

力成 (6239 TT) Powertech

2025年營運可望逐步復甦，不過仍須關注中系原廠擴產之影響

持有-超越同業

目標價 (12個月) : NT\$130.0

收盤價 (2025/01/21) : NT\$116.5
隱含漲幅 : 11.6%

營收組成 (4Q24)

Logic 42%/SiP & Module 11%/NAND 28%/DRAM 19%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-落後同業
目標價 (NT\$)	130	130
2025年營收 (NT\$/十億)	78.4	83.0
2025年EPS	10.2	10.6

*因應股本變動，調整前次目標價及EPS數值

交易資料表

市值	NT\$88,440百萬元
外資持股比率	35.7%
董監持股比率	6.6%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$78.44
負債比	34.9%
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	70,441	73,315	78,426	86,074
營業利益	8,154	9,382	11,230	12,788
稅後純益	8,009	6,789	7,595	9,031
EPS (元)	10.72	9.09	10.16	12.08
EPS YoY (%)	-6.4	-15.1	11.7	18.9
本益比 (倍)	10.9	12.8	11.5	9.6
股價淨值比 (倍)	1.6	1.6	1.5	1.4
ROE (%)	14.0	12.1	13.0	14.5
現金殖利率 (%)	6.0%	6.0%	6.1%	7.3%
現金股利 (元)	7.00	7.00	7.11	8.46

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q24 本業獲利低於預期 16%，主因美光 NAND 減產以及 Power Module /AI&HPC 測試產品線營收貢獻遞延影響。

◆ 展望 2025 年，預估營收將年增 7%，主要營收成長動能仍來自邏輯業務新產品線貢獻，惟須關注中系記憶體原廠擴產之排擠效應。

◆ 預估 2025 年 EPS 10.2 元，維持「持有」評等，目標價 130 元 (13x 2025 EPS NT\$10.2)，隱含殖利率 5%。

4Q24 本業獲利低於預期，反映客戶減產與新產品營收遞延

4Q24 營收季減 6.6%至 171 億元，主因 1) 美光 NAND 減產、2) Power Module 缺料使營收遞延、3) AI 晶片客戶之驗證結果不如預期；邏輯業務約季持平，主因消費需求僅緩步復甦；DRAM/NAND 業務則呈現季減。毛利率 18.3%，低於預期 1 個百分點，本業獲利 19.9 億元，低於預期 16%，EPS 2.04 元，季減 8.9%。

1Q25 為傳統淡季，不過預期將為全年營運低點

管理層展望 1Q25，預期 DRAM/NAND 循環已接近低點以及工作天數較少之情況下，營運將為全年營運低點。本中心預估 1Q25 營收將季減 4%，相對前次下修 4.5%，反映美光 NAND 減產之影響，部分被 Power Module 業務放量所抵銷，預估毛利率將季減 0.9 個百分點至 17.4%，主因稼動率下滑，預估 EPS 1.61 元，季減 21.1%，下修 3.7%。

2025 年新產品營收貢獻提升，惟須關注中系原廠擴廠之影響

本中心預估 2025 年在邏輯業務，如：Power Module、CIS-TSV 與 AI/HPC 測試等新業務成長下，可望抵銷 1H25 消費型 DRAM/NAND 業務因客戶庫存調整所帶來之負面影響。營收將年增 7%至 784 億元，毛利率年增 1 個百分點至 20.1%，EPS 10.2 元，年增 11.7%。不過仍需持續關注中國長鑫存儲/長江存儲擴產排擠原廠之供給，預期其為美光/力成 2025 年之營運風險。

給予「持有-超越同業」評等，目標價 130 元，隱含殖利率 5%

此次下修 2025 年本業獲利 6.6%，係反映反映美光 NAND 減產之影響，不過仍維持 2025 年 Power Module、CIS TSV、AI/HPC 測試等邏輯新業務將持續貢獻營收成長之預期。目前評價落於 12x 2025 本益比，為過往平均之中緣，給予「持有-超越同業」評等，目標價 130 元 (13x 2025 年 EPS NT\$ 10.2)。

營運分析

4Q24 本業獲利低於預期，主因美光減產與新產品營收貢獻遞延

4Q24 營收季減 6.6%至 171 億元，低於本中心/市場預期 3.5%/6.1%，主因 1)美光 NAND 減產、2)Power Module 缺料使營收遞延、3) AI 晶片客戶之驗證結果不如預期。以各業務別而言：

- DRAM：標準型 DRAM 因客戶需求相對保守，營收呈現季減；Mobile DRAM 季增；車用則因需求未明顯起色呈現季持平。
- NAND：主因美光減產以及庫存調整，整體 NAND 與 SSD 業務皆呈現季減。
- 邏輯 IC 與 SiP：力成邏輯 IC 業務呈現季持平；TeraProbe / Terapower 營收約季持平，車用客戶仍在控管庫存，不過 HPC/AI 測試需求仍持續增加；超豐營收年增雙位數，主因消費性客戶備庫存需求以及 PC/NB 新品備貨使 UTR 回升，也看到 PMIC 因 DDR5 滲透率提升而放量。

毛利率季減 3.1 個百分點至 18.3%，低於本中心/市場預期 1/2.2 個百分點，主因美光 NAND 減產、AI 晶片客戶驗證不如預期影響測試業務；營益率 11.8%，低於本中心與市場預期 1.8/2.7 個百分點；EPS 2.04 元，低於市場預期 13.7%。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	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	19,034	18,302	17,097	-6.6%	-10.2%	17,724	18210	-3.5%	-6.1%
營業毛利	3,910	3,924	3,135	-20.1%	-19.8%	3,424	3743	-8.4%	-16.3%
營業利益	2584	2,767	1,994	-27.9%	-22.8%	2,379	2623	-16.2%	-24.0%
稅前利益	5481	2,704	2,329	-13.9%	-57.5%	2,370	2833	-1.7%	-17.8%
稅後淨利	3965	1,700	1,524	-10.4%	-61.6%	1362	1769	11.9%	-13.7%
調整後 EPS (元)	5.22	2.24	2.04	-8.9%	-61.0%	1.82	2.36	12.0%	-13.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	20.5%	21.4%	18.3%	-3.1	-2.2	19.3%	20.6%	-1.0	-2.2
營業利益率	13.6%	15.1%	11.7%	-3.5	-1.9	13.4%	14.4%	-1.8	-2.7
稅後純益率	20.8%	9.3%	8.9%	-0.4	-11.9	7.7%	9.7%	1.2	-0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

