

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

文晔

(3036.TW/3036 TT)

增加持股 · 重啓評等

收盤價 January 31 (NT\$)	158.0
12 個月目標價 (NT\$)	200.0
前次目標價 (NT\$)	116.0
調升 (%)	72.4
上漲空間 (%)	26.6

焦點內容

- 我們認為文晔收購 Future Electronics 將強化業務及財務表現，帶動利潤率改善及市占率提升。
- 車用與資料中心及伺服器強勁成長，帶動文晔整體核心營收 2023-25 年 CAGR 達 13%。

交易資料表

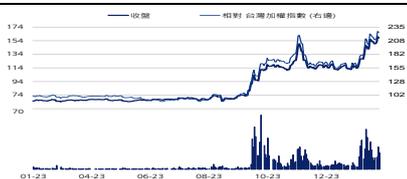
市值：(NT\$bn/US\$mn)	161.6 / 5,190
流通在外股數 (百萬股)：	1,023
外資持有股數 (百萬股)：	183.5
3M 平均成交量 (百萬股)：	10.01
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	64.10 – 160.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	33.3	130.3	141.6
相對表現 (%)	21.5	126	124.4

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.77A	2.25A	2.34A	1.34A
2023	0.82A	0.79A	1.45A	1.18F
2024	1.39F	1.38F	3.22F	3.52F

股價圖



資料來源：TEJ



請將您珍貴的一票投給凱基！

凱基投顧

許芝瑄
886 2 2181 8016
serena.hsu@kgi.com

劉明龍, CFA
886 2 2181 8741
michaelliu@kgi.com
重要事實聲明，詳見最終報告

核心業務成長動能強勁；收購案錦上添花

重要訊息

我們重啓文晔評等，正向看待中長期展望，係因：(1) 收購 Future Electronics (加) 將強化業務及財務表現；與 (2) 車用與資料中心及伺服器受惠趨勢強勁成長。

評論及分析

收購 Future Electronics 將強化業務及財務表現。文晔以 38 億美元收購 Future Electronics 100% 股權，預計於 2024 年中完成收購。此項收購將有助文晔拓產歐美市場、帶動客戶數成長 (自 1 萬家提高為 2 萬家以上)、及改善利潤率。我們預估 2024-25 年 Future 將貢獻營收與淨利 29 億、1.9 億美元及 59 億、3.9 億美元。收購後文晔市占率預計從 2022 年的 12% 提升至 2025 年的 16%。

車用與資料中心及伺服器為主要成長動能。我們預估文晔核心營收 (未計入 Future) 2023-25 年 CAGR 將達 13%，主係因其車用與資料中心與伺服器 2023-25 營收 CAGR 分別達 23% 與 48%。我們預期這兩項產業將貢獻文晔 2024-25 年核心毛利達 48% 及 51%。

我們預估 2024-25 年 EPS 將分別達 9.5 元及 20 元。我們認為在文晔 2023 年 EPS 年減 50.8% 至 4.24 元後，2024-25 年將分別年增 125% 及 110% 至 9.5 元及 20 元。另外，我們預估 2024-25 年財務成本分別達 52 億元與 48 億元，分別抵銷營業利益 31% 及 16%，財務成本增加主因併購帶來每年利息費用約 20 億元，然 Future 貢獻營業利益 40% 及 50%。

投資建議

凱基重新評估文晔，並給予「增加持股」投資評等及目標價 200 元，係基於 2025 年 EPS 預估 20 元的 10 倍，對比公司 5 年區間 6-12 倍、平均 8 倍與全球同業平均的 9 倍。

