

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	136.00 元
目標價	
3 個月	153.00 元
12 個月	153.00 元

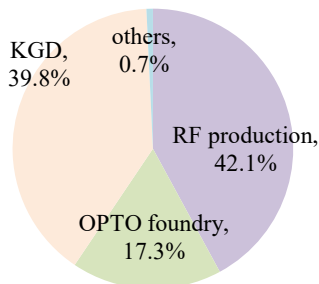
近期報告日期、評等及前日股價

11/06/2024	Neutral	86.00
09/27/2024	Neutral	42.10
06/21/2024	Neutral	48.85

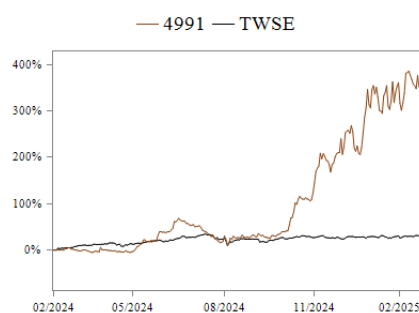
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,119
市值(億元)	152
目前每股淨值(元)	26.18
外資持股比(%)	4.23
投信持股比(%)	3.45
董監持股比(%)	0.02
融資餘額(張)	18,110
現金股息配發率(%)	0.00

產品組合



股價相對大盤走勢



環宇-KY(4991 TT)

Trading Buy

預估 1Q25 即為 2025 年業績低點，評等調整為 Trading Buy。

投資建議：雖然 1Q 通常為 KGD 淡季，不利於環宇-KY 1Q25 營收表現，不過，受惠於各大 CSP 2025 年資本支出態度積極，預估 KGD 出貨成長性仍佳，1Q25 即為 2025 年業績低點，故群益將環宇-KY 的投資建議調整為 Trading Buy。

4Q24 稅後虧損 0.49 億元：由於 KGD 受惠於資料中心相關買氣熱絡而出貨持續暢旺，4Q24 相關營收 3.14 億元，QoQ+7.13%，帶動環宇-KY 營收 4.76 億元，QoQ+3.89%，表現優於先前法說會預估。由於 KGD 營收比重由 3Q24 的 64% 提高至 4Q24 的 66%，加上認列存貨跌價回升利益、下腳料收入，環宇-KY 毛利率提高至 43.40%，為 3Q20 迄今最高，營業利益 0.90 億元，QoQ+64.73%，但業外表現不及 3Q24，4Q24 稅後虧損 0.49 億元。

2025 年 KGD 營收展望佳：展望 2025 年，預估 KGD 仍為環宇-KY 營收成長性最佳的產品，關鍵在於各大 CSP 資本支出態度均較 2024 年更加積極。其中，Google 2024 年資本支出 514 億美元，YoY+59%，預估 2025 年將增加至 700 億美元，YoY+36%；Microsoft 2025 年資本支出預計增加至 800 億元，YoY+60%；Meta 的資本支出則預計由 2024 年的 400 億美元以上增加至 2025 年的 60~65%，YoY+50~63%；若就全球 CSP 而言，預計 2025 年合計資本支出達 2,400 億美元，YoY 超過 10%。

根據研調機構 TrendForce 則指出，2024 年 400G 以上全球光電收發模組出貨 2,040 萬套，YoY+219%，預估 2025 年出貨 3,190 萬套，YoY+56%，另一根據研調機構 Yole 則指出，2022 年至 2028 年全球光電收發模組的營收 CAGR 為 12%，其中，2025 年 800G、1.6T 光電收發模組出貨量預估分別為 2,000 萬套、500 萬套，簡言之，2025 年市場需求仍佳，故群益預估，2025 年環宇-KY 營收 YoY+20.34%。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	1,750	2,106	2,342	400	347	468	458	476	412	537	571	587
營業毛利淨額	663	823	921	99	117	169	170	207	150	213	227	234
營業利益	193	309	385	15	3	46	54	90	26	86	96	101
稅後純益	-237	12	287	-4	-210	-131	153	-49	-91	-51	74	81
稅後 EPS(元)	-2.12	0.11	2.56	-0.03	-1.88	-1.17	1.37	-0.44	-0.82	-0.46	0.66	0.72
毛利率(%)	37.89%	39.07%	39.31%	24.65%	33.85%	36.09%	37.04%	43.40%	36.37%	39.59%	39.71%	39.88%
營業利率(%)	11.02%	14.68%	16.45%	3.68%	0.83%	9.83%	11.85%	18.79%	6.20%	16.06%	16.84%	17.26%
稅後純益率(%)	-13.54%	0.58%	12.25%	-0.88%	-60.64%	-28.03%	33.47%	-10.25%	-22.21%	-9.50%	13.00%	13.73%
營業收入 YoY/QoQ(%)	29.57%	20.34%	11.22%	11.77%	-13.26%	34.94%	-2.08%	3.89%	-13.59%	30.51%	6.26%	2.77%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	2,238.46%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	8.60%

