

2024 年 2 月 27 日

研究員：顏兆祥 mike.yen@cim.capital.com.tw

前日收盤價 196.00 元
目標價
3 個月 215.00 元
12 個月 215.00 元

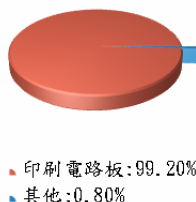
近期報告日期、評等及前日股價

07/27/2023 Neutral 197.5

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 15,251
市值(億元) 2,989
目前每股淨值(元) 59.45
外資持股比(%) 50.94
投信持股比(%) 2.09
董監持股比(%) 14.85
融資餘額(張) 21,254
現金股息配發率(%) 38.07

產品組合



股價相對大盤走勢



欣興(3037 TT)

Trading Buy

營運谷底已過，調升評等至 Trading Buy

投資建議：2024 年因景氣復甦狀況緩慢，客戶需求並沒有顯著回溫，能見度仍偏低，營收和獲利狀況不如市場預期。不過考量欣興谷底已過，股價往下空間有限，故調升評等至 Trading Buy，目標價 215 元，是以 2024 年 PER 25x 來評價。

4Q23 營收 QOQ -3.23%，為美系新機拉貨高峰，故 HDI 營收 QOQ 成長，但 ABF 載板的需求持續疲弱：4Q23 因美系新機拉貨高峰，故 HDI 營收 QOQ 成長；ABF 載板的需求仍無顯著回溫，QOQ 持續呈現下滑。

因消費性電子的急單，公司預估 1Q24 營收與 4Q23 相當，營收淡季不淡：1Q24 為欣興的淡季，不過載板、HDI 和 PCB 都有急單，終端應用為消費性電子產品，故公司預估 1Q24 營收與 4Q23 持平。毛利率的部分則因產能利用率仍偏低，整體折舊金額不斷提高，毛利率較有壓力。

2024 年欣興營運谷底已過，不過復甦狀況並不如預期：展望 2024 年，因景氣復甦狀況緩慢，客戶需求並沒有顯著回溫，能見度仍偏低，以這個時間點來看，2Q24 營收將與 1Q24 相當或略低，低於市場預估。AI 伺服器的部分，ABF 載板有跟相關領導廠商合作中，隨著先進封裝新產能陸續開出，ABF 載板需求擴大，欣興有機會切入 AI 伺服器載板的供應商。OAM 和 UBB 也有案子在合作當中，因能見度高，且需求強勁，故公司有擴充 AI 相關產品的產能。資本支出的部分，2024 年為 242 億元，高於 2023 年的 229 億元。與 2023 年 70~75% 用於載板不同，2024 年只有 38.8% 用於載板。擴產的部分，光復廠的部分，廠區已經完工，1H24 已開始裝機和進行試產，預計 2025 年量產。泰國廠的部分，預計 2024 年底完工，1H25 試產，預計 3Q25 會開始有營收貢獻，以生產 PCB 和 HDI 為主。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	104,036	116,167	129,896	36,690	26,566	25,235	26,546	25,689	25,696	25,496	31,752	33,222
營業毛利淨額	20,302	25,663	31,998	12,742	5,462	5,101	5,230	4,508	4,421	4,340	8,037	8,866
營業利益	8,920	14,713	20,728	9,599	2,905	2,357	2,268	1,390	1,721	1,610	5,337	6,046
稅後純益	11,980	13,301	17,870	7,360	4,095	2,389	2,589	2,907	1,748	1,661	4,746	5,147
稅後 EPS(元)	7.86	8.72	11.72	4.83	2.69	1.57	1.70	1.91	1.15	1.09	3.11	3.37
毛利率(%)	19.51%	22.09%	24.63%	34.73%	20.56%	20.21%	19.70%	17.55%	17.20%	17.02%	25.31%	26.69%
營業利益率(%)	8.57%	12.67%	15.96%	26.16%	10.94%	9.34%	8.54%	5.41%	6.70%	6.31%	16.81%	18.20%
稅後純益率(%)	11.52%	11.45%	13.76%	20.06%	15.41%	9.47%	9.75%	11.32%	6.80%	6.51%	14.95%	15.49%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-25.95%	11.66%	11.82%	-2.04%	-27.59%	-5.01%	5.19%	-3.23%	0.03%	-0.78%	24.53%	4.63%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-59.55%	11.03%	34.35%	-14.03%	-44.36%	-41.67%	8.39%	12.27%	-39.87%	-5.00%	185.83%	8.43%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 152.51 億元計算。

