

## 欣興 (3037 TT) Unimicron

AI 趨勢顯著擴大長期需求，然短期復甦時程遞延

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$240.0

收盤價 (2024/02/26) : NT\$196.0  
隱含漲幅 : 22.4%

## 營收組成 (4Q23)

載板 62%、HDI 23%、PCB 12%、FPC 2%、其他 1%

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	240.0	190.0
2024年營收 (NT\$/十億)	113.6	126.9
2024年EPS	6.4	10.1

## 交易資料表

市值	NT\$298,920百萬元
外資持股比率	50.9%
董監持股比率	14.9%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$62.83
負債比	55.4%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (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	140,489	104,036	113,589	142,400
營業利益	38,172	8,920	10,109	22,286
稅後純益	29,619	11,980	9,670	20,329
EPS (元)	20.08	7.88	6.36	13.37
EPS YoY (%)	123.3	-60.7	-19.3	110.2
本益比 (倍)	9.8	24.9	30.8	14.7
股價淨值比 (倍)	3.4	3.3	3.1	2.7
ROE (%)	39.5	13.2	10.1	18.2
現金殖利率 (%)	4.1%	1.6%	1.3%	2.7%
現金股利 (元)	7.99	3.15	2.54	5.35

張晏榮

Will.chang@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

## 元大觀點

- 受排擠效應影響，客戶庫存去化緩慢，使載板復甦時程遞延，1Q24 營收展望季持平，2Q24 則為季持平至略減，靜待 2H24 產業反轉訊號。
- AI Server 已開啟 ABF 載板另一大需求來源，預估 2024 年將占總需求達 5-10%，預期 2H24 起欣興將一同加入主力 AI GPU 載板供應鏈。
- 考量載板長期向上趨勢更趨樂觀，且短期下行風險市場已充分反映，故維持買進評等，目標價係根據 18 倍 2025 年本益比推得。

## ABF 載板需求平淡，4Q23 營收/毛利率均低於市場預期

4Q23 營收 256.9 億，季減 3%，低於市場預期 4.3%，毛利率 17.5%，季減 2.2 個百分點，低於市場預期 2.9 個百分點，主因皆來自於 ABF 載板持續面臨客戶庫存調整。BT 載板受惠中國手機及記憶體需求復甦，營收大幅季增 20%；HDI 雖面臨主力美系客戶消費性產品價量壓力，但隨 OAM 出貨量逐季提升，有效抵銷既有消費性產品頹勢，營收逆勢季增 1%。營業利益 13.9 億，季減 39%，稅後淨利 29.1 億，季增 12%，EPS 1.91 元。

## BT 載板與 PCB 強力支撐短期營運，預期 1Q24 營收季持平

1Q24 載板產業仍處谷底，預期 ABF 載板營收季持平；根據本中心產業訪查，先前火災廠區因順利通過美系手機晶片客戶認證，乘中國手機復甦趨勢，預期 1Q24 BT 載板營收將逆勢季增 5-10%；HDI 雖面臨美系消費性客戶價量壓力，但在 OAM 持續貢獻下，預期營收季減 5~10%。毛利率受折舊壓力持續提升下，預期 1Q24 將季減 0.8 個百分點至 16.8%，EPS 0.99 元。根據管理層最新展望，2Q24 營收仍季持平至略減，庫存調整雖已近尾聲，然需求復甦持續遞延，短期尚未見到顯著成長動能。

## 長期成長趨勢明確，靜待 2H24 谷底反彈

受 Regular Server 持續面臨排擠效應影響，庫存調整時間再次延長，後續待 2H24-2025 年載板全面復甦。目前 AI Server 推估已占 2024 年整體 ABF 載板需求 5-10%，本中心預期後續欣興將繼 Ibiden 後，一同切入主力美系客戶 AI GPU 載板供應鏈，初期市佔率研判將至少達 10%以上。此外，欣興目前為 AI OAM 全球最大板材供應商，並於 UBB 持續拓展 GPU 及 ASIC 領域，後續將隨半導體廠商 CoWoS 產能開出而逐季成長。本中心預期 2024 年營收將達 1,136 億，年增 9.2%，毛利率略為年減 0.4 個百分點至 19.1%，主因折舊侵蝕 1.1 個百分點，營業利益 101 億，年增 13%，EPS 6.36 元。

