

4966 譜瑞-KY(Parade)

報告日期：2023/02/09

研究員：羅金鳳 (Sunny Lo)

壹、投資建議

投資評等：區間→買進

目標價位：1,211 元

30 X 2023 EPS

參考價位：1,000 元

24.78 X 2023 EPS

2023/02/08 收盤

一. 4Q22 稅後 EPS 5.59 元，符合預期

由於戰爭、通膨、升息的影響仍持續進行，可支配所得下滑，影響消費者購買行為，使得 4Q22 消費型 NB、Chromebook 及 Panel 需求持續下滑，其中 Panel 下滑幅度大於 PS(高速傳輸介面)，譜瑞亦進行存貨控管及減緩製造端的生產活動，致 4Q22 營收僅 31.85 億元，QoQ-30.63%，YoY-41.08%，毛利率 44.03%，稅後淨利 4.54 億元，QoQ-54.22%，YoY-68.97%，單季稅後 EPS 5.59 元，符合預期。合計 2022 年營收 200.59 億元，YoY+0.32%，毛利率 46.45%，稅後淨利 49 億元，YoY-6.57%，稅後 EPS 60.35 元，符合預期。

二. 1Q23 持續庫存調整，2Q23 恢復正常，營運升

2022 年全球 NB 出貨量衰退超過 20%，在戰爭通膨因素持續干擾下，預估 2023 年全球 NB 出貨量將再年減 10%。由於需求不振影響庫存去化速度，晶圓投片及客戶拉貨速度的時間差，使譜瑞 4Q22 庫存金額持續上升至高峰，庫存天數仍高達 130 天以上，高於正常水準，1Q23 將持續進行庫存調整，但因高速傳輸及面板相關產品出現急單需求，加速庫存去化及有助營運提升，預估 2Q23 末庫存天數可望大幅下降至正常水準，約 60~65 天，毛利率亦在 USB 4 Retimer、Auto、OLED Driver 等高毛利率產品陸續貢獻營收下走揚，營運亦可望隨之回溫。綜上，譜瑞展望 1Q23 營收將介於 0.9~1.05 億美元，QoQ-11.29%~+3.5%，YoY-50.17%~-53.73%，毛利率介於 43~47%。我們以美元對新台幣 1:30 元的中間值計算，預估譜瑞 1Q23 營收 29.25 億元，QoQ-8.17%，YoY-50.41%，毛利率 45.03%，稅後淨利 3.78 億元，QoQ-16.88%，YoY-77.21%，單季稅後 EPS 4.65 元，預估 2Q23 單季稅後 EPS 回升至 8.26 元。

三. Bundle sale solution 策略不變

過去兩年因新冠疫情紅利帶動消費性電子產品需求大爆發，譜瑞的 TV、AMOLED、Gaming 的 Bundle sale solution 普遍獲得客戶青睞。目前因全球總體經濟的不確定因素造成終端需求下滑，廠商將重新檢視產品單位成本，雖然譜瑞的 Source Driver + T-con 的綑綁銷售價格較單顆 IC 高，但因譜瑞的 Source driver 及 SIPI 具獨特性，能提供客戶 Total solution，因此，客戶將不會

因短暫的景氣波動而改變零組件使用策略，預估未來市佔率將自目前的 25~30% 持續上升。

此外，因 Bundle sale Solution 應用於高頻寬的 Full HD 或更高階的顯示器上，而譜瑞的產品以應用於高階品為主，且其 eDP + Source Driver 的解決方案，客戶無法將其中任何一顆 IC(eDP 或 Source Driver) 替換成另一家 IC 廠的 IC，此將會造成整個 Solution 無法運作，因此譜瑞並不擔心 Bundle Sale Solution 會出現分解的情況(因為低階產品才會用 Discrete Solution)。

在 USB 4 Retimer 方面，預估 2023 年 USB 4.0 的量會上升，譜瑞是 CPU 大廠的參考指引的其中一個，且已開始小量出貨應用於某些 NB 的機種，預估出貨量將會逐漸上升。因為 Intel、AMD 的 Platform 的 HOST 端已整合在 CPU 中，支援 USB 4.0 及 Thunderbolt，預估 2022 年滲透率 2~3%，2023 年滲透率可望再上升至 10%，且於 2024 年放大量，有助於 High Speed Interface 產品也一起升級，有利於譜瑞。