2024 年 2 月 27 日

ESG(Environment, Social, Governance)：

欣興電子制訂《ESG 政策》，透過「愛護地球 (Planet)、尊重人類 (People)、追求績效 (Performance)」三大主軸，為員工、股東及所有利害關係人創造正向價值，逐步落實「高附加價值、高品質、高生產力、注重創新服務的世界一流高科技公司」及「追求客戶、員工、股東的滿意及善盡責任」的企業願景。愛護地球方面，秉持綠色生態 (Planet)、綠色人文 (People)、綠色競爭力 (Performance) 的環境永續行動主軸，衡量氣候變遷帶來的影響，成立「節能減碳管理委員會」，以遵循當地法規落實完整污染防治理念，推動廠區 360 度環境行動，擬定各項環保方案。尊重人類方面，於全球各營運據點提供就業機會，以公平以及多元就業原則，訂定一視同仁的招募標準機制，及透過多元化的招募管道，以確保員工勞動人權。追求績效方面，治理面：與世界及材料及設備供應商、國內外研究單位與學術界密切合作，開發出符合市場脈動與客戶需求之產品，藉由有效的研發資源、品質優良且價位合理的產品、具競爭力的交期與服務等，贏得客戶的滿意及信任，穩固公司永續發展的根基；環境面：採取綠色採購及製造策略，使公司產品符合無有害物質法規，並提升能源使用效能、廢棄物再利用及廢水處理效率，減少原物料耗用及環境排放量，進而降低營運成本及環境衝擊；社會面：依據營運據點所在地之勞動法令、配合全球客戶及國際標準與規範，完善留才、育才、職業安全衛生等管理機制，打造平等、安全穩定的就業環境。

公司簡介：

欣興電子(3037 TT)成立於 1990 年，總公司位於桃園龜山工業區，是聯電(2303 TT)旗下的子公司，主要產品為載板、HDI (High Density Interconnect) 和 PCB(Printed Circuit Board)，另有少部分的軟板(FPC)以及軟硬結合板，其中軟板由欣興同泰科技(昆山)生產，軟硬結合板則由群濠科技生產。產品比重的部分，4Q23 年載板佔 62%(ABF 佔 74%，BT 佔 26%)，HDI 佔 23%，PCB 佔 12%，FPC 佔 2%和 Other 佔 1%。應用別的部分，4Q23 年 Computer(包含 PC、NB、HPC、Server 和 Memory)佔 60%、Communication(包含手機、網通和基地台)佔 24%、Consumer & others(包含遊戲機和穿戴式產品)佔 11% 和 Automotive 佔 5%。

4Q23 營收 QOQ -3.23%，為美系新機拉貨高峰，故 HDI 營收 QOQ 成長，但 ABF 載板的需求持續疲弱：

欣興 4Q23 營收為 256.89 億元，QOQ -3.23%，YOY -29.98%；毛利率為 17.55%，較 3Q23 減少 2.15 個百分點，主要是因為匯率影響 1~2 個百分點，產品組合、折舊增加和產能利用率也都是負面因素；費用較 3Q23 增加 2.28 億元，主要是來自於蘇州群策重分類 1.1 億元和佣金支出 5,000 萬元等一次性費用；業外收入則有 21.83 億元，其中火災的理賠 20.9 億元，金融資產評價利益 3.8 億元，匯兌損失 5.6 億元；稅後純益為 29.07 億元，QOQ +12.27%，YOY -60.50%；稅後 EPS 1.91 元。4Q23 因美系新機拉貨高峰，故 HDI 營收 QOQ 成長；ABF 載板的需求仍無顯著回溫，QOQ 持續呈現下滑。

因消費性電子的急單，公司預估 1Q24 營收與 4Q23 相當，營收淡季不淡：

1Q24 為欣興的淡季，不過載板、HDI 和 PCB 都有急單，終端應用為消費性

2024 年 2 月 27 日

電子產品，故公司預估 1Q24 營收與 4Q23 持平。毛利率的部分則因產能利用率仍偏低，整體折舊金額不斷提高，毛利率較有壓力。預估 1Q24 營收為 256.96 億元，QOQ +0.03%，YOY -3.27%；稅後純益為 17.48 億元，QOQ -39.87%，YOY -57.32%；稅後 EPS 1.15 元。

