



個股報告

創意(3443)

不只 AI、5G，還有 CoWoS

投資評等

目標價

逢低買進

\$370

前次投資建議 2020.02.12：
「逢低買進」，目標價\$325

報告日期：2020.08.03

研究員：柯善耀

摘要與調整原因

- 20H1 獲利大幅衰退，因產品組合不佳，且策略性接下 CoWoS 專案拖累。
- 20H2 在 NRE 比重上升下，獲利將重回年成長。
- AI、5G、CoWoS 的貢獻將在 2021 年放大。

基本資料

2020/07/31 收盤價：	292.5
股本(百萬股)	134
市值(NT\$ 百萬)	39,200
董監持股比例	34.84%
不受大股東控制股數(千張)	134

近期股價表現

	個股表現	相對大盤
一週	-2.17%	-4.96%
一月	2.81%	-3.32%
一季	25.62%	5.30%

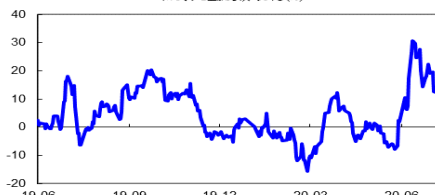
法人持股

	持股比例
外資	22.11%
投信	4.22%
自營商	3.59%

融資券餘額

(張數)	餘額
融資餘額	5,055
融券餘額	1,110

相對大盤股價表現(%)



結論與建議

- 20H1 創意營收 60.97 億元，YoY+22%，毛利率下滑至 25.2%，主要因高毛利率的 NRE 比重降低，以及策略性地接下 CoWoS 先進封裝專案的拖累，淨利僅 1.36 億元，YoY-47.1%，EPS 1.01 元，不過 20Q2 有國際級系統客戶向創意授權 HBM2 IP，為營運亮點。
- 創意 20Q3 營運展望為雙位數季成長，主要動能來自於 NRE 的高速成長，預估 20Q3 營收 32.67 億元，QoQ+11.6%，YoY+34.7%，毛利率在產品組合改善下上升至 30.5%，季增 4.1 個百分點，淨利 2.08 億元，QoQ+463%，YoY+104.8%，EPS 1.55 元。
- 管理階層維持 2020 年雙位數成長的目標，但上修 NRE 貢獻的預期，2020 年 NRE 將成長 30%以上，主要因 7nm 先進製程，以及 CoWoS 先進封裝的技術需求強勁，ASIC 貢獻較低的因素則是下半年已量產的產品需求受到新冠病毒疫情的影響，預估 2020 年創意營收 131.5 億元，YoY+22.8%，淨利 7.04 億元，YoY+11.2%，EPS 5.25 元。
- 20H2 在高毛利率 NRE 占比提升下，創意獲利將重回年成長，且成長動能將延續至 2021 年，受惠於 AI、5G 跟 CoWoS 的貢獻，預估 2020、2021 年 EPS 分別為 5.25、8.64 元，維持「逢低買進」的投資評等，6 個月目標價 370 元 (43X21(F)PER)，潛在上漲空間約 26.4%。

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

簡要財務預估資訊

	營收		營業利益		稅後純益		每股盈餘		每股現金 股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2018	134.6	10.7	11.0	17.8	9.9	15.6	7.37	15.6	5.0	28.6	26.7	9.9
2019	107.1	-20.4	7.2	-34.6	6.3	-35.9	4.73	-35.9	5.0	17.3	49.9	7.9
2020(F)	131.5	22.8	8.3	15.1	7.0	11.2	5.25	11.2	2.2	17.5	55.7	9.3

