半導體產業

設計服務產業：AI 晶片走向分段委外，量產紅利可期

焦點內容

1. 雲端自研晶片進入放量期，客製化晶片市場 2027-28 年維持高成長。
2. 先進製程與先進封裝同步升級，單顆晶片價值與設計複雜度持續提高。
3. 客戶由全包轉向分段委外，價值由全包廠移向客戶與多個分工夥伴。
4. 營收放大但毛利率下滑，評估應以營業利益金額與 EPS 為主。
5. 產能與資金成為承接大型案件的門票。

重要訊息

我們認為，AI 客製化晶片正由「向全包廠購買整顆晶片」轉向「客戶分段委外」，價值由全包廠移向客戶與多個分工夥伴；雖然 turnkey 比重提高使毛利率下滑，但量產規模放大帶來的營運槓桿，將使營業利益與 EPS 持續成長。台系 ASIC 業者將成為 2027-28 年 AI 基礎建設的主要受惠者之一。

評論及分析

雲端自研晶片進入放量期，客製化晶片市場 2027-28 年維持高成長。四大雲端業者 2026 年資本支出指引合計達 7,200-7,400 億美元，雲端晶片並由內部使用擴大至對外銷售。聯發科(2454 TT，NT$3,830，增加持股)估計 2027 年資料中心 ASIC 可服務市場達 800 億美元，Marvell (美)估計 2030 年客製化晶片 TAM 約 2,350 億美元，我們認為 2027-28 年客製化晶片市場可維持約 25%或以上的年複合成長。

先進製程與先進封裝同步升級，單顆晶片價值與設計複雜度持續提高。台積電(2330 TT，NT$2,285，受法規限制未評等)的 CoWoS 將由 2026 年的 5 倍光罩尺寸擴大至 2028 年量產的 9.5 倍，而後放大到 14 倍，2029 年以後的 SoW-X 更達 40 倍。封裝內的 die 與 HBM 數量持續增加，提高單顆晶片的 turnkey 價值，也使 back-end physical design 與封裝整合的工作量大幅增加。

客戶由全包轉向分段委外，價值由全包廠移向客戶與多個分工夥伴。Google (美)自第八代訓練用 TPU 起自行完成 compute die 的全部設計並自行採購 HBM，以避開全包廠的加價，I/O die、封裝整合與量產管理則全數交由聯發科；其他客戶多半 back-end 人力吃緊，back-end physical design、封裝整合與量產管理仍須委由分工夥伴。我們認為全包廠設定接案門檻後，門檻以下的案件將有機會「讓出來」給設計服務業者。

營收放大但毛利率下滑，評估應以營業利益金額與 EPS 為主。turnkey 比重提高與記憶體成本轉嫁使毛利率結構性下滑，但量產規模放大後，營運槓桿將推升營業利益與 EPS。以創意(3443 TT，NT$7,170，增加持股)為例，3Q26 營收年增 117.7%，毛利率由 24.2%降至 20.6%，但營業費用僅年增 26.9%，營業利益年增 141.9%，營益率由 12.2%升至 13.6%，EPS 由 6.47 元增至 16.95 元。

產能與資金成為承接大型案件的門票。AI 加速器的晶圓、CoWoS 與 HBM 成本大幅提高，turnkey 業務須預付晶圓與封裝款項並承擔存貨。聯發科完成 39 億美元零息海外轉換公司債訂價，創意董事會通過新台幣 400 億元聯貸及上限 8 億美元海外轉換公司債，世芯-KY (3661 TT，NT$3,420，增加持股)亦完成 5.1 億美元 GDS 募資；與台積電關係緊密、資金充足的業者在爭取下一代案件時更具優勢。

投資建議

我們看好台系 ASIC 業者 2027-28 年的獲利成長，推薦聯發科、創意及世芯-KY。聯發科承接 Google TPU 的 I/O die、封裝整合與量產管理，公司預期 4Q26 相關營收達 25 億美元，2027 年將達約 160 億美元營收目標區間的高端，約占 AI 加速器 ASIC 市場 20%；創意受惠客製化 CPU 等雲端 AI 晶片量產，turnkey 營收快速放大，加上車用與記憶體介面等成長引擎，以及記憶體控制、die-to-die 互連及 3D 整合等介面 IP，成長來源較為分散；世芯-KY 受惠美系 CSP 3nm AI 加速器放量，預期 2027 年獲利將創新高，2nm 專案預計 4Q26 開始 tape-out，為 2028 年接棒成長的動能。

投資風險

聯發科手機出貨衰退與 AI 晶片量產不如預期；創意及世芯-KY 營業利益未能隨營收成長與競爭加劇；三家皆有客戶集中與雲端資本支出放緩風險。

圖 1：投資評價

股票代碼	公司	市值 (US$mn)	股價 (NT$)	評等	目標本益比 (x)	新目標價 (NT$)	前目標價 (NT$)	評價基礎	漲幅/(跌幅)(%)	EPS (NT$) 2026F	EPS (NT$) 2027F	EPS (NT$) 2028F	本益比 (x) 2026F	本益比 (x) 2027F	本益比 (x) 2028F
2454 TT	聯發科	186,741	3,830	增加持股	25	6,250	5,500	2028年EPS	63.2	73.57	150.48	254.20	52.1	25.5	15.1
3443 TT	創意	29,290	7,170	增加持股	40	9,900	5,870	2H27-1H28 EPS	38.1	62.97	175.43	302.59	113.9	40.9	23.7
3661 TT	世芯-KY	9,002	3,420	增加持股	30	6,600	6,180	2027年EPS	93.0	124.20	219.12	409.40	27.5	15.6	8.4

資料來源：Bloomberg，凱基預估

投資摘要

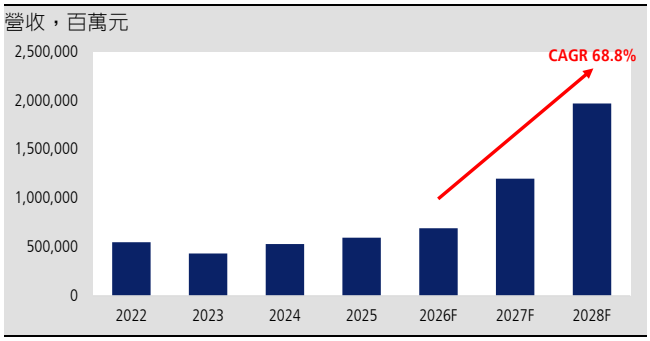
我們認為，AI 客製化晶片正由「向全包廠購買整顆晶片」轉向「客戶分段委外」，此一結構性轉變將使價值由全包廠移向客戶與多個分工夥伴，台系 ASIC 業者將成為 2027-28 年 AI 基礎建設的主要受惠者之一。

量的方面，四大雲端業者 2026 年資本支出指引合計達 7,200-7,400 億美元，市場共識預估 2027 年將超過 1.1 兆美元，雲端自研晶片已由試行階段進入放量期，聯發科(2454 TT，NT$3,830，增加持股)估計 2027 年資料中心 ASIC 可服務市場達 800 億美元，Marvell (美)則估計 2030 年客製化晶片 TAM 約 2,350 億美元。分工方面，Google (美)自第八代訓練用 TPU (TPU v8t)起自行完成 compute die 的全部設計，並自行採購 HBM，I/O die、封裝整合與量產管理則全數交由聯發科，顯示大型客戶開始避開全包廠的加價，但即使是設計能力最完整的客戶，封裝整合與量產管理仍須仰賴分工夥伴，而這正是台系 ASIC 業者的核心能力。獲利方面，turnkey 營收放大雖稀釋毛利率，但量產規模放大後，營業費用成長低於毛利金額成長，營運槓桿將推升營業利益與 EPS。

我們看好台系 ASIC 業者 2027-28 年的獲利成長，推薦聯發科、創意(3443 TT，NT$7,170，增加持股)及世芯-KY (3661 TT，NT$3,420，增加持股)。聯發科承接 Google TPU 的 I/O die、封裝整合與量產管理，首顆 AI 加速器已於 2026 年 9 月開始出貨，公司於 3Q26 法說會預期 4Q26 相關營收達 25 億美元，2027 年將達約 160 億美元營收目標區間的高端，約占 AI 加速器 ASIC 市場 20%，第二代產品預計 1Q28 量產，第二個 AI ASIC 客戶亦將於 2028 年開始貢獻營收。我們估計 2028 年 AI 加速器 ASIC 將占其營收約 60-65%，TPU 業務可望重塑其營收結構。創意受惠客製化 CPU 等雲端 AI 晶片量產，turnkey 營收快速放大，2026 年前三季營收年增 102.8%，3Q26 晶圓產品營收年增 189.7%，雲端應用占營收比重達 86%，合約負債亦由 2025 年底的新台幣 73.4 億元增至 154.8 億元，顯示後續量產案源持續累積，加上車用與記憶體介面等成長引擎，以及記憶體控制、die-to-die 互連及 3D 整合等介面 IP，成長來源較為分散。世芯-KY 則受惠美系 CSP 3nm AI 加速器自 2Q26 起放量，我們預期 2027 年獲利將創新高，2nm AI 加速器亦預計於 2026 年底前完成晶片第一版本的 tape-out，為 2028 年接棒成長的主要動能，是台系設計服務業者中對北美 AI 加速器量產受惠程度最高的標的。

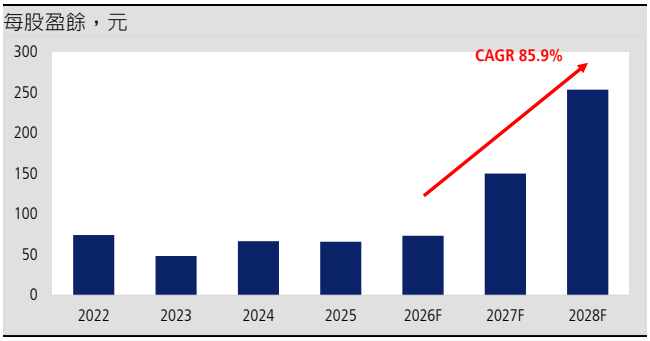
聯發科的主要風險為智慧型手機出貨衰退、AI 晶片量產爬坡不如預期，以及 AI ASIC 營收集中於單一客戶。創意及世芯-KY 等台系設計服務業者的主要風險則包括客戶集中與世代交替造成的營收波動；量產規模不如預期使營業利益未能隨營收成長；聯發科、Arm (英)與其他 ASIC 業者在新案件上的競爭；先進製程與封裝產能分配不如預期；以及雲端資本支出循環變化。

