

## 4966.TT 譜瑞-KY

## 營運接近下行循環尾聲

## 公司簡介

譜瑞-KY(以下簡稱譜瑞)為 Fabless 廠，專供顯示器、個人電腦、消費性電子產品與顯示面板所使用之高速訊號傳輸介面標準之混和訊號 IC。

## 投資評等/目標價

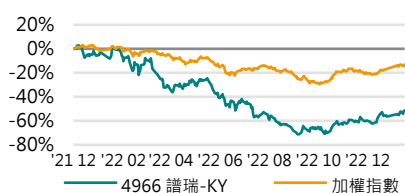
買進

1200

【前次投資建議】區間操作，800~1000

【大盤指數/股價】15618/ 1000

## 近一年個股及大盤報酬率



## 公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	81
市值(百萬元)	81,245
3M 平均日成交值(百萬元)	1,146
外資持股率(%)	62.81
投信持股率(%)	3.56
董監持股率(%)	4.70

## 重點財報解析

百萬元	FY21	FY22E	FY23F
營業收入	19,995	20,055	15,770
營業利益	5,830	5,266	3,095
母公司本期淨利	5,245	4,898	2,817
EPS(元)	64.86	60.57	34.83
每股現金股利(元)	32.42	29.62	17.03
每股淨值(元)	178.85	206.23	210.65
本益比(x)	15.09	16.51	28.71
本淨比(x)	5.59	4.85	4.75
殖利率(%)	3.24	2.96	1.70

## 環境、社會與治理(ESG)



## 重點摘要

## ➤ 4Q22 營運略低於預期

譜瑞 4Q22 營收 31.8 億元，QoQ-30.7%，落在公司財測區間下緣，毛利率 44%，QoQ-1.3ppts，亦為財測區間下緣，毛利率衰退原因是產品組合及讓利給客戶以加速庫存去化，稅後 EPS 5.62 元，QoQ-54.2%，YoY-69%，4Q22 整體營運符合公司財測區間下緣，但略低於國票預期。4Q22 庫存金額 44.7 億元，QoQ+4.9%，YoY+113%，庫存持續增加原因是 4Q22 中國清零政策封控與解封後多員工染疫影響產品出貨。

## ➤ 1Q23 營運可望止穩

公司展望 1Q23 財測營收 0.9~1.05 億美元。譜瑞 4Q22 營收 1 億美元，公司財測意味 1Q23 營運衰退趨勢有望止穩，01/2023 營收 11.5 億元，MoM+22.5%，公司觀察到近期有急單出現，通路庫存也逐漸消化，預期 1Q23 底即可見到庫存水位明顯降低，庫存天數將回到公司長期目標 62~65 天。國票預估 1Q23 營收 30.2 億元，QoQ-5%，YoY-48.8%，毛利率 44%，QoQ+0ppts，稅後 EPS 4.05 元，QoQ-27.9%。

## ➤ 營運接近下修循環尾聲，調升投資建議至買進

2022 年以來消費性電子產品需求急凍，相關供應鏈進行大幅庫存調整，譜瑞相對其他 IC 設計公司晚進行營運調整，但 3Q~4Q22 的調整幅度極大，營收 QoQ 分別為-28.1%及-30.7%，歷經 3 季營運調整後，2Q23 營運可望重回季成長態勢。雖 Trendforce 預估 2023 年 NB 出貨量仍為衰退，YoY-7.8%，但譜瑞產品規格升級帶動 ASP 成長。國票預估 2023 年營收為 157.7 億元，YoY-21.4%，毛利率 44.5%，YoY-2ppts，稅後 EPS 34.83 元，YoY-42.5%。投研部看好高速傳輸的產業趨勢及譜瑞在該領域的領導地位，面對大幅度產業需求修正後，營運動能可望在 2Q23 重回季成長態勢，雖 2023 年仍為營收及獲利衰退的年度，但觀察公司過去 10 年營運，約 4 年面臨一個週期循環，公司藉由產品規格升級，不斷提升產品獨特性，觀察過去營運週期，年度營收衰退，僅一年度即可重回成長，譜瑞過去 5 年 PE 區間 15X~35X，目前 PE 25X，國票認為譜瑞目前營運接近下行循環尾聲，調升投資建議至買進，目標價 1200 元(Forward 1Y PE 30X)

