



# 穩懋

(3105.TW/3105 TT)



## 增加持股 · 維持

收盤價 February 14 (NT\$)	104.0
12 個月目標價 (NT\$)	116.0
前次目標價 (NT\$)	158.0
調降 (%)	26.6
上漲空間 (%)	11.5

## 焦點內容

- 4Q24 每股盈餘低於預期。
- 預期 1Q25 營收季減中個位數。
- 持續與客戶共同開發 Optical、基礎建設新應用。

## 交易資料表

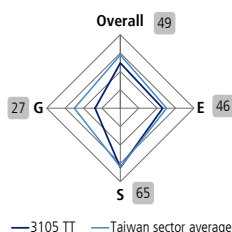
市值：(NT\$bn/US\$mn)	44.09 / 1,346
流通在外股數 (百萬股)：	423.9
外資持有股數 (百萬股)：	72.50
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.44
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	96.00 -181.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-10.4	-20.6	-34.8
相對表現 (%)	-12.3	-25.7	-62.7

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	(0.95)A	(0.23)A	0.08A	0.91A
2024	0.96A	1.14A	0.54A	(0.83)F
2025	(0.36)F	0.17F	1.09F	1.15F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

## 凱基投顧

孫瑞隆  
886 2 2181 8745  
sean.sun@kgi.com

姜兆剛  
886 2 2181 8742  
jackson.chiang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 積極布局 Optical、基礎建設產品線新應用

### 重要訊息

穩懋舉辦法說會更新公司近況。

### 評論及分析

**4Q24 每股盈餘低於預期。**4Q24 營收 37.1 億元，季減 14.8%，符合管理層於 3Q24 法說會預期之季減 mid-teens，產能利用率自 3Q24 的 50% 下降至 35%，毛利率 20.4% (包含中國轉投資負面影響 1ppts)，優於管理層預期之 high-teens，主因高毛利率之基礎建設及 optical 產品線占比提升；在業外認列商譽減損 3.73 億元下，每股虧損 0.83 元，低於凱基及市場預估。

**預期 1Q25 營收季減中個位數。**管理層預期 1Q25 營收將季減中個位數，主因過年工作天數較少且部分廠房正在歲修，其中(1)手機、Wi-Fi 業務微幅回升；(2)基礎建設產品線預期季持平；(3)手機 3D 感測業務因進入淡季而下滑。毛利率則因預期產能利用率與 4Q24 接近而維持 high-teens 區間。我們對應調整 1Q25 營收預估至 35.4 億元，每股虧損 0.36 元。

**持續與客戶共同開發 Optical、基礎建設產品新應用。**管理層強調持續與客戶共同開發 Optical、基礎建設產品新應用，布局包含 AI 資料中心光通訊 (Driver、LD、PD 及 CW laser)、衛星、機器人及 AR/VR 等新產品，目前非手機 3D 感測產品營收佔其 Optical 應用中約 30%，並推算 AI 相關占其整體營收中至高個位數百分比。手機、Wi-Fi PA 部分，管理層表示目前客戶之美系手機品牌供應份額穩定，2H25 之新機種則尚需觀察。我們調整 2025 年營收預估至 177 億元，年增 1.6%；每股盈餘 2.05 元，年增 12.9%。

### 投資建議

如我們 2/13 出具 [宏捷科\(8086 TT, NT\\$97, 增加持股\)報告](#) 所述，穩懋將面臨(1) Android 消費偏好加速轉往中低階及(2)中國矽化鎢 foundry 對原物料需求大幅增加，加劇產業競爭並影響穩懋市佔率及獲利能力，將目標本淨比自 1.8 倍下調至 1.4 倍(3 年平均本淨比降 1 倍標準差)。基於評價已偏低，維持「增加持股」評等，目標價 116 元，為 2025 年每股淨值 1.4 倍換算。