管理層預期 1Q25 將為 2025 年營運低點

展望 1Q25，管理層預期在傳統淡季與營運天數較少之情況下，預期將為全年營運低點，各產品線表現：

- DRAM：預估 1Q25 為景氣循環低點，DRAM 封測的需求調降，需求可能會比 1Q24 還低，在美光需求挹注下，2Q25 起將見較顯著復甦。
- NAND：預估 1Q25 訂單持續季減，預估 2Q24 可以緩步復甦，其中 2Q25 SSD 業務有望隨 AI 伺服器，資料中心等需求的攀升，恢復季增
- 邏輯 IC：新產品線 Power Module / CIS-TSV 將放量，其餘業務則相對平淡；子公司 Tera Probe/Tera Power 部分，日系車用客戶仍在面臨庫存調整，不過來自 AI、資料中心等應用產

品需求仍有望向上；超豐客戶訂單仍相對保守，不過預估 1H25 消費電子與工業需求可望出現庫存回補。

本中心預估 1Q25 營收將季減 4%，相對前次下修 4.5%，反映美光 NAND 減產之影響，部分被 Power Module 業務放量所抵銷，毛利率將季減 0.9 個百分點至 17.4%，主因稼動率下滑，預期將自 4Q24 60~65%下降至~60%，營業利率 11.5%，季減 0.2 個百分點。預估 EPS 1.61 元，季減 21.1%，下修 3.7%。

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	18,329	17,097	16,409	-4.0%	-10.5%	17,179	17549	-4.5%	-6.5%
營業毛利	3,207	3,135	2,858	-8.8%	-10.9%	3,225	3496	-11.4%	-18.3%
營業利益	2045	1,994	1,890	-5.2%	-7.6%	2,211	2396	-14.5%	-21.1%
稅前利益	2719	2,329	1,906	-18.2%	-29.9%	2,205	2523	-13.5%	-24.4%
稅後淨利	1737	1,524	1,202	-21.1%	-30.8%	1245	1592	-3.4%	-24.5%
調整後 EPS (元)	2.29	2.04	1.61	-21.1%	-29.7%	1.67	2.14	-3.7%	-24.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	17.5%	18.3%	17.4%	-0.9	-0.1	18.8%	19.9%	-1.4	-2.5
營業利率	11.2%	11.7%	11.5%	-0.2	0.4	12.9%	13.7%	-1.4	-2.1
稅後純益率	9.5%	8.9%	7.3%	-1.6	-2.2	7.2%	9.1%	0.1	-1.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

展望 2025 年，主要成長動能將來 AI 需求帶動 Power Module/DRAM/NAND 與晶片測試業務成長，惟須關注中國長鑫存儲/長江存儲擴產之排擠效應

展望 2025 年，管理層預期仍有望呈現年增，並維持先前邏輯業務的成長會相對顯著之預期，在經歷 1Q25 淡季後，預估 AI 相關業務如：DRAM(DDR5)、NAND(企業級 SSD)、Power Module、Tera Probe/TeraPower(AI/HPC 晶片測試)業務需求將會在 2Q25 有更明顯之貢獻，[與美光於上次法說會之內容相符](#)。超豐部分，1) 預期消費電子與工業可望出現庫存回補動能，2) 類比晶片景氣也見底預估將緩步復甦以及 3) 中國+1 趨勢下的轉單需求。

產能規劃管理層則預估 2025 年 Capex 為 NT\$ 150 億元，年增 15%，主要用於添購 HBM、CIS-TSV、AI/HPC 晶片測試等業務之新設備。

本中心預估 2025 年，力成在 Power Module、CIS-TSV、Tera Probe/TeraPower(AI/HPC 晶片測試)新業務量產貢獻營收之下，可望抵銷 DRAM/NAND 1H25 業務相對疲弱之影響，營收有望年增 7%至 784 億元，毛利率 20.1%，年增 1 個百分點，營業利益 14.3%，年增 1.5 個百分點，研發費用主要用於新產品研發，EPS 10.2 元，年增 11.7%，不過仍需持續關注中國長鑫存儲/長江存儲擴產之影響，其排擠效應，可能為 2025 年美光與力成 DRAM/NAND 業務之潛在風險。

新產品線現況

本次法說之新產品聚焦在 HBM、CIS-TSV 以及 FOPLP 之進度，以各類別來看：

- **先進封裝:** CIS CSP(TSV) 主要用於車用 Imagine Sensor，預期在 Board Level 之測試短時間就能通過驗證。
- **HBM:** 歷程目前技術已能滿足 HBM2/2E 之規範，並與客戶驗證中。
- **FOPLP:** 短時間仍未能貢獻營收，不過仍在持續開發，新規格之機台 1~2 個月內就會移入廠內。

雖力成之 HBM2/2E 技術已具備量產水準，不過目前仍與客戶驗證中，能否於 2025 年貢獻營收不確定性仍高，因此本中心尚未納入至模型預估中。

圖 3：力成 Power Module/PoP-b 新業務已於 3Q24 量產

 <p>Ultra-Large size FCBGA</p> <ul style="list-style-type: none"> ✔ Package size ~ 80x80mm MP ✔ SOC + Chiplets integration ✔ AI, Cloud, auto application ✔ Several new devices in qualification <p>In Production</p>	 <p>CIS CSP (TSV)</p> <ul style="list-style-type: none"> ✔ Fine pitch, high I/O, ✔ Large sensor area, ✔ Excellent performance ✔ Application: Safety → Industry, Auto, Mobile <p>In Production</p>	 <p>PoP-b (for APU)</p> <ul style="list-style-type: none"> ✔ Thin, high performance ✔ For flagship smartphone ✔ Started production ✔ New generations in qualification <p>In Production</p>
 <p>Power Module</p> <ul style="list-style-type: none"> ✔ EV, AI, server application ✔ Turkey service: bump → package → assembly → FT ✔ Several projects in progress <p>In Production</p>	 <p>Panel Fan-Out</p> <ul style="list-style-type: none"> ✔ First panel Fan-out line worldwide (since 2016) ✔ Mass production for 5 years ✔ Working on AI application (Heterogeneous integration) <p>In Production</p>	 <p>HBM (for cloud & edge AI)</p> <ul style="list-style-type: none"> ✔ Technology setup in 2009 ✔ Expanding production capacity ✔ NPIs qualification in progress
 <p>High Density Logic IC Package</p> <ul style="list-style-type: none"> ✔ SOC + DRAMs ✔ High I/O packages (> 3000 wires bonding) ✔ For TV chip application ✔ Production in 4Q24 	 <p>2.5D IC Package</p> <ul style="list-style-type: none"> ✔ Si-interposer or Bridge chip solutions available ✔ RDL to replace Si interposer available 	 <p>Optical Package (CPO)</p> <ul style="list-style-type: none"> ✔ CPO for SiPhs + GPUs + HBMs ✔ For hyperscale AI application ✔ Sample verification stage