### 4Q22 營運略低於預期

譜瑞 4Q22 營收 31.8 億元，QoQ-30.7%，YoY-41.2%，落在公司財測區間下緣，營收佔比：DP~45%、PS~30%、TCon~20%、TT~5%，毛利率 44%，QoQ-1.3ppts，YoY-4.3ppts，亦為財測區間下緣，毛利率衰退原因是產品組合及讓利給客戶以加速庫存去化，稅後 EPS 5.62 元，QoQ-54.2%，YoY-69%，4Q22 整體營運符合公司財測區間下緣，但略低於國票預期(表 1)。4Q22 庫存金額 44.7 億元，QoQ+4.9%，YoY+113%，庫存持續增加原因是 4Q22 中國清零政策封控與解封後多員工染疫影響產品出貨。

### 1Q23 營運可望止穩

公司展望 1Q23 財測營收 0.9~1.05 億美元，毛利率 43%~47%。譜瑞 4Q22 營收 1 億美元，公司財測意味 1Q23 營運衰退趨勢有望止穩，01/2023 營收 11.5 億元，MoM+22.5%，YoY-40.8%，公司觀察到近期有急單出現，通路商庫存也逐漸消化，預期 1Q23 底即可見到庫存水位明顯降低，庫存天數將回到公司長期目標 62~65 天。國票預估 1Q23 營收 30.2 億元，QoQ-5%，YoY-48.8%，毛利率 44%，QoQ+0ppts，YoY-3.8ppts，稅後 EPS 4.05 元，QoQ-27.9%，YoY-80.2%(表 1)。

表 1：季度損益表調整

	調整後		調整前		差異	
	4Q22E (百萬元)	1Q23F (百萬元)	4Q22E (百萬元)	1Q23F (百萬元)	4Q22E (%)	1Q23 (%)
營業收入	3,181	3,022	3,444	3,561	-7.6	-15.1
營業毛利	1,401	1,330	1,532	1,585	-8.5	-16.1
稅後淨利	454	327	468	514	-3.0	-36.3
EPS(元)	5.62	4.05	5.79	6.35	-3.0	-36.2
重要比率(%)					(ppts)	(ppts)
營業毛利率	44.0	44.0	44.5	44.5	-0.5	-0.5
營業利益率	13.8	11.9	14.9	15.9	-1.1	-4.0
稅後淨利率	14.3	10.8	13.6	14.4	0.7	-3.6

資料來源：國票投顧

### 庫存調整接近尾聲，營運谷底可望出現

2022 年以來消費性電子產品需求急凍，相關供應鏈進行大幅庫存調整，譜瑞相對其他 IC 設計公司晚進行營運調整，但 3Q~4Q22 的調整幅度極大，營收 QoQ 分別為-28.1%及-30.7%，歷經 3 季營運調整後，2Q23 營運可望重回季成長態勢。雖 Trendforce 預估 2023 年 NB 出貨量仍為衰退，YoY-7.8%，但譜瑞產品規格升級帶動 ASP 成長，高速傳輸產品線方面，USB4 retimer 已被多數筆電 ODM 廠採用，PCIe Gen4 滲透率提升，車用產品線包含 TCon、USB、DP 等營收占比可望由 2022 年低個位數成長至 2023 年 10%。國票預估 2023 年營收為 157.7 億元，YoY-21.4%，毛利率 44.5%，YoY-2ppts，稅後 EPS 34.83 元，YoY-42.5%(表 2)。

