

穎崴 (6515 TT) WinWay

RTX50 及 AI GPU 動能增溫中

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$1800.0

收盤價 (2025/02/06) : NT\$1245.0
隱含漲幅 : 44.6%

營收組成 (3Q24)

Test socket 73% / Contact element 9% / Probe card 10% / Others 8%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	1800	1650
2025年營收 (NT\$/十億)	8.4	8.5
2025年EPS	51.8	56.5

交易資料表

市值	NT\$44,700百萬元
外資持股比率	20.1%
董監持股比率	17.6%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$159.34
負債比	36.7%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (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	3,682	5,798	8,375	10,512
營業利益	557	1,337	2,207	2,707
稅後純益	464	1,123	1,777	2,284
EPS (元)	13.53	32.73	51.82	66.60
EPS YoY (%)	-57.8	141.9	58.3	28.5
本益比 (倍)	92.0	38.0	24.0	18.7
股價淨值比 (倍)	12.4	9.7	7.8	6.6
ROE (%)	12.9	28.4	36.0	38.2
現金殖利率 (%)	0.9%	1.7%	2.7%	3.5%
現金股利 (元)	11.00	21.28	33.68	43.29

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

李秉睿

pinjui.lee@yuanta.com

元大觀點

◆ RTX50 測試需求優於預期且訂單延續性有望延續至 2Q25，有利於測試介面龍頭穎崴，上修 1Q25 EPS 15%。

◆ 儘管因 AMD 伺服器 CPU 狀況疲弱下修 2025F EPS 8%，然受惠於 RTX50 開始出貨，且 GB 系列/MI350 將帶動 2Q-3Q25 營運成長。

◆ RTX50 及 AI GPU/ASIC 將帶動今年 EPS 成長 58%/29%。重申買進評等，目標價由 1,650 元(35x 2H24-1H25F EPS NT\$47.2)調高至 1,800 元，係以 35 倍 2025 年 EPS 51.8 元推得。

RTX50 延遲與伺服器 CPU 動能減緩，下修 4Q24 EPS 36%

本中心下修 4Q24 EPS 36%至 8.55 元(季減 27%/年增 405%)，係因 1) 天璣 9400 需求已達高峰(圖 2)；2) RTX50 系列產品推出遞延(圖 3)；及 3) 伺服器 CPU 動能疲弱，符合近期 [AMD 提及資料中心業務放緩](#)。

Gaming 探針卡及測試座表現強勁，上修 1Q25 EPS 15%

我們於[精測更新報告](#)中已提到整體測試產業供應鏈中 Gaming GPU 的測試需求優於預期，而穎崴將為主要受惠者，因其具有領導探針卡及測試座市佔率。因此，上調 1Q25 EPS 15%至 11 元(季增 30%/年增 91%)，預估營收/本業獲利將季增 17%/30%。

RTX50 與 GB200 為 1H25 動能，GPU/ASIC 上升因子將延續

儘管本中心基於 1) 手機與伺服器 CPU 需求放緩；2) 研發費用提高；3) MEMS 探針卡學習曲線導致成本增加，因此將營業費用率由 19.1%調高至 19.3%，下調 2025 年 EPS 8%。然而，我們預期 1H25 將維持強勁營運動能，係因 RTX50 測試需求將維持強勁，且預期 GB200/300 測試座逐季成長，MI350 訂單亦將於 2Q-3Q25 發酵，帶動今年 HPC 及電競業務成長 38%/190%。而 GPU (如 Rubin、Mi400)與 ASIC 專案增加，且 MEMS 探針卡業務可望開花結果，我們預期今年整體營收將維持雙位數成長(圖 10)。

RTX50 需求遭市場低估且 AI 業務強勁，重申買進評等

穎崴目前股價相當於 24 倍 2025 年 EPS，本益比低於國內同業平均的 34 倍。我們認為近期股價修正已反映伺服器 CPU 營收動能趨緩及 GB200/300 延後上市之影響。本中心預估 2025/26 年 EPS 將年增 58%/29%，係因 1) AI GPU FT 測試需求優於預期；2) 潛在 ASIC/網通客戶成長；及 3) 探針卡應用擴大。因此我們將目標價由 1,650 元(35x 2H24-1H25F EPS NT\$47.2)調高至 1,800 元(35x 2025F EPS NT\$51.8)；重申買進評等。

營運分析

RTX50 延遲與伺服器 CPU 動能減緩，4Q24 EPS 下修 36%

穎崴 4Q24 營收季減 20%、年增 129%至 15.4 億元，較本中心/市場預期低 26%/16%，主要係因：

- **需求自天璣 9400 高點下滑**：我們預估智慧型手機業務營收將季減 70%、年增 5%至 1.91 億元(圖 2)。
- **RTX50 產品線遞延**：我們先前預估 RTX50 將於 4Q24 上市，但該產品上市時間將推遲，我們因而將 4Q24 電競業務營收下修 15% (圖 3)。
- **伺服器 CPU 動能平淡**：我們將 AI/HPC 業務營收下修 16%，但認為 GB 系列測試座需求動能將維持穩健，因此預期 4Q24 AI/HPC 業務營收將年增 256% (圖 4)。