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 11.19 億元計算。

2025 年 2 月 21 日

企業 ESG 資訊揭露：

就能源管理策略而言，首先，在提升能源使用效率的部份，環宇-KY 一方面積極使用 ERP 系統、電子郵件，並以電子化的方式簡省來往信件、公函的列印，以提升各項資源之使用效率、愛護地球資源；另一方面則於生產過程中提高節能設備使用比重，以減少生產過程中電力的損耗，力求不浪費能源。其次，在使用再生物料政策的部份，環宇-KY 則針對生產製造過程中之貴金屬廢棄物進行回收。

就水資源、廢棄物管理策略而言，水資源管理或減量目標乃以減量目標為每年減少 10% 的用水量；廢棄物管理政策或減量目標則關注環境並不斷改進其流程以盡量減少浪費。

4Q24 本業表現為近幾年最佳，但 3Q24 業外利益基期因處分投資利益而偏高，稅後虧損 0.49 億元：

環宇-KY 為三五族化合物晶圓代工廠，營運主軸為 RF foundry and power electronics foundry、OPTO foundry、KGD(known good die)，近幾年營收比重分別為 40~50%、15~25%、30~45%。其中，RF foundry and power electronics foundry 製程包括 GaAs HBT、GaAs pHEMT、InP HBT 等，終端應用以基地台等電信基礎建設為主(如基地台 PA)，由於環宇-KY 在競逐量大訂單時多受限於產能規模而屈居劣勢，訂單主要來自少量多樣的利基型市場。

OPTO foundry 製程包括 APD、VCSEL、LD 等，終端應用涵蓋光纖網路、工業、醫療等，為其他三五族化合物晶圓代工廠較少跨足的領域，此為環宇-KY 的營運特色之一。至於 KGD 為環宇-KY 自行開發的產品線，製程包括 PD/MPD、APD、VCSEL、LD 等(部份與 OPTO foundry 重複，環宇的營運策略係待訂單數量擴大至一定規模後方自行開發 KGD)，終端應用領域涵蓋 DC(data center)/AOC/AI、PON、LTE/Ethernet 等，受惠於建置資料中心相關買氣熱絡，近幾年 DC/AOC/AI 占 KGD 的營收比重均超過 80%。

一般而言，OPTO foundry、KGD 產品線的價格競爭不若 RF production 激烈，毛利率通常較高，換言之，若相關產品線出貨成長動能增加，對提升環宇-KY 獲利的助益將更勝營收。

環宇-KY 本身產能主要以 4 吋廠為主，用以拓展光通訊領域為一適切的產能規模，但環宇-KY 看好消費性電子等近幾年快速崛起的終端應用，故積極尋求與 6 吋廠結盟，藉由環宇-KY、策略夥伴分別提供技術、產能的模式合作，目前重要合作夥伴為富采(3714 TT)集團，環宇-KY 轉投資常州承芯即係基於上述考量。由於 6 吋廠投資金額龐大，在產能利用率提高至經濟規模前，環宇-KY 均須認列為數不小的投資損失，如何在爭取潛在商機的長期營運策略、轉投資損失導致中短期損失間取捨，即為影響環宇-KY 業績表現的關鍵。

4Q24 環宇-KY 營收 4.76 億元，QoQ+3.89%，表現優於先前法說會預估，原因在於 KGD 受惠於資料中心相關買氣熱絡而出貨持續暢旺，相關營收 3.14 億元，QoQ+7.13%。由於 KGD 營收比重由 3Q24 的 64% 提高至 4Q24 的 66%，加上認列存貨跌價回升利益、下腳料收入(合計影響毛利率 4%)，環宇-KY 毛利率提高至 43.40%，為 3Q20 迄今最高，營業利益 0.90 億元，QoQ+64.73%，但業外表現不及 3Q24(3Q24 出售晶成持股而認列處分投資利益 2.19 億元)，4Q24 稅後虧損 0.49 億元(3Q24 稅後淨利 1.53 億元)。