## 營運分析

### ABF 載板需求平淡，4Q23 營收/毛利率均低於市場預期

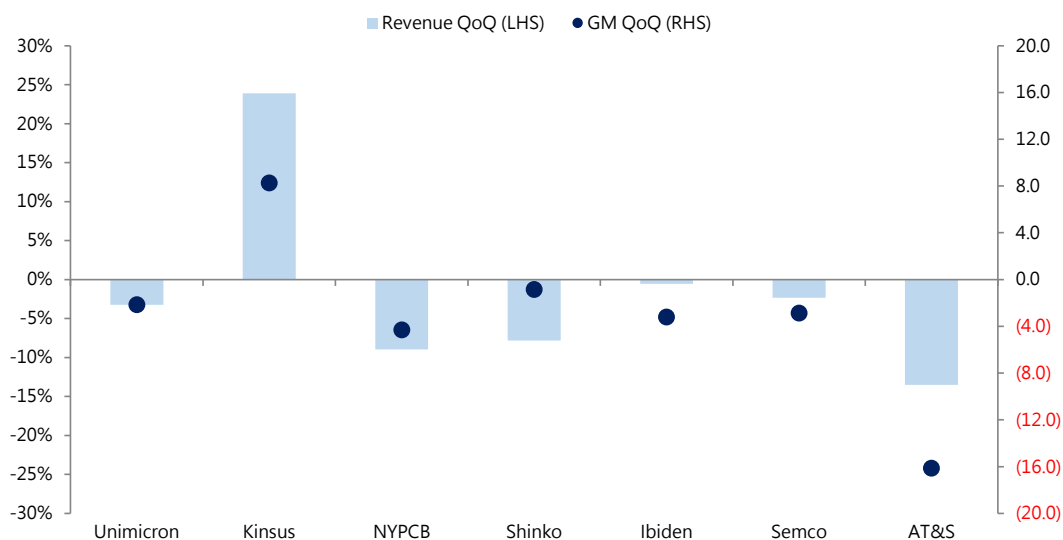
4Q23 營收 256.9 億，季減 3%，低於本中心及市場預期 5.5%/4.3%，毛利率 17.5%，季減 2.2 個百分點，低於本中心及市場預期 2.7/2.9 個百分點，營收及毛利率均低於預期主因來自於 ABF 載板持續面臨客戶庫存調整，該產品別營收仍季減 9%，致使折舊壓力提升影響毛利率季減 0.9 個百分點。同時，受匯率逆風影響，4Q23 衝擊毛利率 1-2 個百分點。其餘產品線方面，4Q23 BT 載板受惠中國手機及記憶體需求復甦，帶動營收大幅季增 20%；HDI 雖面臨主力美系客戶消費性產品價量壓力沉重，但隨半導體廠商 CoWoS 產能持續開出下，OAM 出貨量逐季提升，進而抵銷既有消費性產品頹勢，4Q23 HDI 營收逆勢季增 1%。營業利益 13.9 億，季減 39%，低於預期 46%，業外利益高達 21.8 億，主要來自於先前廠區火災理賠 20.9 億(已全數提列完畢)，稅後淨利 29.1 億，季增 12%，高於預期 36%，EPS 1.91 元。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	36,690	26,546	25,689	-3.2%	-30.0%	27,191	26,839	-5.5%	-4.3%
營業毛利	12,742	5,230	4,508	-13.8%	-64.6%	5,518	5,488	-18.3%	-17.8%
營業利益	9,599	2,268	1,390	-38.7%	-85.5%	2,554	2,649	-45.6%	-47.5%
稅前利益	9,367	3,371	3,573	6.0%	-61.9%	2,996	3,294	19.3%	8.5%
稅後淨利	7,360	2,589	2,907	12.3%	-60.5%	2,146	2,326	35.5%	25.0%
調整後 EPS (元)	4.99	1.70	1.91	12.5%	-61.7%	1.41	1.53	35.7%	25.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	34.7%	19.7%	17.5%	-2.2	-17.2	20.3%	20.4%	-2.7	-2.9
營業利益率	26.2%	8.5%	5.4%	-3.1	-20.8	9.4%	9.9%	-4.0	-4.5
稅後純益率	20.1%	9.8%	11.3%	1.6	-8.7	7.9%	8.7%	3.4	2.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：4Q23 全球主力載板廠營收及毛利率表現



資料來源：公司資料 (註：南電尚未公告財報，毛利率為本中心預估值)

BT 載板及 PCB 強力支撐短期營運，預期 1Q24 整體營收約季持平

ABF 載板因通用型 Server 仍受排擠效應影響，短期庫存正緩慢去化，故 1Q24 產業仍處谷底，預期 ABF 載板營收將呈季持平；BT 載板方面，根據本中心產業訪查，先前火災廠區因順利通過美系手機晶片客戶認證，乘中國手機復甦趨勢，在產能逐步開出下(推估先前火災造成公司 BT 載板產能降低 3-4 成)，預期 1Q24 BT 載板營收將逆勢季增 5-10%；PCB 雖遇遊戲機需求下滑，然受惠 UBB 持續拓展市場份額，1Q24 稼動率將進一步提升，並帶動產品組合轉佳，預期 1Q24 PCB 將季增約 10%；HDI 方面，因美系消費性客戶採取降價促銷策略，零組件廠商價格壓力仍顯著，但在 OAM 持續貢獻下，預期 1Q24 HDI 季減約 5~10%。1Q24 毛利率受折舊持續提升下，預期將季減 0.8 個百分點至 16.8%，營業利益 14.9 億，季增 6.9%，較前次下修 56%，主因 4Q23 包含一次性費用 2 億(主要來自於中國蘇州廠)，稅後淨利 15.1 億，季減 48%，EPS 0.99 元，較前次下修 46%。

此外，根據管理層最新展望，2Q24 營收將仍季持平至略減，雖庫存調整已近尾聲，然需求復甦持續遞延，短期尚未見到顯著成長動能。

圖 3：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23F	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	26,566	25,689	25,714	0.1%	-3.2%	27,499	26,010	-6.5%	-1.1%
營業毛利	5,462	4,508	4,315	-4.3%	-21.0%	5,976	5,371	-27.8%	-19.7%
營業利益	2,905	1,390	1,486	6.9%	-48.8%	3,363	2,646	-55.8%	-43.8%
稅前利益	5,176	3,573	2,179	-39.0%	-57.9%	3,802	3,196	-42.7%	-31.8%
稅後淨利	4,095	2,907	1,511	-48.0%	-63.1%	2,780	2,428	-45.6%	-37.7%
調整後 EPS (元)	2.70	1.91	0.99	-48.0%	-63.2%	1.83	1.60	-45.7%	-37.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	20.6%	17.6%	16.8%	-0.8	-3.8	21.7%	20.7%	-4.9	-3.9
營業利益率	10.9%	5.4%	5.8%	0.4	-5.2	12.2%	10.2%	-6.4	-4.4
稅後純益率	15.4%	11.3%	5.9%	-5.4	-9.5	10.1%	9.3%	-4.2	-3.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

