

2024 年 11 月 6 日

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	83.50 元
目標價	
3 個月	86.00 元
12 個月	86.00 元

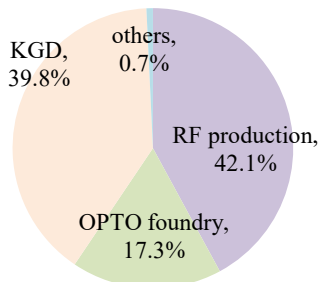
近期報告日期、評等及前日股價

09/27/2024	Neutral	42.10
06/21/2024	Neutral	48.85

公司基本資訊

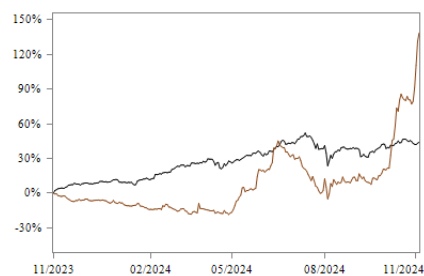
目前股本(百萬元)	1,118
市值(億元)	93
目前每股淨值(元)	24.81
外資持股比(%)	6.31
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	0.02
融資餘額(張)	13,390
現金股息配發率(%)	0.00

產品組合



股價相對大盤走勢

— 4991 — TWSE



環宇-KY(4991 TT)

Neutral

業外改善進度尚不確定，且評價未偏低，維持 Neutral 評等。

投資建議：受惠於資料中心 Google、Meta 等 CSP 持續佈建資料中心的產業趨勢，環宇-KY 本業展望仍佳，出售晶成持股則有助於減輕業外負擔，不過，另一轉投資常州成芯營運改善狀況及改由成本法評價的進度尚存在不確定性，加上目前評價未偏低，故群益維持對環宇-KY Neutral 的投資建議。

3Q24 稅後轉虧為盈：3Q24 環宇-KY 營收 4.58 億元，QoQ-2.08%，仍為 4Q20 迄今僅低於 2Q24 的次高水準，關鍵在於 KGD 受惠於資料中心相關買氣熱絡而出貨持續暢旺。在 KGD 營收比重由 2Q24 的 60% 提高至 3Q24 的 64% 下，環宇-KY 3Q24 毛利率提高至 37.04%，營業利益增加至 0.54 億元，QoQ+18.05%，此外，環宇-KY 認列出售晶成持股的處分投資利益 2.19 億元，加上認列常州承芯等轉投資的投資損失由 2Q24 的 2.99 億元縮小至 3Q24 的 1.19 億元，3Q24 隨之轉虧為盈，稅後淨利 1.53 億元。

2025 年營收動能主要仍來自於 KGD：展望 4Q24、2025 年，由於環宇-KY KGD 的客戶對 Google、Meta 等 4 大 CSP 滲透率均高，預估將持續受惠於 CSP 佈建資料中心的長線產業趨勢，加上主流規格由 800G 升級至 1.6T 的過程亦有助於維持環宇-KY KGD 的 ASP，預估 KGD 營收動能仍佳，預估將帶動環宇-KY 2025 年營收 YoY+12.81%。

規劃最快 1H25 將常州承芯改以成本法評價：現階段影響環宇-KY 業外表現程度較高者為常州承芯，該轉投資已有多款 SAW filter 通過客戶認證，預估 4Q24 出貨量明顯增加，且 2025 年營收 YoY+200~300%，營運逐漸上軌道，惟預估 2025 年仍將虧損。然而，環宇-KY 規劃逐步降低對常州承芯的持股比重，預計最快於 1H25 改由成本法(目前為權益法)評價，屆時即不再影響環宇-KY 的損益表現。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	1,351	1,714	1,933	358	400	347	468	458	440	463	466	514
營業毛利淨額	237	618	700	56	99	117	169	170	162	167	168	189
營業利益	-227	145	194	-59	15	3	46	54	42	41	40	62
稅後純益	-792	-285	-85	-229	-4	-210	-131	153	-97	-75	-97	49
稅後 EPS(元)	-7.09	-2.55	-0.76	-2.05	-0.03	-1.88	-1.17	1.37	-0.87	-0.68	-0.87	0.44
毛利率(%)	17.57%	36.07%	36.20%	15.74%	24.65%	33.85%	36.09%	37.04%	36.80%	36.00%	35.98%	36.84%
營業利益率(%)	-16.81%	8.45%	10.04%	-16.55%	3.68%	0.83%	9.83%	11.85%	9.46%	8.95%	8.67%	12.13%
稅後純益率(%)	-58.66%	-16.64%	-4.38%	-64.06%	-0.88%	-60.64%	-28.03%	33.47%	-22.03%	-16.29%	-20.81%	9.49%
營業收入 YoY/QoQ(%)	1.26%	26.89%	12.81%	11.06%	11.77%	-13.26%	34.94%	-2.08%	-4.01%	5.28%	0.52%	10.45%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 11.18 億元計算。

