



3529 力旺

發布日期: 20230209

研究員:謝雯霞

### 結論與建議：區間操作之投資建議。

力旺為國內矽智財廠商，專注於邏輯製程非揮發性記憶體矽智財的開發，IC設計廠逐漸往12吋投片，帶動其權利金認列，今年動能來自於安全需求的PUF-based及MTP產品進入快速成長期以及12吋在台積電的市占比重持續提升，不過晶圓代工廠產能利用率大幅下滑，第一季營收衰退且上半年營動能僅靠營收5%的PUF推動，2023年預估稅後EPS為22.48元，目前本益比相對合理，因此給予1500-1950元區間操作之投資建議。

### 公司簡介與相關資料：

力旺為矽智財廠商，專注於邏輯製程非揮發性記憶體矽智財(Logic NVM IP) IP的開發。力旺提供客戶IP技術授權及服務，並收取權利金或授權金，主要營收來源為權利金收入，4Q22權利金約占營收77.3%+8%QOQ，授權金則占22.7%+42%QOQ。權利金以晶圓價格乘上固定比例計算，累積的IP數量越多則越有機會獲IC設計廠採用，晶圓的出貨量也越高，目前已累計超過4,000項設計授權，在Logic NVM IP領域市占全球第一，相關的權利金也成為持續性的營收來源，主要客戶為台積電、三星以及驅動IC、電源管理IC設計業者。力旺提供客戶IP技術授權及服務，並收取權利金royalty或授權金licensing，主要營收來源為權利金收入，4Q22權利金約占營收77.3%+8%QOQ，授權金則占22.7%+42%QOQ。

4Q22各產品線來看，NeoBit（單次寫入記憶體）占比29.7%-1.1QOQ、Neofuse占比60.9%+20.6%QOQ、PUF-based 占5.1%+110%、MTP占4.3%-6.7%QOQ。2022年NeoBit（單次寫入記憶體）占比33.2%+16.3%YOY、Neofuse占比58%+52.2YOY、PUF-based 占3.8%+316.6%YOY、MTP占5.0%-15.5%YOY。12吋比重持續提升，目前8吋產品約占營收47.4%+9.6%YOY或+40.2%YOY，而12吋產品則占52.6%，季增6.6%或+57.5%YOY，12吋比重已超越8吋成為公司主要成長動能。2022年全年12吋占



51.2%+65%為營收主要成長動能。

NT\$ Thousands	Q4 2022	Q3 2022	Change (QoQ)	Q4 2021	Change (YoY)	FY 2022	FY 2021	Change (YoY)
Licensing	205,104	144,631	41.8%	162,632	26.1%	742,072	702,851	5.6%
Royalty	697,600	645,977	8.0%	468,766	48.8%	2,474,639	1,660,973	49.0%
Total	902,704	790,608	14.2%	631,398	43.0%	3,216,711	2,363,824	36.1%

  

US\$ Thousands	Q4 2022	Q3 2022	Change (QoQ)	Q4 2021	Change (YoY)	FY 2022	FY 2021	Change (YoY)
Licensing	6,672	4,829	38.2%	5,855	14.0%	25,254	25,092	0.6%
Royalty	22,028	21,616	1.9%	16,788	31.2%	83,453	59,173	41.0%
Total	28,700	26,445	8.5%	22,643	26.7%	108,707	84,265	29.0%

資料來源:力旺法說資料

### 訪談內容:

- 4Q22 表現符合預期：**4Q22 營收為 9.03 億成長 14%QOQ，因下游製程提升加上產品組合化，營益率 59.2%，稅前 5.2 億，+48.8%YOY，稅後 EPS 為 5.71 元，全年營收 32.17 億+36%YOY，稅後 EPS 為 21.24 元+46.8%YOY。
- 各 IP 情況：**NeoFlash 技術平台在多家代工廠開發中主要針對 flash market 市場。基於 PUF 的安全加密協定處理器 IP (PUFcc) 已通過 PSA 2 級認證，這將加速 Arm 平台上的採用。基於 PUF 的 IP 已經完成 N5 流片，正在向 N4/N3 升級。安全加密晶片成為新發展方面:1)用 NeoFuse 代替 eFuse 來存儲密鑰已經是一種趨勢，並且應用程序正在升級更高級的流程。除了替代 eFuse 用於安全密鑰存儲，也被用於 7nm/6nm 的汽車產品，目前已獲瑞薩採用。2) 基於 PUF 的安全解決方案正持續應用於 IOT、工業物聯網、AI、區塊鏈、FPGA、數據處理器單元 (DPU)、移動存儲 (UFS) 和汽車應用。PUFrt (信任根 IP) 和 PUFcc (加密協處理器 IP) 已被多家客戶採用。3) PUFrt 被 Arm 選用於安全子系統 Arm v9 機密計算架構，已完成系統驗證，**預計帶進先進製程的 HPC、AI 客群，而 IOT、AUTO 也在開發中，為未來重要成長動能。**
- 新技術方面進展：**Neoflash 技術平台已在數個晶圓廠發展，目標為記憶體相關應用，此外，PUF-based IP 在 N5 已 tapeout 預計將推進至 N4/N3 發展。
- 廠商庫存調整影響：**28 奈米持續成長，但其他以下的成熟製程庫存調整較劇烈，不過，先最調整的客戶 (預計為驅動 IC 廠) 已重新投片，且很多新應用將進入量產，本季是季節性調整，預計第二季調整完畢。