投資風險

收購時程不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	447,896	571,197	594,519	767,675	943,370
營業毛利 (NT\$百萬)	16,987	19,832	18,406	35,763	56,491
營業利益 (NT\$百萬)	10,557	11,783	8,200	16,974	29,509
稅後淨利 (NT\$百萬)	7,923	7,631	4,012	9,485	19,936
每股盈餘 (NT\$)	9.96	8.61	4.24	9.51	20.00
每股現金股利 (NT\$)	5.01	4.30	2.33	5.07	10.65
每股盈餘成長率 (%)	90.7	(13.6)	(50.8)	124.6	110.2
本益比 (x)	15.9	18.4	37.3	16.6	7.9
股價淨值比 (x)	2.4	2.6	2.4	2.3	1.7
EV/EBITDA (x)	10.8	13.4	14.8	7.7	4.3
淨負債比率 (%)	71.8	94.2	30.1	9.5	Net cash
殖利率 (%)	3.2	2.7	1.5	3.2	6.7
股東權益報酬率 (%)	16.3	14.5	7.3	15.9	27.7

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：4Q23 與 1Q24 財測 vs.市場共識

百萬元	4Q23F					1Q24F				
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	189,696	13.4	20.5	179,780	5.5	170,227	(10.3)	41.7	135,387	25.7
毛利	4,996	(1.3)	0.1	5,438	(8.1)	4,924	(1.4)	18.8	4,447	10.7
營業利益	1,917	(15.1)	(27.0)	2,731	(29.8)	2,617	36.5	31.9	1,966	33.2
稅後淨利	1,044	(18.4)	(9.1)	1,320	(20.9)	1,387	32.9	91.8	841	64.9
每股盈餘(元)	1.18	(18.4)	(12.1)	1.39	(14.7)	1.39	17.8	69.3	0.83	67.6
毛利率(%)	2.6	(0.4)ppts	(0.5)ppts	3.0	(0.4)ppts	2.9	0.3 ppts	(0.6)ppts	3.3	(0.4)ppts
營業利益率(%)	1.0	(0.3)ppts	(0.7)ppts	1.5	(0.5)ppts	1.5	0.5 ppts	(0.1)ppts	1.5	0.1 ppts
淨利率(%)	0.6	(0.2)ppts	(0.2)ppts	0.7	(0.2)ppts	0.8	0.3 ppts	0.2 ppts	0.6	0.2 ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 2：2023-24 年財測 vs. 市場共識

百萬元	2023F				2024F				2025F			
	實際數	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	594,519	4.1	584,603	1.7	767,675	29.1	731,287	5.0	943,370	22.9	929,813	1.5
毛利	18,406	(7.2)	18,824	(2.2)	35,763	94.3	37,844	(5.5)	56,491	58.0	57,648	(2.0)
營業利益	8,200	(30.4)	9,015	(9.0)	16,974	107.0	18,474	(8.1)	29,509	73.8	32,567	(9.4)
稅後淨利	4,012	(47.4)	4,289	(6.4)	9,485	136.4	10,025	(5.4)	19,936	110.2	20,724	(3.8)
每股盈餘(元)	4.24	(50.8)	4.53	(6.4)	9.51	124.6	10.05	(5.4)	20.00	110.2	20.79	(3.8)
毛利率(%)	3.1	(0.4)ppts	3.2	(0.1)ppts	4.7	1.6 ppts	5.2	(0.5)ppts	6.0	1.3 ppts	6.2	(0.2)ppts
營利率(%)	1.4	(0.7)ppts	1.5	(0.2)ppts	2.2	0.8 ppts	2.5	(0.3)ppts	3.1	0.9 ppts	3.5	(0.4)ppts
淨利率(%)	0.7	(0.7)ppts	0.7	(0.1)ppts	1.2	0.6 ppts	1.4	(0.1)ppts	2.1	0.9 ppts	2.2	(0.1)ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

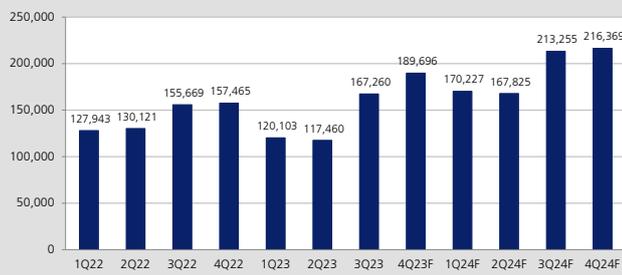
圖 3: 公司概況

文晔科技創立於 1993 年，並於 2002 年上櫃，已成為亞洲第二大半導體通路商，負責提供高品質與附加價值的業務給半導體供應商與下游客戶。公司主要聚焦於亞洲市場，2021 年營收佔比方面，中國地區佔 69%，接著為台灣及其他地區，分別貢獻 15%與 16%

