

## 文晔 (3036 TT) WT Micro

下修未來獲利展望，惟併購成長動能不變

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$170.0

收盤價 (2024/05/07) : NT\$150.5  
隱含漲幅 : 13.0%

## 營收組成 (1Q24)

手機 18.5%、PC 7.8%、消費性 6.4%、資料中心 40.8%、通訊 12.7%、工控 6.5%、車用 7.3%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	170.0	215.0
2024年營收 (NT\$/十億)	987.2	797.3
2024年EPS	8.1	9.6

## 交易資料表

市值	NT\$187,070百萬元
外資持股比例	23.0%
董監持股比例	17.8%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$74.28
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	571,197	594,519	987,211	1,269,926
營業利益	11,783	8,200	17,532	25,366
稅後純益	7,631	4,012	8,368	14,360
EPS (元)	8.92	4.54	8.12	13.93
EPS YoY (%)	15.2	-49.1	78.7	71.6
本益比 (倍)	16.9	33.1	18.5	10.8
股價淨值比 (倍)	2.8	1.9	2.0	1.7
ROE (%)	14.0	11.8	4.8	7.7
現金殖利率 (%)	2.9%	1.2%	2.7%	4.6%
現金股利 (元)	4.30	1.80	4.06	6.96

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

## 元大觀點

◆ 管理層揭露 2Q24 財測，2Q24 營業利益高於市場預期 14.4%，主因併入 Future 獲利以及資料中心業務成長優於預期。

◆ 下修 2025 年 EPS 23.3%至 13.9 元，主因歐美地區車用與工控供應鏈庫存調整延長。

◆ 預估 2025 年 EPS 將年增 71.6%，根據 2025 年 EPS 13.9 元給予 12 倍本益比，目標價 170 元。

## 1Q24 獲利低於本中心預期 7.6%，主因需求回溫幅度較預期緩

文晔 1Q24 營收季增 1.6%至 1,927 億元，優於過往淡季，優於元大/市場預期 10.7%/6.4%，並超過公司先前財測上緣，主因資料中心業務營收季增 44%優於預期。毛利率季持平，主因低毛利之資料中心營收比重提升，其他業務復甦幅度較預期緩。營業利益率季增 0.4 個百分點至 1.4%，低於本中心/市場預期 0.2/0.1 個百分點，EPS 1.54 元，年增 87.7%。

## 2Q24 財測營業利益高於市場預期，主因併購與資料中心挹注

管理層預估 2Q24 營收 2,330-2,530 億元，中值季增 26% (@32.3 美元匯率)，優於市場預期 26%，預估毛利率 4.5-4.7%，中值季增 2.1 個百分點，營業利益率 1.65-1.85%，EPS 預估 1.39-1.79 元，低於市場預期之 2.01 元，主因併購之財務成本高於預期，並於 2Q24 發放特別股股利 2.7 億元。本中心預期在資料中心、PC 與消費性業務復甦下，營收將季增 23.6%至 2,381 億元，毛利率季增 2.2 個百分點至 4.7%，主因納入 Future 獲利後毛利率增加，預估 EPS 1.61 元，季增 4.6%。展望 2024 年，本中心預期文晔合併營收將年增 66.1%達 9,872 億元，其中主要成長動能來自併購 Future、AI 對於 ASIC、Switch 需求帶動資料中心業務快速成長與車用業務市佔率提升。

## 下修 2025 年 EPS 23.3%至 13.9 元，維持買進

本次下修 2025 年 EPS 23.3%至 13.9 元，主因歐美地區車用與工控供應鏈庫存調整延長以及併購之財務成本較預期高。目前股價交易於 2024 年每股盈餘之 18.5 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 8.5/18.6 倍，如以 2025 年每股盈餘 13.9 元來看，本益比為 10.8 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；2) 併購後將打入高獲利之 Mass Market (中小企業)之客戶；3) 文晔與 Future 客戶具交叉銷售之潛在機會，根據 2025 年 EPS 13.9 元，給予 12 倍本益比，目標價 170 元。

