

Fubon Research

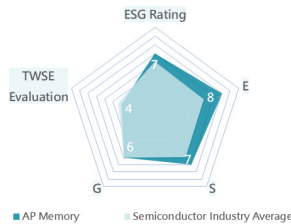
2026 年 4 月 23 日

買進

 股價 **NT\$792.00** 目標價 **NT\$911**

- 訪談摘要
- 初次評論
- 公司動態
- 獲利調整
- 獲利預覽
- 評等調整

流通在外股數 (百萬)	81
市值 (百萬台幣)	128,940
市值 (百萬美元)	4,093
外資持股率 (%)	31.83
投信持股率 (%)	0.98
董監持股率 (%)	16.82
52 週高價 (元)	792.00
52 週低價 (元)	213.58
當沖比率	51%

 ESG 評等 **7** 產業排名 **37/202**


資料來源：CMoney

盈餘預估及評等修正

	新	舊	%
評等	買進	買進	
目標價	911	469	94
EPS 預估	20.26	14.64	38
目標 PE	45	32	

主要財務報表分析	至 12 月 31 日		
百萬元	FY25	FY26F	FY27F
營收淨額	5,666	9,948	14,364
年成長率(%)	35.2	75.6	44.4
營業利益	1,399	3,440	5,512
年成長率(%)	31.6	145.9	60.2
稅後淨利	1,258	3,299	4,896
年成長率(%)	-20.3	162.3	48.4
每股淨利(NT\$)	7.74	20.26	30.08
每股現金股利	7.0	10.0	14.0
本益比(x)	102.3	39.1	26.3
本淨比(x)	10.4	9.0	7.3
現金股利殖利率	0.9	1.3	1.8
淨值報酬率(%)	10.4	23.9	29.4

資料來源：CMoney · 富邦投顧

 夏武正
 886-2-27815995#37011
 richard.hsia@fubon.com

愛普* (6531 TT)
IPD 潛力超出預期
維持買進 · 目標價升至 911 元 · 潛在上漲空間 15%

1. 3 月自結數隱含毛利率約 49-50% · EPS 2.29 元 · 數字優富邦預期。
2. AI 趨動先進封裝發展 · 預料 IPD 產品有機會打入 EMIB、CoWoS 供應鏈。
3. IPD 矽電容、ApSRAM 量產加速 · 2026 年 EPS 預估將挑戰歷史新高。

自結 3 月 EPS 2.29 元 · 1Q26EPS 估約 4.72 元

愛普 1Q26 合併營收 21.01 億元 · QoQ+12.5% · YoY+115.5% · 數字優於市場預期 · 主要受惠於 S-SiCap 出貨成長超出預期。愛普*4 月 20 日已公告 3 月自結數 · 稅前淨利 4.57 億元 · 歸屬母公司業主淨利 3.72 億元 · EPS 2.29 元。由於 3 月新台幣貶值約 1.8% · 因此我們推估匯兌利益約 1.4~1.5 億元；隱含毛利率預估約 49-50%。簡言之 · 富邦預估愛普*1Q26 毛利率約 49.7% · 營業利益估 6.72 億元 · 稅前淨利估 9.18 億元 · 歸屬母公司稅後淨利估 7.69 億元 · 單季 EPS 估約 4.72 元。

IPD 方案有機會打入 EMIB · 明年營收占比挑戰>35%

富邦看好愛普 IPD 今年將逐步導入量產 · 明年或有機會打進 Google TPU 封裝解決方案 · 推升 IPD 業務成長至更高境界。首先 · 近期傳出 Google 與 MTK 合作之 ASIC 晶片計畫採用 Intel EMIB-T(Embedded Multi-die Interconnect Bridge - Tower) 技術 · 其中愛普的 IPD 方案可用在 HBM4E 及該 ASIC 晶片之先進封裝 · 用以解決信號完整性與功耗問題。其次 · 力積電 4 月 21 日法說指出應用在 EMIB 的先進封裝的 IPD 產品已獲得國際大廠的認證 · 即將開始小量備貨 · 且該產品也有機會用在 CoWoS 的先進封裝方案。富邦按力積電法說指出之 8 吋、12 吋 IPD 月產量分別以 3 千片來計算 · 一個月可貢獻營收分別約 1.4 億和 3.5 億元 · 成長潛力不可小覷 · 明年營收占比挑戰>35%。