表 2：年度損益表調整

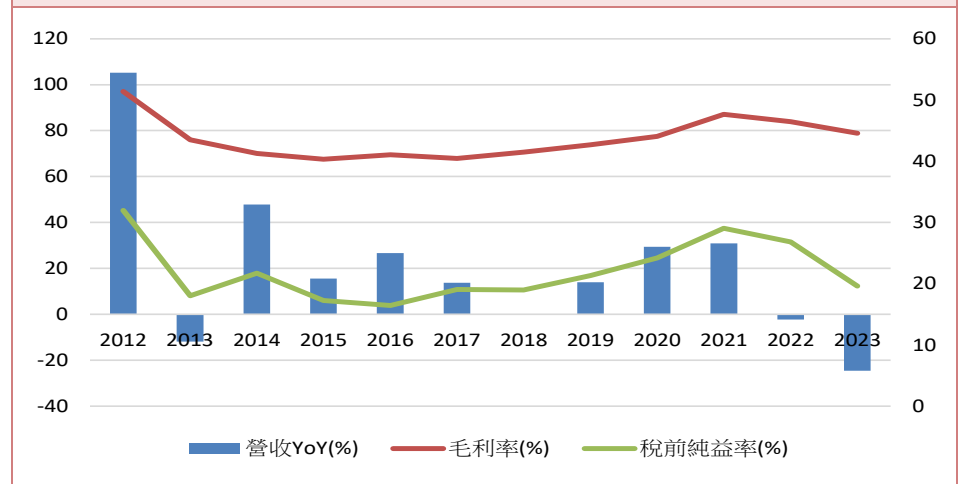
	調整後		調整前		差異	
	FY22E (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY22E (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY22E (%)	FY23F (%)
營業收入	20,055	15,770	20,318	18,110	-1.3	-12.9
營業毛利	9,316	7,025	9,447	8,164	-1.4	-13.9
稅後淨利	4,898	2,817	4,912	3,716	-0.3	-24.2
EPS(元)	60.57	34.83	60.75	45.95	-0.3	-24.2
重要比率(%)					(ppts)	(ppts)
營業毛利率	46.5	44.5	46.5	45.1	0.0	-0.6
營業利益率	26.3	19.6	26.3	22.5	0.0	-2.9
稅後淨利率	24.4	17.9	24.2	20.5	0.2	-2.6

資料來源：國票投顧

### 營運接近下修循環尾聲，調升投資建議至買進

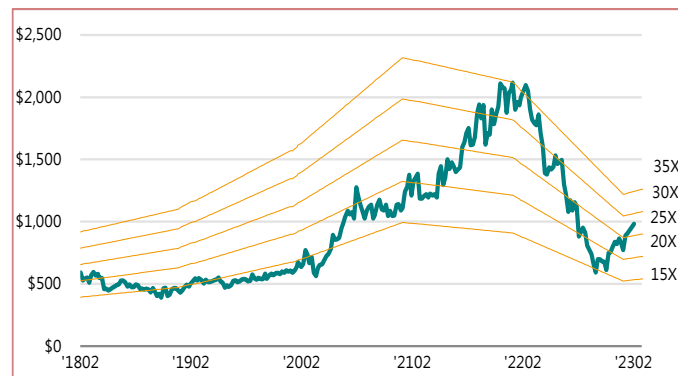
投研部看好高速傳輸的產業趨勢及譜瑞在該領域的領導地位，公司在 PCIe 5 及 USB4 新產品發表進度屬於領先的少數公司，面對大幅度產業需求修正後，營運動能可望在 2Q23 重回季成長態勢，雖 2023 年仍為營收及獲利衰退的年度，但觀察公司過去 10 年營運，約 4 年面臨一個週期循環，公司藉由產品規格升級，不斷提升產品獨特性，觀察過去營運週期，年度營收衰退(2013 年及 2018 年)，僅一年度即可重回成長(圖 3)，譜瑞過去 5 年 PE 區間 15~35X，目前 PE 25X，國票認為譜瑞目前營運接近下行循環尾聲，調升投資建議至買進，目標價 1,200 元(Forward 1Y PE 30X)。