資料來源：公司資料、元大投顧

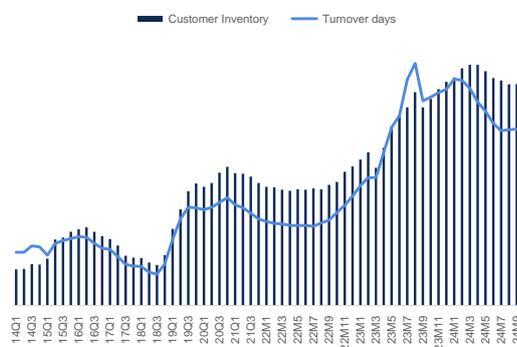
產業概況

3Q24 產業庫存約呈現季持平，預估 1H25 非 HPC/Server 產品仍有庫存去化風險

本中心觀察矽晶圓廠 **SUMCO** 記憶體客戶庫存下降趨勢延續，推測係因供給端 HBM、DDR5 晶圓耗用量提升以及需求端兩者之成長使庫存降低。觀察國內外原廠庫存：

- **Samsung 半導體(DS)部門/SK Hynix/Micron 整體庫存金額季減 2%**，主要去化動能來自 AI&HPC 晶片開始出貨。Samsung 管理層預期 2H24 手機備貨需求將相較 1H24 疲弱；SK Hynix 則預期 DRAM 出貨量在 AI 需求帶動 HBM 與 DDR5 出貨之下，將季增中個位數%，美光則預期預計客戶庫存調整將對 FY2Q25 的位元出貨量產生較大影響，但預計庫存將在 1H25 恢復到較健康的水準，並於 FY4Q25 下降至 120 天。
- 台灣記憶體原廠 3Q24 庫存金額呈現季持平，庫存天數亦季增 5 天至 226 天，其中：
 - ✓ **南亞科 (2408 TT；買進)：3Q24 庫存金額季增 9%，庫存天數季增 82 天至 351 天**，持續創高，跟過去十年平均 130 天相比仍在相對高點。
 - ✓ **華邦電 (2344 TT；未評等)：3Q24 庫存金額季增 3%，庫存天數季減 5 天至 137 天**，跟過去十年平均 110 天相比仍在相對高點，整體 UTR 目前仍維持在 85%，相較先前下調 5~10%。
 - ✓ **旺宏 (2337 TT；持有)：3Q24 庫存金額季減 1%，庫存天數季減 47 天至 222 天**，跟過去十年平均 198 天相比仍在相對高點，不過管理層透露 3Q24 庫存淨損失(庫存久置損失減去回沖利益)將會相對 2Q24 持續改善，並會轉於積極去化庫存。

