

京元電子 (2449 TT) KYEC

Blackwell 時代穩坐 AI 測試龍頭寶座

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$160.0

收盤價 (2024/11/11) : NT\$133.5
隱含漲幅 : 19.9%

營收組成 (3Q24)

消費性 35.0%/ 通訊 23.0%/ 車用 12.3%/ 資料處理 21.0%/其他 8.7%

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	125.0
2024年營收 (NT\$/十億)	29.1	29.0
2024年EPS	6.1	6.8

交易資料表

市值	NT\$163,230百萬元
外資持股比率	32.0%
董監持股比率	8.4%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$35.27
負債比	48.0%
ESG評級 (Sustainalytics)	高 (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	36,782	33,025	29,057	35,462
營業利益	9,165	7,364	6,956	10,149
稅後純益	6,837	5,840	7,533	8,405
EPS (元)	5.58	4.77	6.14	6.86
EPS YoY (%)	31.8	-14.6	28.9	11.6
本益比 (倍)	23.9	27.9	21.7	19.5
股價淨值比 (倍)	4.5	4.2	3.8	3.6
ROE (%)	19.4	15.6	18.1	19.1
現金殖利率 (%)	2.6%	2.4%	4.1%	4.5%
現金股利 (元)	3.50	3.20	5.46	5.97

張智彥

Jorge.Chang@Yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q24 展望大致符合本中心及市場預期 (營收季增低個位數，毛利率 35-36%)。

◆ AI 需求爆炸性成長將帶動測試需求增溫，預估 2025 年 AI 營收佔比將自 19%成長至 30%。

◆ 京元電在 Blackwell 時代龍頭地位穩固。重申買進評等，目標價上調至 160 元，基於 23 倍 2025 年預估 EPS 6.86 元推得。

4Q24 展望大致符合本中心及市場預期

公司預估 4Q24 營收將季增低個位數，毛利率 35-36%，產能利用率季持平至略微下滑，主要係因強勁 AI 需求部分抵銷了消費需求復甦緩慢之影響；展望大致符合本中心及市場預期。預估 AI 佔整體營收比重將達 19%。

AI 爆炸性成長帶動測試需求增溫；2025 年 AI 營收比重達 30%

鑒於強勁之 AI 需求，我們預期京元電 2025 年測試產能需提高一倍以上。我們預估 AI 仍將是 2025 年主要成長動能，且 AI 營收比重將進一步提升至約 30%。AI 營收比重提高也將帶動產品組合轉佳，有利於毛利率展望。因此，我們預估 2025 年營收將年增 22%，毛利率年增 3.4 個百分點至 38.4%，兩者增幅分別高於市場預期的營收年增 20.3%及毛利率年增 3.2 個百分點。在資本支出方面，儘管 2024 年基期已高，但考量 Blackwell 設備單價提高，我們預估 2025 年資本支出仍將年增 25%至 172.8 億元。折舊成本年增幅則將相對放緩至 11%。

3Q24 獲利不如預期，主要係因蘇州廠交易遞延

京元電 3Q24 EPS 季增 28.8%至 2.02 元，較本中心/市場預期低 48%/36.5%，係因蘇州廠交易遞延至 4Q24-1Q25，我們預估該交易將於 4Q24 完成。3Q24 毛利率季增 0.6 個百分點至 35.9%，係因產能利用率提高抵銷夏季電費增加之影響。3Q24 營收季增 7.6%至 70.4 億元，持續受惠於強勁 AI 需求帶動 H 系列產品出貨。

Blackwell 時代龍頭地位穩固；重申買進評等

考量 2025 年針對 AI 應用之測試產能擴充規劃，我們認為日月光控股切入 Blackwell 測試業務的機率偏低。鑒於 AI 需求格外強勁且獲利率優化，我們將上調 2025-26 年 EPS 8-10%。重申買進評等，目標價上調至 160 元，基於 23 倍 2025 年預估 EPS 6.86 元推得。

營運分析

3Q24 獲利不如預期，主要係因蘇州廠交易遞延

京元電 3Q24 EPS 季增 28.8%至 2.02 元，較本中心/市場預期低 48%/36.5%，係因蘇州廠交易遞延至 4Q24-1Q25，我們預估該交易將於 4Q24 完成。3Q24 毛利率季增 0.6 個百分點至 35.9%，係因產能利用率提高抵銷夏季電費增加之影響。3Q24 營收季增 7.6%至 70.4 億元，持續受惠於強勁 AI 需求帶動 H 系列產品出貨。3Q24 本業季增 10.8%/年減 13.7%至 17.7 億元，係因業外處分廠房及設備利益之挹注。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	法說會前預估		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	8,594	6,543	7,039	7.6%	-18.1%	6,994	7,104	0.6%	-0.9%
營業毛利	3,062	2,307	2,527	9.5%	-17.5%	2,536	2,608	-0.4%	-3.1%
營業利益	2,048	1,596	1,768	10.8%	-13.7%	1,809	2,009	-2.3%	-12.0%
稅前利益	2,024	1,377	1,835	33.3%	-9.3%	5,515	4,566	-66.7%	-59.8%
稅後淨利	1,539	1,903	2,478	30.2%	61.0%	4,742	4,064	-47.7%	-39.0%
調整後 EPS (元)	1.25	1.57	2.02	28.8%	61.1%	3.88	3.18	-48.0%	-36.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	35.6%	35.3%	35.9%	0.6	0.3	36.3%	36.7%	-0.4	-0.8
營業利益率	23.8%	24.4%	25.1%	0.7	1.3	25.9%	28.3%	-0.8	-3.2
稅後純益率	17.9%	29.1%	35.2%	6.1	17.3	67.8%	57.2%	-32.6	-22.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