長期成長趨勢明確，靜待 2H24 谷底反彈

ABF 載板三大美系客戶庫存正緩慢去化中，原先預期 2024 年 Regular Server 排擠效應將可受惠四大 CSP 業者上修資本支出而進一步減緩，然 1H24 排擠效應仍持續發酵，伺服器庫存去化雖已近尾聲，然需求復甦速度緩慢，後續靜待 2H24-2025 全面復甦。此外，除傳統兩大應用 PC 及 Regular Server 外，受惠 AI Server 趨勢翻倍成長，ABF 載板市場規模已明顯擴大，預估 2024 年 AI Server 相關載板所需面積占全球 ABF 載板需求已達 5-10%(未考慮良率狀況下)，目前美系主力客戶 AI GPU 載板為 Ibiden 獨家供應，本中心預期未來欣興將以第二供應鏈角色一同加入出貨行列，初期市佔率研判將達至少 10%以上。根據本中心通路訪查，目前 Ibiden 於下一世代 AI GPU 晶片載板尚處 NPI 最後階段，欣興則同樣於認證過程中，後續將送至封測廠陸續進行測試。除 ABF 載板外，欣興目前為 AI OAM 全球最大板材供應商，並於 UBB 持續拓展 GPU 及 ASIC 領域，兩大高附加價值板材後續也將隨 AI Server 需求及 CoWoS 產能開出呈現逐季成長。

擴廠計畫方面，管理層預期 2024 年 IC 載板將年增 7%(以中位數推斷)，本中心研判主要來自於 BT 載板貢獻，在火災廠區陸續產能復原下，預期 BT 載板產能將年增 10-15%，ABF 載板則受惠光復廠於年底少量開出，預期 ABF 載板產能將年增 0-5%，後續產能擴充計畫皆具彈性調整空間；PCB 因應 AI Server 需求持續提升，短期高層板於 PCB 產業已出現緊俏現象，故後續公司將於台灣廠區擴充產能；泰國廠方面，因應 China +1 產業大趨勢，泰國初步將生產 Conventional PCB，並以記憶體模組及遊戲機作為主軸發展，1H25 將陸續試產，3Q25 於客戶認證後開始逐步貢獻營收。

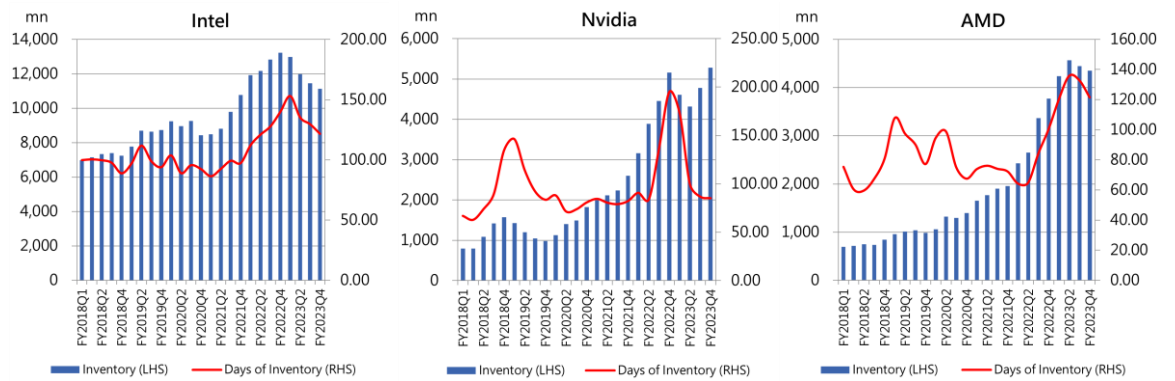
整體而言，本中心預期 2024 年營收將達 1,136 億，年增 9.2%，營運雖於 2H24 逐步回升，然全年毛利率預估將略為年減 0.4 個百分點至 19.1%，主因折舊提升至 175-180 億，推估將侵蝕毛利率 1.1 個百分點，營業利益 101 億，年增 13%，較前次下修 46%，稅後淨利 96.7 億，年減 13.8%，較前次下修 37%，主因 2023 年認列火災理賠導致基期較高，EPS 6.36 元。資本支出：管理層此次上修 2024 年預算 69 億至 242 億，上修之 69 億主要用於三項領域 1) ABF 載板光復廠二期投資 (29 億)，顯示載板長線需求樂觀、2) PCB 台灣廠產線設備調整，目的優化產品組合(14 億)、3) 泰國廠(12 億)。2024 年資本支出中，載板則占 39%達 94 億 (組合：光復廠 72 億+蘇州群策 22 億，以設備投資為主)、PCB 占 52%達 127 億，包含 1) 台灣廠產線調整、2) 大陸鼎鑫遷廠投資 48 億、3) 泰國新廠 35 億。

圖 4：欣興資本支出展望變化

(億台幣)	資本支出				進機之長交期設備採購訂單金額			
年度	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2025
初始金額	174.34				4.76			
2021/2/23	96.52				96.03			
2021/4/27					14.25			
2021/5/28	73.85				46.78			
2021/7/27	17.50	297.30				58.51		
2021/12/16		61.28				65.51		
2022/2/22		45.55				87.77	4.19	
2022/4/26		31.23	214.37			2.58	22.25	
2022/7/26		7.50	208.50				30.29	
2022/12/19		-53.37	-68.67				-11.76	
2023/8/25			-22.40	173.00				
2024/2/23				69.00				5.00
Total (最新)	362.21	389.49	331.80	242.00	161.82	214.37	44.97	5.00
Total (前次)	362.21	389.49	331.80	173.00	161.82	214.37	44.97	0.00
Difference	0.0%	0.0%	0.0%	39.9%	0.0%	0.0%	0.0%	-

