

類比半導體產業

類比半導體週期性調整步入尾聲

焦點內容

1. 凱基彙整近期類比半導體 1Q25 的業績表現，我們認為工業/車用週期性調整將逐步步入尾聲，儘管短期每股盈餘的上修空間仍舊有限，但預期隨著需求逐步築底，對個股的估值調整將有所助益，我們首次覆蓋 ADI、NXP、Onsemi，並建議投資人可關注該類股的業績展望與估值調整。

重要訊息

我們彙整近期類比半導體 1Q25 的業績表現，並首評 ADI、NXP、Onsemi，建議投資人可關注該類股的業績展望與估值調整。

評論與分析

工業/車用週期調整步入尾聲。多家公司強調通路與終端客戶庫存已回到正常水準，並重啟拉貨循環，且由於地緣政治推動自動化與數位轉型需求，使得工業已提前復甦(儘管年增主要反映低基期)。中國車市 4 月已逐步回溫，雖然歐美補貼政策轉趨保守展望不一，但我們預估 2H25 車市將呈 L 型復甦。公司均表示尚未受關稅直接影響，普遍給出較佳的 2Q25 展望，但實際業者能見度較低，且我們觀察到主要 OEM 車廠 1Q25 庫存天數反而增加，顯見仍有提前拉貨的跡象。

高庫存持續影響獲利能力。隨著 2020-2023 年 Covid 時期超額預定與其後庫存調整，車用 OEM 業者的高庫存天數在近期有下降的趨勢，但上游半導體業者多反映通路商庫存已回到健康水平，部分業者(如 Onsemi、STMicro)更採取減產或降價的方式持續降低庫存，也有業者(ADI、Renesas)捨棄低毛利產品並拓展新業務(如航太/醫療)等高階產品，致使毛利率與營益率已低於疫情前水平。我們觀察到類比半導體的業者的庫存金額持續下降，但由於需求仍舊疲軟，導致庫存週轉天數維持高位，但我們認為隨著公司重組業務以及產能利用率回升，對公司的獲利能力將有正面幫助。

長期產品升級趨勢不變。我們認為工業自動化(協作機器人、智慧工廠等)升級持續，車用半導體佔整車內容量仍會以約 10% CAGR 成長至 2030 年。長期趨勢中，我們認為 ADAS/自動駕駛對 SoC 及 CIS 需求持續，且目前中系業者在高階產品上仍不具產品競爭力，電動車續航力與電池能耗持續推動 SiC 的滲透率與高精度 BMS 的 MCU 產品。

二線廠商估值調整機會較大。觀察過去週期性調整對營收、股價與時間的關聯性，本次 3Q22-1Q25 庫存調整周期共 11 季，平均營收衰退 33%與 2007-2009 年金融海嘯相當(營收衰退 41%)，但前次股價平均修正幅度約 70%，本次股價修正高低點約 50%。儘管我們認為短期每股盈餘的上修空間有限，但預期隨著需求逐步築底，對個股的估值調整將有所助益，我們認為二線廠商(ON、NXPI)對比領導廠商(ADI、TXN)更具有上調估值的機會，建議投資人可逢低布局相關類股。

投資建議

我們首評美股類比半導體公司，Analog Devices (ADI US)，給予目標價 US\$220 及「增加持股」評等、NXP (NXPI US)，給予目標價 US\$210 及「持有」評等與 Onsemi (ON US)，給予目標價 US\$45 及「持有」評等。

投資風險

工業與車用需求回溫、關稅緩解。

個股評價

公司	代碼	凱基評等	市值	股價	目標價	上檔	EPS (美元)		
			(百萬美元)	(元)	(元)	(%)	2024	2025F	2026F
Analog Device	ADI	增加持股	105,112	211.93	220	3.81	6.38	7.24	7.95
NXP Semiconductor	NXPI	持有	49,644	196.51	210	6.86	11.28	10.43	12.34
On Semiconductor	ON	持有	17,672	42.29	45	6.41	3.95	2.19	2.53

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 1：類比半導體公司各家展望與 1Q25 營收表現

公司	代號	營收比重		1Q25 營運表現		工業業績指引		車用業績指引	
		車用	工業	車用(QoQ/YoY)	工業(QoQ/YoY)	1Q25	2Q25	1Q25	2Q25
Analog Device	ADI US	30%	45%	(2.17% QoQ/-2.17% YoY)	(0.65% QoQ/-9.55% YoY)	Downward	Upward	Upward	Downward
Texas Instrument	TXN US	34%	33%	(+3.0% QoQ/+1% YoY)	(+8% QoQ/+1% YoY)	Downward	Upward	Upward	Upward
Infineon	IFX DE	56%	34%	(-10.66% QoQ/-7.96 YoY)	(15% QoQ/-7.35% YoY)	Downward	Upward	Downward	Flat
NXP Semiconductor	NXPI US	59%	18%	(-6.48% QoQ/-7.21% YoY)	(-1.55% QoQ/-11.5% YoY)	Downward	Upward	Downward	Upward
STMicro	STM US	39%	21%	(-34% QoQ/-39% YoY)	(-18%QoQ/-32%YoY)	Downward	Upward	Downward	Upward
ON Semiconductor	ON US	53%	28%	(-25.7% QoQ/-25.1% YoY)	(-4.03% QoQ/-16% YoY)	Downward	Upward	Downward	Downward
Renesas	6723 JP	50%	49%	(4.37% QoQ/-12.83% YoY)	(7.09% QoQ/-12.12% YoY)	Downward	Upward	Upward	Upward
Rohm	6963 JP	49%	13%	(-0.52% QoQ/3.77% YoY)	(-7.27% QoQ/-30.77% YoY)	Downward	Downward	Flat	Downward
Microchip	MCHP US	16%	30%	-	-	Downward	Upward	Downward	Upward

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：歷史類比半導體三次週期性調整

	峰值	營收	谷底	營收	跌幅	時長	峰值	毛利率	谷底	毛利率	跌幅	時長	峰值	營益率	谷底	營益率	跌幅	時長
金融海嘯	4Q06	1,622	1Q09	983	-39.4%	10Q	4Q07	46.9%	1Q09	23.0%	-23.9%	6Q	4Q07	15.8%	1Q09	-18.4%	-34.2%	6Q
中美貿易戰/Covid	3Q18	2,082	2Q20	1,742	-16.3%	8Q	4Q18	51.2%	2Q20	47.8%	-3.4%	7Q	3Q18	31.5%	2Q20	13.0%	-18.5%	8Q
現今	3Q22	3,148	1Q25	2,305	-26.8%	11Q	3Q22	56.2%	1Q25	45.2%	-11.0%	11Q	3Q22	32.2%	1Q25	10.3%	-21.9%	11Q

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：2007-2009 金融海嘯時期類比半導體股價波動

公司	代號	峰值	時間	谷底	時間	跌幅	時長
Infineon	IFX DE	39	3Q23	24	2Q25	-38%	8Q
ON Semiconductor	ON US	108	3Q23	32	2Q25	-70%	8Q
NXP Semiconductor	NXPI US	291	3Q24	154	2Q25	-47%	4Q
Analog Device	ADI US	244	2Q24	165	2Q25	-32%	5Q
Texas Instrument	TXN US	214	3Q24	146	2Q25	-32%	4Q
STMicro	STM US	54	3Q23	18	2Q25	-67%	8Q
Microchip	MCHP US	99	2Q24	35	2Q25	-64%	5Q
Renesas	6723 JP	3,382	3Q24	1,380	2Q25	-59%	4Q
Rohm	6963 JP	3,518	3Q23	1,092	2Q25	-69%	8Q

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：2022-2025 本輪類比半導體股價波動

公司	代號	峰值	時間	谷底	時間	跌幅	時長
Infineon	IFX DE	12	3Q07	0	1Q09	-97%	7Q
ON Semiconductor	ON US	13	4Q07	3	4Q08	-80%	5Q
Analog Device	ADI US	41	2Q07	16	4Q08	-60%	7Q
Texas Instrument	TXN US	39	3Q07	14	1Q09	-65%	7Q
STMicro	STM US	21	2Q07	4	1Q09	-82%	8Q
Microchip	MCHP US	21	2Q07	8	1Q09	-61%	8Q
Renesas	6723 JP	3,800	3Q07	452	1Q09	-88%	7Q
Rohm	6963 JP	3,023	1Q07	903	4Q08	-70%	8Q