### 投資風險

手機銷量復甦不如預期；台灣同業競爭加劇。

### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	26,182	18,334	15,836	17,458	17,732
營業毛利 (NT\$百萬)	9,770	4,725	3,469	4,042	4,546
營業利益 (NT\$百萬)	6,423	1,484	(56)	762	1,280
稅後淨利 (NT\$百萬)	5,455	1,802	(80)	768	868
每股盈餘 (NT\$)	12.90	4.25	(0.19)	1.81	2.05
每股現金股利 (NT\$)	8.00	2.50	-	1.00	1.50
每股盈餘成長率 (%)	(16.5)	(67.0)	(104.4)	0.0	12.9
本益比 (x)	8.1	24.5	N.A.	57.4	50.8
股價淨值比 (x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.3
EV/EBITDA (x)	3.8	7.6	8.8	7.1	6.8
淨負債比率 (%)	34.9	50.8	49.4	39.4	47.1
殖利率 (%)	7.7	2.4	0.0	1.0	1.4
股東權益報酬率 (%)	15.8	5.3	(0.2)	2.1	2.4

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：4Q24 財報與 1Q25 財測修正暨市場共識比較

百萬元	4Q24							1Q25F						
	實際值	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	3,706	3,742	(1.0)	(14.8)	(23.9)	3,711	(0.1)	3,540	4,312	(17.9)	(4.5)	(20.3)	3,745	(5.5)
毛利	758	732	3.5	(19.2)	(47.1)	682	11.1	680	1,006	(32.4)	(10.3)	(31.7)	751	(9.5)
營業利益	(48)	(65)	-	-	-	(105)	-	(126)	196	-	-	-	(16)	-
稅前淨利	(678)	(75)	-	-	-	(78)	-	(309)	220	-	-	-	(14)	-
稅後淨利	(352)	(10)	-	-	-	(41)	-	(154)	231	-	-	-	33	-
每股盈餘(元)	(0.83)	(0.02)	-	-	-	(0.08)	-	(0.36)	0.54	-	-	-	0.05	-
毛利率(%)	20.4	19.6	0.9 ppts	(1.1)ppts	(9.0)ppts	18.4	2.1 ppts	19.2	23.3	(4.1)ppts	(1.2)ppts	(3.2)ppts	20.1	(0.9)ppts
營業利益率(%)	(1.3)	(1.7)	0.4 ppts	(4.2)ppts	(14.4)ppts	(2.8)	1.5 ppts	(3.6)	4.5	(8.1)ppts	(2.3)ppts	(7.7)ppts	(0.4)	(3.1)ppts
稅後淨利率(%)	(9.5)	(0.3)	(9.2)ppts	(14.7)ppts	(17.4)ppts	(1.1)	(8.4)ppts	(4.3)	5.4	(9.7)ppts	5.2 ppts	(13.5)ppts	0.9	(5.2)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 2：2024 年財報與 2025 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2024						2025F					
	實際值	凱基預估	差異(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	17,458	17,493	(0.2)	10.2	17,464	(0.0)	17,732	19,452	(8.8)	1.6	18,933	(6.3)
毛利	4,042	4,017	0.6	16.5	3,967	1.9	4,546	5,156	(11.8)	12.5	4,805	(5.4)
營業利益	762	746	2.2	-	703	8.4	1,280	1,881	(31.9)	68.0	1,621	(21.0)
稅前淨利	332	936	(64.5)	-	943	(64.7)	570	2,050	(72.2)	71.6	1,622	(64.8)
稅後淨利	768	1,110	(30.8)	-	1,060	(27.5)	868	1,881	(53.9)	12.9	1,596	(45.6)
每股盈餘(元)	1.81	2.62	(30.8)	-	2.54	(28.6)	2.05	4.44	(53.9)	12.9	3.79	(46.0)
毛利率(%)	23.2	23.0	0.2 ppts	1.2 ppts	22.7	0.4 ppts	25.6	26.5	(0.9)ppts	2.5 ppts	25.4	0.3 ppts
營業利益率(%)	4.4	4.3	0.1 ppts	4.7 ppts	4.0	0.3 ppts	7.2	9.7	(2.5)ppts	2.9 ppts	8.6	(1.3)ppts
稅後淨利率(%)	4.4	6.3	(1.9)ppts	4.9 ppts	6.1	(1.7)ppts	4.9	9.7	(4.8)ppts	0.5 ppts	8.4	(3.5)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