資料來源：凱基

圖 5: 季營業收入

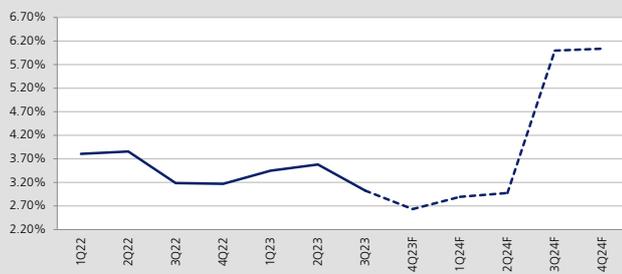
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7: 毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 營業利潤率

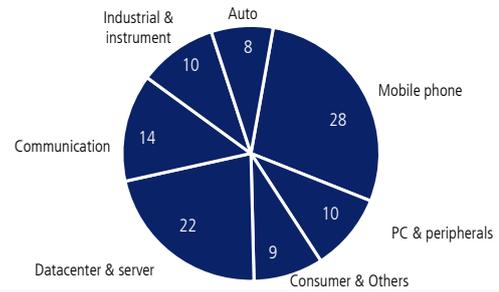
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 4: 多元終端市場應用

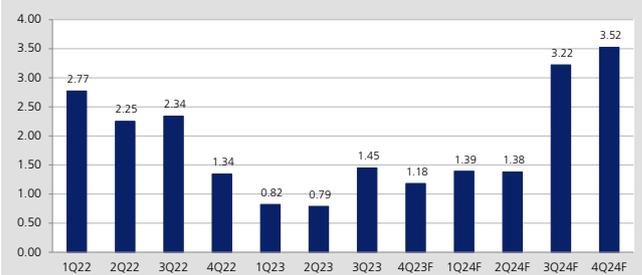
2023 營收占比(依應用)，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 每股盈利

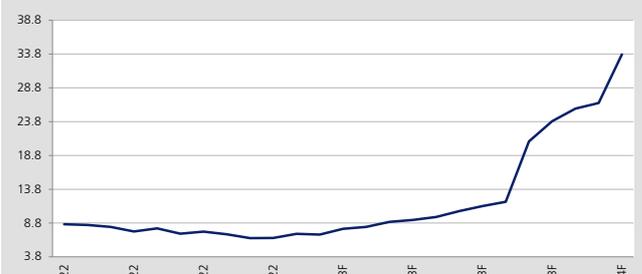
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8: 本益比