5. **今年產品別應用面仍以 DDI、PMIC 最多：**先前已 tape out 的產品在 N28/22 主要是 wifi 6、TWS、RFIC、高傳輸介面；N16/14/12 tape out 主要有 DTV、SSD 控制器、STB、監視器；7/6 tape out 有 FPGA、車用的 ADAS、SSD controller 及 DTV 等將陸續進入量產。
6. **AI 產品進展：**目前有好幾個 AI 客戶採用 PUFrt（信任根 IP）和 PUFcc（加密協處理器 IP）用以產生密鑰來保護 AI 程式碼免於遭到破壞。ChatGPT 對公司而言主要是 DPU 的應用商機，PUF IP 用於信任根及密鑰產業儲存以及加密保護資料。不過，研究部認為就目前 chatGPT 應用來看，由於市場景氣不佳採用 PUF 的廠商仍有限，業績貢獻仍相當有限。
7. **2023 年展望維持成長：**第一季預計因晶圓廠產能利率偏低受到影響，但下半年回升，預計第一季度收入呈現季衰退，原因是晶圓代工廠利用率急劇下降，尤其是二線和三線晶圓代工廠。不過，過去兩年強大的新流片逐漸轉向生產，預計權利金將在今年下半年回升。權利金預計因強勁的 PUF 相關需求進入量產今年將有顯著的成長，而授權金預計在 N28、N12/16、N6/7、N5 皆有所成長，整體而言，上半年仍受到產能利用率偏低影響。

預估其 1Q23 營收季衰退 24.4%：以季營收認列而言，第一個月主要認列前季晶圓代工廠權利金收益，第三個只月是授權金收入，去年底有 PUF 大額認列，而 1 月授權金因工作天數關係較少，而認權利金因產能利用率下滑而受到影響，使 1 月營收年衰退 9%，預計 2 月將授權金認列入將回升，研究員預估在上半年半導體廠庫存調整加速下，其 1Q23 營收為 6.82 億衰退 24.4%，營業費用率因營收下滑而略為增加，但整體可控，預估稅後 EPS 為 4.2 元。

2018/19 年電子產業庫存調整週期時，力旺亦受到影響，那兩年營收僅年成長 7.3%、-4.5%，雖然公司認為 12 吋比重將增加且 MTP 及 PUF 導入，單片晶圓的 ASP 會增加，但此時在半導體調整週期，第一季營收衰退且上半年營動能僅靠營收僅占 5% 的 PUF 推動，預估成長幅度亦有限，且全球經濟進入下行階段及上半年晶圓代工廠產能利用率驟降下，預估其 2023 年營收 35 億(YOY+8.8%)，稅後 EPS=22.48 元(+6% YOY)。



## 損益表

單位：NT\$ mn	2021	2022(F)	2023(F)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1(F)	23Q2(F)	23Q3(F)	23Q4(F)
營業收入	2,364	3,217	3,500	727	796	791	903	682	819	958	1,040
營業毛利	2,364	3,217	3,500	727	796	791	903	682	819	958	1,040
營業費用	1,095	1,364	1,493	314	336	345	368	313	347	409	425
營業淨利	1,269	1,853	2,006	413	460	445	534	369	473	549	615
營業外收入	27	5	27	7	7	7	-15	8	6	11	3
稅前純益	1,283	1,909	2,033	428	475	485	520	377	478	559	618
所得稅費用	189	300	322	66	66	83	85	58	70	91	103
母公司業主- 稅後淨利	1,094	1,609	1,711	362	410	402	435	320	408	468	515
普通股股本	758	758	758	758	758	758	758	758	758	758	758
EPS(NT\$)	14.42	21.29	22.48	4.72	5.72	5.33	5.77	4.20	5.36	6.15	6.77
營收 QoQ				15.2%	9.5%	-0.7%	14.2%	-24.4%	20.1%	16.9%	8.6%
營收 YoY	33.0%	36.1%	8.8%	21.8%	47.1%	33.0%	43.0%	36.1%	-6.2%	21.2%	15.2%
EPS YoY	54%	47%	6%	25%	68%	47%	53%	47%	-13%	15%	17%
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
營業費用率	46.3%	42.4%	42.7%	43.2%	42.2%	43.7%	40.8%	45.8%	42.3%	42.7%	40.9%
營業利益率	53.7%	57.6%	57.3%	56.8%	57.8%	56.3%	59.2%	54.2%	57.7%	57.3%	59.1%
稅前淨利率	54.3%	59.3%	58.1%	58.9%	59.7%	61.4%	57.6%	55.3%	58.4%	58.4%	59.4%
所得稅率	14.8%	15.7%	15.8%	15.4%	13.8%	17.2%	16.4%	15.3%	14.7%	16.3%	16.6%
稅後淨利率	46.3%	50.0%	48.9%	49.8%	51.5%	50.9%	48.2%	46.9%	49.8%	48.9%	49.5%