2024 年 11 月 6 日

企業 ESG 資訊揭露：

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

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

3Q24 本業表現持續改善，加上轉投資損失縮小、認列處分投資利益，稅後隨之轉虧為盈：

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

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

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

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

3Q24 環宇-KY 營收 4.58 億元，QoQ-2.08%，主要係 RF foundry and power electronics foundry、OPTO foundry 出貨狀況不及 2Q24 所致，惟仍為 4Q20 迄今僅低於 2Q24 的次高水準，關鍵在於 KGD 受惠於資料中心相關買氣熱絡而出貨持續暢旺。在 KGD 營收比重由 2Q24 的 60% 提高至 3Q24 的 64% 下，環宇-KY 3Q24 毛利率提高至 37.04%(2Q24 為 36.09%)，營業利益增加至 0.54 億元，QoQ+18.05%，此外，環宇-KY 認列出售晶成持股的處分投資利益 2.19 億元，加上認列常州承芯等轉投資的投資損失由 2Q24 的 2.99 億

2024 年 11 月 6 日

元縮小至 3Q24 的 1.19 億元，3Q24 隨之轉虧為盈，稅後淨利 1.53 億元(2Q24 稅後虧損 1.31 億元)。

預估 2025 年營收 YoY+12.81%，動能主要仍來自於 KGD：

展望 4Q24、2025 年，觀察目前接單狀況，預估 RF foundry and power electronics foundry 業績僅持穩；至於 OPTO foundry 原本主打少量多樣的客製化產品市場，且客戶規模均不大，故相關營收不易大幅成長，雖然環宇-KY 有意切入出貨規模較大的產品領域，然而，群益認為，2025 年成效尚不顯著，換言之，環宇-KY 業績最重要的觀察指標仍在 KGD。

由於環宇-KY KGD 的客戶對 Google、Meta 等 4 大 CSP 滲透率均高，預估將持續受惠於 CSP 佈建資料中心的長線產業趨勢，加上主流規格由 800G 升級至 1.6T 的過程亦有助於維持環宇-KY KGD 的 ASP，預估 KGD 營收動能仍佳，預估將帶動環宇-KY 2025 年營收 YoY+12.81%。