2Q26 營收估季增>10% · 毛利率挑戰 50%大關

展望 2Q26 · 愛普* IPD 開始放量 · 加上 ApSRAM 產能測試瓶頸釋放 · 營收預估將成長至 23.66 億元 · QoQ+12.6% · YoY+78.1%。由於矽電容營運規模擴大 · 單品毛利率可望改善 · 因此富邦預估 2Q26 毛利率可升抵 51.0%。簡言之 · 我們預估愛普*2Q26 營業利益約 8.35 億元 · 稅前淨利估 9.16 億元 · 稅後淨利估 7.59 億元 · EPS 估 4.66 元。

富邦不同之處

我們對愛普*2026-2027 年 EPS 最新預估值為 20.26、30.08 元 · 相較市場同業平均分別為+53%、+36%。

評價與風險

我們看好愛普*今年在矽電容新品(IPD-置於 ABF 基板)加入量產 · 可望擴大在 AI 與 HPC 應用的市占率 · 加上潛在打入 EMIB 封裝之商業機會 · 有利提升其市場評價回到歷史高點。因此 · 我們維持愛普*買進的投資評等 · 目標價 911 元 · 約為 FY26 的 45XPER。愛普*股價的主要風險來自(1)矽電容業務訂單挹注速度不如預期、(2)傳統應用競爭加劇 · IoT RAM 市占率不升反降等。

圖表 1：獲利預估修正 單位：新台幣百萬元

	FY25		FY26F		FY27F		
		原估	新估	差異	原估	新估	差異
營業收入	5,666	8,228	9,948	20.9%	11,410	14,364	25.9%
銷貨毛利	2,634	3,885	4,983	28.3%	5,419	7,289	34.5%
營業利益	1,399	2,493	3,440	38.0%	3,860	5,512	42.8%
稅後淨利	1,258	2,384	3,299	38.4%	3,520	4,896	39.1%
EPS (元)	7.74	14.64	20.26	38.4%	21.62	30.08	39.1%
重要比率							
毛利率	46.5%	47.2%	50.1%		47.5%	50.7%	
營益率	24.7%	30.3%	34.6%		33.8%	38.4%	
淨利率	21.9%	29.0%	33.2%		30.9%	34.1%	

資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

IPD 矽電容、ApSRAM 量產加速，2026 年 EPS 預估升抵 20.26 元

管理層 3 月法說指出記憶體市況強勁，已看到客戶尋求 DDR 產品以外的客製化 DRAM 方案，加上 ApSRAM 今年將擴大貢獻，全年整體 IoT RAM 訂單動能持續強勁。至於部分需求受測試產能限制，但預期 2Q26 可獲緩解。近期傳出力積電在 12 吋 IPD 專案取得英特爾 EMIB 之認證，深化愛普 IPD 未來的成長機會，我們因此略微上修今明 IPD 營收貢獻。簡言之，我們看好矽電容新品加入、ApSRAM 正式量產將是營收主要動能，預估 2026 年合併營收達 199.48 億元，YoY+75.6%；毛利率估升至 50.1%，營業利益估 34.40 億元；稅前淨利估 39.48 億元，稅後淨利估 32.99 億元，全年 EPS 估 20.26 元。