圖 2：聯發科 2026-28 年營收將年複合成長 68.8%



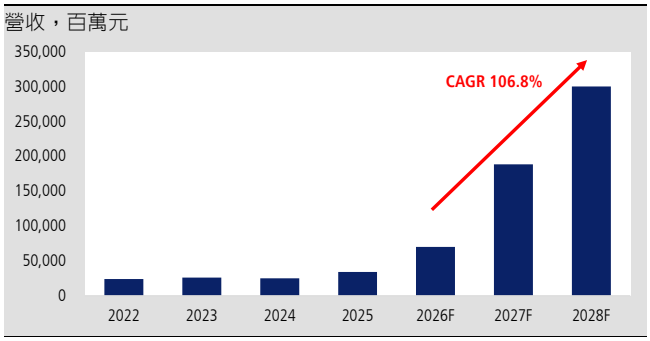
資料來源：公司資料，凱基預估

圖 3：聯發科 2026-28 年每股盈餘將年複合成長 85.9%



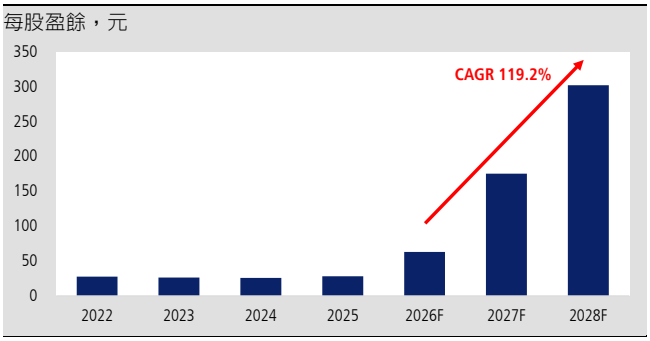
資料來源：公司資料，凱基預估

圖 4：創意 2026-28 年營收將年複合成長 106.8%



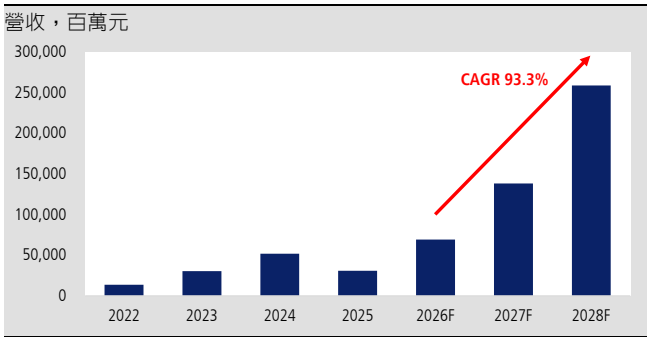
資料來源：公司資料，凱基預估

圖 5：創意 2026-28 年每股盈餘將年複合成長 119.2%



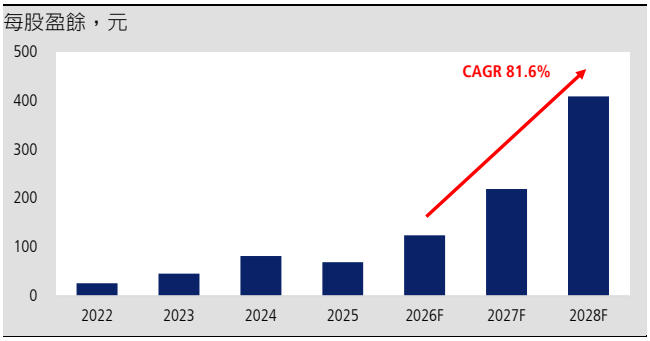
資料來源：公司資料，凱基預估

圖 6：世芯-KY 2026-28 年營收將年複合成長 93.3%



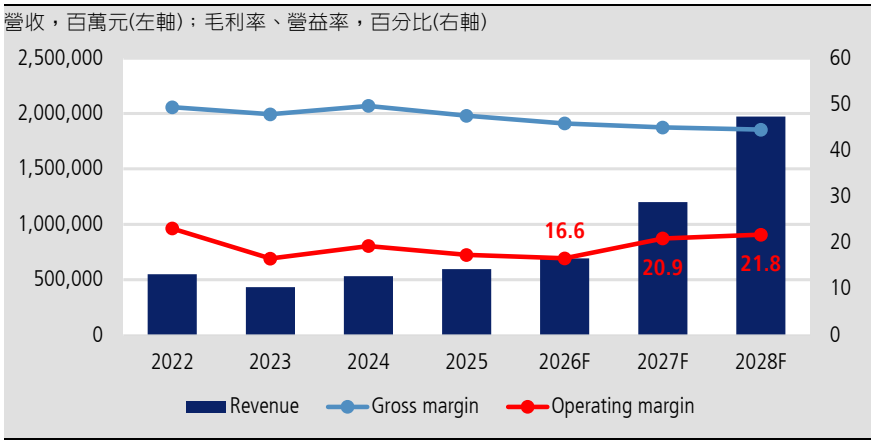
資料來源：公司資料，凱基預估

圖 7：世芯-KY 2026-28 年每股盈餘將年複合成長 81.6%



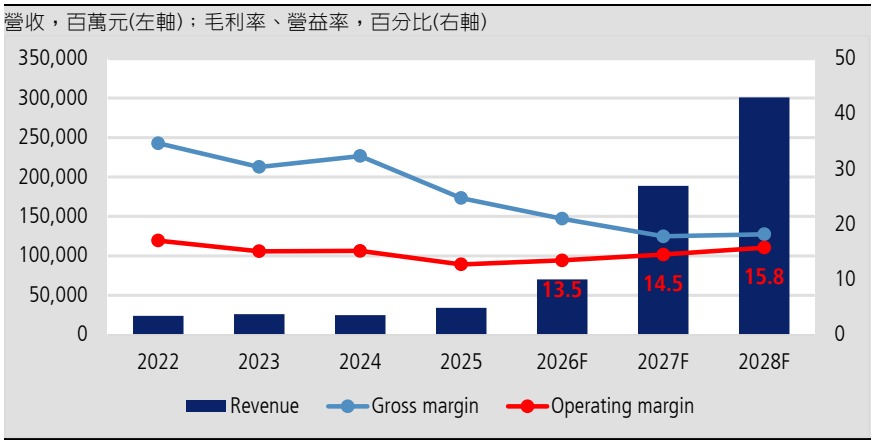
資料來源：公司資料，凱基預估

圖 8：聯發科營收、毛利率、營益率趨勢



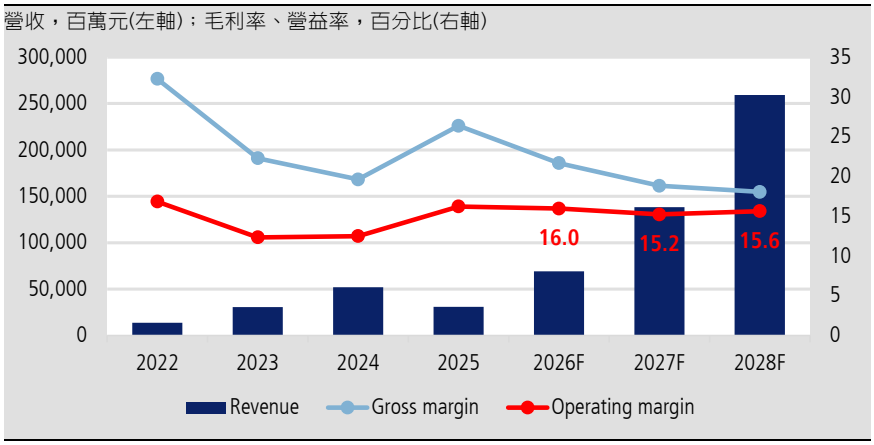
資料來源：公司資料，凱基預估

圖 9：創意營收、毛利率、營益率趨勢



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 10：世芯-KY 營收、毛利率、營益率趨勢



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 11：雲端業者 ASIC 出貨量預估

Shipments (k units)	2023	2024	2025	2026F	2027F
ASIC	**2,259**	**3,984**	**4,827**	**7,333**	**13,794**
YoY (%)	N.M.	76	21	52	88
Amazon/ AWS (Trainium)	495	1,225	1,600	2,432	3,060
Google (TPU)	**1,464**	**2,099**	**2,527**	**3,641**	**7,876**
- Ironwood					1,770
- Sunfish					2,528
- Whalefish					158
- Merope					
- Zebrafish					3,420
- Humufish/ Triggerfish					
- Icefish					
Meta (MTIA)	0	300	300	350	853
Microsoft (Maia)	0	60	100	350	955
OpenAI	0	0	0	60	550
Others	300	300	300	500	500
AI Accelerator	**3,904**	**8,714**	**11,580**	**17,131**	**25,080**
YoY (%)	N.M.	123.2	32.9	47.9	46.4
YoY (%)					
Amazon/ AWS (Trainium)	-	147	31	52	26
Google (TPU)	-	43	20	44	116

資料來源：凱基預估

圖 12：雲端業者 ASIC 產品路徑圖

Time	Company/ CSP	Product/ chip	Design service partner	Process node	Memory type	Memory capacity	APT type	Hybrid bonding/ SoIC
4Q25	**Google**	TPU v7 Ironwood (Ghostfish)	Broadcom	TSMC N3	HBM3E	192GB	CoWoS-S	N
4Q26	**Google**	TPU v8i (Sunfish)	Broadcom	TSMC N3	HBM3E	288GB	CoWoS-S	N
4Q26	**Google**	TPU v8t (Zebrafish/ A5921)	Google+MediaTek	TSMC N3	HBM3E	216GB	CoWoS-S	N
1H28	**Google**	TPU v9t (Humufish/ A5922)	Google+MediaTek	TSMC N2	HBM4E	288GB	EMIB-T	N
1H28	**Google**	TPU v9t plus (Triggerfish/ A5922)	Google+MediaTek	TSMC N2	HBM4E	384GB	EMIB-T	N
1H28	**Google**	TPU v9i (Whalefish)	Broadcom	TSMC N3	HBM4E	384GB	CoWoS-S	N
4Q28	**Google**	TPU v10t (Icefish/ A5923)	Google+MediaTek	TSMC A14	HBM5	512GB	EMIB-T	Y
3Q24	**Amazon/ AWS**	Trainium2 (Cayman)	Marvell	TSMC N5	HBM3	96GB	CoWoS-R	N
4Q25	**Amazon/ AWS**	Trainium2.5 (Cayman)	Marvell	TSMC N5	HBM3E	144GB	CoWoS-R	N
2Q26	**Amazon/ AWS**	Trainium3 (Mariana)	Annapurna Labs+Alchip	TSMC N3	HBM3E	216GB	CoWoS-R	N
2Q26	**Amazon/ AWS**	Trainium3 lite (Mariana)	Annapurna Labs+Marvell	TSMC N3	HBM3E	216GB	CoWoS-R	N
4Q27-1Q28	**Amazon/ AWS**	Trainium4 (Maverick)	Annapurna Labs+Alchip	TSMC N2	HBM4	288GB	CoWoS-L	N
1H26	**Meta**	MTIA 300 (Athena)	Broadcom	TSMC N3	HBM3E	216GB	CoWoS-S	N
2H26	**Meta**	MTIA 400 (Iris)	Broadcom	TSMC N3	HBM3E	216GB	CoWoS-L	N
1H27	**Meta**	MTIA 450 (Arke)	Broadcom	TSMC N2	HBM4	288GB	CoWoS-L	N
2H27	**Meta**	MTIA 500 (Astrid)	Broadcom	TSMC N2	HBM4	384GB	CoWoS-L	N
2Q24	**Microsoft**	Maia 100 (Athena)	Microsoft+GUC	TSMC N5	HBM2E	64GB	CoWoS-S	N
1H26	**Microsoft**	Maia 200 (Braga)	Microsoft+GUC	TSMC N3	HBM3E	216GB	CoWoS-S	N
2H27	**Microsoft**	Maia 300 (Griffin)	Marvell	TSMC N2	HBM4	288GB	CoWoS-L	N
2H26	**OpenAI**	Jalapeño	Broadcom	TSMC N3	HBM4	216GB	CoWoS-L	N

資料來源：凱基預估

ASIC 設計服務由代工代管走向 AI 系統分工

ASIC 設計服務業者的角色，是替缺乏完整晶片設計或製造管理團隊的客戶，將產品規格轉為可量產的晶片。收入主要分為兩類，一是設計階段向客戶收取的一次性工程費用(NRE)，依開發里程碑認列，金額相對小但毛利率高；二是量產階段代客戶向晶圓代工及封測廠下單，再將成品晶片銷售給客戶的 turnkey 營收，金額大但毛利率低。

回顧產業發展，第一階段以消費性電子及網通 ASIC 為主，客戶多為缺乏晶片團隊的系統廠，2002 年 Cisco (美)即曾將高量產品改採 Customer-owned tooling (COT)模式直接與台積電(2330 TT，NT$2,285，受法規限制未評等)合作，僅將低量產品留給 ASIC 業者；第二階段始於雲端業者自研 AI 加速器，由於晶片規模大且需要高速傳輸 IP 與先進封裝，主要由 Broadcom (美)等全

包式 ASIC 業者主導；第三階段則自 2025 年後逐步成形，隨單一晶片平台出貨量放大，客戶開始自行掌握架構、front-end 設計與記憶體採購，再依自身能力將 back-end physical design、I/O die、封裝整合與量產管理委外，compute die 與 I/O die 甚至可由客戶與不同業者分別負責(見圖 13)。我們認為，第三階段的分工模式，使設計服務業者由過去的代工代管角色，轉為 AI 系統分工中的關鍵夥伴；台系的聯發科、創意及世芯-KY 皆為此一分工模式的主要受惠者，聯發科承接 Google TPU 的 I/O die、封裝整合與量產管理，創意與世芯-KY 則承接其他客戶的 back-end physical design、封裝整合與量產管理。

圖 13：三種分工模式下，客製化晶片各步驟由誰負責

Step	What it involves	Full-service ASIC	Design service	Customer-owned tooling (COT)
1. Architecture definition	Application, clock & TDP	Customer-led	Customer	Customer
2. Front-end design	Turn the architecture into logic and verify it	Mostly vendor	**Mostly CSP customers, smaller customers may outsource**	Customer
3. Key IP	SerDes, memory interfaces, die-to-die links	Vendor IP	Design service firm or third party	**Customer licenses or partner-supplied**
4. Back-end physical design	Transistor placement, timing & power	Vendor	Design service firm	**Customer or subcontractor**
5. Tape-out	Send the final design to the foundry for masks	Vendor	Design service firm	Customer deals directly with the foundry
6. Memory procurement	Sourcing HBM	Vendor buys and marks up	**Customer supplies or firm sources**	Customer buys directly
7. Advanced packaging	Combine several dies and HBM into one package	Vendor	Design service firm coordinates with OSATs	**Customer-led, split with partners**
8. Test and production management	Manage yield, capacity and inventory	Vendor	Design service firm	**Customer-led, partners assist**
Pricing and examples		Customer pays the full chip price e.g. Broadcom's traditional model	NRE plus turnkey e.g. GUC, Alchip, Socionext	Paid by work package e.g. Google's v8t TPU

資料來源：凱基

雲端自研晶片進入放量期，2027-28 年客製化晶片市場維持高成長

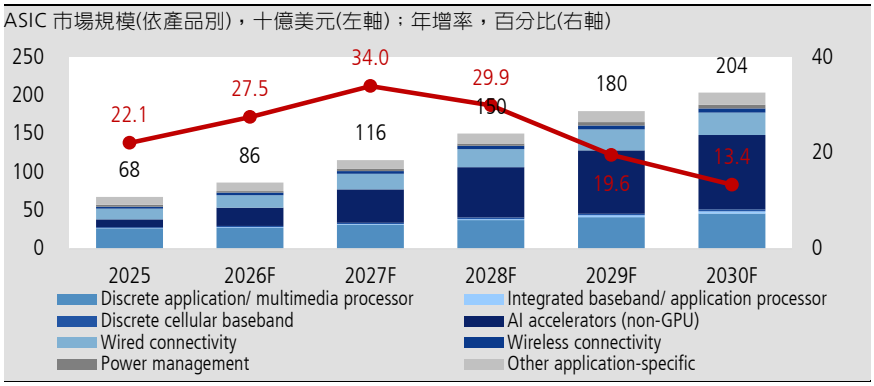
由於各機構對市場的定義不同，客製化晶片市場規模的估計差異甚大。聯發科估計 2027 年資料中心 ASIC 可服務市場達 800 億美元，並於 3Q26 法說會表示，2027 年營收目標約占 AI 加速器 ASIC 市場 20%；Marvell 於 2026 年投資人日將 2030 年客製化晶片 TAM 上調至約 2,350 億美元，2025-30 年複合成長約 55%，惟其口徑包含網卡、記憶體擴充及儲存控制等 XPU 周邊晶片；世芯-KY 估計 AI ASIC 市場將由 2024 年約 130 億美元成長至 2030 年逾 1,500 億美元；Gartner 資料則顯示，涵蓋手機、車用及網通等各類客製化晶片的 ASIC 市場，將由 2025 年 677 億美元成長至 2030 年 2,036 億美元，年複合成長約 25%。各家估計的差異，主要來自是否包含晶片內的 HBM 與整櫃系統、是否包含周邊晶片、可服務市場與總市場的差別，以及預測發布的時點。我們認為，不論採用何種口徑，2027-28 年客製化晶片市場皆可維持約 25%或以上的年複合成長，其中 AI 加速器為主要成長引擎，對聯發科、創意及世芯-KY 形成長期營運支撐。

圖 14：個別公司、機構對客製化晶片市場規模的估計與口徑

Source	What is estimated	Size (US$bn)	Scope
MediaTek	2027 data center ASIC serviceable market	US$80bn	Only the part MediaTek itself can address (SAM)
Marvell	2030 custom silicon TAM	US$235bn	Includes XPU-attach chips, 55% CAGR
Alchip	2030 AI ASIC market	>US$150bn	Up from US$13bn in 2024
Broadcom	FY2028 AI revenue target	US$230bn	One company, incl. HBM in the package, networking and some full racks; US$115bn in FY2027
Gartner	2030 ASIC market	US$203.6bn	All custom chips incl. handset, auto and networking; US$67.7bn in 2025

資料來源：聯發科，Marvell，世芯-KY，Broadcom，Gartner，凱基預估

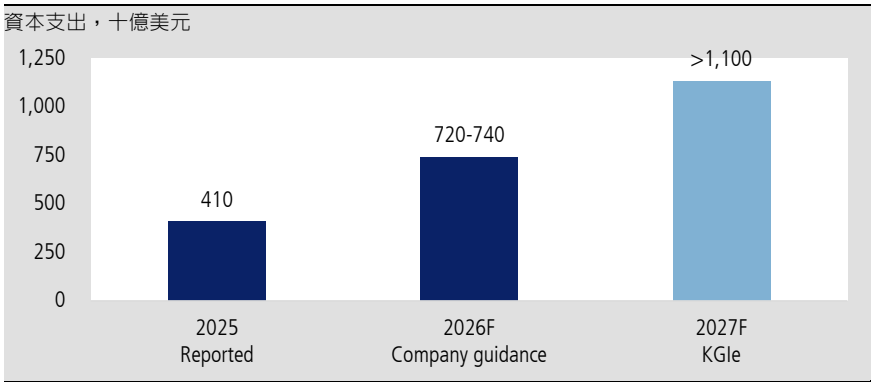
圖 15：Gartner 估計 ASIC 市場 2030 年將達 2,036 億美元，AI 加速器成為最大產品類別



資料來源：Gartner，凱基預估

需求面，雲端業者的資本支出與自研晶片同步放大。四大雲端業者 2025 年資本支出合計約 4,100 億美元，2026 年最新指引合計達 7,200-7,400 億美元，市場共識預估 2027 年將超過 1.1 兆美元(見圖 16)。Amazon (美)自研晶片業務年化營收已逾 250 億美元，Trainium 營收承諾逾 2,250 億美元，Trainium3 接近全數被預訂，OpenAI (美)亦將自 2027 年起使用 2GW 的 Trainium 算力；Google 自 2Q26 開始將 TPU 系統交付至客戶自有機房，相關營收多數於 2027 年認列，並與 Blackstone (美)合組 TPU 雲端，預計 2027 年上線 500MW，我們估計 Google TPU 出貨量將由 2026 年約 364 萬顆增至 2027 年近 788 萬顆；Meta (美)於兩年內推出四代 MTIA，Microsoft (美)亦推出 Maia 200 及 Cobalt 200。此外，Broadcom 預期 AI 實驗室 Anthropic (美)將於 2027 年成為其最大 XPU 客戶。我們認為，雲端晶片已由內部使用擴大至對外銷售，將使客製化晶片量產營收的天花板持續提高。