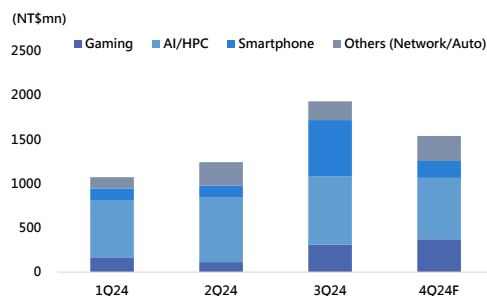
鑒於以上理由，我們預估在產品組合轉佳下，4Q24 毛利率將季增 1.9 個百分點、年增 0.3 個百分點至 43%。由於規模經濟下滑，營業利益率將季減 1.5 個百分點、年增 12.6 個百分點至 23.7%，本業獲利因而季減 25%。因此將 4Q24 EPS 下修 36%至 8.55 元，季減 27%、年增 405%。

圖 1：2024 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	673	1,930	1,539	-20.3%	128.7%	2,081	1,824	-26.0%	-15.6%
營業毛利	288	794	662	-16.6%	130.3%	959	780	-31.0%	-15.2%
營業利益	75	487	365	-25.1%	389.2%	568	467	-35.7%	-21.9%
稅前利益	51	490	367	-25.1%	624.6%	570	474	-35.6%	-22.5%
稅後淨利	58	404	295	-27.1%	406.8%	457	382	-35.5%	-22.8%
調整後 EPS (元)	1.69	11.73	8.55	-27.1%	404.8%	13.27	11.08	-35.5%	-22.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點				
營業毛利率	42.7%	41.1%	43.0%	1.9	0.3	46.1%	42.8%	-3.1	0.2
營業利益率	11.1%	25.2%	23.7%	-1.5	12.6	27.3%	25.6%	-3.6	-1.9
稅後純益率	8.6%	20.9%	19.1%	-1.8	10.5	22.0%	20.9%	-2.9	-1.8

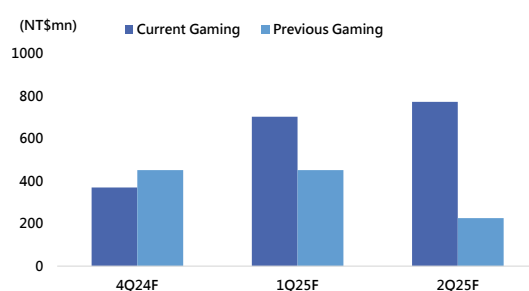
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：1Q24-4Q24 各項應用營收貢獻



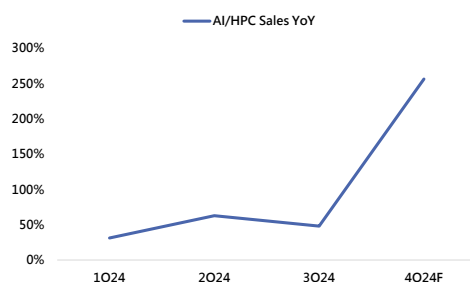
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 3：電競業務營收遞延至 2025 年上半年



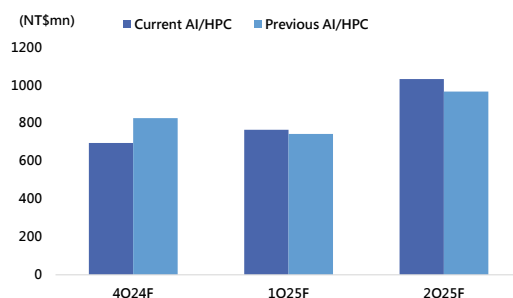
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 4：4Q24 AI/HPC 營收預估將年增 256%



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 5：4Q24 AI/HPC 訂單調整，但 2025 年上半年將持續復甦



資料來源：公司資料、元大投顧預估

RTX50 與 GB200 使 1H25 動能強勁，上修 1Q25 EPS 15%

整體測試供應鏈的電競 GPU 測試需求優於預期，預估 RTX50 世代整體測試介面需求(包括探針卡、測試座、測試板)將是 RTX40 測試介面的 1~2 倍左右。我們認為主要原因在於製程升級及效能提升(圖 6)造成全新顯卡良率較低。

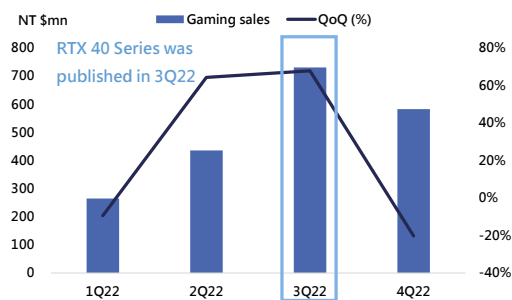
考量 RTX50 相關產品(如測試版及測試座)需求穩健，我們將 1Q25 營收調高 7%至 17.9 億元，季增 17%且年增 67%。儘管伺服器 CPU 需求平淡導致 1Q25 毛利率/營業利益率調整，但我們預估本業獲利將季增 30%/年增 114%至 4.8 億元，係因 1) RTX50 探針卡帶動產品組合改善；及 2) AI/HPC 及電競業務支撐產能利用率維持高檔，我們因此將 1Q25 EPS 上修 15%至 11.1 元，季增 30%、年增 91%。

