

祥碩 (5269 TT) ASMedia

獲利下修有限，營運碩果可期

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月)：NT\$2200.0

收盤價 (2024/11/26)：NT\$1635.0
隱含漲幅：34.6%

營收組成 (3Q24)

Host 89% / Device 11%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	2200.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	8.0	--
2024年EPS	47.5	--

交易資料表

市值	NT\$122,130百萬元
外資持股比率	20.7%
董監持股比率	32.7%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$420.12
負債比	7.4%
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	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	6,401	7,995	10,194	14,805
營業利益	1,823	2,569	3,226	5,341
稅後純益	2,228	3,613	4,971	7,582
EPS (元)	29.32	47.54	65.41	99.76
EPS YoY (%)	-14.9	62.2	37.6	52.5
本益比 (倍)	55.8	34.4	25.0	16.4
股價淨值比 (倍)	5.8	3.9	3.6	3.2
ROE (%)	12.8	14.0	14.9	20.5
現金殖利率 (%)	1.1%	2.0%	2.8%	4.3%
現金股利 (元)	18.58	33.28	45.79	69.83

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

李秉睿

pinjui.lee@yuanta.com

元大觀點

- ◆ AMD DT 市占率持續提升及 AM5 平台滲透率於明後年達 55%/65% 下，估 2025 年/2026 年晶片組業務成長 30%/22%。
- ◆ USB 4 業務將於 2H25 隨 AMD 新平台加速成長，估 USB 4 Host IC 營收比重於明後年達 5%/17%，估明後年毛利率達 53.6%/55.9%。
- ◆ 市場已反映整體市況疲弱，且評估營運下修有限，採綜合評價法給予目標價 2,200 元(26x 2H25-1H26F EPS NT\$85)，初評建議買進。

本中心重新將祥碩納入覆蓋範圍，正處於多方面產品轉佳趨勢

本中心將祥碩重新納入覆蓋範圍，除基於 AMD DT 處理器(CPU)市占率提升態勢明確(圖 16)，亦看好產品組合轉佳趨勢涵蓋：1) **USB 4** (以下簡稱 U4)：AMD X870 已將 U4 列為標配，估 U4 DT 滲透率於明後年達 35%/55%，因此 U4 Host IC 成長率將於 2H25 加速，估 2026 年貢獻整體營收 17% (圖 24)，U4 Device IC 亦將於 2026 年加速成長，帶動 2026 年毛利率年增 2.3 個百分點至 55.9%；2) **AM5 晶片組** (以下簡稱 Chipset)：基於 1H25 B840/850 推出與 2025 年 Medusa/Shimada Peak 新平台推出(圖 15)，估明後年 AM5 Chipset 滲透率達 55%/65% (圖 19)，抵銷舊產品跌價影響。

AMD 市占率提升趨勢不變，明後年 Chipset 業務成長雙位數

Intel 於 3Q24 下旬宣布 Intel Arrow Lake 改採台積電 N3/4 製程，儘管其採 Super-hot runs 投片，我們認為 Arrow 及後年 Nova 平台導入至 DT 仍有遞延疑慮。相反而言，AMD 於今年穩定推出新平台，預估其市占率於 2024-2026 年提升至 25%/32%/38%，因此儘管整體 DT 年成長率將僅達低個位數，預估祥碩明後年 Chipset 出貨量成長率達 28%/19%。加上 AM5 平台滲透率提升下，預估 Chipset 業務營收於 2025/2026 年成長率達 30%/22% (圖 20)。

根據 SOTP 法給予目標價 2,200 元，初評給予買進評等

儘管 PC 供應鏈下半年動能疲弱，我們認為 1) AMD 市占率提升；2) U4 迎高速成長期；3) PCIe 4 Packet switch，將帶動本業獲利於明後年成長 26%/66%，且我們認為今年市場共識已自 4 月修正 9%/18% (圖 5)，評估已反映 PC 狀況低迷之事實，且營運下修有限，因此採綜合評價法(SOTP)，分別給予本業與業外轉投資文晔(3034 TT; 買進) 38 倍/10 倍目標本益比，搭配 2H25-1H26F EPS 85 元，給予目標價 2,200 元，初次買進評等。

目錄

營運概況 - 短期受景氣影響，然市場共識下修幅度有限	3
動能 1 - AMD 市占率與新品滲透率上升，晶片組維持雙位數成長.....	6
動能 2 - USB4 及 PCIE 4 PACKET SWITCH 挹注整體產品組合轉佳	9
產業概況 - 2025 年 PC 換機潮將至，USB 4 成長期於明年啟動.....	12
財務分析 - 穩健之營運現金流與逐年改善之 ROE 趨勢	14
獲利預估與股票評價 - 評價處於中長期低點，深具吸引力	16
公司簡介	20
ESG 分析	22

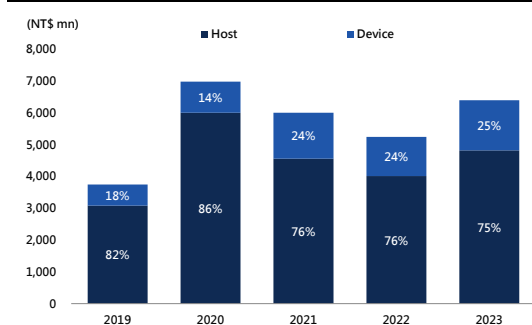
營運概況 - 短期受景氣影響，然市場共識下修幅度有限

晶片組為目前主要業務，USB 4 與 PCIe 世代產品發酵中

祥碩兩大業務(圖 1)為 Host (總營收比重 75-80%)與 Device (20-25%)，Host 持續為主要產品線，而其主要組成如下(圖 2)：

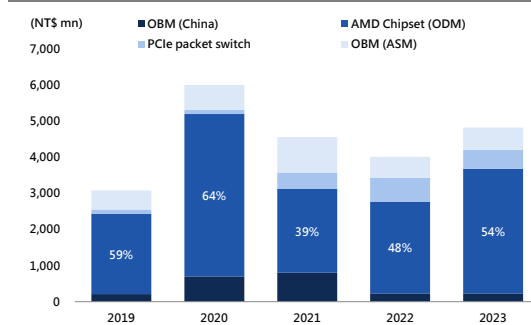
- **ODM (總營收比重 45-60%)**：AMD DT (桌機)晶片組(Chipset)業務。
- **OBM (20-30%)**：主要為祥碩自有品牌高速介面(包含 PCIe、USB、SATA)晶片，提供給主機板廠，其中又可分為：
 - **ASM**：AMD 及中國客戶以外之高速介面晶片，如 USB Host IC。
 - **PCIe packet switch**：主要提供 8/12 較低通道(Low-lane count)之 PCIe packet switch，目前公司仍以 **PCIe 3** 世代為主，PCIe 4/5 正在開發階段。
 - **中國客戶**：提供 SATA/USB/Switch Controller 晶片，2022-2023 年狀況較為低迷。

圖 1：祥碩近年產品組合



資料來源：元大投顧預估

圖 2：祥碩 Host 業務仍以 AMD 為主



資料來源：元大投顧預估

4Q24 估 EPS 11 元，低於市場共識 24%，因客戶拉貨高基期與 PC 需求平淡

展望 4Q24，由於 PC 景氣疲弱且考量美系客戶拉貨之高基期，預估 4Q24 營收季減 15%/年增 6%，低於市場共識 17%，係考量 PC 下半年拉貨狀況疲弱，毛利率則估季增 0.4 個百分點/年減 9.4 個百分點至 53.2%，年減主因去年同期具有庫存回沖利益，預估營益率季減 2.3 個百分點/年減 7.5 個百分點至 29.8%，預估本業季減 21%/年減 15%至 5.4 億元，低於市場共識 28%，預估 EPS 達 11 元，季減 16%/年增 15%，低於市場共識 24%。

圖 3：2024 年第 4 季財測與預估比較

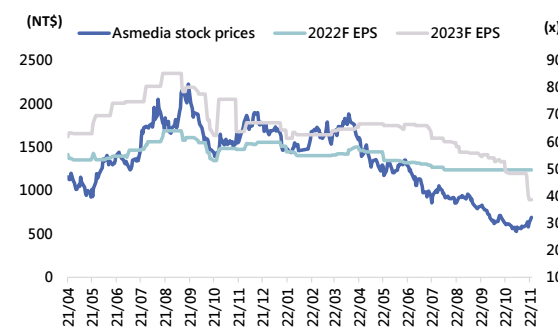
(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F 市場預估	預估差異
營業收入	1,711	2,127	1,814	-14.7%	6.0%	2,190	-17.2%
營業毛利	1,072	1,123	965	-14.1%	-10.0%	1,178	-18.1%
營業利益	639	683	540	-20.9%	-15.4%	750	-28.0%
稅前利益	779	1,075	929	-13.6%	19.2%	1,159	-19.9%
稅後淨利	675	974	817	-16.1%	21.1%	1,068	-23.5%
調整後 EPS (元)	9.51	13.06	10.96	-16.1%	15.3%	14.32	-23.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	62.6%	52.8%	53.2%	0.4	-9.4	53.8%	-0.6
營業利益率	37.3%	32.1%	29.8%	-2.3	-7.5	34.2%	-4.5
稅後純益率	39.5%	45.8%	45.1%	-0.7	5.6	48.8%	-3.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

