

欣興 (3037 TT) Unimicron

2025 年 AI 新架構趨勢下全球最大受惠板廠

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$250.0

收盤價 (2024/04/24) : NT\$187.0
隱含漲幅 : 33.7%

營收組成 (1Q24)

載板 63%、HDI 21%、PCB 12%、FPC 3%、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\$)	250.0	240.0
2024年營收 (NT\$/十億)	117.1	113.6
2024年EPS	6.7	6.4

交易資料表

市值	NT\$285,190百萬元
外資持股比率	51.4%
董監持股比率	14.9%
調整後每股淨值 (2023)	NT\$63.34
負債比	54.9%
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	140,489	104,036	117,069	144,525
營業利益	38,172	8,920	9,469	22,653
稅後純益	29,619	11,980	10,158	20,931
EPS (元)	20.08	7.88	6.68	13.77
EPS YoY (%)	123.3	-60.7	-15.2	106.1
本益比 (倍)	9.3	23.7	28.0	13.6
股價淨值比 (倍)	3.2	3.1	3.0	2.5
ROE (%)	39.5	13.2	10.6	18.5
現金殖利率	4.3%	1.6%	1.4%	3.0%
現金股利 (元)	7.99	3.00	2.67	5.51

張晏榮

Will.chang@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

受惠主流 AI Server 架構轉換，公司無論於硬板及載板皆為主要受惠者，預期 2024/25 年 AI Server 營收占比將達 13-15%/22-24%。

2024 年屬營運沉潛期，短期毛利率雖受 PCB/HDI 產能轉換及載板產能提前開出折舊影響，然其背後成因均來自於 2025 年龐大 AI 需求。

考量載板長期成長趨勢更為樂觀，且公司於 AI Server 新架構大有斬獲，故維持買進評等，目標價係根據 18 倍 2025 年本益比推得。

美系消費性產品價量壓力延續，然 ABF 載板睽違四季重返季增

1Q24 營收 264.0 億，季增 3%，受 1) PCB/HDI 產線調整、2) 美系客戶消費性產品價量承壓、3) 匯率逆風影響 0.3-0.4 個百分點，毛利率仍季減 1.3 個百分點至 16.3%，大致符合本中心預期。ABF 載板在 AI Server、美系筆電、中國客戶需求復甦下，1Q24 營收睽違四季重返季增；BT 載板雖進一步搶占 AiP 模組市場份額，然在美系手機價量逆風下，1Q24 營收仍季減 5%。營業利益 15.8 億，季增 14%，優於預期 6%，稅後淨利 24.3 億，EPS 1.60 元。

2Q24 營運穩健復甦，短期毛利率仍受非載板產線調整影響

本中心預期 2Q24 動能主要將來自 HDI 產品線，主因 1) 新款美系手機陸續備貨、2) OAM 隨 CoWoS 產能開出持續成長、3) 美系筆電及平板新品陸續展開拉貨；ABF 載板目前報價持穩，未見進一步降價壓力，然因 AI Server 排擠效應延續，整體稼動率緩步復甦。毛利率因短期 PCB/HDI 產線調整，且折舊壓力逐步顯現，預期 2Q24 毛利率季減 0.9 個百分點至 15.4%，營業利益 13.5 億，季減 14.7%，稅後淨利 14.8 億，季減 39.4%，EPS 0.97 元。

欣興將為 AI Server 新架構下全球板廠最大受惠者

2025 年 AI 晶片龍頭將推行全新架構(1 CPU+2 GPU)，預期此一轉變下欣興將受惠 1) CPU 用量激增，且因自 x86 轉換至 ARM，載板市占率將明顯提升、2) AI GPU 規格大幅升級(面積擴大近 1 倍，層數由 12 層提升至 16 層以上)，且預期公司將以第二供應商之姿侵蝕日系競爭對手份額約 20%。硬板方面，受惠 OAM 面積倍增，且因新架構出現全新 Switch 主板設計，預期欣興於兩高附加價值板材均屬最大供應商(預估市佔率均>60%)，將共同帶動 2025 年 HDI 營運大幅成長。整體而言，本中心預期 2025 年營收將年增 23.5%至 1,445 億，AI Server 營收占比預估將由 2024 年 13-15%提升至 22-24%，毛利率年增 6.6 個百分點至 24.7%，稅後淨利 209.3 億，EPS 13.77 元。

營運分析

美系消費性產品價量壓力延續，然 ABF 載板睽違四季重返季增

1Q24 營收 264.0 億，季增 3%，優於本中心預估 3%，1Q24 產品組合雖轉佳，但受 1) PCB/HDI 產線調整轉換至 AI Server 相關產品、2) 美系客戶消費性產品價量承壓、3) 匯率逆風影響 0.3-0.4 個百分點、4) 折舊影響 0.1 個百分點，毛利率仍季減 1.3 個百分點至 16.3%，大致符合本中心預期。ABF 載板短期持續受 AI Server 排擠效應影響，主力客戶需求仍處谷底，但在 AI Server、美系筆電、中國客戶需求復甦下，帶動 1Q24 營收睽違四季重返季增；BT 載板先前火災廠區持續復產，本中心預期公司已進一步搶占 AiP 模組市場份額，然在美系手機價量逆風下，1Q24 營收仍季減 5%；PCB 在 Memory Module 需求暢旺下，搭配 UBB 布局陸續發酵，營收淡季不淡逆勢季增。整體而言，1Q24 營業利益 15.8 億，季增 14%，優於本中心預期 6%，業外主要受惠匯兌利益 5 億及中國搬遷補助款 7.3 億，稅後淨利 24.3 億，季減 16%，優於預期 61%，EPS 1.60 元。

