

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	104.00 元
目標價	
3 個月	114.00 元
12 個月	114.00 元

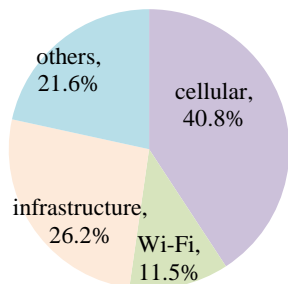
## 近期報告日期、評等及前日股價

11/01/2024	Neutral	122.00
07/31/2024	Neutral	149.00
06/20/2024	到達目標價	160.50
04/29/2024	Trading Buy	142.50
04/16/2024	Trading Buy	147.00

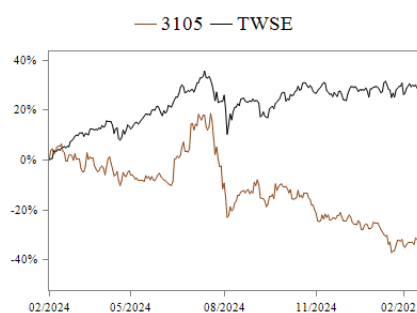
## 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	4,239
市值(億元)	441
目前每股淨值(元)	87.30
外資持股比(%)	17.10
投信持股比(%)	0.14
董監持股比(%)	5.67
融資餘額(張)	7,084
現金股息配發率(F)(%)	60.69

## 產品組合



## 股價相對大盤走勢



## 穩懋(3105 TT)

## Trading Buy

1Q25 有機會即為 2025 年低點，評等調整為 Trading Buy。

**投資建議：**雖然預估 1Q24 穩懋本業表現將受淡季影響而再轉差，不過，稅後虧損將因業外表現改善而縮小，加上考量中國手機產業景氣已見觸底跡象，1Q25 有機會即為 2025 年營收低點，故群益將穩懋的投資建議調整為 Trading Buy。

**4Q24 稅後虧損 3.52 億元：**由於 Wi-Fi 客戶拉貨高峰已過、中國手機市場需求持續降溫，4Q24 穩懋的營收 37.06 億元，QoQ-14.76%。雖然產品組合優於 3Q24，不過，整體產能利用率降低至 35%(3Q24 為 50%)，加上子公司對中國客戶持股股價下跌(影響毛利率 1%)，毛利率降低至 20.45%，本業隨之轉盈為虧，此外，業外認列 2.50 億元匯兌損失、轉投資公司 3.73 億元商譽減損損失，稅後虧損 3.52 億元。

再就 4Q24 穩懋的產品結構而言，首先，cellular 產品營收 10.83 億元，QoQ-35.49%，原因在於中國手機市場需求持續降溫；其次，Wi-Fi 產品營收 4.82 億元，QoQ-38.44%，原因在於 Wi-Fi 產品出貨高峰已過；infrastructure 產品營收 14.08 億元，QoQ+11.69%，表現優於先前法說會預估；至於其他項產品營收 7.78 億元，QoQ+11.88%，動能來自 iPhone 新產品效應。

**預估 1Q25 稅後虧損因業外表現改善而 4Q24 縮小：**預估 1Q25 穩懋營收 34.63 億元，QoQ-6.56%，原因有三，(1)手機相關產品淡季，(2)歲修、(3)工作天數較少。再就 1Q25 穩懋的產品結構而言，VCSEL 產品出貨量受美國消費性電子廠調整 Smartphone 庫存影響而減少為導致 1Q25 穩懋營收表現再較 4Q24(4Q24 為 VCSEL 產品 2024 年出貨高點)轉差的關鍵，但因 1Q25 產品結構不及 4Q24，預估毛利率再較 4Q24 降低，本業虧損為之擴大，惟 4Q24 一次性業外損失較多，預估 1Q25 稅後虧損較 4Q24 縮小。