圖 6：NVIDIA RTX5080/5090 上市時間較先前預期推遲一季

	RTX 3080	RTX 3090	RTX 4080(16G)	RTX 4090	RTX5080	RTX5090
Release Date	3Q20	3Q20	3Q22	4Q22	1Q25	1Q25
Process	Samsung 8nm	Samsung 8nm	TSMC 5nm(4N)	TSMC 5nm(4N)	TSMC 4nm (N4P)	TSMC 4nm (N4P)
Architecture	Ampere	Ampere	Ada Lovelace	Ada Lovelace	Blackwell	Blackwell
CUDA cores	8704	10496	9728	16384	10752	21760
Performance	29.8 TFLOPS	35.6 TFLOPS	48.74 TFLOPS	82.58 TFLOPS	171 TFLOPS	318 TFLOPS
Memory	10 GB GDDR6X	24 GB GDDR6X	16 GB GDDR6X	24 GB GDDR6X	16 GB GDDR7	32 GB GDDR7
TDP	320W	350W	320W	450W	360W	575W
Launch Price (Not FE)	\$699	\$1,499	\$1,199	\$1,599	\$999	\$1,999

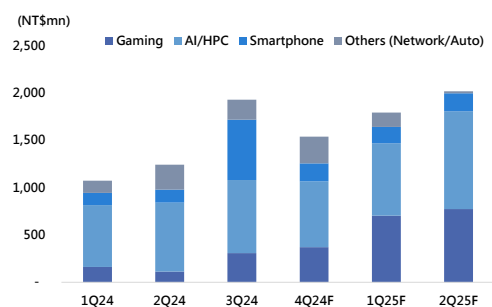
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：RTX 40 時期 Gaming 業務大幅成長



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：各項應用營收預估



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 9：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24F	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	1,073	1,539	1,793	16.5%	67.1%	1,680	1,563	6.7%	14.7%
營業毛利	465	662	821	24.1%	76.6%	774	658	6.1%	24.8%
營業利益	222	365	475	30.2%	113.9%	415	373	14.6%	27.3%
稅前利益	249	367	477	29.9%	91.5%	417	389	14.4%	22.6%
稅後淨利	200	295	383	29.9%	91.6%	334	314	14.6%	22.0%
調整後 EPS (元)	5.81	8.55	11.11	29.9%	91.1%	9.69	9.11	14.6%	22.0%
重要比率 (%)						百分點		百分點	
營業毛利率	43.4%	43.0%	45.8%	2.8	2.5	46.1%	42.1%	-0.3	3.7
營業利益率	20.7%	23.7%	26.5%	2.8	5.8	24.7%	23.9%	1.8	2.6
稅後純益率	18.6%	19.1%	21.3%	2.2	2.7	19.9%	20.1%	1.5	1.3

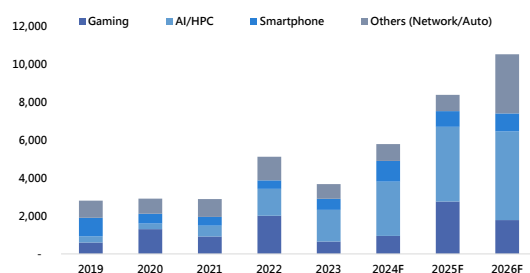
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

RTX50 及 GB300 為 2025 年主要成長動能，為來將有更多 GPU/ASIC 專案

本中心將 2025 年 EPS 下修 8%，係考量 1) 手機與伺服器 CPU 需求放緩；2) 研發費用提高；3) MEMS 探針卡學習曲線導致成本增加，因此將營業費用率由 19.1%調高至 19.3%。

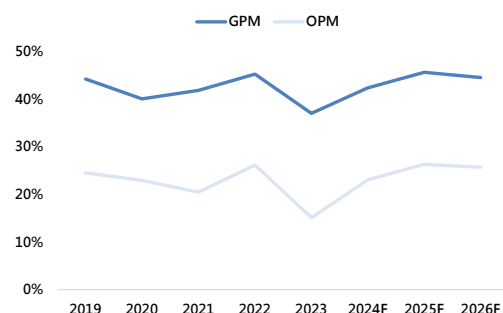
然而，我們預期 1H25 將維持強勁營運動能，係因 RTX50 測試需求將維持強勁，且預期 GB200/300 測試座逐季成長，Mi350 訂單亦將於 2Q-3Q25 發酵，帶動今年 HPC 及電競業務成長 38%/190%。而 GPU (如 Rubin、Mi400) 與 ASIC 專案增加，且 MEMS 探針卡業務可望開花結果，我們預期明年整體營收將維持雙位數成長(圖 10)。