4Q24 展望大致符合本中心及市場預期

公司預估 4Q24 營收將季增低個位數，毛利率 35-36%，產能利用率季持平至略微下滑，主要係因強勁 AI 需求部分抵銷了消費需求復甦緩慢之影響；展望大致符合本中心及市場預期。預估 AI 佔整體營收比重將達 19%。本中心預估 4Q24 營收季增 3.1%/年減 14.6%至 72.6 億元。毛利率季減 0.2/年增 2.3 個百分點至 35.7%，係因 AI 帶動產品組合轉佳，部分抵銷逐季上升的折舊費用與上漲的電費。4Q24 本業獲利季增 3.6%/年減 5.5%至 18.3 億元，年減係因擴增產能所需的額外人力費用。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	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	8,500	7,039	7,260	3.1%	-14.6%	7,238	7,748	0.30%	-6.30%
營業毛利	2,840	2,527	2,594	2.7%	-8.6%	2,729	2,852	-4.92%	-9.02%
營業利益	1,939	1,768	1,832	3.6%	-5.5%	1,990	2,063	-7.96%	-11.19%
稅前利益	2,130	1,835	5,632	206.8%	164.4%	1,875	2,972	200.41%	89.49%
稅後淨利	1,568	2,478	3,886	56.8%	147.8%	1,497	2,664	159.61%	45.89%
調整後 EPS (元)	1.28	2.02	3.16	56.8%	146.7%	1.22	2.14	159.35%	47.99%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	33.4%	35.9%	35.7%	-0.2	2.3	37.7%	36.8%	-2.0	-1.1
營業利益率	22.8%	25.1%	25.2%	0.1	2.4	27.5%	26.6%	-2.3	-1.4
稅後純益率	18.5%	35.2%	53.5%	18.3	35.0	20.7%	34.4%	32.8	19.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

AI 爆炸性成長帶動測試需求增溫；2025 年 AI 營收比重達 30%

鑒於強勁之 AI 需求，我們預期京元電 2025 年測試產能需提高一倍以上。我們預估 AI 仍將是 2025 年主要成長動能，且 AI 營收比重將進一步提升至約 30%。AI 營收比重提高也將帶動產品組合轉佳，有利於毛利率展望。因此，我們預估 2025 年營收將年增 22%，毛利率年增 3.4 個百分點至 38.4%，兩者增幅分別高於市場預期的營收年增 20.3%及毛利率年增 3.2 個百分點。

在資本支出方面，儘管 2024 年基期已高，但考量 Blackwell 設備單價提高，我們預估 2025 年資本支出仍將年增 25%至 172.8 億元。折舊成本年增幅則將相對放緩至 11%。

圖 3：2024-26 年財務預估與市場估值比較

(百萬元)	2024 估		2025 估		2026 估		與市場估值差異		
	元大	市場	元大	市場	元大	市場	2024	2025	2026
營業收入	29,057	29,141	35,462	35,055	41,200	40,184	-0.3%	1.2%	2.5%
營業毛利	10,157	10,401	13,600	13,644	16,440	16,332	-2.4%	-0.3%	0.7%
營業利益	6,956	7,354	10,149	10,045	12,657	12,147	-5.4%	1.0%	4.2%
稅前利益	10,645	11,178	10,938	10,340	13,277	12,440	-4.8%	5.8%	6.7%
稅後淨利	7,533	9,658	8,405	8,153	10,288	9,806	-22.0%	3.1%	4.9%
調整後 EPS (元)	6.14	7.95	6.86	6.66	8.39	8.01	-22.7%	2.9%	4.8%
重要比率 (%)							ppt	ppt	ppt
營業毛利率	35.0%	35.7%	38.4%	38.9%	39.9%	40.6%	-0.7	-0.5	-0.7
營業利益率	23.9%	25.2%	28.6%	28.7%	30.7%	30.2%	-1.3	-0.1	0.5
稅後純益率	25.9%	33.1%	23.7%	23.3%	25.0%	24.4%	-7.2	0.4	0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

圖 4：2024-26 年預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		2026 估		調整差異		
	調整後	調整前	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025	2026
營業收入	29,057	28,990	35,462	31,172	41,200	36,806	0.2%	13.8%	11.9%
營業毛利	10,157	10,299	13,600	12,111	16,440	14,966	-1.4%	12.3%	9.8%
營業利益	6,956	7,153	10,149	9,084	12,657	11,626	-2.8%	11.7%	8.9%
稅前利益	10,645	10,565	10,938	9,515	13,277	11,889	0.8%	15.0%	11.7%
稅後淨利	7,533	8,382	8,405	7,660	10,288	9,571	-10.1%	9.7%	7.5%
調整後 EPS (元)	6.14	6.83	6.86	6.24	8.39	7.79	-10.1%	9.9%	7.8%
重要比率 (%)							ppt	ppt	ppt
營業毛利率	35.0%	35.5%	38.4%	38.9%	39.9%	40.7%	-0.5	-0.5	-0.8
營業利益率	23.9%	24.7%	28.6%	29.1%	30.7%	31.6%	-0.8	-0.5	-0.9
稅後純益率	25.9%	28.9%	23.7%	24.6%	25.0%	26.0%	-3.0	-0.9	-1.0

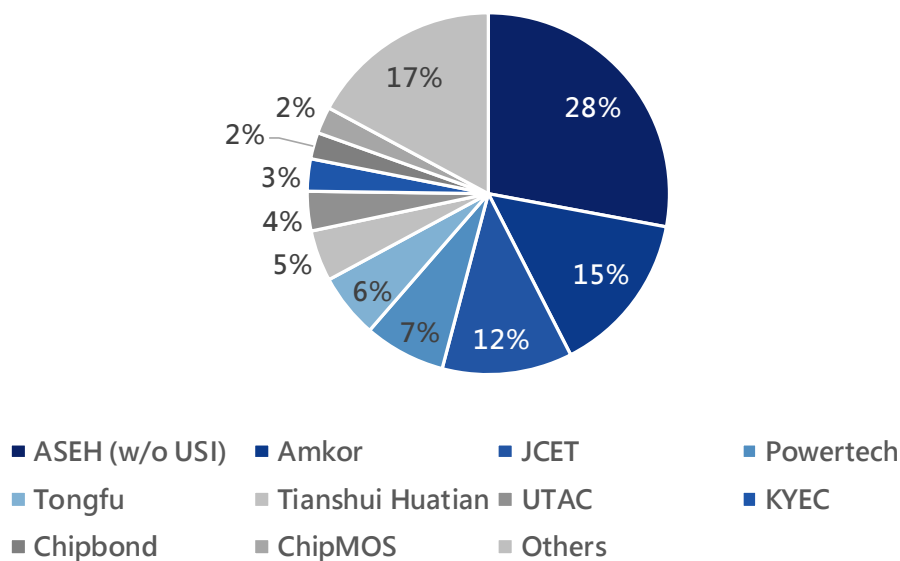
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

