

文晔 (3036 TT) WT Micro

併購後成長動能明確 A Bright Future on the Crown

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月) : NT\$215.0

收盤價 (2024/01/31) : NT\$158.0

隱含漲幅 : 36.1%

營收組成 (4Q23)

手機 28.0%、PC 8.3%、消費性 7.4%、資料中心 29.0%、通訊 13.1%、工控 6.8%、車用 7.4%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	215.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	7,972.9	--
2024年EPS	9.6	--

交易資料表

市值	NT\$182,850百萬元
外資持股比率	17.9%
董監持股比率	17.4%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$66.73
負債比	72.9%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	571,197	594,519	797,286	955,039
營業利益	11,783	8,200	20,220	30,315
稅後純益	7,631	4,012	9,858	18,592
EPS (元)	8.92	4.52	9.64	18.17
EPS YoY (%)	15.2	-49.4	113.3	88.6
本益比 (倍)	17.7	35.0	16.4	8.7
股價淨值比 (倍)	3.0	2.3	2.4	1.9
ROE (%)	14.0	6.9	4.1	5.8
現金殖利率 (%)	2.7%	1.4%	2.4%	5.8%
現金股利 (元)	4.30	2.26	3.85	9.09

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

元大觀點

◆ 管理層揭露 4Q23 財報/1Q24 財測，營收分別優於市場預期 5.5%/12.6%

◆ 2024 年中併購 Future 後，1) 營收地區來源將更加多元；2) 打入高獲利率之 Mass Market 客戶，將能分散獲利來源並提升整體獲利表現。

◆ 根據 2025 年 EPS 18 元給予 12 倍本益比，目標價 215 元。

4Q23 營收優於市場預期 5.5%，主因資料中心/手機業務表現佳

文晔 4Q23 營收因傳統旺季季增 13.4%至 1,897 億元，優於市場共識 5.5% 並超過公司先前財測上緣，主因手機與資料中心業務營收優於預期。毛利率季減 0.4 個百分點至 2.6%，主因低毛利資料中心 ASIC 營收比重提升，營業利益率季減 0.4 個百分點至 1%，EPS 1.18 元，季減 18.8%。

1Q24 財測優於市場預期，預估 EPS 季增 20.6%至 1.42 元

管理層預估 1Q24 營收將落於 1,650-1,750 億元，中值季減 10.4% (@31.1 美元匯率)，預估毛利率 2.8-3.0%，中值季增 3 個百分點。EPS 預估 1.33-1.67 元，優於市場預期之 0.83 元。本中心預期在資料中心外之業務皆呈現季減之下，營收將季減 8.3%至 1,740 億元，預估 EPS 1.42 元，季增 20.6%。

2024 年中併購完成後將有效分散獲利來源並提升獲利率

管理層表示本次併購 Future Electronics (後簡稱 Future) 之效益在於 1) 分散地區與終端應用；2) 新增 Mass Market 之客戶；3) 提升集團整體獲利率與獲利總額。併購總金額為 38 億美元(約新台幣 1,216 億元)，文晔透過現金增資募集 128.3 億元(股本增加 15.3%至 102 億元)以及籌組 600 億元聯貸案以充實併購以及營運資金。本中心預估文晔在 2024 年年中順利併購 Future 後，預估 2025 營收將達 9,550 億元，年增 19.8%，毛利率 6.1%，年增 1.1 個百分點，EPS 18.17 元，年增 88.6%，主因 Future 本業獲利結構優於文晔 (2022 年文晔及 Future 營業利益率分別為 2%/11%)。

併購後預估 2025 年 EPS 將提升至 18.17 元，評價仍具吸引力

目前股價交易於 2024 年每股盈餘之 16 倍本益比，高於五年 6-13 倍上緣，高於國外同業/低於國內同業之 8.5/16.9 倍，如以 2025 年每股盈餘來看，本益比為 8.7 倍。我們認為文晔目前仍具投資吸引力，係因 1) 併購 Future 可分散地區獲利來源；以及 2) 併購後將打入高獲利之 Mass Market (中小企業) 之客戶，根據 2025 年 EPS 18.17 元，給予 12 倍本益比，目標價 215 元。

營運分析

4Q23 營收與營業利益優於市場預期 5.5%，主因資料中心與手機業務優於預期

文晔 4Q23 營收因傳統旺季季增 13.4%至 1,897 億元，優於市場共識 5.5%並超過公司先前財測上緣，主因手機與資料中心業務營收優於預期，以各業務營收季增率來看:手機-6%/PC -5%/消費性+8%/資料中心+179%/通訊+7%/工控-24%/車用+21%。毛利率季減 0.4 個百分點至 2.6%，主因低毛利之手機與資料中心 ASIC 營收比重提升，營業利益率季減 0.4 個百分點至 1%，EPS 1.18 元，季減 18.8%。

圖 1：2023 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	157,465	167,260	189,696	13.4%	20.5%	179,780	5.5%
營業毛利	4,989	5,061	4,996	-1.3%	0.1%	5,438	-8.1%
營業利益	2,627	2,259	1,917	-15.1%	-27.0%	2,731	-29.8%
稅前利益	1,567	1,623	1,259	-22.4%	-19.7%	1,761	-28.5%
稅後淨利	1,148	1,280	1,044	-18.5%	-9.1%	1,320	-20.9%
調整後 EPS (元)	1.34	1.45	1.18	-18.8%	-12.5%	1.39	-15.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	3.2%	3.0%	2.6%	-0.4	-0.6	3.0%	-0.4
營業利益率	1.7%	1.4%	1.0%	-0.4	-0.7	1.5%	-0.5
稅後純益率	0.7%	0.8%	0.6%	-0.2	-0.1	0.7%	-0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1Q24 財測優於市場預期，預估 EPS 季增 20.6%至 1.42 元

管理層預估 1Q24 營收將落於 1,650-1,750 億元，中值季減 10.4% (@31.1 美元匯率)，預估毛利率 2.8-3.0%，中值季增 3 個百分點。EPS 預估 1.33-1.67 元，優於市場預期之 0.83 元。本中心預期在資料中心外之業務皆呈現季減之下，營收將季減 8.3%至 1,740 億元，毛利率季增 0.3 個百分點至 2.9%，主因低毛利之手機業務營收比重下降，預估 EPS 1.42 元，季增 20.6%。

圖 2：2024 年第 1 季預估與市場共識比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23F	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	120,103	189,696	173,959	-8.3%	44.8%	135,387	28.5%
營業毛利	4,143	4,996	5,088	1.8%	22.8%	4,447	14.4%
營業利益	1,983	1,917	2,827	47.5%	42.5%	1,966	43.8%
稅前利益	977	1,259	1,890	50.1%	93.4%	1,106	70.9%
稅後淨利	723	1,044	1,450	38.9%	100.5%	841	72.4%
調整後 EPS (元)	0.82	1.18	1.42	20.6%	72.5%	0.83	70.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	3.4%	2.6%	2.9%	0.3	-0.5	3.3%	-0.4
營業利益率	1.7%	1.0%	1.6%	0.6	-0.1	1.5%	0.1
稅後純益率	0.6%	0.6%	0.8%	0.2	0.2	0.6%	0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

預計 2024 年年中併購完成後將有效分散地區與終端應用之獲利來源

本次併購案主要之效益在於 1) 分散地區與終端應用；2) 新增 Mass Market 之客戶；3) 提升集團整體獲利率與獲利總額。

Future Electronics Inc. 併購摘要：

- 收購標的公司：Future Electronics Inc. (“Future”)。
- 收購價格：38 億美金，100%現金。
- 雙總部：台北和蒙特婁。
- 計畫於交易完成後，邀請 Future 執行長 Omar Baig 先生加入文晔科技的董事會。