2025 年 2 月 21 日

受惠於 CSP 買氣持續熱絡，2025 年 KGD 營收展望佳：

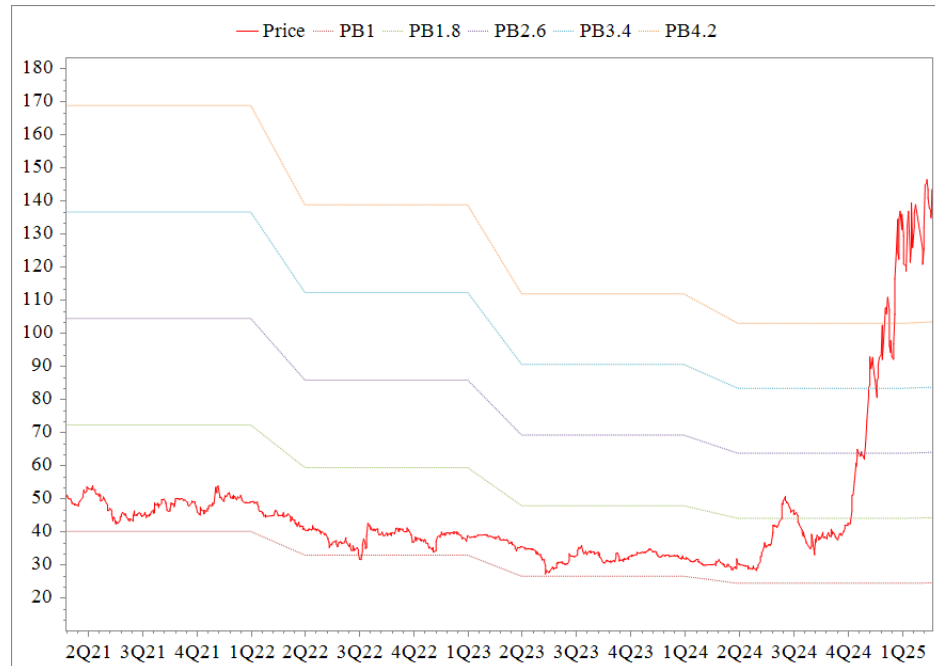
展望 2025 年，預估 KGD 仍為環宇-KY 營收成長性最佳的產品，關鍵在於各大 CSP 資本支出態度均較 2024 年更加積極。其中，Google 2024 年資本支出 514 億美元，YoY+59%，預估 2025 年將增加至 700 億美元，YoY+36%；Microsoft 2025 年資本支出預計增加至 800 億元，YoY+60%；Meta 的資本支出則預計由 2024 年的 400 億美元以上增加至 2025 年的 60~65%，YoY+50~63%；若就全球 CSP 而言，預計 2025 年合計資本支出達 2,400 億美元，YoY 超過 10%。

根據研調機構 TrendForce 則指出，2024 年 400G 以上全球光電收發模組出貨 2,040 萬套，YoY+219%，預估 2025 年出貨 3,190 萬套，YoY+56%，另一根據研調機構 Yole 則指出，2022 年至 2028 年全球光電收發模組的營收 CAGR 為 12%，其中，2025 年 800G、1.6T 光電收發模組出貨量預估分別為 2,000 萬套、500 萬套，簡言之，2025 年市場需求仍佳，故群益預估，2025 年環宇-KY 營收 YoY+20.34%。

預估 1Q25 即為 2025 年業績低點，群益將環宇-KY 的投資建議調整為 Trading Buy：

雖然 1Q 通常為 KGD 淡季，不利於環宇-KY 1Q25 營收表現，不過，受惠於各大 CSP 2025 年資本支出態度積極，預估 KGD 出貨成長性仍佳，1Q25 即為 2025 年業績低點，故群益將環宇-KY 的投資建議調整為 Trading Buy。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 2 月 21 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	4,517	3,590	3,374	3,406	3,705
流動資產	1,094	1,037	1,071	1,089	1,110
現金及約當現金	442	345	396	383	400
應收帳款與票據	202	242	247	255	261
存貨	338	258	263	271	278
採權益法之投資	2,447	1,626	1,411	1,432	1,689
不動產、廠房設備	696	730	720	710	700
負債總計	816	606	626	646	658
流動負債	406	516	533	542	552
應付帳款及票據	8	40	41	42	44
非流動負債	411	90	93	102	102
權益總計	3,701	2,985	2,748	2,760	3,047
普通股股本	1,108	1,113	1,113	1,113	1,113
保留盈餘	-223	-785	-1,022	-1,010	-723
母公司業主權益	3,701	2,985	2,747	2,759	3,046
負債及權益總計	4,517	3,590	3,374	3,406	3,705

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	1,334	1,351	1,750	2,106	2,342
營業成本	1,019	1,113	1,087	1,283	1,421
營業毛利淨額	315	237	663	823	921
營業費用	452	464	470	514	535
營業利益	-137	-227	193	309	385
EBITDA	-812	-649	-115	119	422
業外收入及支出	-818	-582	-428	-255	-14
稅前純益	-952	-806	-235	54	371
所得稅	-12	-14	2	42	84
稅後純益	-940	-792	-237	12	287
稅後 EPS(元)	-8.40	-7.08	-2.12	0.11	2.56
完全稀釋 EPS**	-8.40	-7.08	-2.12	0.11	2.56

