

## 增加持股・維持

收盤價 April 17 (NT\$)	139.0
12 個月目標價 (NT\$)	188.0
前次目標價 (NT\$)	172.0
調升 (%)	9.3
上漲空間 (%)	35.3

## 焦點內容

1Q23 營收低預期，預期 2Q23 營收將季減個位數幅度。目前股價已經反映 1H23 的訂單疲弱，而 2H23-2025 年仍將因 ABF 受惠異質整合及 chiplet 等趨勢使供需吃緊，維持「增加持股」評等、調整目標價至 188 元

## 交易資料表

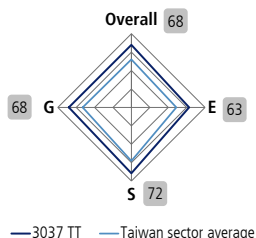
市值：(NT\$bn/US\$mn)	211.8 /
流通在外股數 (百萬股)：	1,524
外資持有股數 (百萬股)：	557
3M 平均成交量 (百萬股)：	16.13
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	107.5 - 222.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	9.4	16.3	-32.2
相對表現 (%)	2.5	-6.8	-26.1

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	1.49A	1.25A	2.87A	3.39A
2022	3.85A	5.44A	5.80A	4.99A
2023	2.04F	1.66F	3.66F	4.54F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

## 凱基投顧

林祐熙  
886 2 2181 8725  
jacklin.lin@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

# 欣興

(3037.TW/3037 TT)



## 2Q23 營運落底，2H23 新伺服器放量帶動載板需求回升

### 重要訊息

公司公布 3 月營收 86.6 億，月增 7.3%，1Q23 營收季減 28%、年減 13% 達 266 億元，低於市場共識 304 億與凱基預估 298 億。

### 評論及分析

**1Q23 營收低預期 13%。**我們推估 ABF、BT 營收分別季減 23%、37%達營收佔比 65%、7%，其中 ABF 稼動率由上季滿載到下滑同時亦面臨價格下滑壓力；而 HDI 與 PCB 分別分別季減 38%、30%達營收佔比 15%、10%。因此我們下修獲利 39%，達每股盈餘 2.04 元。

**ABF 持續修正，2Q23 營收將季減個位數幅度。**1Q23 初期資料中心相繼宣布建置放緩下，導致美系客戶於 PC 及網通訂單調整，我們認為 ABF 稼動率將季減 5-10 百分點以上，價格亦有微幅下滑壓力；BT 稼動率則可望持平至輕微下滑。

**2H23 新伺服器放量帶動網通 ABF 回溫。**我們推估公司 ABF 中高階產品(16L 以上或大 body size) 2020-22 年佔比 10-20%、30%、40%以上，佔比高於同業。目前 NPI 新品如異質整合產品因競爭較少需求踴躍，smart 與 intelligent 為長線趨勢。公司 2022 年前三大與五大客戶佔比 40-45%、60-65%，包含一線主要 CPU、GPU、網通與晶片客戶。

### 投資建議

我們下調 2023-24 年獲利預估 27%、9%，目前股價交易於我們下修後 11.7 倍、8.4 倍的本益比，已經反映 1H23 的訂單疲弱，而 2H23-2025 年仍將因 ABF 受惠異質整合及 chiplet 等趨勢使供需吃緊，維持「增加持股」評等、調整目標價至 188 元，相當於未來四季(3Q23-2Q24 年)每股盈餘 13 倍本益比。

