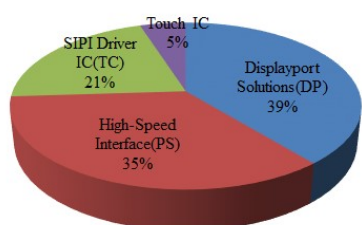


潛在漲幅	15.0%
前日收盤價	1,000.00 元
目標價	1,150.00 元
前次目標價	560.00 元
前次評等	中立

#### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	812
市值(億元)	812
目前每股淨值(元)	260.94
外資持股比(%)	66.93
董監持股比(%)	4.66

#### 營業比重(4Q22)



#### 個股與大盤走勢(%)



張誠文  
Travis.chang@ctbcsis.com

IC 設計

譜瑞-KY (4966 TT)

調升評等

增加持股(Overweight)

### 譜瑞估 2Q23 庫存水位回歸正常，2H23 營運優於 1H23

- 4Q22 營運獲利符合預期；1Q23 營運展望偏淡
- OEMs 客戶拿貨意願提升，通路商庫存水位快速下滑
- 投顧估 PC 市場需求於 2H23 逐步回溫

急單挹注及客戶提前拉貨，公司估 2Q23 庫存回歸正常：受到終端客戶持續調整庫存及中國封城影響，4Q22 營收 TWD31.81 億(QoQ-31%, YoY-41%)，另因產品組合調整，毛利率下滑至 44%，營業費用(率)9.61 億元(30%)，稅後淨利 4.54 億(QoQ-54%, YoY-69%)，EPS5.60 元(QoQ-54%, YoY-69%)。存貨方面，4Q22 存貨高達 44 億元，但譜瑞近期接到急單，高速傳輸裝置及面板產品提前拉貨，使得通路商庫存快速下降，另譜瑞觀察到通路商 sell-out 速度快於 sell-in，預計 1Q23 存貨會降很多，2Q23 存貨會顯著下降，預計 2Q23 存貨將回歸正常。

中國解封帶動需求，OEMs 客戶拿貨意願提升，公司估 2H23 營運將優於 1H23：1Q23 營運展望方面，合併營收 USD0.9~1.05 億元(QoQ-11%~+4%)，毛利率 43%~47%，營業費用(率)USD0.29~0.32 億元(26%~32%)，營運展望低於投顧預估及市場預期，但譜瑞認為通路商持續消化庫存，中國解封可提升消費性產品需求，OEMs 大客戶態度轉變開始願意拿貨，另隨著 USB4.0 retimer 產品加速出貨，譜瑞估高速傳輸產品為 2023 年營收成長動能，預計 2H23 可望優於 1H23。

投顧估 PC 庫存於 1H23 調整完畢，2H23 需求逐步回溫：美系 CPU 大廠均看好 PC 需求於 2H23 回溫。AMD 預計 1Q23 出貨量為今年低點，之後逐季走高；Intel 觀察到近期客戶調整庫存速度明顯低於 sell-out，後續廠商將會回補庫存，Intel 預估 PC 需求 2H23 將優於 1H23。投顧維持先前看法，PC 市場庫存可望於 1H23 調整完畢，若 2023 年未出現系統性風險，投顧估 1H23 庫存調整完畢後廠商將重新拉貨，屆時 PC 市場需求可望逐步回升。

鑒於中國解封提升需求，OEMs 客戶拿貨意願提升，通路商庫存消化後將回補庫存，評等由中立調升至增加持股：鑒於中國解封帶動需求，譜瑞觀察到通路商 sell-out 速率快於 sell-in，顯示需求逐漸回溫，且 OEMs 客戶拿貨意願提升，投顧認為庫存快速去化後，通路商將回補庫存，投顧上調 2023 營運獲利，並新增 2024 年營運獲利預估，EPS 預估分別為 43.35 元及 54.90 元。評價方面，譜瑞過去 5 年本益比介於 8-33 倍，投顧以過去 5 年平均本益比 21 倍評價，目標價調升至 1150 元(21 倍\*2024 年 EPS)，評等由中立調升至增加持股。