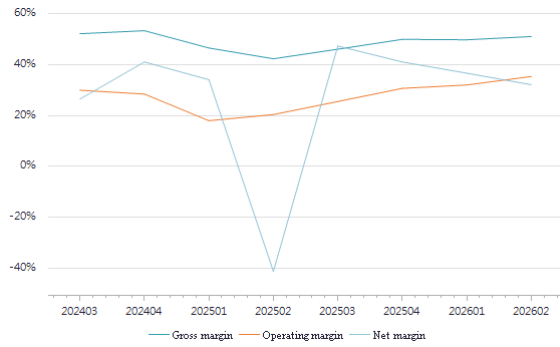
圖表 2：單季預測

單位: 百萬元	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
損益模型											
營業收入	2,101	2,366	2,622	2,859	2,838	3,518	4,304	3,706	5,666	9,948	14,364
銷貨成本	1,056	1,160	1,320	1,429	1,421	1,730	2,104	1,821	3,033	4,965	7,076
銷貨毛利	1,044	1,206	1,302	1,430	1,416	1,788	2,200	1,885	2,634	4,983	7,289
營業費用	373	371	391	409	405	436	485	451	1,234	1,544	1,777
營業利益	672	835	911	1,021	1,011	1,352	1,715	1,434	1,399	3,440	5,512
業外收支淨額	246	81	87	95	76	72	88	99	119	508	335
稅前淨利	918	916	998	1,116	1,087	1,424	1,803	1,533	1,518	3,948	5,847
稅後淨利	769	759	843	929	917	1,181	1,522	1,277	1,258	3,299	4,896
EPS	4.72	4.66	5.18	5.71	5.63	7.25	9.35	7.84	7.74	20.26	30.08
獲利能力(%)											
毛利率	49.7%	51.0%	49.7%	50.0%	49.9%	50.8%	51.1%	50.9%	46.5%	50.1%	50.7%
營益率	32.0%	35.3%	34.7%	35.7%	35.6%	38.4%	39.8%	38.7%	24.7%	34.6%	38.4%
淨利率	36.6%	32.1%	32.2%	32.5%	32.3%	33.6%	35.4%	34.5%	21.9%	33.2%	34.1%
年成長率(%)											
營業收入	115.5%	78.1%	75.4%	53.0%	35.1%	48.7%	64.1%	29.6%	35.2%	75.6%	44.4%
銷貨毛利	130.4%	114.8%	89.3%	53.5%	35.6%	48.3%	69.0%	31.8%	22.7%	89.2%	46.3%
營業利益	283.8%	208.4%	139.1%	78.4%	50.4%	61.9%	88.3%	40.5%	31.6%	145.9%	60.2%
稅後淨利	131.7%	--	19.4%	21.3%	19.2%	55.6%	80.5%	37.5%	-20.3%	162.3%	48.4%
EPS	131.5%	--	19.3%	21.2%	19.3%	55.7%	80.6%	37.4%	-20.5%	161.8%	48.4%
季成長率(%)											
營業收入	12.5%	12.6%	10.8%	9.0%	-0.7%	24.0%	22.3%	-13.9%			
銷貨毛利	12.1%	15.5%	8.0%	9.8%	-1.0%	26.3%	23.0%	-14.3%			
營業利益	17.4%	24.3%	9.1%	12.1%	-1.0%	33.7%	26.8%	-16.4%			
稅後淨利	0.4%	-1.3%	11.1%	10.2%	-1.3%	28.8%	28.9%	-16.1%			
EPS	0.2%	-1.3%	11.1%	10.3%	-1.3%	28.8%	28.8%	-16.1%			

資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

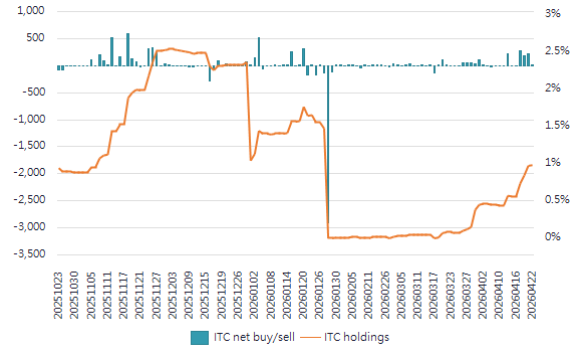


圖表 3：毛利率、營益率、稅後營益率 單位： %



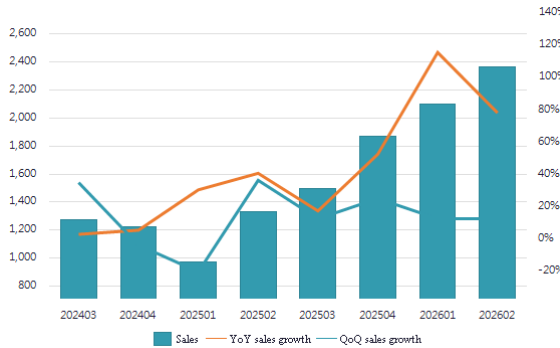
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 6：投信買賣超張數及持股比率 單位：張/%