圖 16：四大雲端業者資本支出

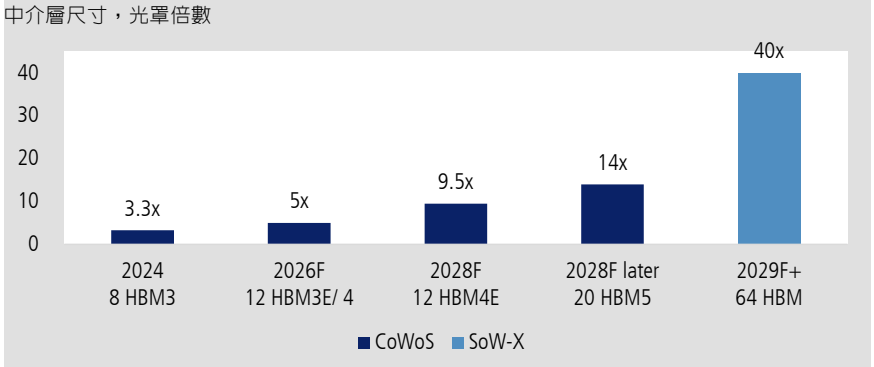


資料來源：Amazon，Alphabet，Microsoft，Meta，Bloomberg，凱基預估

先進製程與先進封裝同步升級，單顆晶片價值與設計複雜度持續提高

供給面，台積電於 3Q26 法說會預估 2026 年營收年增約 44%，董事長並表示 AI 加速器營收 2024-29 年複合成長可能高於原先 55%至近 60%的目標，2026 年資本支出維持 600-640 億美元，且 2026-28 年資本支出將明顯高於過去三年。製程方面，N2 已有逾 20 個客戶 tape-out、逾 70 個在規劃，A16 量產延至 2027 年，A14 預計 2028 年量產；封裝方面，CoWoS 於 2026 年量產 5 倍光罩尺寸，2028 年量產 9.5 倍，而後放大到 14 倍，2029 年以後的 SoW-X 更達 40 倍(見圖 17)。Marvell 亦指出新一代 XPU 封裝內已超過 10 顆 die，基板邊長由 100mm 走向 150mm。學術研究顯示，5nm、800mm²的大型 die，缺陷成本已超過製造成本一半，拆成兩到三顆 chiplet 通常最具效益，但須有足夠出貨量才能攤提多顆 die 的光罩與設計成本。我們認為，製程微縮與封裝擴大，一方面提高單顆晶片的 turnkey 價值，另一方面也使 back-end physical design、die-to-die 互連、電源與散熱設計，以及 multi-die 封裝整合的工作量大幅增加，有利於承接封裝整合與量產管理的聯發科、具備 die-to-die 互連與封裝整合 IP 的創意，以及具備先進製程 physical design 經驗的世芯-KY。我們估計世芯-KY 2nm AI 加速器的 ASP 將達 3nm 的 2 倍以上，即為單顆晶片價值提高的例證。

圖 17：台積電 CoWoS 與 SoW-X 封裝尺寸演進



資料來源：台積電 2026 年北美技術論壇，台積電 3Q26 法說會，凱基預估
** 下方為可整合的 HBM 顆數與規格*

量大之後客戶開始分段委外，價值由全包廠移向客戶與多個分工夥伴

我們認為，2027-28 年 ASIC 設計服務產業最重要的結構性變化，是大型客戶由全包式採購轉向分段委外。出貨量小時，將整顆晶片交由全包廠負責最為省事；但當單一客戶每年採購數十萬至數百萬顆晶片，全包廠在邏輯晶片與記憶體上的加價，即成為每年數十億美元的成本。Google 自 TPU v8t 起自行完成 compute die 的全部設計，並將 HBM 採購收回自行處理，省下全包廠約 5-20%的 HBM 加價，I/O die、封裝整合與量產管理則全數交由聯發科(見圖 18)。值得注意的是，客戶收回的範圍依自身能力而定，Google 屬於設計能力最完整的少數客戶，多數客戶則僅收回架構、front-end 設計與記憶體採購，back-end physical design、封裝整合、測試及量產管理仍須委由設計服務業者等分工夥伴執行，使原本由單一全包廠取得的價值，重新分配至客戶與多個分工夥伴；聯發科正是因此取得 TPU 的 I/O die、封裝整合與量產管理，為分段委外的直接受惠者。

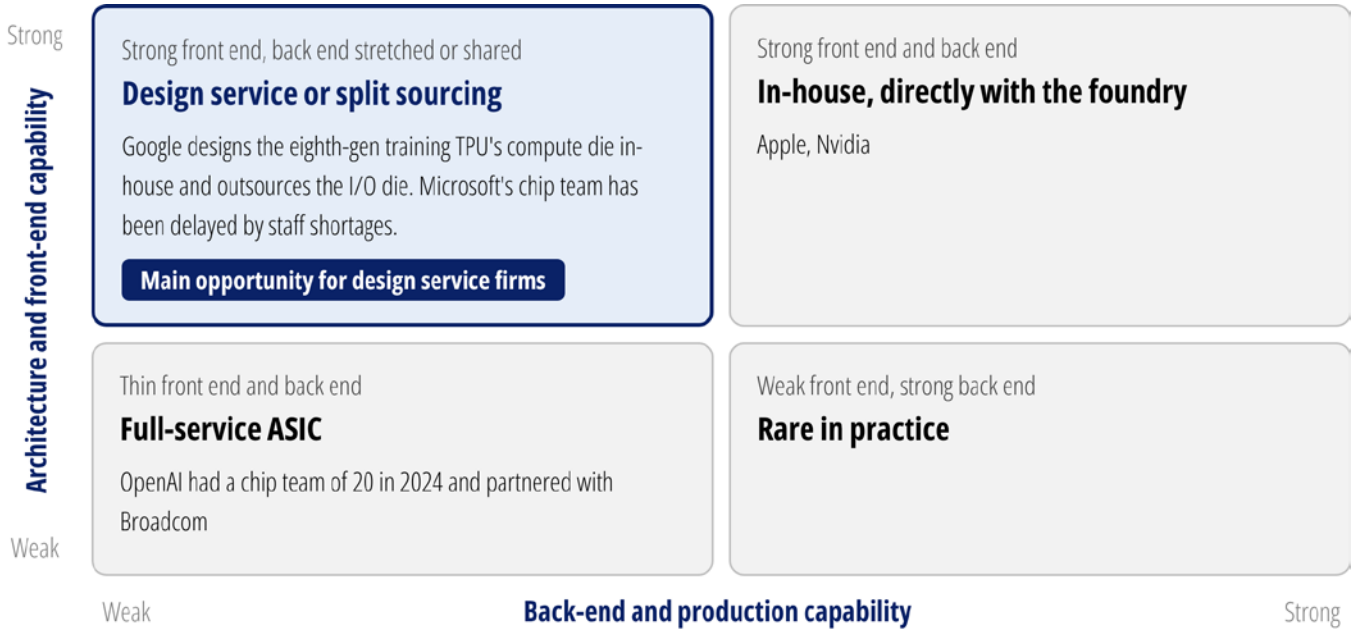
圖 18：Google 第八代訓練用 TPU (TPU v8t)的分工方式

Item	Traditional full-service model	Eighth-gen training TPU
Compute die	Designed by the vendor	Designed by Google
I/O die	Vendor	**MediaTek**
HBM	Bought by the vendor and marked up	Bought directly by Google
Overall	The vendor handles design, IP, memory buying and production, and the customer pays the full chip price.	Per Counterpoint, Google avoids the vendor's 5-20% markup on HBM.

資料來源：Counterpoint，凱基

對設計服務業者而言，客戶分段委外代表每顆晶片可收取的金額下降，但可參與的案件與量產規模擴大。世芯-KY 於 2026 年 2 月的新聞稿即指出，AI 提高了量產管理在 ASIC 價值鏈中的重要性，並將自身定位為比轉進 ASIC 市場的標準品大廠更具彈性的選擇。另一方面，客戶自建團隊的速度跟不上工作量成長，Microsoft 下一代 Maia 因設計變更與人力流失延後至少六個月，Meta 則透過收購 Rivos (美)補強晶片團隊。此外，雲端業者在提高自研比例的同時，也開始引進第二家 ASIC 供應商。我們認為，front-end 能力強、但 back-end 人力不足或需要共用 back-end 團隊的客戶，最適合將 back-end 與量產委由設計服務業者，或拆分給多家夥伴分工，創意在介面 IP 與封裝整合、世芯-KY 在先進製程 physical design 與量產管理，分別對應此一分工趨勢。

圖 19：客戶的 front-end 與 back-end 能力，決定最適合的外包模式



資料來源：Counterpoint，DatacenterDynamics，凱基

雲端晶片對外銷售與晶片走向封裝系統，擴大量產規模與整合需求

另外兩項結構性變化，同樣有利設計服務業者擴大營收規模。其一是雲端晶片由內部使用走向對外銷售，Google 將 TPU 系統交付至客戶機房並與 Blackstone 合組 TPU 雲端，Amazon 則將 Trainium 供應給 OpenAI 及 Anthropic 等 AI 實驗室，使單一晶片平台的出貨量擴大、生命週期拉長。其二是晶片走向封裝系統，單一封裝內的 compute die、I/O die 與 HBM 數量持續增加，die-to-die 互連、HBM 介面與 2.5D/3D 封裝設計成為新的設計重點。不過，單一平台放量也代表買家更加集中，Nvidia (美)亦透過 NVLink Fusion 將客製化晶片接入自家機櫃，競合關係更趨複雜。

產能與資金成為門票，營收放大但毛利率結構性下滑

隨 AI 加速器的晶圓、CoWoS 與 HBM 成本大幅提高，turnkey 業務需要預付晶圓與封裝款項並承擔存貨，產能取得與資金實力成為承接大型案件的門檻。世芯-KY 即表示，載板與封裝產能優先供應雲端業者，使車用與消費性業務出貨受限，若無此限制，3Q26 營收可再多約 1 億美元；我們亦認為 wafer allocation 是創意營收上修的關鍵變數。聯發科於 2026 年 8 月完成 39 億美元零息海外轉換公司債訂價以確保供應鏈產能，創意於 2026 年 8 月董事會通過新台幣 400 億元聯貸及上限 8 億美元的海外轉換公司債，世芯-KY 亦於 2026 年 6 月完成 5.1 億美元 GDS 募資；客戶端則開始以股權綁定供應，Google 取得約 5,897 萬股 Marvell 認股權證。我們認為，與台積電關係緊密、具備產能協調經驗與充足資金的業者，在爭取下一代大型案件時更具優勢，惟募資造成的股本稀釋亦須納入考量。

另一方面，turnkey 比重提高與記憶體成本轉嫁，使產業呈現營收放大但毛利率下滑的現象，全包廠亦不例外，Broadcom 預估 FY4Q26 合併毛利率約 73%，低於去年同期的 78%，主因 XPU 內含的記憶體比重提高。設計服務業者的情況更為明顯，我們預估世芯-KY 毛利率將由 2026 年的 21.7%降至 2028 年的 18.0%，但營益率將保持於 15-16%之間；創意 3Q26 的實際數字亦呈現相同趨勢，營收年增 117.7%至 187.5 億元，毛利率由 24.2%降至 20.6%，但營業費用僅年增 26.9%，營業利益年增 141.9%至 25.5 億元，營益率由 12.2%升至 13.6%，EPS 由 6.47 元增至 16.95 元。我們認為，評估設計服務業者應以營業利益金額與 EPS 為主，量產規模放大後，營業費用成長低於毛利金額成長所帶來的營運槓桿，才是獲利成長的關鍵；毛利率下滑本身並非負面訊號，營業利益同步下滑才是需要警惕的訊號。

訓練與推論分家，雲端業者晶片型號增加，NRE 成長具結構性

雲端業者晶片型號增加已是確定趨勢，主要來自三股力量。一是訓練與推論需求分家，Google 第八代 TPU 拆分為訓練用的 TPU v8t 與推論用的 TPU v8i，Meta 的 MTIA 400、450 及 500 以生成式 AI 推論為主，Microsoft Maia 200 專為推論設計，OpenAI 首顆自研晶片 Jalapeño 亦鎖定推論；二是改版週期縮短，Meta 採模組化、可重用的設計，兩年內推出四代 MTIA，新晶片每六個月或更短即可推出，遠快於業界一至兩年的節奏；三是晶片拆成多顆 die 後，衍生型號更容易推出。我們認為，型號增加將帶動 tape-out 數與 NRE 成長；惟型號增加主要集中於前四、五大雲端業者與 AI 實驗室，新增型號亦多為衍生型號，出貨仍集中於旗艦平台，NRE 總額的成長幅度可能低於 tape-out 數成長。由於單季 NRE 隨專案里程碑認列而波動較大，且常集中於年底認列，宜以年度趨勢觀察，我們預估創意 2026-28 年 NRE 及 IP 營收年增率分別為 18.4%、15.5%及 12.8%，世芯-KY 的 NRE 營收年增率分別為 10.5%、10.0%及 9.6%。

圖 20：雲端業者 ASIC 產品路徑圖

Time	Company/ CSP	Product/ chip	Design service partner	Process node	Memory type	Memory capacity	APT type	Hybrid bonding/ SoIC
4Q25	**Google**	TPU v7 Ironwood (Ghostfish)	Broadcom	TSMC N3	HBM3E	192GB	CoWoS-S	N
4Q26	**Google**	TPU v8i (Sunfish)	Broadcom	TSMC N3	HBM3E	288GB	CoWoS-S	N
4Q26	**Google**	TPU v8t (Zebrafish/ A5921)	Google+MediaTek	TSMC N3	HBM3E	216GB	CoWoS-S	N
1H28	**Google**	TPU v9t (Humufish/ A5922)	Google+MediaTek	TSMC N2	HBM4E	288GB	EMIB-T	N
1H28	**Google**	TPU v9t plus (Triggerfish/ A5922)	Google+MediaTek	TSMC N2	HBM4E	384GB	EMIB-T	N
1H28	**Google**	TPU v9i (Whalefish)	Broadcom	TSMC N3	HBM4E	384GB	CoWoS-S	N
4Q28	**Google**	TPU v10t (Icefish/ A5923)	Google+MediaTek	TSMC A14	HBM5	512GB	EMIB-T	Y
3Q24	**Amazon/ AWS**	Trainium2 (Cayman)	Marvell	TSMC N5	HBM3	96GB	CoWoS-R	N
4Q25	**Amazon/ AWS**	Trainium2.5 (Cayman)	Marvell	TSMC N5	HBM3E	144GB	CoWoS-R	N
2Q26	**Amazon/ AWS**	Trainium3 (Mariana)	Annapurna Labs+Alchip	TSMC N3	HBM3E	216GB	CoWoS-R	N
2Q26	**Amazon/ AWS**	Trainium3 lite (Mariana)	Annapurna Labs+Marvell	TSMC N3	HBM3E	216GB	CoWoS-R	N
4Q27-1Q28	**Amazon/ AWS**	Trainium4 (Maverick)	Annapurna Labs+Alchip	TSMC N2	HBM4	288GB	CoWoS-L	N
1H26	**Meta**	MTIA 300 (Athena)	Broadcom	TSMC N3	HBM3E	216GB	CoWoS-S	N
2H26	**Meta**	MTIA 400 (Iris)	Broadcom	TSMC N3	HBM3E	216GB	CoWoS-L	N
1H27	**Meta**	MTIA 450 (Arke)	Broadcom	TSMC N2	HBM4	288GB	CoWoS-L	N
2H27	**Meta**	MTIA 500 (Astrid)	Broadcom	TSMC N2	HBM4	384GB	CoWoS-L	N
2Q24	**Microsoft**	Maia 100 (Athena)	Microsoft+GUC	TSMC N5	HBM2E	64GB	CoWoS-S	N
1H26	**Microsoft**	Maia 200 (Braga)	Microsoft+GUC	TSMC N3	HBM3E	216GB	CoWoS-S	N
2H27	**Microsoft**	Maia 300 (Griffin)	Marvell	TSMC N2	HBM4	288GB	CoWoS-L	N
2H26	**OpenAI**	Jalapeño	Broadcom	TSMC N3	HBM4	216GB	CoWoS-L	N

