

穩懋(3105)

HOLD

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 蕭淑君 Justina Hsiao

shuchun@masterlink.com.tw

評等

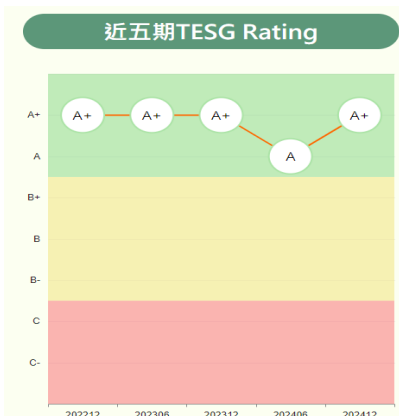
日期:	2025/2/17
目前收盤價 (NT\$):	104
目標價 (NT\$):	108
52 週最高最低(NT\$):	96-181
加權指數:	23152.61

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	4,239
市值 (NT\$/mn):	44,090
市值 (US\$/mn):	1,470
20 日平均成交量(仟股):	2,250
PER (2025):	32.2
PBR (2025):	1.25
外資持股比率:	17.25
TCRI	5

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	7.3	-10.3	-20.6
加權指數報酬率	1.6	1.9	5.1

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	108	108
營業收入 (NT\$/mn)	17,884	17,341
毛利率 (%)	24.5	22.7
營益率 (%)	5.8	3.8
EPS (NT\$)	3.22	2.57
BVPS(NT\$)	82.7	82.0



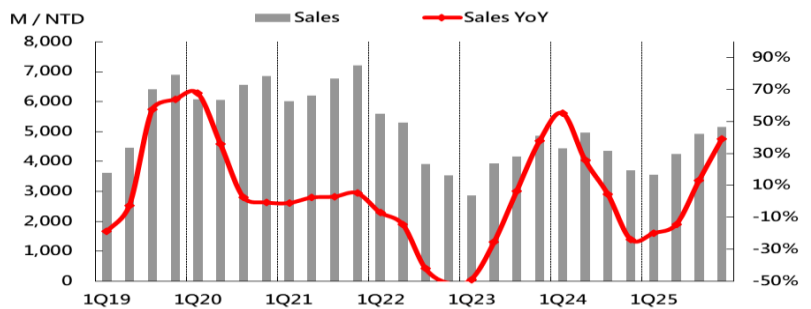
靜待 1H25 營運落底

■ **4Q 財報低於預期 1Q 展望平淡**: 4Q 財報低於預期·EPS -0.83 元低於預估 EPS -0.07 元。毛利率受到合併子公司影響下跌，業外財務成本及減損損失，2024 年 EPS 1.81 元。1Q 營收展望中個位數下降，毛利率亦下降到 High-teens 水準，預估 1Q25 EPS-0.07 元。

■ **2025 年成長動能來自 5G 手機滲透率提升、WiFi7 帶動 PA 用量增加**，至於人形機器人、資料中心仍待耕耘：2025 年，營運成長動能來自 5G 手機滲透率提升、WiFi6E/7 帶動 PA 用量增加，低軌衛星期待應用至手機的機會、至於 3D Sensing 設計未有新變化及競爭者數家，期待未來人形機器人、AI 眼鏡及自動駕駛應用、資料中心感測及光纖元件待佈局。元富預估 2025 年營收 YOY+3%，動能來自消費性市場動能回升，短期產能利用率僅 35%，預期營收將於 3Q25 YOY 翻正，長線人形機器人對於 3D Sensing 用量大，靜待市場成熟有新需求。

■ **維持中立評等**：財報大幅低於預期，1Q25 展望平淡，靜待 1H25 營運落底，新產品動能(AI 資料中心、人形機器人、AI 眼鏡)均需時間發酵，2025 年 EPS 3.22 元，目標價 108 元。

Exhibit 1: 營收及營收 YOY



Sources: Masterlink

Exhibit 2: TEGS 企業永續指標



Source: TEJ

穩懋為全球最大砷化鎵晶圓代工廠

穩懋為全球第一大砷化鎵晶圓代工廠，4Q24 穩懋產品應用比重：手機相關營收 25-30%、WiFi 比重 10-15%、利基型產品 35-40%及其他 21%，2024 年成長動能排序為 WiFi，YOY46%、利基型產品 YOY+19%、手機 YOY+10%、其他 YOY-20%。產能利用率降至 35%，2022-2024 年資本支出 71 億元、32 億元及 12 億元。2023 年折舊費用 46.2 億元，預計 2024 年持平，產能 4.3 萬片/月。另外，高雄路竹廠一棟主體建築完工後，後續無塵室及設備亦將先暫緩。