## 營運分析

### 1Q24 營業利益低於本中心預期 7.6%，主因需求回溫幅度較預期緩

文晔 1Q24 營收季增 1.6%至 1,927 億元，優於過往淡季，並優於元大/市場預期 10.7%/6.4%，超過公司先前財測上緣，主因資料中心業務營收季增 44%優於預期，以各業務營收季變化率來看：手機-33%/PC -5%/消費性-10%/資料中心+44%/通訊-3%/工控-5%/車用+1%。毛利率季持平，主因低毛利之資料中心營收比重提升，營業利益 26.1 億元，年增 31.6%，低於本中心預期 7.6%，營業利益率季增 0.4 個百分點至 1.4%，低於本中心/市場預期 0.2/0.1 個百分點，稅前利益優於預期 4.9%主因業外匯兌收入貢獻，EPS 1.54 元，年增 87.7%，年增主因 AI 帶動資料中心營收大幅年增 295%。

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	120,103	189,696	192,651	1.6%	60.4%	173,959	181,137	10.7%	6.4%
營業毛利	4,143	4,996	4,870	-2.5%	17.5%	5,088	5,222	-4.3%	-6.7%
營業利益	1,983	1,917	2,611	36.2%	31.6%	2,827	2,735	-7.6%	-4.5%
稅前利益	977	1,260	1,982	57.3%	102.8%	1,890	2,048	4.9%	-3.2%
稅後淨利	723	1,044	1,590	52.3%	119.8%	1,450	1,522	9.7%	4.5%
調整後 EPS (元)	0.82	1.18	1.54	30.5%	87.7%	1.42	1.45	8.8%	6.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	3.4%	2.6%	2.5%	-0.1	-0.9	2.9%	2.9000%	-0.4	-0.4
營業利益率	1.7%	1.0%	1.4%	0.4	-0.3	1.6%	1.5%	-0.2	-0.1
稅後純益率	0.6%	0.6%	0.8%	0.2	0.2	0.8%	0.8%	0.0	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 2Q24 財測獲利低於市場預期，預估 EPS 將季增 4.6%至 1.61 元

管理層預估 2Q24 營收將落於 2,330-2,530 億元，中值季增 26% (@32.3 美元匯率)，優於市場預期 26%，預估毛利率 4.5-4.7%，中值季增 2.1 個百分點，營業利益率 1.65-1.85%，EPS 預估 1.39-1.79 元，低於市場預期之 2.01 元，主因併購之財務成本高於預期，並於 2Q24 發放每股特別股股利 2 元，共 2.7 億元。本中心預期在資料中心、PC 與消費性業務復甦下，營收將季增 23.6%至 2,381 億元(其中文晔個體之營收為 2,002 億元，較先前 1,622 億元上修，主因資料中心業務之挹注)，毛利率季增 2.2 個百分點至 4.7%，主因納入 Future 獲利後毛利率增加，營業利益 45.8 億元，季增 75.6%，年增 124.6%，稅後盈餘 19.3 億元，季增 21.6%，年增 100.3%，預估 EPS 1.61 元，季增 4.6%。

圖 2：2024 年第 2 季財測與預估比較

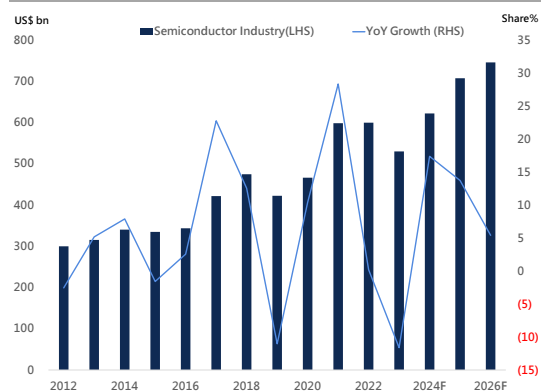
(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	117,460	192,651	238,143	23.6%	102.7%	162,185	192,366	46.8%	23.8%
營業毛利	4,206	4,870	11,149	128.9%	165.1%	4,710	8,310	136.7%	34.2%
營業利益	2,041	2,611	4,584	75.6%	124.6%	2,602	4,006	76.2%	14.4%
稅前利益	1,336	1,982	2,487	25.5%	86.2%	300	2,629	730.1%	-5.4%
稅後淨利	965	1,590	1,933	21.6%	100.3%	230	2,187	740.8%	-11.6%
調整後 EPS (元)	1.09	1.54	1.61	4.6%	47.6%	0.22	2.01	617.7%	-19.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	3.6%	2.5%	4.7%	2.2	1.1	2.9%	4.3%	1.8	0.4
營業利益率	1.7%	1.4%	1.9%	0.5	0.2	1.6%	2.1%	0.3	-0.2
稅後純益率	0.8%	0.8%	0.8%	0.0	0.0	0.1%	1.1%	0.7	-0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 2024 年半導體產業將重回復甦態勢