四. 預估 2023 年稅後 EPS 40.36 元

展望 2023 年，雖然 PC/NB、Panel 欲重回疫情期間的大成長不易，但譜瑞在網綁銷售方面將持續受到客戶青睞，Source Driver + T-con 的網綁銷售在 TV、AMOLED、Gaming 可望獲得更多市佔率，且在 Server PCIe、USB 4、車用高速介面產品陸續貢獻營運，以及其他高速傳輸產品開案量及出貨持續放大，預估在庫存去化完成後，1Q23 為營運谷底，2Q23 開始回溫，2H23 加速上升，抵銷部份 1H23 因基期因素而大幅衰退的狀況，因此，我們預估譜瑞 2023 年營收 146.86 億元，YoY-26.79%，因較佳的產品組合，毛利率將維持相對高檔，為 46.52%，稅後淨利 32.77 億元，YoY-33.12%，稅後 EPS 40.36 元。

五. 投資建議由區間調整至買進，目標價 1,211 元

雖然 1Q23 仍持續進行庫存調整，但因生產端控制效果逐漸顯現，2Q23 庫存將恢復正常，營運亦可望開始回溫，且毛利率在產品組合優化下，將至少維持與疫情期間相當的高檔水準，使獲利具一定呈度的支撐，因此，投資建議由區間操作調升至買進，目標價 1,211 元(30X 2023 稅後 EPS)。

貳、公司營運概況

一. 公司簡介

譜瑞-KY(4966)成立於 2005 年，為顯示器、NB、消費性電子產品

本報告僅供宏遠投顧內部及客戶參考，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，投資人需自行考量投資之實際狀況與風險，本公司恕不負擔任何法律責任及做任何保證。非經本公司同意，不得將本報告加以引用或轉載

及顯示面板所使用之高速訊號傳輸介面標準之專業領導供應商，為少數擁有自有 USB 4.0 及 DP IP 的公司，有利分食未來電子產品高速傳輸及規格升級的商機，目前 DP 佔營收比重約<40%、PS 約>30%、TC 15%、TT 約<5%。

二.營運概況及展望

1、譜瑞高速傳輸地位逐漸上升

譜瑞 4Q22 PS 營收比重為>30%，PS 包含 USB、DP、HDMI、PCIe，其中 USB 的成長主要來自 CPU 的升級及平台協定的改變，促使傳輸速度增加，USB 4 傳輸速度由 10G 上升至 20G，帶動 Retimer、Redriver 需求增加；DP 的部份，亦因為 CPU 平台的升級，IC 由 DP 1.4 升級至 2.0，亦有利譜瑞；HDMI 方面，因為 NB 支援 HDMI 的滲透率逐漸增加，且 NB 亦逐漸支援 4K 或 8K，HDMI 2.0 將升級至 2.1，譜瑞在此領域佔有主導地位，且主要 NB 品牌廠均為譜瑞客戶，有利譜瑞營運成長。因譜瑞營運主要受惠平台升級，受 NB 產業起伏的影響相業較低，未來 USB 及 HDMI 將為 PS 中成長最快速的產品，且因高速傳輸進入門檻越來越高，譜瑞將為最大贏家，且預估未來車用電子的 PS 需求亦可期待。

隨著資料傳輸速度持續提升，及傳輸介面的升級，譜瑞除原有的 DP 技術為其帶動產品整合的優勢外，併購睿思(Fresco)後將增加 Hub 的 IP。Fresco 加入譜瑞後與譜瑞形成互補，增加譜瑞產品設計的彈性，更能符合客戶產品架構多元化的設計，推出整合性產品。在資料傳輸量及速度要求逐漸提升下，目前 NB 傳輸連接埠規格已來到 PCIe 4.0，原始傳輸速率來到 16GB/s。除 NB 的應用外，譜瑞 2022 年在 Server 的 PCIe 4.0 Retimer 出貨量已大幅成長，未來將為營運重要成長動能之一。