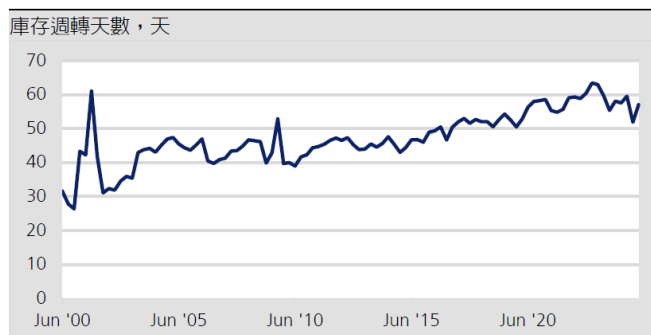
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：類比半導體庫存週轉天數



資料來源：Bloomberg；凱基

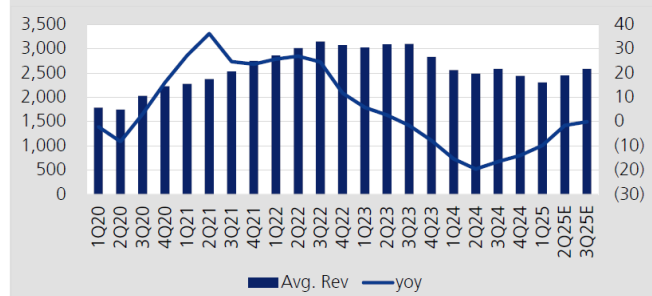
圖 6：主要車廠 OEM 庫存週轉天數



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：市場預估 1Q25 將為營收谷底

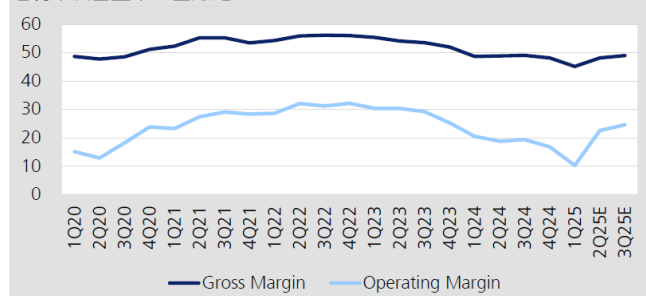
平均季營收，百萬美金(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 8：類比半導體毛利率與營益率均已低於疫情前水準

毛利率及營益率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

Analog Devices (ADI.O/ADI US)

高階產品龍頭較同業領先復甦，但評價偏高

增加持股・首次評等

收盤價 May 22 (US\$)	211.93
3 個月目標價 (US\$)	217.70
12 個月目標價 (US\$)	220.00
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	3.81

焦點內容

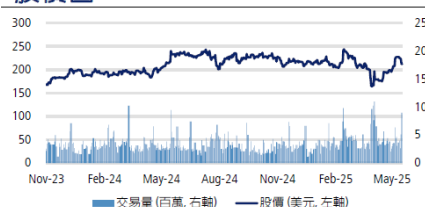
1. 聚焦高門檻應用市場穩固領先地位。
2. 工業續強，領先同業復甦
3. 看好新興產品營收貢獻逐步顯著。

交易資料表

市值 (US\$bn):	105.2
流通在外股數 (百萬股):	496
機構持有比例 (%):	94.4
3M 平均成交量 (百萬股):	4.3
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	158.7-247.1

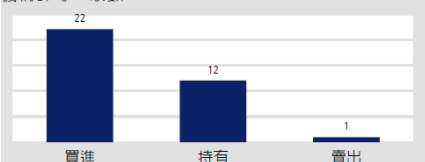
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(11.3)	(1.2)	(9.6)
相對表現 (%)	(8.4)	0.9	(20.5)

股價圖



市場綜合評等

機構評等, 家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	155	246	300
潛在報酬 (%)	(26.9)	15.9	41.6

資料來源: Bloomberg

重要訊息

首評 ADI，公司為類比半導體 IDM 廠，提供資料轉換器、放大器、電源管理等產品，並應用於工業、車用、通訊基礎建設與高階醫療設備等產業。

評論及分析

聚焦高門檻應用市場穩固領先地位。70%營收貢獻主要來自資料轉換器與運算放大器兩大核心產品，不僅長期穩居該核心產品市佔第一，在高精度產品市占率更高(其次為德州儀器)，產品具高進入門檻，以及顯著的毛利優勢(約 65%，高於同業平均 45%)。超過 50%營收來自工控市場，並持續拓展醫療、航太與軍工等對解析度與可靠性要求極高的使用場景，因此在產業下行週期中，較能抵禦價格競爭與需求下滑的衝擊。

工業續強，領先同業復甦。由於聚焦高階應用產品，公司較同業領先約 3-4 個季度復甦。2Q25 營收表現與 3Q25 展望均優於市場預期，3Q25 營收預估季增 4% 至 US\$27.5 億元，優於市場預期的 US\$26.2 億。儘管 2Q25 受到關稅影響，車用客戶有提前拉貨(影響約高個位數)，使得 3Q25 指引季減，但公司觀察工業用需求受惠於在地生產及工業自動化需求，以及高成長的醫療、航太等需求持續，工業庫存已回歸正常並持續回溫。

看好新興產品營收貢獻逐步顯著。當前無論是中系或美系同業在高階產品上，皆未能威脅其市場地位，我們預期公司在工控與車用市佔率持穩，航太、軍工、醫療等高毛利產品，未來十年複合成長率也將高於 10%(對比公司過往 7-8% CAGR)，有利於公司持續增長並提高獲利能力，公司亦預估該領域在 2027 年將可貢獻 US\$10 億元營收。

投資建議

我們首評 ADI，並給予「增加持股」評等，給予目標價 US\$220 元，以 2026 年每股盈餘 US\$7.95 以及五年歷史平均本益比正一倍標準差 27.7 倍得出。

投資風險

關稅壁壘、工業與車用需求持續下滑、競爭者市占率提升。

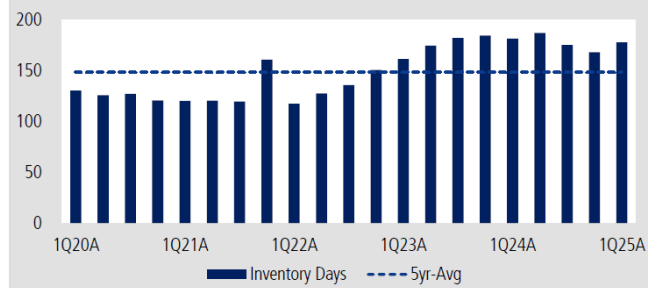
主要財務數據及估值

	Oct '22A	Oct '23A	Oct '24A	Oct '25E	Oct '26E
營業收入 (US\$百萬)	12,014	12,306	9,427	10,491	11,189
營業毛利 (US\$百萬)	8,842	8,925	6,404	7,294	7,933
營業利益 (US\$百萬)	5,939	6,014	3,853	4,322	4,744
稅後淨利 (US\$百萬)	5,005	5,104	3,181	3,606	3,959
每股盈餘 (US\$)	9.57	10.09	6.38	7.24	7.95
每股現金股利 (US\$)	2.97	3.34	3.62	3.89	4.26
營收成長率 (%)	64.2	2.4	(23.4)	11.3	6.7
每股盈餘增長率 (%)	48.1	5.4	(36.8)	13.4	9.8
毛利率 (%)	73.6	72.5	67.9	69.5	70.9
營業利益率 (%)	49.4	48.9	40.9	41.2	42.4
EBITDA Margin (%)	68.6	67.5	63.2	60.3	60.2
淨負債比 (%)	33.9	34.5	30.4	22.9	14.2
股東權益報酬率 (%)	54.9	57.4	36.2	39.5	40.1

