	3,875
銷貨成本	(496)	(529)	(475)	(440)	(464)	(530)	(599)	(622)	(1,940)	(2,215)
營業毛利	341	347	331	320	349	400	449	462	1,338	1,660
營業費用	(142)	(142)	(136)	(135)	(142)	(146)	(153)	(153)	(555)	(594)
營業利益	199	205	195	184	207	254	296	309	783	1,066
業外利益	42	26	(14)	1	6	5	4	5	56	20
稅前純益	242	231	181	185	213	259	300	314	839	1,086
所得稅費用	(49)	(30)	(37)	(38)	(43)	(36)	(61)	(64)	(153)	(205)
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	193	201	144	148	169	223	239	250	686	881
調整後每股盈餘(NT\$)	1.04	1.09	0.78	0.80	0.92	1.21	1.29	1.35	3.71	4.77
調整後加權平均股數(百萬股)	185	185	185	185	185	185	185	185	185	185
重要比率										
營業毛利率	40.8%	39.6%	41.0%	42.1%	43.0%	43.0%	42.8%	42.6%	40.8%	42.8%
營業利益率	23.8%	23.4%	24.2%	24.3%	25.5%	27.3%	28.2%	28.5%	23.9%	27.5%
稅前純益率	28.8%	26.4%	22.5%	24.4%	26.1%	27.9%	28.7%	29.0%	25.6%	28.0%
稅後純益率	23.0%	23.0%	17.9%	19.4%	20.8%	24.0%	22.8%	23.1%	20.9%	22.7%
有效所得稅率	20.1%	13.0%	20.4%	20.5%	20.2%	13.9%	20.3%	20.4%	18.2%	18.9%
季增率(%)										
營業收入	-10.6%	4.6%	-8.0%	-5.8%	7.1%	14.3%	12.7%	3.5%		
營業利益	-26.6%	2.9%	-5.0%	-5.4%	12.3%	22.6%	16.6%	4.6%		
稅後純益	2.7%	4.1%	-28.4%	2.4%	14.7%	31.8%	7.2%	4.5%		
調整後每股盈餘	2.7%	4.1%	-28.4%	2.4%	14.7%	31.8%	7.2%	4.5%		
年增率(%)										
營業收入	112.3%	47.3%	4.9%	-19.0%	-2.9%	6.2%	30.0%	42.7%	21.7%	18.2%
營業利益	824.2%	115.1%	26.6%	-32.0%	3.9%	23.7%	51.8%	67.8%	44.5%	36.0%
稅後純益	1508.3%	89.6%	0.0%	-21.5%	-12.3%	10.9%	66.0%	69.4%	52.3%	28.5%
調整後每股盈餘	1508.3%	89.6%	0.0%	-21.5%	-12.3%	10.9%	66.0%	69.4%	52.3%	28.5%

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

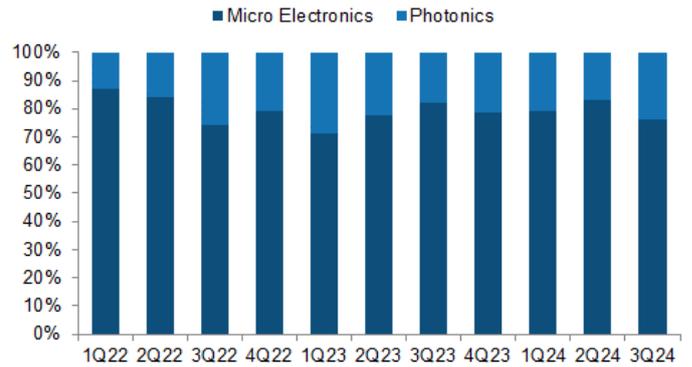
全新光電成立於 1996 年 11 月，是以 MOCVD 技術生產砷化鎵(GaAs)磊晶供應商，產品包括 HBT、PHEMT、InP HBT、BiHEMT、HCPV、PIN Diode 等，生產基地位於台灣桃園，為台灣第一家本土砷化鎵磊晶製造商，目前在無線通訊用砷化鎵磊晶的市佔率排名全球第一，主要競爭對手為英國的 IQE 以及國內的聯亞光電(3081.TT)。主要客戶包含射頻模組 ID 大廠 Qorvo、Skyworks 以及砷化鎵專業代工廠穩懋(3105.TT)、宏捷科(8086.TT)。2023 年產品組合為：微電子(RF、PA 相關) 78%、光電子(LD、VCSEL 等) 22%。