併購之費用與資金來源：

- 星展銀行提供 38 億美元的全額支援。
- 融資使 2024 年利息支出增加至 20 億台幣，將會影響到公司的稅前獲利，後續將逐步降低。
- 併購案所有融資利息與其他費用皆由文晔承擔。
- 1200 億元之併購資金來源：
 - 1) 籌組新的 600 億元聯貸案，與原先星展銀行之聯貸案不同。
 - 2) 現金增資，1.35 億股，總股本約 13.5 億元。
 - 3) 主要來自獲利與現金流管理，1Q-3Q23 已經收回 300 億元營運資金。
- 商譽攤提計畫一年提 10 億元折舊，分成 8 年，仍待商議，預計每季平均攤提。

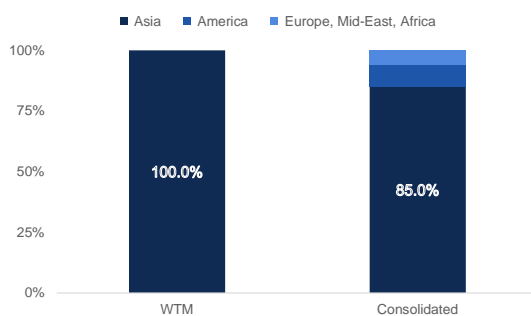
圖 3：Future Electronics 主要客戶為 Mass Market 之客群



資料來源：公司資料、元大投顧

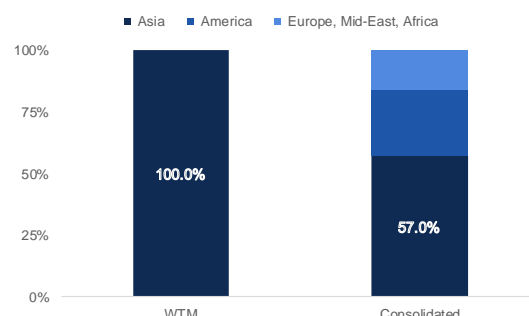
如以 2022 年文晔與 Future Electronics 之財報合併來看，原先合併前文晔營收/毛利皆來自亞洲區，合併後將亞洲區營收/毛利將降低至 85%/57%，有助於文晔分散地區獲利來源(圖 4)，此外以產品組合來看，可降低季節性波動性較大之手機(Mobile)應用，並提升工控及車用營收比重(圖 6)。最後以獲利結構來看，Future 因主要耕耘 Mass Market 之客戶 2022-2023 毛利率約為 18~20%，遠高於文晔之 3~3.5 個百分點，雖因提供更多設計與 FAE 資源使營業費用率 9~10%較高，不過整體稅後獲利率~10%也高於文晔之~1% (圖 7)。

圖 4：合併 2022 年財報後文晔亞洲區營收比重下降至 85%



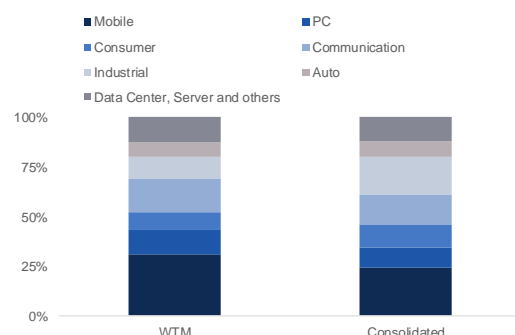
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：合併 2022 年財報後文晔亞洲區毛利比重下降至 57%



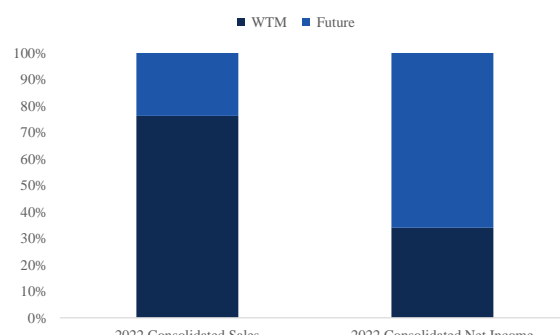
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：2022 年文晔合併後營收應用別



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：Future 之獲利結構優於文晔



資料來源：公司資料、元大投顧

併購案風險來自於主管機關審查以及融資計劃之財務成本

本次併購案最大之風險在於 1) 各地主管機關審查；2) 融資計劃對於財務結構之影響。其中重點主管機關包含加拿大、中國以及台灣。目前已通過歐盟、美國、加拿大與中國批准，預估後續各地主管機關之審查也將順利通過。而儘管併購之貸款將使 2024-2025 年利息費用增加，然基於 1) 財務結構健全；2) 獲利穩健成長；IC 通路業獲利穩健且 2024 年起半導體市場將回溫，評估營運風險有限。

整體財務表現穩定，今年須關注在高利率環境下對於集團獲利之影響

文晔整體財務表現穩健，近年毛利率下滑主因是 2016-2027 年承接美系手機客戶業務，雖提升營運規模，但因產品毛利率較低使整體毛利率下滑，但同時該產品線所需之 FAE 資源也較少，因此在營益率部分能維持穩定。而在償債能力部分流動比率與負債比率近年亦維持穩定，利息保障天數則因為疫情與升息而有較大變動。營運表現部分，庫存天數與金額則因庫存調整呈上升趨勢，但應收帳款天數與應付帳款天數皆維持穩定。