資料來源：凱基預估

客戶類型擴大至 AI 實驗室、車廠與非雲端業者，客製化 CPU 與客製化記憶體帶來新案源

AI ASIC 的量產預算仍集中於少數雲端業者，Marvell 指出美國前四大雲端業者占資料中心資本支出一半以上，Counterpoint 則估計前十大雲端業者的 AI 伺服器 ASIC 出貨量 2024-27 年將成長為三倍。另一方面，AI 實驗室、車廠與大型企業亦加入自研行列，Broadcom 的六個 XPU 客戶中即包含兩家 AI 實驗室；車用方面，Tesla (美)的 AI5 已於 2026 年 4 月完成 tape-out，預計 2027 年中量產，並由台積電與三星(韓)生產，Rivian (美)自研 5nm RAP1 預計 2026 年底隨 R2 出貨，理想汽車(中)自研 M100 亦於 2026 年上車。我們認為，客戶類型擴大有助設計服務業者分散對單一雲端客戶的依賴，且非雲端客戶多半缺乏完整的 back-end 與量產團隊，對設計服務的需求更高；世芯-KY 即於 3Q26 法說會宣布取得 10 億美元等級的 HPC 設計案，客戶為首次合作的美系企業，預計 2Q27 起貢獻量產營收，公司並指出產業工程人力全面短缺，許多專案需要 physical design 支援。創意的中國車用 ADAS 專案可望自 4Q26 開始貢獻營收，美系電動車專案亦預計 2H27 量產，世芯-KY 的中國車用 ADAS 需求穩健，次世代設計亦將於 4Q26 tape-out，皆可望受惠。

客製化 CPU 與客製化記憶體則是另外兩個新案源。代理型 AI 帶動 CPU 需求回升，AWS (美)新增運算力已有一半以上採用自研 Graviton，Counterpoint 估計 2029 年 AI ASIC 伺服器所用 CPU 將有九成為 Arm 架構，而 Microsoft Cobalt 200 由兩顆各 66 核的 die 組成，顯示客製化 CPU 同樣走向 multi-die 設計。創意的次世代 CPU 專案亦採 two-die chiplet 架構，ASP 約為現世代的兩倍。記憶體方面，Micron (美)的 HBM4E 預計 2027 年量產並提供客製化版本，base logic die 交由台積電生產，Nvidia 則推出將記憶體控制器移入 HBM base die 的 NVHBM，Sandisk (美)與 SK hynix (韓)推動的高頻寬快閃記憶體(HBF)預計 2027 年初送樣，具備記憶體介面 IP 與先進製程設計能力的業者可望受惠，創意的 HBM4 控制器與 PHY IP 即屬此類。

圖 21：主要 ASIC 產品的業者與客戶對照

	AWS (Annapurna Labs)	AWS (Lab126)	Google	Microsoft	Meta	OpenAI	Tesla/ xAI	Li Auto	Sony	Intel - Habana Labs
MediaTek			TPUv8t (Zebrafish) TPUv9t (Humufish) TPUv9t plus (Triggerfish) TPUv10t (Icefish)	Azure IoT Xbox Blu-ray	Oculus ASIC		Data center ASIC		PS5 south bridge	
Alchip	Trainium1/ Inferentia2 Trainium3 Trainium4 Trainium5	Kindle processor			Oculus ASIC		Dojo interface processor	M100 M200 M300	TV ASIC Smartphone ISP PS5 Pro south bridge	Gaudi1 Gaudi2/ Goya2 Gaudi3/ Goya3
GUC		Echo processor	Security chip Axion 2 CPU Axion 3 CPU	Maia 100/ Cobalt 100 Maia 200/ Cobalt 200			AI 5 AI 6		DSC ASIC	Goya1
Broadcom			TPUv1-v5 TPUv6 (Trillium) TPUv7 (Ironwood) TPUv8i (Sunfish) TPUv9i (Whalefish)		MTIA 300 (Athena) MTIA 400 (Iris) MTIA 450 (Arke) MTIA 500 (Astrid)	Jalapeño				
Marvell	Trainium2 Trainium2.5 Trainium3 lite			Maia 300/ Cobalt 300						
TSMC-direct	Graviton v1-v6 Nitro networking chip		Axion 1 CPU Tensor (3nm)				D1/ Dojo (7nm) D2/ Dojo (5nm)			
Samsung-direct			Tensor (7nm) Tensor (5nm)				HW3 (AI3) HW4 (AI4) AI 5 AI 6			

資料來源：凱基預估

分工讓各家取得不同區塊，設計服務業者受惠 compute die 的 back-end、量產管理與大廠讓出的案件

我們認為，客製化晶片市場並非由單一業者通吃，而是依客戶能力與案件規模形成分工。全包式業者以 SerDes 等自有 IP 與規模承接最大型的案件，Counterpoint 估計 2027 年前十大雲端業者的 AI ASIC 出貨中，Broadcom 約占 60%、Marvell 約 8%；Broadcom 走少數超大客戶路線，2024 年底 XPU 客戶 3 家，2026 年增加至 6 家，並開始銷售整櫃及替 AI 實驗室安排融資；Marvell 則於 2026 年投資人日表示自身並非 ASIC 供應商，客製化業務重心轉向以 IP 為主的半客製與 XPU 周邊晶片，其 2025 年追蹤的逾 50 個機會合計約 750 億美元終身營收，平均每案約 15 億美元，顯示大廠承接案件的規模門檻。世芯-KY 則表示，美系 CSP 客戶已提高 3nm 專案給公司的 allocation，2nm 專案更由公司負責包含 I/O die 在內所有 die 的 physical design，且客戶目前承諾 2nm 晶圓只由客戶本身與世芯-KY 兩家下單。聯發科則承接 Google TPU 的 I/O die、封裝整合與量產管理並快速放大，我們估計 2028 年 AI 加速器 ASIC 將占其營收約 60-65%，聯發科既是分段委外的直接受惠者，也是設計服務業者潛在的最直接對手；聯發科與設計服務業者在 I/O die、封裝整合與量產管理環節雖有競爭，但承接的客戶與案件規模不同，因此同時持有聯發科、創意及世芯-KY，可涵蓋分段委外後不同客戶與規模的案件。

在此格局下，設計服務業者的機會主要來自三處，一是 back-end 人力不足的客戶自行設計 compute die 後，委外的 back-end physical design 與量產管理，二是大廠門檻以下、由客戶自行尋找設計夥伴的案件，三是需要 multi-die 整合與先進封裝設計的新案。我們認為，設計服務產業也可能出現外溢，

但形式與封測不同。封測外溢是同一道製程的產能不足，客戶仍屬於台積電；設計案則綁定 IP、多代路線圖與客戶關係，大廠不會將案件轉包給設計服務業者，比較可能的形式是大廠設定門檻、選擇性接案，門檻以下的案件有機會由客戶自行委託設計服務業者，屬於「讓出來」而非「分出去」。不過，爭取門檻以下案件的業者不只設計服務業者，聯發科、Qualcomm (美)及 Arm 皆積極布局，且獨立的高速 SerDes IP 供應商因 Alphawave (英)被 Qualcomm 併購而減少，設計服務業者承接 I/O die 時須仰賴 Synopsys (美)、Cadence (美)或自有 IP，具備自有介面 IP 的創意相對具優勢。

產業成長轉化為獲利的關鍵在量產規模與營運槓桿，而非毛利率

將產業變化落到設計服務業者的損益表，主要可拆為五個項目。NRE 營收取決於 tape-out 數與每案工程費，受惠製程技術升級、設計複雜度提高、型號增加與客戶類型擴大；turnkey 營收取決於出貨顆數與每顆轉手價值，受惠雲端資本支出、製程由 3nm 走向 2nm 與 A16，以及封裝面積擴大；毛利金額須將 NRE 與 turnkey 分開估算，分段委外使每顆收入下降、量產比重提高使毛利率下滑；營業費用主要由工程師人數、EDA 與算力成本驅動，宜以人數而非營收占比推估，才能呈現營運槓桿；股數與資金則反映募資稀釋，以及預付晶圓與封裝款項。

我們認為，2027-28 年設計服務業者的獲利成長，將主要來自 turnkey 出貨量與單價提升所帶動的量產規模放大，以及營業費用成長低於毛利金額成長所帶來的營運槓桿，NRE 隨 tape-out 數增加則提供穩定的基礎。以創意 3Q26 為例，營收年增 117.7%，研發費用僅年增 27.7%，營業費用占營收比重由 12.0%降至 7.0%，即為營運槓桿的具體表現。

我們預估創意 2027-28 年營收將分別年增 168.5%及 59.3%，毛利率由 2026 年的 21.0%降至 2028 年的 18.2%，但營益率將由 2026 年的 13.5%升至 2028 年的 15.8%，EPS 分別達 175.43 元及 302.59 元；世芯-KY 2027-28 年營收將分別年增 100.0%及 87.3%，毛利率由 2026 年的 21.7%降至 2028 年的 18.0%，營益率則保持於 15-16%之間，EPS 分別達 219.12 元及 409.40 元。兩家公司毛利率雖持續下滑，但營業費用成長低於毛利金額成長，營益率與 EPS 仍將隨量產規模放大而提升，顯示營運槓桿將是 2027-28 年獲利成長的主要來源。

圖 22：產業變化如何對應到設計服務業者的損益表

P&L line	How to build it	Industry shift behind it
NRE	Tape-outs × fee per project	Node migration; rising design complexity; more chip variants; more customer types
Turnkey	By project, units shipped × pass-through value per unit	Hyperscaler capex; migration to N2 and A16; larger packages
Gross profit	Separate margins for NRE and turnkey	Unbundled buying lowers revenue per unit; and a higher production mix dilutes margin
Opex	Engineers × cost per head, plus EDA and compute	Back-end talent shortage; AI design tools
Shares and funding	Equity dilution; pre-payments for wafers and packaging	Capacity and capital become the price of entry

資料來源：凱基

市場疑慮集中於分段委外、客戶集中、毛利率與競爭，我們認為皆有可追蹤的觀察指標

市場對設計服務產業的疑慮主要有四項。其一是客戶分段委外後是否會直接跳過設計服務業者。以 Google 為例，compute die 的設計全由自身完成，I/O die、封裝整合與量產管理則交由聯發科，設計服務業者並未參與，顯示設計能力最完整的客戶確實可能跳過設計服務業者；但我們認為多數客戶 back-end 人力吃緊，back-end physical design、封裝整合與量產管理仍需委外，設計服務業者的角色反而提高；若更多客戶比照 Google 自行完成 compute die 的全部設計，或自建 back-end 團隊並直接面對晶圓廠，則代表此一看法需要修正。其二是客戶集中與世代交替，我們認為世芯-KY 前一次低谷期間營業利益仍能維持在 11.5 億元，2nm 專案預計 2026 年底前完成晶片第一版本的 tape-out，公司亦預期成長可延續至少三至四年；惟若 2nm tape-out 延後或下一世代未能取得，則需下修預期。聯發科的 AI ASIC 營收目前集中於 Google TPU，第二個 AI ASIC 客戶預計 2028 年開始貢獻營收，可望降低客戶集中度。

其三是毛利率持續下滑，我們認為應以營業利益金額與 EPS 評估，量產規模放大帶來的營運槓桿可抵銷毛利率下滑，如前述創意 3Q26 營益率不降反升即為例證；惟若營業利益連續兩季季減，則代表新增營收的獲利貢獻不足。其四是聯發科、全包廠與 Arm 等業者的競爭，我們認為分工使各家取得不同區塊，聯發科主要承接 Google TPU 的 I/O die、封裝整合與量產管理，設計服務業者則承接其他客戶與大廠門檻以下的案件，大型雲端業者亦持續自研 CPU 並走向 multi-die 設計；若雲端客戶改採 Arm 自有 CPU，則競爭壓力將明顯升高；若全包廠降低接案門檻、轉而爭取中型案件，競爭壓力亦將升高。此外，雲端資本支出循環為產業共同風險，若資本市場對 AI 投資報酬失去耐心，量產訂單將首當其衝。

投資建議

我們看好台系 ASIC 業者 2027-28 年的獲利成長，推薦聯發科、創意及世芯-KY。我們認為，雲端自研晶片放量、客戶由全包轉向分段委外，以及晶片走向 multi-die 封裝系統三項變化，將使產業價值由全包廠移向客戶與多個分工夥伴，台系 ASIC 業者可望受惠，其中聯發科受惠於 Google TPU 的 I/O die、封裝整合與量產管理，創意與世芯-KY 則受惠其他客戶的 back-end physical design、封裝整合與量產管理；雖然 turnkey 比重提高使毛利率下滑，但量產規模放大帶來的營運槓桿，將使營業利益與 EPS 持續成長。

創意

(3443.TW/3443 TT)

增加持股・維持

收盤價 November 10 (NT$)	7,170
12 個月目標價 (NT$)	9,900
前次目標價 (NT$)	5,870
調升 (%)	68.7
上漲空間 (%)	38.1

焦點內容

1. 財務空間擴大，有助取得更多 wafer allocation。
2. 美系車用專案 2H27 量產，TK1 模式推升獲利。
3. 中國 ADAS 專案帶來上行空間，創意在車用市場布局優於同業。
4. 新客戶陸續加入，AI 推論專案延續性仍待觀察。
5. 營運槓桿顯現，毛利率稀釋不改獲利成長。

交易資料表

市值：(NT$bn/US$mn)	961 / 29,290
流通在外股數 (百萬股)：	134.0
外資持有股數 (百萬股)：	35
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.30
52 週股價 (低 \ 高) (NT$):	1,850 –8,600

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	58.3	37.6	279.4
相對表現 (%)	63.2	34.9	226.1

每股盈餘

NT$	1Q	2Q	3Q	4Q
2025	7.17A	5.83A	6.47A	8.65A
2026	12.28A	11.61A	16.95F	22.12F
2027	27.77F	35.75F	47.84F	64.07F

股價圖



資料來源：TEJ

CPU 與車用雙引擎，營運槓桿推升獲利

重要訊息

我們上調創意 2027 年獲利預估並新增 2028 年預估，主因：(1) CPU 客戶 2027 年需求預估達 2026 年的兩倍以上，次世代 CPU 的 ASP 約為現世代的約兩倍；(2)新募資有助爭取更多 wafer allocation；(3)美系電動車專案 2H27 量產，2028 年起完整貢獻；(4)量產規模放大帶動營運槓桿。

評論及分析

財務空間擴大，有助取得更多 wafer allocation。我們預估 CPU 客戶 2027 年需求達 2026 年的兩倍以上；創意亦已取得次世代 CPU 專案，預計於今年底或明年初 tape-out，採 two-die chiplet 架構，ASP 約為現世代的兩倍，我們預期將於 2027 年底至 2028 年初進入量產。我們認為 wafer allocation 是營收上修的關鍵變數，而創意在這方面較同業具優勢，主因：(1)董事會已通過上限 8 億美元海外轉換公司債與新台幣 400 億元聯貸，可支應至 2028 年前後，使創意在產能釋出時能迅速下單並預付晶圓款項；(2)創意與晶圓代工龍頭關係緊密並負責溝通客戶需求，今年整體 fulfillment rate 已較年初逐漸改善，創意及其客戶取得的重新分配產能亦優於平均。我們預估美系 CSP CPU 專案將占 2027 年總營收的 48-50%。