### 投資風險

5G 進度延期，擴廠效益與市場需求不如預期。

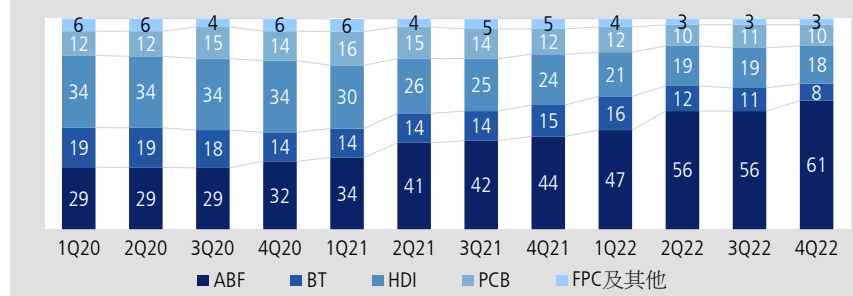
### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	87,893	104,563	140,489	120,638	143,493
營業毛利 (NT\$百萬)	12,828	23,663	50,433	35,750	46,426
營業利益 (NT\$百萬)	4,017	13,170	38,172	24,278	33,469
稅後淨利 (NT\$百萬)	5,462	13,222	29,619	17,591	24,344
每股盈餘 (NT\$)	3.74	8.98	20.08	11.90	16.47
每股現金股利 (NT\$)	1.40	3.40	8.00	4.50	6.50
每股盈餘成長率 (%)	66.7	140.3	123.5	(40.7)	38.4
本益比 (x)	37.2	15.5	6.9	11.7	8.4
股價淨值比 (x)	4.3	3.4	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA (x)	15.5	7.8	3.3	4.5	3.4
淨負債比率 (%)	23.5	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.0	2.4	5.8	3.2	4.7
股東權益報酬率 (%)	11.8	24.2	40.4	19.5	23.9

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 產品出貨依技術別比重

出貨類別比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 2: 2023 年月產能預估

Monthly capacity (million sq.ft)	2022	2023F	YoY(%)
Carrier	2.8-2.9	2.9-3.0	2.8
HDI	2.9-3	3.0-3.1	3.4
Conventional PCB	1.6-1.7	1.4-1.5	-12
Rigid-flex PCB	0.4-0.5	0.4-0.5	0
FPCB	0.4-0.5	0.4-0.5	0

資料來源：公司資料；凱基整理

圖 3: 1Q-2Q23 財測修正暨市場共識比較

百萬元	1Q23F					2Q23F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異(%)
營收	26,566	29,847	(11.0)	30,410	(12.6)	25,238	30,543	(17.4)	31,235	(19.2)
毛利	6,903	9,604	(28.1)	9,357	(26.2)	6,248	9,973	(37.4)	9,527	(34.4)
營業利益	4,290	6,690	(35.9)	6,332	(32.2)	3,724	7,043	(47.1)	6,392	(41.7)
稅後淨利	3,021	4,949	(39.0)	4,923	(38.6)	2,453	5,080	(51.7)	4,999	(50.9)
每股盈餘 (元)	2.04	3.35	(39.0)	3.25	(37.1)	1.66	3.44	(51.7)	3.21	(48.4)
毛利率 (%)	26.0	32.2	(6.2)ppts	30.8	(4.8)ppts	24.8	32.7	(7.9)ppts	30.5	(5.7)ppts
營利率 (%)	16.1	22.4	(6.3)ppts	20.8	(4.7)ppts	14.8	23.1	(8.3)ppts	20.5	(5.7)ppts
淨利率 (%)	11.4	16.6	(5.2)ppts	16.2	(4.8)ppts	9.7	16.6	(6.9)ppts	16.0	(6.3)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4: 2023-24 財測修正暨市場共識比較

百萬元	2023F					2024F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異(%)
營收	120,638	129,810	(7.1)	133,282	(9.5)	143,493	145,386	(1.3)	152,294	(5.8)
毛利	35,750	44,472	(19.6)	43,425	(17.7)	46,426	49,325	(5.9)	52,177	(11.0)
營業利益	24,278	32,103	(24.4)	29,519	(17.8)	33,469	36,203	(7.6)	36,947	(9.4)
稅後淨利	17,591	24,124	(27.1)	22,481	(21.7)	24,344	26,651	(8.7)	28,359	(14.2)
每股盈餘 (元)	11.90	16.32	(27.1)	15.08	(21.1)	16.47	18.03	(8.7)	18.66	(11.8)
毛利率 (%)	29.6	34.3	(4.6)ppts	32.6	(2.9)ppts	32.4	33.9	(1.6)ppts	34.3	(1.9)ppts
營利率 (%)	20.1	24.7	(4.6)ppts	22.1	(2.0)ppts	23.3	24.9	(1.6)ppts	24.3	(0.9)ppts
淨利率 (%)	14.6	18.6	(4.0)ppts	16.9	(2.3)ppts	17.0	18.3	(1.4)ppts	18.6	(1.7)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5: 同業比較－投資評價