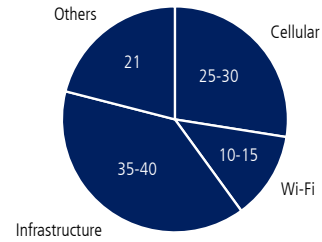
圖 3: 公司概況

穩懋成立於 1999 年，為全球第一家純六吋砷化鎵晶圓廠。公司旗下設有先進的砷化鎵晶圓廠，能針對日益增加的需求提供低成本但高效率且高品質的砷化鎵單晶微波 IC(MMIC)與無線射頻 IC(RFIC)。公司目前月產能為 4 萬 3 千片。4Q24 營收組合為：手機 25-30%、Wi-Fi 10-15%、基礎建設 35-40%及其他 21%。

資料來源：凱基

圖 4: 4Q24 產品組合

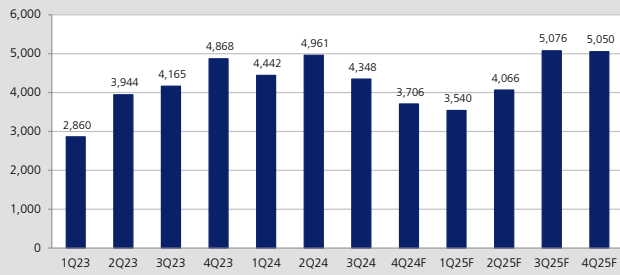
產品組合，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 5: 季營業收入

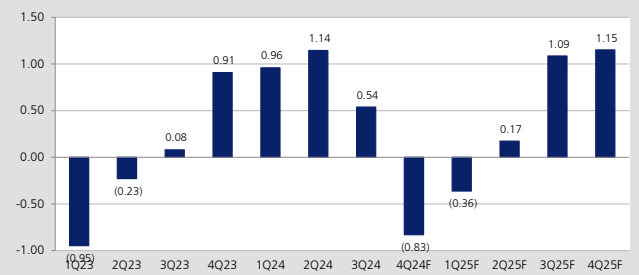
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6: 每股盈利

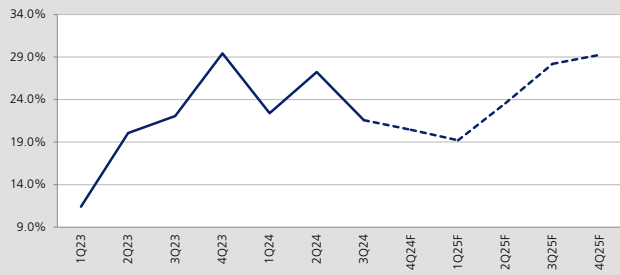
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7: 毛利率

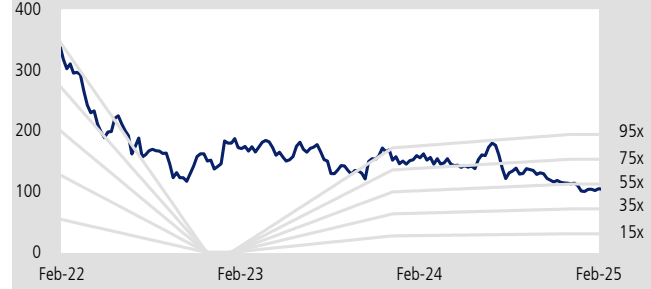
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 本益比

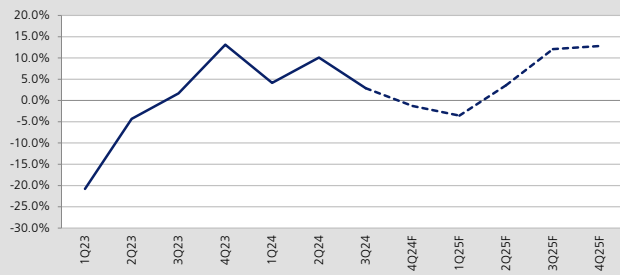
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：凱基