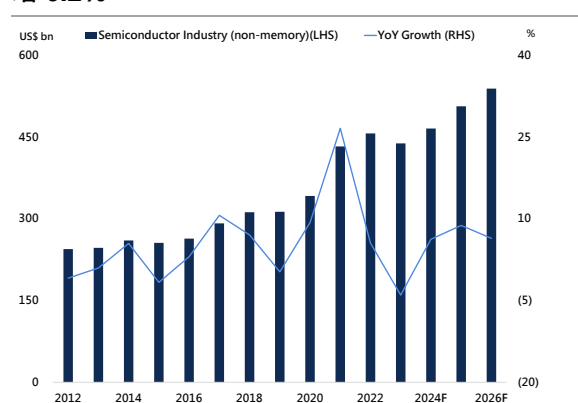
展望 2024 年，半導體市場因需求回溫，通膨逐漸下滑、供應鏈庫存調整陸續結束，預估總產值將恢復年增 17.4%，其中記憶體預估年增 70.5%，類比 IC 年減 2.1%、邏輯 IC 年增 5.7%、微電子元件年增 2.3%，排除記憶體則預估整體半導體市場年增 6.2%，各項數字相較去年底之預估下修。

圖 3：預估 2024 年半導體整體市場將成長 17.4%



資料來源：Bloomberg、元大投顧預估、IDC

圖 4：預估 2024 年半導體市場(排除記憶體)將年增 6.2%



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

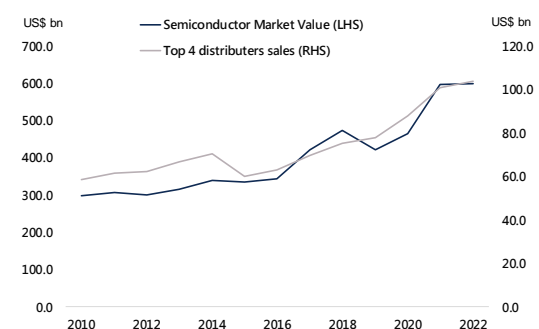
IC 通路業者，主要成長來自半導體市場成長、擴增代理客戶、同業併購、原廠、供應商之併購。其經營模式為提供半導體供應商物流、技術支援與相關產品資訊之責任。上游供應商將銷售及支援服務轉為通路商承接，由通路商代為提供下游客戶市場資訊及產品應用技術支援，協助縮短產品上市時程。對於供應商如 IDM 與晶片設計業者而言，IC 通路業者之價值在其 FAE 能彈性且即時地支援下游客戶如 OEM、ODM 與 EMS 等廠商、提供供應商及時地市場情報與產品發展規畫建議；而對下游客戶而言，IC 通路業者能加快產品 Time To Market (TTM) 之時間、並提供的多元晶片解決方案等。