公司	代號	市值	股價	EPS (當地貨幣)			PE (x)			PB (x)			ROE (%)			股息殖利率 (%)		
		美金百萬元	當地貨幣	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
欣興	3037 TT	6,947	139.00	20.08	11.90	16.47	6.9	11.7	8.4	2.40	2.18	1.88	40.4	19.5	23.9	5.8	3.2	4.7
華通	2313 TT	1,741	44.55	6.71	5.19	6.20	6.6	8.6	7.2	1.37	1.22	1.07	22.5	15.0	15.9	6.1	4.7	5.6
景碩	3189 TT	1,691	113.50	15.47	8.32	12.28	7.3	13.6	9.2	1.50	1.50	1.36	22.0	11.0	15.4	5.7	4.0	5.7
南電	8046 TT	5,605	264.50	30.05	20.75	25.69	8.8	12.7	10.3	3.18	3.09	2.68	41.2	24.6	27.9	6.8	4.7	5.9
Ibiden	4062 JP	5,555	5,280.0	348.27	338.50	410.41	15.2	15.6	12.9	1.82	1.65	1.49	12.4	9.8	11.6	0.8	0.9	1.0
Shinko	6967 JP	4,084	4,045.0	421.26	331.23	408.64	9.6	12.2	9.9	2.15	1.78	1.54	24.9	15.1	16.1	1.2	1.2	1.3
AT&S	ATS AV	1,180	27.66	2.39	2.37	2.71	11.6	11.7	10.2	1.24	0.83	0.71	12.4	10.6	4.9	2.8	3.7	3.4
SEMCO	009150 KS	8,647	151,800	12,977.0	8,930.2	12,682.8	11.7	17.0	12.0	1.47	1.44	1.31	13.3	8.9	11.5	1.4	1.3	1.4

資料來源：Bloomberg；凱基

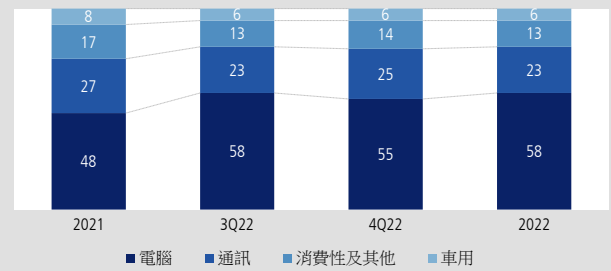
**圖 6: 公司概況**

欣興電子成立於民國 79 年 1 月，總部位於桃園龜山，主要從事印刷電路板與 IC 載板之生產，公司過去數度透過併購其他印刷電路板廠提高市佔率，2009 年完成全懋科技合併案後，一度躍升為全球最大印刷電路板供應商。公司 2022 年產品比重依技術別：IC 基板 67%、HDI 19%、PCB 11%、軟板及其他 3%；依應用別：電腦 58%、通訊 23%、消費性及其他 13%、車用 6%。

資料來源：凱基

**圖 7: 產品比重**

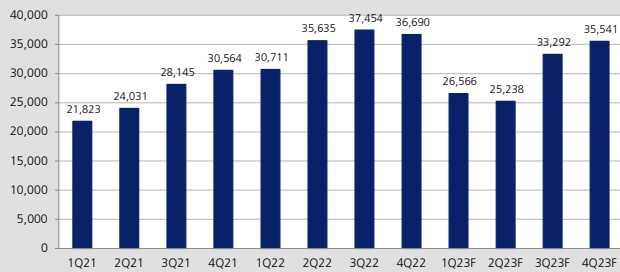
產品比重，百分比



資料來源：凱基

**圖 8: 季營業收入**

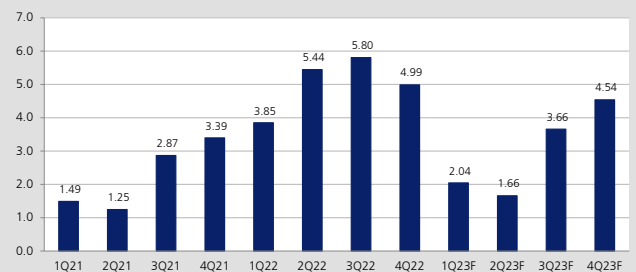
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 9: 每股盈利**

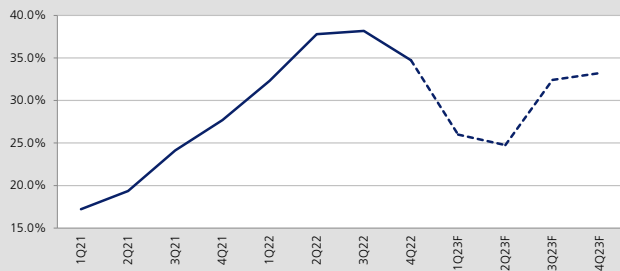
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 10: 毛利率**