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

營運分析

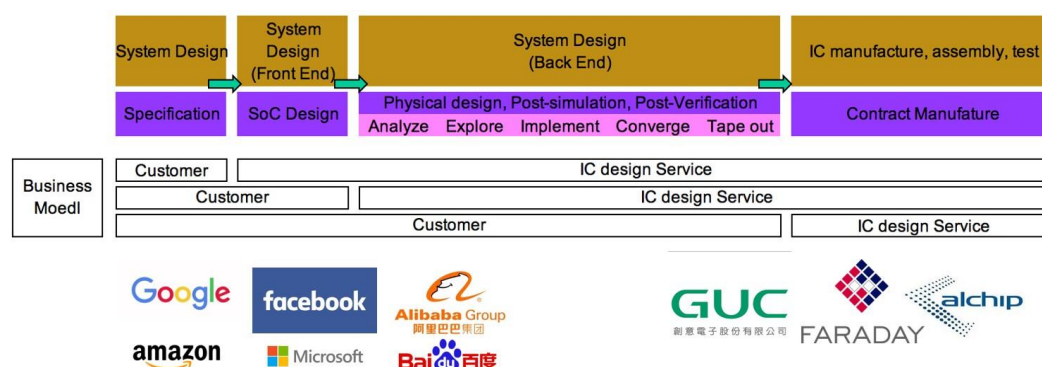
創意是國內設計服務(Design Service)龍頭

創意電子是國內 IC 設計服務公司龍頭，母公司為全球最大晶圓代工廠台積電

創意是國內專業 IC 設計服務公司，營運規模大於國內掛牌同業智原、世芯-KY，在該領域為國內龍頭，晶圓代工全球龍頭 TSMC 持股創意 36%，為最大股東，而創意在技術上亦緊跟 TSMC 朝新進製程 5、7 奈米前進。

創意除了能提供客戶 Back-End Design service，以及協助客戶安排晶圓代工與封測產能外，亦在 2016 年起跨入 Front-End Design service 的領域，並開使建立 HBM2 與 Die to Die 等優勢 IP，可望在 5G 與 AI 時代下取得商機。

圖一、IC 設計服務公司商業模式



資料來源：兆豐國際投顧整理

20H1 量產比重快速上升，以及策略性 CoWoS 專案，壓低毛利率表現，HBM2 獲得國際系統客戶授權則為亮點

上半年因 NRE 比重下降，以及策略性 CoWoS 專案接單，導致毛利率下滑，並拖累獲利表現

20H1 創意營收 60.97 億元，YoY+22%，動能來自於 ASIC 量產的貢獻，ASIC 量產的營收達 45.45 億元，YoY+48%，主要受惠於居家辦公趨勢下，雲端相關晶片的量產需求提升所帶動，NRE 貢獻營收 12.93 億元，YoY-26%，毛利率下滑至 25.2%，因高毛利率的 NRE 比重降低，以及策略性地接下 CoWoS 先進封裝專案的拖累，拖累淨利僅 1.36 億元，YoY-47.1%，EPS 1.01 元。

其中，20Q2 有國際級系統客戶向創意授權 HBM2 IP，顯示創意的技術獲得肯定，

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

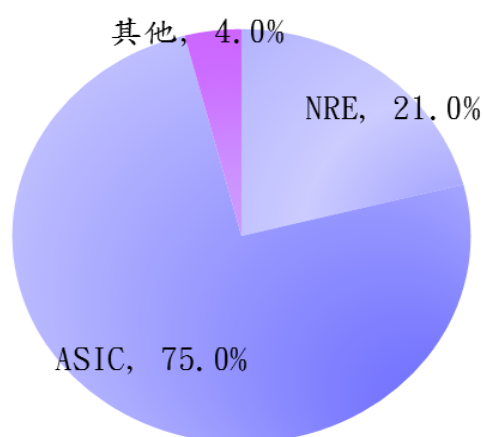
本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