Exhibit 3: 營收結構

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	毛利率
手機應用	45-50%	40-45%	35-40%	25-30%	比較低
Wifi	10-15%	15-20%	15-20%	10-15%	與平均相同
(光纖、衛星)	20-25%	25-30%	25-30%	35-40%	高
其他	15%	12%	16%	21%	優於平均之上
產能利用率	55%	65%	50%	35%	

Sources : Company

4Q 產能利用率低且提列閒置產能損失導致財報大幅低於預期

4Q 財報低於預期，EPS -0.83 元低於預估 EPS -0.07 元，係因產能利用率由上季 50%降至 35%且受到合併子公司持有的上市股票本季股價下跌而影響，毛利率較上季下降 1 個百分點。營業利益率較上季下降 4.2 百分點至-1.3%，營業利益-0.48 億元虧損幅度優於預期，但業外財務成本及減損損失，稅後虧損-3.52 億元，EPS-0.83 元。

Exhibit 4:財報與預估差異表

穩懋(3105)	2Q24	3Q24	4Q24	4Q24 (F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY
Net Sales	4,961	4,348	3,706	3,589	-15%	-24%	3%	10%
Margin%	27.2%	21.6%	20.5%	18.0%				
Operating Profit	501	125	(48)	(144)	N.A	-122%	-66%	-7%
Operating Margin	10.1%	2.9%	-1.3%	-4.0%				
Total non-ope inc.	(46)	121	(630)	50				
Pre-tax profit	455	247	(678)	(94)				
Net Profit	485	228	(352)	(30)	N.A	N.A	N.A	N.A
EPS	1.14	0.54	-0.83	-0.07				

Sources : Company

1Q 營收及毛利率均下降

1Q 中國手機動能疲弱，綜合上述，1Q 營收中個位數下降，毛利率下降 High-teens 水準。元富預估營 4Q24 營收 35.89 億元，QoQ-17%，YOY-26%，本業將轉虧損，稅後獲利-0.3 億元，EPS -0.07 元。

2025 年成長動能來自 5G 手機滲透率提升、WiFi6E/7 帶動 PA 用量增加，至於人形機器人、資料中心仍有待耕耘

展望 2025 年，營運成長動能來自 5G 手機滲透率提升、WiFi6E/7 帶動 PA 用量增加，低軌衛星期待應用至手機的機會、至於 3D Sensing 設計未有新變化及競爭者數家，期待未來人形機器人、AI 眼鏡及自動駕駛應用、資料中心感測及光纖元件待佈局。

手機方面，2025 年手機佈局為高階市場為主，低階面臨中國競爭壓力大，整體市場隨 5G 滲透率提升成長。1H24 手機動能佳，2H24 需要直線下降，客戶端庫存水準已低靜待市場回溫，預期 2H25 手機動能 YOY 正成長。

WiFi 方面，2024 年取得美系客戶低階頻段訂單，Digitimes Research 預估 WiFi 7 產品滲透率 6.4%，2025 年將翻倍至 15%，隨著 WiFi 6E/WiFi 7 滲透率持續提升下，頻段增加、線性度要求增加，PA 用量將增加，公司以 HBT7 技術切入，客戶已陸續量產，預期 2025 年無論手機及 Router 均將隨 WiFi 7 滲透率提升增長。

基礎建設方面，公司佈局中低軌道衛星，此塊客戶依照計劃發射，公司不論天空對天空或者天空對地面均有涉獵，2025 年正面看待衛星至智慧型手機服務的新機會。穩懋擁有 GaAs pHEMT 和 GaN HEMT 技術，將支持新頻率應用需求，預期 2025-2026 年低軌衛星 V-Bank 及 E-Band 對於高線性及能源效率更加要求。

Optical 方面，公司逐步擴增新客戶與新應用（汽車 LiDAR、AI 資料中心光通訊產品、SmartSensing、人形機器人及 AI 眼鏡）2024 年占比 16%，其中 3D Sensing 占 7 成，手機 3D Sensing 隨著新競爭者加入缺乏成長動能。公司認為未來人形機器人將採用 3D Sensing，機器人將透過 LiDAR 或者 TOF 感測，高階的 VCSEL 可望現高精度 AI 機器人實現導航、辨別物品及週圍環境偵測，因此人形機器市場將可望趨勢 3D Sensing 需求增加，惟人形機器人目前量仍小，但未來人形機器人一台需要用到 40 顆感測晶片。除此之外，公司積極佈局高速傳輸領域，包括 VCSEL 應用於資料中心短距離傳輸，除此之外持續開發長距離 Inp 產品，產品包括 VCSEL、EML、CW-DFB 等。公司積極欲切入 AI 高速傳輸領域但此塊競爭者均以美國 IDM 大廠為主，包括 AAOI、Coherent 等，穩懋屬於後進者，動能仍待觀察。

維持中立

財報大幅低於預期，1Q25 展望平淡，靜待 1H25 營運落底，新產品動能(AI 資料中心、人形機器人、AI 眼鏡)均需時間發酵，2025 年 EPS 3.22 元，目標價 108 元，評等中立。