圖 1：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	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	26,403	3%	-1%	25,714	25,849	2.7%	2.1%
營業毛利	5,462	4,508	4,292	-5%	-21%	4,315	4,652	-0.5%	-7.7%
營業利益	2,905	1,390	1,578	14%	-46%	1,486	1,701	6.2%	-7.2%
稅前利益	5,176	3,573	3,357	-6%	-35%	2,179	2,500	54.1%	34.3%
稅後淨利	4,095	2,907	2,434	-16%	-41%	1,511	1,749	61.0%	39.1%
調整後 EPS (元)	2.70	1.91	1.60	-16%	-41%	0.99	1.15	60.9%	39.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	20.6%	17.5%	16.3%	-1.3	-4.3	16.8%	18.0%	-0.5	-1.7
營業利益率	10.9%	5.4%	6.0%	0.6	-5.0	5.8%	6.6%	0.2	-0.6
稅後純益率	15.4%	11.3%	9.2%	-2.1	-6.2	5.9%	6.8%	3.3	2.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：欣興各季度營運表現

	Product Mix									
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	
HDI	<div><div></div></div> 21%	<div><div></div></div> 19%	<div><div></div></div> 19%	<div><div></div></div> 18%	<div><div></div></div> 18%	<div><div></div></div> 18%	<div><div></div></div> 22%	<div><div></div></div> 23%	<div><div></div></div> 21%	
Carrier	<div><div></div></div> 63%	<div><div></div></div> 68%	<div><div></div></div> 67%	<div><div></div></div> 69%	<div><div></div></div> 66%	<div><div></div></div> 65%	<div><div></div></div> 61%	<div><div></div></div> 62%	<div><div></div></div> 63%	
PCB	<div><div></div></div> 12%	<div><div></div></div> 10%	<div><div></div></div> 11%	<div><div></div></div> 10%	<div><div></div></div> 13%	<div><div></div></div> 14%	<div><div></div></div> 13%	<div><div></div></div> 12%	<div><div></div></div> 12%	
FPC	<div><div></div></div> 3%	<div><div></div></div> 2%	<div><div></div></div> 2%	<div><div></div></div> 2%	<div><div></div></div> 2%	<div><div></div></div> 2%	<div><div></div></div> 3%	<div><div></div></div> 2%	<div><div></div></div> 3%	
Others	<div><div></div></div> 1%	<div><div></div></div> 1%	<div><div></div></div> 1%	<div><div></div></div> 1%	<div><div></div></div> 1%	<div><div></div></div> 1%	<div><div></div></div> 1%	<div><div></div></div> 1%	<div><div></div></div> 1%	

資料來源：公司資料

2Q24 營運穩健復甦，短期毛利率仍受非載板產線調整影響

本中心預期 2Q24 營運動能主要將來自於 HDI 產品線，主因 1) 2H24 新款美系手機陸續備貨、2) AI OAM 板材隨 CoWoS 產能開出持續成長、3) 1H24 美系筆電及平板新品陸續展開拉貨；ABF 載板目前報價持穩，未見進一步降價壓力，然因 AI Server 排擠效應延續，整體稼動率呈緩步復甦；BT 載板在中國手機及記憶體需求穩健下，加上工作天數增加挹注，預期 2Q24 營收將略為季增。毛利率方面，因短期 PCB/HDI 產線調整影響延續，且原先規劃台灣載板廠區產能 2025 年開出的時程提前下，折舊壓力將於 2Q24 逐步顯現，故預期 2Q24 毛利率仍將季減 0.9 個百分點至 15.4%，較前次預估下修 0.7 個百分點，營業利益 13.5 億，季減 14.7%，較前次預估下修 7.1%，稅後淨利 14.8 億，季減 39.4%，較前次預估下修 2.5%，EPS 0.97 元。

圖 3：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	25,235	26,403	27,305	3.4%	8.2%	25,577	26,274	6.8%	3.9%
營業毛利	5,101	4,292	4,213	-1.8%	-17.4%	4,135	5,018	1.9%	-16.0%
營業利益	2,357	1,578	1,346	-14.7%	-42.9%	1,449	2,057	-7.1%	-34.6%
稅前利益	3,454	3,357	2,135	-36.4%	-38.2%	2,182	2,636	-2.2%	-19.0%
稅後淨利	2,389	2,434	1,475	-39.4%	-38.3%	1,512	1,909	-2.5%	-22.7%
調整後 EPS (元)	1.57	1.60	0.97	-39.3%	-38.3%	0.99	1.26	-2.4%	-22.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點				
營業毛利率	20.2%	16.3%	15.4%	-0.9	-4.8	16.2%	19.1%	-0.7	-3.7
營業利益率	9.3%	6.0%	4.9%	-1.0	-4.4	5.7%	7.8%	-0.7	-2.9
稅後純益率	9.5%	9.2%	5.4%	-3.8	-4.1	5.9%	7.3%	-0.5	-1.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