圖 8：毛利率逐年下滑主因 2019 年承接美系手機客戶業務



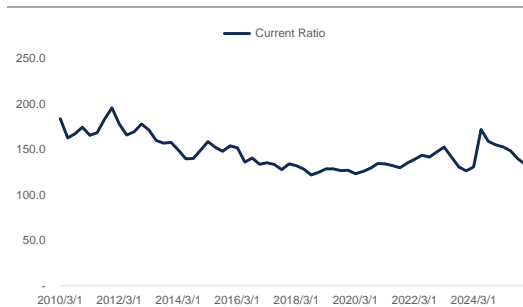
資料來源：TEJ、元大投顧預估

圖 9：營益率約在 1.5-2.5%之間



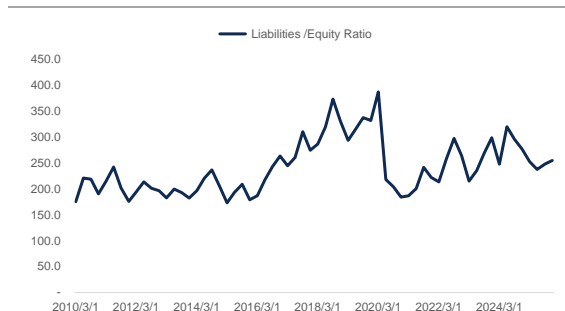
資料來源：TEJ、元大投顧預估

圖 10：流動比率維持穩定



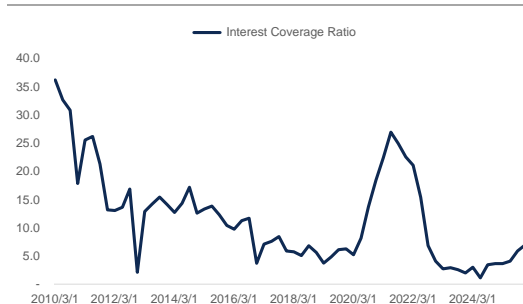
資料來源：TEJ、元大投顧預估

圖 11：負債比率維持穩定



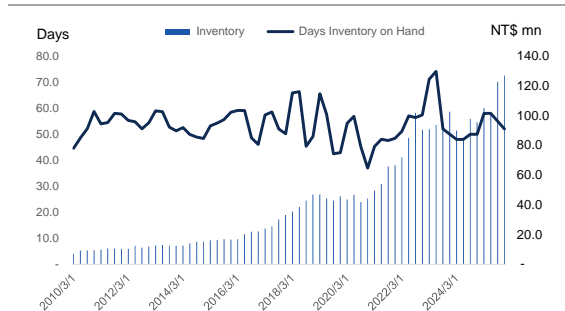
資料來源：TEJ、元大投顧預估

圖 12：利息保障倍數因疫情與升息波動較大



資料來源：TEJ、元大投顧

圖 13：庫存天數

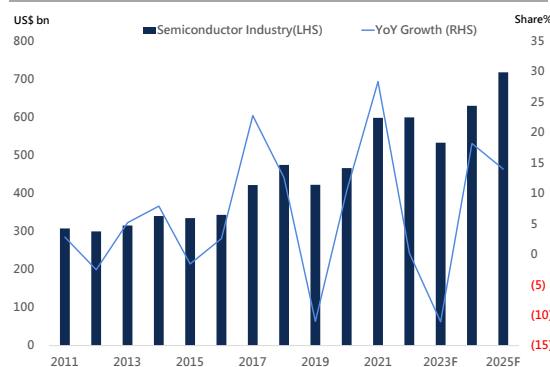


資料來源：TEJ、元大投顧預估；

2024 年半導體產業將重回復甦態勢

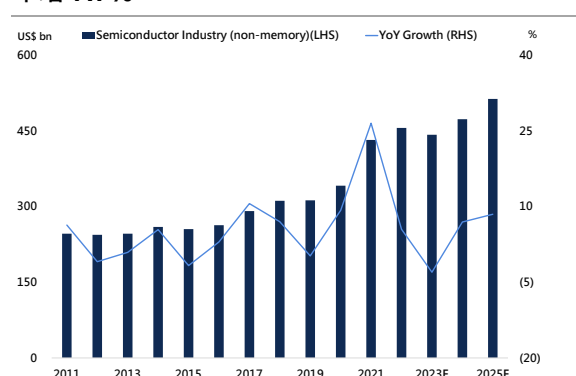
展望 2024 年，半導體市場因需求回溫，通膨逐漸下滑、供應鏈庫存調整陸續結束，預估總產值將恢復年增 18.5%，其中記憶體預估年增 68%，類比 IC 年增 5.5%、邏輯 IC 年增 7.1%、微電子元件年增 3.4%，排除記憶體則預估整體半導體市場年增 7.7%。

圖 14：預估 2024 年半導體整體市場將成長 18.5%



資料來源：Bloomberg、元大投顧預估、IDC

圖 15：預估 2024 年半導體市場(排除記憶體)將年增 7.7%



資料來源：Bloomberg、元大投顧預估、IDC

IC 通路業者之成長來自於在於整體市場成長、經營規模擴張、併購、原廠、供應商併購

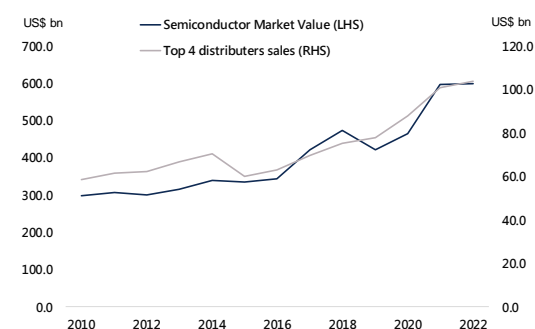
IC 通路業者，主要成長來自半導體市場成長、擴增代理客戶、同業併購、原廠、供應商之併購。其經營模式為提供半導體供應商物流、技術支援與相關產品資訊之責任。上游供應商將銷售及支援服務轉為通路商承接，由通路商代為提供下游客戶市場資訊及產品應用技術支援，協助縮短產品上市時程。對於供應商如 IDM 與晶片設計業者而言，IC 通路業者之價值在其 FAE 能彈性且即時地支援下游客戶如 OEM、ODM 與 EMS 等廠商、提供供應商及時地市場情報與產品發展規畫建議；而對下游客戶而言，IC 通路業者能加快產品 Time To Market (TTM) 之時間、並提供的多元晶片解決方案等。

通路 IC 通路業者的核心競爭力在於經營規模、經營效率、FAE 之技術與支援客戶開發能力以及回饋給供應商市場即時資訊之能力。其中經營規模與效率可觀察 IC 通路業者之營收、獲利率、應收應負帳款與存貨周期以及現金流管理。起初文晔從類比 IC 起家，在 2020-2021 年經歷 TI 將代理權收回，但公司本身的銷售與研發經驗，仍讓公司能持續擴展其在供應商之市佔率。過往供應商的併購，如：Marvell 之併購、Avago 併購 Broadcom 與 NXP 併購 Freescale，也讓文晔的市佔率有所提升。

IC 通路產業呈現大者恆大之趨勢，2022 年前四大通路業者便佔整體市場 40%之份額

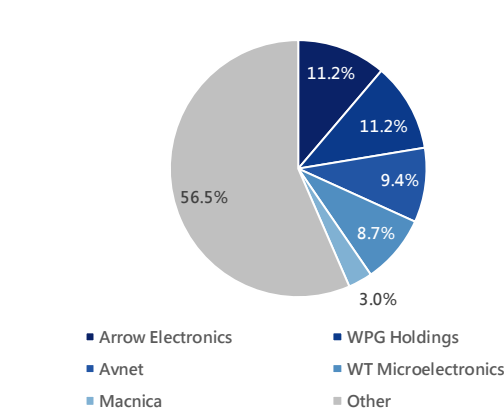
2022 年前四大 IC 通路業者 Arrow、大聯大投控、Avnet 與文晔便佔了 IC 通路市場約 40%之份額。其中 Arrow 與 Avnet 以歐美市場為主，大聯大投控與文晔則以亞洲市場為主。2022 年 Arrow 與 Avnet 在美洲市場之市占率分別為 33.8%與 21.6%。歐洲市場分別為 35.7%與 34.9%。而大聯大投控與文晔在亞洲市場之營收市占率為 15%與 12%。