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
營業收入淨額	11,811	15,280	19,995	20,055	16,362	18,077
營業毛利淨額	5,044	6,732	9,531	9,316	7,692	8,735
營業利益	2,398	3,684	5,830	5,267	3,758	4,758
稅後純益	2,434	3,506	5,245	4,898	3,515	4,451
稅後 EPS(元)	30.46	43.39	64.79	60.35	43.35	54.90
營業收入 YoY(%)	13.96%	29.37%	30.86%	0.30%	-18.42%	10.48%
稅後純益 YoY(%)	23.58%	44.05%	49.60%	-6.60%	-28.25%	26.63%
本益比	18.42	23.71	31.05	12.81	23.10	18.24
本淨比	4.12	6.78	11.51	3.54	3.82	3.16
股息(元)	15.07	21.74	32.48	39.47	30.74	21.64
殖利率(%)	2.59%	2.04%	1.58%	5.11%	3.07%	2.16%
ROE(%)	23.20%	29.28%	38.64%	30.43%	18.03%	18.96%

註：稅後 EPS 以股本 8.11 億元計算

2023/02/09

**急單挹注及客戶提前拉貨，公司估 2Q23 庫存回歸正常：**受到終端客戶需求不振及中國封城影響，4Q22 營收 TWD31.81 億(QoQ-30%, YoY-41%)，符合公司財測且高於投顧預估 31.30 億元，另因產品組合調整，毛利率下滑至 44%，低於投顧預估 45%，營業費用(率)9.61 億元(30%)，稅後淨利 4.54 億(QoQ-54%, YoY-69%)，稀釋 EPS5.60 元(QoQ-54%, YoY-69%)，整體而言，4Q22 營運獲利優於投顧預估。存貨方面，雖 4Q22 存貨金額達 44.68 億元(QoQ+4.8%,YoY+113%)，但譜瑞近期接到急單且高速傳輸裝置及面板相關拉貨強勁使得通路商庫存快速下降，另譜瑞觀察到通路商 sell-out 速度快於 sell-in，預計 1Q23 存貨金額會降很多，2Q23 存貨金額會再顯著下降，2Q23 之後存貨將不再是問題。

**中國解封帶動需求，OEMs 客戶拿貨意願提升，公司估 2H23 營運將優於 1H23：**1Q23 營運展望，合併營收 USD0.9~1.05 億元(QoQ-11%~+4%)，毛利率 43%~47%，營業費用(率)USD0.29~0.32 億元(26%~32%)，營運展望低於投顧預估及市場預期，但譜瑞認為通路商持續消化庫存，中國解封提升消費性產品需求，OEMs 大客戶行為轉變開始願意拿貨，另隨著 USB4.0 retimer 產品加速出貨，譜瑞預估高速傳輸產品為 2023 年營收成長動能，2H23 可望優於 1H23。晶圓代工方面，譜瑞目前和 6 家晶圓代工廠合作，由於半導體產業進入修正階段，部分中國晶圓廠大幅降價，但受制於地緣政治下單晶圓廠並完全依據價格，譜瑞讓客戶選擇下在哪個晶圓廠。

表一：4Q22 營運概況

營運指標	4Q22 實際數	4Q22 公司財測	4Q22 市場共識
合併營收	USD1.01 億元 TWD31.81 億元	USD1.0-1.1 億元 (QoQ-34%~-27%)	TWD33.04 億元
毛利率	44%	43.5%-47.5%	44.52%
營業費用	USD0.30 億元	USD0.29-0.32 億元	24.66%
營業費用率	30%	26%-32%	
EPS	5.67 元	-	6.42 元

資料來源：Bloomberg、中信投顧彙總

**2023 年 1 月推出多款新產品：**(1)Retimer(PS8936)：譜瑞發表針對 PCIe Rev5.0 及 CXL(Compute Express Link)所開發支援 16 對雙向傳輸 Retimer，除了提供 32Gbps 資料傳輸速率外，也向下支援早期版本(2.5Gbps, 5Gbps, 8Gbps 及 16Gbps)。(2)時脈控制器(TED)(TC3222)：譜瑞推出全新面板驅動功能，高度整合 TED，TC3222 不支援自主刷新功能及取消緩衝記憶體功能，讓產品價格更具有競爭力。