### 資產負債表

(金額:百萬元)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>資產總額</b>	<b>2,401</b>	<b>2,104</b>	<b>2,033</b>	<b>2,478</b>	<b>3,187</b>
<b>流動資產</b>	<b>1,767</b>	<b>1,484</b>	<b>1,417</b>	<b>1,899</b>	<b>2,622</b>
現金及約當現金	1,664	1,302	1,264	1,754	2,483
存貨	0	0	0	0	0
應收帳款與票據	82	158	127	117	103
<b>非流動資產</b>	<b>634</b>	<b>621</b>	<b>617</b>	<b>579</b>	<b>565</b>
長期投資合計	52	59	55	27	19
不動產、廠房與設備	505	492	477	467	460
<b>負債總額</b>	<b>336</b>	<b>371</b>	<b>331</b>	<b>472</b>	<b>665</b>
<b>流動負債</b>	<b>316</b>	<b>350</b>	<b>305</b>	<b>448</b>	<b>640</b>
短期借款	0	0	0	0	0
應付短期票券	0	0	0	0	0
<b>非流動負債</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>25</b>
長期負債總額	0	0	0	0	0
<b>權益總額</b>	<b>2,065</b>	<b>1,734</b>	<b>1,702</b>	<b>2,006</b>	<b>2,523</b>
普通股股本	758	758	758	761	761
保留盈餘	880	1,025	1,009	1,308	1,846
其他權益	0	-62	-66	-60	-31

### 現金流量表

(金額:百萬元)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>營業活動現金流量</b>	<b>647</b>	<b>635</b>	<b>593</b>	<b>924</b>	<b>1,347</b>
稅前純益	680	699	633	831	1,283
折舊費用	31	37	41	43	41
攤銷費用	11	13	14	16	19
與營業活動相關之現金淨流	(26)	(86)	30	1	14
<b>投資活動現金流量</b>	<b>10</b>	<b>(28)</b>	<b>(45)</b>	<b>(15)</b>	<b>(12)</b>
<b>融資活動現金流量</b>	<b>(492)</b>	<b>(970)</b>	<b>(583)</b>	<b>(416)</b>	<b>(604)</b>
<b>匯率影響數</b>	<b>(3)</b>	<b>1</b>	<b>(2)</b>	<b>(2)</b>	<b>(2)</b>
自由現金流量	559	530	439	781	1,169
<b>本期現金增減數</b>	<b>162</b>	<b>(362)</b>	<b>(38)</b>	<b>490</b>	<b>729</b>
期末現金餘額	1,664	1,302	1,264	1,754	2,483



## 歷史區間本益比



## 舉辦承銷揭露:無

### 免責聲明:

本報告內容僅供參考，已力求訊息確實與完整，但客戶仍應審慎考量本身之需求與投資風險及承受度，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負任何法律責任。

本刊著作權屬合作金庫證券所有，非經本公司同意請勿抄襲、引用或轉載。

本研究報告並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何形式之表示，本報告並非針對客戶於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關商品提供詢價或推介服務。本研究報告內容係報告撰寫人依所收集之資訊進行合理之判斷，並就其專業能力提供之善意分析，報告撰寫人與相關複核人員的報酬與本篇報告內容表述或觀點無關。出具本報告時，本公司、報告撰寫人與複核人員，均遵守主管機關相關利益衝突防範。

合作金庫金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業從事廣泛金融業務，合作金庫集團對於本報告所涵蓋的標的公司可能有投資或業務往來，合作金庫集團及其所屬員工可能會投資本報告所涵蓋的標的，或以該公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的投資方向可能不一致。