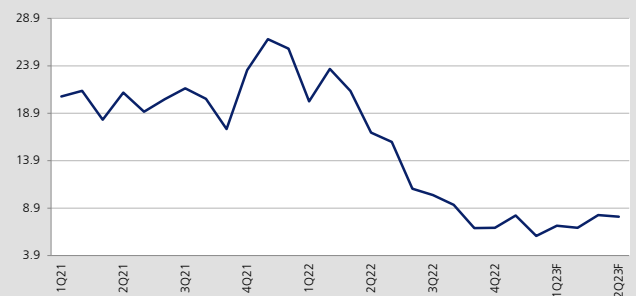
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 11: 本益比**

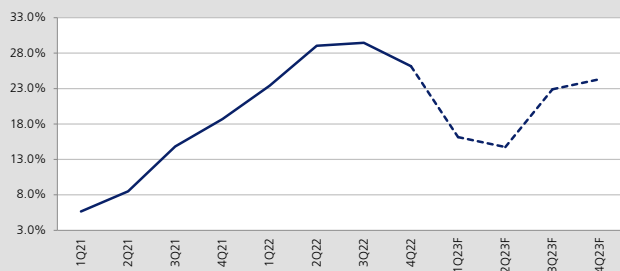
本益比，倍



資料來源：凱基

**圖 12: 營業利潤率**

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 13: 股價淨值比**

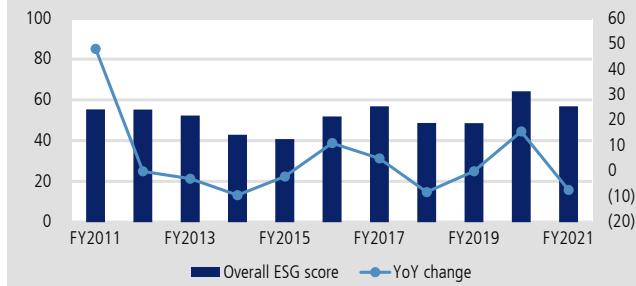
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

**圖 14：ESG 整體分數**

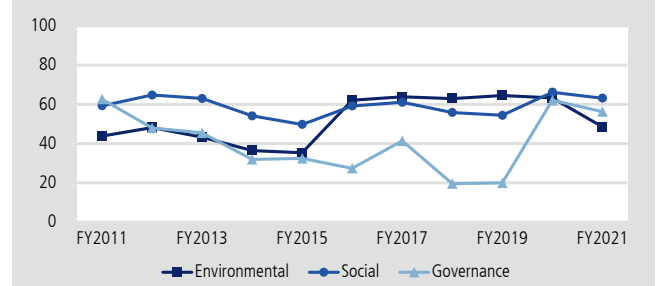
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 15：ESG 各項分數**

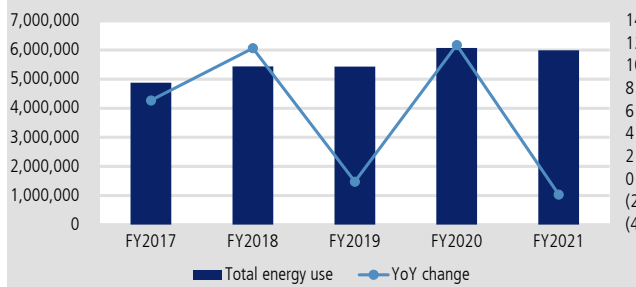
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 16：能源消耗**

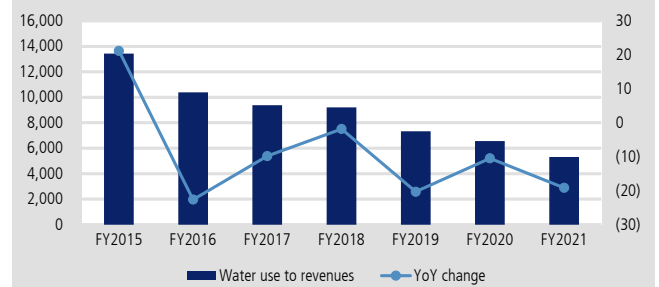
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 17：耗水量**