2024-2025 年市場共識已於近期修正，且明年營運下修幅度有限

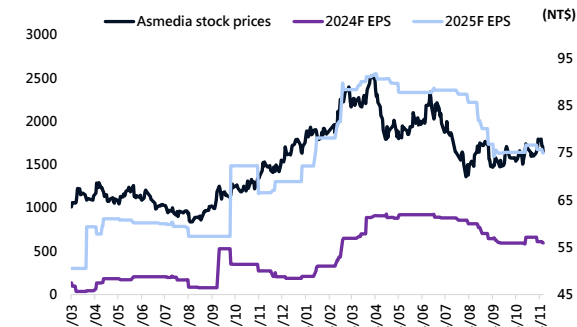
本中心觀察彭博(BBG)針對祥碩之 EPS 預估自 4 月開始逐步下修(圖 5)，2024 年/2025 年相較 4 月下修 9%/18%，主因 1) 2H24 PC ODM 拉貨保守，受總經環境影響，使市場對未來 PC 復甦看法有所轉差，看空方(Bears)更認為明年 PC 恐呈現年減；2) Intel 於 Arrow Lake 改至台積電投片，使部分投資人擔憂祥碩過往仰賴台積電製程優勢將消失。然而，從圖 4 與圖 5 亦可看出 **EPS 預估修正與祥碩股價連動性高**，因此我們認為市場已反映 **PC 狀況低迷**之事實。

圖 4：過往 EPS 修正谷底時即為股價谷底



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 5：賣方分析師已下修明年 EPS 預估 18%



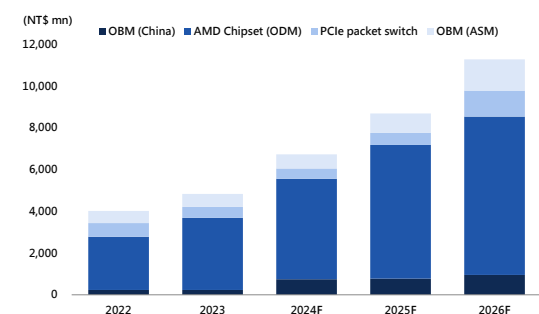
資料來源：Bloomberg、元大投顧

本中心除認為祥碩近期股價已反映 PC 景氣疲弱之事實，且營運下修有限，我們評估祥碩將自 2H25 迎新一波成長周期，預估明後年本業獲利成長 26%/66% (圖 8)，受惠於：

- **AMD DT 市占率與新世代 Chipset 滲透率上升有利晶片組維持雙位數成長。**
- **USB4 滲透率於 2025-2026 年步入高速成長期，Host/Device 獲利有望逐年提升。**
- **Packet switch 將切入 PCIe 4 伺服器，PCIe 5 亦有望於 2026 年發酵。**

此外，轉投資文晔獲利亦將於 2025/2026 年成長 59%/35%，我們估計文晔業外利益將貢獻明後年祥碩 EPS 49%/43%。

圖 6：祥碩產品別營收預估



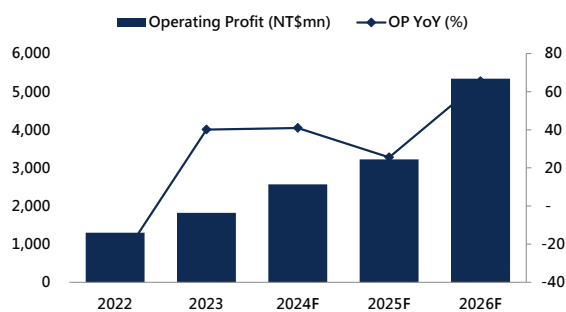
資料來源：元大投顧預估

圖 7：祥碩產品別毛利區間預估

Segments	Sub-segments	GPM Range Assumption
Host	ODM	50-55%
	OBM	58-62%
Device IC		57-64%

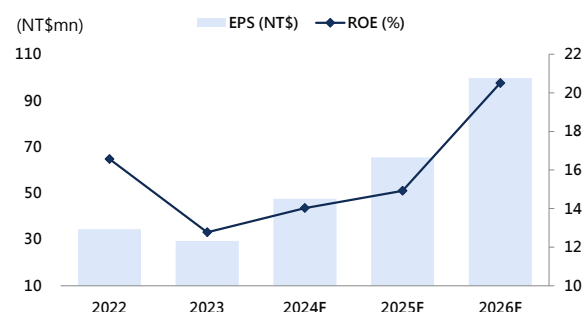
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 8：估明後年祥碩本業獲利成長 26%/66%



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 9：預估明後年 EPS/ROE 持續提升



資料來源：公司資料、元大投顧預估

總體而言，我們預估 2025 年/2026 年祥碩總體 EPS 將成長 38%/53%至 65.4 元/99.8 元，2025 年估計 EPS 低於市場共識 4%，係因本中心對於 PC 後市展望相對保守，且對車用與工控市場看法相對中性。2026 年預估 EPS 則高於市場共識 3%，係考量到 USB 4 業務指數型成長及工控與車用市場回溫帶動文晔獲利改善。

圖 10：2024-2026 年祥碩 EPS 預估及市場共識比較

(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	7,995	8,034	10,194	9,925	14,805	14,230	-0.5%	2.7%	4.0%
營業毛利	4,341	4,362	5,468	5,425	8,281	7,686	-0.5%	0.8%	7.8%
營業利益	2,569	2,574	3,226	3,526	5,341	5,520	-0.2%	-8.5%	-3.2%
稅前利益	4,098	4,152	5,649	5,734	8,615	8,188	-1.3%	-1.5%	5.2%
稅後淨利	3,613	3,691	4,971	5,199	7,582	7,396	-2.1%	-4.4%	2.5%
調整後 EPS (元)	47.54	48.57	65.41	68.41	99.76	97.32	-2.1%	-4.4%	2.5%
重要比率 (%)							ppt	ppt	ppt
營業毛利率	54.3%	54.3%	53.6%	54.7%	55.9%	54.0%	0.0	-1.0	1.9
營業利益率	32.1%	32.0%	31.6%	35.5%	36.1%	38.8%	0.1	-3.9	-2.7
稅後純益率	45.2%	45.9%	48.8%	52.4%	51.2%	52.0%	-0.8	-3.6	-0.8

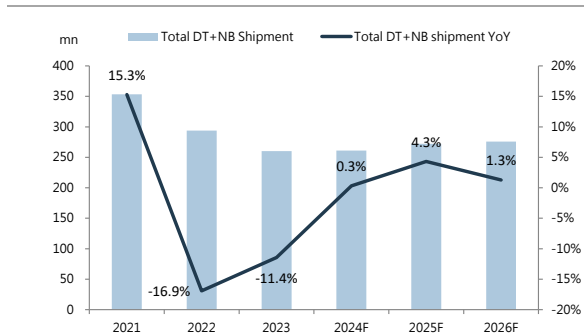
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

動能 1 - AMD 市占率與新品滲透率上升，晶片組維持雙位數成長

整體 DT 市場與 AMD DT 市占率成長有限？不，上升趨勢將延續至 2026 年

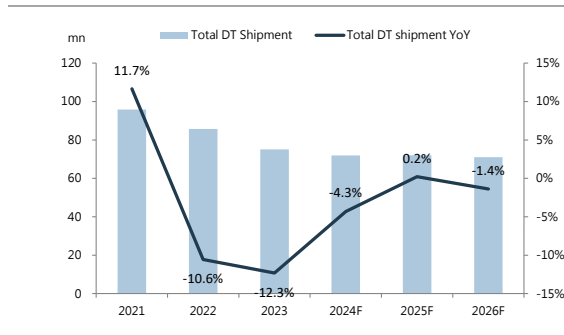
許多投資人擔憂整體 PC 市場動能，本中心確實認為短期拉貨狀況難以改善，係因 1) AI PC 效能未能符合消費者預期；2) 整體景氣疲弱下，企業換機需求並未發生，然而依據本中心訪查供應鏈，由於整體 PC 供應鏈庫存健康且 Windows 10 將於明年 10 月停止支援，預估 2025 年整體 DT 出貨量小幅改善 0.2% (圖 12)，將較今年有所改善，2026 年則估小幅年減 1%。

圖 11：2025/2026 年整體 PC 出貨成長 4%/1%



資料來源：元大投顧預估

圖 12：2025/2026 年 DT 出貨動能較弱



資料來源：元大投顧預估

儘管 DT 市場已為高原期產業，依據本中心敏感度分析(圖 13)，我們觀察矽晶片組業務之成長性更取決於 **AMD DT CPU 市占率提升**，Intel 於 3Q24 下旬宣布將 Intel Arrow Lake 改採台積電 N3 製程，儘管其採 Super-hot runs 投片，我們認為 **Arrow 及後年 Nova Lake 導入至 DT 仍有遞延疑慮**。相反而言，AMD 於今年明年穩定推出新平台(圖 15)，預估其市占率於 2024-2026 年提升至 25%/32%/38% (圖 16)，因此儘管整體 DT 年成長率將僅達低個位數，預估明後年 Chipset 出貨量成長率達 28%/19%。

圖 13：2025 年 AMD DT CPU 出貨量敏感度分析(依據 DT 出貨量與 AMD 市占率假設)

AMD DT CPU YoY		AMD shares				
		26%	29%	32%	35%	38%
2025 DT market YoY	-5%	-3%	8%	19%	31%	42%
	-3%	-1%	10%	22%	33%	45%
	0%	2%	14%	26%	37%	49%
	3%	5%	17%	29%	42%	54%
	5%	7%	20%	32%	44%	57%

資料來源：IDC、元大投顧預估

圖 14：Intel 於 2019-2021 年推出多款 DT CPU 產品

	Codename (Platform)	Microarchitecture	Process node	2019				2020				2021			
				1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Intel	Comet Lake	Skylake	14nm++++												
	Rocket Lake	Cypress Cove	14nm+++++												
	Tiger Lake	Willow Cove	10nm SuperFin												
	Alder Lake	Golden Cove	Intel 7												
AMD	Matisse	Zen 2	TSMC N7												
	Vermeer	Zen 3	TSMC N7												