圖 3：近 12 年營收 YoY、毛利率、稅前純益率



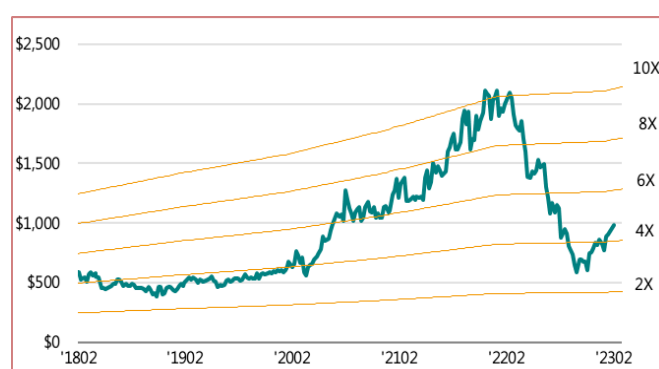
資料來源：國票投顧

譜瑞-KY 未來 12 個月 P/E 區間



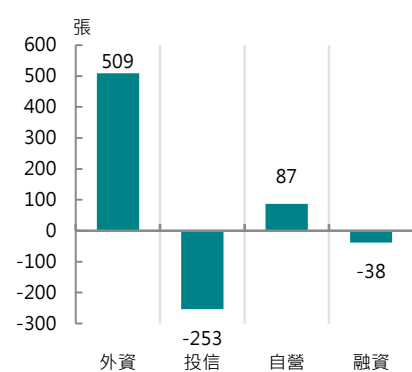
資料來源：國票投顧

譜瑞-KY 未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
富邦人壽保險(股)蔡明興	4.77
南山人壽保險(股)陳棠	3.04
摩根士丹利投(有)	2.71
曲明	2.52
渣打富達海外	2.09
渣打羅伯科技	2.09
新制勞退基金	1.95
大通摩根證券	1.87
渣打羅伯全球	1.72
趙捷	1.57

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
曲明	副董事長/總經理	2.52
趙捷	董事長	1.57
黃大倫	董事	0.29
楊榮恭	董事	0.21
Dennis	獨立董事	0.07
沈楨林	獨立董事	0
黃慧珠	獨立董事	0

資料來源：TEJ

4966 譜瑞-KY 永續發展概況

CMoney ESG Rating

落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
5	4	6	<a href="https://www.paradetech.com/zh-hant/">https://www.paradetech.com/zh-hant/</a>

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
電子-半導體	176	104	是	<a href="https://www.fvwsow.com.tw/download/itemlist/category/201.html">https://www.fvwsow.com.tw/download/itemlist/category/201.html</a>

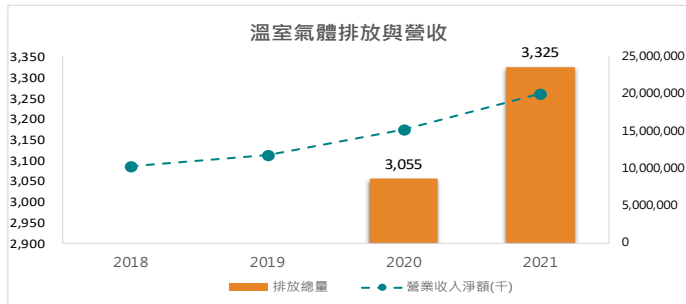
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2021年溫室氣體排放量增加8.84%，營收增加30.86%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	3,325	126	3,199
2020	3,055	116	2,939
2019	未揭露	-	-
2018	未揭露	-	-

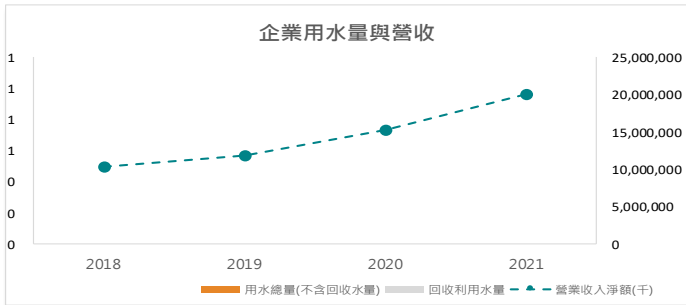
\*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

\*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

\*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 公司未揭露溫室氣體盤查數據

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	未揭露	-	-
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-
2018	未揭露	-	-

\*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

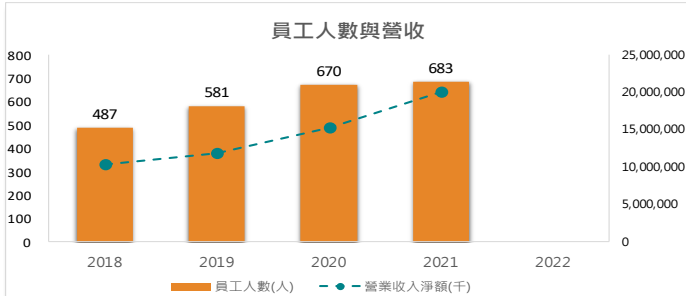
\*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