圖 16：IC 通路業者營收與整體半導體市場產值



資料來源：Bloomberg、元大投顧

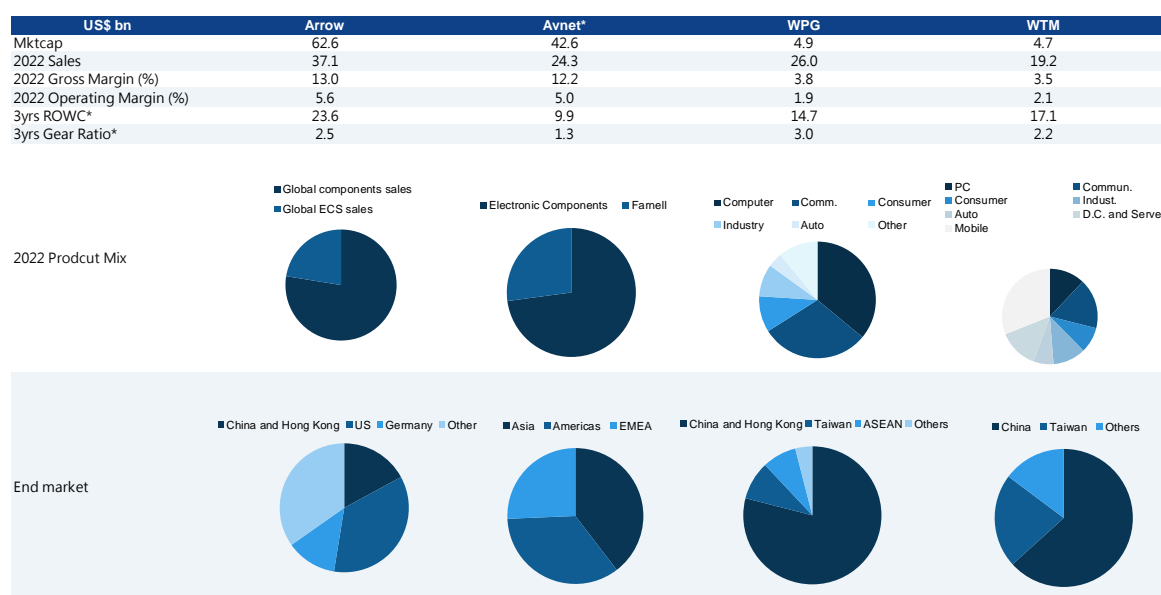
圖 17：2022 年 IC 通路商市佔率



資料來源：元大投顧整理

觀察下列圖表，前四大廠商 2022 營收約在 200~370 億美元之間，不過觀察市值卻有極大之差異，主因在於歐美市場集中度相對亞洲更高，因此廠商如 Arrow 與 Avnet 之議價能力相對亞洲廠商強，此外也提供相對大聯大與文晔更多的加值型服務，所以反映其毛利率上也優於國內通路商，不過提供更多樣之服務也反映 Arrow 與 Avnet 之營業費用率高於大聯大與文晔(~7%v.s.~1.9%)。此外 Arrow 與 Avnet 其銷售地點則以歐美為主，不過兩者之分布相較大聯大與文晔集中於亞洲平均。

圖 18：IC 通路業者之終端市場具地域性



資料來源：公司資料、元大投顧預估；*Use FY2023 number；ECS means enterprise computing solutions；Farnell, the subsidiary of Avnet, acquired by Avnet in 2016 Oct.；文晔之財務數字未包含 Future。

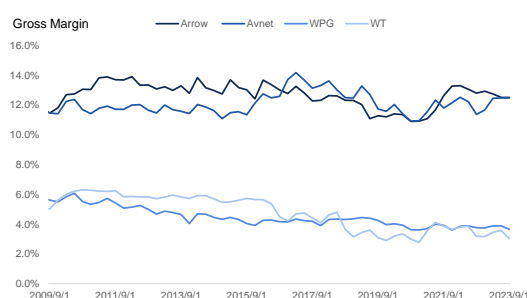
ROWC/Gear Ratio 為衡量營運效率/風險之關鍵指標，近年文晔之 ROWC 有顯著之提升

IC 通路業者之獲利主要由營收規模、代理之產品組合與公司營業費率所影響，其中可發現國外同業 Arrow、Avnet 所銷售之毛利率較高，約在 11~12% 左右，而國內之 IC 通路業者大聯大投控與文晔則在 4%~6% 之間，主因在亞洲地區之產品其毛利率較低，且其客戶多以半導體前 500 大大型製造商為主。而以營業利益率來看，國外同業約在 3~5% 之間，大聯大與文晔則約在 1~3% 之間，顯示國內 IC 通路業者在營業費用上相較國外同業低。

ROWC (Return of Working Capital) 主要用來衡量 IC 通路業者之營運成效，主因其考量毛利率、營業費用、應收帳款、存貨、應付帳款等 5 大重要營運因素，其中可發現在 2009-2015 年之間，文晔原先之 ROWC 屬前四大業者中最後者，但自 2016 年開始則有顯著提升，顯示文晔在使用相同之營運資金下可獲得之息前稅前獲利較高，整體營運資金運用效率有所提升。

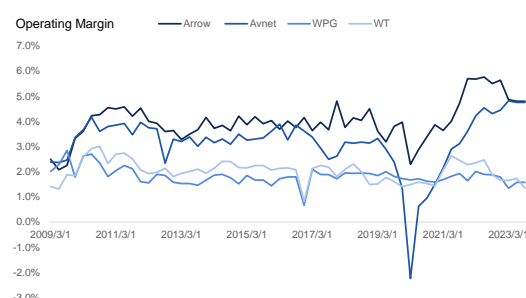
而 IC 通路業者因上有製造商希望縮短付款時間，下有客戶希望能延長付款時間，再加上需分擔製造商之庫存，也導致 IC 通路業者須負擔倉儲管理成本且資金周轉需求高，也因此負債比多落在 70% 左右。而 Gearing Ratio 主要用於衡量公司負債與權益(股東投入資金)之比例，較高的 Gearing Ratio 也代表面臨的財務風險也較高。

圖 19：國外同業毛利率較台灣 IC 通路高



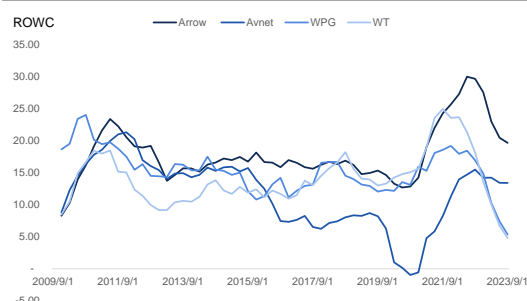
資料來源：Bloomberg、TEJ、元大投顧

圖 20：國外同業營業率較台灣 IC 通路業者高



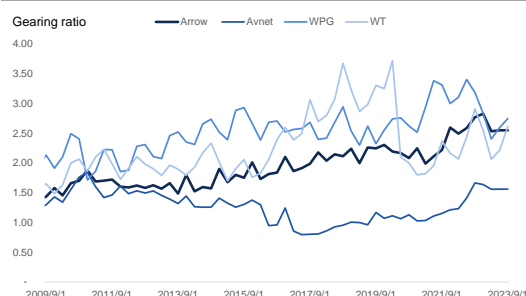
資料來源：Bloomberg、TEJ、元大投顧

圖 21：文晔營運效率在 2016 年後有顯著進步



資料來源：Bloomberg、TEJ、元大投顧；

圖 22：IC 通路業者依靠高財務槓桿以維持營運



資料來源：Bloomberg、TEJ、元大投顧；

獲利調整與股票評價

2024-25 年獲利成長主要動能來自資料中心與車用業務

展望 2024 年隨總體消費需求復甦，供應鏈庫存調整結束，本中心預期文晔合併營收將年增 40%達 8,323 億元，個體營運來看：

- 文晔個體：預估文晔個體營收將年增 16.8%至 6,943 億元，主要動能來自資料中心業務(2023 年營收比重 22%)、車用業務(2023 年營收比重 8%) 將分別年增 79%/30%。
- Future：則將年增 5%至 1,873 億元，成長較文晔個體低，係因其之車用/工控業務比重較高。

整體則預估毛利率年增 1.9 個百分點至 5.0%，營益率則年增 1.1 個百分點至 2.5%，主因車用與資料中心業務營收比重提升，不過車用相對所需付出之 FAE 資源也較多。稅後淨利率 1.2%，年增 0.5 個百分點，其中因利率增加、聯貸案 600 億元與併購之貸款所增加之財務成本將部分稀釋 2024/2025 年稅後獲利。合併後 EPS 9.6 元，年增 129%。

展望 2025 年預估整體半導體市場(扣除記憶體)仍將持續成長 7.3%，而文晔於併購後營收預估將年增 19.8%至 9,550 億元(其中假設文晔營收年增 10%，Future Electronics 年增 3%)，除併購後動能外，預估主要成長來源來自於資料中心與車用業務成長，毛利率 6.1%，年增 1.1 個百分點，稅後純益率 2.0%，年增 0.8 個百分點，EPS 18.17 元，年增 88.6%。