**iPad 及 Mac 估下季營收季減雙位數，譜瑞表示美系客戶產品銷貨預估已含在 1Q23 營運展望中：**譜瑞美系大客戶最新法說會看法(FY1Q23)：(1)iPad：去年同期供應鏈瓶頸以及新款 M2 iPad/iPad Pro 出貨，iPad 營收 94 億美元(QoQ+31%,YoY+30%)，優於預期；(2)Mac：去年同期推出 M1 Macbook Pro 新機、總經及匯率因素，Mac 營收 77 億美元(QoQ-33%, YoY-29%)，美系客戶在 2023 年 1 月發表新款搭載 M2 Pro/Pro Max 處理器 MacBook 及 Mac mini，但鑒於總經環境不確定性高，美系客戶估 iPad 及 Mac 下季度預計營收估呈現雙位數衰退，譜瑞表示美系客戶的銷售預估已含在 1Q23 營運展望中。

北美四大 CSP 對資料中心及伺服器資本支出成長放緩，但展望仍正面：  
(1)Amazon：本季 AWS 業務增速將繼續放緩，Amazon 未揭露資本支出數；(2)Microsoft 及 Google：預計資本支出仍會成長；(3)Meta：下修資本支出，由前次 340~370 億美元下修至 300~330 億美元。另根據 TrendForce 2023 年 1 月最新調查，北美四大 CSP 業者因總經逆風將下修 2023 年伺服器採購量，預估年增率將由原預估 6.9% 下調至 4.4%，但伺服器出貨量仍維持正向成長。雖然資料中心資本支出雖放緩，但北美 CSP 廠商展望仍正面，投顧認為有利譜瑞高速傳輸產品出貨。

表二：2022~2023 年北美四大 CSP 伺服器採購量年增減幅預估

業者	2022	2023E(原預估)	2023E(修正後預估)
Meta	19.7%	-0.5%	-3.0%
Microsoft	17.6%	16.9%	13.4%
Google	8.1%	7.5%	5.2%
AWS	13.2%	7.8%	6.2%
Total	15.1%	6.9%	4.4%