2024 年欣興營運谷底已過，不過復甦狀況並不如預期：

展望 2024 年，因景氣復甦狀況緩慢，客戶需求並沒有顯著回溫，能見度仍偏低，以這個時間點來看，2Q24 營收將與 1Q24 相當或略低，低於市場預估。2H24 則會優於 1H24，主要是目前市場的共識，故公司並未給 2024 年全年的展望。毛利率的部分，1H24 因產能利用率偏低，折舊金額不斷提高，毛利率較有壓力，公司有做成本控制和優化產品組合，希望 2H24 配合產業的旺季帶動營收成長，2H24 毛利率能止跌回升。

AI 伺服器的部分，ABF 載板有跟相關領導廠商合作中，隨著先進封裝新產能陸續開出，ABF 載板需求擴大，欣興有機會切入 AI 伺服器載板的供應商。OAM 和 UBB 也有案子在合作當中，因能見度高，且需求強勁，故公司有擴充 AI 相關產品的產能。

資本支出的部分，2024 年為 242 億元，高於 2023 年的 229 億元。與 2023 年 70~75%用於載板不同，2024 年只有 38.8%用於載板，約 94 億元，其中光復廠資本支出為 72 億元，蘇州群策科技資本支出為 22 億元。PCB 事業處資本支出為 127 億元，其中鼎昌鑫電子搬遷需 38 億元，泰國新廠投資 35 億元，其他則是台灣廠做生產設備的調整，以擴充 AI 相關產品產能。折舊金額 2023 年為 151 億元，因資本支出持續維持高檔，故 2024 年折舊金額將達 176~180 億元。

擴產的部分，光復廠的部分，廠區已經完工，1H24 已開始裝機和進行試產，預計 2025 年量產。泰國廠的部分，預計 2024 年底完工，1H25 試產，預計 3Q25 會開始有營收貢獻，以生產 PCB 和 HDI 為主。

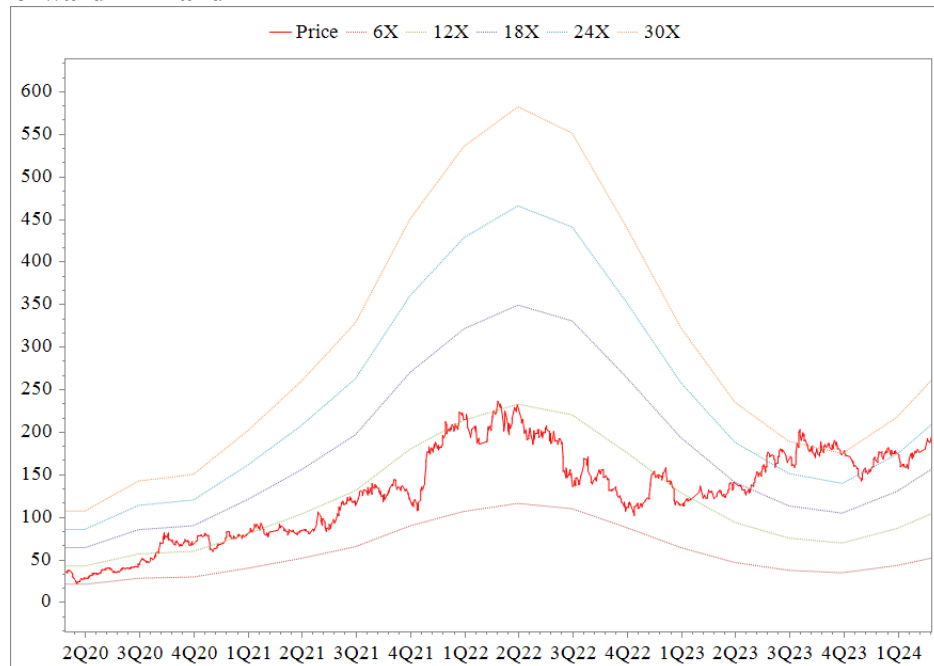
綜合以上，欣興 2023 年營收為 1,040.36 億元，YOY -25.95%；毛利率為 19.51%，較 2022 年減少 16.39 個百分點；稅後純益 119.80 億元，YOY -59.55%；稅後 EPS 7.86 元。預估欣興 2024 年營收為 1,161.67 億元，YOY +11.66%；毛利率為 22.09%，較 2023 年增加 2.58 個百分點；稅後純益為 133.01 億元，YOY +11.03%；稅後 EPS 8.72 元。