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

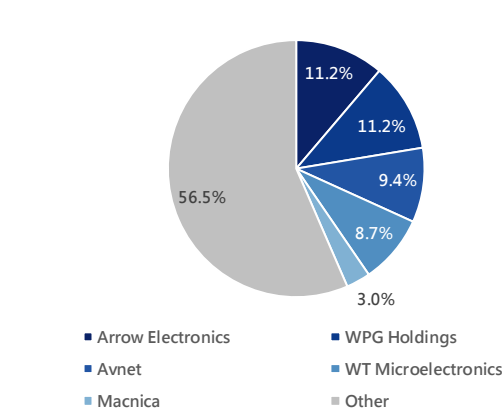
2022 年前四大 IC 通路業者 Arrow、大聯大投控、Avnet 與文晔便佔了 IC 通路市場約 40%之份額。其中 Arrow 與 Avnet 以歐美市場為主，大聯大投控與文晔則以亞洲市場為主。2022 年 Arrow 與 Avnet 在美洲市場之市占率分別為 33.8%與 21.6%。歐洲市場分別為 35.7%與 34.9%。而大聯大投控與文晔在亞洲市場之營收市占率為 15%與 12%。

圖 5：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 6：2022 年 IC 通路商市佔率

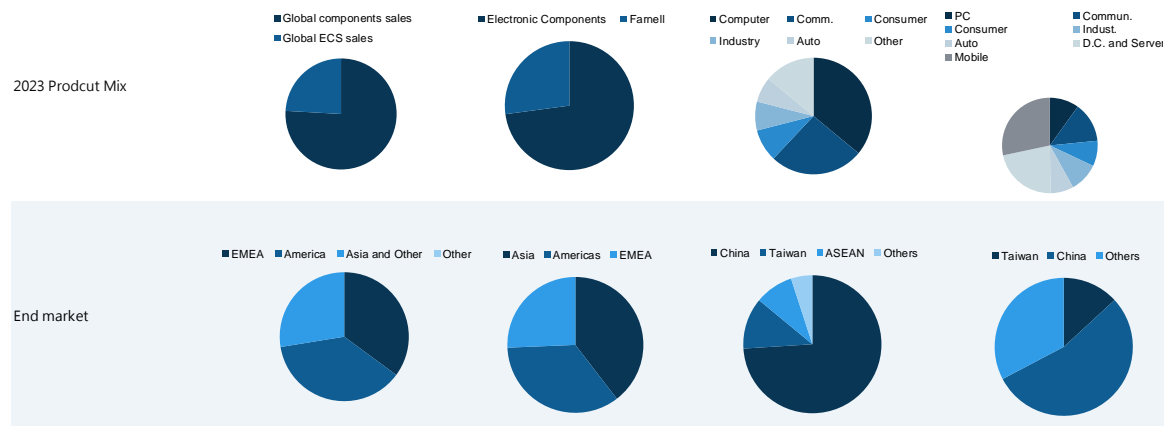


資料來源：元大投顧整理

觀察下列圖表，前四大廠商 2023 營收約在 200~330 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(~4%v.s.~1.6%)。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 7：IC 通路業者之終端市場具地域性

US\$ bn	Arrow	Avnet*	WPG	WTM
Mktcap	6.7	4.5	5.1	5.5
2023 Sales	33.1	26.5	22.0	19.5
2023 Gross Margin (%)	12.5	12.0	3.8	3.1
2023 Operating Margin (%)	4.4	4.5	1.6	1.4
3yrs ROWC*	23.6	9.9	14.7	17.1
3yrs Gear Ratio*	2.5	1.3	3.0	2.2



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。

### 下修 2024/2025 年 EPS 15.8%/23.3% · 主因車用/工控庫存調整使 Future 展望低於預期以及併購之財務成本高於預期

本中心下修 Future 2024/2025 年美元營收年增率至 0/3%(原先為 3%/5%)，毛利率 1.6/1.6 個百分點，主因歐美地區車用與工控供應鏈庫存調整延長，並調升文晔整體之財務成本。使整體文晔 2024/2025 年 EPS 相較前次下修 15.8%/23.3%至 8.1/13.9 元。

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 66.1% 達 9,872 億元，個體營運來看：

- 文晔個體：預估文晔個體營收將年增 44%至 8,563 億元，主要動能來自 AI 對於 ASIC、Switch 需求帶動資料中心業務快速成長(2023/2024 年營收比重 22%/45%)以及車用業務市佔率提升(2023/2024 年營收比重 8%/7%)，預期資料中心/車用業務將分別年增 197%/25%。
- Future：則將年增 0.8%至 1,689 億元，以美元計算則為年持平，係因其車用/工控業務比重較高，且又以歐美地區為主，預估 2024 年仍在庫存調整階段。