資料來源: 公司資料; 凱基

圖 9: 庫存週轉天數

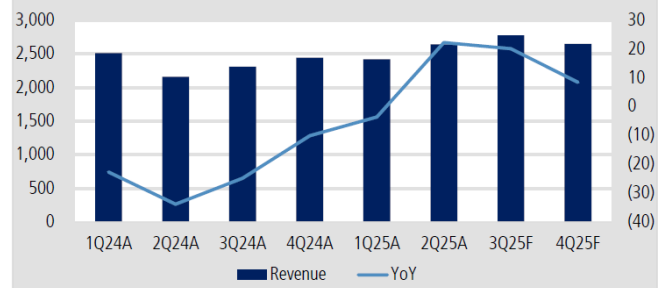
庫存週轉天數，天



資料來源：凱基

圖 10: 季營收與年增率

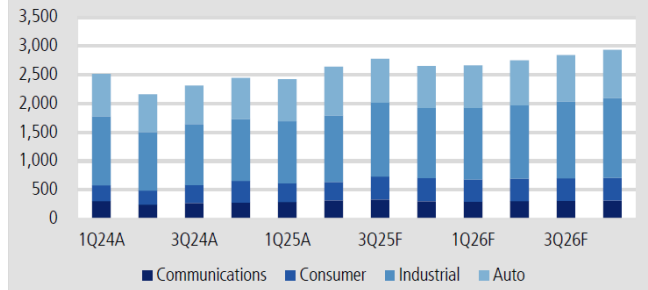
季營業收入，百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 季營收(按應用)

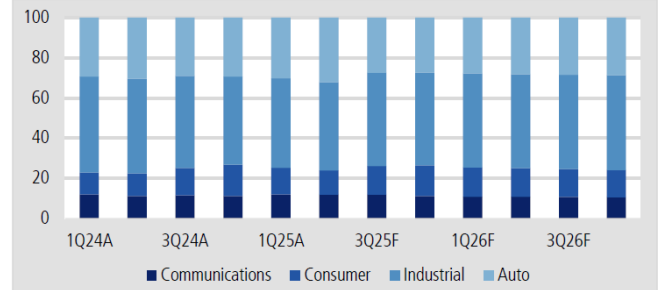
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 季營收占比(按應用)

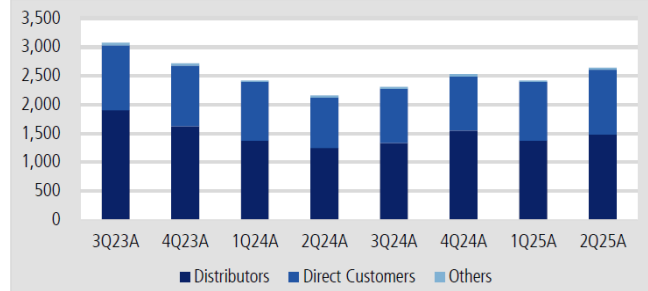
季營業收入，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 13: 季營收(按通路)

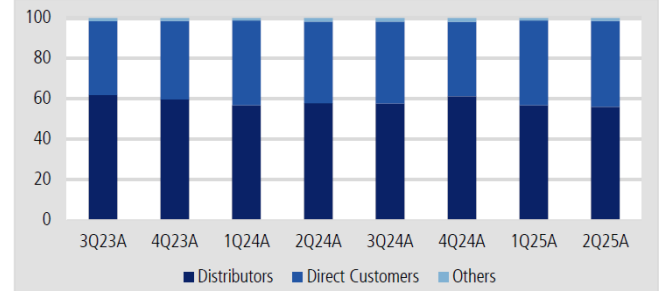
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 14: 季營收占比(按通路)

季營業收入，百分比

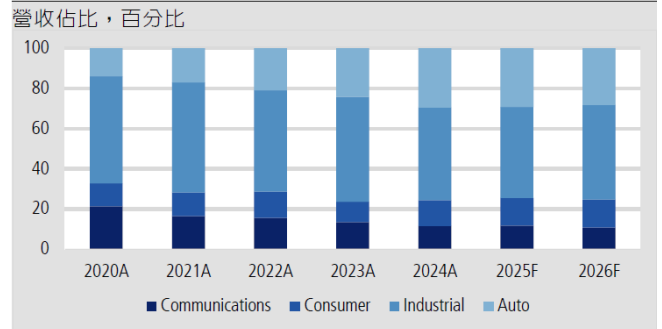


資料來源：彭博；凱基

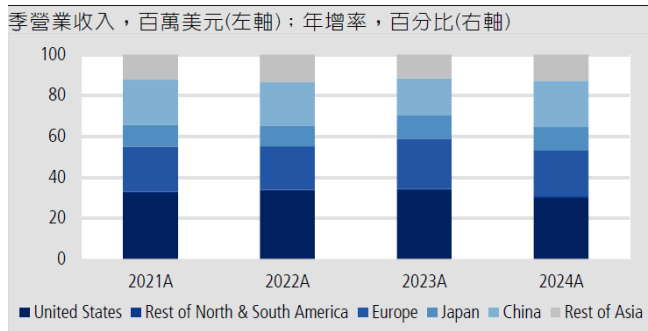
圖 15: 公司概況

Analog Devices,是全球領先的高性能類比半導體公司,專注於資料轉換器、放大器、感測器與電源管理 IC,技術涵蓋完整訊號鏈解決方案。其產品廣泛應用於工業自動化、車用電子、通訊與醫療設備等領域。工業為主要營收來源,占比超過50%,車用為成長動能。公司具高度產品差異化與技術門檻,長期維持高毛利與穩定現金流,並透過併購如 Maxim 擴大市場版圖,鞏固其在高端模擬 IC 市場的領導地位。

