



玉山投顧

E.SUN Investment Consulting

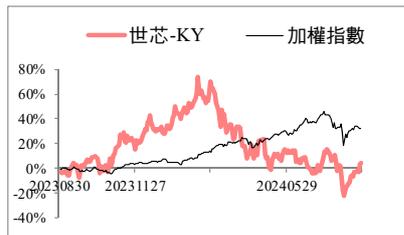
## 核心觀點

世芯北美大客戶製程轉換減少 AI 晶片貢獻，北美 IDM 大客戶 5 奈米產品主打性價比，仍難與輝達 GPU 競爭，預估 2025 年 EPS 81.08 元，維持「逢低買進」投資評等。

## 交易資料

收盤價	2,030.00
市值(億元)	1,622.0
流通在外股數(百萬股)	79.90
本益比(2025F)	25.04
股價淨值比	8.61
240 日股價(低/均/高)	1,895/3,031/4,565
60 日均成交額(百萬元)	7,029.71

## 相對報酬率



## 2025年產品比重預估



## CSR 天下永續公民獎

企業類別	2023 排名	2022 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
-	-	-	-	-	-	-	-

資料來源：天下雜誌

## 2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	66%至 80%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	61%至 100%

資料來源：證基會

副理：陳冠宇  
skyevo111-71448@esunsec.com.tw

## 研究報告

# 世芯-KY(3661.TT)

逢低買進(維持)

TP：2,190

IDM 客戶 5 奈米產品需求放緩，待 2026 年重啟強勁成長

## 重要訊息

世芯-KY舉辦法說會，並釋出未來展望。

## 玉山觀點

**24Q3獲利優於預期，主因量產產品結構優化。**24Q3營收148.25億元，QoQ+9.2%，YoY+94.8%，營收成長來自北美客戶的7奈米AI晶片出貨優於預期，加上北美IDM客戶的5奈米AI晶片開始顯著貢獻營收，毛利率19.46%，QoQ+0.49pts，優於預估的19.18%，主因NRE設計營收之成長加上量產營收產品組合優化，稅後EPS 22.46元，優於預估的21.11元。

**24Q4營收季減，北美大客戶出貨轉弱。**展望24Q4，預估營收低個位數下滑，主要來自北美大客戶7奈米AI晶片需求減少，儘管5奈米AI加速器的需求持續增長，由於進入NRE的傳統旺季，毛利率將有所提升，預估24Q4營收為142.64億元，QoQ-3.8%，YoY+54.6%，毛利率20.32%，稅後EPS 21.96元。

**IDM客戶訂單放緩，下修明年營收成長至持平。**展望2025年，NRE維持強勁成長，主要受惠製程節點升級持續，來自5/4/3奈米以下開案，並持續在北美取得許多AI、網通、加密貨幣的design win，以3奈米的案子成為主要成長動能，有助毛利率提升；至於量產的部分，北美大客戶的7奈米AI晶片進入新舊製程轉換期，影響量產業績動能，北美IDM客戶的5奈米晶片將取代成為公司主要的營收來源，量產的毛利率也將較去年提升，但由於北美IDM客戶放緩部分訂單需求，管理階層下修營收展望，由營收成長20~30%，轉為持平到小幅成長，但整體毛利率在NRE先進製程開案強勁，加上量產產品組合優化，預估營收533.06億元，YoY+0.3%，EPS 81.08元。

## 投資建議

世芯明年因北美大客戶製程轉換減少AI晶片貢獻，北美IDM大客戶5奈米產品雖主打性價比，但仍難以與輝達GPU晶片競爭，導致需求不如預期，影響整體量產動能，但受惠NRE來自AI、網通、加密貨幣的design win開案需求強勁，有助毛利率提升，我們認為需待2026年先進製程轉換，北美大客戶3奈米晶片開始放量，營收將重啟強勁成長動能，預估2025年EPS 81.08元，目前評價約25倍本益比，評價合理，故維持「逢低買進」投資評等。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	10,489	13,582	14,825	14,264	53,160	53,306
YoY	83.49%	71.31%	94.80%	54.59%	74.40%	0.27%
毛利率	18.79%	18.97%	19.46%	20.32%	19.43%	20.40%
營益率	11.55%	12.15%	12.69%	13.29%	12.49%	12.77%
稅後淨利	1,230	1,586	1,794	1,754	6,365	6,479
EPS(元)	15.83	20.05	22.46	21.96	80.3	81.08