圖 18：RF 前端模組市場規模預估



資料來源：Yole、元大投顧預估

圖 19：營收組成



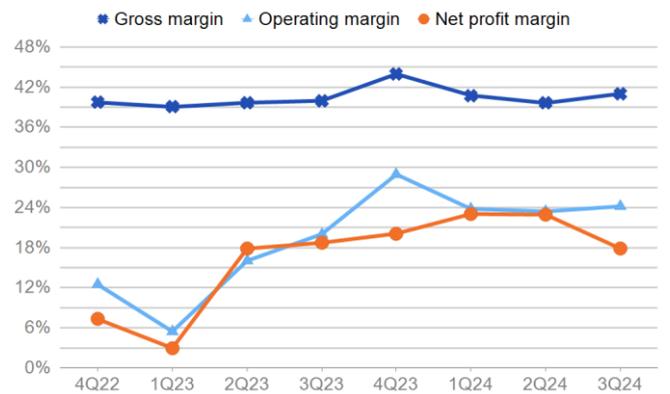
資料來源：公司資料

圖 20：營收趨勢



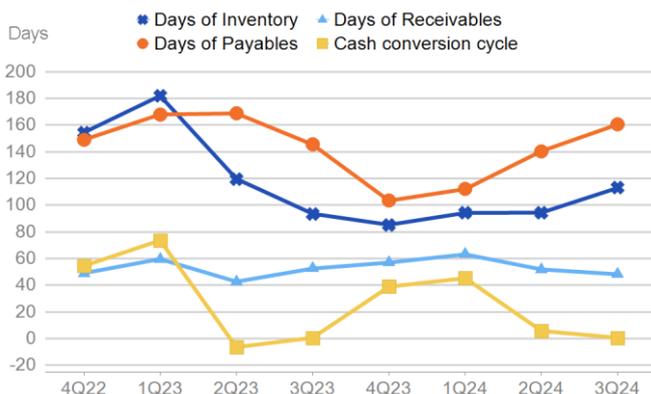
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：毛利率、營益率、淨利率



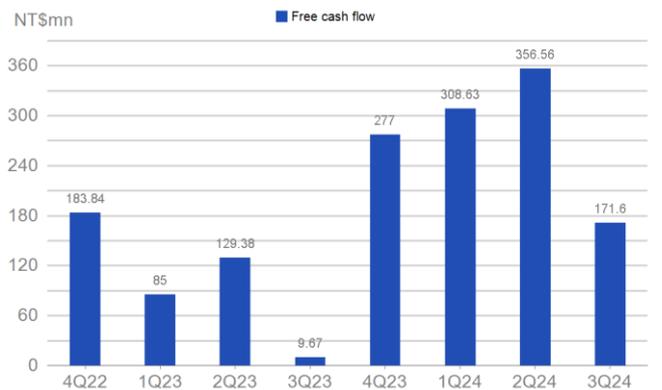
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：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**：全新整體的 ESG 風險評級屬於低風險，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，但在通信設備行業的公司中排名領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：全新的整體曝險屬於較低水準，領先通信設備行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資本、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**：全新在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。公司遵循適當的 ESG 揭露，且全新持續推動相關能源管理措施，落實環境管理的方針，表明對投資者和公眾的強烈責任感。

圖 24：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	18.8
在 ESG 議題上的曝險 (A)	30.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	41.4
風險評級	低 ★
同業排行(1~100, 1 為最佳)	25

資料來源：Sustainalytics (2024/10/31)

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

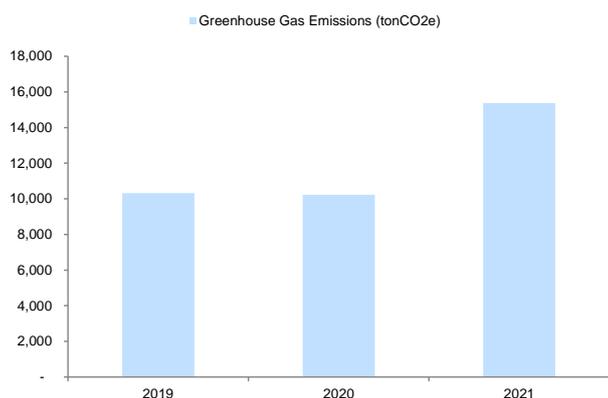
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