產業概況

測試市場區隔分散，主因多元客戶需求及客製化解決方案

測試市場與封裝市場不同。不論是打線封裝或覆晶技術，封裝業者提供的解決方案大致相同。然而，對測試業務而言，我們發現 1) 客戶多樣的產品設計需不同的演算法及設備來進行測試；2) 測試介面、IC 設計和 IDM 業者之間緊密合作，且所有專案皆獨立且客製化；3) 技術方面沒有快速或大幅升級，僅有少數市場進入者，競爭格局大致穩定。因此，雖然半導體市況低迷，但市場中少有價格戰，訂價也較為穩固。

圖 5：京元電在測試市場佔有不少份額

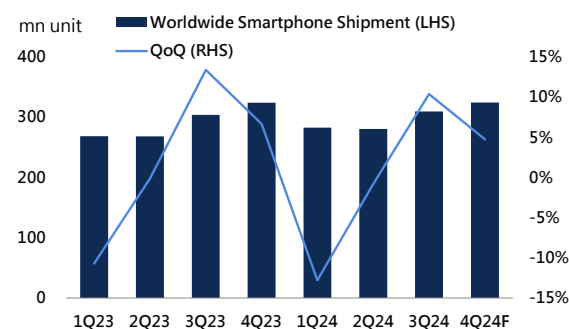


資料來源：Yole、元大投顧

2024 年智慧型手機出貨量將恢復年成長

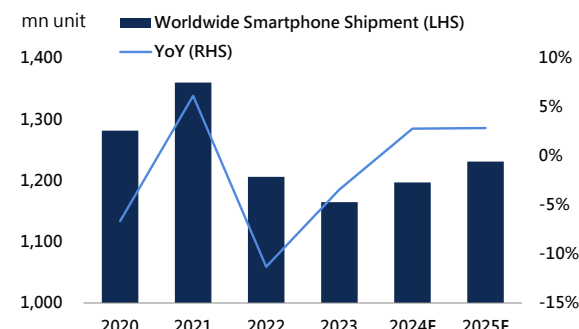
由於智慧型手機通路銷售表現疲弱加上總體經濟環境不佳侵蝕新興市場的購買力，1H24 手機出貨量呈年減，隨著 3Q24 下旬新機種上市將帶動 4Q24 智慧型手機需求，促使需求恢復正年成長。展望 2024 年，我們預估智慧型手機出貨量可望恢復至年增 3%，主要受惠於總體經濟改善帶動需求正常化以及 2023 年的低基期影響。

圖 6：智慧型手機出貨量於 4Q24 呈年持平



資料來源：IDC、元大投顧預估

圖 7：智慧型手機出貨量將於 2024 恢復年增



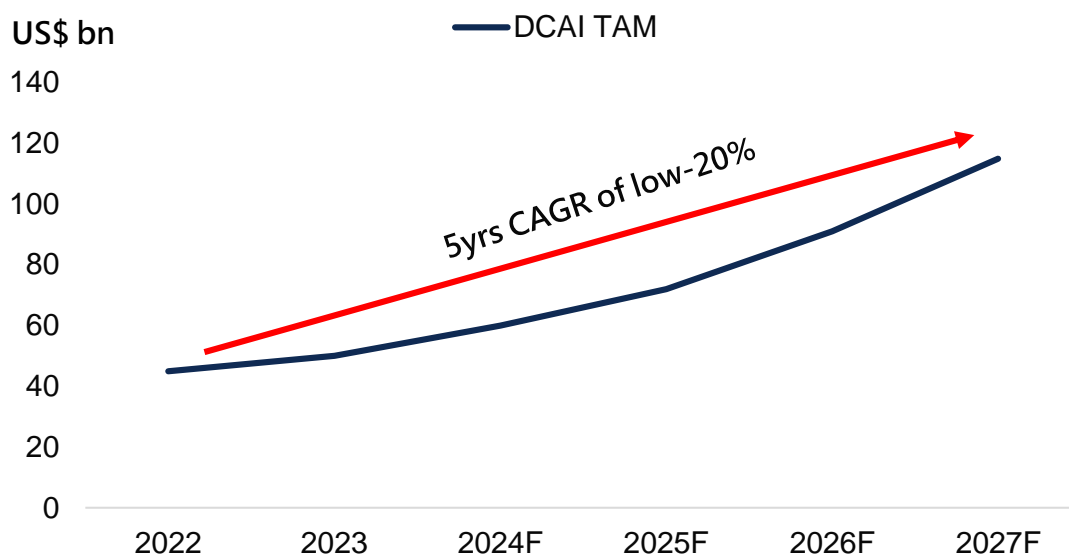
資料來源：IDC、元大投顧預估

NVIDIA 的龐大 AI 潛在市場為京元電等供應商帶來成長空間

Intel 於 DCAI (資料中心及 AI 事業群)網路會議中表示，其預估 DCAI 潛在市場將由 2022 年的 400 億美元以上成長至 2027 年的 1,100 億美元，隱含 CAGR 亦由 15%左右上修至 21-25%，主要歸功於 HPC 及 AI 應用的異質整合運算需求增溫。此外，根據 Intel 及本中心預估，AI 加速器潛在市場將由 2022 年的 109 億美元成長至 2027 年的 400 億美元以上，CAGR 達 33%，主要受惠於生成式 AI 及邊緣運算的強勁需求。AMD 也預估其 AI 加速器潛在市場(含 GPU、FPGA 及其他產品)將自 2023 年的 450 億美元成長至 2028 年的 5,000 億美元，隱含 CAGR 達 60%以上。

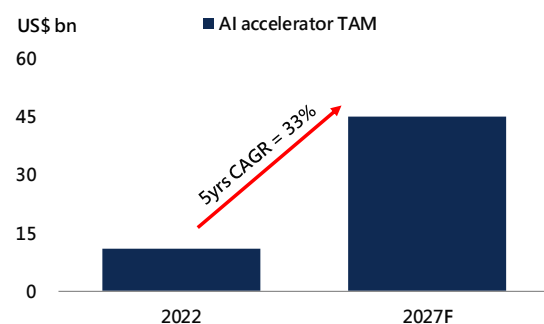
考量上述蓬勃發展趨勢及 NVIDIA 在 AI 市場的領導地位，其 AI 加速器的潛在市場應與上述 Intel 及 AMD 的潛在市場規模相當或甚至更大。在相關供應鏈中，我們預估晶圓代工業者如台積電，以及矽品(日月光控股)或京元電等封測業者將是生成式 AI 時代的主要受惠者。