\*排水量：排放的汙水總量

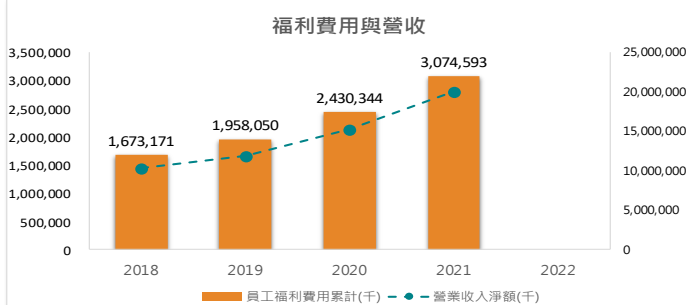
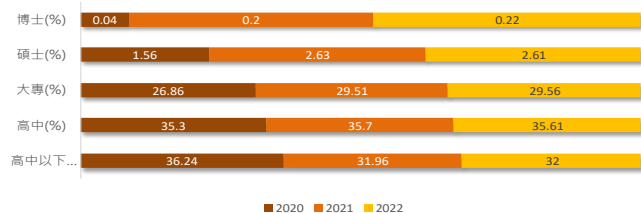
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2021	51%至65%	C+	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	51%至65%	C+	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	51%至65%	C+	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	51%至65%	C+	0.2	0.35	0.24	0.21
2017	66%至80%	C	0.28	0.32	0.22	0.18

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



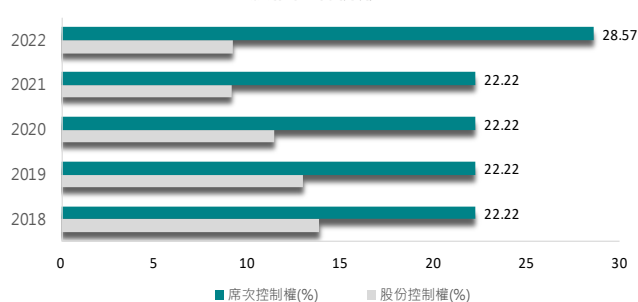
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會	★	資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會	★	策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

今年以來沒有裁罰資訊

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站。  
企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。  
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。  
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

## 綜合損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY21	FY22E	FY23F
營業收入	5,898	6,384	4,592	3,181	3,022	3,630	4,483	4,635	19,995	20,055	15,770
營業毛利	2,821	3,015	2,079	1,401	1,330	1,615	2,017	2,063	9,531	9,316	7,025
營業費用	1,005	1,059	1,025	961	970	980	990	990	3,702	4,049	3,930
營業利益	1,816	1,957	1,054	440	360	635	1,027	1,073	5,830	5,266	3,095
稅前淨利	1,815	1,973	1,090	496	360	635	1,027	1,073	5,809	5,375	3,095
本期淨利(NI)	1,657	1,795	992	454	327	578	935	976	5,245	4,898	2,817
淨利歸屬於_母公司業主	1,657	1,795	992	454	327	578	935	976	5,245	4,898	2,817
淨利歸屬於_非控制利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
每股盈餘_本期淨利	20.49	22.20	12.27	5.62	4.05	7.15	11.56	12.07	64.86	60.57	34.83
QoQ(%)											
營收淨額	9.1	8.2	-28.1	-30.7	-5.0	20.1	23.5	3.4			
銷貨毛利	7.9	-68.4	-26.3	-32.6	-5.1	21.5	24.9	2.3			
營業利益	10.4	-66.4	-42.0	-58.3	-18.1	76.5	61.7	4.4			
稅後純益_母公司淨利	13.2	-65.8	-40.1	-54.2	-27.9	76.5	61.7	4.4			
YoY(%)											
營收淨額	35.8	30.2	-14.0	-41.2	-48.8	-43.1	-2.4	45.7	30.9	0.3	-21.4
銷貨毛利	44.1	29.1	-20.7	-46.4	-52.9	-46.4	-2.9	47.2	41.6	-2.3	-24.6
營業利益	61.6	39.3	-36.4	-73.3	-80.2	-67.5	-2.5	144.0	58.2	-9.7	-41.2
稅後純益_母公司淨利	60.3	42.4	-33.2	-69.0	-80.2	-67.8	-5.8	114.9	84.1	-6.6	-42.5
各項比率											
營業毛利率	47.8	47.2	45.3	44.0	44.0	44.5	45.0	44.5	47.7	46.5	44.5
營業利益率	30.8	30.7	23.0	13.8	11.9	17.5	22.9	23.1	29.2	26.3	19.6
稅前淨利率	30.8	30.9	23.7	15.6	11.9	17.5	22.9	23.1	29.1	26.8	19.6
稅後淨利率	28.1	28.1	21.6	14.3	10.8	15.9	20.9	21.1	26.2	24.4	17.9