圖 9: 營業利潤率

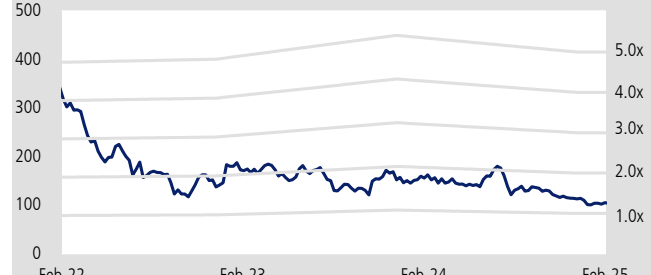
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 股價淨值比

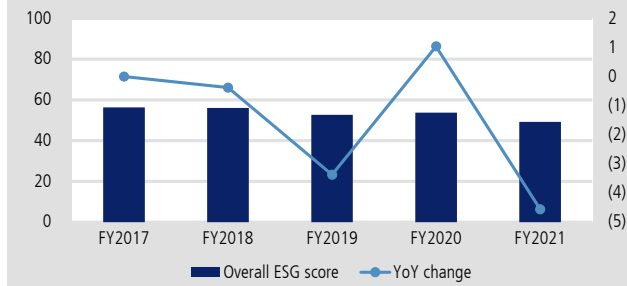
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：凱基

圖 11：ESG 整體分數

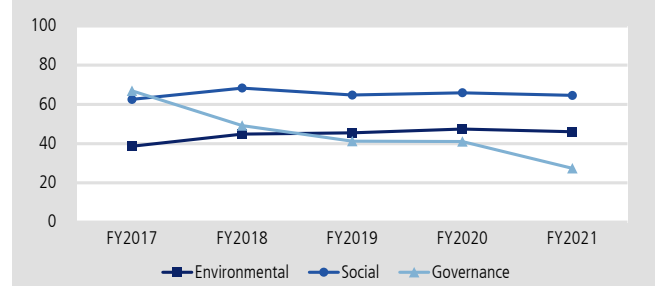
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 12：ESG 各項分數

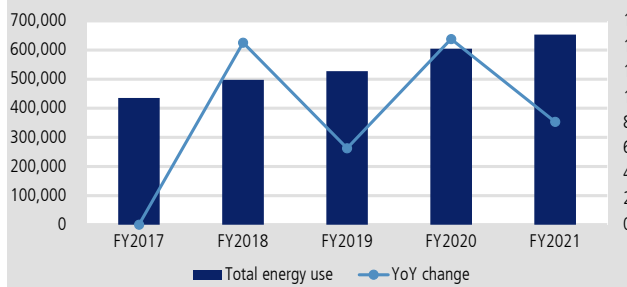
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 13：能源消耗

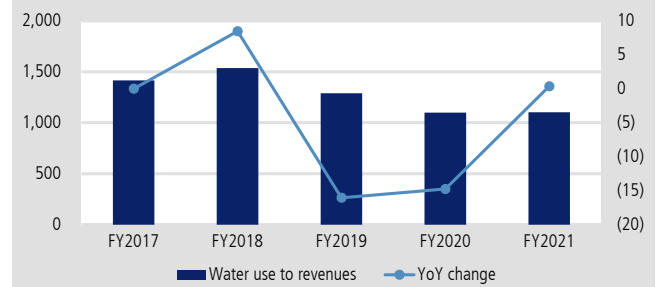
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 14：耗水量

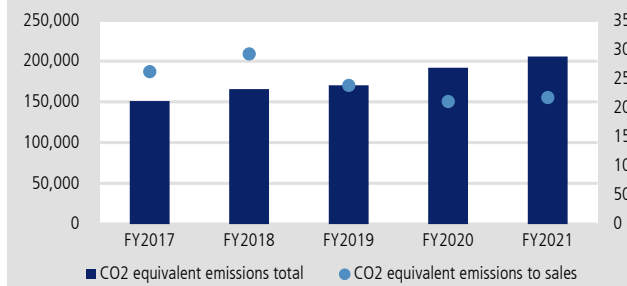
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15：碳排量