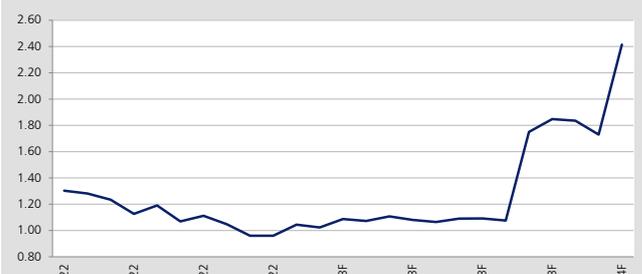
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 10: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	120,103	117,460	167,260	189,696	170,227	167,825	213,255	216,369	594,519	767,675	943,370
營業成本	(115,960)	(113,254)	(162,199)	(184,700)	(165,304)	(162,833)	(200,470)	(203,307)	(576,113)	(731,913)	(886,879)
營業毛利	4,143	4,206	5,061	4,996	4,924	4,992	12,785	13,062	18,406	35,763	56,491
營業費用	(2,160)	(2,165)	(2,802)	(3,079)	(2,307)	(2,424)	(7,026)	(7,031)	(10,206)	(18,788)	(26,981)
營業利益	1,983	2,041	2,259	1,917	2,617	2,568	5,759	6,031	8,200	16,974	29,509
折舊	(108)	(110)	(115)	(127)	(133)	(133)	(133)	(133)	(459)	(532)	(604)
攤提	(24)	(26)	(28)	(26)	(27)	(27)	(27)	(27)	(105)	(109)	(109)
EBITDA	2,115	2,177	2,402	2,071	2,777	2,728	5,919	6,191	8,765	17,615	30,222
利息收入	17	37	30	11	12	18	18	41	95	88	193
投資利益淨額	29	176	235	-	-	-	-	-	440	-	-
其他營業外收入	87	26	21	-	-	-	-	-	135	-	-
總營業外收入	134	239	287	11	12	18	18	41	670	88	193
利息費用	(1,158)	(1,039)	(916)	(749)	(795)	(767)	(763)	(682)	(3,862)	(3,007)	(2,582)
投資損失	-	-	(10)	-	-	-	-	-	(10)	-	-
其他營業外費用	18	96	2	80	(100)	(100)	(1,000)	(1,000)	196	(2,200)	(2,200)
總營業外費用	(1,140)	(944)	(923)	(669)	(895)	(867)	(1,763)	(1,682)	(3,676)	(5,207)	(4,782)
稅前純益	977	1,336	1,623	1,259	1,734	1,719	4,014	4,389	5,194	11,856	24,920
所得稅費用[利益]	(238)	(336)	(350)	(215)	(347)	(344)	(803)	(878)	(1,138)	(2,371)	(4,984)
少數股東損益	(16)	(35)	7	-	-	-	-	-	(44)	-	-
非常項目稅後純益	723	965	1,280	1,044	1,387	1,375	3,211	3,511	4,012	9,485	19,936
非常項目	0	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	723	965	1,280	1,044	1,387	1,375	3,211	3,511	4,012	9,485	19,936
每股盈餘 (NT\$)	0.82	0.79	1.45	1.18	1.39	1.38	3.22	3.52	4.24	9.51	20.00
獲利率 (%)											
營業毛利率	3.4	3.6	3.0	2.6	2.9	3.0	6.0	6.0	3.1	4.7	6.0
營業利益率	1.7	1.7	1.4	1.0	1.5	1.5	2.7	2.8	1.4	2.2	3.1
EBITDA Margin	1.8	1.9	1.4	1.1	1.6	1.6	2.8	2.9	1.5	2.3	3.2
稅前純益率	0.8	1.1	1.0	0.7	1.0	1.0	1.9	2.0	0.9	1.5	2.6
稅後純益率	0.6	0.8	0.8	0.6	0.8	0.8	1.5	1.6	0.7	1.2	2.1
季成長率 (%)											
營業收入	(23.7)	(2.2)	42.4	13.4	(10.3)	(1.4)	27.1	1.5			
營業毛利	(17.0)	1.5	20.3	(1.3)	(1.4)	1.4	156.1	2.2			
營業收益增長	(24.5)	2.9	10.7	(15.1)	36.5	(1.9)	124.3	4.7			
EBITDA	(23.4)	2.9	10.3	(13.8)	34.1	(1.8)	117.0	4.6			
稅前純益	(37.6)	36.7	21.5	(22.4)	37.7	(0.9)	133.5	9.4			
稅後純益	(37.0)	33.4	32.6	(18.4)	32.9	(0.9)	133.5	9.4			
年成長率 (%)											
營業收入	(6.1)	(9.7)	7.4	20.5	41.7	42.9	27.5	14.1	4.1	29.1	22.9
營業毛利	(14.9)	(16.2)	2.1	0.1	18.8	18.7	152.6	161.4	(7.2)	94.3	58.0
營業收益	(34.2)	(36.6)	(22.7)	(27.0)	31.9	25.8	154.9	214.6	(30.4)	107.0	73.8
EBITDA	(32.0)	(34.3)	(20.8)	(25.1)	31.3	25.3	146.4	199.0	(28.3)	101.0	71.6
稅前純益	(65.1)	(55.3)	(36.5)	(19.7)	77.5	28.7	147.4	248.6	(47.6)	128.2	110.2
稅後純益	(67.4)	(56.3)	(37.8)	(9.1)	91.8	42.5	150.8	236.3	(47.4)	136.4	110.2