然而，觀察目前接單狀況，預估 1Q25 infrastructure 產品營收仍得以維持與 4Q24 接近水準，此外，1Q25 cellular、Wi-Fi 產品營收則均較 4Q24 小幅增加，中國手機產業景氣已見觸底跡象，1Q25 有機會即為 2025 年營收低點。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	17,458	17,733	19,131	4,868	4,442	4,961	4,348	3,706	3,463	4,240	4,998	5,033
營業毛利淨額	4,042	4,666	5,128	1,433	995	1,352	938	758	632	1,058	1,482	1,494
營業利益	762	1,373	1,722	639	184	501	125	-48	-170	210	659	674
稅後純益	768	1,028	1,373	385	407	485	228	-352	-196	156	572	497
稅後 EPS(元)	1.81	2.43	3.24	0.91	0.96	1.14	0.54	-0.83	-0.46	0.37	1.35	1.17
毛利率(%)	23.16%	26.31%	26.80%	29.43%	22.39%	27.24%	21.58%	20.45%	18.25%	24.96%	29.65%	29.68%
營業利益率(%)	4.37%	7.74%	9.00%	13.13%	4.13%	10.10%	2.89%	-1.30%	-4.92%	4.95%	13.19%	13.39%
稅後純益率(%)	4.40%	5.80%	7.18%	7.91%	9.16%	9.78%	5.25%	-9.50%	-5.67%	3.67%	11.44%	9.88%
營業收入 YoY/QoQ(%)	10.24%	1.58%	7.88%	16.88%	-8.74%	11.68%	-12.37%	-14.76%	-6.56%	22.43%	17.88%	0.69%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	33.79%	33.59%	1,031.38%	5.63%	19.32%	-52.95%	N.A	N.A	N.A	267.49%	-12.98%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 42.39 億元計算。

## 企業 ESG 資訊揭露：

就企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫而言，穩懋持續透過各項節能措施提升廠內能源使用效率，以減少節省用電度數，且新設產線全面採用最佳可行技術，實際措施包括 PFCs 尾氣處理設備全面採用去除效率達 90% 以上之型式(IPCC 公告指定型式)、逐步汰換既設產線之 PFCs 尾氣處理設備、評估製程氣體減量使用或取代高潛勢溫室氣體使用、採取工程改善或設備更換以降低用電量、評估新建廠房設置廠內再生能源等。

再就企業產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果而言，穩懋致力於新技術的開發，持續推出高效能的技術平台，以生產更具能源效益和節能的半導體通訊產業產品，因終端產品應用逐漸擴及手機、無線網路、雷達、衛星等各個通訊領域，有助於全球能源節省和減少用電消耗。此外，藉由穩懋多功能的晶片整合、製程線寬的縮減以及製程能力的提升，終端產品之尺寸、單位晶片使用量均持續減少，亦得以為守護地球環境盡一份心力。

## 本業轉盈為虧，加上認列匯兌損失、減損損失，4Q24 稅後虧損 3.52 億元：

穩懋為砷化鎵晶圓代工廠，目前共擁有 3 座廠(均位於桃園)，其中，華亞 A 廠、華亞 B 廠合計的廠房空間與龜山新廠(fab C)接近，目前穩懋的總產能為 4.3 萬片/月(以 6 吋晶圓為計算基礎)，且桃園龜山新廠仍有剩餘空間可供設置機台，估計最高產能可達 5 萬片/月，此外，穩懋亦已於高雄路竹購地，且現正進行土建，隨時因應長線業績成長所需。

穩懋主要提供 HBT(異質接面雙極性電晶體)、pHENT(應變式異質接面高遷移率電晶體)兩種製程技術，產品終端應用包括 cellular、Wi-Fi、infrastructure 等，其中，cellular、Wi-Fi 產品近幾年合計的營收比重為 65~75%，兩者的需求與整體 Smartphone 市場銷售狀況高度相關，季節性波動較大，旺季通常為 2Q、3Q。至於 infrastructure 產品近幾年的營收比重為 20~30%，訂單來源包括基地台、衛星通訊、光纖通訊等廠商，此部份訂單的認證通常耗時較久，但通過後即可穩定出貨。

穩懋亦跨足 VCSEL 領域，VCSEL 的終端應用包括臉部辨識、擴增實境、自動駕駛等，潛在商機龐大，以 VCSEL 為主的其他項(others)產品近幾年的營收比重為 15~25%。相較於其他同業的產線多為 2 吋、3 吋、4 吋廠，穩懋乃以 6 吋廠爭取訂單，在量大的消費性產品的成本競爭優勢明確，目前訂單多來自美國消費性電子廠。

產品結構為影響穩懋毛利率的重要因素之一，在穩懋各主要產品中，infrastructure 產品主打少量多樣的利基市場，毛利率高於穩懋平均；cellular、Wi-Fi 產品因價格競爭較激烈，毛利率通常低於穩懋的平均毛利率；至於 VCSEL 訂單雖多來自消費性電子產品市場，但目前毛利率高於穩懋的平均毛利率。

4Q24 穩懋的營收 37.06 億元，QoQ-14.76%，原因有二，(1)Wi-Fi 客戶拉貨高峰已過，(2)中國手機市場需求持續降溫。雖然產品組合優於 3Q24(infrastructure、VCSEL 的營收比重高於 3Q24)，不過，整體產能利用率降低至 35%(3Q24 為 50%)，加上子公司對中國客戶持股股價下跌(影響毛利率 1%)，毛利率降低至 20.45%(3Q24 為 21.58%)，本業隨之轉盈為虧，此外，業外認列 2.50 億元匯兌損失、轉投資公司 3.73 億元商譽減損損失，稅後虧損 3.52 億元(3Q24 稅後淨利 2.28 億元)。