TESG 企業永續指標(分項指標)



Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	18,334	15,836	17,341	17,884	
COGS	13,610	12,367	13,411	13,496	
Gross profit	4,725	3,469	3,931	4,388	
Operating expense	3,241	3,525	3,264	3,344	
Operating profit	1,484	-56	667	1,044	
Total non-operate. Inc.	342	-623	250	300	
Pre-tax profit	1,826	-679	917	1,344	
Total Net profit	1,414	-558	790	1,110	
Minority	-388	-478	-300	-255	
Net Profit	1,802	-80	1,090	1,365	
EPS (NT\$)	4.25	-0.19	2.57	3.22	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Sales	(30.0)	(13.6)	9.5	3.1	
Gross profit	(51.6)	(26.6)	13.3	11.6	
Operating profit	(76.9)	(103.8)	N.A	56.6	
Pre-tax profit	(71.5)	(137.2)	N.A	46.6	
Net profit	(67.0)	(104.4)	N.A	25.2	
EPS	(67.0)	(104.4)	N.A	25.2	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Gross	25.8	21.9	22.7	24.5	
Operating	8.1	(0.4)	3.8	5.8	
EBITDA	35.5	29.5	33.5	34.1	
Pre-tax	10.0	(4.3)	5.3	7.5	
Net	9.8	(0.5)	6.3	7.6	

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	4,442	4,961	4,348	3,589	
Gross profit	995	1,352	938	646	
Operating profit	184	501	125	-144	
Total non-ope inc.	125	-46	121	50	
Pre-tax profit	309	455	246	-94	
Net profit	407	485	228	-30	
EPS	0.96	1.14	0.54	-0.07	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	
Net sales	55.4	25.8	4.4	(26.3)	
Gross profit	205.0	70.9	2.1	(54.9)	
Operating profit	(130.9)	(394.4)	78.7	(122.5)	
Net profit	N.A	N.A	568.6	(107.7)	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	
Net sales	(8.7)	11.7	(12.4)	(17.5)	
Gross profit	(30.6)	35.9	(30.6)	(31.1)	
Operating profit	(71.3)	173.1	(75.0)	(214.7)	
Net profit	5.6	19.3	(53.1)	(113.0)	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	
Gross	22.4	27.2	21.6	18.0	
Operating	4.1	10.1	2.9	(4.0)	
Net	9.2	9.8	5.2	(0.8)	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	10,380	10,326	7,957	12,895	
Marketable securities	121	143	1,747	1,747	
A/R & N/R	917	1,149	2,168	2,236	
Inventory	5,420	5,111	4,298	4,326	
Others	376	434	434	434	
Total current asset	17,213	17,163	16,604	21,638	
Long-term invest.	14,376	16,061	16,061	16,061	
Total fixed assets	31,546	31,312	32,812	34,812	
Total other assets	5,993	4,631	4,631	4,631	
Total assets	69,128	69,168	70,109	77,143	
Short-term Borrow	0	21	-79	-179	
A/P & N/P	1,017	1,362	1,616	1,626	
Other current liab.	5,230	11,340	28,503	43,052	
Total current liab.	6,247	12,724	30,039	44,499	
L-T borrow s	26,540	20,030	4,680	-3,061	
Other L-T liab.	1,168	1,065	0	0	
Total liability.	33,939	33,819	34,719	41,438	
Common stocks	4,239	4,239	4,239	4,239	
Reserves	9,964	9,967	9,967	9,967	
Retain earnings	20,986	21,143	21,183	21,498	
Total Equity	35,190	35,349	35,390	35,704	
Total Liab. & Equity	69,128	69,168	70,109	77,143	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	1,802	-80	1,090	1,365	
Dep & Amort	4,303	4,739	4,767	4,756	
Investment income	-376	-27	-14	0	
Changes in W/C	1,743	422	47	-85	
Other adjustment	-1,504	-784	2,000	2,000	
Cash flow – ope.	5,968	4,270	7,890	8,036	
Capex	-7,042	-3,203	-1,500	-2,000	
Change in L-T inv.	-463	-14	0	0	
Other adjustment	424	464	0	0	
Cash flow –inve.	-7,081	-2,753	-1,500	-2,000	
Free cash flow	-1,074	1,067	6,390	6,036	
Inc. (Dec.) debt	963	5,397	-2,984	-100	
Cash dividend	-3,392	-1,060	-1,050	-1,050	
Other adjustment	-2,595	-6,013	-4,725	0	
Cash flow –Fin.	-5,023	-1,676	-8,759	-1,150	
Exchange influence	184	106	52	52	
Change in Cash	-5,952	-54	-2,317	4,938	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
ROA	2.50	-0.12	1.57	1.85	
ROE	4.98	-0.23	3.08	3.84	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2025 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 5 of 5