圖 8：DCAI 潛在市場 2022-27 年 5 年 CAGR 約為 21-25%



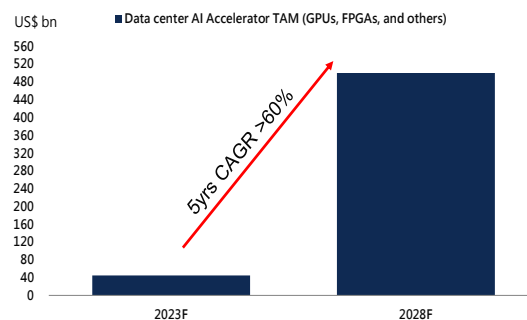
資料來源：Intel、元大投顧預估

圖 9：AI 加速器潛在市場 2022-27 年 5 年 CAGR 達 33%



資料來源：Intel、元大投顧預估

圖 10：AI 加速器潛在市場 2023-28 年五年 CAGR 達 60%以上

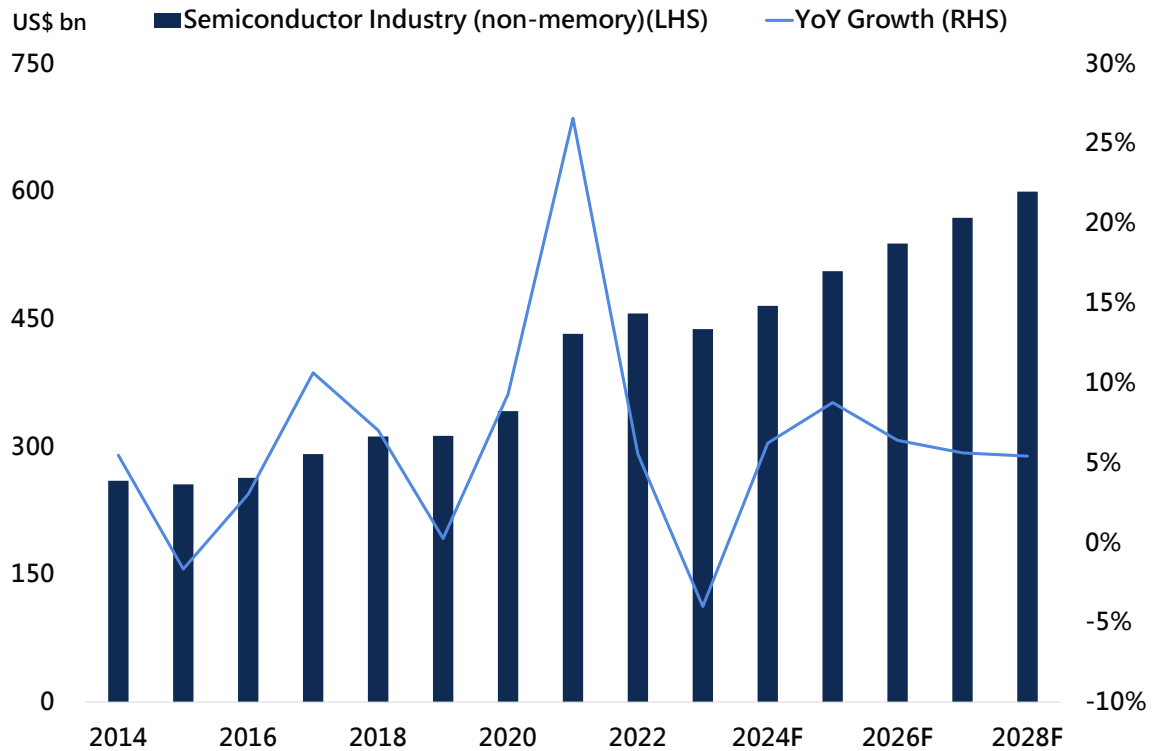


資料來源：AMD、元大投顧預估

2025 年半導體產業重回正常成長軌道

根據 IDC 和我們的預測，半導體產業 2025 年將年增 17%，而 2024 年將年增 14%，主要成長動能來自邏輯半導體。如果我們將記憶體從半導體產業中去除，我們預計到 2025 年，將年增長 8.8%，係因本中心預測消費者需求的復甦和人工智慧需求的不斷增長將支撐了成熟與先進製程的需求。我們預期消費者需求恢復正常將連帶推動 OSAT 產業在 2025 年實現溫和成長。

圖 11：半導體產業(排除記憶體)營收成長將於 2025 年加速



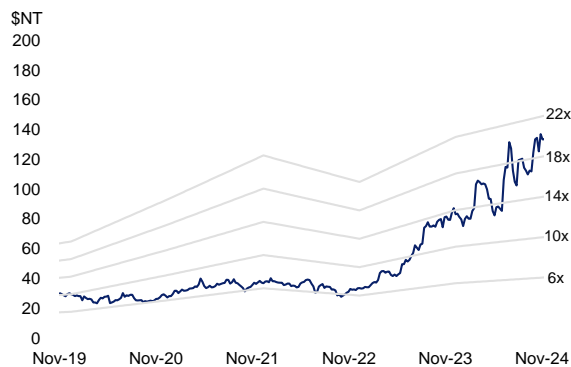
資料來源：元大投顧預估

Blackwell 時代龍頭地位穩固；重申買進評等

展望 2024 年，考量 AI/ HPC 業務成長優於預期，同時考量處分蘇州廠(貢獻 2024 年稅後 EPS 2.2 元)及需求復甦遞延影響，本中心預估 2024 年營收維持在約 290 億元，預估毛利率達 35.0%，營業利益 69.6 億元，年減 5.5%；EPS 6.14 元。