圖 4：SUMCO 記憶體客戶矽晶圓庫存下降



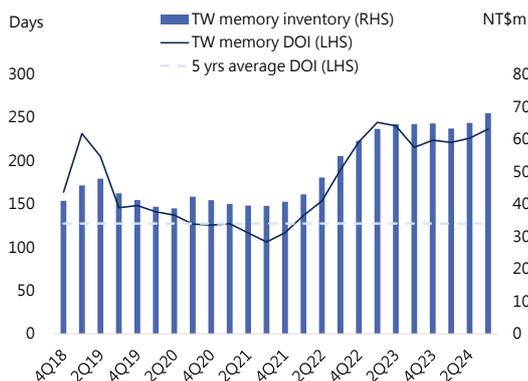
資料來源：BBG、元大投顧。

圖 5：記憶體原廠 3Q24 庫存微幅季增 2%



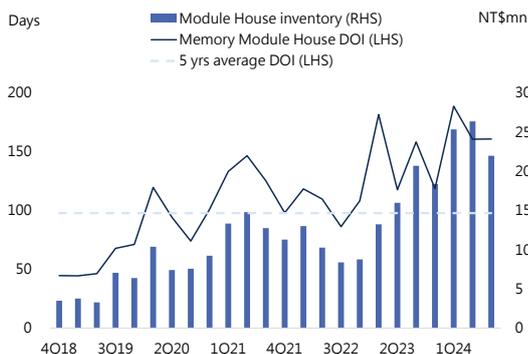
資料來源：TEJ、元大投顧。*包含 Micron、SK、Samsung DS

圖 6：3Q24 台灣原廠庫存季增 9%



資料來源：TEJ、元大投顧。*包含南亞科、華邦電、旺宏

圖 7：台灣模組廠庫存下降 16%

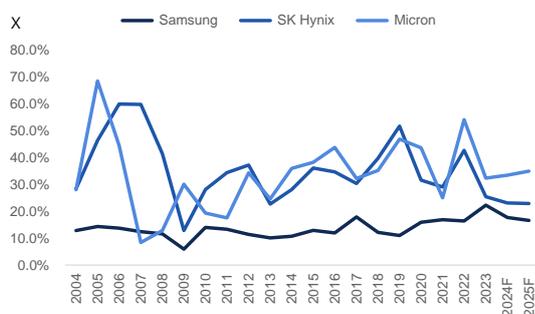


資料來源：TEJ、元大投顧。*包含威剛、十銓、創見、群聯

三大原廠 2025 年擴產與投片政策維持謹慎，NAND 投片量皆相較 2H24 下修

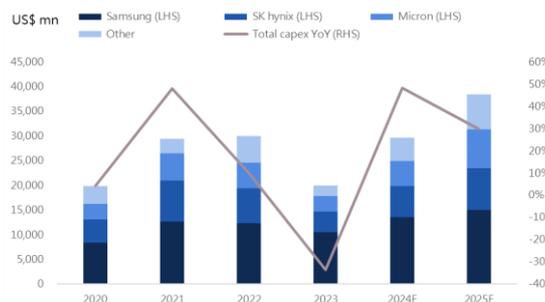
觀察 3Q24 各記憶體原廠之營業利益，因 HBM 需求強勁與 DRAM、NAND 報價回升，三大廠數值皆持續改善，此外 3Q24 自由現金流持續改善，顯示原廠有更多空間能投入新技術之研發與擴產。本中心預期 2025 年三大原廠 DRAM 資本支出將年增 20%，主要用於高階產能 (HBM/DDR5) 以及既有設備更新，供給端在 1) 轉移至 HBM 與 2) DDR5 製程升級 (1 beta(1b)->1 gamma(1c)) 之下，預期將排擠原廠 DDR4、DDR3 之供應。

圖 8：三大原廠之資本密集度



資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

圖 9：預估 2025 年 DRAM 資本支出將年增 30%



資料來源：Bloomberg、元大投顧

本中心評估三大原廠之擴產仍屬緩步擴產，並仍維持調整之彈性。其中：

- Samsung P4L 廠新產能預估將於 3Q25 開出，不過 P4L 二期、P5L 則遞延至 2026 年
- SK Hynix M15X 則預計將於 2025 年底完工，2026 年開始量產
- Micron 之 Boise、New York 則預估於 2026 年後才將開始量產。

在中系長鑫存儲/長江存儲持續擴產之下，預估 2025 年非 AI/資料中心 DRAM/NAND 之供給仍將持續受中國國產化政策所造成之排擠效應影響。本中心預期 2025 年長鑫存儲之投片量佔全球比重將由 2024 年之 12% 提升至 15%，長江存儲之投片量比重則將自 8% 提升至 10%。

圖 10：原廠新產能多遞延至 2026 年開出，惟中系業者持續擴張產能

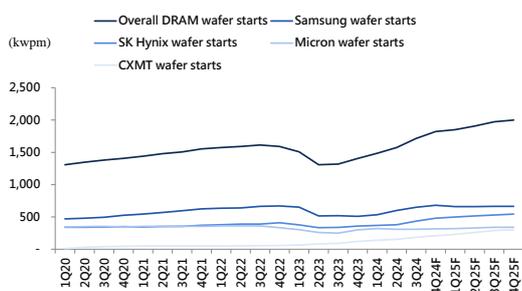
Company	Max capacity (kwpm)	Fab plant	Location	Construction Status
Samsung	~110	P3L	Korea	Be completed in mid-2022, expect 1) DRAM capacity to attain 45/95K in end 2023/24 , 2) NAND capacity to attain 10/20K in end 2023/24 .
	5	P4L	Korea	Expected to be completed in 3Q25 . Phase 2 will be delayed to 2026.
	-	P5L	Korea	Expected to be delayed to 2026.
SK hynix	-	M15X	Korea	Construction will be completed in mid 2025. DRAM: will focus on DDR5/HBM.
Micron	45	A3 (P2)	Taiwan	A3: Phase 2 will be transform into advanced package line.
	-	Boise	The U.S.	DRAM: Construction began in 2Q23, and expected to complete in 2025 .
	-	N.Y.		DRAM: Scheduled to be constructed in 2024, will start operation in 2026-2030 .
Kioxia	-	Fab 7	Japan	NAND: Can produce 162L NAND, but MP was delayed.
	25	K2	Japan	NAND: Completed in 2024, will MP Gen.8 NAND for AI Server, PC and Smartphone.
Nanya	50	5A	Taiwan	DRAM: Transform the old product line to 1B/1Cnm.
Winbond	75-90	KH	Taiwan	DRAM: Phase 1 capacity is 15kwpm, will transfer from 25Snm to 20nm.
YMTC	100	Wuhan Fab 1	China	NAND: Expand Fab1/2 capacity, expect to attain 100/40K in end-2025.
	40	Wuhan Fab 2	China	
CXMT	100	HF-Phase2	China	DRAM: Ramp up in 2023, estimate 2025 capacity to reach 100kwpm, but yield rate for 17nm ~50%.
	70	BJ-Phase2	China	DRAM: Ramp up in 2023, estimate 2025 capacity to reach 70kwpm.

資料來源：元大投顧整理

DRAM 減產以 DDR4 與 LPDDR4 為主，而 NAND 2025 年投片量則將相較 2024 減少 5%。

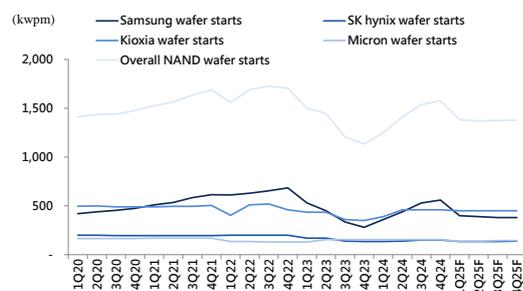
而觀察原廠端之 2025 年投片規劃，DRAM 部分仍為自然減產(將產能由 DDR4 轉往 DDR5)，主要集中在 DDR4/LPDDR4 之轉換，而 Samsung、SK Hynix、Micron 與 Kioxia/WD 各家的 2025 年 NAND 投片量則皆相對 2H24 有所減少，減產幅度落於 5~30%之間，其中以三星減產最多，不過長江存儲(YMTC)在中國國產化政策下仍持續擴產，綜合考量下，本中心預估 2025 年 NAND Wafer 總投片量將年減 5%。

圖 11：DRAM 晶圓投片量將持續增加



資料來源：元大投顧預估

圖 12：NAND 原廠減產將於 1H25 發酵



資料來源：元大投顧預估

獲利調整與股票評價

下修營收與獲利反映美光 NAND 減產，維持「持有」

此次下修 2025 年本業獲利 6.6%，主因反映美光 NAND 減產之影響。本中心仍預估在邏輯業務新產品，如：Power Module、FCBGA、CIS 與車用等新業務成長下，可望抵銷 1H25 消費型 DRAM/NAND 業務因客戶庫存調整所帶來之負面影響，此外在力成之利息費用下降也優於本中心預期，因此下調 2025 年財務成本 18%。預期營收將年增 7%至 784 億元，毛利率年增 1 個百分點至 20.1%，EPS 10.2 元，年增 11.7%。