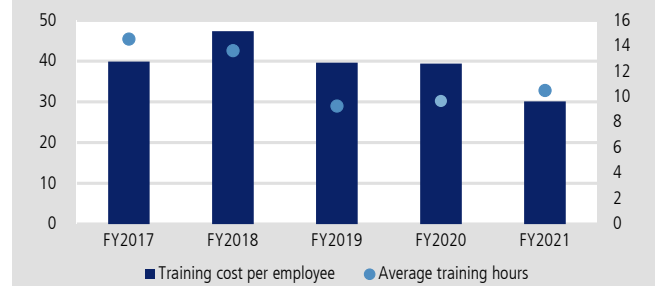
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16：員工訓練

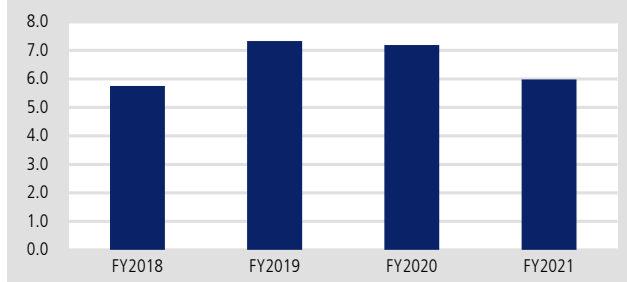
員工人均訓練成本，美元 (左軸)：人均年訓練時數，小時 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 17：員工流動率

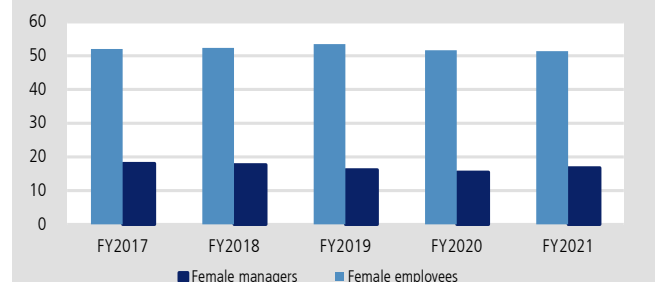
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 18：性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	4,442	4,961	4,348	3,706	3,540	4,066	5,076	5,050	15,836	17,458	17,732
營業成本	(3,448)	(3,610)	(3,410)	(2,948)	(2,860)	(3,107)	(3,645)	(3,573)	(12,367)	(13,416)	(13,186)
營業毛利	995	1,352	938	758	680	958	1,431	1,477	3,469	4,042	4,546
營業費用	(811)	(850)	(813)	(806)	(806)	(813)	(817)	(830)	(3,525)	(3,280)	(3,266)
營業利益	184	501	125	(48)	(126)	145	614	647	(56)	762	1,280
折舊	(1,170)	(1,159)	(1,133)	(1,133)	(1,046)	(1,046)	(1,046)	(1,046)	(4,621)	(4,595)	(4,184)
攤提	(27)	(26)	(26)	(26)	(25)	(25)	(25)	(25)	(119)	(105)	(101)
EBITDA	1,380	1,687	1,285	1,110	945	1,216	1,685	1,719	4,684	5,462	5,565
利息收入	30	65	25	29	28	33	15	16	204	149	92
投資利益淨額	7	7	65	76	50	50	50	50	74	155	200
其他營業外收入	10	10	8	114	50	50	50	50	89	142	200
總營業外收入	47	82	98	219	128	133	115	116	367	446	492
利息費用	(200)	(203)	(212)	(208)	(211)	(211)	(190)	(190)	(665)	(824)	(802)
投資損失	(4)	-	-	-	-	-	-	-	-	(4)	-
其他營業外費用	282	75	236	(641)	(100)	(100)	(100)	(100)	(326)	(48)	(400)
總營業外費用	78	(128)	23	(849)	(311)	(311)	(290)	(290)	(991)	(876)	(1,202)
稅前純益	309	455	247	(678)	(309)	(33)	439	473	(679)	332	570