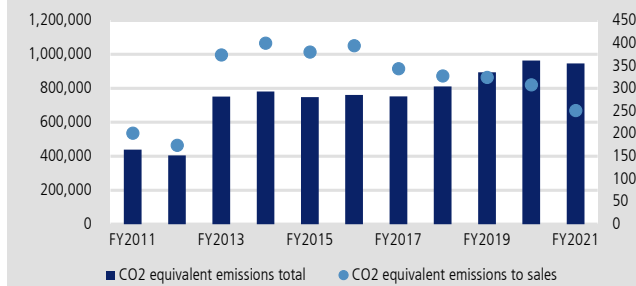
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 18：碳排量**

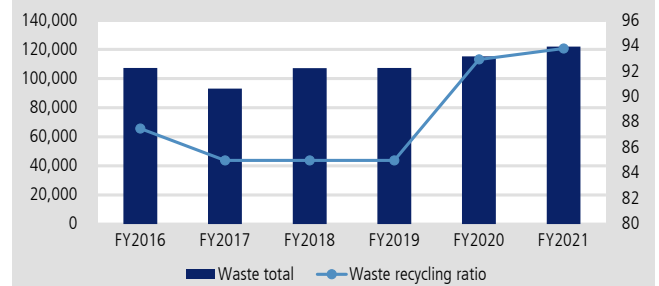
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收排碳量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 19：廢棄物總量**

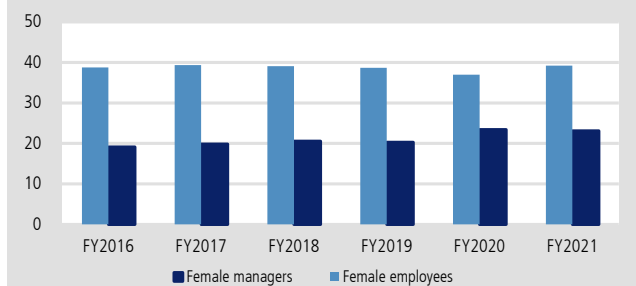
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 20：性別多樣性**

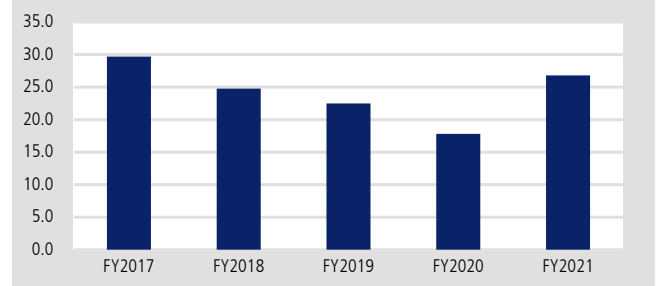
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 21：員工流動率**

員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
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	Primary 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	
CO2 約當排放量	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)	
CO2 約當排放量營收比	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	
總取水量	總取水量(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	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理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，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*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