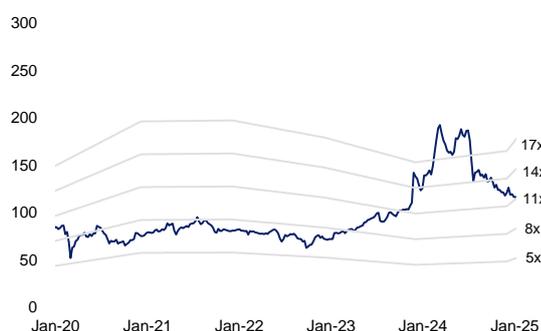
管理層預期將於下個月董事會建議配發 2024 年股利 7 元，如董事會通過，以今日股價 116.5 元計算，隱含殖利率 6.0%。目前評價約落於 12x 2025 本益比，為過往平均之中緣，給予「持有-超越同業」，目標價 130 元，係根據 13 倍目標本益比、2025 年 EPS 10.2 元。

圖 13：2024 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	73,315	74,368	78,426	83,041	-1.4%	-5.6%
營業毛利	13,991	14,367	15,771	16,829	-2.6%	-6.3%
營業利益	9,382	9,827	11,230	12,022	-4.5%	-6.6%
稅前利益	10,677	10,777	11,293	12,019	-0.9%	-6.0%
稅後淨利	6,789	6,675	7,595	7,638	1.7%	-0.6%
調整後 EPS (元)	9.09	8.94	10.16	10.22	1.7%	-0.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	19.1%	19.3%	20.1%	20.3%	-0.2	-0.2
營業利益率	12.8%	13.2%	14.3%	14.5%	-0.4	-0.2
稅後純益率	9.3%	9.0%	9.7%	9.2%	0.3	0.5

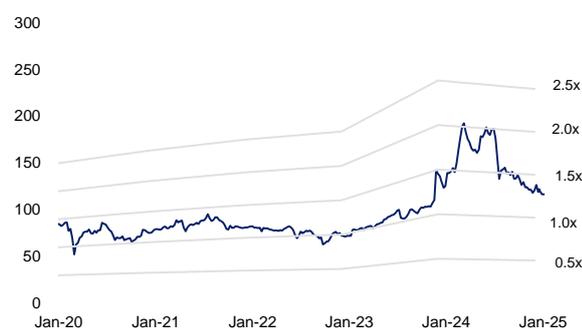
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：12 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

圖 16：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(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
力成	6239 TT	持有-超越同業	116.5	2,680	9.09	10.16	12.08	12.8	11.5	9.6	(15.1)	11.7	18.9
國外同業													
Amkor	AMKR US	未評等	25.9	6,390	1.4	1.8	2.4	18.7	14.1	10.8	(5.1)	32.4	30.4
長電科技	600584 CH	未評等	41.2	10,167	0.9	1.5	1.9	44.5	27.9	22.3	12.8	59.5	25.2
通富微電	002156 CH	未評等	28.7	5,983	0.5	0.8	1.0	54.1	37.1	28.0	375.3	45.8	32.6
天水華天	002185 CH	未評等	11.4	4,983	0.2	0.2	0.3	76.3	48.3	39.0	109.9	58.1	23.8
晶方科技	603005 CH	未評等	29.2	2,550	0.4	0.6	0.8	71.5	49.5	39.0	77.6	44.4	27.1
國外同業平均					0.7	1.0	1.3	53.0	35.4	27.8	114.1	48.0	27.8
國內同業													
日月光	3711 TT	買進	165.0	22,109	7.4	10.0	14.9	22.3	16.5	11.1	18.7	35.5	48.4
京元電	2449 TT	買進	114.0	4,238	4.2	6.9	8.7	27.1	16.6	13.1	(24.7)	63.3	26.9
順邦	6147 TT	持有-超越同業	63.6	1,435	5.5	5.6	6.5	11.5	11.5	9.7	1.9	0.7	17.9
矽格	6257 TT	未評等	69.1	1,018	5.4	5.4	5.8	12.9	12.9	11.9	49.3	0	8.4
南茂	8150 TT	買進	30.5	669	3.9	5.6	2.7	7.8	5.5	11.5	51.0	41.2	(52.1)
國內同業平均					5.3	6.7	7.7	16.3	12.6	11.5	19.2	28.2	9.9

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 17：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)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
力成	6239 TT	持有-超越同業	116.5	2,680	12.1	13.0	14.5	75.39	78.44	83.30	1.6	1.5	1.4
國外同業													
Amkor	AMKR US	未評等	25.9	6,390	8.5	11.1	13.0	17.2	18.9	21.1	1.5	1.4	1.2
長電科技	600584 CH	未評等	41.2	10,167	7.0	9.2	10.3	15.5	16.9	18.6	2.7	2.4	2.2
通富微電	002156 CH	未評等	28.7	5,983	5.1	7.5	9.2	9.7	10.4	11.4	3.0	2.8	2.5
天水華天	002185 CH	未評等	11.4	4,983	2.9	4.6	6.1	5.1	5.3	5.7	2.3	2.2	2.0
晶方科技	603005 CH	未評等	29.2	2,550	6.2	8.0	9.4	6.7	7.1	7.9	4.4	4.1	3.7
國外同業平均					5.9	8.1	9.6	10.8	11.7	12.9	2.8	2.6	2.3
國內同業													
日月光	3711 TT	買進	165.0	22,109	9.8	12.5	18.7	90.0	96.8	90.6	1.8	1.7	1.8
京元電	2449 TT	買進	114.0	4,238	18.1	19.1	19.6	35.3	36.7	45.1	3.2	3.1	2.5
順邦	6147 TT	持有-超越同業	63.6	1,435	7.7	7.9	9.4	62.6	64.3	71.9	1.0	1.0	0.9
矽格	6257 TT	未評等	69.1	1,018	12.0	11.4	11.6	--	--	--	--	--	--
南茂	8150 TT	買進	30.5	669	11.4	15.2	6.7	34.9	38.4	37.2	0.9	0.8	0.8
國內同業平均					11.8	13.2	13.2	55.7	59.0	61.2	1.7	1.6	1.5