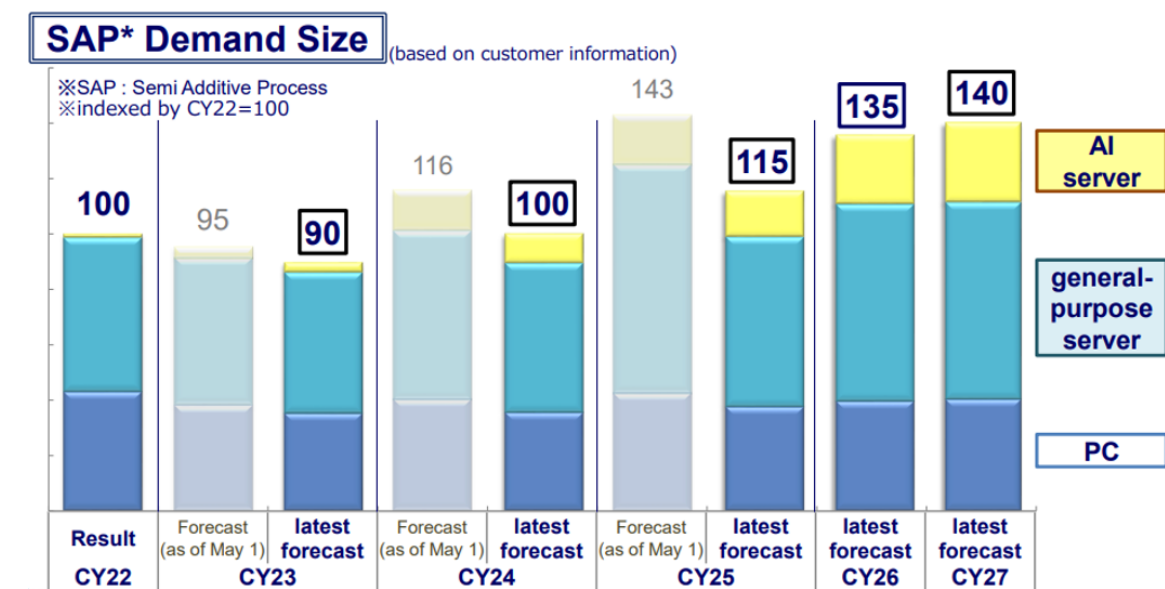
欣興將為 AI Server 新架構下全球板廠最大受惠者

一全球 AI 晶片龍頭客戶預計於 2025 年主打全新 AI Server 架構 (1 CPU+2 GPU)，預期此一轉變下將顯著增加整體 ABF 載板市場需求，本中心研判主因來自於 1) 單機櫃 CPU 顆數激增、2) 新一代 AI GPU 載板面積預期將較前代擴大近 1 倍，且層數也將由 12 層提升至 16 層以上，GPU 規格出現大幅升級。在 AI CPU 方面，過往 x86 架構載板訂單主要由日系同業佔據，然因美系客戶積極推行自家 ARM 架構以侵蝕競爭對手市占率，本中心預期欣興將為該款 CPU 最大供應商，而隨著整機櫃 CPU 用量大增並受惠載板市佔率轉換下，欣興將為其 AI CPU 端載板最大受惠者；在 AI GPU 方面，目前主流 AI 晶片主要同樣由一日廠載板同業獨佔，本中心預期欣興將於新款 AI GPU 以第二供應商之姿搶占約 20%市佔率，同時也將享受 AI GPU 巨大規格升級。整體而言，本中心預期此一美系客戶全新 AI Server 產品(1 CPU+2 GPU 架構)相關 ABF 載板總計將占 2025 年整體營收 5~10%。

除載板端明顯受惠外，2025 年因新架構取消 UBB 及 CPU 主板設計，後續主要晶片及其他電子元件將由 OAM 作為基底，相比先前 OAM 僅需承載一顆 AI GPU 晶片，後續面積將呈現倍增，並持續沿用 HDI 架構。此外，因此代 Switch 晶片將不再全數放置於 UBB 上，而是以全新架構(2 顆 Switch 晶片放置於一主板)獨立於 Switch Tray，晶片下方主板預期同樣將採 HDI 設計。整體而言，本中心預期欣興將為上述二款高附加價值 HDI 板材市場領導者，市佔率預期皆將至少達 60%，並將共同帶動 2025 年 HDI 營收跳升，預期此一新系列 AI 產品(1 CPU+2 GPU 架構)相關 HDI 總計將占 2025 年整體營收 5~10%。