IP 性能不輸國際 IP 大廠，且 HBM2 IP 在高速運算領域中具有較高吞吐量的優勢亦逐漸獲得系統廠的重視。

圖一、20H1 創意產品組合



資料來源：創意；兆豐國際整理

表一、20Q2 創意獲利低於預期，因產品組合轉差，以及業外缺乏補助款
創意 20Q2 財報差異說明

單位：百萬元

項目	實際值	原估計	差異幅度	差異原因
營收	2,927	2,927	0.0%	
毛利	773	889	-13.1%	
毛利率	26.40%	30.40%		NRE 占比下降，CoWoS 專案毛利低
營業利益	60	151	-60.3%	
營業利益率	2.05%	5.20%	-60.6%	
業外收支淨額	(5)	5		匯損
稅後淨利	37	126	-70.6%	
EPS(元)	0.28	0.94	-70.6%	

資料來源：創意、兆豐國際預估

20Q3 展望雙位數季增，NRE 是主要動能，預期獲利重回年成長

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



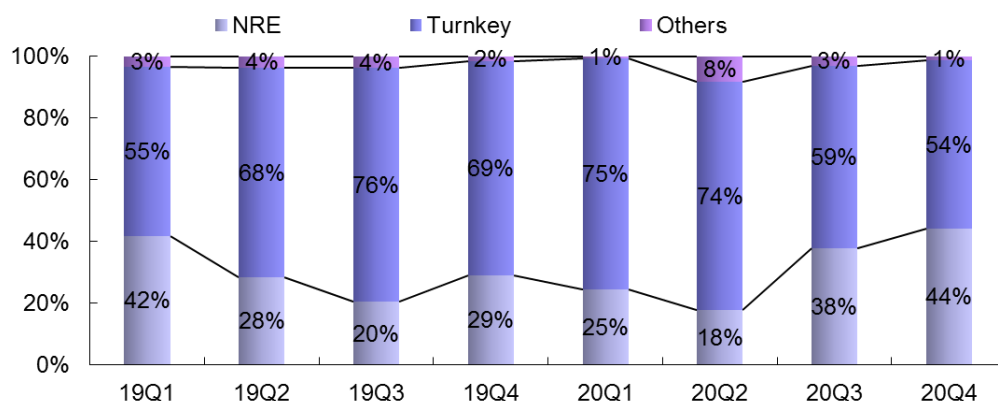
個股報告

在 NRE 入帳回溫下，20Q3 營運雙位數成長，毛利率與營益率亦同步回溫

創意 20Q3 營運展望為雙位數季成長，主要動能來自於 NRE 委託設計的高速成長，20Q3 NRE 收入將翻倍增長，ASIC 量產營收則將雙位數衰退，因雲端需求轉弱，以及受到疫情的影響，預估 20Q3 營收 32.67 億元，QoQ+11.6%，YoY+34.7%，毛利率在產品組合改善下上升至 30.5%，季增 4.1 個百分點，淨利 2.08 億元，QoQ+463%，YoY+104.8%，EPS 1.55 元。

圖二、20Q3 NRE 入帳動能回溫，毛利率與營益率將同步好轉

創意產品組合預估



資料來源：創意；兆豐國際預估

上修 NRE 貢獻，下調 ASIC 營收，2020 年維持雙位數成長

維持 2020 年雙位數成長的目標，上修 NRE 貢獻，下調 ASIC 營收

管理階層維持 2020 年雙位數成長的目標，但上修 NRE 貢獻的預期，2020 年 NRE 將成長 30% 以上，因 7nm 先進製程，以及 CoWoS 先進封裝的技術需求強勁，ASIC 貢獻較低的因素則是下半年已量產的產品需求受到新冠病毒疫情的影響，預估 2020 年創意營收 131.5 億元，YoY+22.8%，淨利 7.04 億元，YoY+11.2%，EPS 5.25 元。