2025 年 2 月 17 日

再就 4Q24 穩懋的產品結構而言，首先，cellular 產品營收 10.83 億元，QoQ-35.49%，原因在於中國手機市場需求持續降溫；其次，Wi-Fi 產品營收 4.82 億元，QoQ-38.44%，原因在於 Wi-Fi 產品出貨高峰已過；infrastructure 產品營收 14.08 億元，QoQ+11.69%，表現優於先前法說會預估；至於其他項產品營收 7.78 億元，QoQ+11.88%，動能來自 iPhone 新產品效應。

## **1Q25 本業再受淡季影響，惟預估稅後虧損因業外表現改善而 4Q24 縮小：**

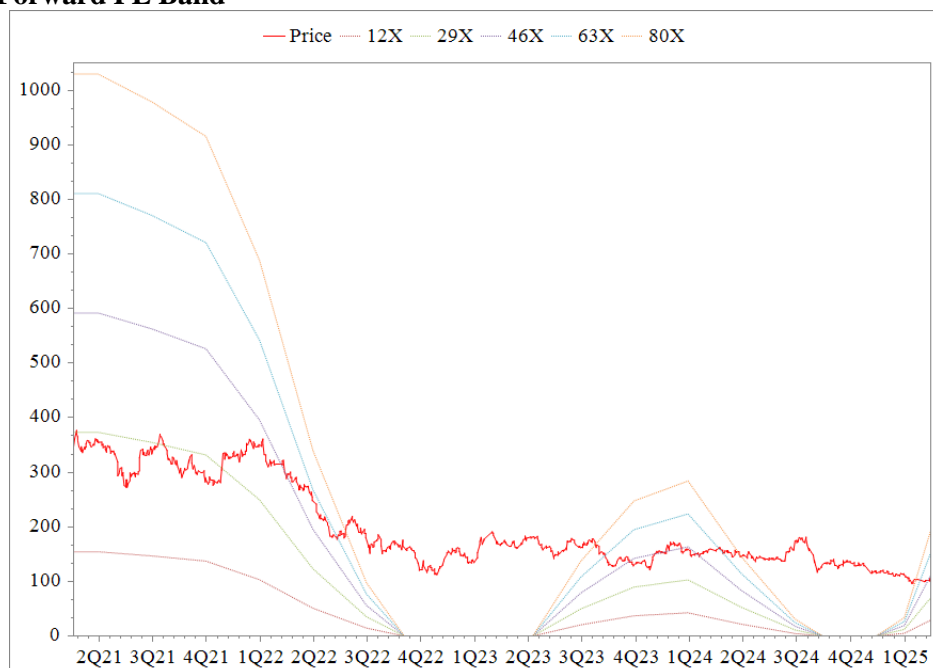
預估 1Q25 穩懋營收 34.63 億元，QoQ-6.56%，原因有三，(1)手機相關產品淡季，(2)歲修、(3)工作天數較少。再就 1Q25 穩懋的產品結構而言，VCSEL 產品出貨量受美國消費性電子廠調整 Smartphone 庫存影響而減少為導致 1Q25 穩懋營收表現再較 4Q24(4Q24 為 VCSEL 產品 2024 年出貨高點)轉差的關鍵，但因 1Q25 產品結構不及 4Q24，預估毛利率再較 4Q24 降低，本業虧損為之擴大，惟 4Q24 一次性業外損失較多，預估 1Q25 穩懋稅後虧損較 4Q24 縮小。

然而，觀察目前接單狀況，預估 1Q25 infrastructure 產品營收仍得以維持與 4Q24 接近水準，此外，1Q25 cellular、Wi-Fi 產品營收則均較 4Q24 小幅增加，中國手機產業景氣已見觸底跡象，1Q25 有機會即為 2025 年營收低點。