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 18：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	18,329	19,586	18,302	17,097	16,409	18,809	22,485	20,723	73,315	78,426
銷貨成本	(15,122)	(15,861)	(14,378)	(13,962)	(13,552)	(15,192)	(17,568)	(16,343)	(59,323)	(62,655)
營業毛利	3,207	3,726	3,924	3,135	2,858	3,617	4,917	4,380	13,991	15,771
營業費用	(1,162)	(1,148)	(1,157)	(1,141)	(968)	(1,110)	(1,282)	(1,181)	(4,609)	(4,541)
營業利益	2,045	2,577	2,767	1,994	1,890	2,507	3,635	3,198	9,382	11,230
業外利益	675	348	(63)	335	16	17	13	17	1,295	63
稅前純益	2,719	2,925	2,704	2,329	1,906	2,524	3,648	3,215	10,677	11,293
所得稅費用	(613)	(611)	(552)	(402)	(329)	(436)	(630)	(555)	(2,178)	(1,949)
少數股東權益	370	485	452	403	375	456	436	416	1,710	1,749
歸屬母公司稅後純益	1,737	1,828	1,700	1,524	1,202	1,632	2,582	2,244	6,789	7,595
調整後每股盈餘(NT\$)	2.29	2.41	2.24	2.04	1.61	2.18	3.16	2.75	9.09	10.16
調整後加權平均股數(百萬股)	747	747	747	747	747	747	747	747	747	747
重要比率										
營業毛利率	17.5%	19.0%	21.4%	18.3%	17.4%	19.2%	21.9%	21.1%	19.1%	20.1%
營業利益率	11.2%	13.2%	15.1%	11.7%	11.5%	13.3%	16.2%	15.4%	12.8%	14.3%
稅前純益率	14.8%	14.9%	14.8%	13.6%	11.6%	13.4%	16.2%	15.5%	14.6%	14.4%
稅後純益率	9.5%	9.3%	9.3%	8.9%	7.3%	8.7%	11.5%	10.8%	9.3%	9.7%
有效所得稅率	22.5%	20.9%	20.4%	17.3%	17.3%	17.3%	17.3%	17.3%	20.4%	17.3%
季增率(%)										
營業收入	-3.7%	6.9%	-6.6%	-6.6%	-4.0%	14.6%	19.5%	-7.8%		
營業利益	-20.9%	26.0%	7.4%	-27.9%	-5.2%	32.6%	45.0%	-12.0%		
稅後純益	-56.2%	5.3%	-7.0%	-10.4%	-21.1%	35.8%	58.2%	-13.1%		
調整後每股盈餘	-56.2%	5.2%	-7.0%	-8.9%	-21.1%	35.8%	44.9%	-13.1%		
年增率(%)										
營業收入	16.4%	13.8%	-0.8%	-10.2%	-10.5%	-4.0%	22.9%	21.2%	4.1%	7.0%
營業利益	19.5%	40.0%	37.2%	-22.8%	-7.6%	-2.7%	31.4%	60.4%	15.1%	19.7%
稅後純益	54.0%	36.1%	8.1%	-61.6%	-30.8%	-10.7%	51.9%	47.2%	-10.6%	9.9%
調整後每股盈餘	54.1%	36.1%	8.1%	-61.0%	-29.7%	-9.3%	41.3%	34.9%	-15.1%	11.7%

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

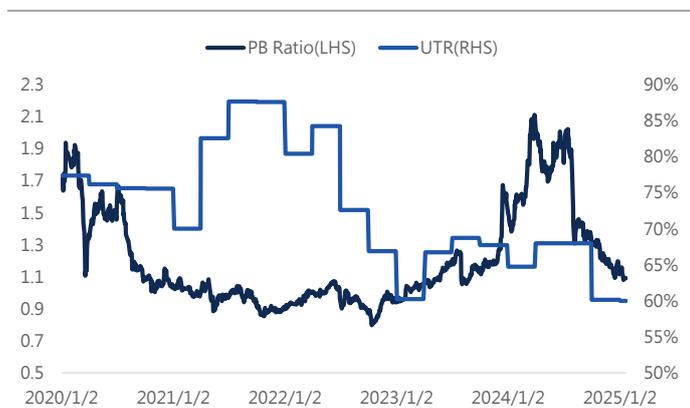
公司成立於 1997 年，為全球第五大封測廠，主要股東為美商金士頓集團。從事晶圓凸塊、針測、IC 封裝、測試、預燒至成品以及固態硬碟封裝。應用產品包含邏輯 IC (營收佔比約 35%)與記憶體(營收佔比包含 DRAM 與 NAND 約 55%)。主要客戶包含 Micron、聯發科、Kioxia 與瑞薩，廠房分布於台灣新竹、日本橫濱與熊本。2017 年則收購美光子公司 Tera Probe 39.6%股權，目標取得車用與 IoT PoP 封裝技術，為日本車用電子及物聯網業佈局；2018 年為先進面板級扇外型封裝佈局，於新竹科學園區投入高階封裝新廠建設計畫。公司未來發展方向為增加邏輯封測營收、開發先進封裝技術，如應用於 HBM 之 TSV 製程與面板級扇出封裝(Panel Level Fan Out)以及提供整合性封測服務(Turn-Key Service)。

圖 19：前十大股東

Name	Holding %
Polaris Securities Investment Trust	5.72
China Life Insurance Co.	4.94
Cathay Life Insurance Co.	4.45
Kingston Tech Co.	3.94
Federated Technology Corp.	3.73
Hermes Inv FD PUB	3.73
FMR LLC	3.05
Vanguard Group Inc.	2.95
Chunghwa Post Co.	2.5
Nan Shan Life Insurance Co.	2.42