美系車用專案 2H27 量產，TK1 模式推升獲利。美系電動車客戶相關設計服務由創意支援，下一代專案亦已取得。此案預計 2H27 量產。我們預期此案將推升 2027-28 年獲利，主因：(1)量產後出貨快速攀升；(2) wafer order 約自 2027 年初開始，仍有時間協調產能，財務空間有助提高 fulfillment rate；(3)此案屬創意的 TK1 模式，毛利率應高於屬 TK3 模式的 CPU 專案。我們預期車用營收占比將由 2026 年的個位數提升至 2027 年的雙位數。

中國 ADAS 專案帶來上行空間，創意在車用市場布局優於同業。中國 ADAS 專案採 5nm 製程，wafer fulfillment rate 可能優於部分 3nm 產品，可望自 4Q26 開始貢獻 turnkey 營收並於 2027 年完整貢獻，下一代 3nm 產品亦預計於 2026 年底前 tape-out。我們認為創意的布局優於同業的車用專案，主因創意的中國 ADAS 客戶可供應多個車廠生態系。管理層指出，大型 fabless 的 back-end 團隊多為各產品線共用，資源不足的產品線即會委外，正呼應我們在設計服務產業報告中認為 front-end 能力強但 back-end 人力不足的客戶將推動分段委外的看法。

投資建議

我們在產業報告中看好台系 ASIC 業者 2027-28 年的獲利成長，並指出創意受惠雲端 AI 晶片量產，加上車用與記憶體介面等成長引擎，成長來源較為分散。我們上調 2027 年 EPS 預估至 175.43 元，年增 178.6%，並新增 2028 年 EPS 預估 302.59 元，年增 72.5%。目標價由 5,870 元(45 倍 2027 年 EPS)上調至 9,900 元(40 倍 2H27-1H28 EPS；五年均值)，維持「增加持股」評等。

投資風險

競爭加劇；需求轉弱；客戶集中度偏高；wafer allocation 不如預期。

主要財務數據及估值

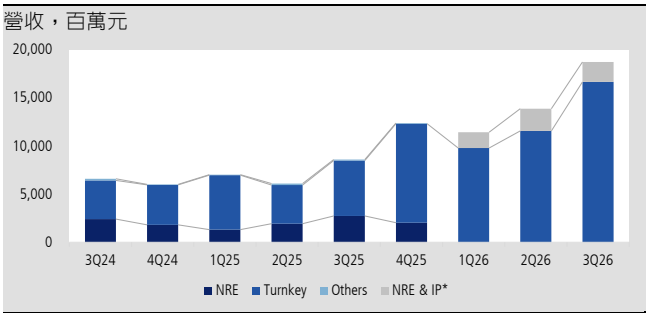
	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
營業收入 (NT$百萬)	25,044	34,141	70,320	188,818	300,836
營業毛利 (NT$百萬)	8,108	8,454	14,776	33,666	54,770
營業利益 (NT$百萬)	3,803	4,350	9,472	27,420	47,452
稅後淨利 (NT$百萬)	3,451	3,770	8,438	23,510	40,551
每股盈餘 (NT$)	25.75	28.13	62.97	175.43	302.59
每股現金股利 (NT$)	16.00	20.00	44.80	124.70	215.10
每股盈餘成長率 (%)	(1.6)	9.2	123.9	178.6	72.5
本益比 (x)	278.5	254.9	113.9	40.9	23.7
股價淨值比 (x)	85.1	74.4	51.4	26.5	16.0
EV/EBITDA (x)	214.8	189.9	92.4	32.9	18.9
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.2	0.3	0.6	1.7	3.0
股東權益報酬率 (%)	32.9	31.1	53.4	85.6	84.3

資料來源：公司資料，凱基預估

新客戶陸續加入，AI 推論專案延續性仍待觀察。AI 推論專案於 3Q26 放量，成長率居各應用之冠，客戶已躋身前五大。不過，該產品規格特殊，單季營收貢獻雖然可觀，出貨卻可能在某一季達到高峰後快速回落，因此我們視其為短期營收挹注，而非長期成長動能。BMC 專案出貨符合預期，同為前五大客戶之一，HBF 專案亦按計畫進行，量產貢獻較可能落在 2028 年。此外，隨 CSP 提高自研比例並引進第二家 ASIC 供應商，管理層以 SoIC、3DIC 及 UCIe 等 die-to-die IP 為敲門磚，積極爭取四大 CSP 的其他 AI ASIC、CPU 及 AI 加速器專案，若能取得將進一步分散對單一雲端客戶的依賴。

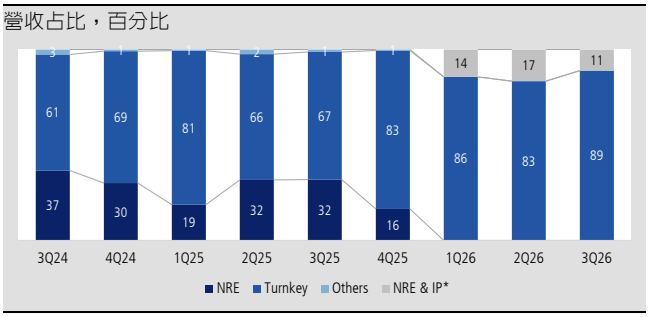
營運槓桿顯現，毛利率稀釋不改獲利成長。3Q26 營收年增 117.7%，毛利率由 3Q25 的 24.2%降至 20.6%，但營業費用僅年增 26.9%，營業利益年增 141.9%，營益率由 3Q25 的 12.2%升至 13.6%。若與 2Q26 相比，3Q26 毛利率大致持平，營益率則進一步提升。CPU 專案屬 TK3 模式，毛利率雖較低，但新增人力與研發投入也較少，大量出貨可在固定費用下創造營運槓桿；圖靈運算中心折舊使 2026 年營業費用雙位數成長，2027 年增幅則將明顯收斂。如我們在產業報告中所述，評估設計服務業者應以營業利益金額與 EPS 為主。我們預估 2026-28 年營收將分別年增 106.0%、168.5%及 59.3%，營業費用則分別年增 29.2%、17.8%及 17.2%。儘管 turnkey 比重提高將稀釋毛利率，2027 年營益率仍可望升至 14.5%。

圖 1：創意營收結構(按解決方案)



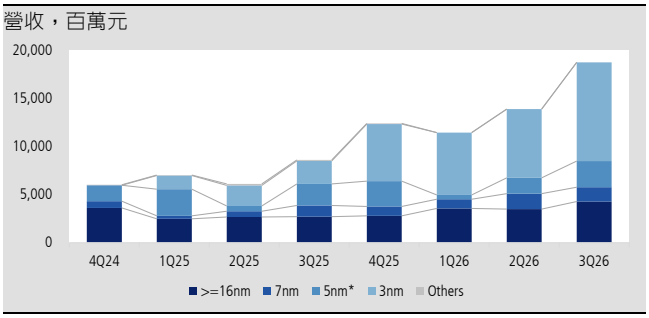
**1Q26 後合併為 NRE 及 IP*
資料來源：公司資料，凱基

圖 2：創意營收占比(按解決方案)



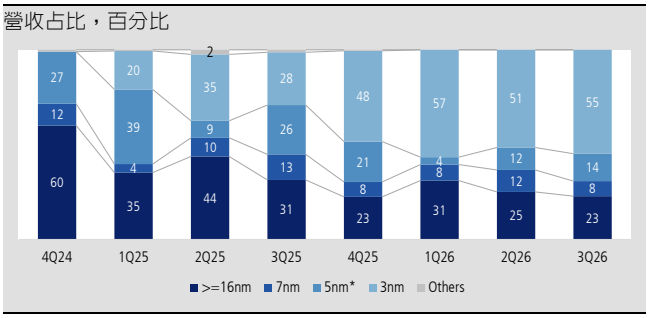
**1Q26 後合併為 NRE 及 IP*
資料來源：公司資料，凱基

圖 3：創意營收結構(按製程)



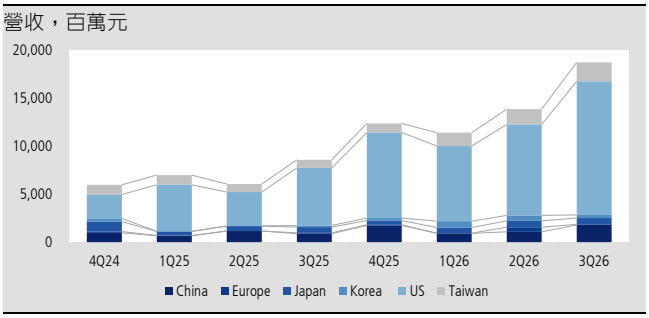
**4Q24 前為 5nm 及以下*
資料來源：公司資料，凱基

圖 4：創意營收占比(按製程)



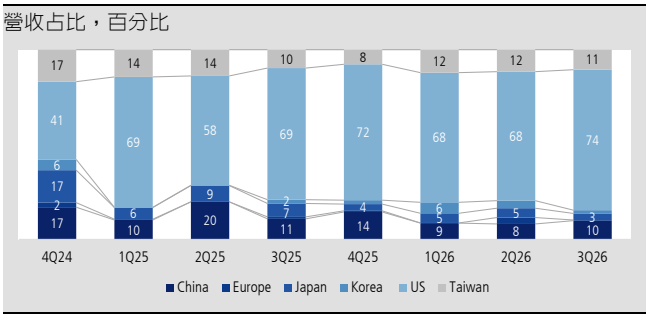
**4Q24 前為 5nm 及以下*
資料來源：公司資料，凱基

圖 5：創意營收結構(按地區)



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：創意營收占比(按地區)



資料來源：公司資料，凱基

圖 7：3Q26 財報、4Q26 財測修正暨凱基與市場共識比較

	3Q26							4Q26F						
百萬元	實際值	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	18,755	15,848	18.3	35.0	117.7	15,787	18.8	26,221	20,410	28.5	39.8	111.5	21,183	23.8
毛利	3,860	3,205	20.5	28.9	85.1	3,266	18.2	4,808	3,630	32.5	24.6	103.6	4,253	13.1
營業利益	2,551	1,889	35.0	52.2	141.9	1,920	32.9	3,420	2,307	48.2	34.1	172.2	2,835	20.7
稅後淨利	2,272	1,642	38.4	46.1	162.1	1,685	34.8	2,965	1,997	48.4	30.5	155.7	2,491	19.0
每股盈餘 (元)	16.95	12.25	38.4	46.1	162.1	12.39	36.8	22.12	14.90	48.4	30.5	155.7	18.64	18.7
毛利率 (%)	20.6	20.2	0.4 ppts	(1.0)ppts	(3.6)ppts	20.7	(0.1)ppts	18.3	17.8	0.6 ppts	(2.2)ppts	(0.7)ppts	20.1	(1.7)ppts
營利率 (%)	13.6	11.9	1.7 ppts	1.5 ppts	1.4 ppts	12.2	1.4 ppts	13.0	11.3	1.7 ppts	(0.6)ppts	2.9 ppts	13.4	(0.3)ppts
淨利率 (%)	12.1	10.4	1.8 ppts	0.9 ppts	2.0 ppts	10.7	1.4 ppts	11.3	9.8	1.5 ppts	(0.8)ppts	2.0 ppts	11.8	(0.5)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 8：2026-27 年財測修正、2028 年財測暨市場共識比較

	2026F						2027F						2028F			
百萬元	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	70,320	61,602	14.2	106.0	63,463	10.8	188,818	129,834	45.4	168.5	162,287	16.3	300,836	59.3	299,796	0.3
毛利	14,776	12,942	14.2	74.8	13,886	6.4	33,666	26,440	27.3	127.8	31,347	0.0	54,770	62.7	55,250	0.0
營業利益	9,472	7,729	22.5	117.8	8,483	11.7	27,420	20,388	34.5	189.5	23,391	17.2	47,452	73.1	43,249	9.7
稅後淨利	8,438	6,834	23.5	123.9	7,587	11.2	23,510	17,475	34.5	178.6	20,395	15.3	40,551	72.5	38,837	4.4
每股盈餘 (元)	62.97	50.99	23.5	123.9	56.83	10.8	175.43	130.40	34.5	178.6	155.46	12.8	302.59	72.5	279.83	8.1
毛利率 (%)	21.0	21.0	0.0 ppts	(3.7)ppts	21.9	(0.9)ppts	17.8	20.4	(2.5)ppts	(3.2)ppts	19.3	(1.5)ppts	18.2	0.4 ppts	18.4	(0.2)ppts
營利率 (%)	13.5	12.5	0.9 ppts	0.7 ppts	13.4	0.1 ppts	14.5	15.7	(1.2)ppts	1.1 ppts	14.4	0.1 ppts	15.8	1.3 ppts	14.4	1.3 ppts
淨利率 (%)	12.0	11.1	0.9 ppts	1.0 ppts	12.0	0.0 ppts	12.5	13.5	(1.0)ppts	0.5 ppts	12.6	(0.1)ppts	13.5	1.0 ppts	13.0	0.5 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

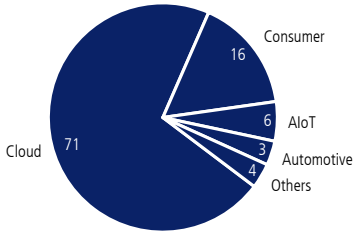
圖 9：公司概況

1998 年成立的創意電子為台積電之關係企業(台積電為最大股東，持股比例達 34.84%)，專門提供 IC 設計服務，尤其專精先進 ASIC 領域。公司之設計服務涵蓋 Spec-in 與 SoC 整合、物理實現、2.5D/3D 封裝技術、量產服務及先進技術，如：世界級的高頻寬記憶體(HBM)與晶粒對晶粒之互連 IP。公司總部位於新竹，並在北美、中國、歐洲、韓國與日本設有辦公室。

資料來源：公司資料，凱基

圖 10：2025 年創意營收占比(按產品應用別)

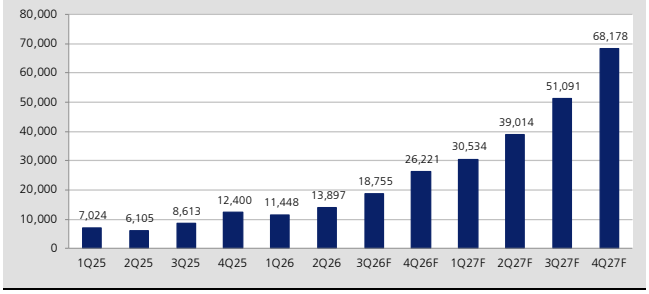
營收占比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 11：季營業收入

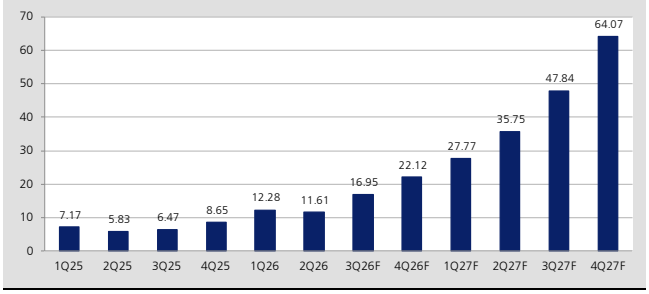
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 12：每股盈利