資料來源：元大投顧預估

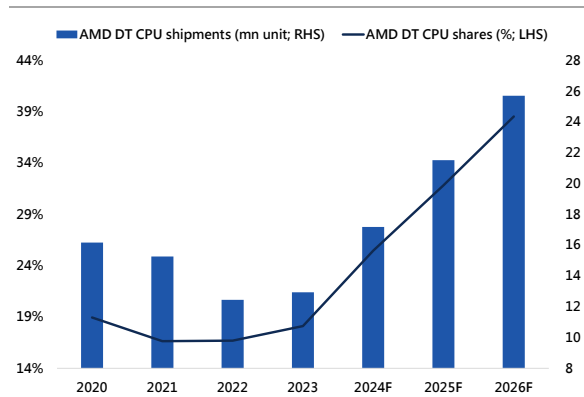
圖 15：Intel Arrow lake 遞延至 4Q25，AMD 則於 2023-2025 年將陸續推出新款 DT CPU

Vendor	Codename (Platform)	Micro-architecture	Process node	2022				2023				2024F				2025F				2026F			
				1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Intel	Raptor Lake	Raptor Cove	Intel 7																				
	Arrow Lake	Lion Cove	TSMC N3/4												Expected								
	Nova Lake (Tile)	Panther Cove	Intel 14A and TSMC N2																			Expected	
AMD	Warhol	Zen 3+	TSMC N6																				
	Raphael	Zen 4	TSMC N5/6																				
	Granite Ridge	Zen 5	TSMC N4/5																				
	Medusa	Zen 6	TBD														Expected						
	Storm Peak	Zen 4	TSMC N5/6																				
	Shimada Peak	Zen 5	TSMC N4/5														Expected						

資料來源：元大投顧預估

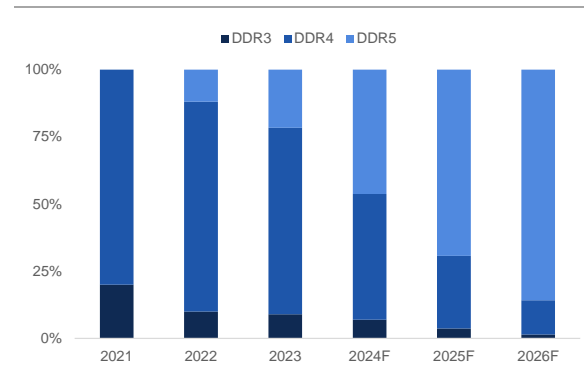
此外，由於客戶逐步採用 600/800 系列等 AM5 Chipsets，且 DDR5 滲透率將於今年開始加速(圖 17)，有助 AM5 滲透率持續提升(圖 19)，此有助 Chipset 業務獲利逐步改善。

圖 16：AMD DT CPU 市占率仍將持續提升



資料來源：元大投顧預估

圖 17：DDR5 滲透率估計於今年開始加速



資料來源：元大投顧預估

新世代 Chipset 滲透率上升有利明後年晶片組營收維持雙位數成長

自 2014 年蘇姿丰接任 AMD 總裁後加強對 CPU 項目開發，並與祥碩開始合作開發高速 I/O 晶片組。2017 年在 AMD 推出 Ryzen 系列 CPU 產品同時，祥碩亦提供 300 系列晶片組，至今公司皆為 AMD 晶片組獨家供應商(圖 18)，除 500 系列高階晶片組 X570 因祥碩當時尚未完成 PCIe 4.0 開發，改為 AMD 自行設計(部份 IP 則由祥碩提供)。

目前祥碩 600 系列產品包含高階的 X670E、X670、B650E、B650，中低階之 A620 也已開始出貨，以上晶片組扣件(Socket)已自上一個世代之 AM4 提升至 AM5，本中心觀察 2H23 出貨仍多以 500 舊系列晶片組為主，至 4Q23 下旬 600 系列拉貨才逐步轉強，並延續動能至 1H24。

800 系列晶片組雖於 3Q24 推出，然因 2024 年僅出貨 X 系列(870/870E)高階晶片組，我們認為待 1H25 B840/850 中低階晶片組推出後，滲透率才將加快，此外 900 系列晶片組亦將隨 2025 年 AMD 將推出之 Medusa/Shimada Peak 世代 CPU 開始出貨，有助 2025-2026 年晶片組 ASP 及產品組合改善。

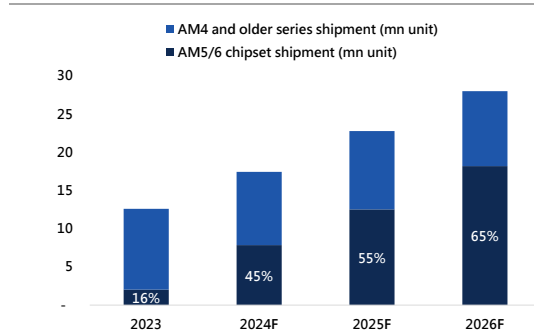
圖 18：AMD 歷年晶片組路線圖

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
High-end (Enthusiast)	X570			X670 X670E		X870 X870E	900 Series
Mid-end (Mainstream)		B550		B650		B850	➔
Low-end (Essential)		A520			A620	B840	➔
AMD DT CPU (process node)	Matisse (N7)	Vermeer (N7)		Warhol (N6) Raphael (N5/6)	Storm Peak (N5/6)	Granite Ridge (N4/5)	Shimada Peak (N4/5)
AMD platform	AM4	AM4		AM4/5	AM5	AM5	AM6

資料來源：公司資料、元大投顧預估

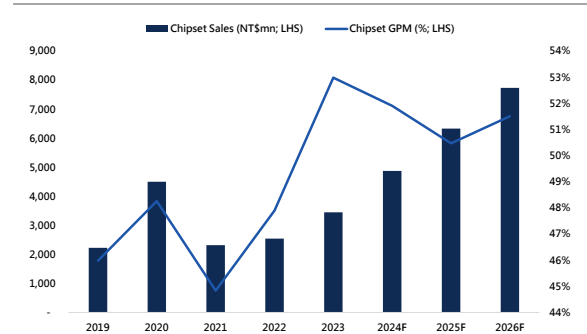
基於 1) AM5 以上系列比重提升(圖 19)；2) AMD 於 DT 市場持續 gain shares (圖 16)；3) AM5 滲透率提升將減緩舊產品降價之影響，因此預估明後年晶片組(Chipset)業務成長年增 30%/22%，預估 2025 年毛利率年減 1.4 個百分點，係因 2024 年具有庫存回沖利益使基期上升，2026 年則恢復年增 1 個百分點至 51.5% (圖 20)。

圖 19：AM5/6 晶片組出貨比重將持續成長



資料來源：元大投顧預估

圖 20：晶片組業務營收與毛利率預估



資料來源：元大投顧預估

動能 2 - USB4 及 PCIe 4 Packet switch 挹注整體產品組合轉佳

USB4 產品線齊全，規格升級高峰將落在 2026 年

除 AMD 外，本中心認為 **USB4 (後簡稱 U4)**將為 **2024-2025 年**上升循環之重要因子。祥碩具有完整 USB Host (主機端)與 Device (裝置端)產品線(圖 21、22)，且公司 USB4 Host IC 於今年初已取得 USB 協會驗證，規格來看，最新 Host IC ASM4242 相較於上一代之 ASM3242 升級體現在 1) USB 傳輸速度自 20Gbps 提升至 40Gbps，並通過 Intel 之 Thunderbolt (TBT) 4 驗證；2) 在 PCIe 通道(Lane)規格已升級至 PCIe 4；3) 首次支援 DP 之影像傳輸。另一方面，Device IC 產品 ASM2464PDX 與 ASM2464PD 不僅支援 PCIe 4，更已通過 Intel 之 Thunderbolt (TBT) 4 驗證，因此 Host/Device IC 導入 PC 相關裝置機會進一步提升。

圖 21：USB Host 產品已進入 USB4，且兼容 PCIe 4 與 DP1.4

Product Name	ASM3042	ASM3142	ASM3241	ASM3242	ASM4242
USB support	Up to USB3.2 5Gbps	Up to USB3.1 10Gbps	Up to USB3.2 20Gbps	Up to USB3.2 20Gbps	Up to USB4 40Gbps
PCIe support	PCIe 3 x1	PCIe 3 x2	PCIe 3 x2	PCIe 3 x4	PCIe 4 x4
DisplayPort support	-	-	-	-	DP1.4
Microsoft driver support	V	V	V	V	V (Win 11)
Thunderbolt support	-	-	-	-	V (TBT4)
Package type	9x9 mm ² QFN	9x9 mm ² QFN	9x9 mm ² QFN	10x10 mm ² QFN	11x11 mm ² FCBGA

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 22：USB Device 產品已進入 USB4，且兼容 TBT3 與 PD

Product Name	ASM1156	ASM235CM	ASM2362	ASM2364	ASM2464PD	ASM2464PDX
USB support	USB3.2 5Gbps	USB3.2 10Gbps	USB3.2 10Gbps	USB3.2 20Gbps	USB4 40Gbps	USB4 40Gbps
PCIe support	-	-	PCIe 3 x2	PCIe 3 x4	PCIe 4 x4	PCIe 4 x4
PD support	-	-	-	-	V	V
Thunderbolt support	-	-	-	-	V (TBT4)	V (TBT4)
NVM Express support	-	-	V	V	V	V
Package type	8x8 mm ² QFN	6x6 mm ² QFN	9x9 mm ² QFN	10x10 mm ² QFN	10x10 mm ² FCCSP	10x10 mm ² FCCSP

資料來源：公司資料、元大投顧

根據本中心訪查，USB4 目前已開始於 NB/DT 導入，考量到 DT 導入相對 NB 緩慢，目前 AMD 僅 X870 高階 DT Chipset 將 U4 列為標配，我們認為 AMD 下一代 DT CPU Shimada Peak 平台推出後，主流級(Mainstream) Chipset 之 USB 接口有望提升至 U4 標配，因此評估成長高峰期落於 2025-2026 年。