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
營收	14,264	11,590	15,450	15,591	(7.68)	(25.66)
毛利	2,898	2,282	2,984	3,115	(2.88)	(26.75)
營業利益	1,895	1,420	2,032	2,095	(6.74)	(32.20)
稅前淨利	2,192	1,740	2,269	2,360	(3.42)	(26.29)
稅後淨利	1,754	1,393	1,771	1,865	(0.94)	(25.34)
每股盈餘(元)	21.96	17.43	22.42	23.61	(2.06)	(26.18)
財務比率(%)						
毛利率	20.32	19.69	19.31	19.98	1.00	(0.29)
營益率	13.29	12.25	13.15	13.44	0.13	(1.18)
淨利率	15.37	15.01	14.69	15.14	0.68	(0.13)

資料來源：玉山投顧(2024/11)

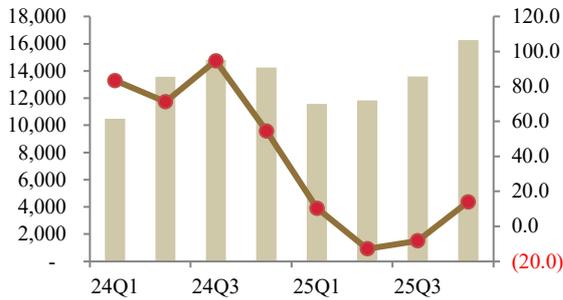
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	10,489	13,582	14,825	14,264	53,160	11,590	11,843	13,597	16,275	53,306
營業毛利	1,971	2,576	2,885	2,898	10,330	2,282	2,357	2,790	3,447	10,877
營業費用	792	926	1,004	1,003	3,725	862	1,009	1,068	1,132	4,071
營業利益	1,212	1,650	1,881	1,895	6,638	1,420	1,348	1,722	2,315	6,806
淨業外收支	321	334	365	297	1,317	319	329	328	318	1,294
稅前淨利	1,533	1,984	2,246	2,192	7,955	1,740	1,677	2,050	2,633	8,100
稅後淨利	1,230	1,586	1,794	1,754	6,365	1,393	1,342	1,637	2,108	6,479
EPS(元)	15.83	20.05	22.46	21.96	80.30	17.43	16.79	20.49	26.38	81.08
財務比率										
毛利率	18.79	18.97	19.46	20.32	19.43	19.69	19.90	20.52	21.18	20.40
營業利益率	11.55	12.15	12.69	13.29	12.49	12.25	11.38	12.67	14.22	12.77
稅前淨利率	14.61	14.61	15.15	15.37	14.96	15.01	14.16	15.08	16.18	15.19
YoY(%)										
營業收入	83.49	71.31	94.80	54.59	74.40	10.50	(12.81)	(8.28)	14.10	0.27
營業毛利	64.41	52.28	59.99	37.97	52.04	15.78	(8.51)	(3.27)	18.96	5.29
營業利益	90.49	89.51	86.55	52.08	76.48	17.22	(18.32)	(8.42)	22.17	2.53
稅前淨利	110.30	115.26	97.97	55.11	89.48	13.48	(15.50)	(8.72)	20.14	1.82
稅後淨利	111.5	117.07	102.18	55.91	91.42	13.19	(15.43)	(8.77)	20.12	1.78
QoQ(%)										
營業收入	13.68	29.49	9.15	(3.79)		(18.74)	2.18	14.81	19.69	
營業毛利	(6.16)	30.71	11.98	0.45		(21.25)	3.29	18.39	23.53	
營業利益	(2.76)	36.21	13.95	0.76		(25.05)	(5.08)	27.76	34.41	
稅前淨利	8.48	29.45	13.17	(2.40)		(20.63)	(3.60)	22.24	28.45	
稅後淨利	9.34	28.93	13.11	(2.22)		(20.62)	(3.67)	22.01	28.75	