## **考量 1Q25 有機會即為 2025 年業績低點，群益將穩懋的投資建議調整為 Trading Buy：**

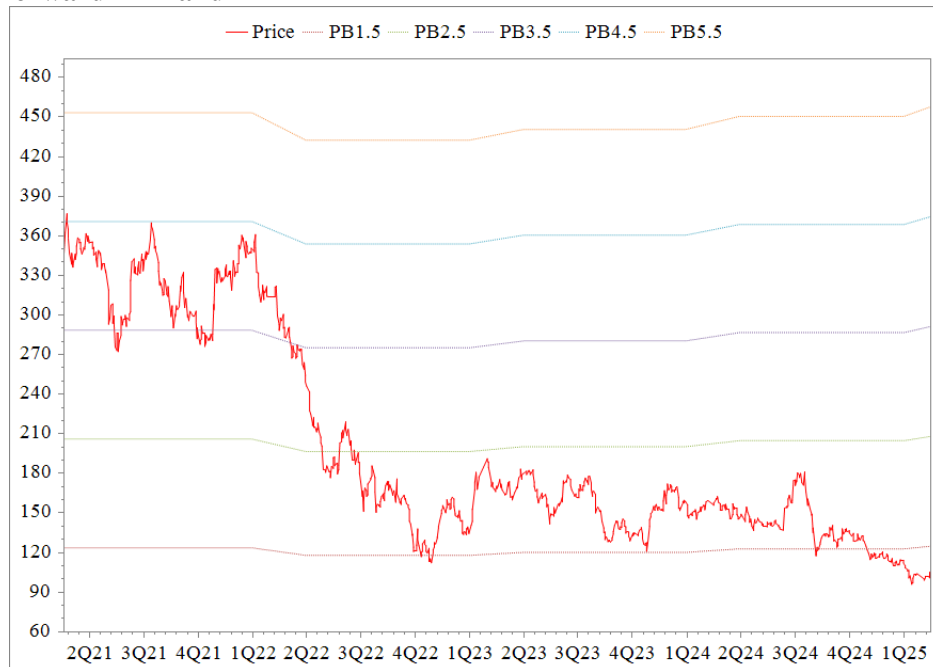
雖然預估 1Q24 穩懋本業表現將受淡季影響而再轉差，不過，稅後虧損將因業外表現改善而縮小，加上考量中國手機產業景氣已見觸底跡象，1Q25 有機會即為 2025 年營收低點，故群益將穩懋的投資建議調整為 Trading Buy。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 2 月 17 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	69,128	69,168	70,308	71,231	72,150
流動資產	17,213	17,163	17,752	18,072	18,368
現金及約當現金	10,380	10,326	10,692	10,879	11,060
應收帳款與票據	917	1,149	1,166	1,195	1,216
存貨	5,420	5,111	5,254	5,415	5,557
採權益法之投資	10,873	10,564	10,692	10,846	11,012
不動產、廠房設備	31,546	31,312	31,612	31,912	32,212
<b>負債總計</b>	<b>33,939</b>	<b>33,819</b>	<b>34,619</b>	<b>35,436</b>	<b>36,075</b>
流動負債	6,247	12,724	13,160	13,397	13,617
應付帳款及票據	1,017	1,362	1,394	1,434	1,482
非流動負債	27,692	21,095	21,427	21,968	22,339
<b>權益總計</b>	35,190	35,349	35,689	35,794	36,075
普通股股本	<b>4,239</b>	<b>4,239</b>	<b>4,239</b>	<b>4,239</b>	<b>4,239</b>
保留盈餘	18,351	17,213	17,553	17,658	17,939
母公司業主權益	33,329	33,955	34,723	35,285	36,022
<b>負債及權益總計</b>	<b>69,128</b>	<b>69,168</b>	<b>70,308</b>	<b>71,231</b>	<b>72,150</b>

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	18,334	15,836	17,458	17,733	19,131
營業成本	13,610	12,367	13,415	13,067	14,003
<b>營業毛利淨額</b>	4,725	3,469	4,042	4,666	5,128
營業費用	3,241	3,525	3,280	3,293	3,406
<b>營業利益</b>	1,484	-56	762	1,373	1,722
<b>EBITDA</b>	6,360	4,521	6,389	6,390	6,639
業外收入及支出	232	-828	-429	-592	-592
稅前純益	1,826	-679	333	780	1,130
所得稅	411	-121	-7	209	213
稅後純益	1,802	-80	768	1,028	1,373
稅後 EPS(元)	4.25	-0.19	1.81	2.43	3.24
完全稀釋 EPS**	4.25	-0.19	1.81	2.43	3.24