圖 10：2024-26 年營收持續向上



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 11：2025/26 年獲利率預估

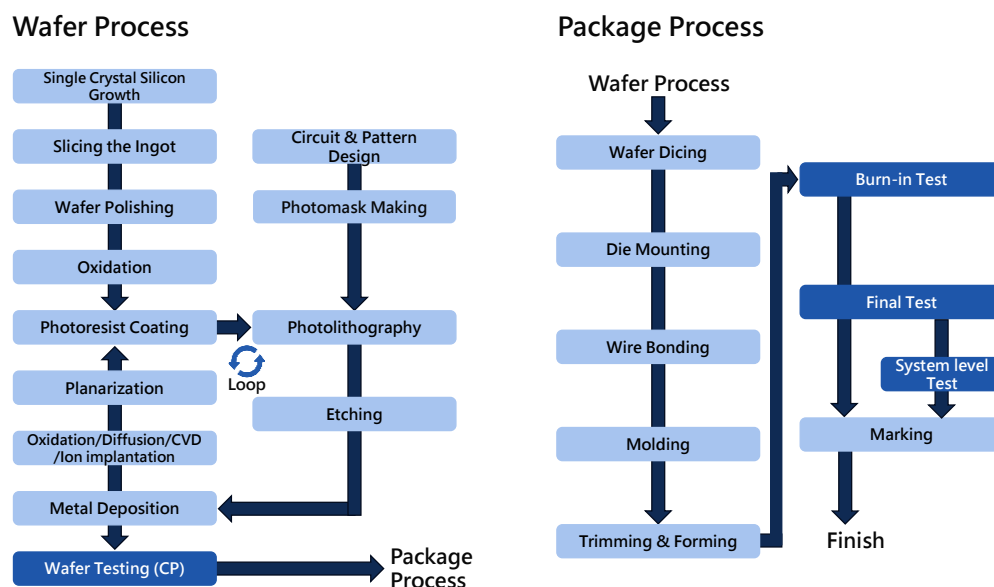


資料來源：公司資料、元大投顧預估

探針卡產值將以 CAGR 18%成長至 2026 年

晶圓測試(CP)的主要目的是為了在將晶圓切割成晶片並進入封裝流程前，檢測其上是否存在瑕疵，以節省封裝有瑕疵裸晶造成的多餘成本，同時監控製造良率。CP 測試項目通常包含直流電(DC)測試，該測試會評估半導體設備的基本電性，如電壓、電流和電阻。晶圓測試(CP)的測試介面採用探針卡，本中心預估 2024-2026 年探針卡產值將以 CAGR 13-18%成長。

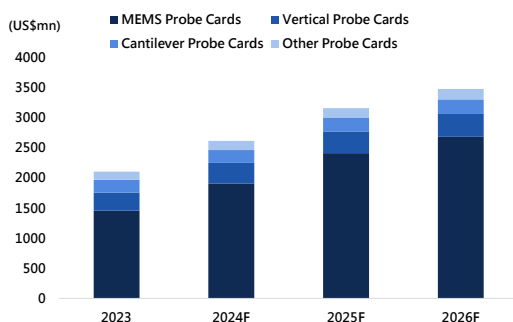
圖 12：半導體測試流程主要分為前段(CP)及後段(FT)



資料來源：公司資料、元大投顧預估

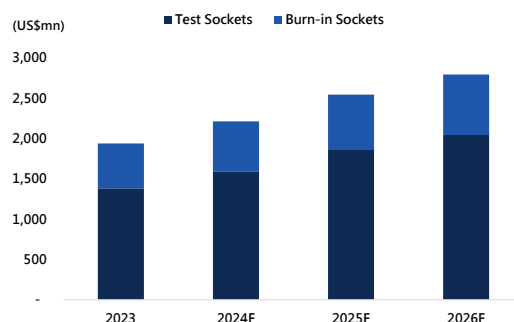
此外，晶片在封裝後需要再經過後段測試(FT)，而有些高功率晶片還會經過老化測試(Burn-in Test)。近期，本中心觀察到旗艦 AP 及 AI GPU 已開始引進系統級測試(SLT)。隨著測試時間增加，本中心預估測試座(Test Socket)產值年複合成長率將達 14%，優於老化測試座之 10%，而整體測試座產值將以 CAGR 13%成長至 2026 年。

圖 13：探針卡產值將以 CAGR 18%成長至 2026 年



資料來源：TechInsights、元大投顧預估

圖 14：測試座產值將以 CAGR 13%成長至 2026 年



資料來源：TechInsights、元大投顧預估

獲利調整與股票評價

RTX50 需求遭低估且 AI 業務強勁，重申買進評等

2024/25 年預估 EPS 下修 13%/8%，以反映 1) 手機與伺服器 CPU 需求放緩；2) 研發費用提高；3) MEMS 探針卡學習曲線導致成本增加。然而，穎崙目前股價相當於 24 倍 2025 年 EPS，本益比低於國內同業平均的 34 倍。我們認為近期股價修正已反映伺服器 CPU 營收動能趨緩及 GB200/300 延後上市之影響。