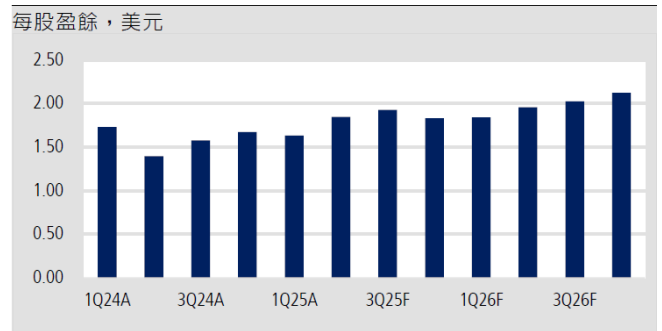
資料來源:公司資料;凱基

圖 16: 各類產品營收佔比


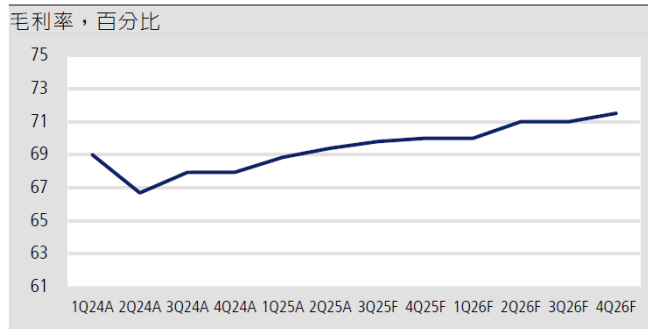
資料來源:公司資料;凱基

圖 17: 季營收與年增率


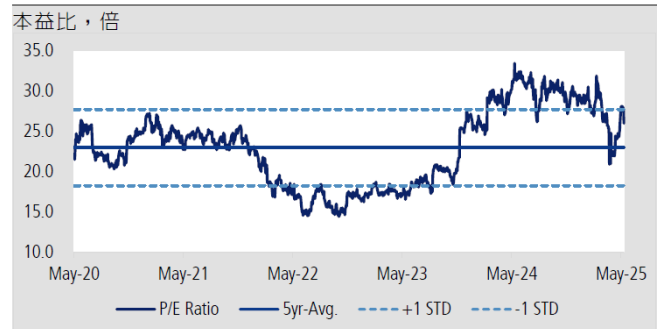
資料來源:公司資料;凱基

圖 18: 每股盈餘


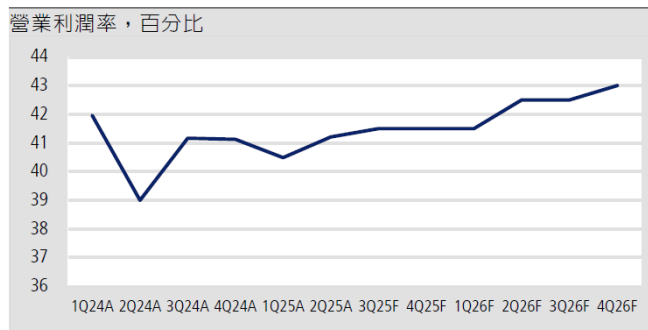
資料來源:公司資料;凱基

圖 19: 毛利率


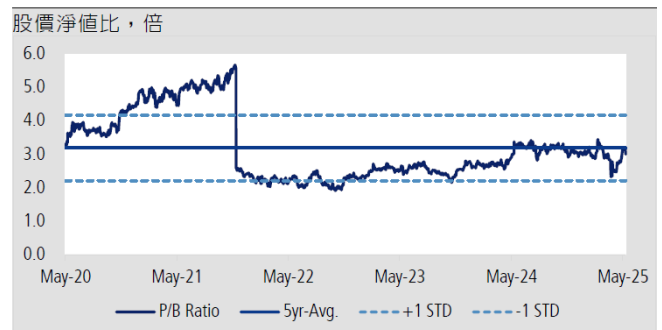
資料來源:公司資料;凱基

圖 20: 未來 12 個月預估本益比


資料來源:彭博;凱基

圖 21: 營業利潤率


資料來源:公司資料;凱基

圖 22: 未來 12 個月預估股價淨值比


資料來源:公司資料;凱基

NXP Semiconductors (NXPI.O/NXPI US)

庫存仍處高位，審慎看待 2H25 需求

持有・首次評等

收盤價 May 22 (US\$)	196.51
3 個月目標價 (US\$)	199.88
12 個月目標價 (US\$)	210.00
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	6.86

焦點內容

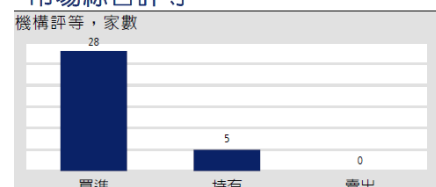
- 車用半導體龍頭領導地位穩固。
- 1Q25 財報略優於預期，展望正向但毛利承壓。
- 通路需求回補但 2H25 仍有挑戰。

交易資料表

市值 (US\$bn):	49.6
流通在外股數 (百萬股):	253
機構持有比例 (%):	100.7
3M 平均成交量 (百萬股):	3.4
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	148.1-296.1

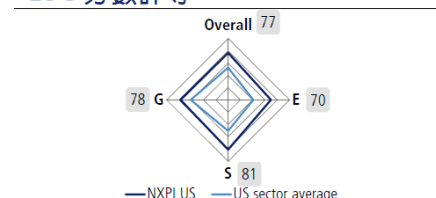
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(16.9)	(13.2)	(27.9)
相對表現 (%)	(14.1)	(11.1)	(38.8)

市場綜合評等



資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

首評恩智浦半導體(NXP Semiconductor)，為全球領先的車用與工業半導體供應商，專注於微控制器、車聯網、資安與通訊等高階應用。

評論及分析

車用半導體龍頭領導地位穩固。公司業務著重在車用(1Q25 營收佔比 59%)，為全球車用半導體市占前二廠商，與 Infineon(未評等)並列產業龍頭。在車用微控制器(MCU)市佔率約 30%，穩居全球第一，並廣泛應用於動力控制、車身電子與安全系統；此外，公司在車聯網(V2X)通訊晶片市場率亦超過 60%。

1Q25 財報略優於預期，展望正向但毛利承壓。1Q25 營收 US\$28.35 億，與市場預期 US\$28.33 億相當，每股盈餘 US\$2.64，略優於市場預期 US\$2.60；毛利率 56.1%，略低於預期 56.4%。主要反映汽車與工業業務表現疲軟，而低毛利的行動裝置與通訊基礎設施佔比提升。公司預估 2Q25 營收 US\$29 億(季增 2.3%)、毛利率 56.3%、每股盈餘 US\$2.66，優於市場預期的 US\$28.63 億與 US\$2.63 美元，僅毛利率略低於預期的 56.6%。其中汽車、工業/IoT、通訊業務將季增，行動裝置則為季節性衰退。

通路需求回補但 2H25 仍有挑戰。公司庫存天數上升至約 170 天，季增 14 天，但帳面存貨金額維持持平，反映需求回溫仍需時間消化過剩庫存。管理層指出，整體需求循環已有改善跡象，包括通路商開始回補訂單、終端需求逐步穩定，以及部分產品因為短缺而有追單情況。然而，考量關稅環境仍具不確定性，公司對中長期展望維持審慎，並未對 2H25 提供指引。

投資建議

我們首評 NXPI，並給予「持有」評等，給予目標價 US\$210 元，以 2026 年每股盈餘 US\$12.3 以及五年歷史平均 17 倍得出。

投資風險

車用與工控需求提升、關稅緩解。

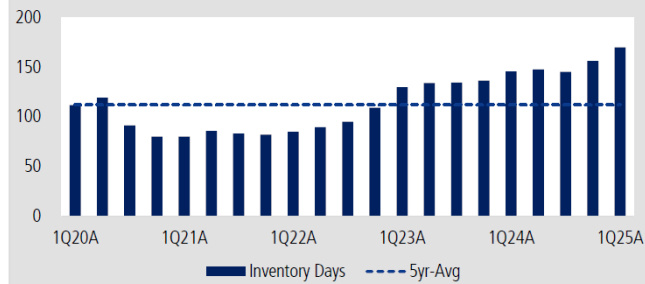
主要財務數據及估值

	Dec '22A	Dec '23A	Dec '24A	Dec '25E	Dec '26E
營業收入 (US\$百萬)	13,205	13,276	12,614	11,882	12,728
營業毛利 (US\$百萬)	7,596	7,708	7,273	6,706	7,299
營業利益 (US\$百萬)	4,427	4,251	3,907	3,589	4,150
稅後淨利 (US\$百萬)	3,483	3,275	2,943	2,694	3,183
每股盈餘 (US\$)	13.02	12.45	11.28	10.43	12.34
每股現金股利 (US\$)	3.38	4.06	4.06	4.06	4.06
營收成長率 (%)	19.4	0.5	(5.0)	(5.8)	7.1
每股盈餘增長率 (%)	37.4	(4.3)	(9.4)	(7.6)	18.3
毛利率 (%)	57.5	58.1	57.7	56.4	57.3
營業利益率 (%)	33.5	32.0	31.0	30.2	32.6
EBITDA Margin (%)	42.99	40.35	38.31	37.63	38.78
淨負債比 (%)	150.5	124.1	121.3	101.8	78.7
股東權益報酬率 (%)	45.0	36.6	30.9	26.1	27.7

資料來源: 公司資料; 凱基

圖 23: 庫存週轉天數

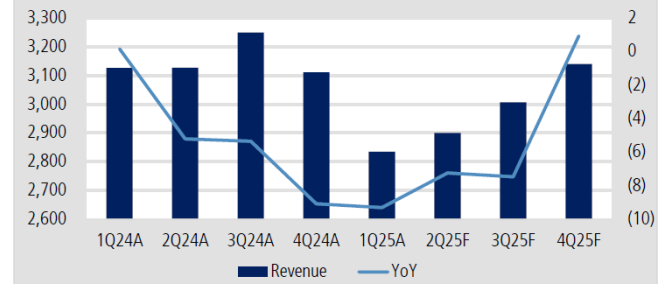
庫存週轉天數，天



資料來源：凱基

圖 24: 季營收與年增率

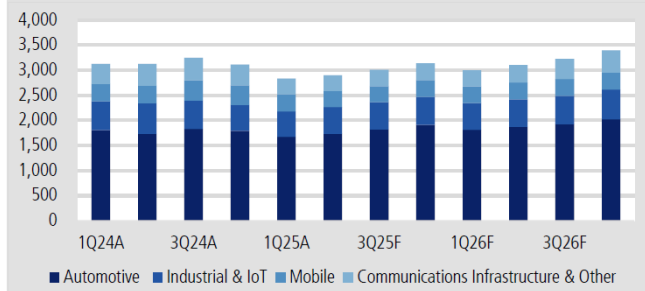
季營業收入，百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 25: 季營收(按應用)