由於電子產品傳輸速度不斷增加，提供譜瑞每年超過 10%的營運成長，未來高速傳輸介面產品仍扮演譜瑞營運成長動能重要角色。過往 NB 功能及結構設計相對單純，內部元件之間的距離相對較近，且資料傳輸速度較慢，因此僅需 Re-driver 做訊號的補強即可，但隨著 NB 多元化及設計結構的複雜性提高，且為提供各種不同的資料傳輸與應用，譜瑞提供各種介面，包括 PCIe、USB、SATA、HDMI 等，且這些裝置與電腦之間的傳輸速度越來越快，以 PCIe 為例，隨著每個世代的推進，傳輸速度從 8Gb→16Gb→32Gb，由於傳輸速度快速提升，將造成資料傳輸時產生訊號衰減的問題，帶動 Re timer 需求大幅提升。為滿足各種不同介面的傳輸品質穩定，譜瑞進行多種通訊協定的整合，可支援所有傳輸速度的產品，亦成為譜瑞最佳競爭優勢。未來資料傳輸速度不斷提升，使得高速傳輸將從以往高階頂規產品才有的配備變成近乎標

配的規格，因傳輸速度大於 10Gb 將產生嚴重訊號衰減問題，必需進行訊號的修正，帶動 Re-Timer 需求持續成長，提供譜瑞未來營運成長重要動能。且因高速傳輸介面產品的設計製造難度大幅提升，自然形成產業的進入障礙，競爭者將較以往減少。

叁、業績及獲利預估

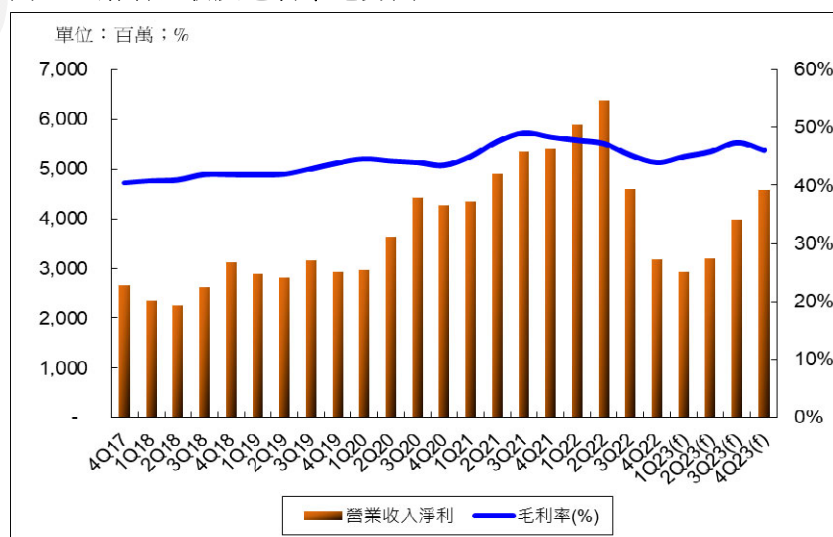
1、預估 1Q23 稅後 EPS 4.65 元

譜瑞展望 1Q23 營收將介於 0.9~1.05 億美元，QoQ-11.29%~+3.5%，YoY-50.17%~-53.73%，毛利率介於 43~47%。我們以美元對新台幣 1:30 元的中間值計算，預估譜瑞 1Q23 營收 29.25 億元，QoQ-8.17%，YoY-50.41%，毛利率 45.03%，稅後淨利 3.78 億元，QoQ-16.88%，YoY-77.21%，單季稅後 EPS 4.65 元。

2、預估 2023 年稅後 EPS 40.36 元

展望 2023 年，雖然 PC/NB、Panel 欲重回疫情期間的大成長不易，但譜瑞在網綁銷售方面將持續受到客戶青睞，Source Driver + T-con 的網綁銷售在 TV、AMOLED、Gaming 可望獲得更多市佔率，且在 Server PCIe、USB 4、車用高速介面產品陸續貢獻營運，以及其他高速傳輸產品開案量及出貨持續放大，預估在庫存去化完成後，1Q23 為營運谷底，2Q23 開始回溫，2H23 加速上升，抵銷部份 1H23 因基期因素而大幅衰退的狀況，因此，我們預估譜瑞 2023 年營收 146.86 億元，YoY-26.79%，因較佳的產品組合，毛利率將維持相對高檔，為 46.52%，稅後淨利 32.77 億元，YoY-33.12%，稅後 EPS 40.36 元。