資料來源：TEJ、國票投顧

## 財務狀況表

百萬元	FY21	FY22F	FY23F
現金及約當現金	9,202	11,035	10,899
流動金融資產	0	0	0
應收款項	1,395	1,470	782
存貨	2,098	1,713	1,390
其他流動資產	587	593	599
流動資產	13,281	14,811	13,670
非流動金融資產	0	0	0
採用權益法之投資	0	0	0
不動產、廠房與設備	488	513	540
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	8,652	6,995	7,069
資產總計	19,385	19,014	17,937
短期借款	0	0	0
流動金融負債	0	0	0
應付款項	3,650	3,775	3,104
其他流動負債	1,038	1,038	1,038
流動負債	4,787	4,814	4,143
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	0	0	0
其他非流動負債	0	-2,476	-3,239
負債總計	4,923	2,337	903
股本	809	809	809
資本公積	4,319	4,319	4,319
保留盈餘	12,970	15,247	15,668
其他權益	-2,071	-2,133	-2,197
庫藏股	1,565	1,565	1,565
非控制權益	0	0	0
股東權益	14,462	16,677	17,034

資料來源：TEJ、國票投顧

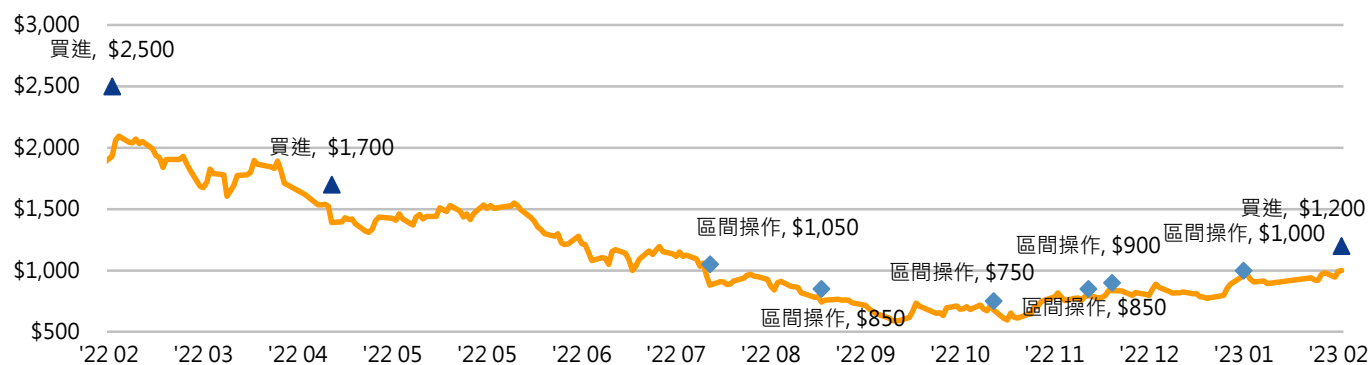
## 現金流量表

百萬元	FY21	FY22F	FY23F
本期稅前淨利(淨損)	5,809	5,375	3,095
折舊攤提	272	286	300
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	-3	-81	0
收取之股利	0	0	0
營運資金增減	-409	434	340
支付之利息	0	0	0
支付之所得稅	-476	-477	-279
其他	946	1,040	1,144
來自營運之現金流量	6,581	7,042	5,089
資本支出	-296	-311	-327
長投增減	0	0	0
短投增減	0	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	0	0	0
其他	-2,069	-2,275	-2,503
來自投資之現金流量	-2,365	-2,587	-2,830
自由現金流量	4,216	4,455	2,259
借款增(減)	0	0	0
股利發放	-1,753	-2,622	-2,396
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	-1,497	0	0
來自融資之現金流量	-3,250	-2,622	-2,396
匯率調整	-284	0	0
本期產生之現金流量	682	1,833	-137
期末現金及約當現金	9,202	11,035	10,899

資料來源：TEJ、國票投顧



### 譜瑞-KY 歷史投資建議走勢



### 國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	49

### 評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%。且短期股價動能強勁
買進	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上</li> </ul>
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12%</li> <li>• 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作</li> </ul>
觀望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未評等	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 該公司未於國票核心持股名單</li> <li>• 國票可能與該公司進行業務而處於減默期</li> </ul>

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

### 研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

### 公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控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。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。