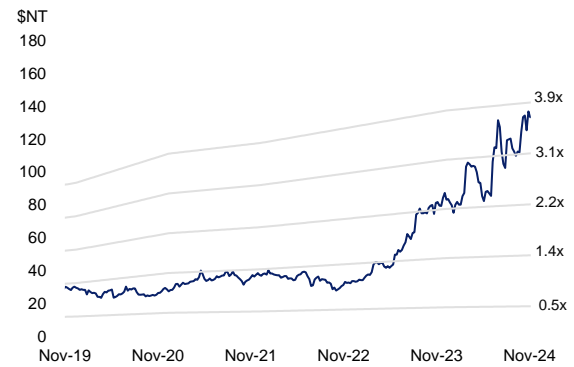
京元電過去十年交易於預期本益比區間 5-20 倍(歷史中值 8 倍)，目前則交易於 19.5 倍 2025 年 EPS，高於歷史區間之上緣。我們認為京元電目前評價有吸引力，AI 佔比持續提高將帶動公司評價。鑒於強勁 AI 需求帶動營收成長，同時公司產品組合轉佳改善毛利率，本中心上調 2025/26 年 EPS 8-10%。因京元電為此新一波 AI 趨勢之受惠者，同時潛在矽品切入此業務之機會下降，本中心重申買進評等，上修目標價至 160 元，基於 23 倍 2025 年預估 EPS 6.86 元推得(前次為基於 20 倍 2025 年預估 EPS 6.24 元)。

圖 12：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估、CMoney

圖 13：12 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、CMoney

圖 14：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
京元電子	2449 TT	買進	133.5	5,100	4.77	6.14	6.84	27.9	21.7	19.5	-14.6	28.9	11.6
國外													
Amkor	AMKR US	未評等	1.5	1.4	1.9	18.7	19.7		(53.4)	(5.0)		1.5	1.4
長電科技	600584 CH	未評等	0.8	1.1	1.5	56.7	43.6	30.2	(54.8)	30.0	44.5	0.8	1.1
通富微電	002156 CH	未評等	0.1	0.5	0.8	330.1	67.1	46.7	(69.8)	391.7	43.7	0.1	0.5
天水華天	002185 CH	未評等	0.1	0.1	0.2	199.6	98.6	58.6	(69.8)	102.5	68.2	0.1	0.1
國外平均			0.6	0.8	1.1	151.3	57.3	45.2	(62.0)	129.8	52.1	0.6	0.8
國內													
日月光	3711 TT	買進	157.5	21,381	6.2	7.4	10.0	25.3	21.3	15.7	(57.1)	18.7	35.5
力成	6239 TT	持有-落後同業	128.0	3,016	10.5	8.9	9.7	12.1	14.4	13.2	(7.8)	(16.0)	9.3
順邦	6147 TT	持有-超越同業	63.7	1,476	5.4	5.5	5.6	11.8	11.6	11.5	(35.7)	1.9	0.7
南茂	8150 TT	買進	33.5	767	2.6	3.9	5.6	12.8	8.5	6.0	(43.8)	50.9	41.2
國內平均			5.7	6.4	7.7	15.5	14.0	11.6	(36.1)	13.9	21.7	5.7	6.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、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 15：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
京元電子	2449 TT	買進	133.5	5,100	15.6	18.1	19.1	31.82	35.27	36.69	4.2	3.8	3.6
國外													
Amkor	AMKR US	未評等	27.4	6,748	9.1	8.5	11.0	16.0	17.2	18.9			
長電科技	600584 CH	未評等	46.5	10,928	6.0	7.1	9.3	14.6	15.6	17.0	3.2	3.0	2.7
通富微電	002156 CH	未評等	36.9	7,123	1.1	5.3	7.7	9.2	9.7	10.4	4.0	3.8	3.6
天水華天	002185 CH	未評等	14.2	5,923	1.5	2.9	4.6	4.9	5.0	5.3	2.9	2.8	2.7
國外平均					4.4	5.9	8.2	11.2	11.9	12.9	3.4	3.2	3.0
國內													
日月光	3711 TT	買進	157.5	21,381	10.5	9.8	12.5	68.0	90.0	96.8	2.3	1.8	1.6
力成	6239 TT	持有-落後同業	128.0	3,016	14.0	11.9	12.9	72.3	75.2	72.4	1.8	1.7	1.8
順邦	6147 TT	持有-超越同業	63.7	1,476	8.9	7.7	7.9	65.1	62.6	64.3	1.0	1.0	1.0
南茂	8150 TT	買進	33.5	767	7.6	11.4	15.2	34.2	34.9	38.4	1.0	1.0	0.9
國內平均					8.3	9.5	11.5	49.6	48.7	51.3	1.0	1.0	0.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、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 16：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	8,215	6,543	7,039	7,260	7,261	8,152	9,959	10,090	29,057	35,462
銷貨成本	(5,487)	(4,236)	(4,512)	(4,666)	(4,613)	(5,087)	(6,055)	(6,108)	(18,900)	(21,862)
營業毛利	2,728	2,307	2,527	2,594	2,649	3,065	3,903	3,983	10,157	13,600
營業費用	(969)	(711)	(759)	(762)	(762)	(823)	(936)	(928)	(3,201)	(3,450)
營業利益	1,759	1,596	1,768	1,832	1,886	2,241	2,967	3,055	6,956	10,149
業外利益	42	(219)	67	3,800	194	197	198	200	3,689	789
稅前純益	1,802	1,377	1,835	5,632	2,080	2,438	3,165	3,255	10,645	10,938
所得稅費用	(394)	(213)	(536)	(1,645)	(406)	(475)	(617)	(635)	(2,790)	(2,133)
少數股東權益	39	39	107	100	100	100	100	100	323	400
歸屬母公司稅後純益	1,368	1,903	2,478	3,886	1,575	1,862	2,448	2,520	7,533	8,405
調整後每股盈餘(NT\$)	1.12	1.57	2.02	3.16	1.28	1.52	1.99	2.05	6.14	6.86
調整後加權平均股數(百萬股)	1,226	1,223	1,226	1,226	1,228	1,228	1,228	1,228	1,226	1,228
重要比率										
營業毛利率	33.2%	35.3%	35.9%	35.7%	36.5%	37.6%	39.2%	39.5%	35.0%	38.4%
營業利益率	21.4%	24.4%	25.1%	25.2%	26.0%	27.5%	29.8%	30.3%	23.9%	28.6%
稅前純益率	21.9%	21.0%	26.1%	77.6%	28.7%	29.9%	31.8%	32.3%	36.6%	30.8%
稅後純益率	16.7%	29.1%	35.2%	53.5%	21.7%	22.9%	24.6%	25.0%	25.9%	23.7%
有效所得稅率	21.9%	15.5%	29.2%	29.2%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	26.2%	19.5%
季增率(%)										
營業收入	-3.3%	-20.4%	7.6%	3.1%	0%	12.3%	22.2%	1.3%		
營業利益	-9.3%	-9.3%	10.8%	3.6%	2.9%	18.8%	32.4%	3.0%		
稅後純益	-12.7%	39.1%	30.2%	56.8%	-59.5%	18.2%	31.5%	2.9%		
調整後每股盈餘	-12.7%	39.0%	28.8%	56.8%	-59.5%	18.3%	31.5%	2.9%		
年增率(%)										
營業收入	5.8%	-19.9%	-18.1%	-14.6%	-11.6%	24.6%	41.5%	39.0%	-12.0%	22.0%
營業利益	7.6%	-8.3%	-13.7%	-5.5%	7.2%	40.4%	67.8%	66.8%	-5.5%	45.9%
稅後純益	15.0%	23.3%	61.0%	147.8%	15.1%	-2.1%	-1.2%	-35.2%	29.0%	11.6%
調整後每股盈餘	15.0%	23.3%	61.1%	146.7%	14.5%	-2.1%	-1.2%	-35.2%	29.0%	11.6%