整體而言，本中心預期 2025 年營收將年增 23.5%至 1,445 億，AI Server 營收占比預估將由 2024 年 13-15%提升至 22-24%，毛利率年增 6.6 個百分點至 24.7%，主要受惠載板移動率回升、折舊壓力減輕、AI Server 帶動 PCB/HDI/ABF 產品組合轉佳，營業利益 226.5 億，年增 139%，稅後淨利 209.3 億，年增 106%，EPS 13.77 元。

圖 4：ABF 載板消耗面積預估 (未考量良率因素)



資料來源：Ibiden

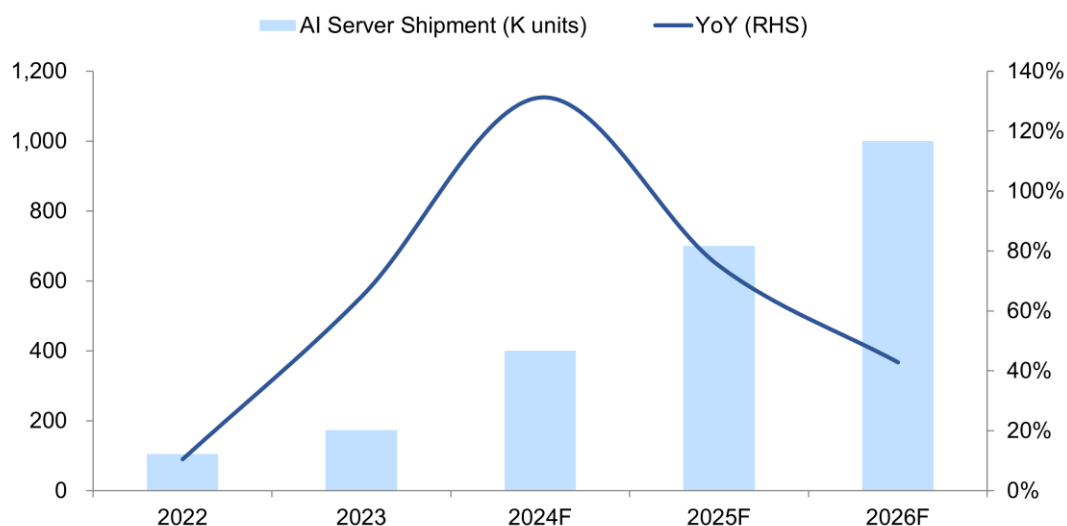
2024 年四大 CSP 資本支出大致符合預期

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。

GB200 效能佳排擠 AMD 伺服器出貨量，2024 年 AI 伺服器出貨量 40 萬台

美國商務部公佈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。目前中國業者需透過經銷商取得 AI 伺服器，拉貨暫不售禁令影響，預計中國業者對於 H100/H200/H20 的需求將持續提升，然短期而言仍須觀察經銷商發貨狀況。原先本中心預估 2024 年 AI 伺服器出貨量 45 萬台，然因 Nvidia 新一代伺服器 GB200 效能顯著提升，CSP 對於 AMD 伺服器拉貨意願降低，因此下調 AMD 伺服器出貨量至 3 萬台、Nvidia 伺服器 37 萬台，預估 2024 年 AI 伺服器整體出貨量為 40 萬台，年增 130%。

圖 5：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 250 元

本中心此次下修 2024 年毛利率 1.0 個百分點，主因 1) PCB/HDI 因應龐大 AI 需求進行產線調整、2) 台灣載板新廠因客戶需求急切而提前開出產能，帶動折舊費用提前上升，預估 2024 年營業利益 94.7 億元，年增 6.2%，EPS 6.68 元，較前次預估上修 5.2%。展望後市，預估 2025 年在庫存調整逆風結束後，受惠 PC 及 Regular 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 23.5%至 1,445 億，EPS 13.77 元，較前次預估上修 3%。

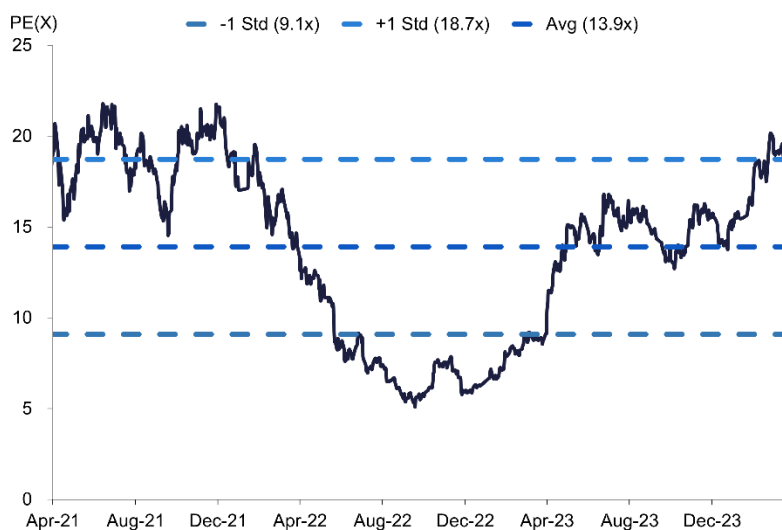
評價方面，過往三年欣興本益比交易區間介於 5-22 倍，目前 ABF 載板產業下行週期已接近尾聲，且自 2Q23 起 AI Server 已促使伺服器產業出現結構性轉變，本中心預期欣興後續除目前 OAM 及 UBB 板材外，後續更將進一步侵蝕日系競爭對手 AI GPU 市占率，預期將為台系 PCB 供應鏈中 AI 產品線最齊全廠商。基於 2025 年供需明顯好轉，且 AI Server 提供產業新一動能，樂觀看待載板長線趨勢，故此次維持買進投資評等，以 2025 年 18 倍本益比作為評價基礎，推得目標價 250 元。