資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 4：季營收變化 單位：百萬元/%



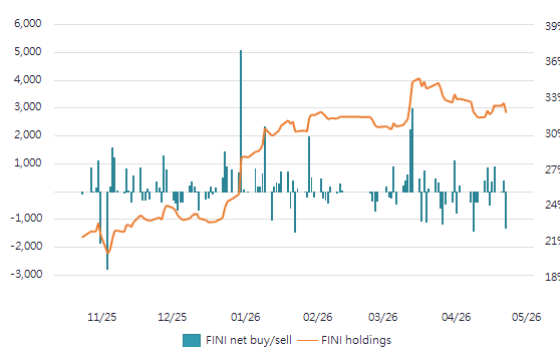
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 7：稅後淨利年成長趨勢 單位：百萬元/%



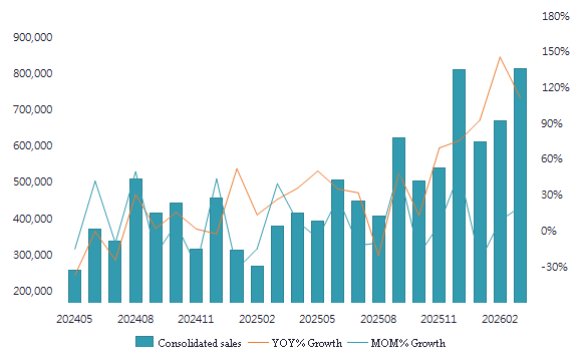
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 5：外資買賣超張數及持股比率 單位：張/%



資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 8：月合併營收圖 單位：千/ %



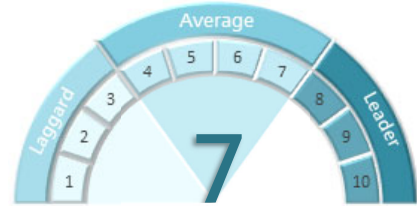
資料來源：CMoney、富邦投顧

ESG永續發展專區

CMoney Taiwan ESG Rating

CMoney ESG Rating	E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)
7/10	8/10	7/10	6/10

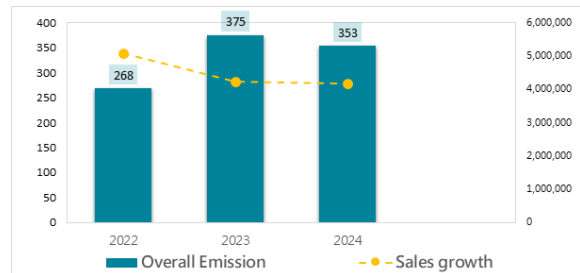
交易所產業類別	產業排名	交易所公司治理評鑑
電子-半導體	37/202	36%至 50%



環境保護 Environment

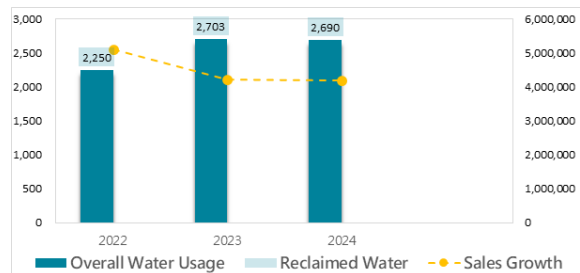
溫室氣體排放與營收

摘要			
溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	直接排放(公噸)	間接排放(公噸)
2024	353	11	342
2023	375	15	360
2022	268	13	255
2021	--	--	--