預估併購後 2025 年 EPS 可達 18.17 元，評價面仍具投資價值。

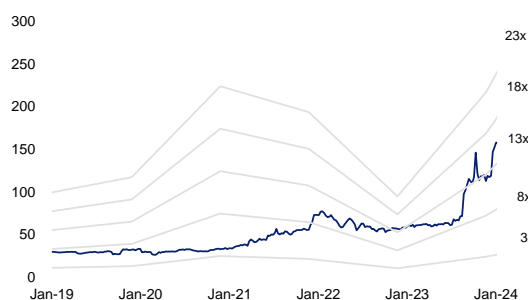
目前文晔股價交易於 2024 年預估每股盈餘之 16 倍本益比，高於過往五年 6-13 倍區間之上緣，高於國外同業/低於國內同業之 8.5/16.9 倍，而以 2025 年 EPS 18.17 元來看，本益比約 8.7 倍，國內同業大聯大過往五年本益比約交易於 7-13 倍。我們認為文晔目前仍具投資價值，係因 1) 併購 Future 可分散地區獲利來源；以及 2) 併購後將打入高獲利之 Mass Market (中小企業) 之客戶，根據 2025 年 EPS 18.17 元，給予過往區間上緣之 12 倍本益比，目標價 215 元。

圖 23：2024 和 2025 年財務預估與市場共識比較

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	元大預估	市場預估	元大預估	市場預估	2024	2025
營業收入	797,286	731,287	955,039	929,813	9.0%	2.7%
營業毛利	39,559	37,844	58,354	57,648	4.5%	1.2%
營業利益	20,220	18,474	30,315	32,567	9.5%	-6.9%
稅前利益	13,021	13,379	24,548	26,568	-2.7%	-7.6%
稅後淨利	9,858	10,025	18,592	20,724	-1.7%	-10.3%
調整後 EPS (元)	9.64	10.03	18.17	17.65	-3.9%	3.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	5.0%	5.2%	6.1%	6.2%	-0.2	-0.1
營業利益率	2.5%	2.5%	3.2%	3.5%	0.0	-0.3
稅後純益率	1.2%	1.4%	1.9%	2.2%	-0.2	-0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 24：PE 河流圖



資料來源：TEJ、元大投顧預估

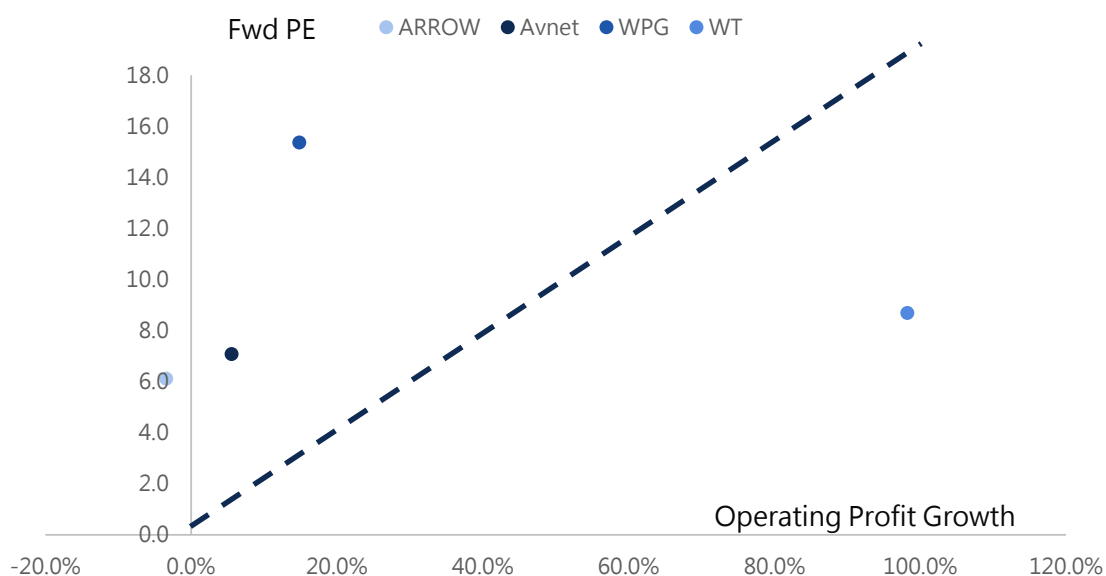
圖 25：PB 河流圖



資料來源：TEJ、元大投顧預估

圖 26：PEG 仍具吸引力

2024-25F PEG* (Fwd PE/Operating Profit Growth)



資料來源：元大投顧預估、Bloomberg；

圖 27：文晔個體損益表

年初至 12 月	2022A	2023	2024F	2025F
營業收入	571,197	594,519	694,275	764,000
營業毛利	19,832	18,406	19,987	22,056
營業利益	11,783	8,200	10,675	11,638
稅後淨利	7,631	4,012	2,667	4,505
EPS (元)	8.92	4.21	2.61	4.40
股本(百萬)	8,552	8,880	10,230	10,230
YoY	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	27.53%	4.08%	16.78%	10.04%
營業利益	11.61%	-30.40%	30.18%	9.02%
稅後淨利	-3.69%	-47.43%	-33.53%	68.92%
獲利比率	2022A	2023F	2024F	2025F
毛利率	3.47%	3.10%	2.88%	2.89%
營業利益率	2.06%	1.38%	1.54%	1.52%
稅後利益率	1.34%	0.67%	0.38%	0.59%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 28：Future Electronics 個體損益表

年初至 12 月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	177,424	176,936	187,293	191,039
營業毛利	35,662	31,884	35,586	36,297
營業利益	19,461	14,022	17,355	18,677
稅後淨利	14,815	11,316	13,075	14,087
EPS (元)	17.32	12.74	12.78	13.77
股本(百萬)	8,552	8,880	10,230	10,230
YoY	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入		-0.3%	5.9%	2.0%
營業利益		-27.9%	23.8%	7.6%
稅後淨利		-23.6%	15.5%	7.7%
獲利比率	2022A	2023F	2024F	2025F
毛利率	20.1%	18.0%	19.0%	19.0%
營業利益率	11.0%	7.9%	9.3%	9.8%
稅後利益率	8.3%	6.4%	7.0%	7.4%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 29：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
文晔	3036 TT	買進	158.0	5,898	4.52	9.64	18.17	35.0	16.4	8.7	(49.4)	113.3	88.6
國外同業													
Arrow	ARW US	未評等	113.7	6,334	16.9	14.2	18.6	6.8	8.0	6.1	(23.4)	(16.0)	31.3
Macnica	3132 JP	未評等	7911.0	3,522	640.3	858.1	935.7	12.4	9.2	8.5	54.3	34.0	9.0
Avnet	AVT US	未評等	47.9	4,337	7.7	5.7	6.6	6.3	8.4	7.3	9.0	(25.2)	14.9
國外同業平均					221.6	292.7	320.3	8.5	8.5	7.3	13.3	(2.4)	18.4
國內同業													
大聯大	3702 TT	未評等	87.2	5,093	4.8	4.5	5.7	18.2	19.6	15.4	(20.3)	(7.2)	27.2
聯強	2347 TT	持有-落後同業	72.0	3,871	4.3	5.1	5.5	16.7	14.2	13.1	(54.4)	17.4	8.9
國內同業平均					4.6	4.8	5.6	17.4	16.9	14.2	(37.3)	5.1	18.1