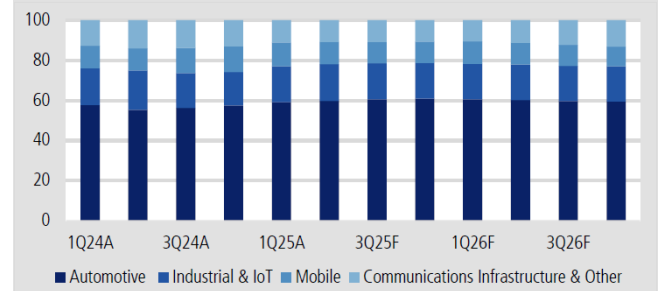
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 26: 季營收占比(按應用)

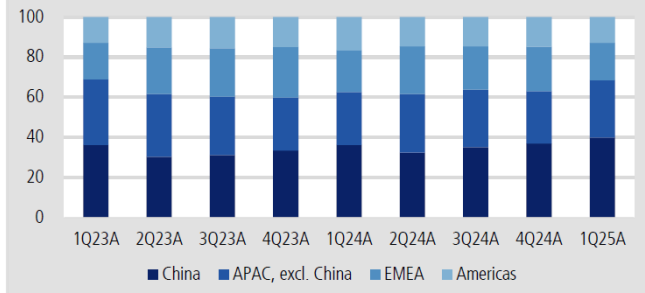
季營業收入，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 27: 季營收占比(按地區)

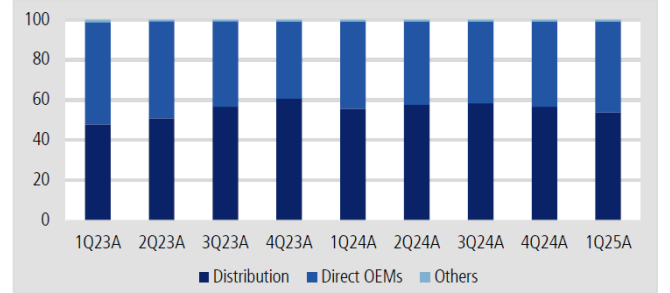
季營業收入，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 28: 季營收占比(按通路)

季營業收入，百分比

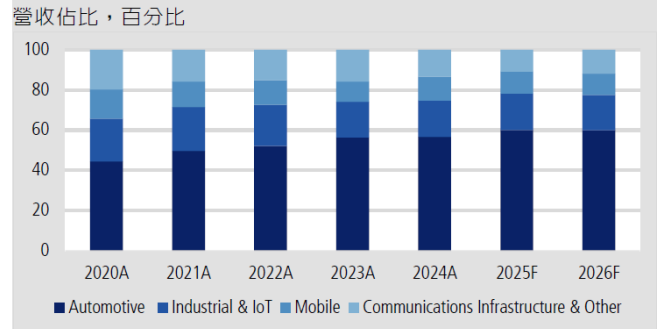


資料來源：彭博；凱基

圖 29: 公司概况

NXP(恩智浦半導體)是總部位於荷蘭的全球領先車用與工業用半導體供應商，專精於高效能混合訊號解決方案。公司核心業務聚焦在車用電子(包含車用 MCU、雷達、V2X 通訊)、安全識別、無線通訊、電源管理與物聯網應用。NXP 在車用半導體領域全球市佔名列前茅，為全球車用微控制器最大供應商之一。其客戶涵蓋全球主要車廠與 Tier 1 供應商，並持續拓展在 ADAS 與電動車市場的佈局。

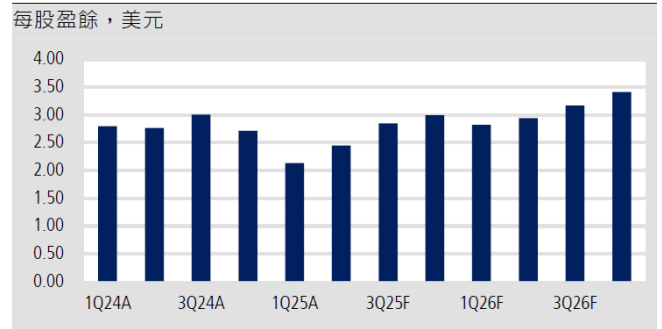
資料來源：公司資料；凱基

圖 30: 各類產品營收佔比


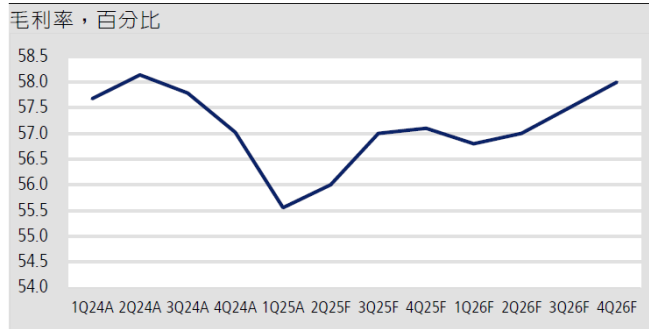
資料來源：公司資料；凱基

圖 31: 年營收與年增率

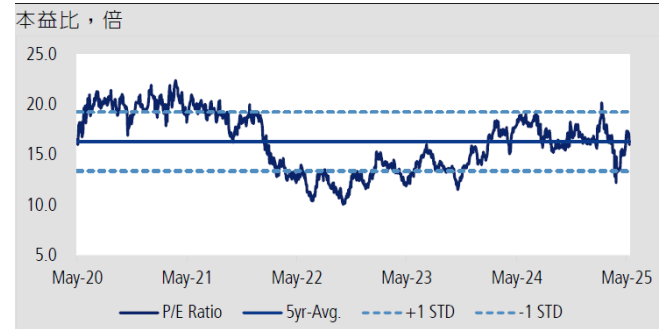

資料來源：公司資料；凱基

圖 32: 每股盈餘


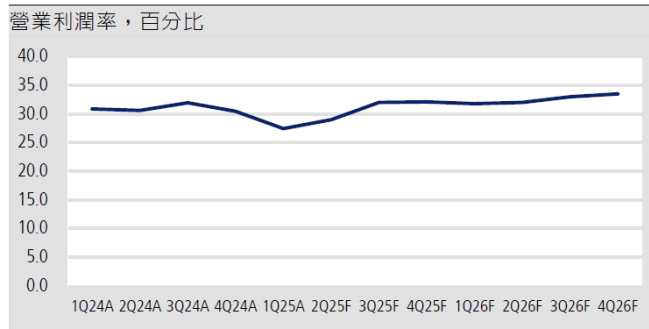
資料來源：公司資料；凱基

圖 33: 毛利率


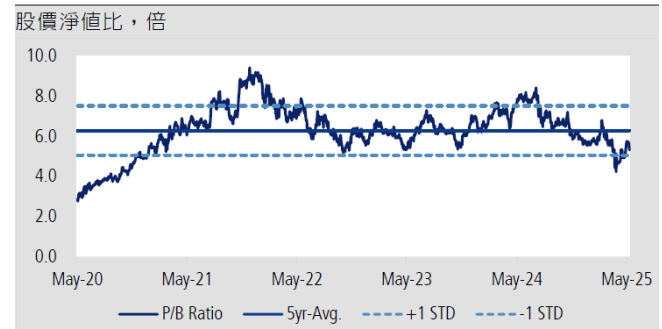
資料來源：公司資料；凱基

圖 34: 未來 12 個月預估本益比


資料來源：彭博；凱基

圖 35: 營業利潤率


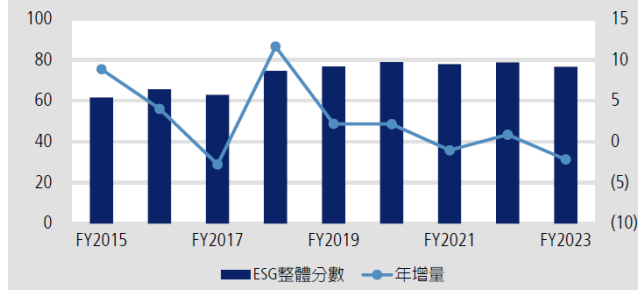
資料來源：公司資料；凱基

圖 36: 未來 12 個月預估股價淨值比


資料來源：公司資料；凱基

圖 37：ESG 整體分數

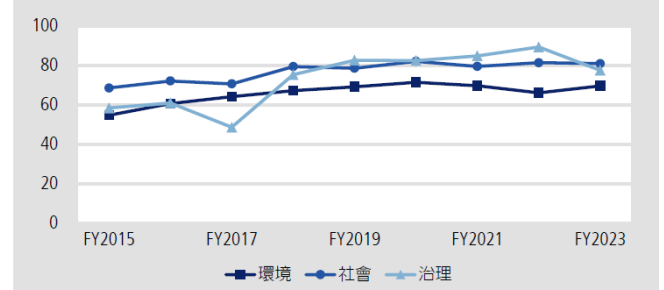
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 38：ESG 各項分數