資料來源：公司資料、元大投顧預估、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

京元電子公司成立於 1987 年，為國際級封測廠，主要提供前段晶圓測試(CP)及後段 IC 產品測試服務(FT)、Burn-in 及封裝服務。測試服務項目包含邏輯 IC、混合訊號 IC、記憶體 IC、無線网通 IC、驅動 IC、以及 IC burn-in 測試。京元電廠房位於台灣及中國蘇州，客群包含國際大廠，如聯發科、Broadcom、Marvell 及 NVIDIA。國內同業包括日月光控股及矽格。京元電提供客戶客製化測試方案，因此採用自家機台測試混合訊號、PMIC、射頻及其他晶片模組，並進一步擴大至高速測試模組，如 MEMS-G/P Sensor 及 CMOS 模組。

圖 17：前十大股東

Name	Holding %
Fuh Hwa Investment Trust Co Ltd	6.04
Polaris Securities Investment Trust	5.66
Yen Yuan Investment Co Ltd	4.3
Vanguard Group	3.85
Norges Bank	3.12
Lee Chin Kung	2.79
New Labor Pension Fund	2.74
FMR LLC	2.07
Mega Financial Holding Co Ltd	2.04
Fubon Financial Holding	1.84

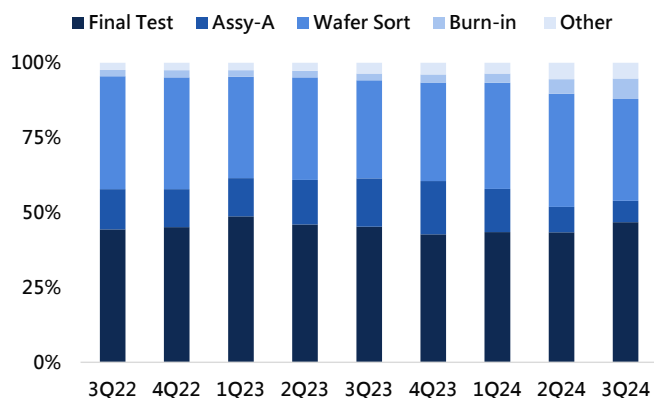
資料來源：公司資料

圖 18：廠區分布

Factory	Location
Headquarters	Hsin-Chu
Chu-Nan Factory	Hsin-Chu
Tong-Luo Factory	Miao-Li
King Long & Zhen Kun Technology	Suzhou

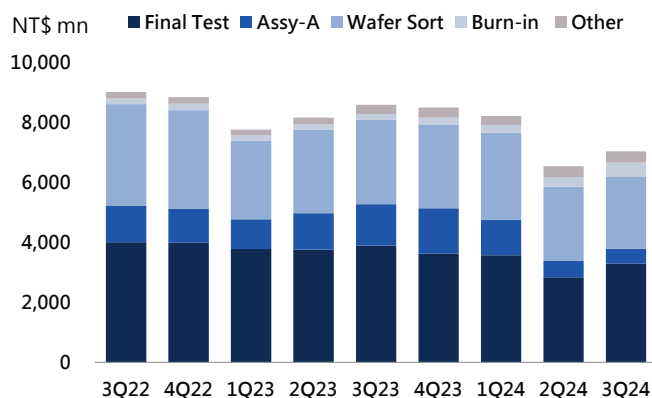
資料來源：公司資料

圖 19：製程別營收組成 (%)



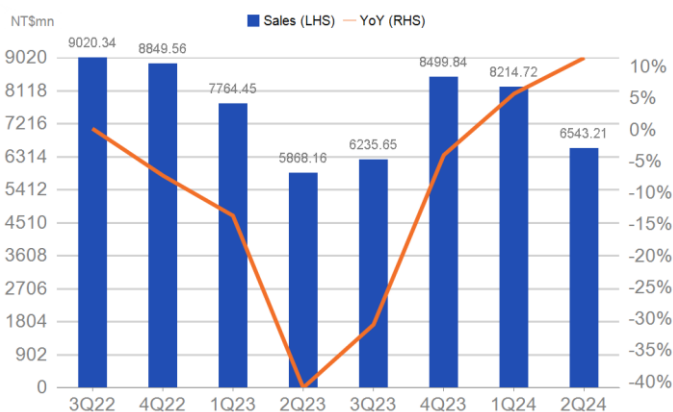
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 20：製程別營收組成 (百萬元)



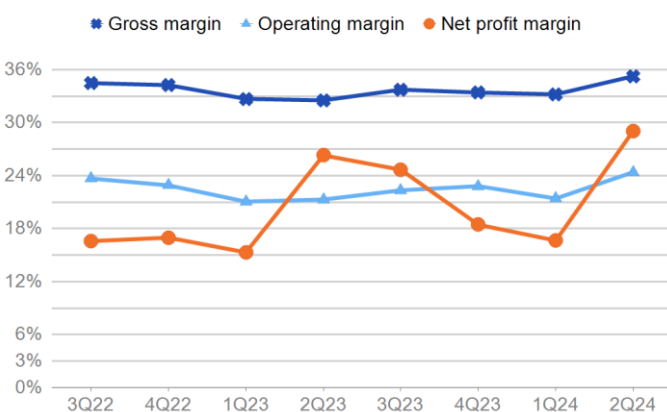
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 21：營收趨勢