圖 6：2024 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	117,069	113,589	144,525	142,400	3.1%	1.5%
營業毛利	21,226	21,695	35,660	35,102	-2.2%	1.6%
營業利益	9,469	10,109	22,653	22,286	-6.3%	1.6%
稅前利益	13,805	13,170	26,909	26,160	4.8%	2.9%
稅後淨利	10,158	9,670	20,931	20,329	5.0%	3.0%
調整後 EPS (元)	6.68	6.36	13.77	13.37	5.1%	3.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	18.1%	19.1%	24.7%	24.7%	-1.0	0
營業利益率	8.1%	8.9%	15.7%	15.7%	-0.8	0
稅後純益率	8.7%	8.5%	14.5%	14.3%	0.2	0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 8：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
欣興	3037 TT	買進	187.0	8,642	7.88	6.68	13.77	23.7	28.0	13.6	(60.7)	(15.2)	106.1
IC 載板同業													
景碩	3189 TT	買進	97.1	1,451	0.1	4.8	8.0	971.0	20.2	12.1	(99.4)	4720.0	66.8
南電	8046 TT	持有-落後同業	194.5	4,641	-	3.2	9.5	-	61.2	20.5	-	-	197.8
Shinko	6967.T	未評等	5591.0	4,953	420.5	198.1	296.4	13.3	28.2	18.9	7.9	(52.9)	49.7
Ibiden	4062.T	未評等	6139.0	6,897	348.1	259.2	333.3	17.6	23.7	18.4	17.9	(25.5)	28.6
SEMCO	009150.KS	未評等	148100.0	7,845	6418.4	8332.7	11044	23.1	17.8	13.4	(52.0)	-	32.5
AT&S	ATSV.VI	未評等	19.6	868	3.2	-	2.7	6.2	-	7.2	32.0	-	-
IC 載板同業平均					1198.4	1466.3	1948.9	171.9	25.2	15.1	(32.3)	773.6	62.6
PCB 同業													
華通	2313 TT	買進	74.3	2,625	3.5	6.3	7.7	21.2	11.9	9.6	(47.9)	78.7	23.8
台郡	6269 TT	持有-落後同業	91.8	881	6.4	7.5	9.2	14.3	12.3	10.0	(40.6)	16.0	22.8
金像電	2368 TT	買進	196.5	3,479	-	13.7	16.5	-	14.4	11.9	-	-	20.8
臻鼎-KY	4958 TT	買進	117.0	3,083	7.1	11.5	15.4	16.4	10.1	7.6	(52.5)	61.9	33.5
健鼎	3044 TT	買進	191.5	3,011	11.5	15.1	17.3	16.6	12.7	11.1	(2.3)	30.5	15.2
PCB 同業平均					5.7	10.8	13.2	13.7	12.3	10.0	(48.7)	37.4	23.2

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 9：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
欣興	3037 TT	買進	187.0	8,642	13.2	10.6	18.5	59.63	63.34	74.43	3.1	3.0	2.5
IC 載板同業													
景碩	3189 TT	買進	97.1	1,451	0.2	6.5	10.1	70.1	73.9	80.0	1.4	1.3	1.2
南電	8046 TT	持有-落後同業	194.5	4,641	11.5	4.4	11.7	74.1	72.8	80.7	2.6	2.7	2.4
Shinko	6967.T	未評等	5591.0	4,953	24.9	10.5	14.0	1904.4	1997.2	2251.3	2.9	2.8	2.5
Ibiden	4062.T	未評等	6139.0	6,897	12.7	8.6	10.4	2905.1	3175.8	3390.8	2.1	1.9	1.8
SEMCO	009150.KS	未評等	148100.0	7,845	6.4	7.8	9.5	102396	109261	117642	1.5	1.4	1.3
AT&S	ATSV.VI	未評等	19.6	868	13.2	3.8	13.7	24.4	21.8	24.8	0.8	0.9	0.8
IC 載板同業平均					11.5	6.9	11.6	17895.7	19100.4	20578.3	1.9	1.8	1.7
PCB 同業													
華通	2313 TT	買進	74.3	2,625	10.7	16.6	18.1	32.9	37.7	42.7	2.3	2.0	1.7
台郡	6269 TT	持有-落後同業	91.8	881	7.9	9.8	11.5	78.7	75.9	80.1	1.2	1.2	1.2
金像電	2368 TT	買進	196.5	3,479	22.7	30.9	30.0	34.2	44.3	55.1	5.7	4.4	3.6
臻鼎-KY	4958 TT	買進	117.0	3,083	6.8	10.1	12.5	105.5	114.2	123.8	1.1	1.0	1.0
健鼎	3044 TT	買進	191.5	3,011	13.5	16.1	17.1	85.6	93.4	101.3	2.2	2.1	1.9
PCB 同業平均					12.3	16.7	17.8	67.4	73.1	80.6	2.5	2.1	1.9