本中心預估祥碩 U4 Host IC 營收比重於 2024 年/2025 年/2026 年達 2%/5%/17% (圖 24)，加上相關產品 ASP 皆為上一代 1 倍以上，因此本中心預估 2025 年/2026 年 Host (ASM)業務 ASP 將成長 20%/104%，並帶動 Host (ASM)業務營收及毛利率持續成長(圖 25)。

圖 23：600 系列中高階 Chipset 已支援 U4，X870 首度將 U4 列為標配

	X570	B550	X670	X670E	B650	X870	X870E	B850
Release time	2019	2020	2022	2022	2022	2024	2024	2025
USB Generation	3.2	3.2	3.2/4 (optional)	3.2/4 (optional)	3.2/4 (optional)	4	4	3.2/4 (optional)
AMD platform	AM4	AM4	AM5	AM5	AM5	AM5	AM5	AM5

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 24：祥碩 USB 4 Host IC 假設，估計 2025-2026 年成長性將進入高峰期

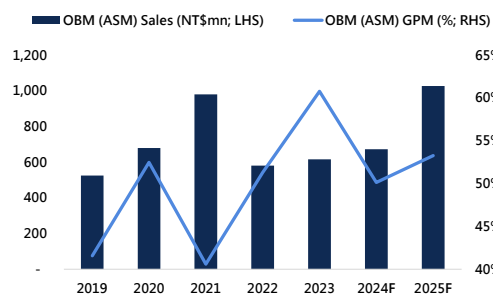
(NT\$m)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
DT CPU shipment (mn unit)	84.6	91.8	74.6	71.3	74.5	75.4	76.4
AMD shares (%)	19	17	17	18	25	32	38
AMD DT CPU shipment (mn unit)	16.2	15.3	12.5	12.9	19.0	24.0	29.4
USB 4 penetration in AMD DT platform	0	0	0	0	3	8	35
USB 4 AMD DT shipment (mn unit)	0	0	0	0	0.6	1.9	10.3
U4 Host IC ASP (US\$)	10	10	10	10	10.0	9.0	8.0
U4 Host IC Sales for Asmedia	0	0	0	0	182	553	2635
U3 or older USB spec Host IC Sales	680	981	581	617	491	475	411
USB4 Host IC sales shares (%)	0	0	0	0	2	5	17

資料來源：元大投顧預估

Device IC 業務方面，由於祥碩於 1) NVMe SSD 之 USB Controller 具有 80%以上市佔率；2) 且公司具有自研之 PCIe 4/5 IP，在 40G/80G USB4 Device controller 產品具有競爭優勢；3) 相對於同業威鋒電子(6756 TT；未評等) U4 Device Controller 僅通過 USB 協會認證，祥碩 U4 Device IC 已通過 Intel Thunderbolt 4 認證，因此祥碩仍將是 **USB 4 Device** 端升級最大受惠者。

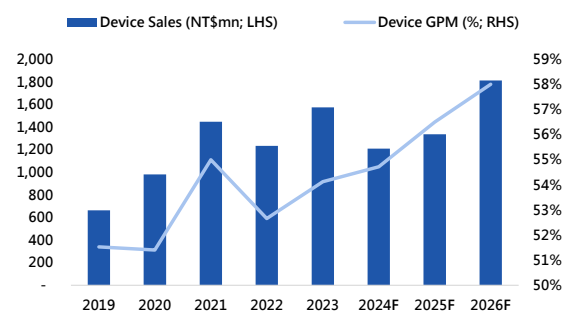
由於終端需求疲弱且 USB 4 導入 SSD 趨勢仍待 U4 DT/NB 生態系建立，因此成長期將主要落於 2026 年，因此預期 Device IC 業務於 2025 年僅成長 11%，2026 年成長率則將提升至 36%，並帶動 Device IC 毛利率於明後年成長 1.8 個/1.5 個百分點至 56.5%/58% (圖 26)。

圖 25：ASM 業務預估持續成長



資料來源：元大投顧預估

圖 26：U4 對於 Device 毛利率改善效益持續



資料來源：元大投顧預估

Packet switch 將切入 PCIe 4 伺服器，中國 CPU 自主化需求亦提供潛在機會

我們認為另一塊值得留意的業務為中國與 PCIe 橋接控制晶片(Packet Switch)業務。

祥碩中國業務主要應用於主機板/記憶體(Storage)應用，經過 2022-2023 年業務低潮期後，2Q24 標案已有恢復現象，我們認為係因中國 PC 與 Server 開始有自主化需求，以避免美國制裁，其本土 CPU 業者開案需求持續增加，因此評估明後年中國標案與非標案業務將持續成長(圖 29)。

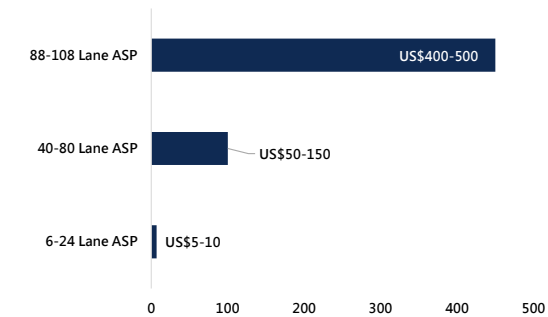
Packet Switch 方面，祥碩主要提供 6-12 Lane-count 的 Packet Switch (圖 27)，主要應用於 PC、Server (偏向 Consumer 規及小型資料中心)，公司目前已具備 PCIe 4/5 自有 IP，預計於今年底 Tape out lane count >40 lane 之 PCIe 4 之 Packet Switch，產品單價為過往 6-24 lane Packet switch 之 10 倍以上(圖 28)，預估此業務將於 2H25 開始貢獻，因此預估 2025 年/2026 年 Packet Switch 營收年增 46%/108% (圖 29)。

圖 27：Packet Switch 現有產品線主要在 low-lane count

Product Name	ASM1184e	ASM1806	ASM1812	ASM1824	ASM2806I	ASM2812I
Lane count	4	6	12	24	6	12
PCIe support	PCIe 2	PCIe 2	PCIe 2	PCIe 2	PCIe 3	PCIe 3

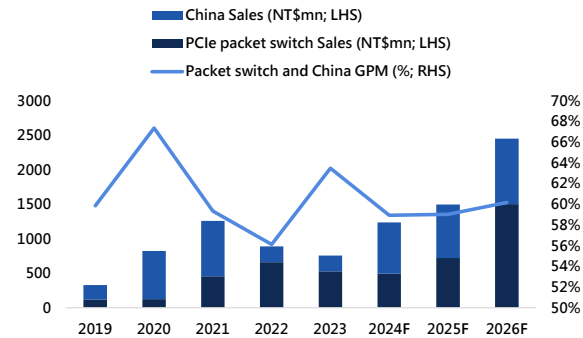
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 28：新切入之 Packet Switch 價差達 10x



資料來源：元大投顧預估

圖 29：Packet switch 與中國業務預估



資料來源：元大投顧預估

產業概況 - 2025 年 PC 換機潮將至，USB 4 成長期於明年啟動

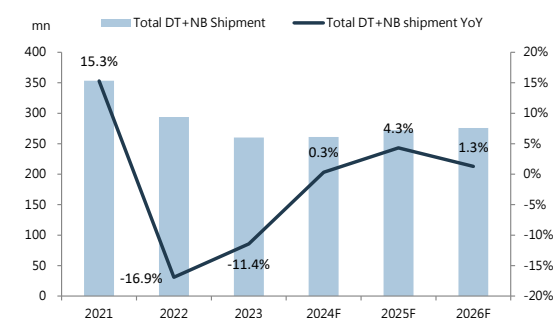
2025-2026 年 PC 整體出貨可望持續復甦，換機潮主要觀察企業端與 AI PC 導入

IDC 預估 2024 年 PC (包含工作站)出貨量年增 0.3%，較年初預估有所下降，係因 1) 整體消費性景氣疲弱；2) AI PC 效能未能符合終端使用者預期，其中 NB/DT 分別將年增 2.2%/年減 4.3%。

由於祥碩 Chipset 業務應用於 DT，我們將關注未來 DT 未來展望，經過 2022 年起連續三年下降，IDC 預估 2025 年將微幅成長 0.2%，2026 年估年減 1% (圖 32)，我們亦認為明後年 DT 出貨量將可維持在約 70 億台水準，主要關注因子涵蓋：

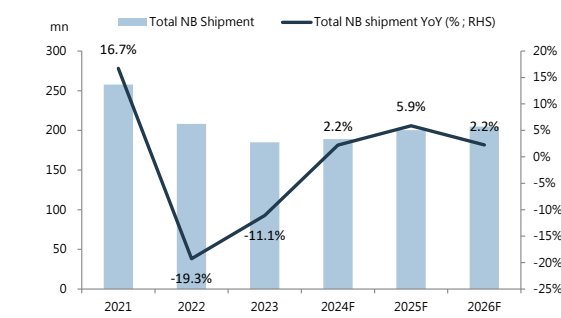
- 2025 年 10 月 Windows 10 停止支援所帶動之換機潮。
- 企業端支出恢復狀況，我們觀察商用 DT (包含工作站)佔 DT 出貨比重達 65% (圖 33)，而企業端採用 AI PC 亦為潛在正面因子。
- 整體消費性 DT 需求復甦狀況，然目前改善空間相對有限。