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 11.19【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 11.19 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	7.92%	1.26%	29.57%	20.34%	11.22%
營業毛利淨額	-8.73%	-24.66%	179.44%	24.12%	11.90%
營業利益	N.A	N.A	N.A	60.35%	24.66%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	2238.46%

獲利能力分析(%)

毛利率	23.61%	17.57%	37.89%	39.07%	39.31%
EBITDA(%)	-60.86%	-48.07%	-6.57%	5.67%	18.02%
營益率	-10.30%	-16.81%	11.02%	14.68%	16.45%
稅後純益率	-70.45%	-58.66%	-13.54%	0.58%	12.25%
總資產報酬率	-20.80%	-22.07%	-7.02%	0.36%	7.75%
股東權益報酬率	-25.39%	-26.54%	-8.63%	0.44%	9.42%

償債能力檢視

負債比率(%)	18.07%	16.87%	18.57%	18.96%	17.76%
負債/淨值比(%)	22.05%	20.30%	22.80%	23.40%	21.60%
流動比率(%)	269.74%	201.08%	201.08%	201.08%	201.08%

其他比率分析

存貨天數	110.81	97.68	87.50	76.00	70.50
應收帳款天數	49.43	60.10	51.00	43.50	40.20

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	-67	-67	439	771	1,115
稅前純益	-952	-806	-235	54	371
折舊及攤銷	131	143	141	139	137
營運資金變動	-95	72	-9	-14	-12
其他營運現金	848	524	543	592	618
投資活動現金	-1,581	22	-224	-203	-181
資本支出淨額	-183	-93	-100	-100	-100
長期投資變動	-1,395	185	-50	-50	-50
其他投資現金	-2	-71	-74	-53	-31
籌資活動現金	144	-53	-15	-1	-6
長借/公司債變動	150	-44	2	9	0
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	0	0	0	0	0
其他籌資現金	-6	-9	-17	-10	-7
淨現金流量	-1,398	-97	200	567	927
期初現金	1,840	442	345	546	1,113
期末現金	442	345	546	1,113	2,040

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 21 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	358	400	347	468	458	476	412	537	571	587	454	597
營業成本	302	301	230	299	289	270	262	324	344	353	290	360
營業毛利淨額	56	99	117	169	170	207	150	213	227	234	164	237
營業費用	116	84	115	123	115	117	124	126	131	133	129	131
營業利益	-59	15	3	46	54	90	26	86	96	101	35	106
業外收入及支出	-170	-32	-213	-177	99	-137	-117	-137	1	-2	9	-22
稅前純益	-229	-18	-210	-131	153	-47	-91	-51	97	99	44	84
所得稅	0	-14	0	0	0	1	0	0	23	19	11	22
稅後純益	-229	-4	-210	-131	153	-49	-91	-51	74	81	33	62
最新股本	1,119	1,119	1,119	1,119	1,119	1,119	1,119	1,119	1,119	1,119	1,119	1,119
稅後EPS(元)	-2.05	-0.03	-1.88	-1.17	1.37	-0.44	-0.82	-0.46	0.66	0.72	0.30	0.55

獲利能力(%)

毛利率(%)	15.74%	24.65%	33.85%	36.09%	37.04%	43.40%	36.37%	39.59%	39.71%	39.88%	36.18%	39.73%
營業利益率(%)	-16.55%	3.68%	0.83%	9.83%	11.85%	18.79%	6.20%	16.06%	16.84%	17.26%	7.78%	17.73%
稅後純益率(%)	-64.06%	-0.88%	-60.64%	-28.03%	33.47%	-10.25%	-22.21%	-9.50%	13.00%	13.73%	7.33%	10.39%

QoQ(%)

營業收入淨額	11.06%	11.77%	-13.26%	34.94%	-2.08%	3.89%	-13.59%	30.51%	6.26%	2.77%	-22.59%	31.45%
營業利益	N.A	N.A	-80.49%	1503.45%	18.05%	64.73%	-71.50%	238.14%	11.40%	5.36%	-65.11%	199.61%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	1.92%	-55.27%	89.49%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	8.60%	-58.68%	86.31%

YoY(%)

營業收入淨額	4.61%	12.85%	28.28%	45.31%	28.12%	19.08%	18.61%	14.71%	24.49%	23.15%	10.32%	11.12%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	508.26%	788.54%	87.38%	76.82%	13.09%	38.45%	22.68%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-36.66%	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-51.67%	N.A	N.A	N.A

註1：稅後EPS以股本11.19億元計算

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。