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	173,349	200,202	237,457	221,940	235,042
流動資產	149,136	183,650	215,978	200,654	213,938
現金及短期投資	4,702	5,396	7,070	19,191	29,196
存貨	66,524	90,547	97,695	87,809	98,650
應收帳款及票據	75,462	84,568	106,092	88,534	80,972
其他流動資產	2,448	3,138	5,120	5,120	5,120
非流動資產	24,213	16,553	21,479	21,286	21,104
長期投資	19,532	9,688	14,564	14,564	14,564
固定資產	1,004	974	1,247	1,053	871
什項資產	3,677	5,891	5,669	5,669	5,669
負債總額	119,489	145,228	176,354	156,402	149,569
流動負債	110,582	124,816	168,371	148,419	141,585
應付帳款及票據	69,809	77,997	134,266	111,324	109,540
短期借款	35,624	39,390	25,396	25,396	25,396
什項負債	5,150	7,430	8,708	11,698	6,648
長期負債	8,907	20,412	7,984	7,984	7,984
長期借款	7,750	17,786	0	0	0
其他負債及準備	897	2,289	7,523	7,523	7,523
股東權益總額	53,860	54,974	61,102	65,537	85,473
普通股本	7,977	8,835	8,868	8,868	8,868
保留盈餘	14,531	16,648	12,189	16,624	36,560
少數股東權益	92	869	2,301	2,301	2,301
優先股股東資金	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	26.8%	27.5%	4.1%	29.1%	22.9%
營業收益增長	98.6%	11.6%	(30.4%)	107.0%	73.8%
EBITDA	94.3%	11.8%	(28.3%)	101.0%	71.6%
稅後純益	108.8%	(3.7%)	(47.4%)	136.4%	110.2%
每股盈餘成長率	90.7%	(13.6%)	(50.8%)	124.6%	110.2%
獲利能力分析					
營業毛利率	3.8%	3.5%	3.1%	4.7%	6.0%
營業利益率	2.4%	2.1%	1.4%	2.2%	3.1%
EBITDA Margin	2.4%	2.1%	1.5%	2.3%	3.2%
稅後純益率	1.8%	1.3%	0.7%	1.2%	2.1%
平均資產報酬率	5.2%	4.1%	1.8%	4.1%	8.7%
股東權益報酬率	16.3%	14.5%	7.3%	15.9%	27.7%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	80.5%	104.0%	41.6%	38.8%	29.7%
淨負債比率	71.8%	94.2%	30.1%	9.5%	Net cash
利息保障倍數 (x)	15.2	5.1	2.3	4.9	10.6
利息及短期債保障倍數 (x)	0.2	0.2	0.0	0.2	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	(18.2)	(2.5)	8.7	4.9	6.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.4)	(0.1)	1.2	0.5	0.6
流動比率 (x)	1.3	1.5	1.3	1.4	1.5
速動比率 (x)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
淨負債 (NT\$百萬)	38,695	51,793	18,368	6,247	(3,757)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	9.96	8.61	4.24	9.51	20.00
每股現金盈餘 (NT\$)	(16.44)	(7.06)	38.12	14.67	15.63
每股淨值 (NT\$)	65.71	59.71	65.03	70.04	92.61
調整後每股淨值 (NT\$)	66.37	61.69	65.03	62.07	82.07
每股營收 (NT\$)	567.14	667.88	672.89	769.99	946.21
EBITDA/Share (NT\$)	13.84	14.29	9.92	17.67	30.31
每股現金股利 (NT\$)	5.01	4.30	2.33	5.07	10.65
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	2.94	3.06	2.72	3.34	4.13
應收帳款周轉天數	61.5	54.0	65.1	42.2	31.3
存貨周轉天數	56.3	59.9	61.9	43.9	40.6
應付帳款周轉天數	59.1	51.6	85.1	55.7	45.1
現金轉換周轉天數	58.7	62.3	42.0	30.5	26.8