企業用水量與營收

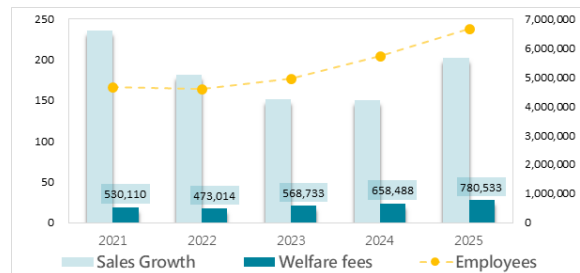
摘要			
企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2024	2,690	--	--
2023	2,703	--	--
2022	2,250	--	--
2021	1,480	--	--



社會責任 Social Responsibility

員工人數與福利費用

摘要			
員工人數與福利費用統計			
年度	員工人數(人)	員工人數增減(人)	福利費用
2026	--	--	--
2025	238	33	780,533
2024	205	28	658,488
2023	177	13	568,733
2022	164	-2	473,014



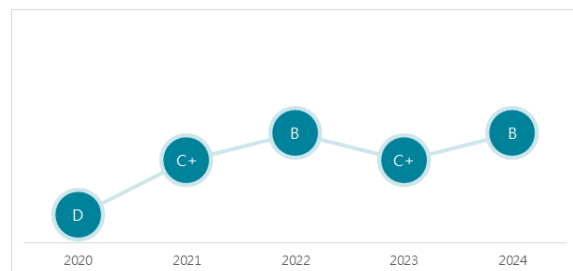
公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			構面一	構面二	構面三	構面四
2024	36%至 50%	B	0.19	0.29	0.17	0.35
2023	51%至 65%	C+	0.22	0.31	0.19	0.28
2022	36%至 50%	B	0.20	0.33	0.23	0.24
2021	51%至 65%	C+	0.20	0.33	0.26	0.21

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

資料來源：交易所、公司、CMoney、富邦投顧





損益表	百萬台幣				
	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F
營收淨額	4,227	4,192	5,666	9,948	14,364
銷貨成本	2,472	2,047	3,033	4,965	7,076
銷貨毛利	1,755	2,146	2,634	4,983	7,289
營業費用	902	1,082	1,234	1,544	1,777
營業利益	853	1,063	1,399	3,440	5,512
EBITDA	1,702	2,125	1,615	3,745	5,701
利息淨收支	366	407	346	324	299
投資淨損益	0	(21)	0	16	19
匯兌淨損益	9	513	(355)	154	0
其他收支	392	71	128	13	17
業外收支淨額	766	970	119	508	335
稅前淨利	1,619	2,033	1,518	3,948	5,847
所得稅	174	455	279	739	1,092
少數股權	0	0	(17)	(90)	(141)
稅後淨利	1,445	1,578	1,258	3,299	4,896
基本 EPS(NT\$)	8.93	9.73	7.74	20.26	30.08
完全稀釋 EPS(NT\$)	8.85	9.66	7.69	20.26	30.08
股票股利(NT\$)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
現金股利(NT\$)	7.00	6.99	7.00	10.00	14.00

年成長率(%)					
營收淨額	(17.0)	(0.8)	35.2	75.6	44.4
銷貨毛利	(21.0)	22.3	22.7	89.2	46.3
營業利益	(43.2)	24.7	31.6	145.9	60.2
稅後淨利	(25.6)	9.2	(20.3)	162.3	48.4
基本 EPS	(26.1)	9.0	(20.5)	161.8	48.4
獲利能力(%)					
毛利率	41.5	51.2	46.5	50.1	50.7
營業率	20.2	25.4	24.7	34.6	38.4
稅後淨利率	34.2	37.7	21.9	33.2	34.1
EBITDA 率	40.3	50.7	28.5	37.6	39.7