圖三、2020 年創意營運重回成長，2021 年在 AI、5G、CoWoS 等挹注下將

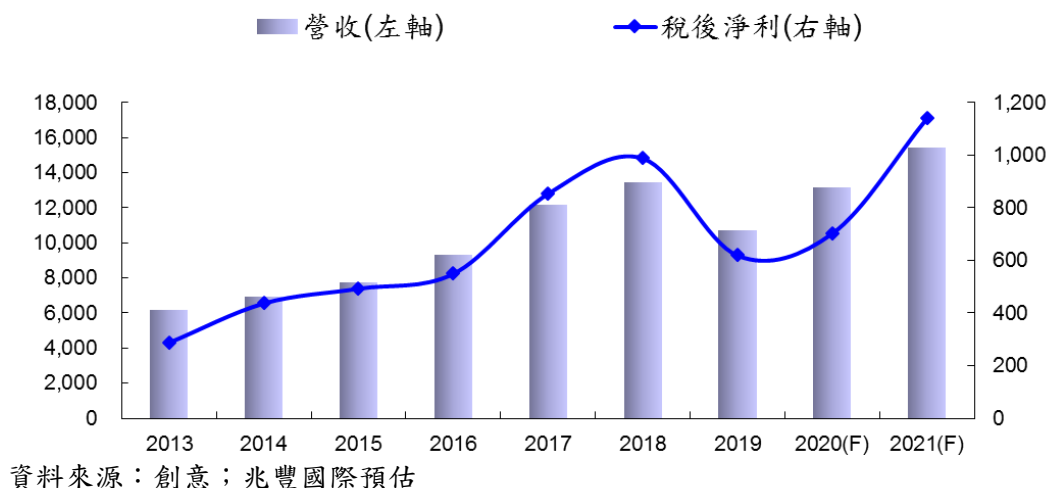
評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

持續成長 創意營收與獲利預估



2021 年創意將延續成長動能，主要受惠於 AI、5G、CoWoS 相關的貢獻持續放大

AI、5G、CoWoS 先進封裝等貢獻將在 2021 年放大

創意與透過直接與間接的方式與全球知名的網路服務商合作(美國 FAMG、中國 BAT)，提供部署在資料中心內 AI 或機器學習的客製化 ASIC，在歷經三年多的合作與晶片開發下，2020 年將有兩間客戶進入小量生產，占全年量產比重約 5%，2021 年貢獻可望達雙位數，2020 年 AI 貢獻雖略低於年初預期，但長期高速成長的趨勢並未改變。

在 5G 領域，創意主要跟設備服務商合作(歐系與韓系)，提供 5G 基站所需的相關 ASIC，2019 年 5G 領域開始貢獻量產營收，2019 年 5G 佔量產營收比重約 7.5%，後續可望隨著 5G 佈建的規模升級而高速成長(預估年複合成長率達 39%)，且受惠於華為禁令，客戶群有在開案需求上有所增加，2021 年的貢獻比原先預期強勁，營收將進一步放大。

20H1 創意跨入 CoWoS 先進封裝領域，策略性爭取相關專案，雖然壓低毛利率表現，但隨著全球晶圓代工巨頭 TSMC 將擴充 CoWoS 產能，新建竹南廠預計於 2021 年落成，月產能兩萬片，創意進入 CoWoS 相關封測工程服務，將有利於明年之後的營運成長。