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	30,711	35,635	37,454	36,690	26,566	25,238	33,292	35,541	140,489	120,638	143,493
營業成本	(20,788)	(22,166)	(23,155)	(23,948)	(19,663)	(18,990)	(22,499)	(23,734)	(90,056)	(84,887)	(97,067)
營業毛利	9,923	13,469	14,299	12,742	6,903	6,248	10,793	11,807	50,433	35,750	46,426
營業費用	(2,734)	(3,119)	(3,265)	(3,143)	(2,613)	(2,524)	(3,173)	(3,162)	(12,261)	(11,472)	(12,957)
營業利益	7,189	10,350	11,034	9,599	4,290	3,724	7,620	8,645	38,172	24,278	33,469
折舊	(2,604)	(2,731)	(2,887)	(3,168)	(3,831)	(3,831)	(3,831)	(3,831)	(11,391)	(15,323)	(15,623)
攤提	(68)	(79)	(85)	(104)	(76)	(76)	(76)	(76)	(336)	(305)	(254)
EBITDA	9,862	13,160	14,007	12,870	8,197	7,630	11,527	12,552	49,899	39,906	49,346
利息收入	88	129	181	261	230	230	230	230	659	920	920
投資利益淨額	192	75	(7)	(67)	50	50	50	50	194	200	200
其他營業外收入	1,142	1,658	1,828	(516)	50	50	50	50	4,112	200	200
總營業外收入	1,422	1,863	2,001	(321)	330	330	330	330	4,964	1,320	1,320
利息費用	(79)	(94)	(119)	(155)	(155)	(155)	(155)	(155)	(447)	(620)	(620)
投資損失	-	-	-	(31)	-	-	-	-	(31)	-	-
其他營業外費用	(1,041)	(1,011)	(1,008)	276	(200)	(200)	(200)	(200)	(2,784)	(800)	(800)
總營業外費用	(1,120)	(1,105)	(1,126)	90	(355)	(355)	(355)	(355)	(3,262)	(1,420)	(1,420)
稅前純益	7,491	11,108	11,909	9,367	4,265	3,699	7,595	8,620	39,875	24,178	33,369
所得稅費用[利益]	(1,605)	(2,720)	(2,865)	(1,459)	(1,024)	(888)	(1,830)	(1,552)	(8,649)	(5,293)	(7,275)
少數股東損益	(220)	(357)	(482)	(548)	(220)	(358)	(358)	(358)	(1,607)	(1,294)	(1,751)
非常項目稅後純益	5,667	8,030	8,562	7,360	3,021	2,453	5,407	6,711	29,619	17,591	24,344
非常項目	(0)	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	(0)	(0)
稅後淨利	5,667	8,030	8,562	7,360	3,021	2,453	5,407	6,711	29,619	17,591	24,344
每股盈餘 (NT\$)	3.85	5.44	5.80	4.99	2.04	1.66	3.66	4.54	20.08	11.90	16.47
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	32.3	37.8	38.2	34.7	26.0	24.8	32.4	33.2	35.9	29.6	32.4
營業利益率	23.4	29.0	29.5	26.2	16.1	14.8	22.9	24.3	27.2	20.1	23.3
EBITDA Margin	32.1	36.9	37.4	35.1	30.9	30.2	34.6	35.3	35.5	33.1	34.4
稅前純益率	24.4	31.2	31.8	25.5	16.1	14.7	22.8	24.3	28.4	20.0	23.3
稅後純益率	18.5	22.5	22.9	20.1	11.4	9.7	16.2	18.9	21.1	14.6	17.0
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	0.5	16.0	5.1	(2.0)	(27.6)	(5.0)	31.9	6.8			
營業毛利	17.2	35.7	6.2	(10.9)	(45.8)	(9.5)	72.8	9.4			
營業收益增長	25.7	44.0	6.6	(13.0)	(55.3)	(13.2)	104.6	13.5			
EBITDA	18.3	33.4	6.4	(8.1)	(36.3)	(6.9)	51.1	8.9			
稅前純益	17.0	48.3	7.2	(21.3)	(54.5)	(13.3)	105.4	13.5			
稅後純益	13.4	41.7	6.6	(14.0)	(58.9)	(18.8)	120.4	24.1			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	40.7	48.3	33.1	20.0	(13.5)	(29.2)	(11.1)	(3.1)	34.4	(14.1)	18.9
營業毛利	164.2	189.7	110.5	50.5	(30.4)	(53.6)	(24.5)	(7.3)	113.1	(29.1)	29.9
營業收益	482.4	406.4	164.3	67.9	(40.3)	(64.0)	(30.9)	(9.9)	189.8	(36.4)	37.9
EBITDA	181.8	202.4	107.8	54.4	(16.9)	(42.0)	(17.7)	(2.5)	117.6	(20.0)	23.7
稅前純益	194.1	367.9	124.6	46.2	(43.1)	(66.7)	(36.2)	(8.0)	139.8	(39.4)	38.0
稅後純益	159.5	339.4	103.1	47.3	(46.7)	(69.5)	(36.9)	(8.8)	124.0	(40.6)	38.4