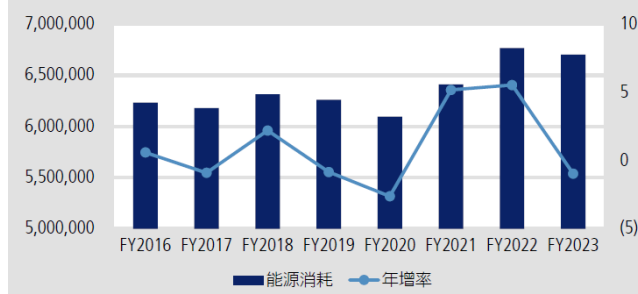
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 39：能源消耗

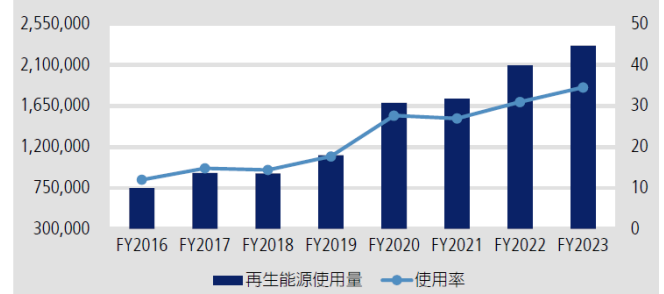
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 40：再生能源使用

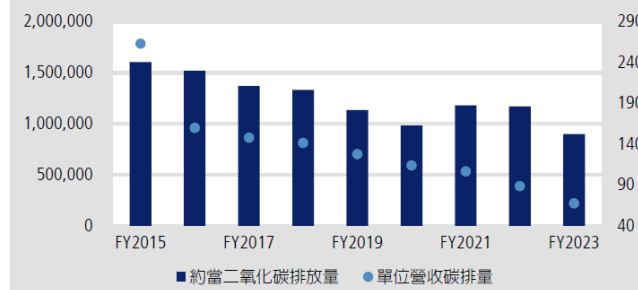
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 41：碳排放量

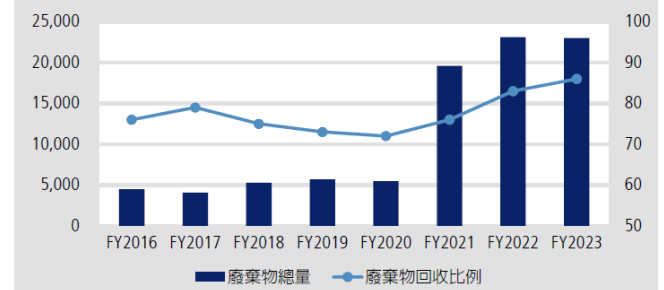
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 42：廢棄物總量

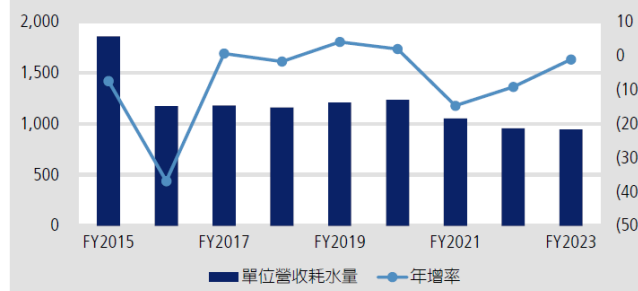
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 43：耗水量

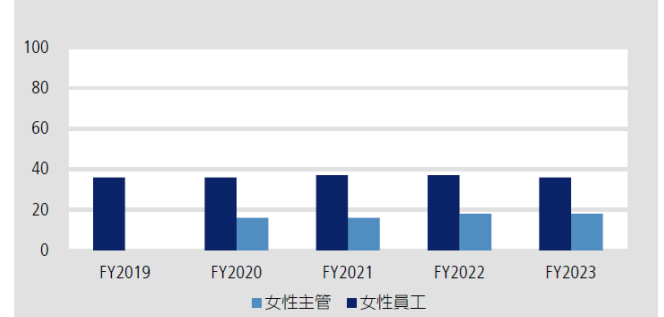
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 44：性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

On Semiconductor (ON.O/ON US)

周期尾端，靜待反轉契機

持有・首次評等

收盤價 May 22(US\$)	42.29
3 個月目標價 (US\$)	42.97
12 個月目標價 (US\$)	45.00
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	6.41

焦點內容

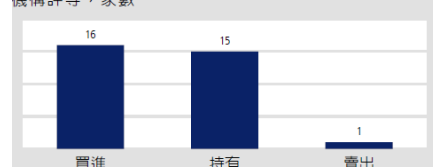
1. 產業週期性調整陸續進入到尾端。
2. 產能削減與重組改善獲利能力。
3. 看好公司高毛利產品的市占率提升。

交易資料表

市值 (US\$bn):	17.7		
流通在外股數 (百萬股):	418		
機構持有比例 (%):	111.0		
3M 平均成交量 (百萬股):	10.4		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	31.0-80.1		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(21.8)	(39.3)	(41.0)
相對表現 (%)	(18.9)	(37.1)	(51.9)

市場綜合評等

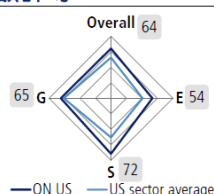
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價(美元)	33	47	70
潛在報酬(%)	(22.0)	12.2	65.5

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

首評安森美半導體，公司提供電源控制與感測相關 IC 產品，終端應用以車用與工控為主。

評論及分析

產業週期性調整陸續進入到尾端。公司表示已看到工業需求復甦，車用則呈 L 型復甦，公司預估 2Q25 營收季持平，主要反映工業需求季增中高個位數，但車用業務季減高個位數。公司將調整售價以維持產品市占率，預估 2Q25 毛利率下滑至 37.5%，低於市場共識的 39%。儘管庫存週轉天數季增 1.5 天至 218.7 天，但我們預估產業在歷時兩年的周期性調整後，2026 年將重啟年增的上行循環，隨產能利用率提升亦有望提升公司毛利率。

產能削減與重組改善獲利能力。公司預估今年將持續剝離非核心與低毛利業務，約影響營收 US\$3.0 億營收。此外，公司除了將內部晶圓廠產能縮減 12% 外，同時裁員 9%，預估未來每季將減少 US\$500 萬的營運成本。我們正向看待公司的調整計畫，短期受到產能削減與重組業務將使得部分資產減損，影響毛利率，但公司當景氣回溫時，產能利用率上升 1%，將使得毛利率上升 0.25-0.3%(1Q25 產能利用率約 58%，復甦週期的 UTR>80%)。

看好公司高毛利產品的市占率提升。公司表示 2025 年上海車展新車型，將有 50% 採用公司 SiC 模組。此外，公司預估高毛利產品組合(Treo)，將在 2030 年貢獻 US\$10 億，在 AI 資料中心領域，公司提供優於同業開關損耗的電源模組，並預估 2025 年 UPS 相關營收年增 40-50%；在下一代 ADAS 系統中，高階 CIS 產品亦持續提高市佔。