資料來源：玉山投顧(2024/11)

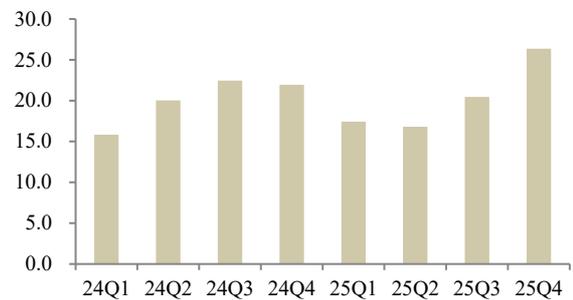
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



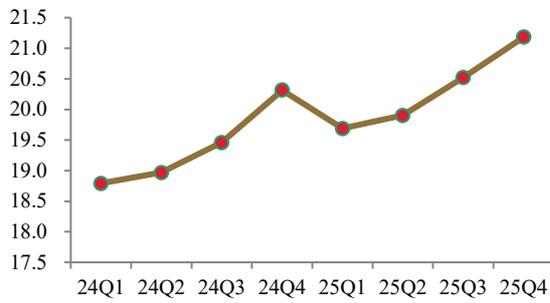
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



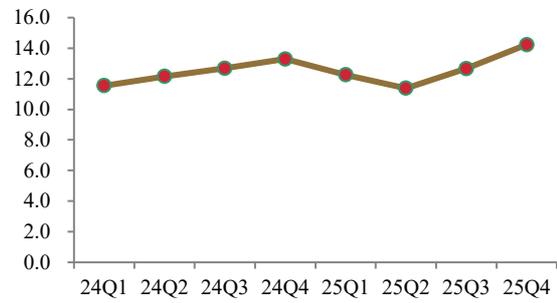
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



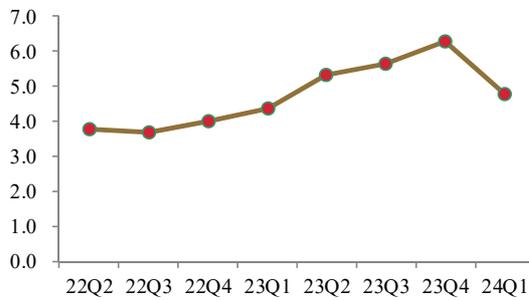
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



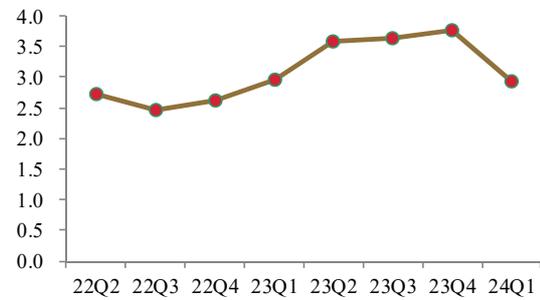
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2024/10)

年損益表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)	
營業收入	13,725	30,482	53,160	53,306	
營業成本	9,296	23,687	42,830	42,429	
營業毛利	4,430	6,794	10,330	10,877	
營業費用	2,119	3,033	3,725	4,071	
營業利益	2,311	3,761	6,638	6,806	
營業外收支淨額	72	436	1,317	1,294	
稅前淨利	2,383	4,198	7,955	8,100	
稅後淨利	1,834	3,325	6,365	6,479	
普通股股本	719	743	799	799	
EPS(元)	25.73	45.47	80.30	81.08	
年成長率					
營收	31.6%	122.1%	74.4%	0.3%	
營業利益	26.4%	62.8%	76.5%	2.5%	
稅前淨利	25.4%	76.1%	89.5%	1.8%	
母公司稅後淨利	23.1%	81.3%	91.4%	1.8%	
獲利能力比率					
毛利率	32.3%	22.3%	19.4%	20.4%	
營業利益率	16.8%	12.3%	12.5%	12.8%	
稅前淨利率	17.4%	13.8%	15.0%	15.2%	
稅後淨利率	13.4%	10.9%	12.0%	12.2%	