資料來源：各公司、中信投顧彙總

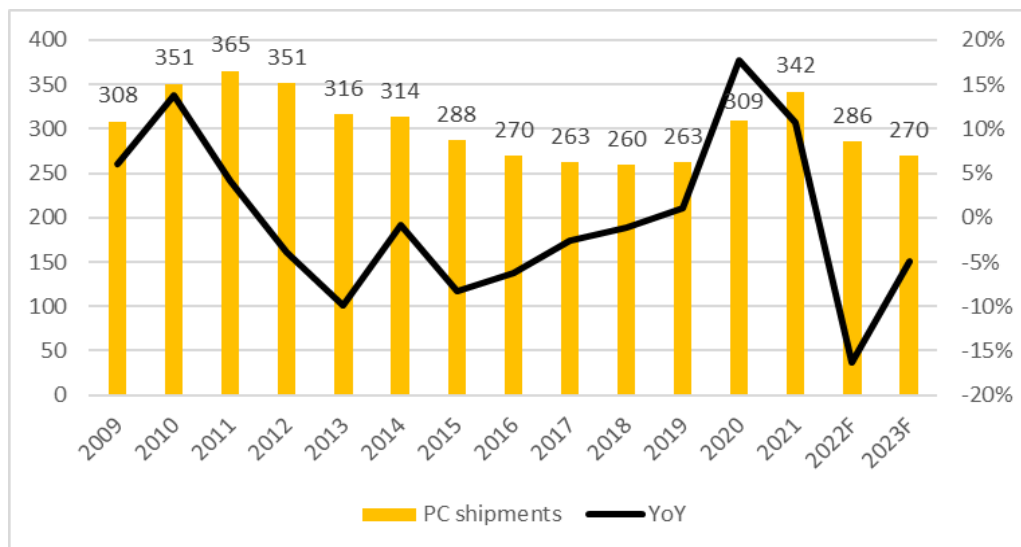
表三：2023 年各大 CSP 業者營運與資本支出展望

CSP 業者	近期產業、營運展望
Amazon (2023/2)	AWS 業務上季營收 213.8 億美元(YoY+20%)，營業利潤率續降至 24%。管理層指引本季 AWS 業務增速將繼續放緩，維持多個季度於 15% 左右水準。公司未揭露 AWS 資本支出金額。
Microsoft (2023/1)	資本支出隨季節性調整，將持續增加雲端方面投資，估本季資本支出將增加。
Google (2023/2)	2022 年資本支出 Capex 315 億美元，2023 年 Capex 與 2022 年大致持平，其中雲端設備等基礎設施投資比重將增加，一般辦公設備比重減少。
Meta (2023/2)	2023 年資本支出預計從前次 340~370 億美元區間下調至 300~330 億美元，低於預期 343.5 億美元，部分因減少數據中心建設上的支出，轉向一種成本較低的新類型數據中心架構，旨在提高成本效益，同時又能作為多項 AI 項目的支柱。

資料來源：各公司、中信投顧彙總

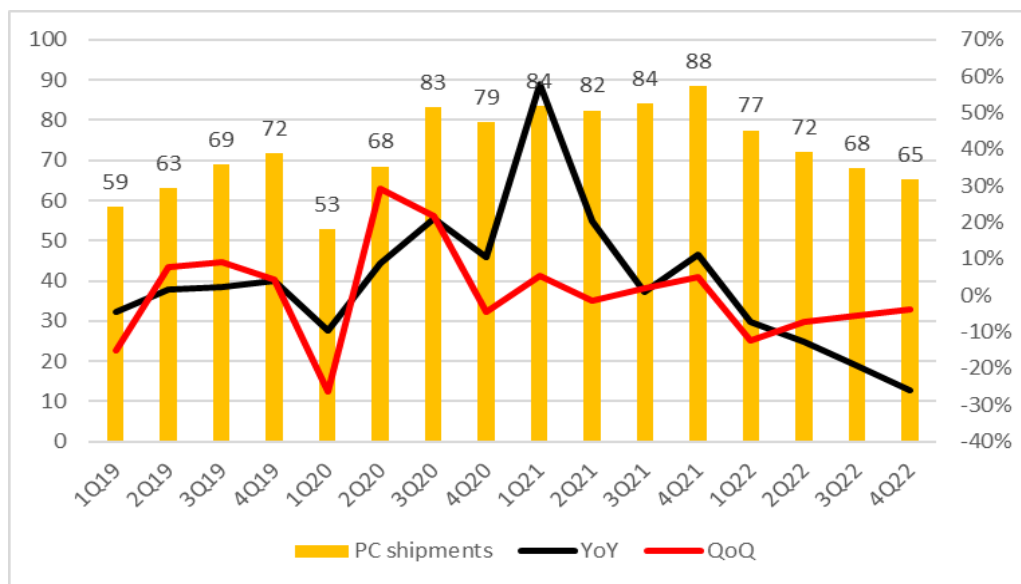
投顧估 PC 庫存於 1H23 調整完畢，2H23 需求逐步回溫：PC 市場展望方面，譜瑞估 2023 年 PC 出貨衰退 10%；美系大廠 AMD 表示，PC 市場於 2H22 開始調整庫存，1Q23 客戶持調整庫存，但 1Q23 出貨量為全年低點並逐季走高，預估 2023 年 PC TAM 下滑 10%；Intel 表示，近期 PC 客戶以顯著高於過去 4-5 季的速度調整庫存，Intel 預估 2023 年 PC TAM 約落在 2.7 億-2.95 億台，但鑒於需求疲弱，2023 年 PC TAM 較高的機率落在 2.7 億台，預計 1H23 需求仍疲弱，但隨著中國經濟回溫，且 Intel 客戶調整庫存速度明顯低於 sell-out，預計後續將有庫存回補潮，2H23 需求將逐步回升。投顧維持先前看法，PC 市場庫存可望於 1H23 調整完畢，若 2023 年未出現系統性風險，投顧估 1H23 庫存調整完畢後廠商將重新拉貨，屆時 PC 市場需求可望逐步回升。