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	447,896	571,197	594,519	767,675	943,370
營業成本	(430,909)	(551,365)	(576,113)	(731,913)	(886,879)
營業毛利	16,987	19,832	18,406	35,763	56,491
營業費用	(6,430)	(8,050)	(10,206)	(18,788)	(26,981)
營業利益	10,557	11,783	8,200	16,974	29,509
總營業外收入	346	476	670	88	193
利息收入	6	39	95	88	193
投資利益淨額	276	355	440	-	-
其他營業外收入	63	82	135	-	-
總營業外費用	(723)	(2,348)	(3,676)	(5,207)	(4,782)
利息費用	(715)	(2,446)	(3,862)	(3,007)	(2,582)
投資損失	(6)	(16)	(10)	-	-
其他營業外費用	(2)	114	196	(2,200)	(2,200)
稅前純益	10,180	9,911	5,194	11,856	24,920
所得稅費用[利益]	(2,325)	(2,311)	(1,138)	(2,371)	(4,984)
少數股東損益	68	31	(44)	-	-
非常項目	-	(0)	(0)	-	-
稅後淨利	7,923	7,631	4,012	9,485	19,936
EBITDA	10,934	12,221	8,765	17,615	30,222
每股盈餘 (NT\$)	9.96	8.61	4.24	9.51	20.00

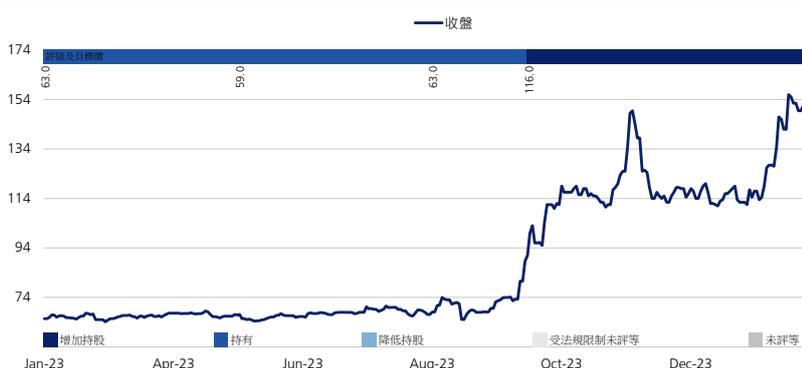
現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	(12,980)	(6,039)	33,679	14,628	15,586
本期純益	7,923	7,631	4,012	9,485	19,936
折舊及攤提	377	438	565	641	713
本期運用資金變動	(22,457)	(14,660)	27,597	4,503	(5,064)
其他營業資產及負債變動	1,177	552	1,504	-	0
投資活動之現金流量	(993)	(4,955)	(1,015)	(447)	(531)
投資用短期投資出售[新購]	(784)	(1,419)	27	-	-
本期長期投資變動	-	31	-	-	-
資本支出淨額	(171)	(310)	(280)	(339)	(422)
其他資產變動	(38)	(3,257)	(762)	(109)	(109)
自由現金流	(14,133)	(5,555)	34,180	18,276	18,726
融資活動之現金流量	15,600	8,633	(31,122)	(2,060)	(5,050)
短期借款變動	10,234	56	-	-	-
長期借款變動	6,950	9,064	(17,786)	-	-
現金增資	-	5,455	-	-	-
已支付普通股股息	(2,590)	(4,702)	(4,082)	(2,060)	(5,050)
其他融資現金流	1,142	(1,241)	(9,254)	-	-
匯率影響數	(575)	3,065	104	-	-
本期產生現金流量	1,052	704	1,645	12,121	10,005

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	1.4%	1.4%	1.7%	2.4%	2.9%
= 營業利益率	2.4%	2.1%	1.4%	2.2%	3.1%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	6.3	6.1	8.6	12.4	13.2
營業利益率	2.4%	2.1%	1.4%	2.2%	3.1%
x 資本周轉率	6.3	6.1	8.6	12.4	13.2
x (1 - 有效現金稅率)	77.2%	76.7%	78.1%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	11.5%	9.6%	9.2%	22.0%	33.0%

資料來源：公司資料，凱基

文晔 - 以往評級及目標價


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 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

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，邇後若有變更時，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。