財務比率					
	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F
流動比率(%)	955	1,118	566	511	673
速動比率(%)	877	993	516	434	567
淨負債股權比率(%)	(76)	(34)	(57)	(54)	(59)
稅後淨利率(%)	34.2	37.7	21.9	33.2	34.1
資產周轉率(x)	0.4	0.3	0.4	0.6	0.7
財務槓桿(x)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
已動用資本/淨值(x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
總資產報酬率(%)	11.5	12.1	8.5	18.6	23.6
淨值報酬率(%)	13.0	13.6	10.4	23.9	29.4
資本報酬率(%)	11.3	14.0	9.7	26.9	34.3

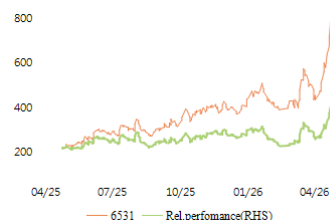
財務比率					
	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F
股息保障倍數(x)	1.8	1.3	2.5	1.9	2.6
所得稅保障倍數(x)	11.7	3.3	10.2	2.9	3.9
資本支出保障倍數(x)	193.1	79.4	419.8	25.0	29.3
應收帳款週轉率(x)	7.4	8.1	9.6	6.1	8.9
存貨週轉率(x)	2.9	1.7	2.6	2.1	2.3
應付帳款週轉率(x)	9.7	8.9	6.0	3.5	5.9
應收帳款週轉天數	49	45	38	60	41
存貨週轉天數	126	215	138	175	156
應付帳款週轉天數	38	41	61	106	62
現金循環週期(天)	137	218	115	129	135

資產負債表	百萬台幣				
	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F
現金及約當現金	8,864	4,189	7,263	7,932	10,568
應收款項	568	518	588	1,628	1,618
存貨	851	1,203	1,145	2,375	3,018
其他流動資產	108	4,877	3,943	3,979	3,818
流動資產	10,391	10,787	12,939	15,914	19,022
長期投資	1,252	1,418	1,206	1,211	1,058
固定資產	76	66	57	64	95
其他長期資產	795	738	537	538	537
總資產	12,514	13,008	14,740	17,727	20,712
短期借款	300	100	200	100	50
商業本票	--	--	--	0	0
應付款項	255	231	505	1,436	1,200
其他流動負債	533	634	1,582	1,580	1,575
流動負債	1,088	965	2,288	3,116	2,825
長期借款	--	--	--	9	10
其他長期負債	104	136	89	77	84
總負債	1,192	1,101	2,376	3,203	2,919
普通股股本	810	812	814	814	814
公積	6,234	6,368	6,532	6,532	6,532
保留盈餘	4,276	4,719	4,840	7,000	10,269
其他	1	9	179	178	178
股東權益	11,322	11,907	12,364	14,524	17,793
負債加股東權益	12,514	13,008	14,740	17,727	20,712

現金流量表					
	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F
稅後淨利	1,445	1,578	1,258	3,299	4,896
折舊與攤提	81	90	94	122	154
投資收入	0	21	0	(16)	(19)
營運資金增減	853	(327)	262	(1,339)	(869)
其他	(336)	149	1,238	194	206
來自營運之現金流量	2,043	1,512	2,853	2,260	4,368
資本支出	(11)	(19)	(7)	(87)	(144)
長投增減	874	166	(211)	5	55
其他	(1,381)	(5,021)	1,571	(1)	0
來自投資之現金流量	(506)	(4,842)	1,360	(83)	(89)
自由現金流量	1,537	(3,330)	4,212	2,177	4,279
借款增(減)	--	--	--	(100)	(50)
現金股利支出	(1,132)	(1,135)	(1,137)	(1,139)	(1,627)
發行公司債	--	--	--	0	0
償還公司債	--	--	--	0	0
現金增資	--	0	18	0	0
其他	279	(218)	129	22	34
來自融資之現金流量	(853)	(1,353)	(1,008)	(1,217)	(1,643)
匯率調整	(2)	8	(130)	0	0
本期產生之現金流量	682	(4,676)	3,075	960	2,636