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 10：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	26,566	25,235	26,546	25,689	26,403	27,305	31,448	31,914	104,036	117,069
銷貨成本	(21,104)	(20,134)	(21,316)	(21,181)	(22,111)	(23,092)	(25,322)	(25,319)	(83,735)	(95,843)
營業毛利	5,462	5,101	5,230	4,508	4,292	4,213	6,126	6,595	20,302	21,226
營業費用	(2,563)	(2,746)	(2,970)	(3,198)	(2,726)	(2,867)	(3,145)	(3,032)	(11,477)	(11,770)
營業利益	2,905	2,357	2,268	1,390	1,578	1,346	2,981	3,563	8,920	9,469
業外利益	2,271	1,097	1,104	2,183	1,779	789	848	921	6,655	4,336
稅前純益	5,176	3,454	3,371	3,573	3,357	2,135	3,829	4,484	15,575	13,805
所得稅費用	(984)	(984)	(727)	(655)	(695)	(427)	(766)	(897)	(3,350)	(2,785)
少數股東權益	97	81	55	12	228	233	217	184	245	862
歸屬母公司稅後純益	4,095	2,389	2,589	2,907	2,434	1,475	2,846	3,404	11,980	10,158
調整後每股盈餘(NT\$)	2.70	1.57	1.70	1.91	1.60	0.97	1.87	2.24	7.88	6.68
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	20.6%	20.2%	19.7%	17.6%	16.3%	15.4%	19.5%	20.7%	19.5%	18.1%
營業利益率	10.9%	9.3%	8.5%	5.4%	6.0%	4.9%	9.5%	11.2%	8.6%	8.1%
稅前純益率	19.5%	13.7%	12.7%	13.9%	12.7%	7.8%	12.2%	14.1%	15.0%	11.8%
稅後純益率	15.4%	9.5%	9.8%	11.3%	9.2%	5.4%	9.1%	10.7%	11.5%	8.7%
有效所得稅率	19.0%	28.5%	21.6%	18.3%	20.7%	20.0%	20.0%	20.0%	21.5%	20.2%
季增率(%)										
營業收入	-27.6%	-5.0%	5.2%	-3.2%	2.8%	3.4%	15.2%	1.5%		
營業利益	-69.7%	-18.9%	-3.8%	-38.7%	13.5%	-14.7%	121.5%	19.5%		
稅後純益	-44.4%	-41.7%	8.4%	12.3%	-16.3%	-39.4%	92.9%	19.6%		
調整後每股盈餘	-45.9%	-41.9%	8.3%	12.4%	-16.2%	-39.3%	92.9%	19.6%		
年增率(%)										
營業收入	-13.5%	-29.2%	-29.1%	-30.0%	-0.6%	8.2%	18.5%	24.2%	-25.9%	12.5%
營業利益	-59.6%	-77.2%	-79.4%	-85.5%	-45.7%	-42.9%	31.5%	156.3%	-76.6%	6.2%
稅後純益	-27.7%	-70.3%	-69.8%	-60.5%	-40.6%	-38.3%	9.9%	17.1%	-60.8%	-9.9%
調整後每股盈餘	-29.9%	-71.1%	-70.7%	-61.7%	-40.7%	-38.2%	10.2%	17.3%	-60.7%	-15.2%

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

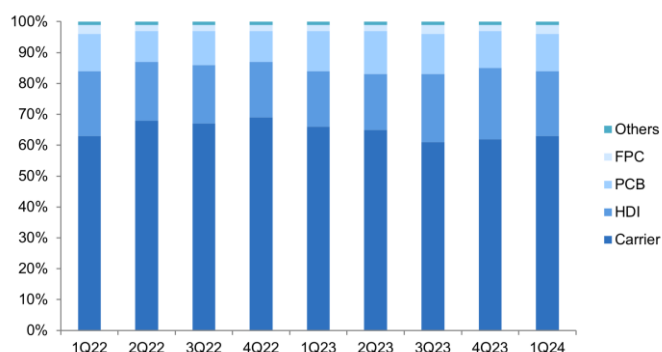
欣興電子主要從事印刷電路板生產銷售及 IC 預燒測試代工，產品項目包含硬板 PCB、軟板 PCB、HDI 板、IC 基板等。1Q24 營收組成為：載板 63%、HDI 21%、PCB 12%、FPC 3%、其他 1%。近兩年主要受惠資料傳輸流量與速度需求提升，加快伺服器與基地台建置，使 IC 載板往大面積、高層數發展，帶動欣興營收與毛利率大幅提升。未來公司也將持續擴充 IC 載板產能，尤其 ABF 載板以支撐伺服器、網通長期規格升級需求。