本中心預估 2025/26 年 EPS 將年增 58%/29%，係因 1) AI GPU FT 測試需求優於預期；2) 潛在 ASIC/網通客戶成長；及 3) 探針卡應用擴大。因此我們將目標價由 1,650 元(35x 2H24-1H25F EPS NT\$47.2)調高至 1,800 元(35x 2025F EPS NT\$51.8)；重申買進評等。

圖 15：2024-26 年財務預估調整

(百萬元)	2024F		2025F		2026F		調整前後差異		
	調整後	調整前	調整後	調整前	調整後	調整前	2024F	2025F	2026F
營業收入	5,798	6,340	8,375	8,541	10,512		-8.5%	-1.9%	
營業毛利	2,461	2,852	3,826	4,035	4,686		-13.7%	-5.2%	
營業利益	1,337	1,565	2,207	2,407	2,707		-14.5%	-8.3%	
稅前利益	1,379	1,606	2,216	2,417	2,715		-14.2%	-8.3%	
稅後淨利	1,123	1,294	1,777	1,938	2,284		-13.2%	-8.3%	
調整後 EPS (元)	32.73	37.72	51.82	56.51	66.60		-13.2%	-8.3%	
重要比率 (%)							百分點	百分點	
營業毛利率	42.4%	45.0%	45.7%	47.2%	44.6%		-2.5	-1.6	
營業利益率	23.1%	24.7%	26.4%	28.2%	25.7%		-1.6	-1.8	
稅後純益率	19.4%	20.4%	21.2%	22.7%	21.7%		-1.0	-1.5	

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 17：12 個月預期本淨比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 18：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
穎崙	6515 TT	買進	1245.0	1,354	32.73	51.82	66.60	38.0	24.0	18.7	141.9	58.3	28.5
國外同業													
Formfactor	FORM US Equity	未評等	41.1	3,185	1.2	1.6	1.9	35.2	25.2	22.1	59.9	39.6	14.1
Cohu	COHU US Equity	未評等	23.6	1,100	(0.2)	0.8	1.7	-	31.3	13.9	-	-	124.9
Enplas	6961.JP Equity	未評等	4,435.0	283	435.4	451.3	513.2	10.2	9.8	8.6	(16.9)	3.6	13.7
Yokowo	6800.JP Equity	未評等	1,604.0	251	94.9	124.6	182.8	16.9	12.9	8.8	(29.7)	31.3	46.7
Teradyne	TER US Equity	未評等	112.6	18,340	3.2	3.9	5.5	35.4	28.6	20.6	8.5	23.9	38.9
國外同業平均					--	--	--	24.4	21.6	14.8	5.5	24.6	47.7
國內同業													
旺矽	6223 TT	買進	823.0	2,350	13.9	30.6	42.0	59.1	26.9	19.6	(0.7)	119.7	37.3
中華精測	6510 TT	持有-超越同業	791.0	779	10.8	19.7	29.4	73.1	40.1	26.9	988.2	82.3	48.8
國內同業平均					12.4	25.2	35.7	66.1	33.5	23.3	493.8	101.0	43.1

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 19：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
穎崙	6515 TT	買進	1245.0	1,354	28.4	36.0	38.2	128.57	159.34	189.51	9.7	7.8	6.6
國外同業													
Formfactor	FORM US Equity	未評等	41	3,185	9.8	13.8	--	--	--	--	--	--	--
Cohu	COHU US Equity	未評等	24	1,100	(0.9)	3.3	--	--	--	--	--	--	--
Enplas	6961.JP Equity	未評等	4,435	283	--	--	--	5,733.4	6,212.6	6,571.4	0.8	0.7	0.7
Yokowo	6800.JP Equity	未評等	1,604	251	5.0	6.4	8.7	2,033.0	2,221.2	2,336.2	0.8	0.7	0.7
Teradyne	TER US Equity	未評等	113	18,340	18.8	21.3	26.0	18.4	18.7	19.0	6.1	6.0	5.9
國外同業平均					8.2	11.2	17.3	--	--	--	2.6	2.5	2.4
國內同業													
旺矽	6223 TT	買進	823	2,350	26.0	26.9	--	100.8	126.9	--	8.2	6.5	NA
中華精測	6510 TT	持有-超越同業	791	779	4.6	8.0	11.1	239.7	254.0	273.5	3.3	3.1	2.9
國內同業平均					15.3	17.4	11.1	170.3	190.5	273.5	5.7	4.8	2.9