規劃最快 1H25 將常州承芯改以成本法評價，屆時即不再影響損益表現：

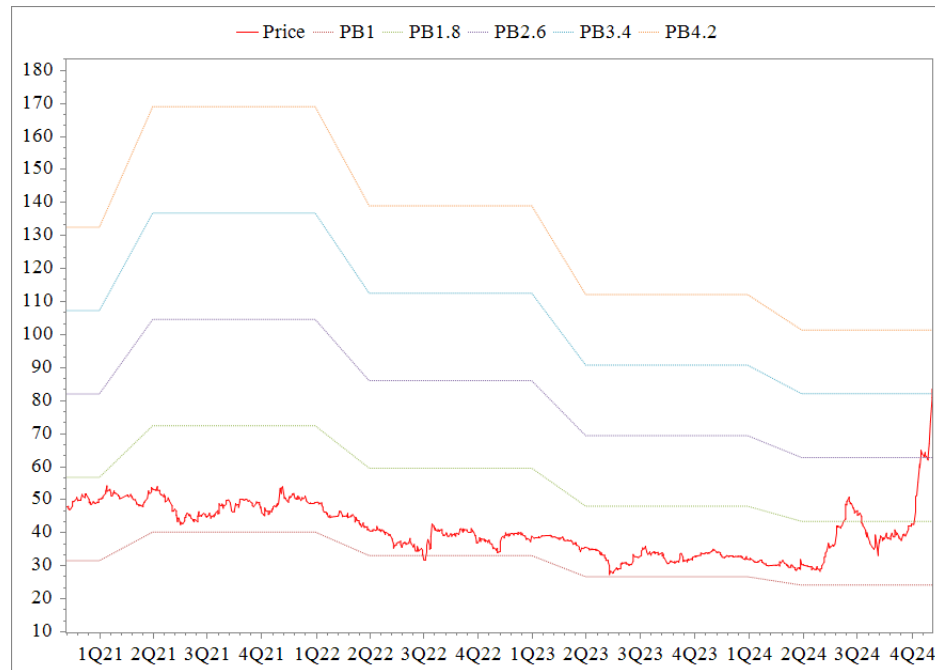
08/2024 環宇-KY 已將晶成全數持股售予富采之子公司晶電，業外負擔隨之減輕(環宇-KY 原本對晶成的持股比重為 39.05%，近幾年晶成虧損 1.5~3 億元/季)，現階段影響環宇-KY 業外表現程度較高者為另一轉投資常州承芯。常州承芯已有多款 SAW filter 通過客戶認證，預估 4Q24 出貨量明顯增加，且 2025 年營收 YoY+200~300%(2024 年基期偏低)，營運逐漸上軌道，惟預估 2025 年仍將虧損。然而，環宇-KY 規劃逐步降低對常州承芯的持股比重，預計最快於 1H25 改由成本法(目前為權益法)評價，屆時即不再影響環宇-KY 的損益表現。

考量業外表現改善進度仍存在不確定性、評價未偏低，群益維持對環宇-KY Neutral 的投資建議：

受惠於資料中心 Google、Meta 等 CSP 持續佈建資料中心的產業趨勢，環宇-KY 本業展望仍佳，出售晶成持股則有助於減輕業外負擔，不過，另一轉投資常州成芯營運改善狀況及改由成本法評價的進度尚存在不確定性，加上目前評價未偏低，故群益維持對環宇-KY Neutral 的投資建議。

Forward PB Band

2024 年 11 月 6 日



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 11 月 6 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	4,902	4,517	3,590	3,315	3,242
流動資產	2,390	1,094	1,037	1,065	1,083
現金及約當現金	1,840	442	345	394	380
應收帳款與票據	159	202	242	246	252
存貨	280	338	258	265	269
採權益法之投資	1,691	2,447	1,626	1,364	1,292
不動產、廠房設備	575	696	730	720	710
負債總計	403	816	606	615	628
流動負債	155	406	516	530	538
應付帳款及票據	2	8	40	40	41
非流動負債	248	411	90	85	88
權益總計	4,499	3,701	2,985	2,699	2,615
普通股股本	1,107	1,108	1,113	1,113	1,113
保留盈餘	722	-223	-785	-1,071	-1,155
母公司業主權益	4,499	3,701	2,985	2,699	2,614
負債及權益總計	4,902	4,517	3,590	3,315	3,242

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	1,236	1,334	1,351	1,714	1,933
營業成本	891	1,019	1,113	1,096	1,234
營業毛利淨額	345	315	237	618	700
營業費用	376	452	464	473	506
營業利益	-31	-137	-227	145	194
EBITDA	-269	-812	-649	-115	119
業外收入及支出	-362	-818	-582	-430	-255
稅前純益	-387	-952	-806	-285	-61
所得稅	-9	-12	-14	0	24
稅後純益	-378	-940	-792	-285	-85
稅後 EPS(元)	-3.39	-8.41	-7.09	-2.55	-0.76
完全稀釋 EPS**	-3.39	-8.41	-7.09	-2.55	-0.76

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 11.18【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 11.18 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	-16.60%	7.92%	1.26%	26.89%	12.81%
營業毛利淨額	-43.78%	-8.73%	-24.66%	160.56%	13.20%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	33.97%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

獲利能力分析(%)