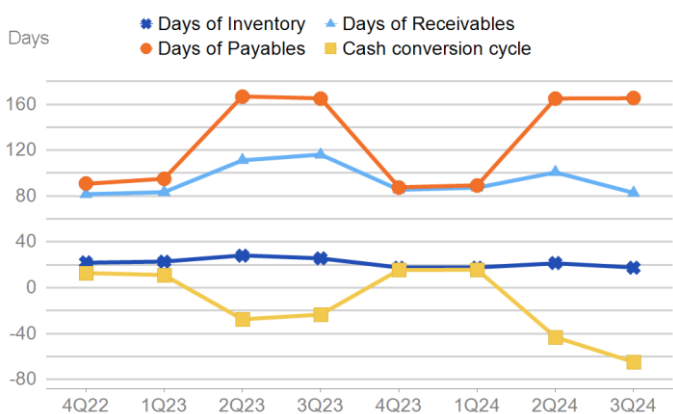
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：毛利率、營益率、淨利率



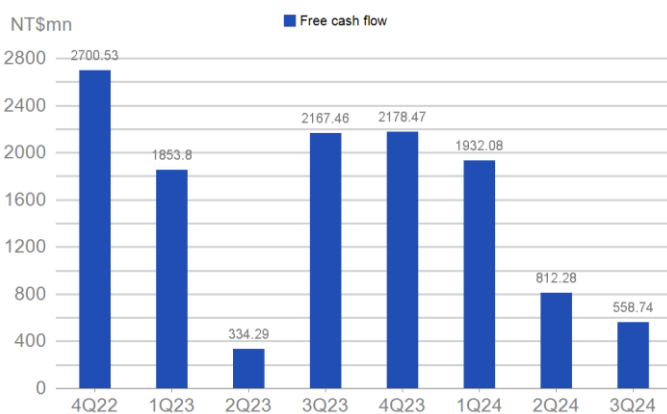
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：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：** 京元電子整體的 ESG 風險評級屬於高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦落後於其他公司，在半導體設計與製造行業的公司中亦排名落後於同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 京元電子的整體曝險屬於中等水準，略遜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 議題包含勞工關係、資源使用、和商業道德等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 京元電子在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循適當的 ESG 揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。目前公司並無重大 ESG 問題，但其 ESG 相關舉措尚不足以預防所有風險，包括勞工關係及資源使用等相關風險。

圖 25：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	32.0
在 ESG 議題上的曝險 (A)	53.6
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	43.8
風險評級	高 
同業排行(1~100，1 為最佳)	53

資料來源：Sustainalytics (2024/11/11)

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

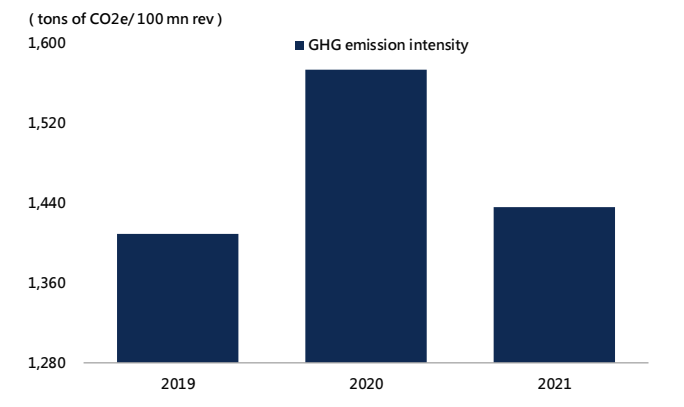
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

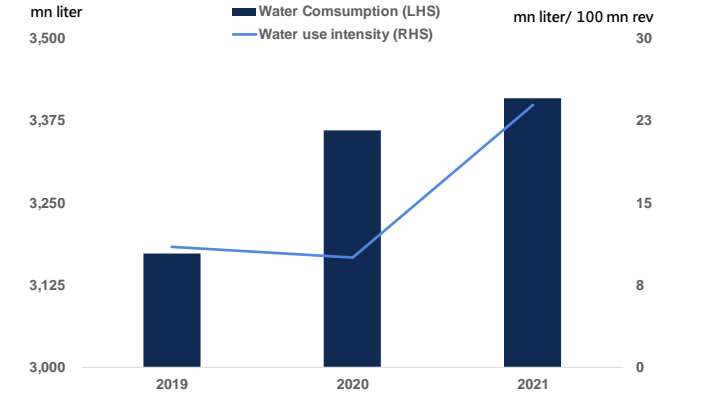
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 26：溫室氣體排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 27：水資源消耗量



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	8,650	12,816	12,263	8,322	7,273
存貨	1,371	1,369	1,073	1,382	1,809
應收帳款及票據	7,925	7,142	7,471	6,742	9,371
其他流動資產	903	1,012	1,235	22,624	22,624
流動資產	18,849	22,339	22,041	39,258	41,338
採用權益法之投資	79	91	94	7,268	7,286
固定資產	45,577	45,991	44,140	34,936	44,810
無形資產	74	39	13	0	0
其他非流動資產	7,642	5,898	7,623	784	775
非流動資產	53,371	52,020	51,870	42,988	52,871
資產總額	72,220	74,359	73,911	82,246	94,208
應付帳款及票據	1,151	1,026	1,162	10,663	10,891
短期借款	567	1,023	220	0	10,000
什項負債	9,427	8,196	6,365	8,155	8,155
流動負債	11,144	10,244	7,748	18,818	29,046
長期借款	23,517	24,465	22,601	16,590	16,590
其他負債及準備	2,681	2,704	3,536	3,714	3,714
長期負債	26,198	27,169	26,137	20,304	20,304
負債總額	37,342	37,414	33,885	39,122	49,350
股本	12,227	12,227	12,227	12,227	12,227
資本公積	4,885	4,954	4,956	5,053	5,053
保留盈餘	13,802	16,915	18,512	24,634	26,369
什項權益	3,270	1,994	3,208	0	0
歸屬母公司之權益	34,184	36,090	38,903	38,903	41,914
非控制權益	694	855	1,124	1,210	1,210
股東權益總額	34,878	36,945	40,027	43,124	44,859