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 20：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	1,073	1,256	1,930	1,539	1,793	2,018	2,391	2,173	5,798	8,375
銷貨成本	(608)	(716)	(1,136)	(877)	(972)	(1,089)	(1,304)	(1,185)	(3,338)	(4,549)
營業毛利	465	539	794	662	821	930	1,088	987	2,461	3,826
營業費用	(243)	(277)	(307)	(297)	(346)	(384)	(445)	(443)	(1,124)	(1,619)
營業利益	222	263	487	365	475	545	643	544	1,337	2,207
業外利益	27	9	3	2	2	2	2	2	42	9
稅前純益	249	272	490	367	477	547	645	546	1,379	2,216
所得稅費用	(49)	(48)	(86)	(73)	(94)	(108)	(128)	(108)	(256)	(439)
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	200	224	404	295	383	439	517	438	1,123	1,777
調整後每股盈餘(NT\$)	5.81	6.52	11.73	8.55	11.11	12.74	15.01	12.72	32.73	51.82
調整後加權平均股數(百萬股)	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34
重要比率										
營業毛利率	43.4%	43.0%	41.1%	43.0%	45.8%	46.1%	45.5%	45.4%	42.4%	45.7%
營業利益率	20.7%	20.9%	25.2%	23.7%	26.5%	27.0%	26.9%	25.0%	23.1%	26.4%
稅前純益率	23.2%	21.7%	25.4%	23.9%	26.6%	27.1%	27.0%	25.2%	23.8%	26.5%
稅後純益率	18.6%	17.9%	20.9%	19.1%	21.3%	21.7%	21.6%	20.2%	19.4%	21.2%
有效所得稅率	19.8%	17.6%	17.6%	19.9%	19.7%	19.7%	19.8%	19.8%	18.6%	19.8%
季增率(%)										
營業收入	59.4%	17.0%	53.7%	-20.3%	16.5%	12.5%	18.5%	-9.1%		
營業利益	197.8%	18.3%	85.3%	-25.1%	30.2%	14.7%	18.0%	-15.4%		
稅後純益	243.6%	12.2%	80.3%	-27.1%	29.9%	14.6%	17.8%	-15.3%		
調整後每股盈餘	243.1%	12.2%	79.9%	-27.1%	29.9%	14.7%	17.9%	-15.3%		
年增率(%)										
營業收入	6.4%	23.5%	96.1%	128.7%	67.1%	60.7%	23.9%	41.2%	57.5%	44.4%
營業利益	21.3%	58.1%	267.3%	389.2%	113.9%	107.3%	32.0%	49.0%	140.1%	65.1%
稅後純益	39.2%	65.2%	218.9%	406.8%	91.6%	95.9%	27.9%	48.5%	142.0%	58.2%
調整後每股盈餘	38.9%	64.8%	217.1%	404.8%	91.1%	95.4%	28.0%	48.8%	141.9%	58.3%

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

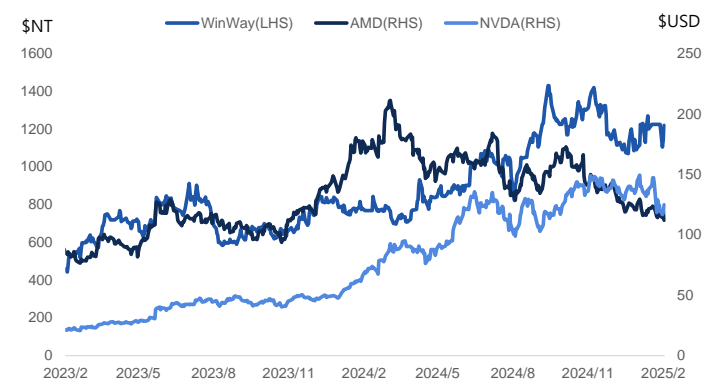
穎崙成立於 2001 年，為國內 IC 測試介面製造商，主要提供半導體測試治具(Test Socket)及探針卡(Probe Card)之設計、開發與生產製造，範圍涵蓋晶圓測試(CP)、最終測試(FT)、系統測試(SLT)、老化測試(Burn-In)及溫控系統(Thermal Control System)。其主要客戶包含 AMD 與 NVIDIA 等國際 IC 設計大廠。國外同業包含 Cohu、Enplas 與 Yokowo 等，國內則包含精測、旺矽、雍智科技等廠商。

圖 21：前十大股東

Name	Holding %
Ho Wei Investment Co Ltd	10.07
Lee Chen-Kun	4.12
Allianz SE	3.78
Li Chin Invest Co	3.33
Liu Ten-Kuei	3.21
Li Chuan Ind Co	3.03
Li Pen Intl Co	3.03
Dresdner Bank AG	3.01
Allianz Glob Invest Tw Fd	3.01
Wei Cheng investment Co	2.65