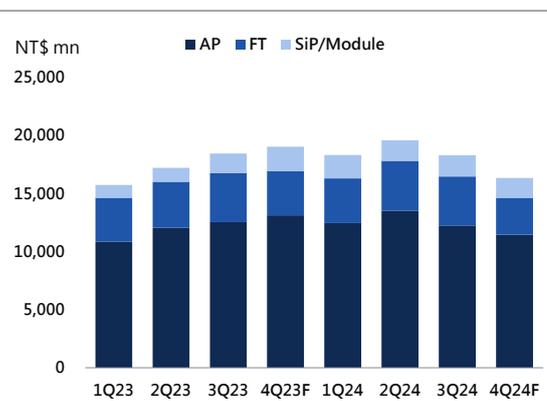
資料來源：公司資料、TEJ、Bloomberg

圖 20：力成稼動率與 PB 相關性高



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：營收組成



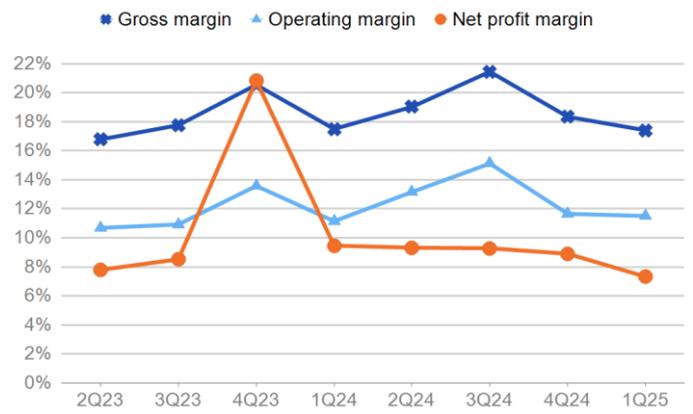
資料來源：公司資料

圖 22：營收趨勢



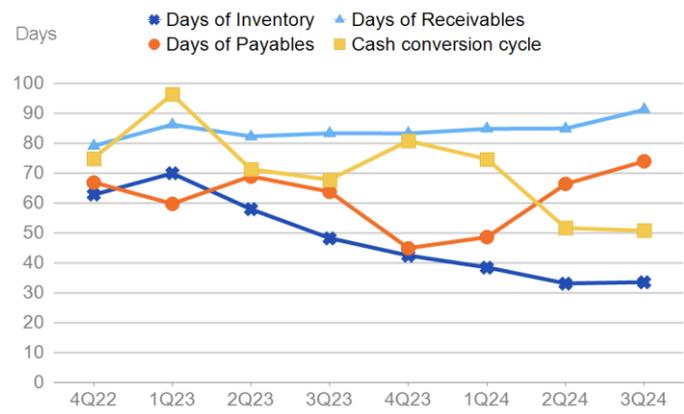
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：毛利率、營益率、淨利率



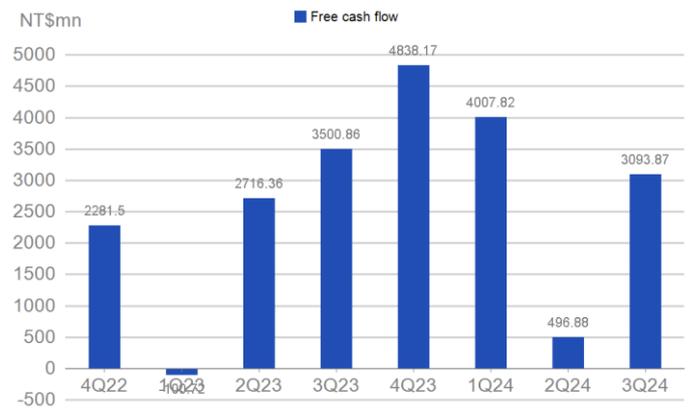
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：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**：力成整體的 ESG 風險評級屬於中度風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名落於略為落後的位置，但在半導體設計與製造行業的公司中排名略微領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：力成的整體曝險屬於中等水準，但仍略優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 議題包括政治遊說、利益衝突、反競爭行為、稅務和會計違規行為等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：力成在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。ESG 報告內容具整體性。公司有一名高管作為其 ESG 委員會的成員。此外，力成的環境政策也很完善。它還實行了嚴謹的供應鏈篩選標準。例如，供應商標準涉及童工和強迫勞動。力成也制定了適當的舉報人計劃。

圖 26：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	28.3
在 ESG 議題上的曝險 (A)	50.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	47.5
風險評級	中 ★
同業排行(1~100, 1 為最佳)	45

資料來源：Sustainalytics (2025/1/21)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

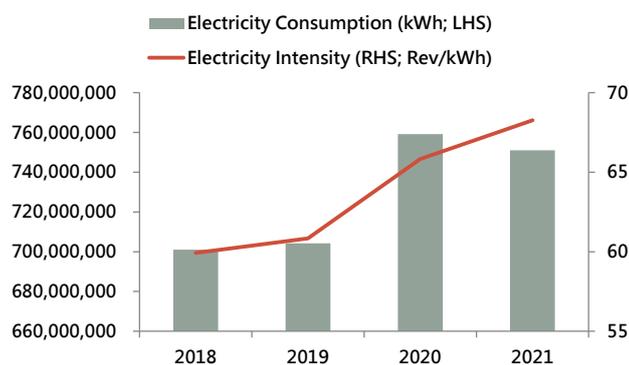
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

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+)

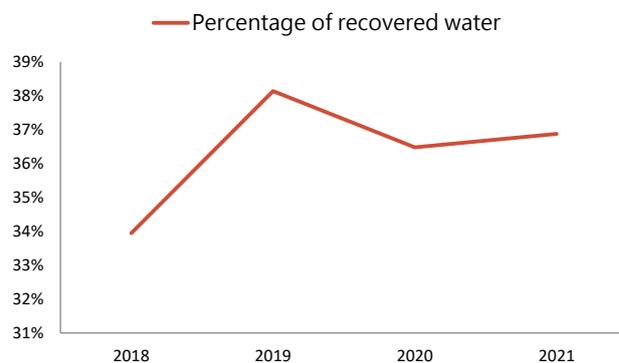
註 4：執行力分數評級： 弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 27：用電效率