圖一：全球 PC 市場年出貨量(單位：百萬台)



資料來源：Statista、Intel、中信投顧彙總

圖二：全球 PC 市場季出貨量(單位：百萬台)



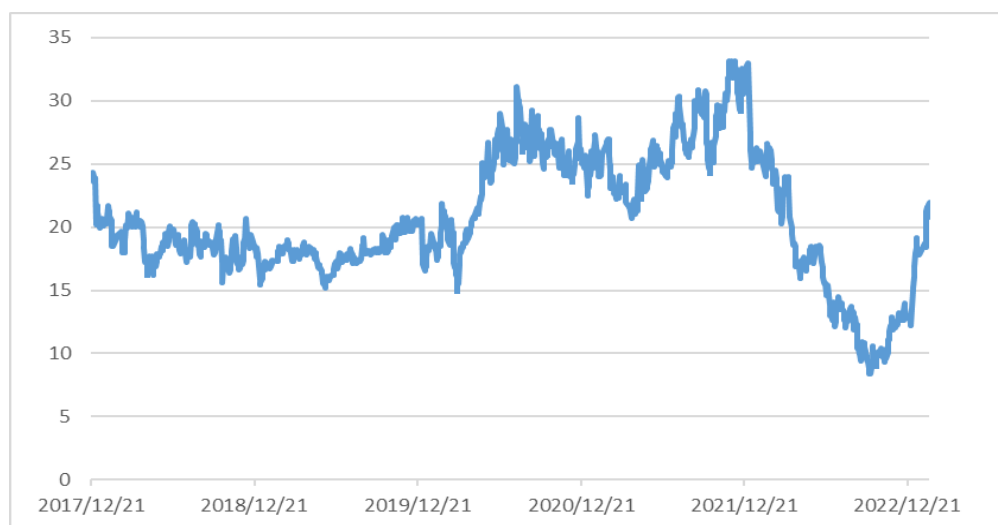
資料來源：Gartner、中信投顧彙總

鑒於中國解封提升需求，OEMs 客戶拿貨意願提升，通路商庫存消化後將回補庫存，評等由中立調升至增加持股；鑒於中國解封帶動需求，譜瑞觀察到通路商 sell-out 速率快於 sell-in，顯示需求逐漸回溫，且 OEMs 客戶拿貨意願提升，投顧認為庫存快速去化後，通路商將回補庫存，投顧上調 2023 營運獲利，並新增 2024 年營運獲利預估，EPS 預估分別為 43.35 元及 54.90 元。評價方面，譜瑞過去 5 年本益比介於 8-33 倍，投顧以過去 5 年平均本益比 21 倍評價，目標價調升至 1150 元(21 倍\*2024 年 EPS)，評等由中立調升至增加持股。

**投資風險：**庫存去化慢於預期、中國解封需求不如預期強勁



圖三：過去 5 年歷史本益比區間



資料來源：CMoney、中信投顧彙總

表四：預估損益表差異分析

損益表 (單位：百萬元)	FY2023		FY2024		預估差異	
	調整前	調整後	調整前	調整後	FY2023	FY2024
營業收入	15,206	16,362	-	18,077	7.6%	-
營業毛利	6,940	7,692	-	8,735	10.8%	-
營業利益	3,492	3,758	-	4,758	7.6%	-
稅後純益	3,243	3,515	-	4,451	8.4%	-
EPS(元)	39.94	43.35	-	54.90	8.5%	-
財務比率(%/百分點)						
毛利率	46.7%	47.0%	-	48.3%	0.3 ppts	-
營益率	22.7%	23.0%	-	26.3%	0.3 ppts	-
稅後純益率	21.2%	21.5%	-	24.6%	0.2 ppts	-