圖 30：2024 年 PC 出貨量將僅年增 0.3%



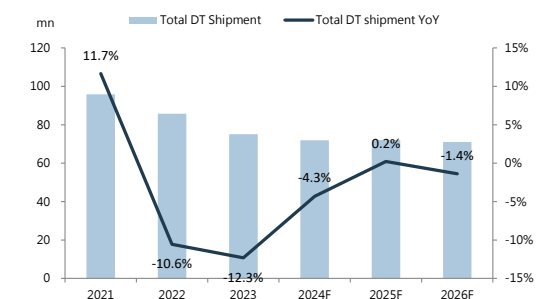
資料來源：元大投顧預估

圖 31：2024 年 NB 出貨量將年增 2.2%



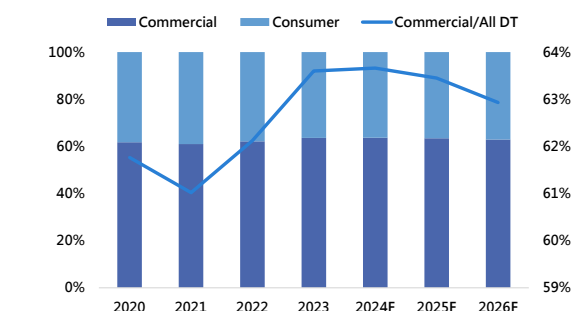
資料來源：元大投顧預估

圖 32：2025-2026 年 DT 出貨量將持穩



資料來源：IDC 預估、元大投顧

圖 33：企業端佔 DT 出貨比重約 65%

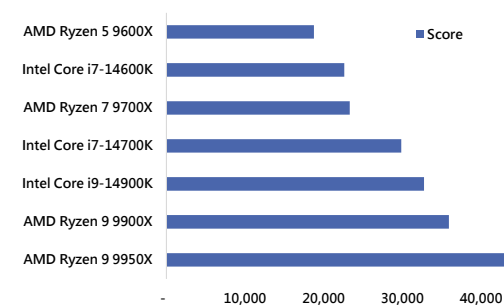


資料來源：IDC 預估、元大投顧

AMD 於 DT 市佔率擴張加速，反映其優異之產品性能

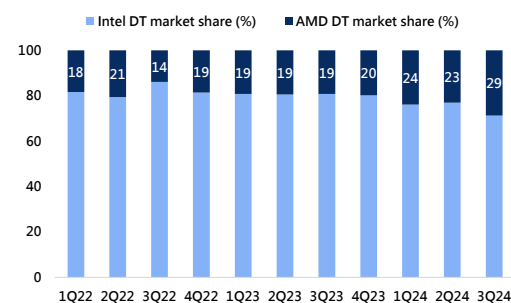
根據 Puget System 跑分數據顯示，AMD 最新發表之 Ryzen 9000 系列 CPU 搭載於全新 AM5 平台上，跑分數據與 Intel 2022 年推出之 Raptor Lake CPU 相比，性能相當甚至更優(圖 34)，儘管其僅支援 DDR5 插槽規格，但我們不認為會受 DDR5 採用度低影響，係因 Ryzen 7000 時期 DDR5 滲透率僅達 20%以下，相較 Intel Raptor Lake 同時支援 DDR4/DDR5 來說，Ryzen 7000 系列產品較不具彈性，但觀察 DDR5 已成為 2H24 主流 PC 使用之主記憶體規格，Ryzen 9000 系列銷售暢旺，亦反映於 AMD 在 3Q24 DT 市占率季增 6 個百分點至 29% (圖 35)。

圖 34：AMD Ryzen 9000 系列跑分優於 Intel



資料來源：Puget System、元大投顧

圖 35：AMD 於 DT 市占率持續提升



資料來源：Mercury Research、元大投顧

圖 36：Intel Arrow lake 遞延至 4Q25，AMD 則於 2023-2025 年將陸續推出新款 DT CPU

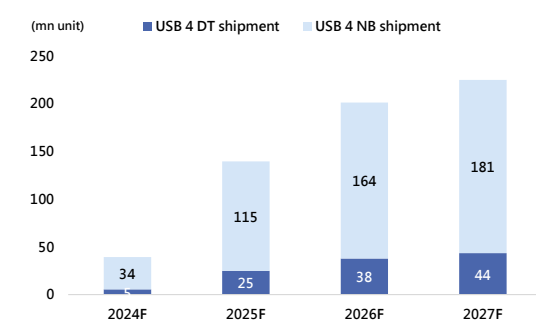
Vendor	Codename (Platform)	Micro-architecture	Process node	2022				2023				2024F				2025F				2026F			
				1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Intel	Raptor Lake	Raptor Cove	Intel 7																				
	Arrow Lake	Lion Cove	TSMC N3/4												Expected								
	Nova Lake (Tile)	Panther Cove	Intel 14A and TSMC N2																				Expected
AMD	Warhol	Zen 3+	TSMC N6																				
	Raphael	Zen 4	TSMC N5/6																				
	Granite Ridge	Zen 5	TSMC N4/5																				
	Medusa	Zen 6	TBD															Expected					
	Storm Peak	Zen 4	TSMC N5/6																				
	Shimada Peak	Zen 5	TSMC N4/5																Expected				

資料來源：元大投顧預估

USB 4 PC 出貨將於 2H25 加速，2026 年 USB4 DT 滲透率達 50%以上

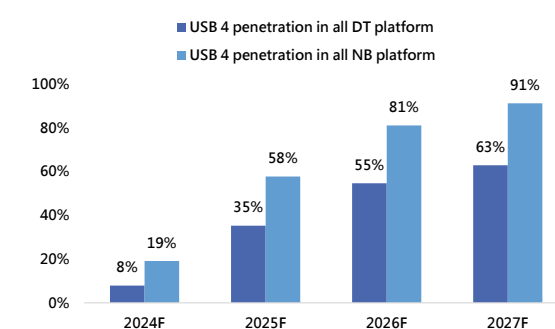
本中心預估整體 USB4 PC 出貨於 2024 年開始(圖 37)，2024-2027 年估 USB4 DT/NB 出貨量 CAGR 達 99%/75%。滲透率方面，我們預估 NB 滲透率將較快，係因 AI PC 帶動 USB 4 滲透率加速提升，預估 2024-2027 年 USB 4 NB 滲透率達 19%/58%/81%/91%，DT 則預估較慢，估 2024-2027 年 USB 4 DT 滲透率達 8%/35%/55%/63% (圖 38)。

圖 37：整體 USB 4 於 PC 出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

圖 38：U4 PC 滲透率於後年皆達 50%以上



資料來源：元大投顧預估

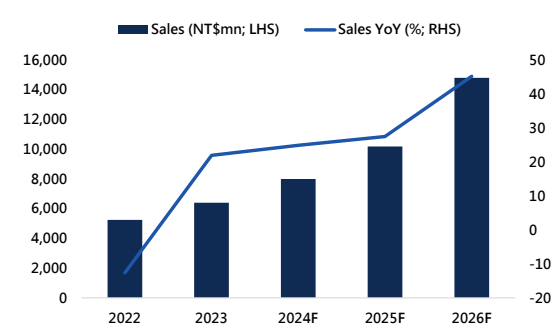
財務分析 - 穩健之營運現金流與逐年改善之 ROE 趨勢

祥碩 ROE 於疫情高峰後下滑，然 2024 年起將逐步改善

儘管 PC 市場於 2022 年大幅降溫，然祥碩營收僅年減 13%，並於 2023 年快速提升(圖 39)，係受惠於 AMD 於 DT 市佔率提升，且自有品牌產品線逐步發酵，因此毛利率於 2023 年成長 3.5 個百分點至 55.2%，然因今年晶片組業務比重上升，因此估毛利率年減 0.9 個百分點至 54.3%，2025 年亦估年減 0.7 個百分點至 53.6%，2026 年隨 USB 4 滲透率大幅提升帶動高毛利自有品牌營收比重上升，估年增 2.3 個百分點至 55.9% (圖 40)。費用方面，2022-2023 年費用率維持在 26-27%，主因公司針對 USB 4、PCIe 等自主 IP 開發，然 2024 年預估降低至 22.2%，反映費用控制得宜，2025 年亦估維持在 20% 水準，營業利益率將持續改善(圖 41)。

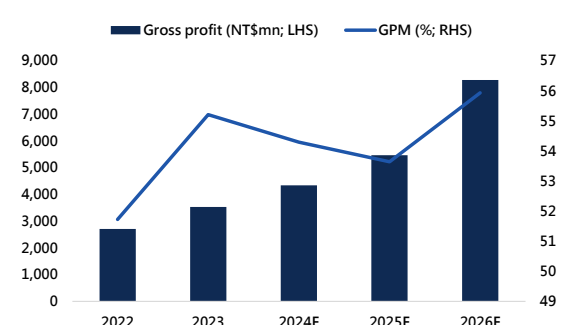
ROE 方面，因 2023 年因匯兌利益貢獻下降與稅率上升(年增約 3 個百分點)，使 ROE 年減 3.8 個百分點至 12.8%，然稅率已於 2023 年起穩定維持在 9-13%，且本業持續成長下，估 ROE 於明後年成長至 14.9%/20.5% (圖 42)。