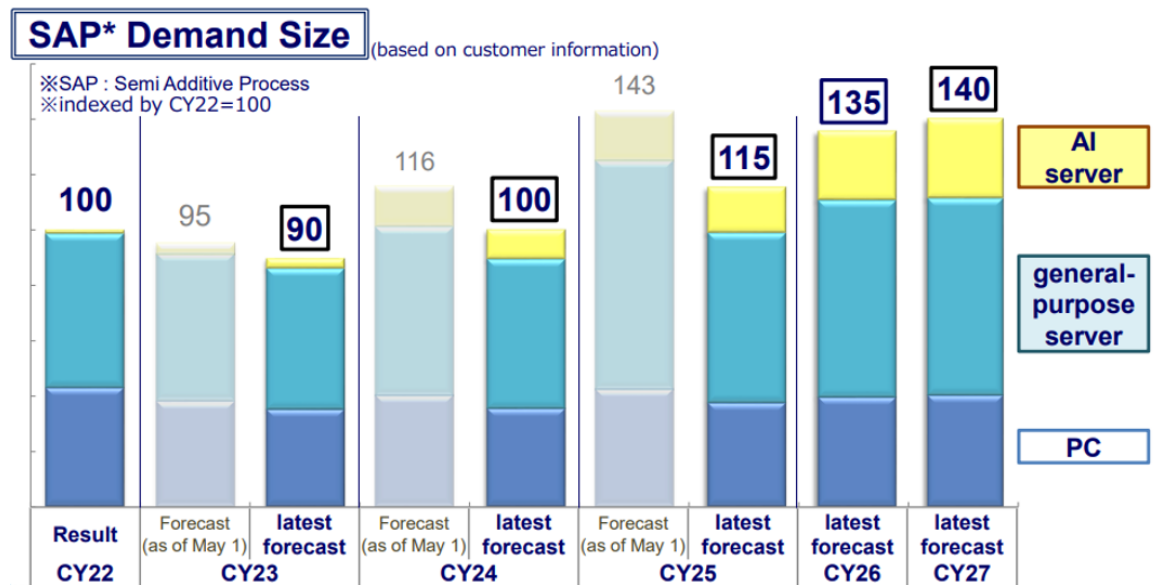
資料來源：欣興電子

圖 5：ABF 載板三大主力美系客戶庫存分析



資料來源：Bloomberg · 元大投顧統整

圖 6：ABF 載板所需面積預估 (未考量良率)



資料來源：Ibiden

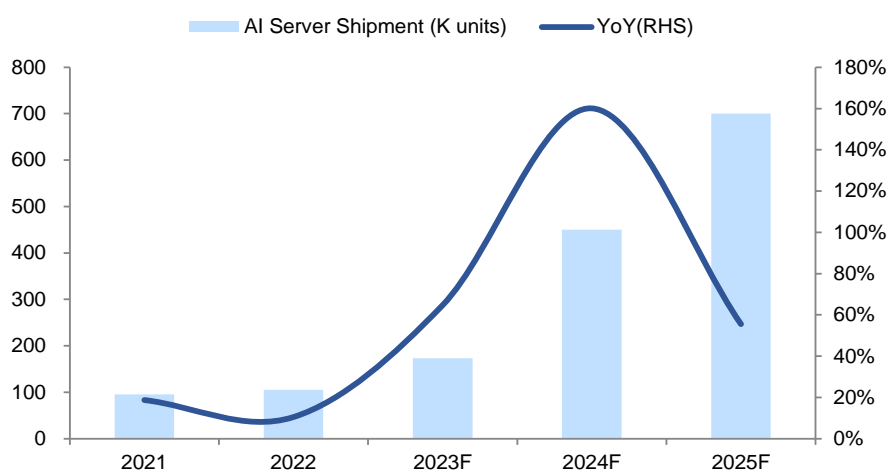
### 2024 年四大 CSP 資本支出大致符合預期

美國四大 CSP 業者於 CY4Q23 法說會中表示，未來資本支出將會持續提升，主要用於伺服器、AI 伺服器及擴大資料中心建設。本季度，Microsoft 的資本支出季減 2%、年增 55%，主要用於雲端服務需求及 AI 基礎設施投資，未來資本支出將有顯著的季成長以因應 AI 大趨勢；Google 的資本支出季增 37%、年增 45%，主要用於基礎設施投資，其中最大的應用為伺服器，其次為資料中心，預計 2024 年的資本支出會顯著高於 2023 年；Amazon 的資本支出季增 17%、年減 12%，展望 2024 年，由於 AI 及大型語言模型的投資，資本支出將呈現年增態勢；Meta 的資本支出季增 17%、年減 15%，資本支出增長主因通用型伺服器、AI 伺服器以及資料中心的投資增加。

### 美晶片禁令加速中國自研晶片生產，2024 年 AI 伺服器出貨量至 45 萬台

美國商務部先前公佈最新出口大陸晶片管制條例，相關 GPU 包括 A100/A800/H100/H800/L40S 等高階 AI 應用晶片皆需要事先取得美國政府許可後才可出貨，原預定將有 30 天的緩衝期，但美國政府已改成即刻生效恐影響未來 AI 產業發展。根據調查，儘管無法在短期內增加 GPU 庫存，但中國業者仍有約兩個季度庫存量，且相關 AI 伺服器生產基地位於中國境內，因此短期並不受晶片禁令衝擊，預計庫存將可用至 2H24，但長期將對中國雲端業者業務比重較高的零組件廠及組裝廠有負面影響。本中心原先預估百度、騰訊、阿里巴巴等中國業者於 2024 年的 AI 伺服器需求為 4-5 萬台，不過受惠於中國自研晶片 2Q24 將會問世，預估今年主要出貨給中系 CSP 業者約 2,000-3,000 台，短期而言，中國業者的 AI 伺服器拉貨動能將放緩，但長線而言中國自研 GPU 伺服器出貨量將大幅提升，預估 2024 年全球 AI 伺服器出貨量約 45 萬台，其中 Nvidia 伺服器約 40 萬台、AMD 伺服器約 4.7 萬台、中國伺服器約 0.3 萬台。

圖 7：AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估



## 獲利調整與股票評價

### 維持欣興「買進」投資評等，目標價 240 元

本中心此次分別下修 2024/25 年營收 10.5%/5.9%及稅後淨利 36.9%/13.9%，主因客戶庫存調整時程延長，且通用型伺服器持續遭遇排擠效應逆風，短期營運較為保守。展望後市，預估 2025 年在庫存調整逆風結束後，受惠 PC 及 Server 需求復甦，配合新伺服器平台滲透率提升及 AI Server 幫助下，預期營收將年增 25%至 1,424 億，EPS 13.37 元，年增 110%。