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>124,710</b>	<b>170,055</b>	<b>218,663</b>	<b>216,893</b>	<b>234,693</b>
<b>流動資產</b>	<b>53,731</b>	<b>79,877</b>	<b>107,588</b>	<b>85,257</b>	<b>102,757</b>
現金及短期投資	24,208	39,498	61,478	43,946	55,152
存貨	8,926	12,152	12,835	12,098	13,796
應收帳款及票據	17,249	23,639	28,750	24,687	29,284
其他流動資產	3,348	4,588	4,525	4,525	4,525
<b>非流動資產</b>	<b>70,979</b>	<b>90,178</b>	<b>111,076</b>	<b>131,636</b>	<b>131,935</b>
長期投資	8,428	11,286	12,166	12,952	14,118
固定資產	57,981	72,021	94,122	114,201	113,589
什項資產	4,570	6,871	4,787	4,483	4,228
<b>負債總額</b>	<b>71,610</b>	<b>104,539</b>	<b>126,005</b>	<b>114,437</b>	<b>115,347</b>
<b>流動負債</b>	<b>42,369</b>	<b>49,060</b>	<b>54,893</b>	<b>55,052</b>	<b>55,460</b>
應付帳款及票據	12,051	13,495	11,628	10,960	12,499
短期借款	13,307	13,171	10,356	16,133	12,224
什項負債	17,011	22,394	32,908	27,958	30,737
<b>長期負債</b>	<b>29,241</b>	<b>55,479</b>	<b>71,113</b>	<b>59,385</b>	<b>59,888</b>
長期借款	23,359	22,242	24,563	12,835	13,338
其他負債及準備	5,882	33,236	46,550	46,550	46,550
<b>股東權益總額</b>	<b>53,101</b>	<b>65,516</b>	<b>92,658</b>	<b>102,456</b>	<b>119,345</b>
普通股本	15,047	14,753	14,784	14,784	14,784
保留盈餘	19,851	30,809	54,437	66,508	82,552
少數股東權益	4,674	4,803	6,924	8,218	9,969
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	6.5%	19.0%	34.4%	(14.1%)	18.9%
營業收益增長	15.0%	227.9%	189.8%	(36.4%)	37.9%
EBITDA	7.1%	78.1%	117.6%	(20.0%)	23.7%
稅後純益	67.5%	142.1%	124.0%	(40.6%)	38.4%
每股盈餘成長率	66.7%	140.3%	123.5%	(40.7%)	38.4%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	14.6%	22.6%	35.9%	29.6%	32.4%
營業利益率	4.6%	12.6%	27.2%	20.1%	23.3%
EBITDA Margin	14.6%	21.9%	35.5%	33.1%	34.4%
稅後純益率	6.2%	12.6%	21.1%	14.6%	17.0%
平均資產報酬率	4.6%	9.0%	15.2%	8.1%	10.8%
股東權益報酬率	11.8%	24.2%	40.4%	19.5%	23.9%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	69.1%	54.1%	37.7%	28.3%	21.4%
淨負債比率	23.5%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	14.1	52.2	90.2	40.0	54.8
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	0.5	0.8	0.6	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	38.2	132.2	136.7	60.3	57.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.3	3.2	5.7	2.2	2.8
流動比率 (x)	1.3	1.6	2.0	1.5	1.9
速動比率 (x)	1.1	1.4	1.7	1.3	1.6
淨負債 (NT\$百萬)	12,472	(3,988)	(26,540)	(14,960)	(29,571)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	3.74	8.98	20.08	11.90	16.47
每股現金盈餘 (NT\$)	12.43	29.17	41.40	25.27	24.00
每股淨值 (NT\$)	32.18	41.15	57.99	63.75	73.98
調整後每股淨值 (NT\$)	33.14	41.24	58.11	63.75	73.98
每股營收 (NT\$)	60.14	71.03	95.23	81.60	97.06
EBITDA/Share (NT\$)	8.81	15.58	33.82	26.99	33.38
每股現金股利 (NT\$)	1.40	3.40	8.00	4.50	6.50
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.75	0.71	0.72	0.55	0.64
應收帳款周轉天數	71.8	82.5	74.7	74.7	74.7
存貨周轉天數	43.5	54.8	52.0	52.0	52.0
應付帳款周轉天數	58.8	60.9	47.1	47.1	47.1
現金轉換周轉天數	56.6	76.5	79.6	79.6	79.6