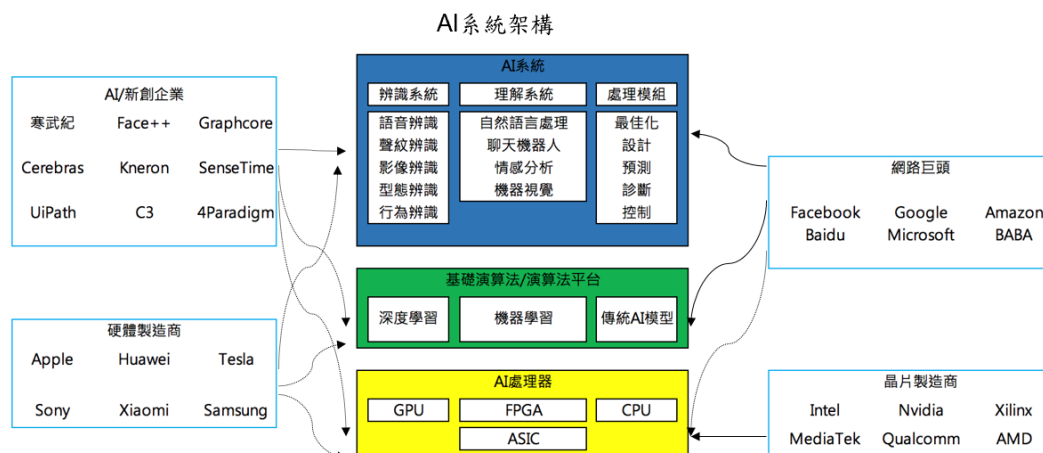
圖四、不滿足於 GPU 性能，網路巨頭、新創企業投入 AI 晶片的開發

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變而造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。

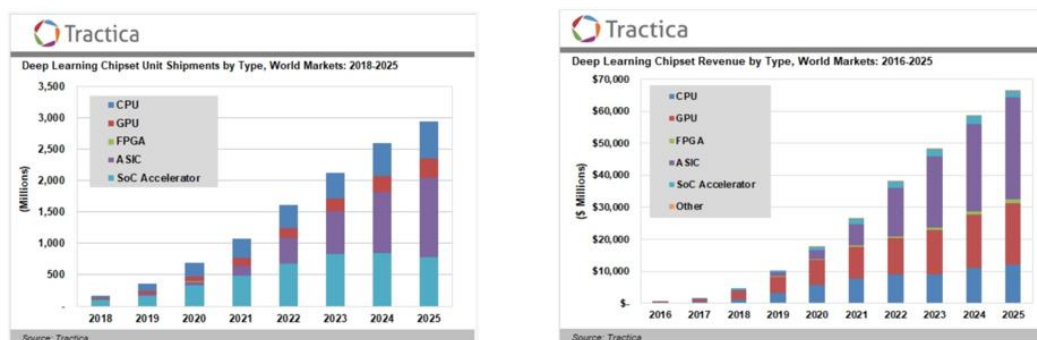


個股報告



資料來源：兆豐國際整理

圖五、AI 晶片需求量將高速成長，且 ASIC 將逐漸取代 GPU 成為主流



資料來源：Tractica

20H2 在 NRE 比重提高下，獲利表現將重回年成長，2021 年成長動能將延續，主要受惠於 AI、5G、還有 CoWoS 的貢獻，維持「逢低買進」投資評等

20H2 獲利將重回年成長，AI、5G、CoWoS 的貢獻將持續放大

20H2 在高毛利率 NRE 占比提升下，創意獲利將重回年成長，且成長動能將延續至 2021 年，主要受惠於 AI、5G 跟 CoWoS 的貢獻，預估 2020、2021 年 EPS 分別為 5.25、8.64 元，維持「逢低買進」的投資評等，以過去三年本益比均值作為與明年獲利作為評價基礎，6 個月目標價 370 元(43X21(F)PER)，潛在上漲空間約 26.4%。