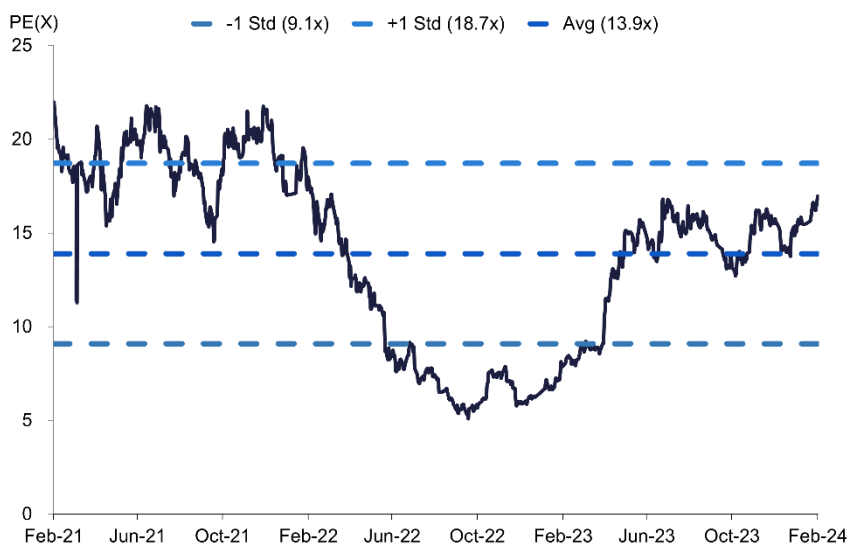
評價方面，過往三年欣興本益比交易區間介於 5-22 倍，目前 ABF 載板產業下行週期已接近尾聲，且自 2Q23 起 AI Server 已促使伺服器產業出現結構性轉變，本中心預期欣興後續除目前 OAM 及 UBB 板材外，更將成為 GPU 載板 Tier 1 供應商，預期將為台系 PCB 供應鏈中 AI 產品線最齊全廠商。基於 2025 年供需明顯好轉，且 AI Server 提供產業新一動能，樂觀看待載板長線趨勢，故此維持買進投資評等，以 2025 年 18 倍本益比作為評價基礎，推得目標價 240 元。

圖 8：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	113,589	126,903	142,400	151,346	-10.5%	-5.9%
營業毛利	21,695	30,644	35,102	42,267	-29.2%	-17.0%
營業利益	10,109	18,588	22,286	28,645	-45.6%	-22.2%
稅前利益	13,170	20,427	26,160	30,562	-35.5%	-14.4%
稅後淨利	9,670	15,331	20,329	23,619	-36.9%	-13.9%
調整後 EPS (元)	6.36	10.07	13.37	15.51	-36.8%	-13.8%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	19.1%	24.2%	24.7%	27.9%	-5.1	-3.3
營業利益率	8.9%	14.7%	15.7%	18.9%	-5.8	-3.3
稅後純益率	8.5%	12.1%	14.3%	15.6%	-3.6	-1.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 9：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 10：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(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
欣興	3037.TT	買進	196.0	9,341	20.08	7.88	6.36	9.8	24.9	30.8	123.3	(60.7)	(19.3)
IC 載板同業													
景碩	3189.TT	買進	99.2	1,451	15.5	0.7	7.0	6.4	137.8	14.2	80.5	(95.3)	868.1
南電	8046.TT	持有-超越同業	221.0	4,641	30.1	9.8	13.6	7.4	22.6	16.2	83.5	(67.5)	39.7
Shinko	6967.T	未評等	5,472	4,953	420.5	198.1	296.4	13.0	27.6	18.5	215.3	(52.9)	49.6
Ibiden	4062.T	未評等	7,515	6,897	348.1	259.2	333.2	21.6	29.0	22.6	89.2	(25.5)	28.6
SEMCO	009150.KS	未評等	134,100	7,845	13,379	6,418	8,333	10.0	20.9	16.1	(4.8)		29.8
AT&S	ATSV.VI	未評等	19.96	868	3.2	(0.0)	2.7	6.3	NA	7.3	213.3	NA	NA
IC 載板同業平均					2,366.0	1,147.7	1,497.6	10.8	47.6	15.8	112.8	(60.3)	203.1
PCB 同業													
華通	2313.TT	買進	52.9	1,943	6.7	3.3	5.3	7.9	16.1	9.9	55.7	(51.1)	62.2
台郡	6269.TT	持有-落後同業	86.2	851	10.8	6.4	9.7	8.0	13.6	8.9	32.2	(41.4)	53.4
金像電	2368.TT	買進	201.5	3,284	8.8	7.5	13.4	23.0	26.9	15.0	61.9	(14.7)	79.7
臻鼎-KY	4958.TT	買進	96.4	2,789	15.0	6.7	10.7	6.4	14.5	9.0	47.1	(55.7)	60.4
健鼎	3044.TT	買進	172.0	2,674	11.8	10.6	15.1	14.6	16.3	11.4	5.8	(10.6)	42.7
PCB 同業平均					10.6	6.9	10.8	12.0	17.5	10.8	40.5	(34.7)	59.7