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 30：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
文晔	3036 TT	買進	158.0	5,898	6.9	4.1	5.8	67.69	66.73	83.89	2.3	2.4	1.9
國外同業													
Arrow	ARW US	未評等	113.7	6,334	22.1	13.1	14.5	80.8	86.8	98.3	1.4	1.3	1.2
Macnica	3132 JP	未評等	7911.0	3,522	22.3	21.4	--	3299.0	--	--	2.4	--	--
Avnet	AVT US	未評等	47.9	4,337	15.5	13.5	15.0	51.9	54.6	59.8	0.9	0.9	0.8
國外同業平均					19.9	16.0	14.8	1143.9	70.7	79.1	1.6	1.1	1.0
國內同業													
大聯大	3702 TT	未評等	87.2	5,093	9.8	9.2	10.4	50.2	53.4	57.3	1.7	1.6	1.5
聯強	2347 TT	持有-落後同業	72.0	3,871	9.9	11.1	11.4	43.3	44.6	48.2	1.7	1.6	1.5
國內同業平均					9.8	10.1	10.9	46.8	49.0	52.7	1.7	1.6	1.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 31：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	120,103	117,460	167,260	189,696	173,959	162,185	232,669	228,473	594,519	797,286
銷貨成本	(115,960)	(113,254)	(162,199)	(184,700)	(168,871)	(157,475)	(217,745)	(213,637)	(576,113)	(757,727)
營業毛利	4,143	4,206	5,061	4,996	5,088	4,710	14,924	14,837	18,406	39,559
營業費用	(2,160)	(2,165)	(2,802)	(3,079)	(2,261)	(2,108)	(7,514)	(7,456)	(10,206)	(19,339)
營業利益	1,984	2,041	2,259	1,917	2,827	2,602	7,410	7,381	8,200	20,220
業外利益	(1,006)	(705)	(637)	(658)	(937)	(2,302)	(2,145)	(2,021)	(3,005)	(7,199)
稅前純益	977	1,336	1,623	1,259	1,890	300	5,265	5,360	5,195	13,021
所得稅費用	(238)	(336)	(350)	(293)	(440)	(70)	(1,213)	(1,235)	(1,216)	(3,163)
少數股東權益	16	35	(7)	(78)	0	0	0	0	(33)	0
歸屬母公司稅後純益	723	965	1,280	1,044	1,450	230	4,053	4,125	4,012	9,858
調整後每股盈餘(NT\$)	0.82	1.09	1.45	1.18	1.42	0.22	3.96	4.03	4.52	9.64
調整後加權平均股數(百萬股)	888	888	888	888	888	888	888	888	888	1,023
重要比率										
營業毛利率	3.5%	3.6%	3.0%	2.6%	2.9%	2.9%	6.4%	6.5%	3.1%	5.0%
營業利益率	1.7%	1.7%	1.4%	1.0%	1.6%	1.6%	3.2%	3.2%	1.4%	2.5%
稅前純益率	0.8%	1.1%	1.0%	0.7%	1.1%	0.2%	2.3%	2.4%	0.9%	1.6%
稅後純益率	0.6%	0.8%	0.8%	0.5%	0.8%	0.1%	1.7%	1.8%	0.7%	1.2%
有效所得稅率	24.3%	25.1%	21.6%	23.3%	23.3%	23.3%	23.0%	23.0%	23.4%	24.3%
季增率(%)										
營業收入	-23.7%	-2.2%	42.4%	13.4%	-8.3%	-6.8%	43.5%	-1.8%		
營業利益	-24.5%	2.9%	10.7%	-15.1%	47.5%	-8.0%	184.8%	-0.4%		
稅後純益	-37.0%	33.4%	32.6%	-18.4%	38.9%	-84.1%	1662.2%	1.8%		
調整後每股盈餘	-38.8%	33.0%	32.5%	-18.8%	20.6%	-84.1%	1662.9%	1.8%		
年增率(%)										
營業收入	-6.1%	-9.7%	7.4%	20.5%	44.8%	38.1%	39.1%	20.4%	4.1%	34.1%
營業利益	-34.2%	-36.6%	-22.7%	-27.0%	42.5%	27.5%	228.0%	285.0%	-30.4%	146.6%
稅後純益	-67.4%	-56.3%	-37.8%	-9.1%	100.5%	-76.2%	216.6%	295.1%	-47.6%	147.8%
調整後每股盈餘	-68.1%	-57.4%	-38.1%	-12.5%	72.5%	-79.4%	173.6%	243.1%	-49.4%	113.3%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

文晔成立於 1993 年，從事半導體相關零組件代理經銷業務，目前營收規模為全球前四大之 IC 通路業者。過往透過合併多家 IC 通路商的方式擴大經營規模，據點分布於中國大陸、韓國、新加坡、印度、泰國、馬來西亞、越南等地區。公司代理之品牌包含國際間 Fabless 與 IDM 業者，如：ASMedia、ADI、Broadcom、Skyworks、Diodes、Intel、Marvell、Maxlinear、MediaTek 等。IC 通路同業包含 Avnet Inc、Arrow Electronics、大聯大、至上等廠商。2022 年研發人員 866 位，占總員工人數 24.4%。

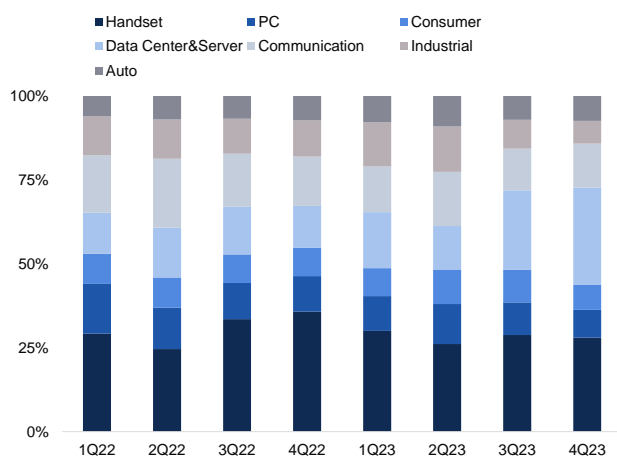
Future 成立於 1968 年，總部位於加拿大蒙特婁，主要客群與文晔之全球一線 500 大客戶不同，主要為 Mass market 中小型電子產品製造商，其 2022 年主要營收來源分布於亞洲(34%)、美洲(42%)、歐洲中東以及非洲(24%)。其現金約為 2.2 億元，總資產 39 億美元，股東權益 32 億美元，公司本身無債務，而公司間之交易被歸類為其他應收與應付帳款。

圖 32：前十大股東

Name	Holding %
WPG Investment Holding	17.3
ASMedia	16.7
Shao Yang Inv Co.	7.3
Polaris Securities Investment Trust	4.1
Cheng Wen-Tsung	2.4
Canadian Imperial Bank of Commerce	2.1
Mega Financial Holdings	1.8
First Private High No 5	1.7
Vanguard Group Inc	1.6
Mercuries Life Insurance Co.	1.3

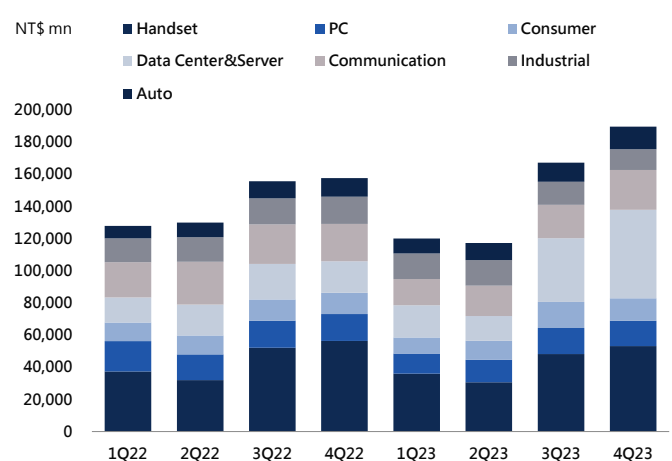
資料來源：Bloomberg、公司資料

圖 33：營收組成



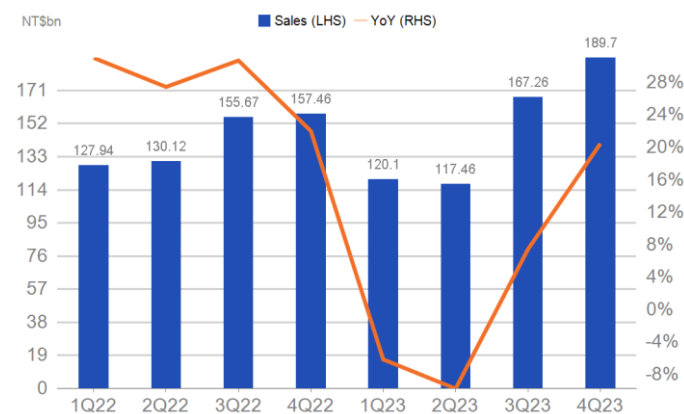
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 34：營收組成