所得稅費用[利益]	(42)	(62)	(37)	148	56	6	(79)	(85)	121	7	(103)
少數股東損益	140	92	19	178	100	100	100	100	478	429	400
非常項目稅後純益	407	485	228	(352)	(154)	73	460	488	(80)	768	868
非常項目	0	(0)	0	0	0	0	0	0	-	0	0
稅後淨利	407	485	228	(352)	(154)	73	460	488	(80)	768	868
每股盈餘 (NT\$)	0.96	1.14	0.54	(0.83)	(0.36)	0.17	1.09	1.15	(0.19)	1.81	2.05
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	22.4	27.2	21.6	20.4	19.2	23.6	28.2	29.3	21.9	23.2	25.6
營業利率率	4.1	10.1	2.9	(1.3)	(3.6)	3.6	12.1	12.8	(0.4)	4.4	7.2
EBITDA Margin	31.1	34.0	29.5	30.0	26.7	29.9	33.2	34.0	29.6	31.3	31.4
稅前純益率	6.9	9.2	5.7	(18.3)	(8.7)	(0.8)	8.7	9.4	(4.3)	1.9	3.2
稅後純益率	9.2	9.8	5.3	(9.5)	(4.3)	1.8	9.1	9.7	(0.5)	4.4	4.9
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(8.7)	11.7	(12.4)	(14.8)	(4.5)	14.8	24.8	(0.5)			
營業毛利	(30.6)	35.9	(30.6)	(19.3)	(10.3)	40.9	49.3	3.3			
營業收益增長	(71.3)	173.1	(75.0)	(138.6)	160.3		323.1	5.5			
EBITDA	(25.7)	22.2	(23.8)	(13.6)	(14.9)	28.7	38.5	2.0			
稅前純益	9.3	47.4	(45.8)	(374.8)	(54.4)	(89.5)		7.7			
稅後純益	5.6	19.3	(53.0)	(254.2)	(56.4)		527.6	6.0			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	55.4	25.8	4.4	(23.9)	(20.3)	(18.1)	16.7	36.3	(13.6)	10.2	1.6
營業毛利	205.0	70.9	2.1	(47.1)	(31.7)	(29.1)	52.5	95.0	(26.6)	16.5	12.5
營業收益			79.0	(107.6)	(168.7)	(71.1)	389.4		(103.8)		68.0
EBITDA	169.7	63.6	0.2	(40.3)	(31.5)	(27.9)	31.2	54.8	(19.1)	16.6	1.9
稅前純益				(340.2)	(200.2)	(107.1)	77.9		(137.2)		71.6
稅後純益			570.9	(191.4)	(137.8)	(84.9)	101.5		(104.4)		12.9