整體則預估毛利率年增 1.2 個百分點至 4.3%，營業利益 175 億元，年增 113.8%，下修 13.3%，主因下修 Future 毛利率 1.6 個百分點至 16.4%，營益率則年增 0.4 個百分點至 1.8%，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 84 億元，年增 110%，下修 15.1%，稅後淨利率 0.8%，年增 0.1 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 8.1 元，年增 77.5%。

展望 2025 年預估整體半導體市場(扣除記憶體)仍將持續成長 8.8%，而本中心預估文晔於併購後營收預估將年增 28.6%至 12,699 億元(其中假設文晔營收年增 28%，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 4.5%，年增 0.2 個百分點，營業利益 253 億元，年增 44.7%，下修 15.1%。稅後淨利 144 億元，年增 72.1%，下修 22.8%，稅後純益率 1.1%，年增 0.3 個百分點，EPS 13.9 元，年增 71.6%。

### 給予 2025 年 EPS 13.9 元 12 倍本益比，目標價 170 元，維持買進

目前文晔股價交易於 2024 年預估每股盈餘之 18.5 倍本益比，高於過往五年 6-13 倍區間之上緣，高於國外同業/約等於國內同業之 8.5/18.6 倍，而以 2025 年 EPS 13.9 元來看，本益比約 10.8 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；2) 併購後將打入高獲利之 Mass Market (中小企業)之客戶；3)文晔與 Future 客戶具交叉銷售之潛在機會，根據 2025 年 EPS 13.9 元，給予過往區間上緣之 12 倍本益比，目標價 170 元，維持買進。

本中心認為未來之投資風險在於管理層預計於 2024 年股東會提出授權董事會發行 1 億股現金增資參與海外存託憑證之議案，保持營運彈性並將視市場情況調用，如全數使用預估將稀釋 2025 年 EPS 9%。

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	987,211	797,286	1,269,926	955,039	23.8%	33.0%
營業毛利	42,219	29,559	56,950	58,354	42.8%	-2.4%
營業利益	17,532	20,220	25,366	30,315	-13.3%	-16.3%
稅前利益	11,729	13,021	19,391	24,548	-9.9%	-21.0%
稅後淨利	8,368	9,858	14,360	18,592	-15.1%	-22.8%
調整後 EPS (元)	8.12	9.64	13.93	18.17	-15.8%	-23.3%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	4.3%	3.7%	4.5%	6.1%	0.6	-1.6
營業利益率	1.8%	2.5%	2.0%	3.2%	-0.8	-1.2
稅後純益率	0.8%	1.2%	1.1%	1.9%	-0.4	-0.8

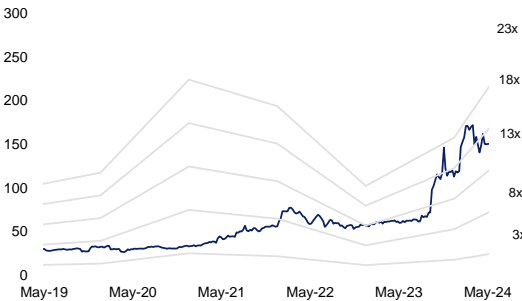
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 9：2024 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	市場	元大	市場	2024	2025
營業收入	987,211	868,091	1,269,926	1,040,624	13.7%	22.0%
營業毛利	42,219	42,623	56,950	61,657	-0.9%	-7.6%
營業利益	17,532	20,654	25,366	30,408	-15.1%	-16.6%
稅前利益	11,729	15,971	19,391	25,214	-26.6%	-23.1%
稅後淨利	8,368	11,985	14,360	19,224	-30.2%	-25.3%
調整後 EPS (元)	8.12	11.62	13.93	18.65	-30.2%	-25.3%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	4.3%	4.9%	4.5%	5.9%	-0.6	-1.4
營業利益率	1.8%	2.4%	2.0%	2.9%	-0.6	-0.9
稅後純益率	0.8%	1.4%	1.1%	1.8%	-0.6	-0.7