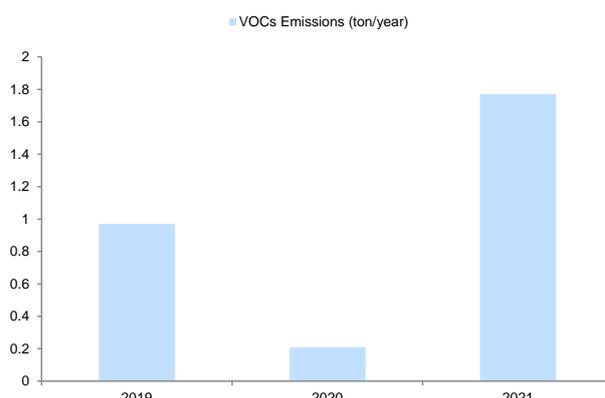
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 25：溫室氣體排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 26：VOCs 排放量



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	1,210	753	826	1,301	1,387
存貨	415	487	505	558	655
應收帳款及票據	585	291	622	671	751
其他流動資產	92	89	93	93	93
流動資產	2,302	1,620	2,045	2,623	2,886
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	2,405	2,712	2,490	2,275	2,390
無形資產	5	6	7	7	7
其他非流動資產	138	74	35	35	35
非流動資產	2,548	2,792	2,532	2,318	2,432
資產總額	4,851	4,412	4,578	4,941	5,319
應付帳款及票據	372	176	397	421	453
短期借款	480	200	100	100	100
什項負債	520	356	302	302	302
流動負債	1,372	732	799	823	855
長期借款	200	590	700	700	700
其他負債及準備	0	7	9	9	9
長期負債	200	597	709	709	709
負債總額	1,573	1,329	1,508	1,532	1,564
股本	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849
資本公積	17	17	17	17	17
保留盈餘	1,412	1,217	1,242	1,577	1,923
什項權益	0	0	(38)	(34)	(34)
歸屬母公司之權益	3,278	3,083	3,069	3,408	3,755
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	3,278	3,083	3,069	3,408	3,755

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	855	545	450	686	881
折舊及攤提	272	243	284	286	286
本期營運資金變動	(109)	28	(131)	(78)	(146)
其他營業資產 及負債變動	160	(173)	(32)	0	0
營運活動之現金流量	1,179	644	572	893	1,021
資本支出	(347)	(413)	(71)	(71)	(400)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(123)	(57)	0	0	0
投資活動之現金流量	(470)	(470)	(71)	(71)	(400)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(100)	110	10	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(479)	(740)	(425)	(351)	(534)
其他調整數	(2)	(2)	(3)	0	0
融資活動之現金流量	(581)	(632)	(419)	(351)	(534)
匯率影響數	16	1	(9)	4	0
本期產生現金流量	144	(457)	73	475	86
自由現金流量	832	231	501	822	621

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	3,609	2,604	2,694	3,278	3,875
銷貨成本	(2,089)	(1,515)	(1,585)	(1,940)	(2,215)
營業毛利	1,520	1,089	1,109	1,338	1,660
營業費用	(463)	(509)	(567)	(555)	(594)
推銷費用	(20)	(19)	(11)	(14)	(22)
研究費用	(282)	(358)	(427)	(383)	(378)
管理費用	(162)	(132)	(128)	(158)	(194)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	1,057	580	542	783	1,066
利息收入	2	5	16	20	30
利息費用	(7)	(7)	(13)	(11)	(10)
利息收入淨額	(5)	(2)	3	8	20
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(3)	84	(4)	46	0
其他業外收入(支出)淨額	5	6	1	1	0
稅前純益	1,053	667	542	839	1,086
所得稅費用	(198)	(123)	(91)	(153)	(205)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	855	545	450	686	881
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,332	917	839	1,069	1,351
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.63	2.94	2.43	3.71	4.77