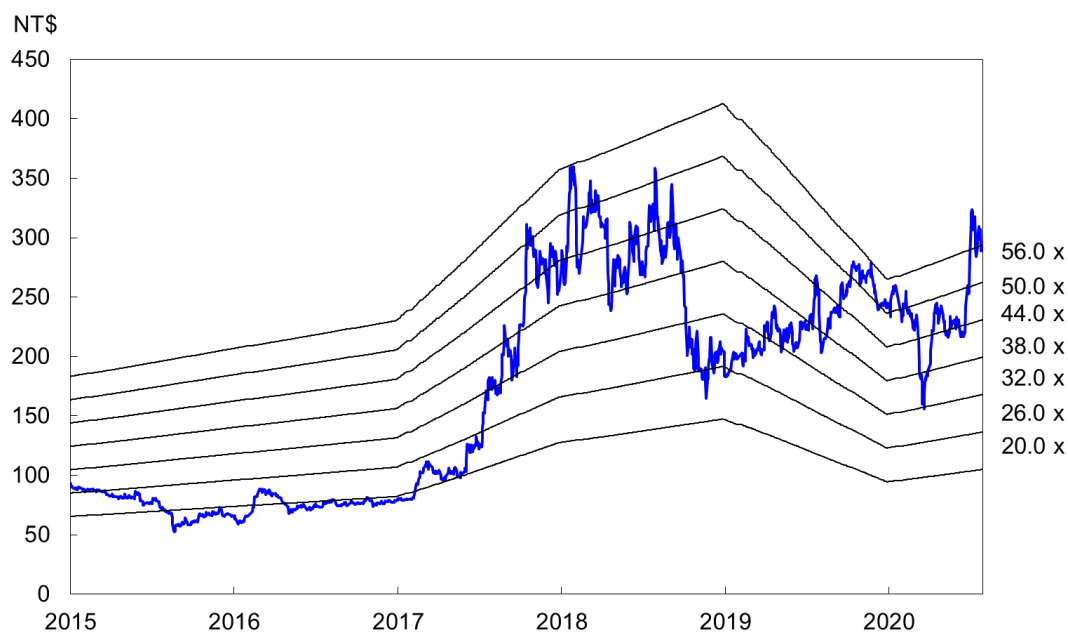
圖六、創意(3443) P/E Band

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告



資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

財務報表

季度損益表

單位：新台幣百萬元

3443 創意	2018	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	20Q1	20Q2	20Q3(F)	20Q4(F)	2020(F)
營業收入淨額	13,460	2,561	2,426	2,425	3,297	10,710	3,170	2,927	3,267	3,787	13,151
營業成本	9,443	1,753	1,614	1,597	2,216	7,180	2,405	2,154	2,271	2,572	9,403
營業毛利	4,017	808	812	828	1,081	3,530	765	773	996	1,215	3,748
營業費用											
推銷費用	309	72	72	70	70	284	60	76	74	73	282
管總費用	338	71	73	75	90	309	69	76	79	94	318
研究發展費用	2,274	540	534	564	581	2,220	562	561	591	608	2,322
營業費用合計	2,921	684	679	709	741	2,813	691	713	743	775	2,922
營業淨利(損)	1,096	125	133	120	340	717	74	60	252	439	825
營業外收支											
利息收入	27	8	6	5	6	25	4	(0)	0	0	5
利息支出	-	1	1	1	1	3	1	(0)	0	0	1
投資損益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他收支淨額	13	58	-14	5	-5	44	53	(5)	5	5	57
營業外收支淨額合計	39	65	(8)	9	(0)	66	56	(5)	5	5	61
稅前淨利	1,135	190	125	129	340	783	130	55	257	444	886
所得稅費用(利益)	147	37	21	27	64	150	31	18	49	84	182
非常項目淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	988	153	104	102	275	633	99	37	208	360	704
普通股股本	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340
每股盈餘(元)	7.37	1.14	0.77	0.76	2.05	4.73	0.74	0.28	1.55	2.69	5.25
季成長分析(QoQ,%)											
營收成長率		-27.9	-5.3	0.0	35.9		-3.9	-7.7	11.6	15.9	
營業毛利成長率		-17.9	0.5	2.0	30.5		-29.3	1.1	28.9	22.0	
營業利益成長率		-54.6	6.8	-10.1	184.2		-78.3	-18.6	320.4	74.2	
稅前淨利成長率		-37.8	-34.1	3.1	163.6		-61.8	-57.6	367.7	72.8	
稅後淨利成長率		-44.8	-32.0	-2.0	170.5		-64.1	-62.5	463.2	72.8	
年成長分析(YoY,%)											
營收成長率	10.7	-7.1	-25.0	-38.1	-7.2	-20.4	23.8	20.6	34.7	14.9	22.8
營業毛利成長率	26.9	-13.2	-18.9	-24.7	9.8	-12.1	-5.4	-4.9	20.2	12.3	6.2
營業利益成長率	17.8	-46.9	-51.2	-62.0	23.9	-34.6	-40.9	-54.9	110.9	29.3	15.1
稅前淨利成長率	14.9	-20.5	-53.0	-60.5	11.4	-31.0	-31.6	-56.0	99.6	30.8	13.2
稅後淨利成長率	15.6	-26.1	-53.8	-63.7	-0.4	-35.9	-35.3	-64.3	104.8	30.8	11.2
獲利分析(%)											
營業毛利率	29.8	31.6	33.5	34.2	32.8	33.0	24.1	26.4	30.5	32.1	28.5
營業利益率	8.1	4.9	5.5	4.9	10.3	6.7	2.3	2.0	7.7	11.6	6.3
稅前淨利率	8.4	7.4	5.1	5.3	10.3	7.3	4.1	1.9	7.9	11.7	6.7
稅後淨利率	7.3	6.0	4.3	4.2	8.3	5.9	3.1	1.3	6.4	9.5	5.4
實質所得稅率	13.0	19.5	16.9	21.0	19.0	19.1	23.9	32.7	19.0	19.0	20.6