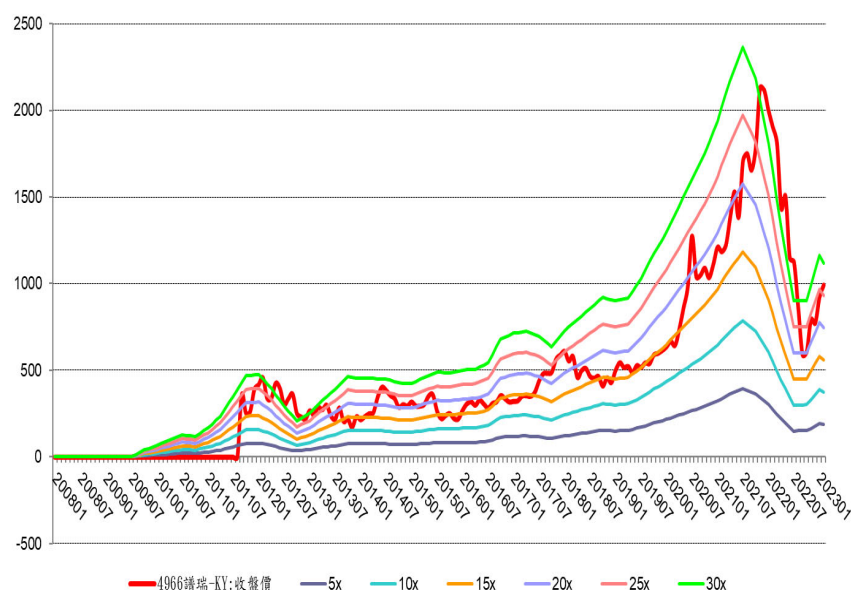
圖一、譜瑞營收及毛利率趨勢圖



資料來源：Cmoney&宏遠投顧彙整預估

本報告僅供宏遠投顧內部及客戶參考，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，投資人需自行考量投資之實際狀況與風險，本公司恕不負擔任何法律責任及做任何保證。非經本公司同意，不得將本報告加以引用或轉載

圖二、PE Band



資料來源：Cmoney、宏遠投顧整理

肆、財務簡表

單位：佰萬元

	2021(A)	1Q22(A)	2Q22(A)	3Q22(A)	4Q22(A)	2022(A)	1Q23(F)	2Q23(F)	3Q23(F)	4Q23(F)	2023(F)
營業收入	19,995	5,898	6,384	4,592	3,185	20,059	2,925	3,192	3,988	4,581	14,686
營業毛利	9,531	2,821	3,015	2,079	1,402	9,317	1,317	1,479	1,901	2,135	6,831
營業費用	3,702	1,005	1,059	1,025	961	4,049	915	753	804	822	3,295
營業利益	5,830	1,816	1,957	1,054	440	5,268	402	726	1,096	1,313	3,537
營業外淨收入(支出)	-21	-1	17	36	56	108	12	12	12	12	47
稅前純益	5,809	1,815	1,973	1,090	496	5,376	414	737	1,108	1,324	3,583
稅後純益	5,245	1,657	1,795	992	454	4,900	378	671	1,014	1,214	3,277
稅前EPS(元)	71.83	22.36	24.31	13.42	6.11	66.22	5.09	9.08	13.65	16.31	44.14
稅後EPS(元)	64.86	20.40	22.11	12.22	5.59	60.35	4.65	8.26	12.49	14.96	40.36
股本	809	812	812	812	812	812	812	812	812	812	812
稅後股東權益報酬率%	38.64	9.63	9.61	4.70	2.11	26.21	1.74	3.04	4.69	5.51	15.73
每股淨值	180.67	213.51	231.02	260.94	266.53	241.02	271.18	279.45	291.94	306.90	281.38
毛利率%	47.67	47.82	47.24	45.27	44.03	46.45	45.03	46.32	47.66	46.60	46.52
營利率%	29.16	30.79	30.65	22.95	13.80	26.26	13.74	22.73	27.49	28.65	24.08
稅前純益與前期比較%	57.03	10.65	8.71	-44.76	-54.49	-7.44	-16.64	78.31	50.30	19.50	-33.35
稅前純益率%	29.05	30.78	30.91	23.74	15.57	26.80	14.14	23.10	27.79	28.91	24.40
稅後純益率%	26.23	28.09	28.12	21.61	14.26	24.43	12.91	21.02	25.43	26.51	22.31

本報告僅供宏遠投顧內部及客戶參考，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，投資人需自行考量投資之實際狀況與風險，本公司恕不負擔任何法律責任及做任何保證。非經本公司同意，不得將本報告加以引用或轉載