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	36.4	(27.9)	3.5	21.7	18.2
營業利益	53.7	(45.1)	(6.5)	44.4	36.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	41.7	(31.1)	(8.6)	27.4	26.4
稅後純益	60.5	(36.3)	(17.4)	52.4	28.4
調整後每股盈餘	60.6	(36.4)	(17.3)	52.3	28.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	42.1	41.8	41.2	40.8	42.8
營業利益率	29.3	22.3	20.1	23.9	27.5
稅前息前淨利率	29.0	25.4	19.6	23.9	27.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	36.9	35.2	31.1	32.6	34.9
稅前純益率	29.2	25.6	20.1	25.6	28.0
稅後純益率	23.7	20.9	16.7	20.9	22.7
資產報酬率	18.7	11.8	10.0	13.9	16.6
股東權益報酬率	27.7	17.1	14.6	20.1	23.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	48.0	43.1	49.1	45.0	41.6
淨負債權益比 (%)	(16.2)	1.2	(0.8)	(14.7)	(15.6)
利息保障倍數 (倍)	158.9	102.7	42.7	74.1	108.7
流動比率 (%)	167.8	221.3	255.9	318.6	337.8
速動比率 (%)	130.9	142.7	181.3	250.8	261.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(530)	37	(26)	(501)	(587)
調整後每股淨值 (NT\$)	17.73	16.67	16.60	18.43	20.31
評價指標 (倍)					
本益比	30.5	47.9	57.9	38.0	29.6
股價自由現金流量比	31.4	113.0	52.0	31.7	42.0
股價淨值比	8.0	8.5	8.5	7.6	6.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	19.6	28.4	31.1	24.4	19.3
股價營收比	7.2	10.0	9.7	8.0	6.7

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

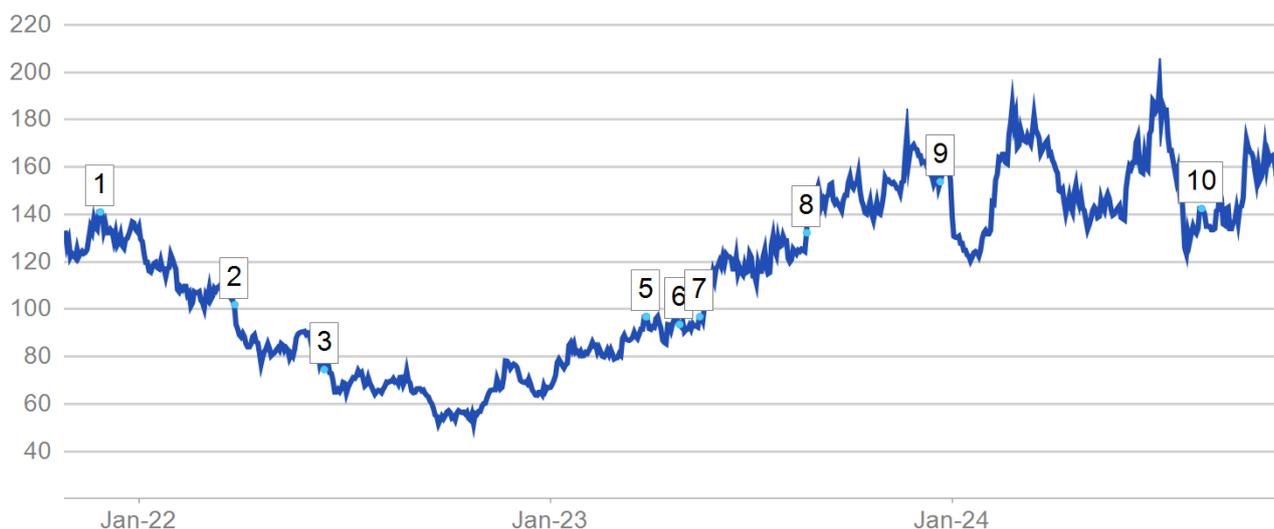
附錄：重要揭露事項

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。

全新 (2455 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	20211130	153.00	185.00	170.52	買進	陳柏因
2	20220406	110.50	135.00	124.43	買進	陳柏因
3	20220623	77.00	85.00	82.38	持有-超越同業	陳柏因
4	20230411	94.50	110.00	106.61	買進	黃政維
5	20230411	94.50	110.00	106.61	買進	黃政維
6	20230510	94.50	110.00	106.61	買進	黃政維
7	20230526	95.40	110.00	106.61	買進	黃政維
8	20230829	134.00	170.00	167.83	買進	黃政維
9	20231222	153.50	180.00	177.70	買進	黃政維
10	20240818	142.50	175.00	175.00	買進	蔣欣穎

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>.