資料來源：中信投顧彙總

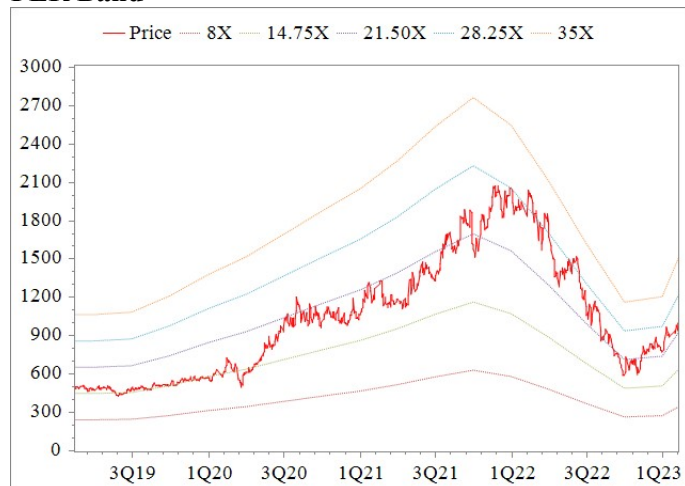
2023/02/09

(百萬元)	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入	3,240	3,608	4,644	4,870	4,458	4,301	4,571	4,748
營業成本	1,753	1,925	2,449	2,543	2,306	2,228	2,359	2,451
營業毛利	1,487	1,683	2,195	2,327	2,152	2,073	2,212	2,297
營業費用	940	902	1,022	1,071	981	946	1,006	1,045
營業利益	548	781	1,173	1,256	1,171	1,127	1,206	1,253
營業外收支淨額	23	26	27	29	31	33	34	34
稅前純益	571	807	1,200	1,284	1,203	1,161	1,240	1,287
所得稅	51	73	108	116	108	104	112	116
稅後純益	519	734	1,092	1,169	1,094	1,056	1,129	1,171
稅後 EPS(元)	6.40	9.04	13.45	14.39	13.48	13.01	13.90	14.43
毛利率(%)	45.91%	46.65%	47.26%	47.78%	48.28%	48.21%	48.39%	48.38%
營業利益率(%)	16.91%	21.65%	25.26%	25.78%	26.28%	26.21%	26.39%	26.38%
稅後純益率(%)	16.03%	20.35%	23.52%	24.00%	24.55%	24.56%	24.70%	24.67%
營業收入 QoQ(%)	1.85%	11.35%	28.70%	4.88%	-8.46%	-3.52%	6.27%	3.88%
稅後純益 QoQ(%)	15.05%	41.35%	48.77%	7.02%	-6.37%	-3.50%	6.88%	3.77%

註 1：稅後 EPS 以股本 8.11 億元計算

註 2：截至報告發布日，譜瑞尚未上傳完整財報至證交所，4Q22 財報數字以公司重訊公告數字為主。

PER Band



資料來源：中信、CMoney

PBR Band



資料來源：CMoney

2023/02/09

資產負債表

(百萬元)	2018	2019	2020	2021	3Q22
<b>資產總計</b>	12,034	13,773	16,569	19,142	25,298
流動資產	9,063	10,549	12,198	13,037	16,039
現金及約當現金	6,012	8,106	8,520	9,202	9,364
應收帳款與票據	1,411	1,198	1,579	1,395	1,699
存貨	1,100	944	1,615	2,098	4,263
採權益法之投資	--	--	--	--	--
不動產、廠房設備	326	278	367	488	541
<b>負債總計</b>	2,313	2,513	3,885	4,679	4,195
流動負債	2,313	2,397	3,711	4,544	4,089
應付帳款及票據	972	786	1,241	1,131	1,100
非流動負債	0	116	174	136	106
<b>權益總計</b>	9,721	11,260	12,684	14,462	21,103
普通股股本	790	799	808	809	812
保留盈餘	6,879	8,334	9,891	12,970	15,941
母公司業主權益	9,721	11,260	12,684	14,462	21,103
<b>負債及權益總計</b>	12,034	13,773	16,569	19,142	25,298