圖 11：LME 銅價



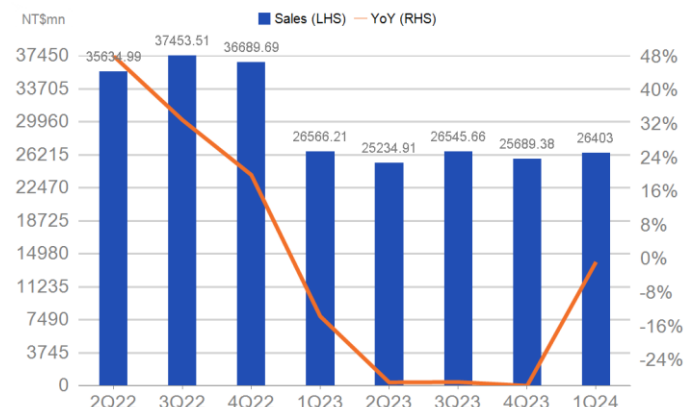
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：營收組成



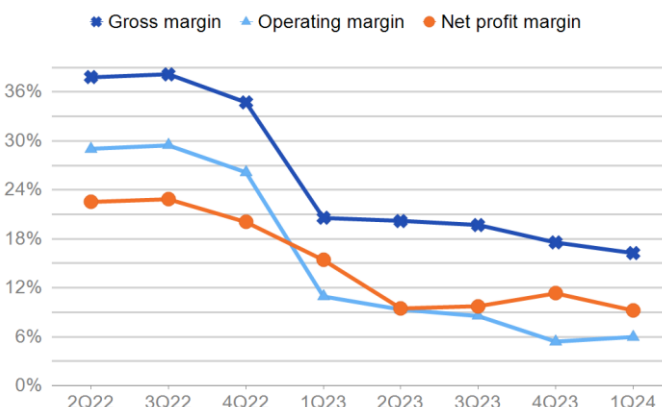
資料來源：公司資料

圖 13：營收趨勢



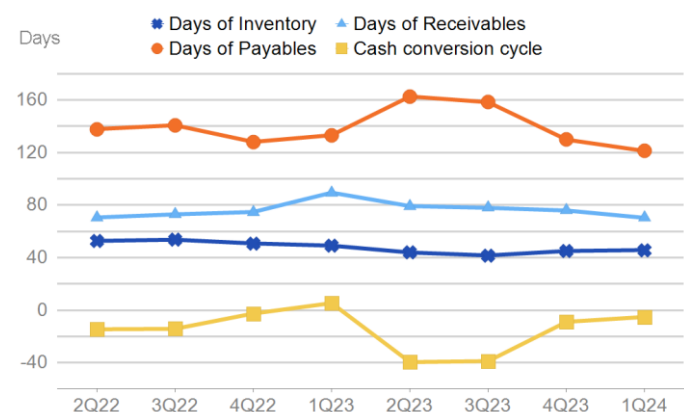
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：毛利率、營益率、淨利率



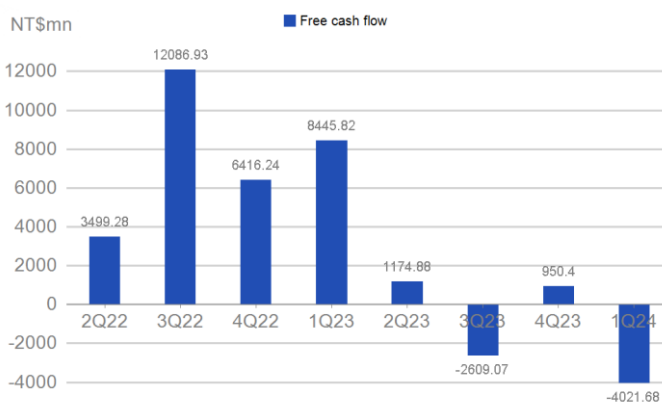
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：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 17：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 (2024/4/24)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

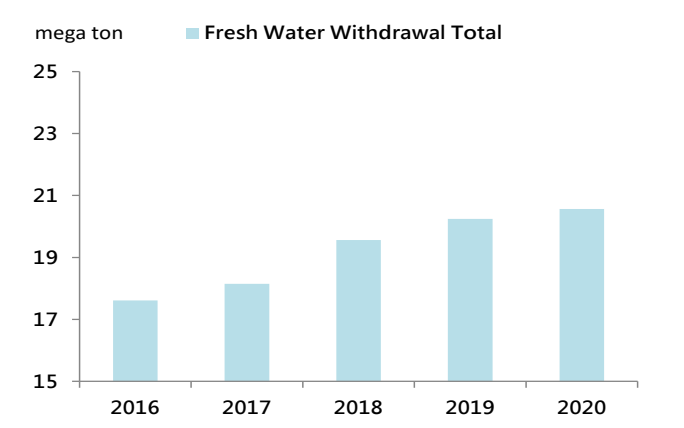
註 3：曝險分數評級：

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 18：淡水回收量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 19：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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	39,402	61,459	52,859	65,589	70,606
存貨	12,152	12,835	10,927	13,316	15,148
應收帳款及票據	23,639	28,746	18,563	24,033	29,048
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	107,166	119,032
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	116,798	124,456
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	136,040	143,230
資產總額	170,055	218,663	216,006	243,207	262,262
應付帳款及票據	13,495	11,628	11,286	35,500	40,870
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	68,460	73,830
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	140,472	142,077
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	67,107	83,961
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	96,250	113,104
非控制權益	4,803	6,924	5,624	6,485	7,082
股東權益總額	65,516	92,658	96,284	102,735	120,185