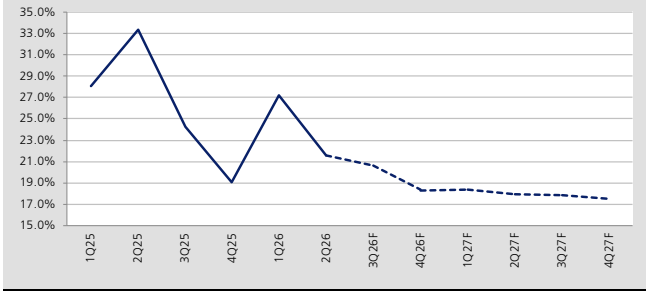
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 13：毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 14：未來 12 個月預估本益比區間

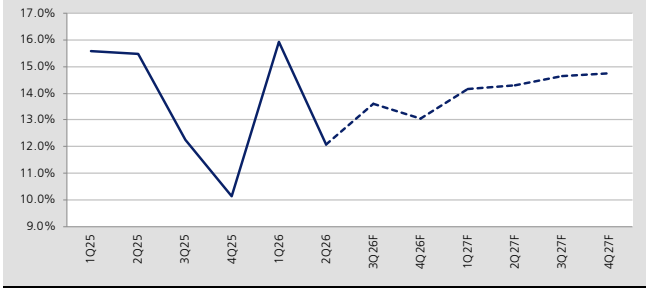
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 15：營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 16：未來 12 個月預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

損益表

	季度								年度		
	Mar-26A	Jun-26A	Sep-26F	Dec-26F	Mar-27F	Jun-27F	Sep-27F	Dec-27F	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
損益表 (NT$百萬)											
營業收入	**11,448**	**13,897**	**18,755**	**26,221**	**30,534**	**39,014**	**51,091**	**68,178**	**70,320**	**188,818**	**300,836**
營業成本	(8,335)	(10,903)	(14,894)	(21,413)	(24,934)	(32,012)	(41,976)	(56,231)	(55,544)	(155,152)	(246,065)
營業毛利	**3,113**	**2,994**	**3,860**	**4,808**	**5,600**	**7,002**	**9,116**	**11,947**	**14,776**	**33,666**	**54,770**
營業費用	(1,289)	(1,318)	(1,309)	(1,388)	(1,282)	(1,425)	(1,633)	(1,905)	(5,304)	(6,246)	(7,319)
營業利益	**1,824**	**1,676**	**2,551**	**3,420**	**4,318**	**5,577**	**7,483**	**10,042**	**9,472**	**27,420**	**47,452**
折舊	(77)	(103)	(100)	(119)	(177)	(177)	(177)	(177)	(399)	(710)	(1,326)
攤提	(110)	(115)	(104)	(86)	(99)	(99)	(99)	(99)	(415)	(394)	(393)
EBITDA	**2,011**	**1,894**	**2,755**	**3,626**	**4,594**	**5,853**	**7,759**	**10,318**	**10,286**	**28,524**	**49,170**
利息收入	51	56	70	60	60	60	60	60	237	240	240
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	2	21	2	2	2	2	2	2	27	8	8
總營業外收入	**53**	**77**	**72**	**62**	**62**	**62**	**62**	**62**	**264**	**248**	**248**
利息費用	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(9)	(10)	(10)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	49	4	5	0	0	0	0	0	59	2	2
總營業外費用	**48**	**2**	**2**	**(2)**	**(2)**	**(2)**	**(2)**	**(2)**	**50**	**(9)**	**(9)**
稅前純益	**1,925**	**1,756**	**2,626**	**3,480**	**4,378**	**5,636**	**7,543**	**10,102**	**9,786**	**27,659**	**47,691**
所得稅費用[利益]	(278)	(201)	(354)	(515)	(657)	(845)	(1,131)	(1,515)	(1,348)	(4,149)	(7,140)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	**1,646**	**1,555**	**2,272**	**2,965**	**3,721**	**4,791**	**6,411**	**8,587**	**8,438**	**23,510**	**40,551**
非常項目	0	0	0	0	0	0	0	0	-	0	0
稅後淨利	**1,646**	**1,555**	**2,272**	**2,965**	**3,721**	**4,791**	**6,411**	**8,587**	**8,438**	**23,510**	**40,551**
每股盈餘 (NT$)	12.28	11.61	16.95	22.12	27.77	35.75	47.84	64.07	62.97	175.43	302.59
獲利率 (%)											
營業毛利率	27.2	21.5	20.6	18.3	18.3	17.9	17.8	17.5	21.0	17.8	18.2
營業利益率	15.9	12.1	13.6	13.0	14.1	14.3	14.6	14.7	13.5	14.5	15.8
EBITDA Margin	17.6	13.6	14.7	13.8	15.0	15.0	15.2	15.1	14.6	15.1	16.3
稅前純益率	16.8	12.6	14.0	13.3	14.3	14.4	14.8	14.8	13.9	14.6	15.9
稅後純益率	14.4	11.2	12.1	11.3	12.2	12.3	12.5	12.6	12.0	12.5	13.5
季成長率 (%)											
營業收入	(7.7)	21.4	35.0	39.8	16.4	27.8	31.0	33.4			
營業毛利	31.9	(3.8)	28.9	24.6	16.5	25.0	30.2	31.1			
營業收益增長	45.2	(8.1)	52.2	34.1	26.2	29.1	34.2	34.2			
EBITDA	40.6	(5.8)	45.4	31.6	26.7	27.4	32.6	33.0			
稅前純益	42.0	(8.8)	49.5	32.5	25.8	28.7	33.8	33.9			
稅後純益	42.0	(5.5)	46.1	30.5	25.5	28.7	33.8	33.9			
年成長率 (%)											
營業收入	63.0	127.6	117.7	111.5	166.7	180.7	172.4	160.0	106.0	168.5	59.3
營業毛利	57.8	47.2	85.1	103.6	79.9	133.9	136.1	148.5	74.8	127.8	62.7
營業收益	66.6	77.6	141.9	172.2	136.7	232.7	193.3	193.6	117.8	189.5	73.1
EBITDA	60.1	70.1	124.5	153.4	128.4	208.9	181.7	184.6	104.6	177.3	72.4
稅前純益	68.4	89.0	158.6	156.7	127.4	221.0	187.3	190.3	120.3	182.6	72.4
稅後純益	71.2	99.0	162.1	155.7	126.0	208.0	182.2	189.6	123.9	178.6	72.5

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT$百萬	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
資產總額	**26,309**	**28,443**	**49,209**	**89,043**	**121,105**
流動資產	**24,480**	**25,737**	**44,535**	**78,932**	**102,508**
現金及短期投資	13,407	8,732	10,584	23,421	31,684
存貨	2,794	10,148	20,556	28,790	38,904
應收帳款及票據	2,007	3,417	8,366	21,692	26,891
其他流動資產	6,271	3,440	5,029	5,029	5,029
非流動資產	**1,829**	**2,706**	**4,674**	**10,111**	**18,597**
長期投資	-	-	-	-	-
固定資產	942	1,347	3,378	8,816	17,301
什項資產	887	1,359	1,296	1,296	1,296
負債總額	**15,015**	**15,530**	**30,506**	**52,835**	**61,057**
流動負債	**14,669**	**15,033**	**29,973**	**52,301**	**60,523**
應付帳款及票據	1,691	4,126	13,178	35,506	43,728
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	12,977	10,907	16,795	16,795	16,795
長期負債	**346**	**497**	**534**	**534**	**534**
長期借款	73	169	169	169	169
其他負債及準備	164	138	346	346	346
股東權益總額	**11,294**	**12,913**	**18,702**	**36,208**	**60,048**
普通股本	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340
保留盈餘	8,111	9,427	14,795	32,302	56,141
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
年成長率					
營業收入	(4.6%)	36.3%	106.0%	168.5%	59.3%
營業收益增長	(4.2%)	14.4%	117.8%	189.5%	73.1%
EBITDA	(3.4%)	13.6%	104.6%	177.3%	72.4%
稅後純益	(1.6%)	9.2%	123.9%	178.6%	72.5%
每股盈餘成長率	(1.6%)	9.2%	123.9%	178.6%	72.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	32.4%	24.8%	21.0%	17.8%	18.2%
營業利益率	15.2%	12.7%	13.5%	14.5%	15.8%
EBITDA Margin	17.7%	14.7%	14.6%	15.1%	16.3%
稅後純益率	13.8%	11.0%	12.0%	12.5%	13.5%
平均資產報酬率	14.6%	13.8%	21.7%	34.0%	38.6%
股東權益報酬率	32.9%	31.1%	53.4%	85.6%	84.3%
穩定\償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.6%	1.3%	0.9%	0.5%	0.3%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	971.2	1,066.1	1,150.1	2,635.7	4,543.9
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	1,490.9	(274.1)	822.6	2,417.9	3,351.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1,490.9	(274.1)	822.6	2,417.9	3,351.0
流動比率 (x)	1.7	1.7	1.5	1.5	1.7
速動比率 (x)	1.5	1.0	0.8	1.0	1.1
淨負債 (NT$百萬)	(10,354)	(6,481)	(10,077)	(22,914)	(31,177)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT$)	25.75	28.13	62.97	175.43	302.59
每股現金盈餘 (NT$)	46.58	(8.53)	52.28	189.41	262.50
每股淨值 (NT$)	84.28	96.36	139.56	270.19	448.08
調整後每股淨值 (NT$)	84.28	96.36	139.56	270.19	448.08
每股營收 (NT$)	186.88	254.76	524.73	1,408.97	2,244.86
EBITDA/Share (NT$)	33.03	37.51	76.75	212.84	366.91
每股現金股利 (NT$)	16.00	20.00	44.80	124.70	215.10
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.06	1.25	1.81	2.73	2.86
應收帳款周轉天數	29.3	36.5	43.4	41.9	32.7
存貨周轉天數	60.4	144.2	135.1	67.7	57.9
應付帳款周轉天數	36.5	58.6	86.6	83.5	65.0
現金轉換周轉天數	53.2	122.1	91.9	26.1	25.5

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT$百萬	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
營業收入	**25,044**	**34,141**	**70,320**	**188,818**	**300,836**
營業成本	(16,937)	(25,687)	(55,544)	(155,152)	(246,065)
營業毛利	**8,108**	**8,454**	**14,776**	**33,666**	**54,770**
營業費用	(4,305)	(4,104)	(5,304)	(6,246)	(7,319)
營業利益	**3,803**	**4,350**	**9,472**	**27,420**	**47,452**
總營業外收入	**166**	**211**	**264**	**248**	**248**
利息收入	154	182	237	240	240
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	12	30	27	8	8
總營業外費用	**94**	**(118)**	**50**	**(9)**	**(9)**
利息費用	(4)	(4)	(9)	(10)	(10)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	98	(114)	59	2	2
稅前純益	**4,062**	**4,443**	**9,786**	**27,659**	**47,691**
所得稅費用[利益]	(612)	(673)	(1,348)	(4,149)	(7,140)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	0	0	0
稅後淨利	**3,451**	**3,770**	**8,438**	**23,510**	**40,551**
EBITDA	**4,426**	**5,027**	**10,286**	**28,524**	**49,170**
每股盈餘 (NT$)	25.75	28.13	62.97	175.43	302.59

現金流量

NT$百萬	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
營運活動之現金流量	**6,242**	**(1,143)**	**7,006**	**25,382**	**35,178**
本期純益	3,451	3,770	8,438	23,510	40,551
折舊及攤提	623	677	814	1,104	1,719
本期運用資金變動	1,871	(6,739)	(6,306)	769	(7,091)
其他營業資產及負債變動	298	1,149	4,059	(0)	-
投資活動之現金流量	**(1,522)**	**(398)**	**(711)**	**(6,542)**	**(10,204)**
投資用短期投資出售[新購]	(850)	688	2,008	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(471)	(839)	(2,229)	(6,147)	(9,811)
其他資產變動	(201)	(247)	(491)	(394)	(393)
自由現金流	**4,878**	**(3,614)**	**32**	**18,637**	**24,771**
融資活動之現金流量	**(1,962)**	**(2,227)**	**(2,730)**	**(6,004)**	**(16,711)**
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,876)	(2,144)	(2,680)	(6,004)	(16,711)
其他融資現金流	(86)	(82)	(50)	-	-
匯率影響數	**31**	**(10)**	**32**	**-**	**-**
本期產生現金流量	**2,790**	**(3,778)**	**3,597**	**12,837**	**8,263**

投資回報率

	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	17.2%	12.0%	7.5%	3.3%	2.4%
= 營業利益率	**15.2%**	**12.7%**	**13.5%**	**14.5%**	**15.8%**
1 / (營業運用資金/營業收入	(0.1)	0.1	0.1	0.0	0.0
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	**(10.4)**	**8.9**	**8.9**	**15.1**	**10.7**
營業利益率	15.2%	12.7%	13.5%	14.5%	15.8%
x 資本周轉率	(10.4)	8.9	8.9	15.1	10.7
x (1 - 有效現金稅率)	84.9%	84.8%	86.2%	85.0%	85.0%
= 稅後 ROIC	**(133.8%)**	**96.4%**	**103.8%**	**185.9%**	**143.5%**

資料來源：公司資料，凱基預估

世芯-KY

(3661.TW/3661 TT)

2027 年營收倍增可期，2nm 接棒 2028 年成長

重要訊息

世芯-KY 3Q26 EPS 創歷史新高，並宣布再取得 10 億美元等級的大型設計案。公司預期 4Q26 營收再創新高，2027 年營收將呈三位數成長，2nm 專案亦將如期於 4Q26 開始 tape-out，我們認為世芯 2027-28 年的成長能見度明顯提高。

評論及分析

3nm 專案 allocation 提高。美系 CSP 3nm AI 加速器已順利進入大量生產，晶片符合所有測試標準且良率合理。公司預期此專案 2027 年營收將年增三位數，優於先前指引，主要來自客戶提高對世芯的 allocation。公司亦表示 3nm 將量產約兩年才交棒下一代，加上雲端晶片走向對外銷售使單一平台的生命週期拉長，我們預期出貨將延續至 2028 年並與 2nm 量產銜接。

2nm 專案如期推進，地位較 3nm 更強。次世代 2nm AI 加速器已進入 final implementation 階段，4Q26 起展開一系列 tape-out，目標 4Q27 小量量產、2028 年初大量量產。2nm 採 chiplet 架構與 GAA 製程，設計附加價值明顯高於 3nm，世芯負責包含 I/O die 在內所有 die 的 physical design 與整合，且客戶目前承諾 2nm 晶圓將只由客戶本身與世芯兩家下單，世芯的量產份額將有望優於 3nm。我們估計 2nm 專案 ASP 將達 3nm 專案的 2 倍以上。此外，我們預期 A14 專案的 NRE 將自 2027 年開始貢獻，並估計美系 CSP 專案的 turnkey 營收將占 2027 年總營收的 68-70%。

新取得 10 億美元等級大型設計案，2Q27 起貢獻量產營收。此案合約已簽署，客戶為首次合作的美系企業，晶片用於 HPC。公司預期此案自 2Q27 起貢獻量產營收並逐季延續，毛利率合理，2027 年即成為第二大營收來源，且屬可持續的新商業模式。公司表示產業工程人力全面短缺，許多專案需要 physical design 支援，世芯即以工程能力切入。我們在設計服務產業報告中指出，客戶自建團隊的速度跟不上工作量成長，front-end 能力強但 back-end 人力不足的客戶，最適合將 back-end physical design 與量產委由設計服務業者，此案正反映此一分段委外趨勢。