投資建議：

2024 年因景氣復甦狀況緩慢，客戶需求並沒有顯著回溫，能見度仍偏低，營收和獲利狀況不如市場預期。不過考量欣興谷底已過，股價往下空間有限，故調升評等至 Trading Buy，目標價 215 元，是以 2024 年 PER 25x 來評價。

2024 年 2 月 27 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 2 月 27 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	170,055	218,663	216,006	263,526	263,781
流動資產	79,877	107,588	86,579	124,633	117,797
現金及約當現金	39,402	61,459	52,859	73,379	70,406
應收帳款與票據	23,639	28,746	18,563	34,263	24,807
存貨	12,152	12,835	10,927	14,755	13,026
採權益法之投資	2,572	2,534	949	478	792
不動產、廠房設備	72,021	94,122	109,483	128,843	129,327
負債總計	104,539	126,005	119,721	158,116	146,200
流動負債	49,060	54,893	44,247	53,035	60,201
應付帳款及票據	13,495	11,628	11,286	13,480	13,310
非流動負債	55,479	71,113	75,474	102,887	83,976
權益總計	65,516	92,658	96,284	105,411	117,580
普通股股本	14,753	14,784	15,251	15,251	15,251
保留盈餘	36,897	61,632	61,518	70,644	82,814
母公司業主權益	60,714	85,735	90,661	99,386	111,156
負債及權益總計	170,055	218,663	216,006	263,526	263,781

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	104,563	140,489	104,036	116,167	129,896
營業成本	80,900	90,056	83,735	90,503	97,898
營業毛利淨額	23,663	50,433	20,302	25,663	31,998
營業費用	10,629	12,366	11,477	10,950	11,270
營業利益	13,170	38,172	8,920	14,713	20,728
EBITDA	26,537	51,366	29,902	51,366	51,366
業外收入及支出	3,459	1,044	3,073	2,723	2,523
稅前純益	16,629	39,875	15,575	17,436	23,251
所得稅	3,104	8,649	3,350	3,735	4,980
稅後純益	13,222	29,619	11,980	13,301	17,870
稅後 EPS(元)	8.67	19.42	7.86	8.72	11.72
完全稀釋 EPS**	8.67	19.42	7.86	8.72	11.72

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 152.51【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 7.89 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	18.97%	34.36%	-25.95%	11.66%	11.82%
營業毛利淨額	84.46%	113.13%	-59.75%	26.41%	24.68%
營業利益	227.85%	189.83%	-76.63%	64.95%	40.88%
稅後純益	142.09%	124.00%	-59.55%	11.03%	34.35%

獲利能力分析(%)

毛利率	22.63%	35.90%	19.51%	22.09%	24.63%
EBITDA(%)	25.38%	36.56%	28.74%	44.22%	39.54%
營益率	12.60%	27.17%	8.57%	12.67%	15.96%
稅後純益率	12.65%	21.08%	11.52%	11.45%	13.76%
總資產報酬率	7.78%	13.55%	5.55%	5.05%	6.77%
股東權益報酬率	20.18%	31.97%	12.44%	12.62%	15.20%

償債能力檢視

負債比率(%)	61.47%	57.63%	55.42%	60.00%	55.42%
負債/淨值比(%)	159.56%	135.99%	124.34%	150.00%	124.34%
流動比率(%)	162.81%	196.00%	195.67%	235.00%	195.67%