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 42.39【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 42.39 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	-29.97%	-13.62%	10.24%	1.58%	7.88%
營業毛利淨額	-51.64%	-26.57%	16.52%	15.43%	9.90%
營業利益	-76.90%	N.A	N.A	80.07%	25.44%
稅後純益	-66.96%	N.A	N.A	33.79%	33.59%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	25.77%	21.91%	23.16%	26.31%	26.80%
EBITDA(%)	34.69%	28.55%	36.60%	36.03%	34.70%
營益率	8.09%	-0.35%	4.37%	7.74%	9.00%
稅後純益率	9.83%	-0.50%	4.40%	5.80%	7.18%
總資產報酬率	2.61%	-0.12%	1.09%	1.44%	1.90%
股東權益報酬率	5.12%	-0.23%	2.15%	2.87%	3.81%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	49.10%	48.89%	49.24%	49.75%	50.00%
負債/淨值比(%)	96.45%	95.67%	97.00%	99.00%	100.00%
流動比率(%)	275.54%	134.89%	134.89%	134.89%	134.89%

## 其他比率分析

存貨天數	162.14	155.41	141.00	149.00	143.00
應收帳款天數	36.17	23.80	24.20	24.30	23.00

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	5,968	4,270	5,332	5,814	6,310
稅前純益	1,826	-679	333	780	1,130
折舊及攤銷	4,303	4,739	4,785	4,830	4,876
營運資金變動	1,905	423	-128	-150	-116
其他營運現金	-2,066	-214	342	354	420
<b>投資活動現金</b>	-7,081	-2,753	-3,623	-3,648	-3,658
資本支出淨額	-7,042	-3,203	-3,000	-3,000	-3,000
長期投資變動	-492	-56	-500	-500	-500
其他投資現金	453	505	-123	-148	-158
<b>籌資活動現金</b>	-5,023	-1,676	-1,342	-1,580	-1,770
長借/公司債變動	963	5,376	331	540	371
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-3,392	-1,060	0	-466	-636
其他籌資現金	-2,595	-5,992	-1,674	-1,654	-1,506
<b>淨現金流量</b>	-5,952	-54	367	587	881
<b>期初現金</b>	16,332	10,380	10,326	10,692	11,279
<b>期末現金</b>	10,380	10,326	10,692	11,279	12,160

資料來源：CMoney、群益



2025 年 2 月 17 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	4,165	4,868	4,442	4,961	4,348	3,706	3,463	4,240	4,998	5,033	4,234	4,880
營業成本	3,246	3,435	3,448	3,610	3,410	2,948	2,831	3,181	3,516	3,539	3,166	3,542
營業毛利淨額	919	1,433	995	1,352	938	758	632	1,058	1,482	1,494	1,068	1,338
營業費用	849	794	811	850	813	806	802	849	822	820	835	875
營業利益	70	639	184	501	125	-48	-170	210	659	674	233	463
業外收入及支出	-114	-357	125	-46	121	-630	-166	-101	-123	-202	-166	-101
稅前純益	-44	282	309	455	247	-678	-337	109	536	472	67	362
所得稅	37	5	42	62	37	-148	0	46	80	83	9	90
稅後純益	34	385	407	485	228	-352	-196	156	572	497	198	364
最新股本	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239	4,239
稅後EPS(元)	0.08	0.91	0.96	1.14	0.54	-0.83	-0.46	0.37	1.35	1.17	0.47	0.86
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	22.07%	29.43%	22.39%	27.24%	21.58%	20.45%	18.25%	24.96%	29.65%	29.68%	25.23%	27.41%
營業利益率(%)	1.68%	13.13%	4.13%	10.10%	2.89%	-1.30%	-4.92%	4.95%	13.19%	13.39%	5.50%	9.48%
稅後純益率(%)	0.82%	7.91%	9.16%	9.78%	5.25%	-9.50%	-5.67%	3.67%	11.44%	9.88%	4.67%	7.46%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	5.61%	16.88%	-8.74%	11.68%	-12.37%	-14.76%	-6.56%	22.43%	17.88%	0.69%	-15.87%	15.26%
營業利益	N.A	812.32%	-71.29%	173.08%	-74.98%	N.A	N.A	N.A	214.40%	2.22%	-65.45%	98.80%
稅前純益	N.A	N.A	9.30%	47.45%	-45.76%	N.A	N.A	N.A	393.46%	-12.01%	-85.91%	443.96%
稅後純益	N.A	1031.38%	5.63%	19.32%	-52.95%	N.A	N.A	N.A	267.49%	-12.98%	-60.23%	83.94%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	6.56%	37.85%	55.35%	25.80%	4.39%	-23.87%	-22.05%	-14.55%	14.95%	35.79%	22.27%	15.11%
營業利益	N.A	2990.70%	N.A	N.A	79.01%	N.A	N.A	-58.16%	425.63%	N.A	N.A	120.71%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-76.12%	117.26%	N.A	N.A	232.88%
稅後純益	-90.33%	N.A	N.A	N.A	570.89%	N.A	N.A	-67.95%	150.31%	N.A	N.A	133.96%

註1：稅後EPS以股本42.39億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。