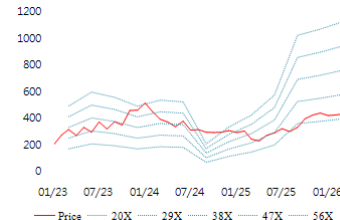
比率分析					
	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F
本益比(x)	88.7	81.4	102.3	39.1	26.3
本營比(x)	30.4	30.7	22.7	13.0	9.0
本淨比(x)	11.3	10.8	10.4	9.0	7.3
P/CFPS(x)	62.8	85.1	45.2	57.1	29.5
PE/growth(x)	(3.4)	9.1	(5.0)	0.2	0.5
P/FCFPS(x)	31.6	43.1	22.6	29.7	15.3
EV/EBITDA(x)	70.7	58.7	75.5	32.3	20.8
現金股利殖利率(%)	0.9	0.9	0.9	1.3	1.8

股價及相對大盤績效圖



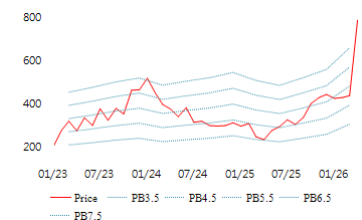
資料來源：CMoney、富邦投顧

未來 12 個月本益比區間圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

未來 12 個月本淨比區間圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

免責宣言

分析師認證

負責分析師（或者負責參與的分析師）確認：

1. 本研究報告的內容係反映分析師對於相關證券的個人看法。
2. 分析師的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

免責聲明

本研究報告所載資料僅供參考，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何證券。所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。然而，有關內容及看法並未考慮個別投資人之投資目標、財務狀況及特別需求。本研究報告所載述的意見可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司及任何關係企業等，皆有可能持有報告中提及的證券。本公司或任何關係企業會提供或嘗試提供投資銀行或其他形式的服務給報告中提及的公司。富邦投顧保留報告內容之一切著作權，禁止以任何形式之抄襲及轉寄他人。

富邦的股票評等標準

評等	定義
買進	預估未來6個月內的絕對報酬超過15%
中立	預估未來6個月內有絕對報酬介於15%與負15%之間
賣出	預估未來6個月內的絕對報酬高於負15%
未評等	由於富邦目前與該公司有特定交易或沒有足夠的基本資料判斷該公司評等
評估中	目前正在研議個股的投資評等，將於3到6個月內提供投資評等

產業評等	定義
優於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現突出
持平	預估該產業在未來6個月內與大盤指數表現相較持平
劣於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現較差

Disclaimer

Analyst Certification

The research analyst responsible for this report hereby certifies (or, where multiple research analysts are primarily responsible for this report) that:

- (1) the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about the subject securities and issuers.
- (2) the analyst also certifies that no part of his/her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

Disclaimer

This document is for informational purposes only and does not constitute a solicitation for the purchase or sale of any securities. The information contained herein was obtained from sources, which we believe to be reliable, but whose accuracy and completeness we do not guarantee. The opinions and recommendations herein do not take into account the investment objectives, financial situation and particular needs of the reader. Opinions expressed are subject to change without notice. Investors should assume that Fubon Securities or its subsidiaries or its affiliates is seeking or will seek investment banking or other business relationships with the companies in this report. Copyright 2025 Fubon Investment Service – All rights reserved. Any duplication or redistribution of this report is prohibited. Additional information is available upon request.

This report has been produced in Chinese. In the event of questions regarding the accuracy of the translation, please refer to the original Chinese version.

Fubon's Rating System

Rating	Definition
Buy	Expected absolute return to be over 15% within the next 6 months
Neutral	Expected absolute return to be level within the next 6 months
Sell	Expected absolute return to be over negative 15% within the next 6 months
Not Rated (NR)	Pursuant to Fubon acting in deals involving the company or there is not a sufficient fundamental basis for determining an investment rating
Under Review	Fubon is in the process of determining an investment rating and will assign a rating within the 3- to 6-month horizon

Sector Rating	Definition
Overweight	Sector expected to outperform the broader market indexes within the next 6-12 months
Market Weight	Sector expected to perform in line with the broader market averages within the next 6-12 months
Underweight	Sector expected to underperform the broader market indexes within the next 6-12 months.