資料來源：公司資料、Reuters

圖 28：水資源回收



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	20,373	21,080	33,157	38,775	45,654
存貨	10,753	6,681	6,322	7,411	7,620
應收帳款及票據	14,347	16,679	12,295	13,489	13,866
其他流動資產	4,304	3,755	3,755	3,755	3,755
流動資產	49,777	48,194	55,529	63,429	70,895
採用權益法之投資	0	1,174	1,174	1,174	1,174
固定資產	64,818	56,924	55,303	55,139	54,694
無形資產	1,126	1,107	1,107	1,107	1,107
其他非流動資產	3,249	3,755	3,755	3,755	3,755
非流動資產	69,192	62,960	61,339	61,176	60,731
資產總額	118,969	111,155	116,868	124,605	131,626
應付帳款及票據	5,594	5,077	6,105	8,314	8,595
短期借款	70	65	65	65	65
什項負債	13,951	11,366	11,366	11,366	11,366
流動負債	19,615	16,508	17,537	19,745	20,027
長期借款	30,354	23,198	24,698	26,198	27,698
其他負債及準備	2,678	2,342	2,342	2,342	2,342
長期負債	33,031	25,540	27,040	28,540	30,040
負債總額	52,646	42,048	44,577	48,285	50,067
股本	7,591	7,591	7,591	7,591	7,591
資本公積	150	237	237	237	237
保留盈餘	45,551	48,242	49,717	51,996	55,627
什項權益	(1,003)	(1,201)	(1,201)	(1,201)	(1,201)
歸屬母公司之權益	52,289	54,870	56,345	58,624	62,254
非控制權益	14,034	14,237	15,947	17,696	19,305
股東權益總額	66,323	69,106	72,292	76,320	81,559

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	10,752	9,509	8,499	9,344	10,640
折舊及攤提	14,855	13,614	14,645	15,164	15,445
本期營運資金變動	(2,940)	779	5,771	(74)	(305)
其他營業資產 及負債變動	257	(4,221)	0	0	0
營運活動之現金流量	22,923	19,682	28,915	24,434	25,780
資本支出	(18,582)	(8,727)	(13,024)	(15,000)	(15,000)
本期長期投資變動	0	1,174	0	0	0
其他資產變動	(346)	2,250	0	0	0
投資活動之現金流量	(18,927)	(5,303)	(13,024)	(15,000)	(15,000)
股本變動	(200)	0	0	0	0
本期負債變動	395	(6,752)	1,500	1,500	1,500
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(5,086)	(5,231)	(5,314)	(5,316)	(5,400)
其他調整數	(1,870)	(1,547)	0	0	0
融資活動之現金流量	(6,761)	(13,530)	(3,814)	(3,816)	(3,900)
匯率影響數	525	(143)	0	0	0
本期產生現金流量	(2,241)	706	12,077	5,618	6,879
自由現金流量	4,341	10,955	15,891	9,434	10,780

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	83,927	70,441	73,315	78,426	86,074
銷貨成本	(66,551)	(57,832)	(59,323)	(62,655)	(68,576)
營業毛利	17,376	12,609	13,991	15,771	17,498
營業費用	(4,928)	(4,455)	(4,609)	(4,541)	(4,710)
推銷費用	(429)	(256)	(224)	(235)	(258)
研究費用	(2,462)	(2,458)	(2,861)	(2,894)	(2,902)
管理費用	(2,036)	(1,742)	(1,524)	(1,412)	(1,549)
其他費用	(1)	1	0	0	0
營業利益	12,448	8,154	9,382	11,230	12,788
利息收入	109	342	336	328	342
利息費用	(349)	(422)	(274)	(286)	(290)
利息收入淨額	(239)	(80)	61	42	52
投資利益(損失)淨額	0	(21)	(21)	0	0
匯兌損益	1,510	112	832	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(79)	3,879	422	21	19
稅前純益	13,640	12,043	10,677	11,293	12,859
所得稅費用	(2,888)	(2,534)	(2,178)	(1,949)	(2,220)
少數股權淨利	2,065	1,501	1,710	1,749	1,609
歸屬母公司之稅後純益	8,687	8,009	6,789	7,595	9,031
稅前息前折舊攤銷前淨利	28,751	25,984	(5,263)	(3,934)	(2,657)
調整後每股盈餘 (NT\$)	11.44	10.72	9.09	10.16	12.08

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	0.2	(16.1)	4.1	7.0	9.8
營業利益	(14.3)	(34.5)	15.1	19.7	13.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	(0.8)	(9.6)	--	--	--
稅後純益	(8.3)	(11.6)	(10.6)	9.9	13.9
調整後每股盈餘	0.2	(6.4)	(15.1)	11.7	18.9
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	20.7	17.9	19.1	20.1	20.3
營業利益率	14.8	11.6	12.8	14.3	14.9
稅前息前淨利率	15.8	16.5	12.8	14.3	14.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	34.3	36.9	(7.2)	(5.0)	(3.1)
稅前純益率	16.3	17.1	14.6	14.4	14.9
稅後純益率	10.4	11.4	9.3	9.7	10.5
資產報酬率	9.1	8.3	7.3	7.5	8.1
股東權益報酬率	16.6	14.0	12.1	13.0	14.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	79.4	60.9	61.7	63.3	61.4
淨負債權益比 (%)	15.2	3.2	(11.6)	(16.4)	(21.9)
利息保障倍數 (倍)	40.1	29.5	39.9	40.5	45.4
流動比率 (%)	253.8	291.9	316.7	321.2	354.0
速動比率 (%)	196.8	249.8	280.6	283.7	316.0
淨負債 (NT\$百萬元)	10,050	2,183	(8,394)	(12,511)	(17,891)
調整後每股淨值 (NT\$)	68.88	72.28	75.39	78.44	83.30
評價指標 (倍)					
本益比	10.2	10.9	12.8	11.5	9.6
股價自由現金流量比	20.1	7.9	5.5	9.2	8.1
股價淨值比	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.0	3.4	--	--	--
股價營收比	1.0	1.2	1.2	1.1	1.0

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。

力成 (6239 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	20230425	91.80	110	110	買進	劉誠新
2	20230726	110.00	120	120	持有-超越同業	劉誠新
3	20231025	107.50	105	105	持有-超越同業	劉誠新
4	20231213	135.00	190	190	買進	劉誠新
5	20240131	148.50	190	190	買進	劉誠新
6	20240501	174.50	190	190	持有-超越同業	劉誠新
7	20240731	169.00	145	133	持有-落後同業	劉誠新
8	20241030	126.00	130	130	持有-落後同業	劉誠新

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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2025 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

© {2025} 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>.