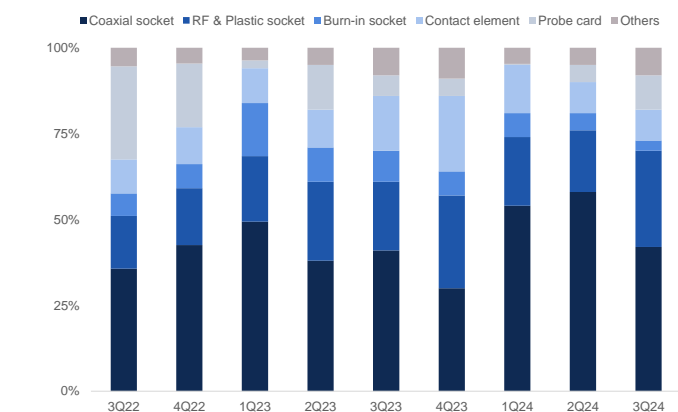
資料來源：Bloomberg、公司資料

圖 22：穎崙與 NVIDIA/AMD 股價連動性高



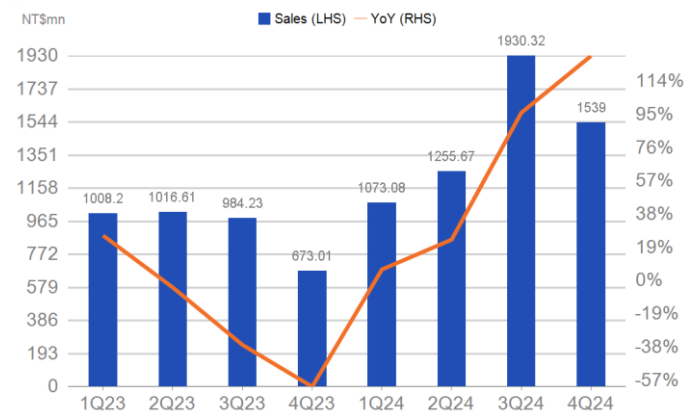
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 23：營收組成



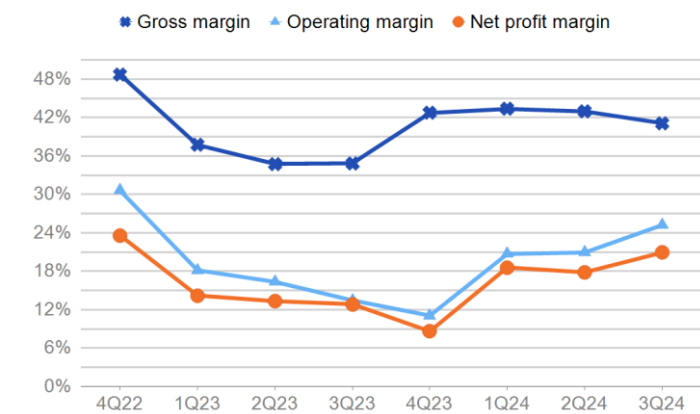
資料來源：公司資料

圖 24：營收趨勢



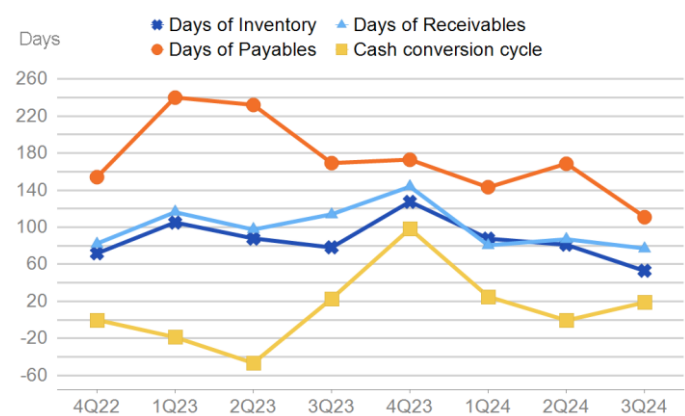
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：毛利率、營益率、淨利率



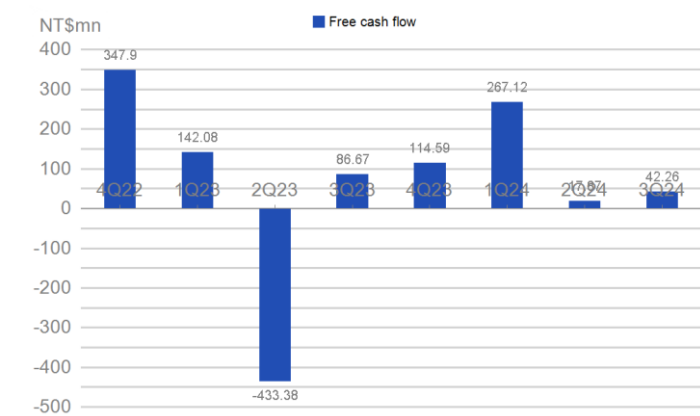
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：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：**穎崙整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，且在半導體設計與製造行業的公司中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**穎崙的整體曝險屬於低等水準，領先於半導體設計與製造行業的平均水準。公司所處之行業較需要改善的 ESG 議題包含碳排放揭露、人力資本與供應鏈和產品治理等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**穎崙在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司 ESG 資訊揭露較少，並無對投資者和公眾建立明確的問責機制。其 ESG 相關問題缺乏相關政策與措施，建議公司將這些整合到核心業務戰略中。但公司並未涉及重大 ESG 爭議。

圖 28：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	11.8
在 ESG 議題上的曝險 (A)	17.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	31.8
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	33

資料來源：Sustainalytics (2025/2/6)

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)
----------	-----------	------------