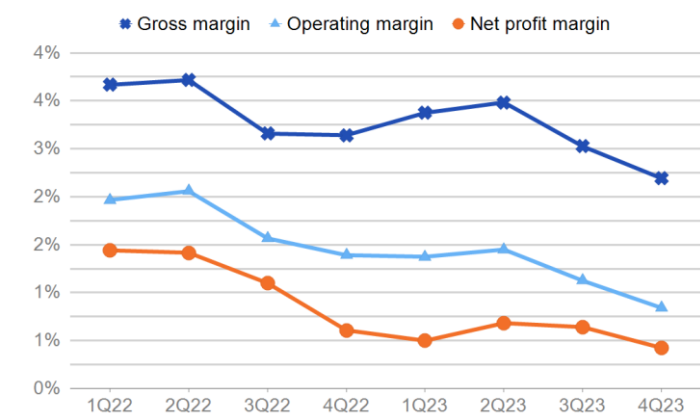
資料來源：公司資料

圖 35：營收趨勢



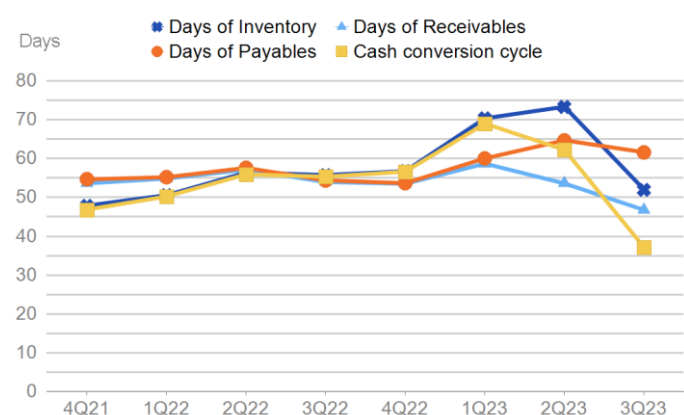
資料來源：CMoney、公司資料

圖 36：毛利率、營益率、淨利率



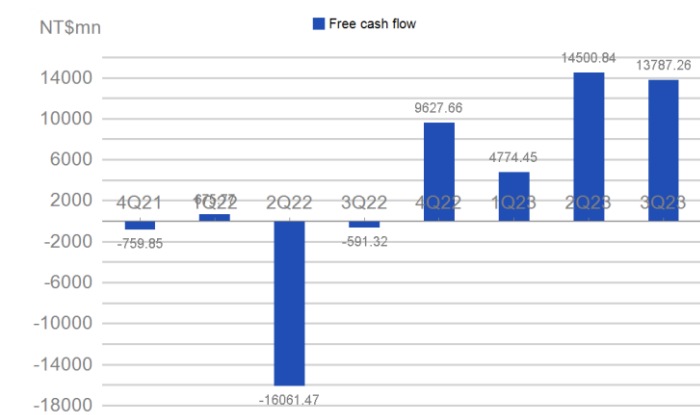
資料來源：CMoney、公司資料

圖 37：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 38：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**文晔整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名位於領先的位置，但在半導體通路商行業的公司中排名略微落後同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**文晔的整體曝險屬於低等水準，略差於半導體通路行業的平均水準。公司所處產業中較需要改善的 ESG 議題包含公司本身營運的碳排、供應鏈勞工人權與產品管理等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**文晔在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循適當的 ESG 揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。雖在重要領域缺乏政策與執行方案，不過董事會或經營團隊有針對 ESG 風險之議題提出倡議，此外並沒有涉及任何重大 ESG 爭議。

圖 39：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	12.9
在 ESG 議題上的曝險 (A)	18.5
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	31.7
風險評級	低
同業排行(1~100，1 為最佳)	38

資料來源：Sustainalytics (2024/1/31)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

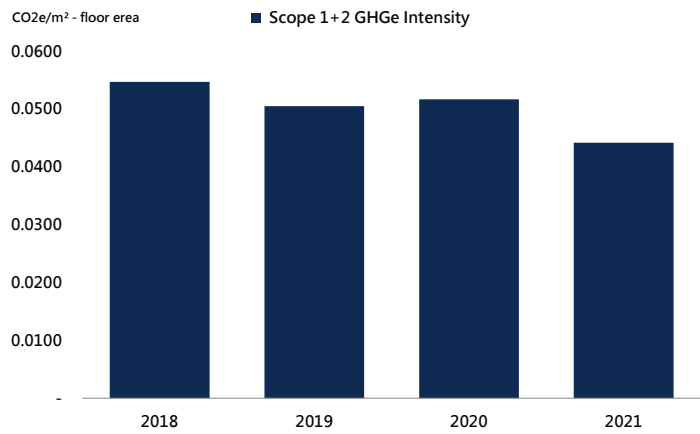
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

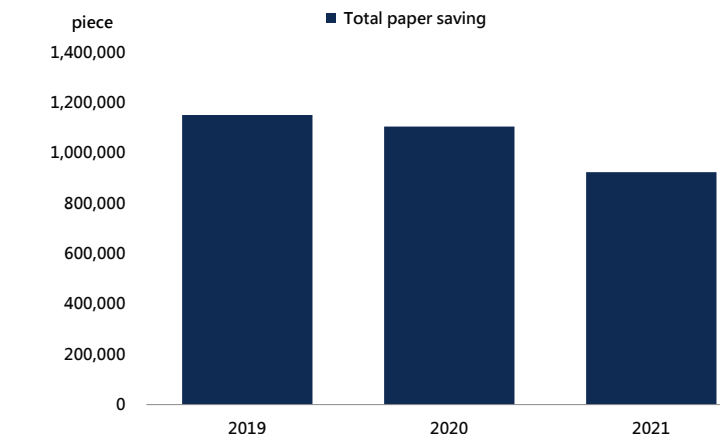
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 40：碳排放密度



資料來源：公司資料、Reuters

圖 41：節約用紙量



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	4,680	5,383	39,433	61,746	42,404
存貨	66,524	90,547	102,611	95,509	126,976
應收帳款及票據	75,462	84,568	63,232	58,989	95,460
其他流動資產	2,470	3,151	5,120	5,120	5,120
流動資產	149,136	183,650	210,437	221,407	270,002
採用權益法之投資	118	63	63	63	63
固定資產	1,004	974	406	1,051	1,527
無形資產	1,973	3,372	3,372	10,224	9,201
其他非流動資產	21,118	12,144	29,053	27,940	26,827
非流動資產	24,213	16,553	32,893	39,278	37,617
資產總額	173,349	200,202	243,330	260,684	307,620
應付帳款及票據	69,809	77,997	123,133	99,330	158,720
短期借款	33,498	38,341	25,396	25,396	25,396
什項負債	7,276	8,479	18,123	18,123	18,123
流動負債	110,582	124,816	166,653	142,849	202,239
長期借款	7,750	17,786	12,644	45,644	15,644
其他負債及準備	1,156	2,625	2,972	2,972	2,972
長期負債	8,907	20,412	15,616	48,616	18,616
負債總額	119,489	145,228	182,269	191,465	220,855
股本	9,379	10,185	11,574	11,574	11,574
資本公積	20,445	25,294	25,495	25,495	25,495
保留盈餘	17,208	20,190	16,674	24,832	42,377
什項權益	6,736	(1,564)	6,368	6,368	6,368
歸屬母公司之權益	53,768	54,105	61,062	69,219	86,764
非控制權益	92	869	951	951	951
股東權益總額	53,860	54,974	61,062	69,219	86,764