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 11：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)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
欣興	3037.TT	買進	196.0	9,341	39.5	13.2	10.1	57.99	59.63	62.83	3.4	3.3	3.1
IC 載板同業													
景碩	3189.TT	買進	99.2	1,451	22.1	1.1	9.9	75.8	64.1	70.8	1.3	1.5	1.4
南電	8046.TT	持有-超越同業	221.0	4,641	41.2	17.4	21.3	83.1	56.1	63.9	2.7	3.9	3.5
Shinko	6967.T	未評等	5,472	4,953	24.9	10.5	14.0	1,904	1,997	2,251	2.9	2.7	2.4
Ibiden	4062.T	未評等	7,515	6,897	12.7	8.6	10.4	2,905	3,176	3,391	2.6	2.4	2.2
SEMCO	009150.KS	未評等	134,100	7,845	13.6	6.4	7.8	103,702	102,396	109,261	1.3	1.3	1.2
AT&S	ATSV.VI	未評等	19.96	868	13.2	3.8	13.7	24	22	25	0.8	0.9	0.8
IC 載板同業平均					21.3	8.0	12.9	18,115.8	17,951.8	19,177.1	1.9	2.1	1.9
PCB 同業													
華通	2313.TT	買進	52.9	1,943	22.5	11.0	15.7	32.5	30.0	34.0	2.4	2.6	2.3
台郡	6269.TT	持有-落後同業	86.2	851	13.9	8.5	12.0	77.3	74.6	81.2	1.1	1.2	1.1
金像電	2368.TT	買進	201.5	3,284	35.5	25.4	33.7	29.1	29.5	39.9	9.0	8.9	6.6
臻鼎-KY	4958.TT	買進	96.4	2,789	16.7	7.0	10.4	102.3	90.0	97.3	1.0	1.1	1.0
健鼎	3044.TT	買進	172.0	2,674	15.4	14.2	18.2	80.2	74.4	82.8	2.7	2.9	2.6
PCB 同業平均					20.8	13.2	18.0	64.3	59.7	67.0	3.2	3.3	2.7

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 12：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	25,714	25,577	30,712	31,586	30,851	34,058	38,607	38,884	113,589	142,400
銷貨成本	(21,400)	(21,443)	(24,386)	(24,665)	(24,183)	(25,791)	(28,523)	(28,801)	(91,894)	(107,298)
營業毛利	4,315	4,135	6,325	6,921	6,668	8,267	10,084	10,083	21,695	35,102
營業費用	(2,829)	(2,686)	(3,071)	(3,001)	(2,777)	(3,065)	(3,475)	(3,500)	(11,586)	(12,816)
營業利益	1,486	1,449	3,254	3,920	3,891	5,202	6,610	6,583	10,109	22,286
業外利益	693	733	785	851	938	913	977	1,046	3,061	3,874
稅前純益	2,179	2,182	4,039	4,771	4,829	6,115	7,587	7,629	13,170	26,160
所得稅費用	(436)	(436)	(808)	(954)	(966)	(1,223)	(1,517)	(1,526)	(2,634)	(5,232)
少數股東權益	232	233	217	184	139	144	152	164	866	599
歸屬母公司稅後純益	1,511	1,512	3,014	3,632	3,725	4,748	5,918	5,939	9,670	20,329
調整後每股盈餘(NT\$)	0.99	0.99	1.98	2.39	2.45	3.12	3.89	3.91	6.36	13.37
調整後加權平均股數(百萬股)	1,520	1,520	1,520	1,520	1,520	1,520	1,520	1,520	1,520	1,520
重要比率										
營業毛利率	16.8%	16.2%	20.6%	21.9%	21.6%	24.3%	26.1%	25.9%	19.1%	24.7%
營業利益率	5.8%	5.7%	10.6%	12.4%	12.6%	15.3%	17.1%	16.9%	8.9%	15.7%
稅前純益率	8.5%	8.5%	13.2%	15.1%	15.7%	18.0%	19.7%	19.6%	11.6%	18.4%
稅後純益率	5.9%	5.9%	9.8%	11.5%	12.1%	13.9%	15.3%	15.3%	8.5%	14.3%
有效所得稅率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	0.1%	-0.5%	20.1%	2.8%	-2.3%	10.4%	13.4%	0.7%		
營業利益	6.9%	-2.5%	124.6%	20.5%	-0.7%	33.7%	27.1%	-0.4%		
稅後純益	-48.0%	0.1%	99.3%	20.5%	2.6%	27.5%	24.6%	0.4%		
調整後每股盈餘	-48.0%	0.1%	99.3%	20.5%	2.5%	27.5%	24.6%	0.4%		
年增率(%)										
營業收入	-3.2%	1.4%	15.7%	23.0%	20.0%	33.2%	25.7%	23.1%	9.2%	25.4%
營業利益	-48.8%	-38.5%	43.5%	182.0%	161.8%	259.0%	103.1%	67.9%	13.3%	120.5%
稅後純益	-63.1%	-36.7%	16.4%	24.9%	146.5%	214.0%	96.4%	63.5%	-13.8%	98.6%
調整後每股盈餘	-63.2%	-36.6%	16.6%	24.9%	146.4%	213.9%	96.4%	63.5%	-19.3%	110.2%

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

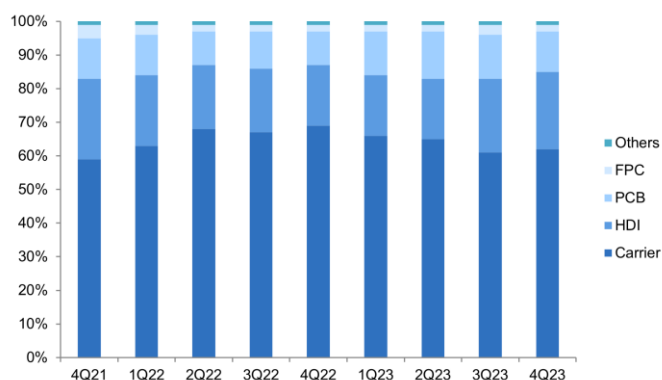
欣興電子主要從事印刷電路板生產銷售及 IC 預燒測試代工，產品項目包含硬板 PCB、軟板 PCB、HDI 板、IC 基板等。3Q23 營收組成為：載板 61%、HDI 22%、PCB 13%、FPC 3%、其他 1%。近兩年主要受惠資料傳輸流量與速度需求提升，加快伺服器與基地台建置，使 IC 載板往大面積、高層數發展，帶動欣興營收與毛利率大幅提升。未來公司也將持續擴充 IC 載板產能，尤其 ABF 載板以支撐伺服器、網通長期規格升級需求。