資料來源：公司資料，凱基

## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>74,894</b>	<b>69,128</b>	<b>69,168</b>	<b>64,259</b>	<b>61,198</b>
<b>流動資產</b>	<b>26,455</b>	<b>17,213</b>	<b>17,163</b>	<b>12,220</b>	<b>11,206</b>
現金及短期投資	16,394	10,501	10,469	5,602	4,161
存貨	6,671	5,420	5,111	4,992	5,089
應收帳款及票據	2,718	917	1,149	1,226	1,555
其他流動資產	673	376	434	400	400
<b>非流動資產</b>	<b>48,439</b>	<b>51,915</b>	<b>52,005</b>	<b>52,039</b>	<b>49,992</b>
長期投資	15,468	15,425	17,104	18,962	18,962
固定資產	27,784	31,546	31,312	28,416	27,432
什項資產	5,187	4,944	3,588	4,661	3,598
<b>負債總額</b>	<b>37,772</b>	<b>33,939</b>	<b>33,819</b>	<b>25,121</b>	<b>25,373</b>
<b>流動負債</b>	<b>7,215</b>	<b>6,247</b>	<b>12,724</b>	<b>7,579</b>	<b>7,830</b>
應付帳款及票據	2,163	1,017	1,362	1,209	1,461
短期借款	-	1,731	7,762	4,576	4,576
計項負債	5,052	3,499	3,600	1,793	1,793
<b>長期負債</b>	<b>30,557</b>	<b>27,692</b>	<b>21,095</b>	<b>17,542</b>	<b>17,542</b>
長期借款	29,279	26,540	20,030	16,272	16,272
其他負債及準備	243	227	211	(15,261)	(15,261)
<b>股東權益總額</b>	<b>37,122</b>	<b>35,190</b>	<b>35,349</b>	<b>39,138</b>	<b>35,825</b>
普通股股本	4,240	4,239	4,239	4,239	4,239
保留盈餘	16,788	14,459	13,142	17,309	14,396
少數股東權益	2,184	1,861	1,394	1,016	616
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	2.5%	(30.0%)	(13.6%)	10.2%	1.6%
營業收益增長	(17.5%)	(76.9%)	(103.8%)		68.0%
EBITDA	(8.1%)	(45.4%)	(19.1%)	16.6%	1.9%
稅後純益	(16.4%)	(67.0%)	(104.4%)		12.9%
每股盈餘成長率	(16.5%)	(67.0%)	(104.4%)		12.9%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	37.3%	25.8%	21.9%	23.2%	25.6%
營業利益率	24.5%	8.1%	(0.4%)	4.4%	7.2%
EBITDA Margin	40.4%	31.6%	29.6%	31.3%	31.4%
稅後純益率	20.8%	9.8%	(0.5%)	4.4%	4.9%
平均資產報酬率	8.4%	2.5%	(0.1%)	1.2%	1.4%
股東權益報酬率	15.8%	5.3%	(0.2%)	2.1%	2.4%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	78.9%	80.3%	78.6%	53.3%	58.2%
淨負債比率	34.9%	50.8%	49.4%	39.4%	47.1%
利息保障倍數 (x)	21.7	6.4	(0.0)	1.4	1.7
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	0.4	(0.2)	(0.1)	(0.0)
Cash Flow Int. Coverage (x)	25.3	17.5	6.4	4.3	5.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	25.3	2.9	0.5	0.7	0.9
流動比率 (x)	3.7	2.8	1.3	1.6	1.4
速動比率 (x)	2.7	1.9	0.9	1.0	0.8
淨負債 (NT\$百萬)	12,948	17,891	17,466	15,429	16,870
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	12.90	4.25	(0.19)	1.81	2.05
每股現金盈餘 (NT\$)	18.48	14.08	10.07	8.35	10.80
每股淨值 (NT\$)	82.41	78.62	80.09	89.92	83.05
調整後每股淨值 (NT\$)	82.60	78.63	80.09	89.92	83.05
每股營收 (NT\$)	61.90	43.26	37.36	41.18	41.83
EBITDA/Share (NT\$)	25.04	13.65	11.05	12.88	13.13
每股現金股利 (NT\$)	8.00	2.50	-	1.00	1.50
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.40	0.25	0.23	0.26	0.28
應收帳款周轉天數	37.9	18.2	26.5	25.7	32.0
存貨周轉天數	148.4	145.4	150.8	136.2	140.9
應付帳款周轉天數	48.1	27.3	40.2	33.0	40.4
現金轉換周轉天數	138.1	136.4	137.1	128.9	132.4

資料來源：公司資料，凱基

## 損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>26,182</b>	<b>18,334</b>	<b>15,836</b>	<b>17,458</b>	<b>17,732</b>
營業成本	(16,412)	(13,610)	(12,367)	(13,416)	(13,186)
<b>營業毛利</b>	<b>9,770</b>	<b>4,725</b>	<b>3,469</b>	<b>4,042</b>	<b>4,546</b>
營業費用	(3,347)	(3,241)	(3,525)	(3,280)	(3,266)
<b>營業利益</b>	<b>6,423</b>	<b>1,484</b>	<b>(56)</b>	<b>762</b>	<b>1,280</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>305</b>	<b>679</b>	<b>367</b>	<b>446</b>	<b>492</b>
利息收入	38	110	204	149	92
投資利益淨額	165	504	74	155	200
其他營業外收入	102	64	89	142	200
<b>總營業外費用</b>	<b>(328)</b>	<b>(337)</b>	<b>(991)</b>	<b>(876)</b>	<b>(1,202)</b>
利息費用	(309)	(341)	(665)	(824)	(802)
投資損失	-	-	-	(4)	-
其他營業外費用	(19)	5	(326)	(48)	(400)
<b>稅前純益</b>	<b>6,400</b>	<b>1,826</b>	<b>(679)</b>	<b>332</b>	<b>570</b>
所得稅費用[利益]	(1,189)	(411)	121	7	(103)
少數股東損益	245	388	478	429	400
非常項目	-	0	0	0	0
<b>稅後淨利</b>	<b>5,455</b>	<b>1,802</b>	<b>(80)</b>	<b>768</b>	<b>868</b>
<b>EBITDA</b>	<b>10,590</b>	<b>5,787</b>	<b>4,684</b>	<b>5,462</b>	<b>5,565</b>
每股盈餘 (NT\$)	12.90	4.25	(0.19)	1.81	2.05