投資建議

市場對世芯最大的疑慮在於營收集中於大客戶，以及世代交替造成的營收波動，法說會兩項疑慮皆獲正面回應，而關鍵在資產負債表可承接的規模。公司指出產業持續走向 COT 模式，屬長期結構性趨勢且有利世芯，與我們在產業報告中提出客戶由全包轉向分段委外的看法一致。我們調整 2026-27 年 EPS 預估為 124.20 元及 219.12 元，並預估 2028 年 EPS 為 409.40 元。我們目標價 6,600 元係基於 30 倍(五年均值)2027 年 EPS。目前股價約當 16 倍 2027 年 EPS 預估，我們認為評價具吸引力，維持「增加持股」評等。

投資風險

美系 CSP 對 AI ASIC 需求轉弱；2nm 專案 tape-out 或量產時程遞延；新客戶量產進度不如預期；供應鏈瓶頸延續；競爭態勢激烈。

增加持股 · 維持

收盤價 November 10 (NT$)	3,420
12 個月目標價 (NT$)	6,600
前次目標價 (NT$)	6,180
調升 (%)	6.8
上漲空間 (%)	93.0

焦點內容

1. 3nm 專案 allocation 提高。
2. 2nm 專案如期推進，地位較 3nm 更強。
3. 新取得 10 億美元等級大型設計案，2Q27 起貢獻量產營收。
4. 其他專案如期推進，供應瓶頸逐步改善。
5. 毛利率稀釋並非負面訊號，營運槓桿推升獲利。

交易資料表

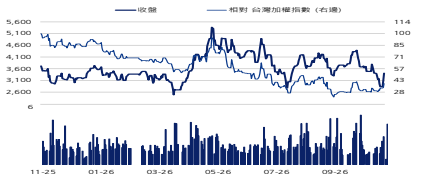
市值：(NT$bn/US$mn)	295.3/ 9,002
流通在外股數 (百萬股)：	86.35
外資持有股數 (百萬股)：	42
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.46
52 週股價 (低 \ 高) (NT$):	2,485 –5,375

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-10.0	-30.1	-8.0
相對表現 (%)	-5.1	-32.8	-61.3

每股盈餘

NT$	1Q	2Q	3Q	4Q
2025	18.13A	16.37A	16.40A	18.33A
2026	17.55A	20.01A	39.97F	46.54F
2027	46.30F	51.71F	57.32F	63.78F

股價圖



資料來源：TEJ

主要財務數據及估值

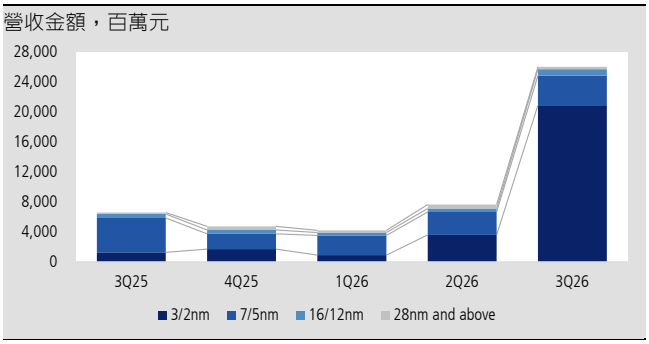
	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
營業收入 (NT$百萬)	51,969	30,926	69,213	138,422	259,250
營業毛利 (NT$百萬)	10,201	8,154	14,995	26,050	46,788
營業利益 (NT$百萬)	6,496	5,017	11,042	21,071	40,540
稅後淨利 (NT$百萬)	6,446	5,598	10,103	17,823	33,300
每股盈餘 (NT$)	81.34	69.18	124.20	219.12	409.40
每股現金股利 (NT$)	40.05	34.41	62.10	109.56	204.70
每股盈餘成長率 (%)	78.9	(14.9)	79.5	76.4	86.8
本益比 (x)	42.0	49.4	27.5	15.6	8.4
股價淨值比 (x)	7.0	6.8	4.4	3.7	2.8
EV/EBITDA (x)	25.6	28.4	16.2	8.6	5.1
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.2	1.0	1.8	3.2	6.0
股東權益報酬率 (%)	22.4	14.0	18.7	24.2	36.1

資料來源：公司資料，凱基預估

其他專案如期推進，供應瓶頸逐步改善。網通與 CPU 專案皆如期進行，我們預期網通 3nm 專案於 2027 年量產，2nm 於 2027 年 tape-out 並自 2028 年起貢獻營收。中國車廠 ADAS 專案需求穩健，次世代設計將如期於 4Q26 tape-out，我們預期採 5nm 車用製程。不過，載板與封裝產能優先供應 CSP 業務，使車用與消費性等業務出貨受限，公司估計若無此限制，3Q26 營收可再多約 1 億美元，目前情況正逐步改善。

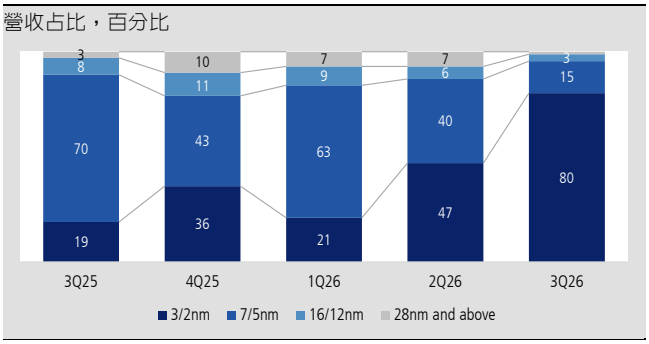
毛利率稀釋並非負面訊號，營運槓桿推升獲利。相較 1Q26，3Q26 毛利率因 3nm 營收占比偏高、高毛利量產業務受限及部分 NRE 認列遞延而降至 20%以下，但受惠營運槓桿，營益率僅溫和下滑。公司認為 3Q26 毛利率已接近此營收組合下的最差情境，4Q26 將與 3Q26 相近，長期營益率目標為 high-teens。如我們在產業報告中所述，評估設計服務業者應以營業利益金額與 EPS 為主。我們預估 2027 年營收將年增 100.0%至新台幣 1,384 億元，毛利率雖稀釋至 18.8%，但營業利益、營益率將分別年增 90.8%及年減 0.7 個百分點。

圖 1：世芯-KY 營收結構(按製程)



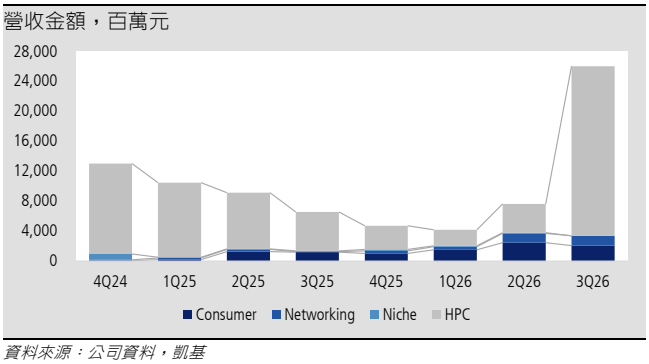
資料來源：公司資料，凱基

圖 2：世芯-KY 營收占比(按製程)



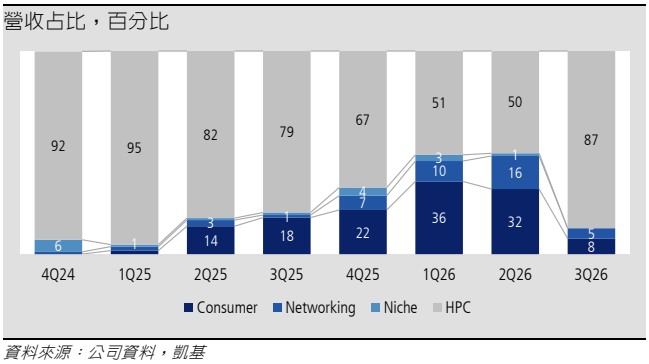
資料來源：公司資料，凱基

圖 3：世芯-KY 營收結構(按應用領域)



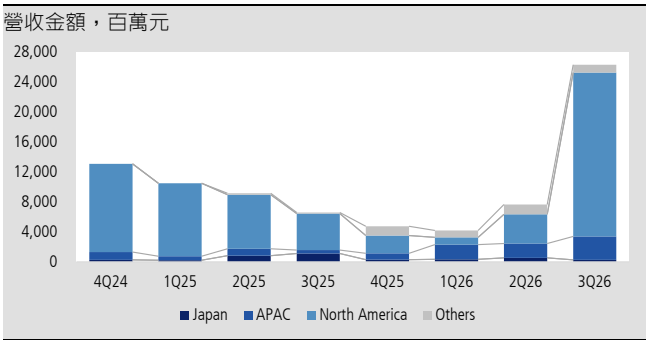
資料來源：公司資料，凱基

圖 4：世芯-KY 營收占比(按應用領域)



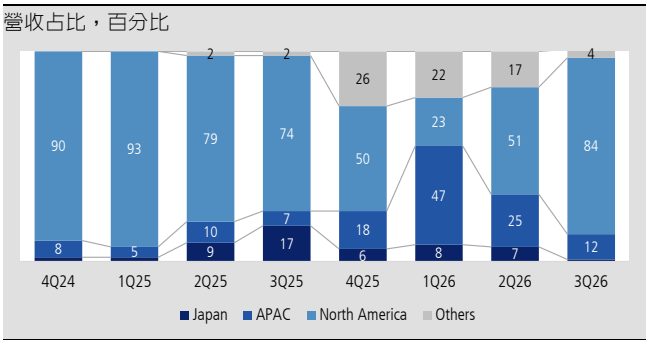
資料來源：公司資料，凱基

圖 5：世芯-KY 營收結構(按地區)



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：世芯-KY 營收占比(按地區)



資料來源：公司資料，凱基

圖 7：3Q26 財報、4Q26 財測修正暨凱基與市場共識比較

	3Q26							4Q26F						
百萬元	實際值	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	26,051	28,395	(8.3)	241.0	296.5	25,597	1.8	31,335	32,510	(3.6)	20.3	562.8	31,772	(1.4)
毛利	4,699	5,406	(13.1)	76.5	155.3	5,205	(9.7)	5,533	5,420	2.1	17.7	177.0	5,846	(5.4)
營業利益	3,629	4,169	(12.9)	120.4	213.6	4,114	(11.8)	4,399	4,130	6.5	21.2	262.0	4,674	(5.9)
稅後淨利	3,251	3,609	(9.9)	98.4	144.8	3,583	(9.3)	3,785	3,572	6.0	16.4	155.2	4,228	(10.5)
每股盈餘 (元)	39.97	44.36	(9.9)	99.8	143.8	43.43	(8.0)	46.54	43.92	6.0	16.4	153.9	49.81	(6.6)
毛利率 (%)	18.0	19.0	(1.0)ppts	(16.8)ppts	(10.0)ppts	20.3	(2.3)ppts	17.7	16.7	1.0 ppts	(0.4)ppts	(24.6)ppts	18.4	(0.7)ppts
營利率 (%)	13.9	14.7	(0.8)ppts	(7.6)ppts	(3.7)ppts	16.1	(2.1)ppts	14.0	12.7	1.3 ppts	0.1 ppts	(11.7)ppts	14.7	(0.7)ppts
淨利率 (%)	12.5	12.7	(0.2)ppts	(9.0)ppts	(7.7)ppts	14.0	(1.5)ppts	12.1	11.0	1.1 ppts	(0.4)ppts	(19.3)ppts	13.3	(1.2)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 8：2026-27 年財測修正、2028 年財測暨市場共識比較

	2026F						2027F						2028F			
百萬元	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	69,213	72,732	(4.8)	123.8	70,201	(1.4)	138,422	108,256	27.9	100.0	133,289	3.9	259,250	87.3	209,013	24.0
毛利	14,995	16,008	(6.3)	83.9	15,631	(4.1)	26,050	21,006	24.0	73.7	25,222	3.3	46,788	79.6	38,665	21.0
營業利益	11,042	11,862	(6.9)	120.1	11,707	(5.7)	21,071	16,094	30.9	90.8	20,169	4.5	40,540	92.4	30,900	31.2
稅後淨利	10,103	10,623	(4.9)	80.5	10,721	(5.8)	17,823	13,960	27.7	76.4	17,292	3.1	33,300	86.8	26,073	27.7
每股盈餘 (元)	124.20	130.60	(4.9)	79.5	128.57	(3.4)	219.12	171.62	27.7	76.4	205.83	6.5	409.40	86.8	307.29	33.2
毛利率 (%)	21.7	22.0	(0.3)ppts	(4.7)ppts	22.3	(0.6)ppts	18.8	19.4	(0.6)ppts	(2.8)ppts	18.9	(0.1)ppts	18.0	(0.8)ppts	18.5	(0.5)ppts
營利率 (%)	16.0	16.3	(0.4)ppts	(0.3)ppts	16.7	(0.7)ppts	15.2	14.9	0.4 ppts	(0.7)ppts	15.1	0.1 ppts	15.6	0.4 ppts	14.8	0.9 ppts
淨利率 (%)	14.6	14.6	(0.0)ppts	(3.5)ppts	15.3	(0.7)ppts	12.9	12.9	(0.0)ppts	(1.7)ppts	13.0	(0.1)ppts	12.8	(0.0)ppts	12.5	0.4 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

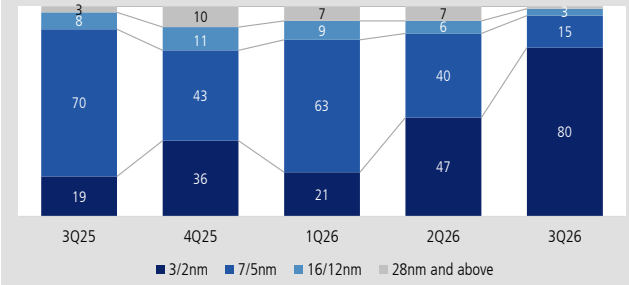
圖 9：公司概況

世芯-KY 成立於 2003 年，專精於提供高複雜度 ASIC 和 SoC 設計（尤其是後段設計)與生產服務解決方案。公司多年來深耕 IC 設計服務領域，團隊主要延攬來自於美國矽谷和日本的 IC 設計專家。世芯-KY 總部位於台北，並於新竹設有 ASIC 製造中心。基於全球佈局策略，公司在中國、日本和美國設有分部。

資料來源：公司資料，凱基

圖 10：營收占比(按製程)

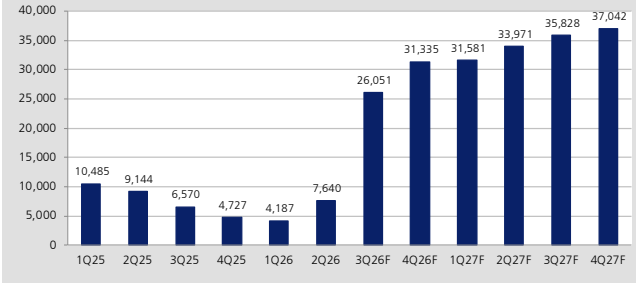
營收比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 11：季營業收入

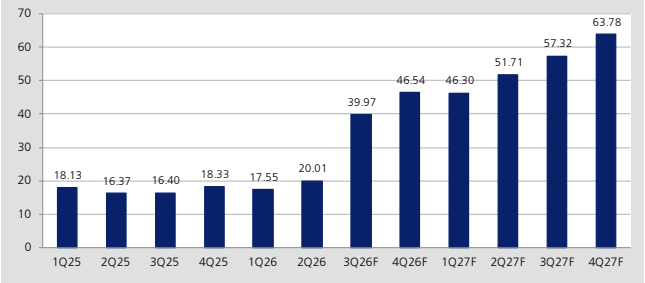
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 12：每股盈利