損益表

(百萬元)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>營業收入淨額</b>	15,280	19,995	20,055	16,362	18,077
營業成本	8,548	10,463	10,740	8,670	9,343
<b>營業毛利淨額</b>	6,732	9,531	9,316	7,692	8,735
營業費用	3,048	3,702	4,049	3,935	3,977
<b>營業利益</b>	3,684	5,830	5,267	3,758	4,758
<b>EBITDA</b>	4,164	6,544	5,945	4,423	5,423
業外收入及支出	15	-21	108	105	133
稅前純益	3,699	5,809	5,375	3,862	4,891
所得稅	193	564	477	348	440
稅後純益	3,506	5,245	4,898	3,515	4,451
稅後 EPS(元)	43.39	64.83	60.35	43.35	54.90
完全稀釋 EPS**	--	--	--	--	--

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 8.12【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本--億元計算

現金流量表

(百萬元)	2019	2020	2021	3Q22
<b>營業活動現金</b>	3,540	3,802	6,581	254
稅前純益	2,516	3,699	5,809	1,090
折舊及攤銷	488	480	715	166
營運資金變動	185	-598	-409	-1,193
其他營運現金	352	220	467	191
<b>投資活動現金</b>	-301	-1,614	-2,365	-2,454
資本支出淨額	-77	-227	-296	-37
長期投資變動	0	-1,112	0	0
其他投資現金	-224	-275	-2,069	-2,417
<b>籌資活動現金</b>	-930	-1,341	-3,250	-1,493
長借/公司債變動	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發放現金股利	-981	-1,217	-1,753	-1,474
其他籌資現金	51	-124	-1,497	-18
<b>淨現金流量</b>	2,094	414	682	-2,783
<b>期初現金</b>	6,012	8,106	8,520	12,147
<b>期末現金</b>	8,106	8,520	9,202	9,364

比率分析

(百萬元)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	29.37%	30.86%	0.30%	-18.42%	10.48%
營業毛利淨額	33.48%	41.58%	-2.26%	-17.43%	13.55%
營業利益	53.62%	58.25%	-9.66%	-28.65%	26.61%
稅後純益	44.05%	49.60%	-6.60%	-28.25%	26.63%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	44.06%	47.67%	46.45%	47.01%	48.32%
EBITDA(%)	--	--	29.64%	27.03%	30.00%
營益率	24.11%	29.16%	26.26%	22.96%	26.32%
稅後純益率	22.94%	26.23%	24.42%	21.48%	24.62%
ROE(%)	29.28%	38.64%	30.43%	18.03%	18.96%

資料來源：中信、CMoney

## 投資評等說明

個股評等	Rating	定義
買進	Buy (B)	預期未來三~六個月潛在報酬率> +20%
增加持股	Overweight (OW)	預期未來三~六個月潛在報酬率+10%~ +20%
中立	Neutral (N)	預期未來三~六個月潛在報酬率-10%~ +10%
降低持股	Underweight (UW)	預期未來三~六個月潛在報酬率-10%~ -20%
賣出	Sell (S)	預期未來三~六個月潛在報酬率< -20%
未評等	Not Rated (NR)	

## 免責聲明

本報告係本公司於特定日期就現有資訊所提出，雖已力求正確與完整，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，本公司將不做預告或更新；而且本報告並非依特定投資目的或特定對象之財務狀況所完成，因此，本報告之目的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，亦非進行交易之要約。本公司出具之短、中、長期策略性報告所做出之投資分析與建議，亦可能會隨市場波動隨時調整，而與個股研究報告之意見未必一致。投資人應自行考量本身之需求、投資風險及承受度，並就投資結果自行負責，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負擔任何法律責任。非經本公司同意，任何人不得將本報告加以引用或轉載。

中國信託金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業（以下稱“中信金集團”）從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、信託、證券經紀、證券承銷、保險、證券投資信託、自有資金投資等。中信金集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。中信金集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等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交易方向可能不一致。中信金集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。中信金集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。中信金集團之自營、資產管理及其他投資業務所做之投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。