資產負債表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)	
流動資產	18,240	29,416	31,748	27,578	
現金及約當現金	4,775	10,160	8,331	6,831	
存貨	9,125	11,614	17,014	14,331	
應收帳款及票據	1,413	2,437	4,250	4,262	
其他流動資產	2,928	5,205	2,153	2,154	
長期投資	0	56	56	56	
固定資產	710	1,160	2,332	4,649	
其他長期資產	796	1,835	1,835	1,835	
資產總額	19,738	32,458	35,962	34,109	
流動負債	6,608	14,246	18,530	15,130	
應付帳款及票據	0	0	0	0	
短期借款	0	0	0	0	
什項負債	6,608	14,246	18,530	15,130	
非流動負債	128	178	146	136	
負債總額	6,736	14,424	18,676	15,266	
普通股股本	719	743	799	799	
資本公積	7,793	10,420	10,420	10,420	
保留盈餘	3,736	6,125	9,619	12,666	
股東權益總額	13,002	18,034	17,287	18,843	

現金流量表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)	
稅前淨利	2,383	4,198	7,955	8,100	
折舊及攤提費用	2,058	2,021	1,872	1,872	
本期營運資金變動	(6,759)	(3,739)	(7,213)	2,672	
其他項目	2,072	6,826	11,905	11,937	
營運活動之現金流量	(246)	9,306	14,518	24,581	
資本支出	(973)	(1,912)	(3,044)	(4,189)	
本期長期投資變動	0	(70)	0	0	
其他項目	2,449	(3,136)	(11,618)	(19,010)	
投資活動之現金流量	1,476	(5,118)	(14,661)	(23,199)	
短期借款及票券變動	0	0	0	0	
舉措/償還長期借款	0	0	(33)	(10)	
發行/償還公司債	0	0	0	0	
現金增資	0	1,998	0	0	
發行現金股利	(846)	(931)	(1,653)	(2,871)	
其他項目	0	0	0	0	
融資活動之現金流量	(766)	1,276	(1,686)	(2,881)	
匯率影響數	462	(79)	0	0	
本期現金流量	927	5,384	(1,829)	(1,500)	
期末現金及約當現金	4,775	10,160	8,331	6,831	

重要財務比率		2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率					
負債比率	34.1%	44.4%	51.9%	44.8%	
槓桿比率	51.8%	80.0%	108.0%	81.0%	
流動比率	276.0%	206.5%	171.3%	182.3%	
速動比率	138.0%	125.0%	79.5%	87.6%	
存貨週轉率(次)	1.83	2.28	2.99	2.71	
存貨週轉天數	197.16	157.59	120.31	132.98	
應收帳款週轉率(次)	4.86	8.15	15.90	12.52	
應收帳款週轉天數	28.05	32.73	22.64	28.74	
總資產週轉率(次)	0.70	0.94	1.48	1.56	
淨值週轉率(次)	1.06	1.69	3.08	2.83	
股東權益報酬率	15.7%	21.5%	36.0%	35.9%	
總資產報酬率	11.1%	12.7%	18.6%	18.5%	
OCF/流動負債	-5.2%	89.3%	88.6%	146.1%	
每股比率					
每股淨值(元)	62.71	146.37	216.35	235.84	
每股營收(元)	190.82	410.15	665.34	667.16	
每股盈餘(元)	25.73	45.47	80.30	81.08	
每股現金股利(元)	12.92	23.22	40.10	48.20	
現金股利配發率	50.2%	51.1%	49.9%	59.4%	

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站( [www.esunconsulting.com.tw](http://www.esunconsulting.com.tw) )取閱。

### 研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

### 免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

### 智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

### CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

#### 【天下永續100強】

邀請過去3年內（2020-2022年）有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數，並於4組中各選出首次入榜且名次最佳者1席為當年度「新秀獎」。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法