圖 39：祥碩營收趨勢



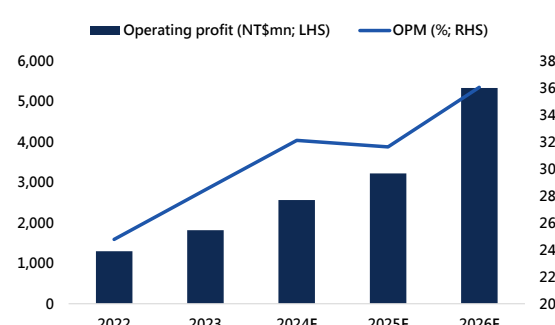
資料來源：元大投顧預估

圖 40：祥碩毛利率趨勢



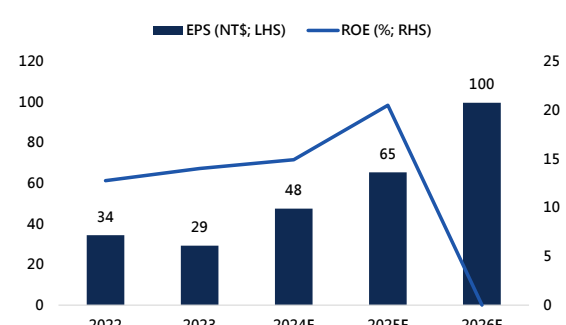
資料來源：元大投顧預估

圖 41：祥碩營益率趨勢



資料來源：元大投顧預估

圖 42：祥碩 EPS 與 ROE 趨勢

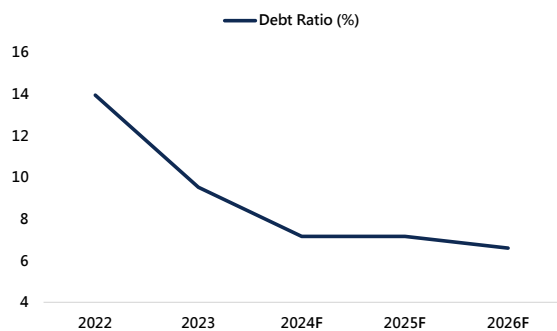


資料來源：元大投顧預估

資產負債表方面，2023 年祥碩流動比為 230%，2021 年後負債比率長年落在 7%~15% 左右(圖 43) 健康區間。2021-2023 年，現金及約當現金皆維持在 17-24 億元水位，今年估大幅提升至 143 億元 水準，係因 2Q24 進行現金增資，估後續現金水位維持健康水準(圖 44)。

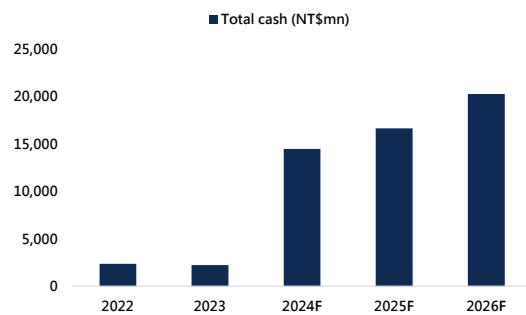
祥碩 2019 年至 2023 年營運現金流皆維持正數，受惠於穩定成長之本業，且 IC 設計屬於低資本支 出產業，因此現金流外出主要來自股利發放與償還短期借款，因此自由現金流過往皆維持正數，並 預估 2024 年後皆超過 30 億元水準(圖 45)，現金股利預估明後年配發 45.8 元/69.8 元(圖 46)。

圖 43：祥碩負債比趨勢



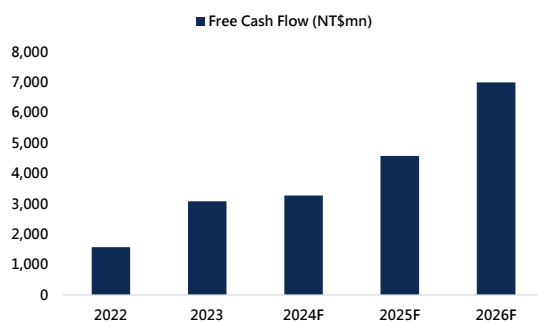
資料來源：元大投顧預估

圖 44：祥碩現金及約當現金維持高檔



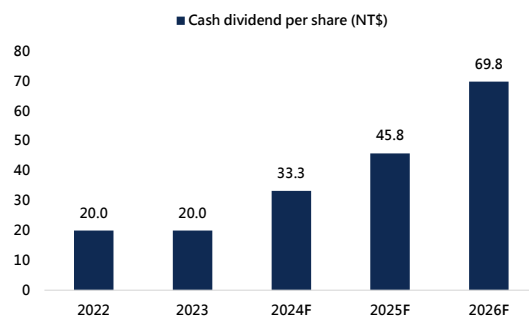
資料來源：元大投顧預估

圖 45：祥碩自由現金流趨勢



資料來源：元大投顧預估

圖 46：現金股利於明後年估 45.8 元/69.8 元



資料來源：元大投顧預估

獲利預估與股票評價 - 評價處於中長期低點，深具吸引力

2H25 營運迎強勁成長，初次評等給予買進

本中心預估 2025/2026 年營收成長 28%/45%，EPS 則將成長 38%/53%至 65.4 元/99.8 元，2025 年營收預估將較市場共識高 3%，係因正向看待 2025 年起公司營運邁入新一波成長動能，包含：

- **AM5 系列晶片組比重持續上升**：預期 AM5 佔整體晶片組出貨比重於 2024 年-2026 年達 45%/55%/65%，且 AMD 將持續擴張市占率，將使 2024-2026 年晶片組業務 CAGR 達 26%。
- **USB4 迎高速成長時期**：U4 Host/Device 將於今年底 AMD 新品開始滲透，由於已通過 Microsoft 軟體驗證，且支援 Intel TBT 4 平台，預估明後年 OBM 業務成長 32%/108%。
- **PCIe 4 Switch 新品貢獻**：預計 2H25 加入營收貢獻，由於單價提升>10 倍，有利產品組合改善。

圖 47：2024-2026 年祥碩 EPS 預估及市場共識比較

(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	7,995	8,034	10,194	9,925	14,805	14,230	-0.5%	2.7%	4.0%
營業毛利	4,341	4,362	5,468	5,425	8,281	7,686	-0.5%	0.8%	7.8%
營業利益	2,569	2,574	3,226	3,526	5,341	5,520	-0.2%	-8.5%	-3.2%
稅前利益	4,098	4,152	5,649	5,734	8,615	8,188	-1.3%	-1.5%	5.2%
稅後淨利	3,613	3,691	4,971	5,199	7,582	7,396	-2.1%	-4.4%	2.5%
調整後 EPS (元)	47.54	48.57	65.41	68.41	99.76	97.32	-2.1%	-4.4%	2.5%
重要比率 (%)							ppt	ppt	ppt
營業毛利率	54.3%	54.3%	53.6%	54.7%	55.9%	54.0%	0.0	-1.0	1.9
營業利益率	32.1%	32.0%	31.6%	35.5%	36.1%	38.8%	0.1	-3.9	-2.7
稅後純益率	45.2%	45.9%	48.8%	52.4%	51.2%	52.0%	-0.8	-3.6	-0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

新品帶動獲利迎向成長週期，以 SOTP 給予目標價 2,200 元

目前祥碩股價落於 25/16 倍 2025/2026 年預估 EPS，落於過去 5 年之下緣，2025 年與國內同業相當，低於國外同業之 37 倍，我們採用綜合評價(SOTP)法(圖 48；祥碩/文曄分別根據 38 倍/10 倍 2H25-1H26F EPS NT\$85 推得)，給予買進評等，基於 1) 目前評價具長期吸引力；2) 明年起公司營運將迎來新品貢獻；3) AMD 市占率持續擴張，帶動營運呈現高速成長，目標價 2,200 元(隱含目標本益比約 26 倍)，初次評等給予買進。

圖 48：本中心以 SOTP 法給予祥碩 2,200 元目標價

SOTP	EPS (%)	EPS (NT\$)	P/E (x)	Price (NT\$)
Asmedia	55%	47	38	1803
WTMicro	45%	38	10	397
Total		85	26	2,200

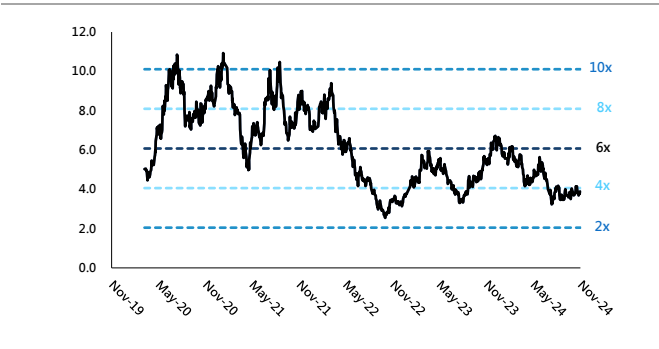
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 49：12 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 50：12 個月預期本淨比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估、CMoney

圖 51：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
祥碩	5269 TT	買進	1635.0	3,700	29.32	47.54	65.41	55.8	34.4	25.0	(14.9)	62.2	37.6
國外同業													
Broadcom	AVGO US	未評等	165	769,804	4.2	4.8	6.2	39.0	34.1	26.7	54.0	14.4	27.6
Texas Instruments	TXN US	未評等	203	185,116	7.1	5.1	5.9	28.7	39.8	34.5	(25.6)	(27.9)	15.4
Marvell	MRVL US	未評等	92	79,898	2.1	1.5	1.4	43.5	61.0	64.0	-	(28.6)	(4.8)
Rambus	RMBS US	未評等	57	6,063	1.8	2.0	2.4	32.0	28.6	23.3	-	11.8	22.6
Montage Technology	688008 CH	未評等	63	10,034	0.4	1.2	1.9	158.6	52.0	34.1	(65.2)	205.3	52.2
國外同業平均					3.1	2.9	3.6	60.4	43.1	36.5	(12.3)	35.0	22.6
國內同業													
譜瑞-KY	4966 TT	持有-超越同業	709	1,767	25.4	32.4	43.6	27.9	21.9	16.3	(58.5)	27.6	34.4
瑞昱	2379 TT	買進	483	7,686	17.8	29.1	32.5	27.0	16.6	14.9	(43.5)	63.2	11.5
聯發科	2454 TT	買進	1,280	62,964	48.5	66.7	68.5	26.4	19.2	18.7	(35.0)	37.5	2.6
達發	6526 TT	買進	624	3,241	6.6	15.1	19.2	94.4	41.4	32.5	(66.8)	128.2	27.3
國內同業平均					24.6	35.8	40.9	43.9	24.7	20.6	(50.9)	64.1	19.0