毛利率	27.92%	23.61%	17.57%	36.07%	36.20%
EBITDA(%)	-21.80%	-60.86%	-48.07%	-6.70%	6.17%
營益率	-2.49%	-10.30%	-16.81%	8.45%	10.04%
稅後純益率	-30.63%	-70.45%	-58.66%	-16.64%	-4.38%
總資產報酬率	-7.72%	-20.80%	-22.07%	-8.60%	-2.61%
股東權益報酬率	-8.41%	-25.39%	-26.54%	-10.56%	-3.24%

償債能力檢視

負債比率(%)	8.22%	18.07%	16.87%	18.57%	19.35%
負債/淨值比(%)	8.95%	22.05%	20.30%	22.80%	24.00%
流動比率(%)	1543.02%	269.74%	201.08%	201.08%	201.08%

其他比率分析

存貨天數	131.62	110.81	97.68	87.00	79.00
應收帳款天數	52.62	49.43	60.10	52.00	47.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	216	-67	-67	390	656
稅前純益	-387	-952	-806	-285	-61
折舊及攤銷	119	131	143	141	139
營運資金變動	100	-95	72	-10	-10
其他營運現金	385	848	524	544	588
投資活動現金	-454	-1,581	22	-218	-191
資本支出淨額	-30	-183	-93	-100	-100
長期投資變動	-565	-1,395	185	-50	-50
其他投資現金	141	-2	-71	-68	-41
籌資活動現金	973	144	-53	-24	-8
長借/公司債變動	161	150	-44	-4	2
現金增資	816	0	0	0	0
發放現金股利	0	0	0	0	0
其他籌資現金	-4	-6	-9	-19	-11
淨現金流量	733	-1,398	-97	148	457
期初現金	1,106	1,840	442	345	494
期末現金	1,840	442	345	494	950

資料來源：CMoney、群益

2024 年 11 月 6 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	322	358	400	347	468	458	440	463	466	514	490	493
營業成本	274	302	301	230	299	289	278	297	298	325	314	312
營業毛利淨額	48	56	99	117	169	170	162	167	168	189	176	181
營業費用	142	116	84	115	123	115	120	125	127	127	126	127
營業利益	-94	-59	15	3	46	54	42	41	40	62	50	54
業外收入及支出	-172	-170	-32	-213	-177	99	-139	-117	-137	2	-2	9
稅前純益	-266	-229	-18	-210	-131	153	-97	-75	-97	64	48	63
所得稅	0	0	-14	0	0	0	0	0	0	15	9	16
稅後純益	-266	-229	-4	-210	-131	153	-97	-75	-97	49	39	47
最新股本	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118
稅後EPS(元)	-2.38	-2.05	-0.03	-1.88	-1.17	1.37	-0.87	-0.68	-0.87	0.44	0.35	0.42

獲利能力(%)

毛利率(%)	14.85%	15.74%	24.65%	33.85%	36.09%	37.04%	36.80%	36.00%	35.98%	36.84%	35.92%	36.70%
營業利益率(%)	-29.20%	-16.55%	3.68%	0.83%	9.83%	11.85%	9.46%	8.95%	8.67%	12.13%	10.19%	10.88%
稅後純益率(%)	-82.55%	-64.06%	-0.88%	-60.64%	-28.03%	33.47%	-22.03%	-16.29%	-20.81%	9.49%	7.93%	9.54%

QoQ(%)

營業收入淨額	19.13%	11.06%	11.77%	-13.26%	34.94%	-2.08%	-4.01%	5.28%	0.52%	10.45%	-4.79%	0.63%
營業利益	N.A	N.A	N.A	-80.49%	1503.45%	18.05%	-23.40%	-0.43%	-2.61%	54.53%	-19.99%	7.45%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-25.36%	31.16%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-20.47%	21.16%

YoY(%)

營業收入淨額	-5.16%	4.61%	12.85%	28.28%	45.31%	28.12%	10.02%	33.54%	-0.53%	12.20%	11.30%	6.38%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	182.84%	1343.64%	-12.32%	14.78%	19.90%	29.39%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-58.32%	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-68.19%	N.A	N.A

註1：稅後EPS以股本11.18億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。