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	7,855	7,600	3,979	9,858	18,592
折舊及攤提	377	438	520	1,851	1,946
本期營運資金變動	(22,457)	(14,660)	54,409	(12,459)	(8,547)
其他營業資產 及負債變動	1,245	582	(10,014)	0	0
營運活動之現金流量	(12,980)	(6,039)	48,971	(750)	11,990
資本支出	(171)	(310)	(201)	(8,235)	(285)
本期長期投資變動	(4)	(56)	0	0	0
其他資產變動	(818)	(4,589)	(709)	0	0
投資活動之現金流量	(993)	(4,955)	(910)	(8,235)	(285)
股本變動	146	807	0	0	0
本期負債變動	18,478	8,110	(18,640)	33,000	(30,000)
現金增減資	0	0	1,350	0	0
支付現金股利	(2,590)	(4,701)	(3,451)	(1,701)	(1,046)
其他調整數	(434)	4,417	10,549	0	0
融資活動之現金流量	15,600	8,633	(10,033)	31,299	(31,046)
匯率影響數	(575)	3,065	104	0	0
本期產生現金流量	1,052	704	38,131	22,314	(19,342)
自由現金流量	(13,151)	(6,349)	48,770	(8,986)	11,705

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	447,896	571,197	594,519	797,286	955,039
銷貨成本	(430,909)	(551,365)	(576,113)	(757,727)	(896,685)
營業毛利	16,987	19,832	18,406	39,559	58,354
營業費用	(6,430)	(8,050)	(10,206)	(19,339)	(28,039)
推銷費用	(4,522)	(5,533)	(6,366)	(13,971)	(18,725)
研究費用	(609)	(655)	(801)	(1,665)	(2,440)
管理費用	(1,296)	(1,861)	(3,039)	(4,697)	(6,874)
其他費用	(3)	(1)	0	0	0
營業利益	10,557	11,783	8,200	20,220	30,315
利息收入	6	39	171	0	0
利息費用	(453)	(1,437)	(4,051)	(7,199)	(5,767)
利息收入淨額	(446)	(1,398)	(3,880)	(7,199)	(5,767)
投資利益(損失)淨額	(6)	(16)	430	0	0
匯兌損益	197	(414)	(292)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(122)	(44)	736	0	0
稅前純益	10,180	9,911	5,195	13,021	24,548
所得稅費用	(2,325)	(2,311)	(1,216)	(3,163)	(5,956)
少數股權淨利	(68)	(31)	(33)	0	0
歸屬母公司之稅後純益	7,923	7,631	4,012	9,858	18,592
稅前息前折舊攤銷前淨利	11,009	11,786	8,721	22,071	32,261
調整後每股盈餘 (NT\$)	7.75	8.92	4.52	9.64	18.17

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	26.8	27.5	4.1	34.1	19.8
營業利益	98.6	11.6	(30.4)	146.6	49.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	93.8	7.1	(26.0)	153.1	46.2
稅後純益	107.0	(3.2)	(47.6)	147.8	88.6
調整後每股盈餘	108.8	15.2	(49.4)	113.3	88.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	3.8	3.5	3.1	5.0	6.1
營業利益率	2.4	2.1	1.4	2.5	3.2
稅前息前淨利率	2.2	1.5	1.4	2.5	3.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	2.5	2.1	1.5	1.8	1.8
稅前純益率	2.3	1.7	0.9	1.6	2.6
稅後純益率	1.8	1.3	0.7	1.2	2.0
資產報酬率	5.2	4.1	1.8	1.1	1.6
股東權益報酬率	15.7	14.0	6.9	4.1	5.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	221.9	264.2	298.5	276.6	254.6
淨負債權益比(%)	67.9	92.3	(2.3)	13.4	(1.6)
利息保障倍數 (倍)	23.5	7.9	2.0	1.5	2.0
流動比率 (%)	134.9	147.1	1.3	1.6	1.3
速動比率 (%)	73.9	73.9	0.6	0.9	0.7
淨負債 (NT\$百萬元)	36,569	50,744	(1,392)	9,294	(1,364)
調整後每股淨值 (NT\$)	57.32	53.12	67.69	66.73	83.89
評價指標 (倍)					
本益比	20.4	17.7	35.0	16.4	8.7
股價自由現金流量比	--	--	3.3	--	13.8
股價淨值比	2.8	3.0	2.3	2.4	1.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	14.7	13.7	18.5	7.3	5.0
股價營收比	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2

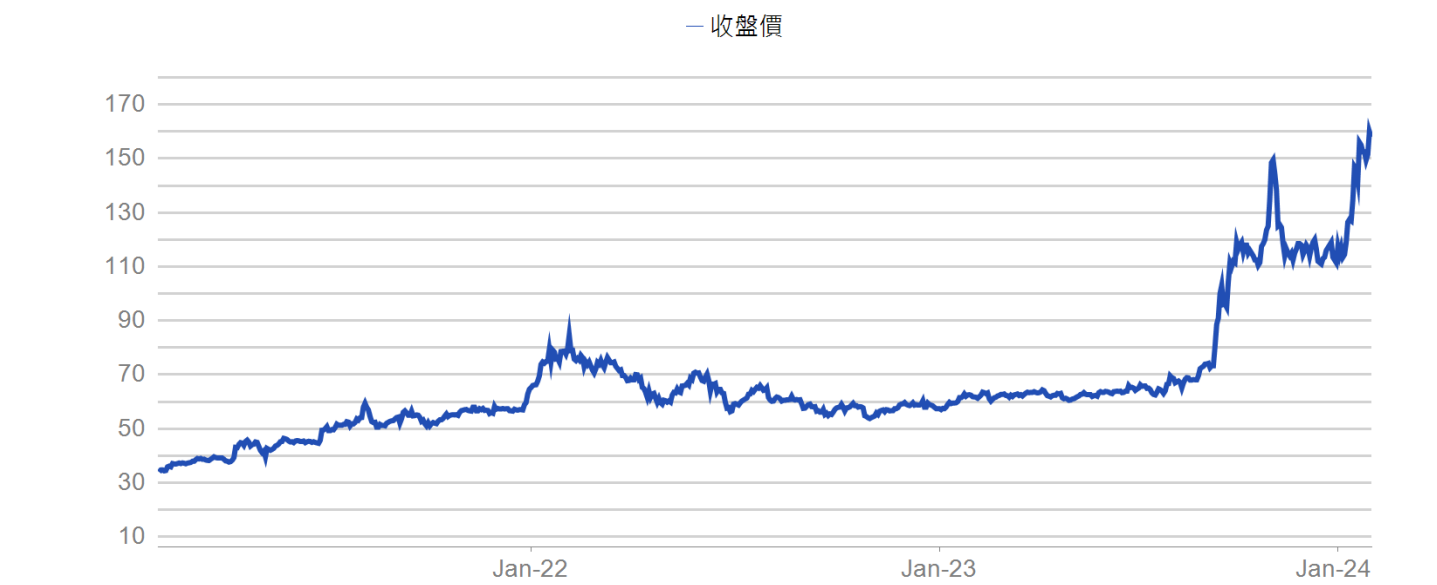
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

文晔 (3036 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並

獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2023} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.