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 52：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
祥碩	5269 TT	買進	1635.0	3,700	12.8	14.0	14.9	282.22	420.12	456.60	5.8	3.9	3.6
國外同業													
Broadcom	AVGO US	未評等	165	769,804	70.5	36.5	37.2	5.5	14.3	18.6	29.8	11.5	8.8
Texas Instruments	TXN US	未評等	203	185,116	41.5	27.2	29.8	18.2	18.7	19.7	11.1	10.8	10.3
Marvell	MRVL US	未評等	92	79,898	6.5	6.9	5.6	18.2	17.7	16.4	5.1	5.2	5.6
Rambus	RMBS US	未評等	57	6,063	34.3			9.1			6.3	-	-
Montage Technology	688008 CH	未評等	63	10,034	5.0	12.8	16.8	9.0	9.9	11.1	7.1	6.4	5.7
國外同業平均					31.6	20.8	22.3	12.0	15.1	16.4	11.9	8.5	7.6
國內同業													
譜瑞-KY	4966 TT	持有-超越同業	709	1,767	10.9	12.3	14.7	241.4	282.8	310.0	2.9	2.5	2.3
瑞昱	2379 TT	買進	483	7,686	20.6	30.0	30.7	82.3	97.0	106.0	5.9	5.0	4.6
聯發科	2454 TT	買進	1,280	62,964	18.9	27.1	26.4	230.2	246.5	260.4	5.6	5.2	4.9
達發	6526 TT	買進	624	3,241	7.7	13.6	15.4	99.1	110.9	125.0	6.3	5.6	5.0
國內同業平均					14.5	20.8	21.8	163.3	184.3	200.3	5.2	4.6	4.2

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 53：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	1,948	2,106	2,127	1,814	1,904	2,337	2,859	3,094	7,995	10,194
銷貨成本	(795)	(1,010)	(1,002)	(849)	(908)	(1,103)	(1,310)	(1,405)	(3,656)	(4,725)
營業毛利	1,154	1,096	1,123	965	996	1,234	1,550	1,689	4,341	5,468
營業費用	(481)	(427)	(440)	(424)	(468)	(538)	(609)	(628)	(1,772)	(2,242)
營業利益	672	674	683	540	528	696	941	1,061	2,569	3,226
業外利益	344	404	392	389	399	554	728	742	1,529	2,423
稅前純益	1,016	1,078	1,075	929	927	1,250	1,669	1,803	4,098	5,649
所得稅費用	(130)	(142)	(101)	(111)	(111)	(150)	(200)	(216)	(485)	(678)
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	886	936	974	817	816	1,100	1,469	1,587	3,613	4,971
調整後每股盈餘(NT\$)	12.47	13.18	13.06	10.96	10.93	14.75	19.69	21.27	47.54	65.41
調整後加權平均股數(百萬股)	76	76	76	76	76	76	76	76	76	76
重要比率										
營業毛利率	59.2%	52.1%	52.8%	53.2%	52.3%	52.8%	54.2%	54.6%	54.3%	53.6%
營業利益率	34.5%	32.0%	32.1%	29.8%	27.8%	29.8%	32.9%	34.3%	32.1%	31.7%
稅前純益率	52.2%	51.2%	50.6%	51.2%	48.7%	53.5%	58.4%	58.3%	51.3%	55.4%
稅後純益率	45.5%	44.4%	45.8%	45.1%	42.8%	47.1%	51.4%	51.3%	45.2%	48.8%
有效所得稅率	12.8%	13.2%	9.4%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	11.8%	12.0%
季增率(%)										
營業收入	13.9%	8.1%	1.0%	-14.7%	5.0%	22.7%	22.3%	8.2%		
營業利益	5.2%	0.2%	1.4%	-20.9%	-2.2%	31.8%	35.2%	12.8%		
稅後純益	31.2%	5.6%	4.1%	-16.1%	-0.1%	34.8%	33.5%	8.0%		
調整後每股盈餘	31.2%	5.6%	-0.9%	-16.1%	-0.2%	34.9%	33.6%	8.0%		
年增率(%)										
營業收入	39.3%	35.2%	22.7%	6.0%	-2.3%	11.0%	34.4%	70.6%	24.9%	27.5%
營業利益	108.6%	67.5%	48.6%	-15.4%	-21.4%	3.3%	37.7%	96.5%	41.0%	25.6%
稅後純益	127.5%	91.0%	44.6%	21.1%	-7.9%	17.6%	50.8%	94.2%	62.2%	37.6%
調整後每股盈餘	127.5%	91.0%	37.6%	15.3%	-12.4%	11.9%	50.8%	94.1%	62.2%	37.6%

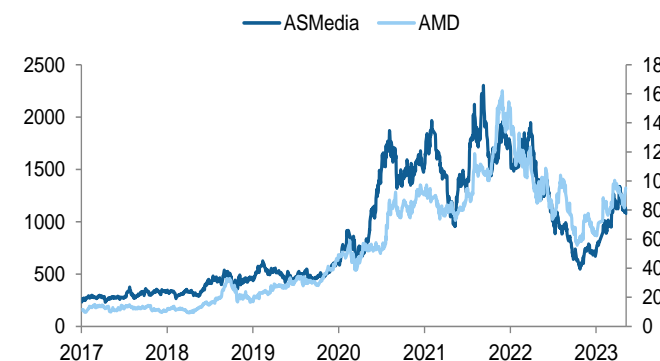
資料來源：公司資料、元大投顧預估、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

祥碩成立於2004年，祥碩產品主要以高速傳輸介面的Switch、Bridge控制IC為主，透過介面IC可將PCIe、USB、SATA等高速傳輸介面進行訊號轉換，公司終端產品應用主要區分為Host端高速傳輸介面晶片與Device端高速傳輸介面晶片，其中Host端又區分為ODM與自有品牌，ODM主要為美系X86 CPU晶片大廠AMD設計高速傳輸相關ASIC，而自有品牌中則主要營收來源為中國標案市場的通用型高速傳輸介面晶片。

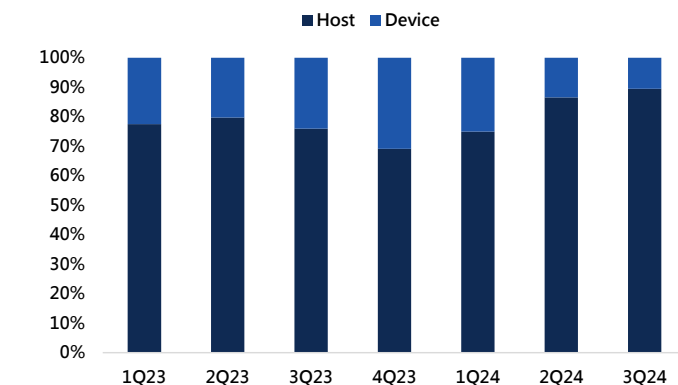
營收比重分別為Host端高速傳輸介面晶片75-80%，Device端高速傳輸介面20-25%。在2020年4月，祥碩透過私募取得IC通路商文晔股權，截至3Q24，祥碩共持有文晔約16.91%的股份，文晔相關獲利貢獻為祥碩業外獲利主要來源。

圖 54：祥碩股價與 AMD 股價走勢高度相關



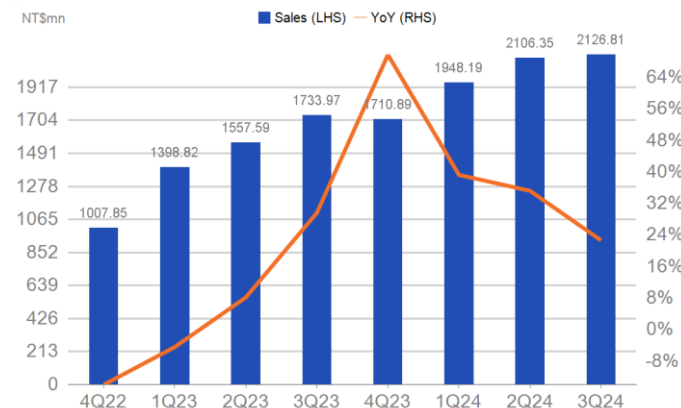
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 55：營收組成