投資建議

我們首評 Onsemi，並給予「持有」評等，給予目標價 US\$45 元，以 2026 年每股盈餘 US\$2.53 及五年歷史平均 17.8 倍得出。

投資風險

車用與工控需求提升、關稅緩解。

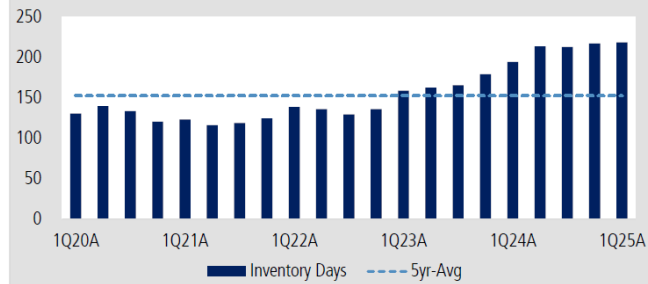
主要財務數據及估值

	Dec '22A	Dec '23A	Dec '24A	Dec '25E	Dec '26E
營業收入 (US\$百萬)	8,326	8,253	7,082	5,768	6,054
營業毛利 (US\$百萬)	4,098	3,885	3,222	2,221	2,382
營業利益 (US\$百萬)	2,868	2,667	1,965	1,049	1,214
稅後淨利 (US\$百萬)	2,343	2,258	1,696	918	1,060
每股盈餘 (US\$)	5.31	5.16	3.95	2.19	2.53
每股現金股利 (US\$)	-	-	-	-	-
營收成長率 (%)	23.5	(0.9)	(14.2)	(18.6)	5.0
每股盈餘增長率 (%)	81.5	(2.9)	(23.3)	(44.7)	15.7
毛利率 (%)	49.2	47.1	45.5	38.5	39.4
營業利益率 (%)	34.4	32.3	27.7	18.2	20.1
EBITDA Margin (%)	41.1	39.7	37.0	28.5	28.9
淨負債比 (%)	4.4	11.0	4.0	6.1	9.8
股東權益報酬率 (%)	38.0	29.0	19.5	11.9	14.2

資料來源: 公司資料; 凱基

圖 45: 庫存週轉天數

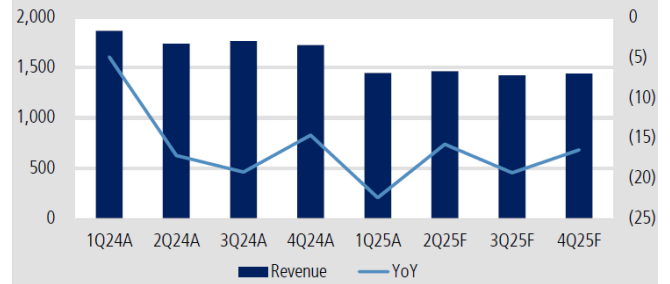
庫存週轉天數，天



資料來源：凱基

圖 46: 季營收與年增率

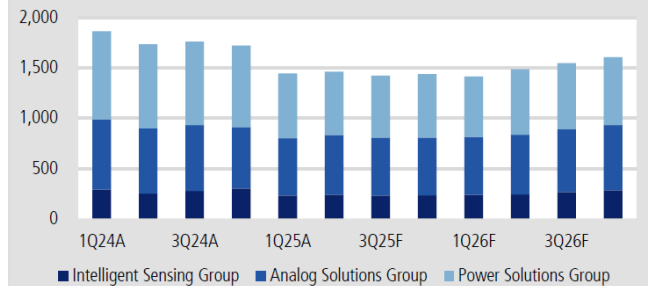
季營業收入，百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 47: 季營收(按產品)

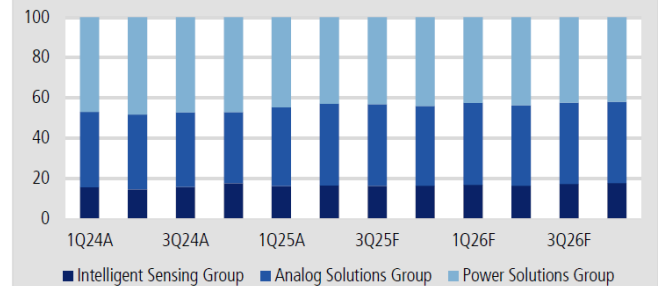
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 48: 季營收占比(按產品)

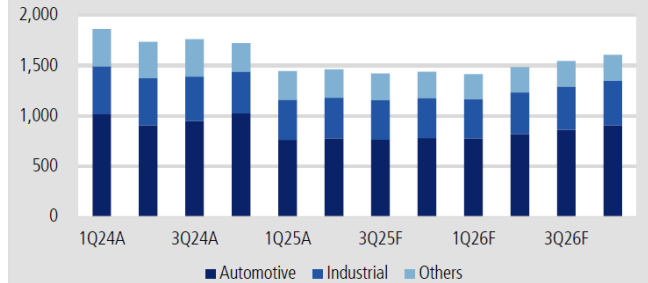
季營業收入，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 49: 季營收(按應用)

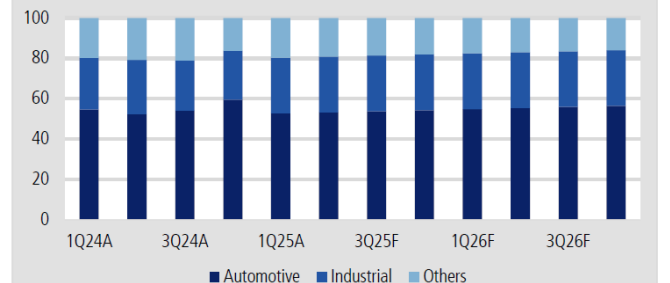
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 50: 季營收占比(按應用)

季營業收入，百分比



資料來源：彭博；凱基

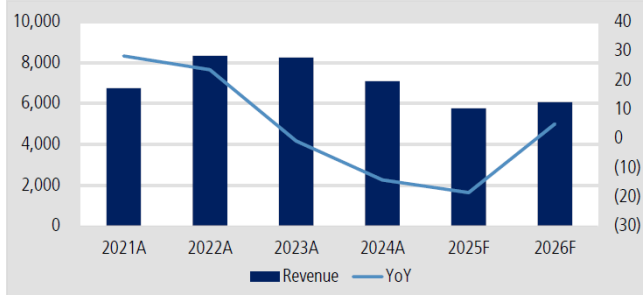
圖 51: 公司概況

ON Semiconductor 為美國知名半導體公司，專注於智慧電源與感測解決方案，產品涵蓋電源管理 IC、影像感測器、功率元件（如 SiC、MOSFET）等。公司聚焦於車用與工業市場，特別是在電動車電源模組、ADAS 影像感測、工業自動化等領域具領導地位。近年積極布局碳化矽（SiC）供應鏈並擴建產能，以支撐車用成長需求。onsemi 憑藉高效率與低耗能產品組合，強化在智慧電網、EV、工控等關鍵市場的競爭力。

資料來源：公司資料；凱基

圖 53: 季營收與年增率

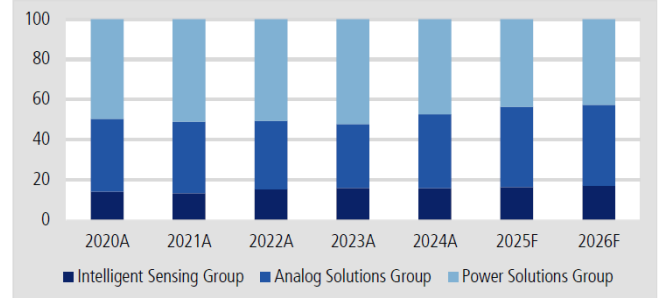
季營業收入，百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 52: 各類產品營收佔比

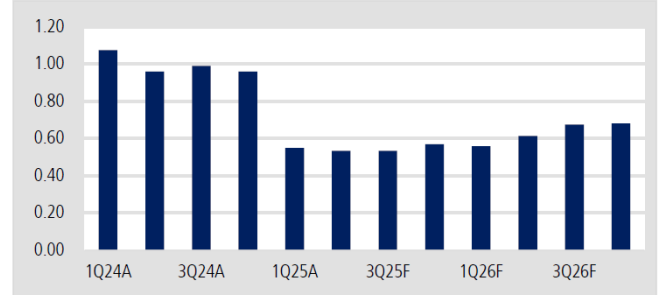
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 54: 每股盈餘