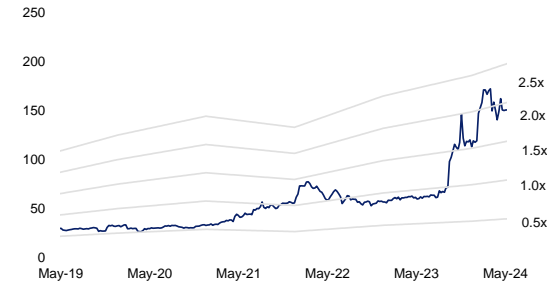
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 10：PE 河流圖



資料來源：TEJ、元大投顧預估

圖 11：PB 河流圖



資料來源：TEJ、元大投顧預估



圖 12：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	150.5	5,845	4.54	8.12	13.93	33.1	18.5	10.8	(49.1)	78.7	71.6
國外同業													
Arrow	ARW US	未評等	127.1	6,334	17.1	14.2	18.6	7.4	9.0	6.9	(22.2)	(17.4)	31.3
Macnica	3132 JP	未評等	6670.0	3,522	664.9	858.1	935.7	10.0	7.8	7.1	60.3	29.1	9.0
Avnet	AVT US	未評等	49.7	4,337	8.1	5.7	6.6	6.2	8.7	7.6	14.9	(28.9)	14.9
國外同業平均								7.9	8.5	7.2	17.6	(5.7)	18.4
國內同業													
大聯大	3702 TT	未評等	93.0	5,093	4.6	4.5	5.7	20.3	20.9	16.4	(23.8)	(2.9)	27.2
聯強	2347 TT	未評等	82.7	3,871	4.4	5.1	5.5	18.9	16.3	15.0	(53.7)	15.8	8.9
國內同業平均					4.5	4.8	5.6	19.6	18.6	15.7	(38.8)	6.4	18.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、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 13：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	150.5	5,845	11.8	4.8	7.7	80.52	74.28	86.86	1.9	2.0	1.7
國外同業													
Arrow	ARW US	未評等	127.1	6,334	22.1	13.1	14.5	80.8	86.8	98.3	1.6	1.5	1.3
Macnica	3132 JP	未評等	6670.0	3,522	22.3	21.4	--	3299.0	--	--	2.0	--	--
Avnet	AVT US	未評等	49.7	4,337	15.5	13.5	15.0	51.9	54.6	59.8	1.0	0.9	0.8
國外同業平均					19.9	16.0	14.8	1143.9	70.7	79.1	1.5	1.2	1.1
國內同業													
大聯大	3702 TT	未評等	93.0	5,093	9.8	9.2	10.4	50.2	53.4	57.3	1.9	1.7	1.6
聯強	2347 TT	未評等	82.7	3,871	9.9	11.1	11.4	43.3	44.6	48.2	1.9	1.9	1.7
國內同業平均					9.8	10.1	10.9	46.8	49.0	52.7	1.9	1.8	1.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、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 14：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	120,103	117,460	167,260	189,696	192,651	238,143	273,659	282,758	594,519	987,211
銷貨成本	(115,960)	(113,254)	(162,199)	(184,700)	(187,781)	(226,994)	(260,637)	(269,580)	(576,113)	(944,992)
營業毛利	4,143	4,206	5,061	4,996	4,870	11,149	13,022	13,178	18,406	42,219
營業費用	(2,160)	(2,165)	(2,802)	(3,080)	(2,259)	(6,564)	(7,873)	(7,990)	(10,206)	(24,687)
營業利益	1,984	2,041	2,259	1,917	2,611	4,584	5,149	5,188	8,200	17,532
業外利益	(1,006)	(705)	(637)	(657)	(629)	(2,097)	(2,105)	(2,063)	(3,005)	(6,894)
稅前純益	977	1,336	1,623	1,260	1,982	2,487	3,044	3,125	5,195	10,638
所得稅費用	(238)	(336)	(350)	(293)	(366)	(554)	(678)	(697)	(1,217)	(2,270)
少數股東權益	16	35	(7)	(77)	(26)	0	0	0	(33)	(26)
歸屬母公司稅後純益	723	965	1,280	1,044	1,590	1,933	2,365	2,427	4,012	8,368
調整後每股盈餘(NT\$)	0.82	1.09	1.45	1.18	1.54	1.61	2.29	2.35	4.54	8.12
調整後加權平均股數(百萬股)	1,031	1,031	1,031	1,031	1,031	1,031	1,031	1,031	883	1,031
重要比率										
營業毛利率	3.5%	3.6%	3.0%	2.6%	2.5%	4.7%	4.8%	4.7%	3.1%	4.3%
營業利益率	1.7%	1.7%	1.4%	1.0%	1.4%	1.9%	1.9%	1.8%	1.4%	1.8%
稅前純益率	0.8%	1.1%	1.0%	0.7%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	0.9%	1.1%
稅後純益率	0.6%	0.8%	0.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.7%	0.9%
有效所得稅率	24.3%	25.1%	21.6%	23.3%	18.5%	22.3%	22.3%	22.3%	23.4%	21.3%
季增率(%)										
營業收入	-23.7%	-2.2%	42.4%	13.4%	1.6%	23.6%	14.9%	3.3%		
營業利益	-24.5%	2.9%	10.7%	-15.2%	36.2%	75.6%	12.3%	0.8%		
稅後純益	-37.0%	33.4%	32.6%	-18.5%	52.3%	21.6%	22.3%	2.6%		
調整後每股盈餘	-38.8%	33.0%	32.5%	-18.4%	30.5%	4.6%	42.3%	2.6%		
年增率(%)										
營業收入	-6.1%	-9.7%	7.4%	20.5%	60.4%	102.7%	63.6%	49.1%	4.1%	66.1%
營業利益	-34.2%	-36.6%	-22.7%	-27.0%	31.6%	124.6%	127.9%	170.7%	-30.4%	113.8%
稅後純益	-67.4%	-56.3%	-37.8%	-9.1%	119.8%	100.3%	84.8%	132.5%	-47.6%	109.7%
調整後每股盈餘	-68.1%	-57.4%	-38.1%	-12.0%	87.7%	47.6%	58.4%	99.2%	-49.1%	78.7%