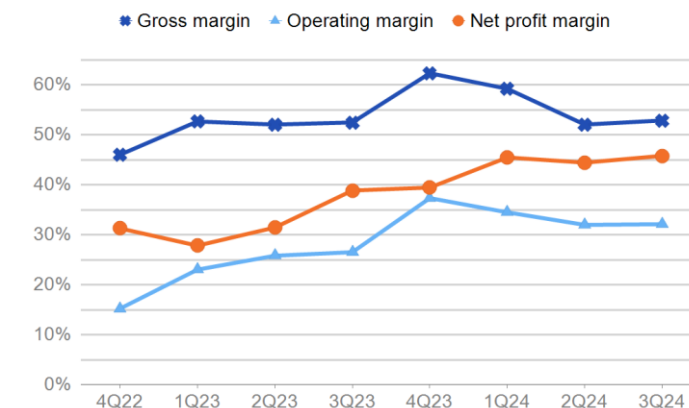
資料來源：公司資料

圖 56：營收趨勢



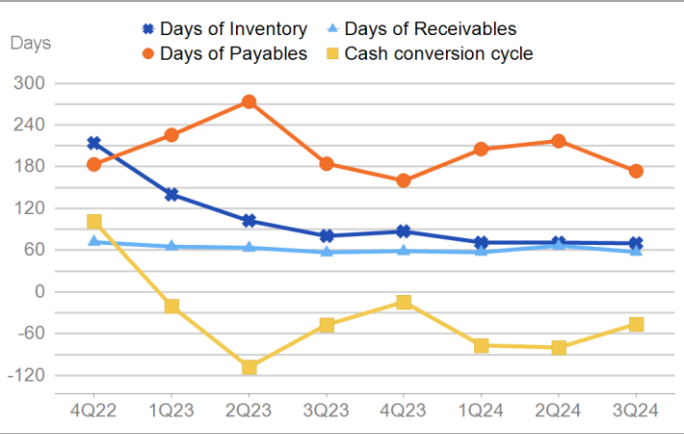
資料來源：CMoney、公司資料

圖 57：毛利率、營益率、淨利率



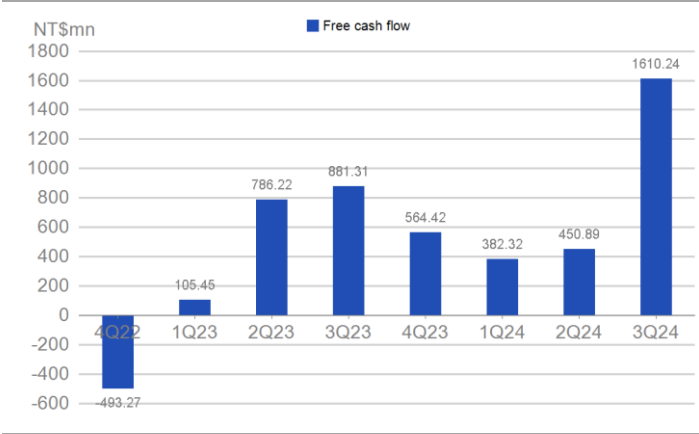
資料來源：CMoney、公司資料

圖 58：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 59：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：**祥碩整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略微落後的位置，但在半導體設計和製造行業的公司中排名略微領先同業。
 - **在 ESG 議題上的曝險：**祥碩的整體曝險屬於低等水準，但仍略優於半導體設計和製造行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資本、產品管理、商業道德等。
 - **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**祥碩在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬低等。公司缺乏 ESG 披露，且未成立董事會級委員會來監督 ESG 問題，表明這些未納入核心業務戰略。此外，公司尚未建立完善的環境政策，亦未披露其相關薪酬政策，同時公司亦無舉報人制度。

圖 60：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	28.0
在 ESG 議題上的曝險 (A)	33.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	18.0
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	34

資料來源：Sustainalytics (2024/11/26)

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

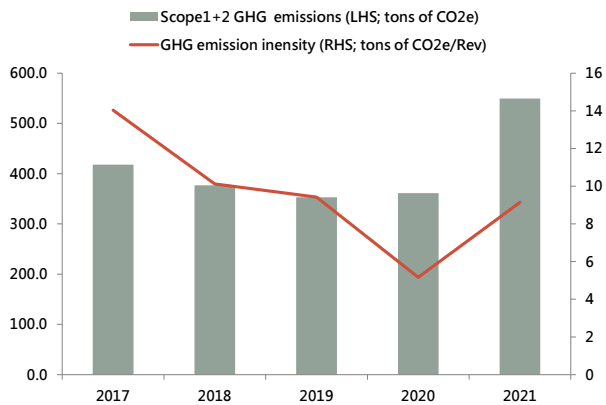
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

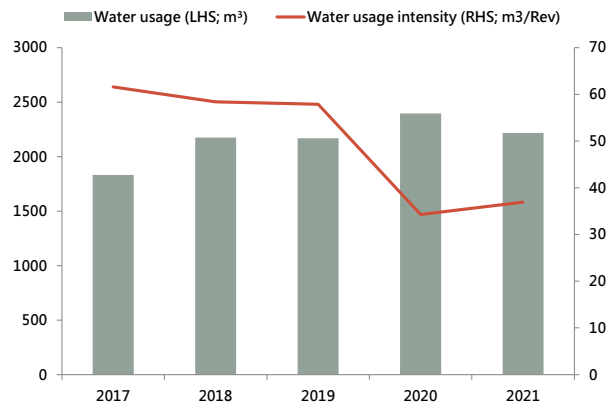
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 61：溫室氣體排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 62：水資源使用



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	2,359	2,231	14,339	16,400	19,885
存貨	1,158	565	566	937	1,462
應收帳款及票據	835	1,064	1,109	1,547	1,989
其他流動資產	1,418	736	127	232	337
流動資產	5,770	4,595	16,775	19,750	24,307
採用權益法之投資	10,488	13,657	16,999	16,894	16,790
固定資產	498	571	49	164	325
無形資產	135	68	135	135	135
其他非流動資產	903	2,758	436	436	436
非流動資產	12,025	17,054	17,619	17,629	17,686
資產總額	17,795	21,649	34,395	37,379	41,994
應付帳款及票據	111	264	178	390	487
短期借款	1,100	300	0	0	0
什項負債	1,232	1,478	2,273	2,273	2,273
流動負債	2,443	2,042	2,451	2,663	2,760
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	40	22	15	15	15
長期負債	40	22	15	15	15
負債總額	2,483	2,063	2,466	2,678	2,775
股本	694	694	747	747	747
資本公積	8,489	9,613	19,944	19,944	19,944
保留盈餘	6,114	6,966	10,160	12,827	17,240
什項權益	15	2,312	1,053	1,053	1,053
歸屬母公司之權益	15,311	19,586	31,903	34,570	38,983
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	15,311	19,586	31,929	34,701	39,219

資料來源：公司資料、元大投顧預估

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	2,617	2,228	3,613	4,971	7,582
折舊及攤提	318	381	400	280	223
本期營運資金變動	(239)	513	(133)	(596)	(870)
其他營業資產及負債變動	(1,588)	329	(493)	105	105
營運活動之現金流量	1,108	3,452	3,387	4,760	7,039
資本支出	(406)	(363)	(274)	(290)	0
本期長期投資變動	(903)	3,169	(113)	0	0
其他資產變動	1,549	(4,173)	261	(105)	(105)
投資活動之現金流量	239	(1,367)	(125)	(395)	(105)
股本變動	1	0	0	0	0
本期負債變動	1,100	(800)	(300)	0	0
現金增減資	0	0	10,554	0	0
支付現金股利	(1,800)	(1,387)	(1,384)	(2,304)	(3,169)
其他調整數	(25)	(25)	(20)	0	0
融資活動之現金流量	(723)	(2,213)	8,849	(2,304)	(3,169)
匯率影響數	--	--	0	0	0
本期產生現金流量	625	(128)	12,111	2,061	3,765
自由現金流量	702	3,088	3,114	4,470	7,039

資料來源：公司資料、元大投顧預估

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	5,248	6,401	7,995	10,194	14,805
銷貨成本	(2,537)	(2,878)	(3,656)	(4,725)	(6,524)
營業毛利	2,711	3,524	4,341	5,468	8,281
營業費用	(1,414)	(1,712)	(1,772)	(2,242)	(2,940)
推銷費用	(91)	(106)	(111)	(159)	(218)
研究費用	(1,140)	(1,389)	(1,424)	(1,795)	(2,341)
管理費用	(183)	(216)	(237)	(288)	(382)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	1,301	1,823	2,569	3,226	5,341
利息收入	10	33	195	132	164
利息費用	(9)	(6)	0	0	0
利息收入淨額	1	27	195	132	164
投資利益(損失)淨額	1,421	676	1,454	2,423	3,274
匯兌損益	163	14	(171)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	24	30	51	(132)	(164)
稅前純益	2,910	2,569	4,098	5,649	8,615
所得稅費用	(293)	(340)	(485)	(678)	(1,034)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	2,617	2,228	3,613	4,971	7,582
稅前息前折舊攤銷前淨利	3,237	2,956	2,969	3,506	5,564
調整後每股盈餘 (NT\$)	34.44	29.32	47.54	65.41	99.76

資料來源：公司資料、元大投顧預估

主要財務報表分析

年初至 12 月	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	(12.7)	22.0	24.9	27.5	45.2
營業利益	(32.9)	40.1	41.0	25.6	65.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	(15.1)	(8.7)	0.4	18.1	58.7
稅後純益	(18.0)	(14.9)	62.2	37.6	52.5
調整後每股盈餘	(18.0)	(14.9)	62.2	37.6	52.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	51.7	55.2	54.3	53.6	55.9
營業利益率	24.8	28.5	32.1	31.7	36.1
稅前息前淨利率	55.3	40.0	32.1	31.7	36.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	61.7	46.2	37.1	34.4	37.6
稅前純益率	55.5	40.1	51.3	55.4	58.2
稅後純益率	49.9	34.8	45.2	48.8	51.2
資產報酬率	14.7	11.3	12.9	13.9	19.1
股東權益報酬率	16.6	12.8	14.0	14.9	20.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	16.2	10.5	7.7	7.7	7.1
淨負債權益比(%)	(8.2)	(9.9)	(44.9)	(47.3)	(50.7)
利息保障倍數 (倍)	328.1	415.6	9341.9	-	-
流動比率 (%)	236.2	230.0	684.3	741.5	880.5
速動比率 (%)	156.5	191.8	630.2	673.8	792.4
淨負債 (NT\$百萬元)	(1,259)	(1,931)	(14,339)	(16,400)	(19,885)
調整後每股淨值 (NT\$)	220.63	282.22	420.12	456.60	516.03
評價指標 (倍)					
本益比	47.5	55.8	34.4	25.0	16.4
股價自由現金流量比	177.0	40.2	39.9	27.8	17.7
股價淨值比	7.4	5.8	3.9	3.6	3.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	38.4	42.0	41.9	35.4	22.3
股價營收比	23.7	19.4	15.5	12.2	8.4

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。

祥碩 (5269 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

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>.