資料來源：公司資料預估、元大投顧預估

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	5,234	6,982	6,016	7,856	8,805
折舊及攤提	9,212	9,222	9,134	7,558	7,589
本期營運資金變動	(1,990)	272	317	410	(2,828)
其他營業資產 及負債變動	1,267	2,555	(1,207)	8,993	(184)
營運活動之現金流量	13,723	19,030	14,260	17,072	12,909
資本支出	(13,963)	(10,392)	(7,726)	(12,339)	(17,288)
本期長期投資變動	9	12	3	66	0
其他資產變動	437	410	450	0	0
投資活動之現金流量	(13,517)	(9,970)	(7,273)	(12,229)	(17,288)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	2,333	(587)	(2,504)	(1,699)	10,000
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(2,445)	(3,668)	(4,280)	(3,796)	(6,670)
其他調整數	539	(594)	(711)	0	0
融資活動之現金流量	427	(4,849)	(7,495)	(5,847)	3,330
匯率影響數	9	(45)	(46)	(20)	0
本期產生現金流量	641	4,166	(554)	(1,024)	(1,049)
自由現金流量	(240)	8,639	6,534	5,253	(7,206)

資料來源：公司資料預估、元大投顧預估

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	33,759	36,782	33,025	29,057	35,462
銷貨成本	(23,407)	(23,709)	(21,884)	(18,900)	(21,862)
營業毛利	10,352	13,073	11,142	10,157	13,600
營業費用	(3,746)	(3,908)	(3,778)	(3,201)	(3,450)
推銷費用	(364)	(378)	(398)	(374)	(291)
研究費用	(1,203)	(1,267)	(1,291)	(1,061)	(1,305)
管理費用	(2,179)	(2,260)	(2,081)	(1,766)	(1,855)
其他費用	(1)	(3)	(9)	0	0
營業利益	6,607	9,165	7,364	6,956	10,149
利息收入	23	54	135	114	1,000
利息費用	(344)	(555)	(690)	(350)	(230)
利息收入淨額	(321)	(501)	(555)	(237)	770
投資利益(損失)淨額	22	25	18	18	18
匯兌損益	134	(124)	95	80	0
其他業外收入(支出)淨額	413	402	563	3,829	0
稅前純益	6,855	8,966	7,484	10,645	10,938
所得稅費用	(1,621)	(1,984)	(1,468)	(2,790)	(2,133)
少數股權淨利	59	145	176	323	400
歸屬母公司之稅後純益	5,175	6,837	5,840	7,533	8,405
稅前息前折舊攤銷前淨利	16,411	18,743	17,308	14,514	17,738
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.23	5.58	4.77	6.14	6.86

資料來源：公司資料預估、元大投顧預估

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	16.6	8.9	(10.2)	(12.0)	22.0
營業利益	42.0	38.7	(19.6)	(5.5)	45.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	23.1	14.2	(7.7)	(16.1)	22.2
稅後純益	43.9	33.4	(13.8)	30.6	12.1
調整後每股盈餘	43.4	31.8	-14.6	28.9	11.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	30.7	35.5	33.7	35.0	38.4
營業利益率	19.6	24.9	22.3	23.9	28.6
稅前息前淨利率	19.3	22.9	20.6	23.9	28.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	48.6	51.0	52.4	50.0	50.0
稅前純益率	20.3	24.4	22.7	36.6	30.8
稅後純益率	15.3	18.6	17.7	25.9	23.7
資產報酬率	7.8	9.5	8.1	9.7	9.5
股東權益報酬率	16.3	19.4	15.6	18.1	19.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	107.1	101.3	84.7	90.7	110.0
淨負債權益比(%)	44.3	34.3	26.4	19.2	43.1
利息保障倍數 (倍)	21.0	17.2	11.9	19.9	44.2
流動比率 (%)	169.1	218.1	284.5	208.6	142.3
速動比率 (%)	153.9	201.1	264.2	44.2	25.0
淨負債 (NT\$百萬元)	15,434	12,672	10,559	8,268	19,317
調整後每股淨值 (NT\$)	27.96	29.52	31.82	35.27	36.69
評價指標 (倍)					
本益比	31.6	23.9	27.9	21.7	19.5
股價自由現金流量比	--	19.0	25.1	31.2	--
股價淨值比	4.8	4.5	4.2	3.8	3.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	10.0	8.8	9.5	11.3	9.2
股價營收比	4.9	4.5	5.0	5.6	4.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估；註：負債為短期債加上長期債。

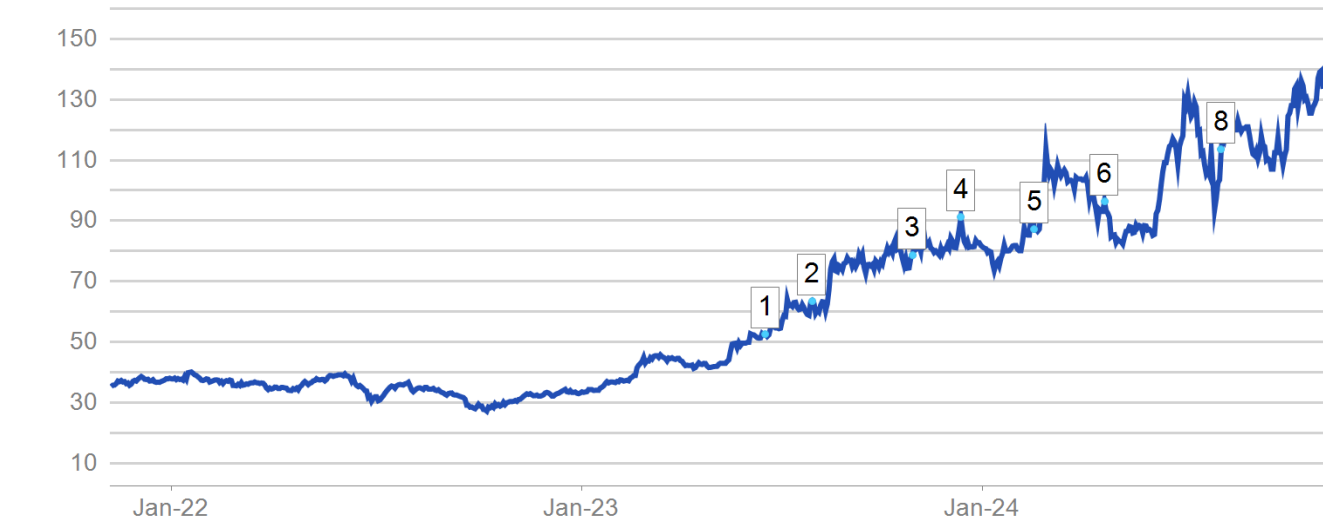
附錄：重要揭露事項

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。

京元電子 (2449 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

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>.