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>87,893</b>	<b>104,563</b>	<b>140,489</b>	<b>120,638</b>	<b>143,493</b>
營業成本	(75,064)	(80,900)	(90,056)	(84,887)	(97,067)
<b>營業毛利</b>	<b>12,828</b>	<b>23,663</b>	<b>50,433</b>	<b>35,750</b>	<b>46,426</b>
營業費用	(8,811)	(10,493)	(12,261)	(11,472)	(12,957)
<b>營業利益</b>	<b>4,017</b>	<b>13,170</b>	<b>38,172</b>	<b>24,278</b>	<b>33,469</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>3,458</b>	<b>4,565</b>	<b>4,964</b>	<b>1,320</b>	<b>1,320</b>
利息收入	194	165	659	920	920
投資利益淨額	45	356	194	200	200
其他營業外收入	3,220	4,044	4,112	200	200
<b>總營業外費用</b>	<b>(1,241)</b>	<b>(1,106)</b>	<b>(3,262)</b>	<b>(1,420)</b>	<b>(1,420)</b>
利息費用	(476)	(325)	(447)	(620)	(620)
投資損失	-	-	(31)	-	-
其他營業外費用	(765)	(781)	(2,784)	(800)	(800)
<b>稅前純益</b>	<b>6,234</b>	<b>16,629</b>	<b>39,875</b>	<b>24,178</b>	<b>33,369</b>
所得稅費用[利益]	(917)	(3,104)	(8,649)	(5,293)	(7,275)
少數股東損益	144	(302)	(1,607)	(1,294)	(1,751)
非常項目	-	0	0	(0)	(0)
<b>稅後淨利</b>	<b>5,462</b>	<b>13,222</b>	<b>29,619</b>	<b>17,591</b>	<b>24,344</b>
<b>EBITDA</b>	<b>12,874</b>	<b>22,927</b>	<b>49,899</b>	<b>39,906</b>	<b>49,346</b>
每股盈餘 (NT\$)	3.74	8.98	20.08	11.90	16.47

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>18,164</b>	<b>42,940</b>	<b>61,082</b>	<b>37,358</b>	<b>35,488</b>
本期純益	5,462	13,222	29,619	17,591	24,344
折舊及攤提	8,857	9,757	11,727	15,628	15,877
本期運用資金變動	(352)	(8,171)	(7,658)	4,132	(4,757)
其他營業資產及負債變動	4,197	28,131	27,395	7	23
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(14,087)</b>	<b>(24,439)</b>	<b>(33,396)</b>	<b>(36,195)</b>	<b>(16,200)</b>
投資用短期投資出售[新購]	522	132	(439)	-	-
本期長期投資變動	(75)	-	(1,586)	(793)	(1,189)
資本支出淨額	(14,550)	(23,167)	(32,073)	(35,402)	(15,011)
其他資產變動	16	(1,403)	701	(0)	(0)
<b>自由現金流</b>	<b>(2,761)</b>	<b>(11,121)</b>	<b>1,553</b>	<b>3,016</b>	<b>22,028</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(1,145)</b>	<b>(3,984)</b>	<b>(4,831)</b>	<b>(18,695)</b>	<b>(8,082)</b>
短期借款變動	(2,369)	1,795	(2,631)	-	-
長期借款變動	3,221	(11,040)	(862)	(5,951)	(3,407)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,601)	(2,055)	(5,016)	(12,190)	(7,240)
其他融資現金流	(591)	7,189	3,677	(553)	2,565
<b>匯率影響數</b>	<b>677</b>	<b>691</b>	<b>(797)</b>		
<b>本期產生現金流量</b>	<b>3,609</b>	<b>15,207</b>	<b>22,058</b>	<b>(17,531)</b>	<b>11,205</b>
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	14.6%	22.6%	35.9%	29.6%	32.4%
- 銷管費用/營業收入	10.0%	10.0%	8.7%	9.5%	9.0%
<b>= 營業利益率</b>	<b>4.6%</b>	<b>12.6%</b>	<b>27.2%</b>	<b>20.1%</b>	<b>23.3%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 淨固定資產/營業收入	0.7	0.7	0.7	0.9	0.8
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>
營業利益率	4.6%	12.6%	27.2%	20.1%	23.3%
x 資本周轉率	1.4	1.3	1.4	1.0	1.2
x (1 - 有效現金稅率)	85.3%	81.3%	78.3%	78.1%	78.2%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>5.4%</b>	<b>12.8%</b>	<b>29.7%</b>	<b>15.7%</b>	<b>21.4%</b>

資料來源：公司資料，凱基



## 欣興 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-02-22	增加持股	172.0	133.5
2022-10-26	增加持股	185.0	118.5
2022-07-27	增加持股	270.0	179.5
2022-06-16	增加持股	295.0	165.5
2022-04-27	增加持股	326.0	216.5
2022-02-23	增加持股	315.0	240.5
2021-10-27	增加持股	237.0	171.5
2021-10-08	增加持股	178.0	130.0
2021-07-28	增加持股	175.0	138.0
2021-06-18	增加持股	152.0	130.0

資料來源：TEJ，凱基

## 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 Jakarta Selatan 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	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。
未評等 (R)	

\*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，適後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。