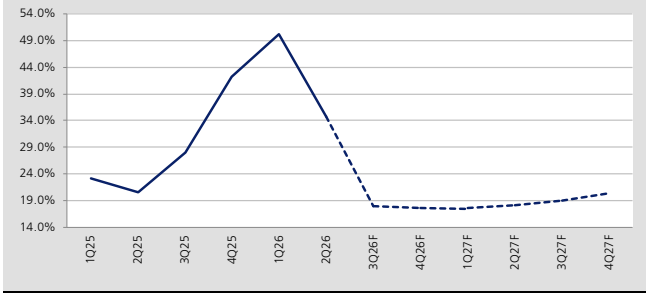
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 13：毛利率

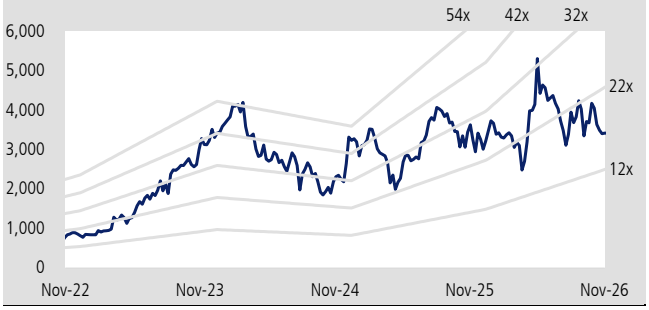
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 14：未來一年預估本益比區間

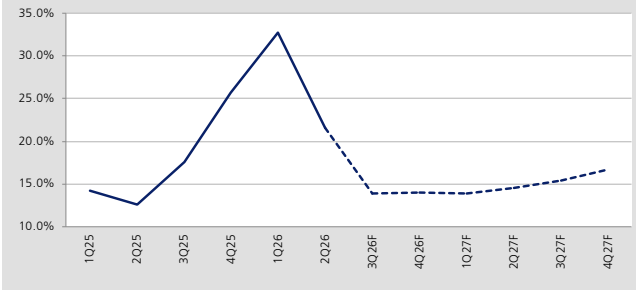
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 15：營業利潤率

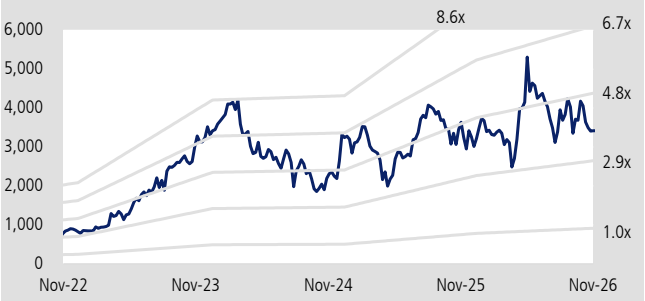
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 16：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

損益表

	季度								年度		
	Mar-26A	Jun-26A	Sep-26F	Dec-26F	Mar-27F	Jun-27F	Sep-27F	Dec-27F	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
損益表（NT$百萬）											
營業收入	**4,187**	**7,640**	**26,051**	**31,335**	**31,581**	**33,971**	**35,828**	**37,042**	**69,213**	**138,422**	**259,250**
營業成本	(2,086)	(4,978)	(21,352)	(25,803)	(26,016)	(27,803)	(29,041)	(29,510)	(54,218)	(112,371)	(212,462)
營業毛利	**2,101**	**2,662**	**4,699**	**5,533**	**5,565**	**6,168**	**6,786**	**7,531**	**14,995**	**26,050**	**46,788**
營業費用	(733)	(1,015)	(1,070)	(1,134)	(1,166)	(1,215)	(1,260)	(1,338)	(3,952)	(4,979)	(6,248)
營業利益	**1,368**	**1,647**	**3,629**	**4,399**	**4,399**	**4,953**	**5,526**	**6,193**	**11,042**	**21,071**	**40,540**
折舊	(558)	(644)	(702)	(903)	(1,139)	(1,139)	(1,139)	(1,139)	(2,806)	(4,555)	(7,076)
攤提	(134)	(122)	(128)	(129)	(138)	(138)	(138)	(138)	(513)	(553)	(551)
EBITDA	**2,060**	**2,412**	**4,459**	**5,431**	**5,676**	**6,230**	**6,803**	**7,470**	**14,362**	**26,179**	**48,166**
利息收入	369	377	340	340	340	340	340	340	1,426	1,360	1,360
投資利益淨額	4	-	-	-	-	-	-	-	4	-	-
其他營業外收入	27	14	-	-	-	-	-	-	41	-	-
總營業外收入	**400**	**391**	**340**	**340**	**340**	**340**	**340**	**340**	**1,471**	**1,360**	**1,360**
利息費用	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(12)	(11)	(11)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	19	(0)	115	-	-	-	-	-	135	-	-
總營業外費用	**16**	**(3)**	**113**	**(3)**	**(3)**	**(3)**	**(3)**	**(3)**	**123**	**(11)**	**(11)**
稅前純益	**1,784**	**2,035**	**4,082**	**4,736**	**4,737**	**5,290**	**5,863**	**6,530**	**12,637**	**22,420**	**41,888**
所得稅費用[利益]	(357)	(397)	(832)	(947)	(971)	(1,084)	(1,202)	(1,339)	(2,533)	(4,596)	(8,587)
少數股東損益	1	1	1	(3)	1	1	1	(3)	(1)	(1)	(1)
非常項目前稅後純益	**1,428**	**1,639**	**3,251**	**3,785**	**3,766**	**4,206**	**4,663**	**5,188**	**10,103**	**17,823**	**33,300**
非常項目	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	-	(0)	(0)
稅後淨利	**1,428**	**1,639**	**3,251**	**3,785**	**3,766**	**4,206**	**4,663**	**5,188**	**10,103**	**17,823**	**33,300**
每股盈餘 (NT$)	17.55	20.01	39.97	46.54	46.30	51.71	57.32	63.78	124.20	219.12	409.40
獲利率 (%)											
營業毛利率	50.2	34.8	18.0	17.7	17.6	18.2	18.9	20.3	21.7	18.8	18.0
營業利益率	32.7	21.6	13.9	14.0	13.9	14.6	15.4	16.7	16.0	15.2	15.6
EBITDA Margin	49.2	31.6	17.1	17.3	18.0	18.3	19.0	20.2	20.8	18.9	18.6
稅前純益率	42.6	26.6	15.7	15.1	15.0	15.6	16.4	17.6	18.3	16.2	16.2
稅後純益率	34.1	21.4	12.5	12.1	11.9	12.4	13.0	14.0	14.6	12.9	12.8
季成長率 (%)											
營業收入	(11.4)	82.5	241.0	20.3	0.8	7.6	5.5	3.4			
營業毛利	5.2	26.7	76.5	17.7	0.6	10.8	10.0	11.0			
營業收益增長	12.6	20.4	120.4	21.2	0.0	12.6	11.6	12.1			
EBITDA	1.6	17.1	84.9	21.8	4.5	9.7	9.2	9.8			
稅前純益	2.7	14.1	100.6	16.0	0.0	11.7	10.8	11.4			
稅後純益	(3.7)	14.8	98.4	16.4	(0.5)	11.7	10.9	11.3			
年成長率 (%)											
營業收入	(60.1)	(16.5)	296.5	562.8	654.3	344.7	37.5	18.2	123.8	100.0	87.3
營業毛利	(13.5)	41.1	155.3	177.0	164.9	131.7	44.4	36.1	83.9	73.7	79.6
營業收益	(8.5)	43.2	213.6	262.0	221.7	200.8	52.3	40.8	120.1	90.8	92.4
EBITDA	(13.6)	32.9	140.8	168.0	175.6	158.2	52.6	37.6	77.8	82.3	84.0
稅前純益	(0.5)	27.2	156.6	172.7	165.5	160.0	43.6	37.9	88.0	77.4	86.8
稅後純益	(2.4)	23.8	144.8	155.2	163.8	156.7	43.4	37.1	80.5	76.4	86.8

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT$百萬	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
資產總額	**50,309**	**58,039**	**107,869**	**125,110**	**195,843**
流動資產	**46,184**	**53,057**	**100,305**	**111,712**	**170,178**
現金及短期投資	29,428	38,882	49,636	58,089	41,536
存貨	8,661	6,945	29,931	29,510	68,043
應收帳款及票據	5,730	3,011	18,785	22,160	58,648
其他流動資產	2,366	4,219	1,952	1,952	1,952
非流動資產	**4,125**	**4,982**	**7,564**	**13,398**	**25,665**
長期投資	1,600	2,204	2,872	2,872	2,872
固定資產	1,775	1,680	3,780	9,613	21,880
什項資產	750	1,098	912	912	912
負債總額	**10,833**	**17,214**	**40,487**	**44,956**	**91,299**
流動負債	**10,672**	**16,975**	**40,271**	**44,740**	**91,083**
應付帳款及票據	1,826	1,986	21,780	26,248	72,592
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	8,845	14,988	18,491	18,491	18,491
長期負債	**161**	**240**	**216**	**216**	**216**
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	29	30	27	27	27
股東權益總額	**39,477**	**40,824**	**67,382**	**80,154**	**104,544**
普通股本	806	813	862	862	862
保留盈餘	10,685	13,337	20,662	33,434	57,823
少數股東權益	21	19	20	21	21
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
年成長率					
營業收入	70.5%	(40.5%)	123.8%	100.0%	87.3%
營業收益增長	72.7%	(22.8%)	120.1%	90.8%	92.4%
EBITDA	58.1%	(11.6%)	77.8%	82.3%	84.0%
稅後純益	93.8%	(13.1%)	80.5%	76.4%	86.8%
每股盈餘成長率	78.9%	(14.9%)	79.5%	76.4%	86.8%
獲利能力分析					
營業毛利率	19.6%	26.4%	21.7%	18.8%	18.0%
營業利益率	12.5%	16.2%	16.0%	15.2%	15.6%
EBITDA Margin	17.6%	26.1%	20.8%	18.9%	18.6%
稅後純益率	12.4%	18.1%	14.6%	12.9%	12.8%
平均資產報酬率	15.6%	10.3%	12.2%	15.3%	20.8%
股東權益報酬率	22.4%	14.0%	18.7%	24.2%	36.1%
穩定\償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	870.5	751.7	1,084.4	1,973.6	3,686.4
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	373.9	1,706.0	(11.2)	2,150.8	1,077.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	373.9	1,706.0	(11.2)	2,150.8	1,077.9
流動比率 (x)	4.3	3.1	2.5	2.5	1.9
速動比率 (x)	3.5	2.7	1.7	1.8	1.1
淨負債 (NT$百萬)	(27,044)	(32,627)	(35,954)	(44,407)	(27,854)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT$)	81.34	69.18	124.20	219.12	409.40
每股現金盈餘 (NT$)	42.37	188.72	(1.61)	300.54	150.62
每股淨值 (NT$)	489.23	502.01	781.42	929.57	1,212.49
調整後每股淨值 (NT$)	497.91	504.26	828.15	985.17	1,285.01
每股營收 (NT$)	655.81	382.18	850.91	1,701.77	3,187.24
EBITDA/Share (NT$)	115.34	99.82	176.57	321.85	592.16
每股現金股利 (NT$)	40.05	34.41	62.10	109.56	204.70
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.26	0.57	0.83	1.19	1.62
應收帳款周轉天數	40.4	35.5	99.1	58.4	82.8
存貨周轉天數	75.9	111.3	201.5	95.9	117.2
應付帳款周轉天數	16.0	31.8	146.6	85.3	125.1
現金轉換周轉天數	100.2	115.0	153.9	69.0	75.0

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT$百萬	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
營業收入	**51,969**	**30,926**	**69,213**	**138,422**	**259,250**
營業成本	(41,768)	(22,772)	(54,218)	(112,371)	(212,462)
營業毛利	**10,201**	**8,154**	**14,995**	**26,050**	**46,788**
營業費用	(3,705)	(3,138)	(3,952)	(4,979)	(6,248)
營業利益	**6,496**	**5,017**	**11,042**	**21,071**	**40,540**
總營業外收入	**1,372**	**1,714**	**1,471**	**1,360**	**1,360**
利息收入	1,203	1,592	1,426	1,360	1,360
投資利益淨額	-	-	4	-	-
其他營業外收入	169	122	41	-	-
總營業外費用	**(60)**	**(11)**	**123**	**(11)**	**(11)**
利息費用	(9)	(9)	(12)	(11)	(11)
投資損失	(29)	(48)	-	-	-
其他營業外費用	(22)	45	135	-	-
稅前純益	**7,808**	**6,720**	**12,637**	**22,420**	**41,888**
所得稅費用[利益]	(1,362)	(1,124)	(2,533)	(4,596)	(8,587)
少數股東損益	(1)	2	(1)	(1)	(1)
非常項目	-	0	(0)	(0)	(0)
稅後淨利	**6,446**	**5,598**	**10,103**	**17,823**	**33,300**
EBITDA	**9,140**	**8,077**	**14,362**	**26,179**	**48,166**
每股盈餘 (NT$)	81.34	69.18	124.20	219.12	409.40

現金流量

NT$百萬	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
營運活動之現金流量	**3,358**	**15,272**	**(131)**	**24,446**	**12,251**
本期純益	6,446	5,598	10,103	17,823	33,300
折舊及攤提	2,644	3,061	3,320	5,107	7,626
本期運用資金變動	99	2,663	(18,967)	1,514	(28,676)
其他營業資產及負債變動	(5,830)	3,950	5,414	1	1
投資活動之現金流量	**(676)**	**(5,828)**	**(12,687)**	**(10,941)**	**(19,893)**
投資用短期投資出售[新購]	795	(4,630)	(7,885)	-	-
本期長期投資變動	(67)	-	-	-	-
資本支出淨額	(1,998)	(2,287)	(5,088)	(10,388)	(19,343)
其他資產變動	594	1,089	287	(553)	(551)
自由現金流	**5,594**	**7,298**	**(12,420)**	**12,432**	**(8,714)**
融資活動之現金流量	**12,855**	**(2,653)**	**15,716**	**(5,051)**	**(8,912)**
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	14,330	-	18,418	-	-
已支付普通股股息	(1,818)	(2,946)	(2,799)	(5,051)	(8,912)
其他融資現金流	343	293	97	-	-
匯率影響數	**1,348**	**(1,208)**	**429**	**-**	**-**
本期產生現金流量	**16,885**	**5,583**	**3,327**	**8,453**	**(16,554)**

投資回報率

	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
1 – 營業成本/營業收入					
– 銷管費用/營業收入	7.1%	10.1%	5.7%	3.6%	2.4%
= 營業利益率	**12.5%**	**16.2%**	**16.0%**	**15.2%**	**15.6%**
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	(0.1)	0.2	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	**6.5**	**(30.5)**	**4.8**	**7.4**	**4.4**
營業利益率	12.5%	16.2%	16.0%	15.2%	15.6%
x 資本周轉率	6.5	(30.5)	4.8	7.4	4.4
x (1 – 有效現金稅率)	82.6%	83.3%	80.0%	79.5%	79.5%
= 稅後 ROIC	**67.4%**	**(411.9%)**	**61.8%**	**90.1%**	**54.1%**

資料來源：公司資料，凱基預估

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888，傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888，傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888，傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188，傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

上述凱基分析員為證監會持牌人，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。

於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司 （「凱基」）關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基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的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、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，凱基並不另行通知。凱基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，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、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、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。