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	13,525	31,226	12,225	11,020	21,527
折舊及攤提	9,774	11,727	15,097	17,626	18,507
本期營運資金變動	(8,205)	(7,650)	11,753	16,356	(1,478)
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	45,001	38,556
資本支出	(23,167)	(32,073)	(22,938)	(24,472)	(25,696)
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)	(24,240)	(25,696)
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)	(4,569)	(4,077)
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)	(8,032)	(7,842)
匯率影響數	691	(797)	(341)	0	0
本期產生現金流量	15,207	22,058	(8,600)	12,729	5,018
自由現金流量	19,789	29,009	7,962	20,529	12,860

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	104,563	140,489	104,036	117,069	144,525
銷貨成本	(80,900)	(90,056)	(83,735)	(95,843)	(108,865)
營業毛利	23,663	50,433	20,302	21,226	35,660
營業費用	(10,629)	(12,366)	(11,477)	(11,770)	(13,007)
推銷費用	(1,534)	(1,661)	(1,424)	(1,420)	(1,569)
研究費用	(4,716)	(5,887)	(5,131)	(5,042)	(5,572)
管理費用	(4,379)	(4,818)	(4,923)	(5,308)	(5,866)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	13,170	38,172	8,920	9,469	22,653
利息收入	165	659	691	1,267	1,311
利息費用	(342)	(499)	(351)	(624)	(616)
利息收入淨額	(177)	160	339	643	696
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	3,621	3,507
稅前純益	16,629	39,875	15,575	13,805	26,909
所得稅費用	(3,104)	(8,649)	(3,350)	(2,785)	(5,382)
少數股權淨利	302	1,607	245	862	596
歸屬母公司之稅後純益	13,222	29,619	11,980	10,158	20,931
稅前息前折舊攤銷前淨利	26,701	52,025	24,017	27,094	41,160
調整後每股盈餘 (NT\$)	9.00	20.08	7.88	6.68	13.77

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	19.0	34.4	(25.9)	12.5	23.5
營業利益	227.9	189.8	(76.6)	6.2	139.2
稅前息前折舊攤銷前淨利	71.9	94.8	(53.8)	12.8	51.9
稅後純益	154.3	130.9	(60.8)	(9.9)	95.3
調整後每股盈餘	140.3	123.3	(60.7)	(15.2)	106.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	22.6	35.9	19.5	18.1	24.7
營業利益率	12.6	27.2	8.6	8.1	15.7
稅前息前淨利率	15.6	28.0	8.6	8.1	15.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	25.5	37.0	23.1	23.1	28.5
稅前純益率	15.9	28.4	15.0	11.8	18.6
稅後純益率	12.7	21.1	11.5	8.7	14.5
資產報酬率	9.2	16.1	5.7	4.5	8.2
股東權益報酬率	22.8	39.5	13.2	10.6	18.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	159.6	136.0	124.3	136.7	118.2
淨負債權益比(%)	(22.9)	(43.4)	(26.8)	(40.8)	(42.2)
利息保障倍數 (倍)	49.6	81.0	45.3	23.1	44.7
流動比率 (%)	162.8	196.0	195.7	156.5	161.2
速動比率 (%)	133.0	167.6	171.0	137.1	140.7
淨負債 (NT\$百萬元)	(14,975)	(40,242)	(25,759)	(41,951)	(50,733)
調整後每股淨值 (NT\$)	41.15	57.99	59.63	63.34	74.43
評價指標 (倍)					
本益比	20.8	9.3	23.7	28.0	13.6
股價自由現金流量比	14.4	9.8	35.7	13.9	22.1
股價淨值比	4.5	3.2	3.1	3.0	2.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	10.7	5.5	11.8	10.5	6.9
股價營收比	2.7	2.0	2.7	2.4	2.0

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

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210507	106.50	95.00	87.67	持有-超越同業	劉思良
2	20210729	138.00	137.00	126.43	持有-超越同業	劉思良
3	20211122	195.50	180.00	167.79	持有-超越同業	劉思良
4	20220224	240.50	282.00	262.86	買進	劉思良
5	20220505	218.00	280.00	261.00	買進	劉思良
6	20220728	179.50	218.00	207.81	買進	劉思良
7	20221202	159.50	310.00	295.51	買進	張晏榮
8	20221229	120.00	185.00	176.35	買進	張晏榮
9	20230223	133.50	160.00	152.52	買進	張晏榮
10	20230427	139.00	170.00	162.05	買進	張晏榮
11	20230727	197.50	240.00	240.00	買進	張晏榮
12	20231025	157.00	190.00	190.00	買進	張晏榮
13	20240227	196.00	240.00	240.00	買進	張晏榮

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>.