## 現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>7,815</b>	<b>5,968</b>	<b>4,270</b>	<b>3,539</b>	<b>4,578</b>
本期純益	5,455	1,802	(80)	768	868
折舊及攤提	4,167	4,303	4,739	4,700	4,285
本期運用資金變動	(1,738)	1,743	422	(111)	(174)
其他營業資產及負債變動	(69)	(1,880)	(812)	(1,818)	(400)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(14,594)</b>	<b>(7,081)</b>	<b>(2,753)</b>	<b>(2,013)</b>	<b>(2,238)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(3,034)	(20)	(18)	(29)	-
本期長期投資變動	(3,619)	(463)	(14)	-	-
資本支出淨額	(8,081)	(7,124)	(3,209)	(1,222)	(3,200)
其他資產變動	140	526	488	(762)	962
<b>自由現金流</b>	<b>(555)</b>	<b>(68)</b>	<b>1,788</b>	<b>4,041</b>	<b>1,859</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>14,831</b>	<b>(5,023)</b>	<b>(1,676)</b>	<b>(6,111)</b>	<b>(3,781)</b>
短期借款變動	-	-	21	(13)	-
長期借款變動	18,581	(1,384)	(29)	(6,930)	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(4,240)	(3,392)	(1,060)	-	(564)
其他融資現金流	491	(248)	(609)	832	(3,217)
<b>匯率影響數</b>	<b>(76)</b>	<b>184</b>	<b>106</b>	<b>62</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>7,975</b>	<b>(5,952)</b>	<b>(54)</b>	<b>(4,523)</b>	<b>(1,440)</b>

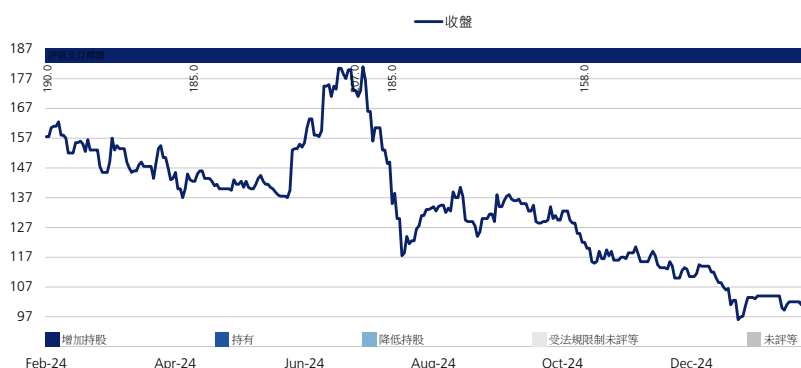
## 投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	12.8%	17.7%	22.3%	18.8%	18.4%
<b>= 營業利益率</b>	<b>24.5%</b>	<b>8.1%</b>	<b>(0.4%)</b>	<b>4.4%</b>	<b>7.2%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	1.1	1.7	2.0	1.6	1.5
+ 什項資產/營業收入)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>= 資本周轉率</b>	<b>0.8</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>
營業利益率	24.5%	8.1%	(0.4%)	4.4%	7.2%
x 資本周轉率	0.8	0.5	0.5	0.5	0.6
x (1 - 有效現金稅率)	81.4%	77.5%	82.2%	102.2%	82.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>15.6%</b>	<b>3.2%</b>	<b>(0.1%)</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.3%</b>

資料來源：公司資料，凱基



## 穩懋 – 以往評級及目標價



資料來源：TEJ，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為凱基金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。