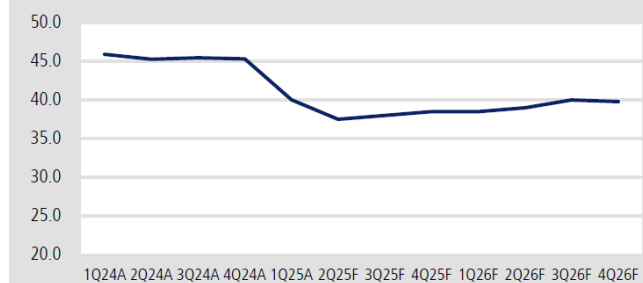
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 55: 毛利率

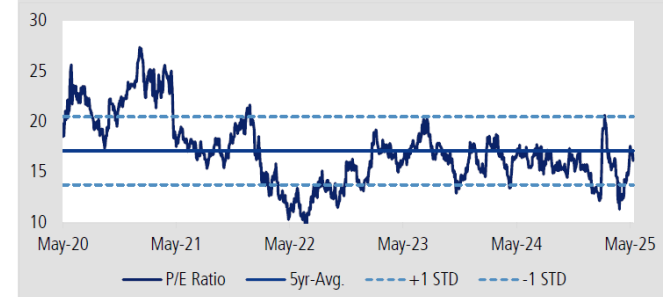
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 56: 未來 12 個月預估本益比

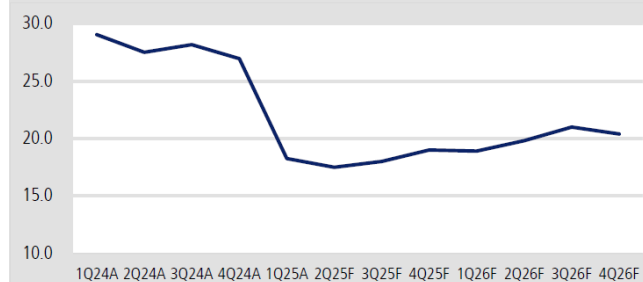
本益比，倍



資料來源：彭博；凱基

圖 57: 營業利潤率

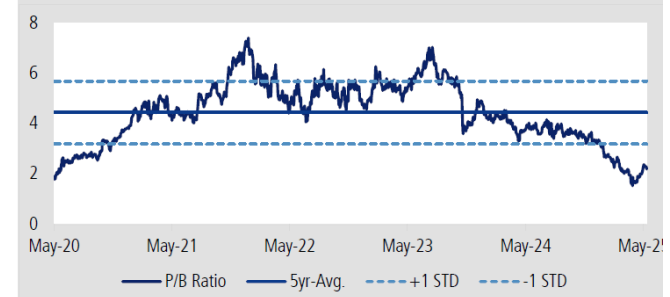
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 58: 未來 12 個月預估股價淨值比

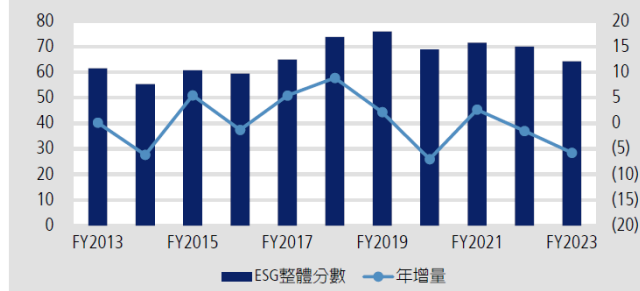
股價淨值比，倍



資料來源：公司資料；凱基

圖 59：ESG 整體分數

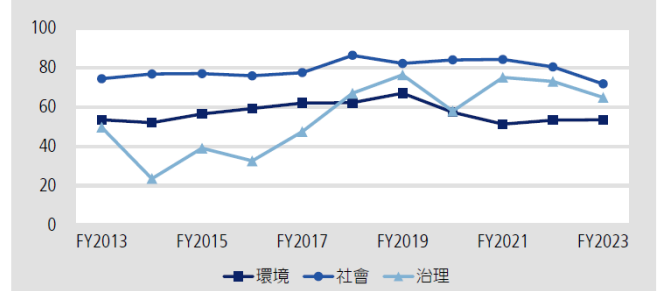
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 60：ESG 各項分數

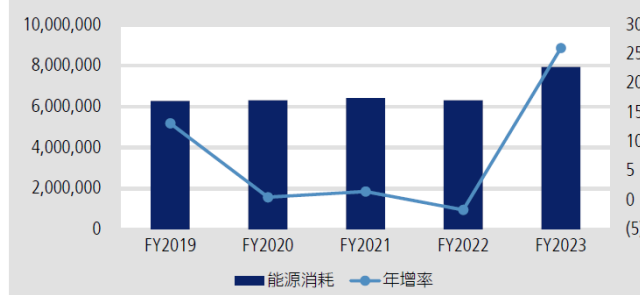
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 61：能源消耗

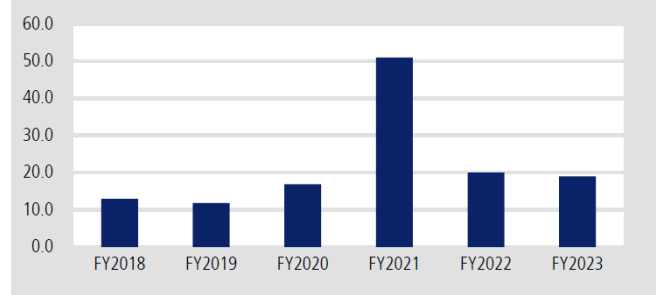
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 62：員工流動率

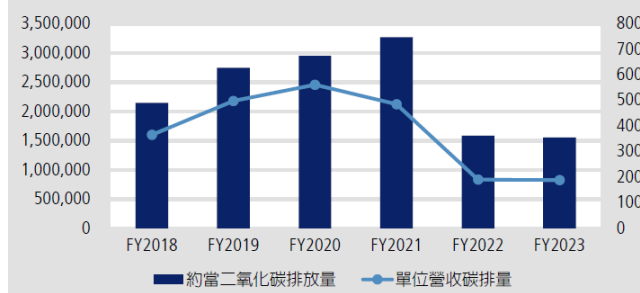
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 63：碳排放量

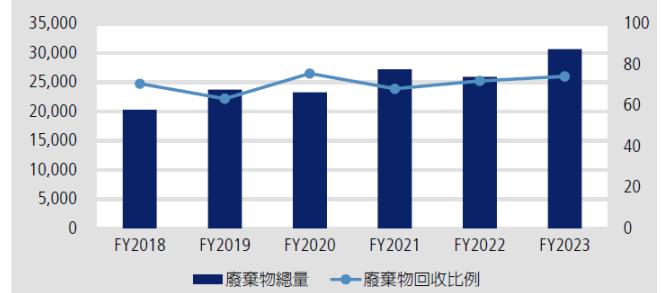
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 64：廢棄物總量

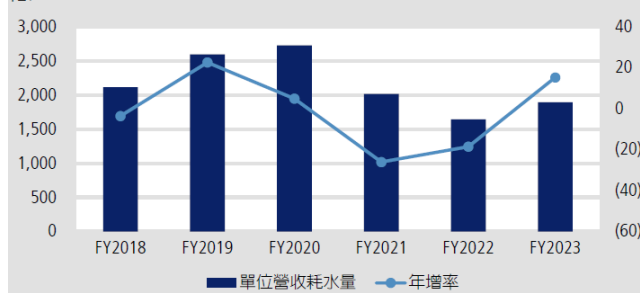
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 65：耗水量

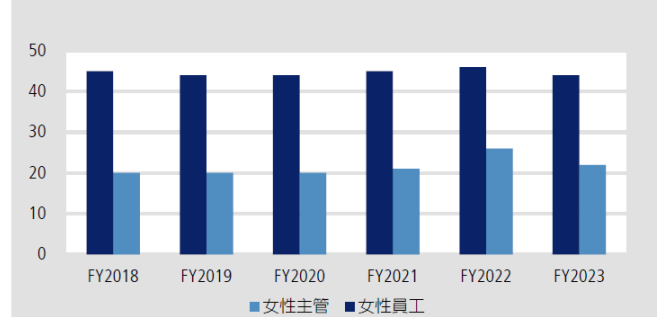
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 66：性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
約當二氧化碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
單位營收碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
耗水量	耗水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性主管	女性主管百分比 - 女性主管占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性主管之百分比 - 女性主管百分比 = 女性主管人數/主管總數*100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數

資料來源：Refinitiv；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。