圖 13：LME 銅價



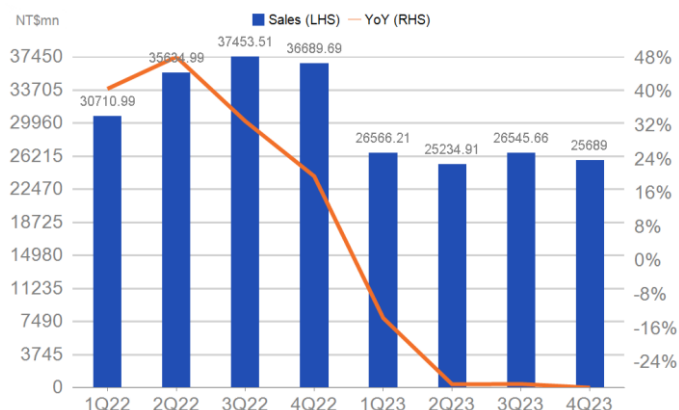
資料來源：CMoney

圖 14：營收組成



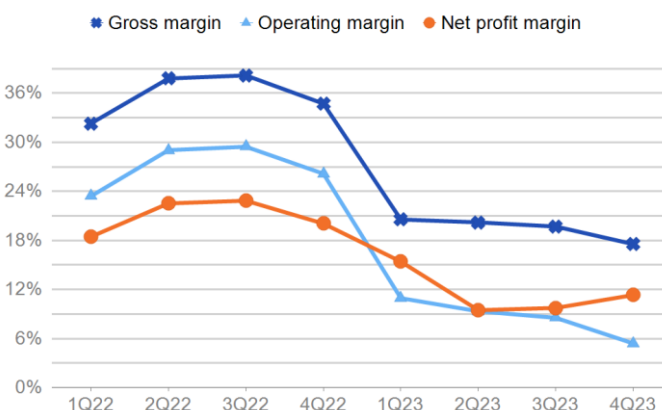
資料來源：公司資料

圖 15：營收趨勢



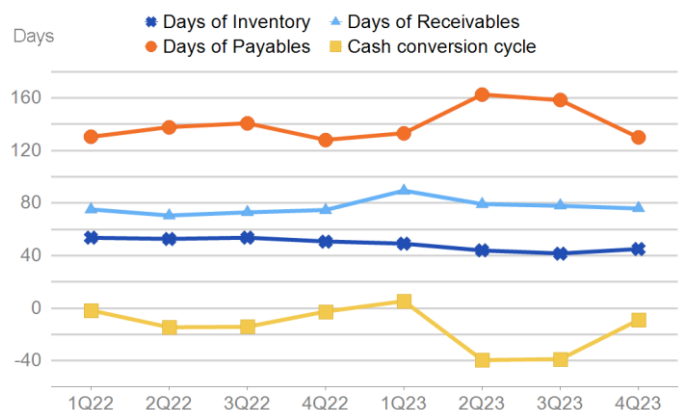
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：毛利率、營益率、淨利率



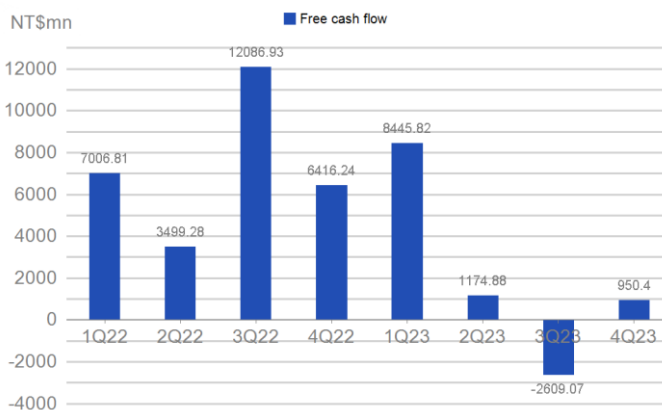
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：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：**欣興電子整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略為領先的位置，在電子零組件行業的公司中排名略微領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**欣興電子的整體曝險屬於中等水準，略為落後電子零組件行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的碳排、公司在生產中使用原材料的效率(不包括能源和石油產品)、人力資源等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**欣興電子在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司訊息揭露能力非常優良，提供投資人及市場充足的資訊。由於在公司治理方面的結構，欣興的風險評級屬於中等。

圖 19：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	23.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	37.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	39.6
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	40

資料來源：Sustainalytics (2024/2/26)

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+)

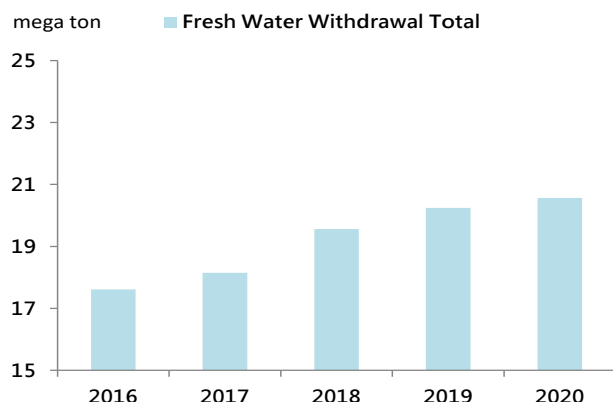
註 3：曝險分數評級：

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 20：淡水回收量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 21：廢棄物回收率