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

資產負債表

單位：NT\$百萬元	2018	2019	2020F
流動資產			
現金及約當現金	2,984	4,596	4,901
存貨	1,250	1,880	2,326
應收帳款及票據	879	898	1,112
其他流動資產	1,057	746	746
流動資產合計	6,170	8,120	9,085
其他資產			
長期投資合計	0	0	0
固定資產	415	780	807
什項資產	217	417	181
其他資產合計	632	1,197	988
資產總計	6,803	9,317	10,073
流動負債			
應付帳款及票據	846	1,744	2,158
短期借款	0	0	0
什項負債	2,378	3,577	3,577
流動負債合計	3,224	5,321	5,735
長期負債			
長期借款	66	184	125
其他負債及準備	0	0	0
長期負債合計	66	184	125
負債總計	3,290	5,504	5,860
股東權益			
普通股股本	1,340	1,340	1,340
特別股股本	0	0	0
資本公積	30	33	33
保留盈餘	2,152	2,447	2,853
其他項目	-9	-7	-12
股東權益總計	3,513	3,813	4,214
負債與股東權益總計	6,803	9,317	10,073

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

現金流量表

單位：NT\$百萬元	2018	2019	2020F
本期淨利	988	619	704
折舊及攤提	413	598	230
本期營運資金變動	-463	1,759	-246
其他營業資產及負債變動	27	11	0
營業活動之淨現金流入(出)	965	2,987	688
資本支出淨額	-189	-706	-105
本期長期投資變動	-27	-11	0
其他資產變動	-118	-453	85
投資活動之淨現金流入(出)	-334	-1,170	-20
自由現金流量	631	1,817	668
現金增資	-862	-334	-303
本期負債變動	-78	118	-59
其他長期負債變動	5	-4	1
融資活動之淨現金流入(出)	-935	-220	-361
本期現金與約當現金增加數	-304	1,597	306
期初現金與約當現金餘額	3,289	2,984	4,596
期末現金與約當現金餘額	2,984	4,582	4,902

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

重要財務比率分析

	2018	2019	2020F
年成長率(%)			
營業收入	10.7	-20.4	22.8
營業利益	17.8	-34.6	15.1
稅後純益	15.6	-35.9	11.2
獲利能力分析(%)			
營業毛利率	29.8	33.0	28.5
營業利益率	8.1	6.7	6.3
稅後純益率	7.3	5.9	5.4
資產報酬率	15.5	7.7	7.3
股東權益報酬率	28.6	17.3	17.5
償債能力分析			
負債/股東權益(%)	1.9	4.8	3.0
流動比率(X)	1.9	1.5	1.6
每股資料分析			
每股盈餘(NT\$元)	7.4	4.7	5.3
本益比(X)	26.7	49.9	55.7
每股淨值(NT\$元)	26.2	28.5	31.4
股價淨值比(X)	9.9	7.9	9.3
每股現金股利(NT\$元)	5.0	5.0	2.2
現金股利殖利率(%)	2.5	2.1	0.8

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。