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	1,504	639	755	894	1,048
存貨	770	578	720	1,015	1,398
應收帳款及票據	1,613	868	1,319	1,861	2,522
其他流動資產	75	291	265	265	265
流動資產	3,962	2,377	4,153	5,129	6,327
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	1,371	2,109	2,159	2,465	2,620
無形資產	33	47	33	33	33
其他非流動資產	333	343	387	373	392
非流動資產	1,737	2,499	2,579	2,871	3,012
資產總額	5,699	4,876	6,733	8,000	9,339
應付帳款及票據	1,027	430	605	817	1,121
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	921	549	786	786	786
流動負債	1,948	979	1,391	1,604	1,907
長期借款	0	337	855	855	855
其他負債及準備	56	69	77	77	77
長期負債	56	407	932	932	932
負債總額	2,003	1,386	2,323	2,536	2,840
股本	345	348	348	348	348
資本公積	1,794	1,989	1,989	1,989	1,989
保留盈餘	1,635	1,345	2,094	2,094	2,094
什項權益	(79)	(192)	(192)	(192)	(192)
歸屬母公司之權益	3,696	3,489	4,239	4,239	4,239
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	3,696	3,489	4,409	5,464	6,499

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	1,100	464	1,123	1,777	2,284
折舊及攤提	122	127	237	278	319
本期營運資金變動	(635)	321	(418)	(625)	(845)
其他營業資產 及負債變動	475	(313)	0	0	0
營運活動之現金流量	1,063	600	941	1,430	1,758
資本支出	(597)	(690)	(368)	(570)	(460)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(44)	(405)	0	0	0
投資活動之現金流量	(641)	(1,094)	(368)	(570)	(460)
股本變動	6	2	0	0	0
本期負債變動	0	400	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(376)	(754)	(373)	(722)	(1,142)
其他調整數	(44)	(17)	0	0	0
融資活動之現金流量	(414)	(369)	(373)	(722)	(1,142)
匯率影響數	2	(1)	0	0	0
本期產生現金流量	8	(865)	116	138	154
自由現金流量	466	(90)	573	860	1,298

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	5,122	3,682	5,798	8,375	10,512
銷貨成本	(2,800)	(2,317)	(3,338)	(4,549)	(5,826)
營業毛利	2,322	1,365	2,461	3,826	4,686
營業費用	(980)	(808)	(1,124)	(1,619)	(1,979)
推銷費用	(341)	(356)	(441)	(588)	(665)
研究費用	(254)	(232)	(357)	(548)	(657)
管理費用	(367)	(215)	(326)	(483)	(657)
其他費用	(17)	(5)	0	0	0
營業利益	1,342	557	1,337	2,207	2,707
利息收入	8	14	18	17	18
利息費用	(1)	(3)	(9)	(8)	(9)
利息收入淨額	7	11	9	8	8
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	20	(11)	20	0	0
其他業外收入(支出)淨額	8	5	12	0	0
稅前純益	1,378	561	1,379	2,216	2,715
所得稅費用	(277)	(97)	(256)	(439)	(431)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	1,100	464	1,123	1,777	2,284
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,501	691	1,574	2,486	2,707
調整後每股盈餘 (NT\$)	32.08	13.53	32.73	51.82	66.60

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	77.4	(28.1)	57.5	44.4	25.5
營業利益	126.8	(58.5)	140.1	65.1	22.7
稅前息前折舊攤銷前淨利	107.7	(53.9)	127.7	57.9	8.9
稅後純益	126.1	(57.8)	142.0	58.2	28.5
調整後每股盈餘	126.1	(57.8)	141.9	58.3	28.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	45.3	37.1	42.4	45.7	44.6
營業利益率	26.2	15.1	23.1	26.4	25.8
稅前息前淨利率	26.9	15.2	23.1	26.4	25.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	29.3	18.8	27.1	29.7	25.8
稅前純益率	26.9	15.2	23.8	26.5	25.8
稅後純益率	21.5	12.6	19.4	21.2	21.7
資產報酬率	22.8	8.8	19.3	24.1	26.3
股東權益報酬率	33.2	12.9	28.4	36.0	38.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	54.2	39.7	52.7	46.4	43.7
淨負債權益比(%)	(40.7)	(8.7)	2.3	(0.7)	(3.0)
利息保障倍數 (倍)	1431.5	179.3	147.4	261.5	295.3
流動比率 (%)	203.4	242.7	298.5	319.9	331.7
速動比率 (%)	163.9	183.7	149.1	171.8	187.2
淨負債 (NT\$百萬元)	(1,504)	(302)	100	(38)	(192)
調整後每股淨值 (NT\$)	107.12	100.27	128.57	159.34	189.51
評價指標 (倍)					
本益比	38.8	92.0	38.0	24.0	18.7
股價自由現金流量比	90.9	--	73.9	49.2	32.6
股價淨值比	11.6	12.4	9.7	7.8	6.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	28.2	61.2	26.9	17.0	15.6
股價營收比	8.3	11.5	7.3	5.1	4.0

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。

穎崙 (6515 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



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>.