其他比率分析

存貨天數	47.55	50.64	51.79	51.79	51.79
應收帳款天數	71.37	68.05	82.99	82.99	82.99

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	42,957	61,082	30,900	26,458	52,112
稅前純益	16,629	39,875	15,575	17,436	23,251
折舊及攤銷	9,774	11,727	15,097	17,767	17,834
營運資金變動	-8,171	-7,658	11,749	-17,334	11,016
其他營運現金	24,724	17,138	-11,521	8,589	12
投資活動現金	-24,456	-33,396	-21,099	-16,302	-32,015
資本支出淨額	-23,067	-31,025	-22,755	-24,200	-24,200
長期投資變動	-1,048	-2,003	-1,523	-1,523	-1,523
其他投資現金	-341	-368	3,179	9,422	-6,292
籌資活動現金	-3,984	-4,831	-18,060	10,364	-23,070
長借/公司債變動	-3,049	1,757	-898	27,412	-18,911
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-2,055	-5,016	-12,190	-4,575	-6,100
其他籌資現金	1,119	-1,573	-4,971	-12,474	1,941
淨現金流量	15,207	22,058	-8,600	20,520	-2,973
期初現金	24,194	39,402	61,459	52,859	73,379
期末現金	39,402	61,459	52,859	73,379	70,406

資料來源：CMoney、群益

2024 年 2 月 27 日

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	37,454	36,690	26,566	25,235	26,546	25,689	25,696	25,496	31,752	33,222	30,998	31,151
營業成本	23,155	23,948	21,104	20,134	21,316	21,181	21,275	21,157	23,715	24,356	24,029	24,131
營業毛利淨額	14,299	12,742	5,462	5,101	5,230	4,508	4,421	4,340	8,037	8,866	6,968	7,021
營業費用	3,292	3,156	2,563	2,746	2,970	3,198	2,700	2,730	2,700	2,820	2,700	2,730
營業利益	11,034	9,599	2,905	2,357	2,268	1,390	1,721	1,610	5,337	6,046	4,268	4,291
業外收入及支出	875	-232	2,271	1,097	1,104	2,183	631	631	831	631	631	631
稅前純益	11,909	9,367	5,176	3,454	3,371	3,573	2,352	2,240	6,167	6,677	4,899	4,921
所得稅	2,865	1,459	984	984	727	655	504	480	1,321	1,430	1,049	1,054
稅後純益	8,562	7,360	4,095	2,389	2,589	2,907	1,748	1,661	4,746	5,147	3,750	3,767
最新股本	15,251	15,251	15,251	15,251	15,251	15,251	15,251	15,251	15,251	15,251	15,251	15,251
稅後EPS(元)	5.61	4.83	2.69	1.57	1.70	1.91	1.15	1.09	3.11	3.37	2.46	2.47

獲利能力(%)

毛利率(%)	38.18%	34.73%	20.56%	20.21%	19.70%	17.55%	17.20%	17.02%	25.31%	26.69%	22.48%	22.54%
營業利益率(%)	29.46%	26.16%	10.94%	9.34%	8.54%	5.41%	6.70%	6.31%	16.81%	18.20%	13.77%	13.77%
稅後純益率(%)	22.86%	20.06%	15.41%	9.47%	9.75%	11.32%	6.80%	6.51%	14.95%	15.49%	12.10%	12.09%

QoQ(%)

營業收入淨額	5.10%	-2.04%	-27.59%	-5.01%	5.19%	-3.23%	0.03%	-0.78%	24.53%	4.63%	-6.70%	0.50%
營業利益	6.61%	-13.01%	-69.73%	-18.88%	-3.77%	-38.69%	23.77%	-6.46%	231.54%	13.29%	-29.41%	0.53%
稅前純益	7.22%	-21.35%	-44.74%	-33.28%	-2.38%	5.99%	-34.19%	-4.73%	175.28%	8.26%	-26.63%	0.46%
稅後純益	6.62%	-14.03%	-44.36%	-41.67%	8.39%	12.27%	-39.87%	-5.00%	185.83%	8.43%	-27.15%	0.47%

YoY(%)

營業收入淨額	33.08%	20.04%	-13.50%	-29.19%	-29.12%	-29.98%	-3.27%	1.04%	19.61%	29.32%	20.63%	22.18%
營業利益	164.33%	67.88%	-59.59%	-77.23%	-79.45%	-85.51%	-40.76%	-31.69%	135.32%	334.83%	148.02%	166.56%
稅前純益	124.61%	46.24%	-30.90%	-68.91%	-71.69%	-61.85%	-54.57%	-35.13%	82.93%	86.85%	108.32%	119.67%
稅後純益	103.12%	47.32%	-27.73%	-70.25%	-69.76%	-60.50%	-57.32%	-30.49%	83.31%	77.05%	114.51%	126.87%

註1：稅後EPS以股本152.51億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。