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	39,402	61,459	52,859	51,590	59,260
存貨	12,152	12,835	10,927	12,972	15,003
應收帳款及票據	23,639	28,746	18,563	21,348	24,550
其他流動資產	4,685	4,547	4,229	4,229	4,229
流動資產	79,877	107,588	86,579	90,139	103,042
採用權益法之投資	2,572	2,534	1,098	865	866
固定資產	72,021	94,122	109,483	110,581	113,376
無形資產	580	644	1,561	1,092	623
其他非流動資產	15,005	13,776	17,285	17,285	17,285
非流動資產	90,178	111,076	129,426	129,823	132,150
資產總額	170,055	218,663	216,006	219,962	235,192
應付帳款及票據	13,495	11,628	11,286	12,979	14,926
短期借款	10,176	7,645	2,294	2,294	2,294
什項負債	25,389	35,619	30,667	30,667	30,667
流動負債	49,060	54,893	44,247	45,940	47,887
長期借款	14,251	13,572	24,807	21,344	17,579
其他負債及準備	41,228	57,540	50,667	50,667	50,667
長期負債	55,479	71,113	75,474	72,011	68,246
負債總額	104,539	126,005	119,721	117,951	116,133
股本	14,753	14,784	15,251	15,251	15,251
資本公積	9,397	9,957	15,186	15,186	15,186
保留盈餘	36,897	61,632	61,518	66,378	82,827
什項權益	(333)	(638)	(1,294)	(1,294)	(1,294)
歸屬母公司之權益	60,714	85,735	90,661	95,521	111,970
非控制權益	4,803	6,924	5,624	6,490	7,089
股東權益總額	65,516	92,658	96,284	102,011	119,059

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	13,525	31,226	12,225	10,536	20,928
折舊及攤提	9,774	11,727	15,097	16,671	15,838
本期營運資金變動	(8,205)	(7,650)	11,753	(3,136)	(3,286)
其他營業資產及負債變動	27,863	25,779	(8,175)	0	0
營運活動之現金流量	42,957	61,082	30,900	24,071	33,481
資本支出	(23,167)	(32,073)	(22,938)	(17,300)	(18,165)
本期長期投資變動	270	(39)	(233)	232	0
其他資產變動	(1,559)	(1,284)	2,072	0	0
投資活動之現金流量	(24,456)	(33,396)	(21,099)	(17,068)	(18,165)
股本變動	(295)	31	0	0	0
本期負債變動	(1,212)	(918)	(6,210)	(3,463)	(3,765)
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(2,055)	(5,016)	(12,190)	(4,810)	(3,880)
其他調整數	(423)	1,071	341	0	0
融資活動之現金流量	(3,984)	(4,831)	(18,060)	(8,272)	(7,645)
匯率影響數	691	(797)	(341)	0	0
本期產生現金流量	15,207	22,058	(8,600)	(1,269)	7,670
自由現金流量	19,789	29,009	7,962	6,771	15,316

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	104,563	140,489	104,036	113,589	142,400
銷貨成本	(80,900)	(90,056)	(83,735)	(91,894)	(107,298)
營業毛利	23,663	50,433	20,302	21,695	35,102
營業費用	(10,629)	(12,366)	(11,477)	(11,586)	(12,816)
推銷費用	(1,534)	(1,661)	(1,424)	(1,398)	(1,546)
研究費用	(4,716)	(5,887)	(5,131)	(4,963)	(5,490)
管理費用	(4,379)	(4,818)	(4,923)	(5,225)	(5,779)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	13,170	38,172	8,920	10,109	22,286
利息收入	165	659	691	918	893
利息費用	(342)	(499)	(351)	(572)	(584)
利息收入淨額	(177)	160	339	347	309
投資利益(損失)淨額	189	(31)	51	73	54
匯兌損益	(226)	2,802	184	0	0
其他業外收入(支出)淨額	3,673	(1,228)	6,081	2,642	3,511
稅前純益	16,629	39,875	15,575	13,170	26,160
所得稅費用	(3,104)	(8,649)	(3,350)	(2,634)	(5,232)
少數股權淨利	302	1,607	245	866	599
歸屬母公司之稅後純益	13,222	29,619	11,980	9,670	20,329
稅前息前折舊攤銷前淨利	26,701	52,025	24,017	26,780	38,125
調整後每股盈餘 (NT\$)	9.00	20.08	7.88	6.36	13.37

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	19.0	34.4	(25.9)	9.2	25.4
營業利益	227.9	189.8	(76.6)	13.3	120.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	71.9	94.8	(53.8)	11.5	42.4
稅後純益	154.3	130.9	(60.8)	(13.8)	98.6
調整後每股盈餘	140.3	123.3	(60.7)	(19.3)	110.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	22.6	35.9	19.5	19.1	24.7
營業利益率	12.6	27.2	8.6	8.9	15.7
稅前息前淨利率	15.6	28.0	8.6	8.9	15.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	25.5	37.0	23.1	23.6	26.8
稅前純益率	15.9	28.4	15.0	11.6	18.4
稅後純益率	12.7	21.1	11.5	8.5	14.3
資產報酬率	9.2	16.1	5.7	4.8	8.9
股東權益報酬率	22.8	39.5	13.2	10.1	18.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	159.6	136.0	124.3	115.6	97.5
淨負債權益比(%)	(22.9)	(43.4)	(26.8)	(27.4)	(33.1)
利息保障倍數 (倍)	49.6	81.0	45.3	24.0	45.8
流動比率 (%)	162.8	196.0	195.7	196.2	215.2
速動比率 (%)	133.0	167.6	171.0	168.0	183.9
淨負債 (NT\$百萬元)	(14,975)	(40,242)	(25,759)	(27,952)	(39,387)
調整後每股淨值 (NT\$)	41.15	57.99	59.63	62.83	73.65
評價指標 (倍)					
本益比	21.8	9.8	24.9	30.8	14.7
股價自由現金流量比	15.1	10.3	37.4	44.0	19.5
股價淨值比	4.8	3.4	3.3	3.1	2.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	11.2	5.7	12.4	11.1	7.8
股價營收比	2.9	2.1	2.9	2.6	2.1

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。

欣興 (3037 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧  
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

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

© {2024} 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>.