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%。

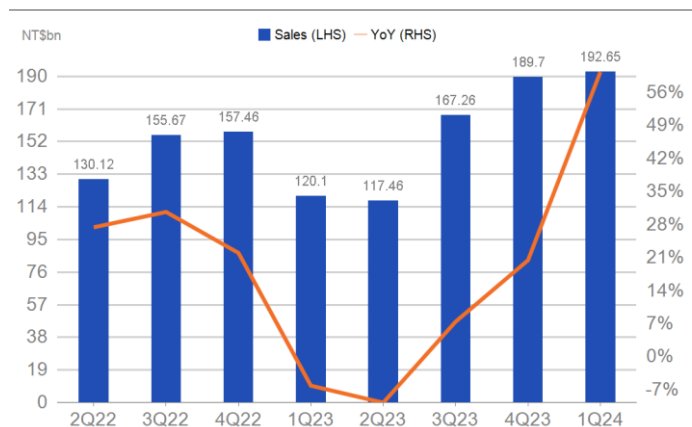
Future 成立於 1968 年，總部位於加拿大蒙特婁，主要客群與文晔之全球一線 500 大客戶不同，主要為 Mass market 中小型電子產品製造商，其 2022 年主要營收來源分布於亞洲(34%)、美洲(42%)、歐洲中東以及非洲(24%)。其現金約為 2.2 億元，總資產 39 億美元，股東權益 32 億美元，公司本身無債務，而公司間之交易被歸類為其他應收與應付帳款。

圖 15：前十大股東

Name	Holding %
ASMedia	18.45
WPG Investment Holding	14.97
Shao Yang Inv Co.	7.33
Polaris Securities Investment Trust	3.85
Cheng Wen-Tsung	2.44
Canadian Imperial Bank of Commerce	2.09
Vanguard Group Inc	2.03
Mega Financial Holdings	1.79
First Private High No 5	1.74
Uni-President Asset Management	1.48

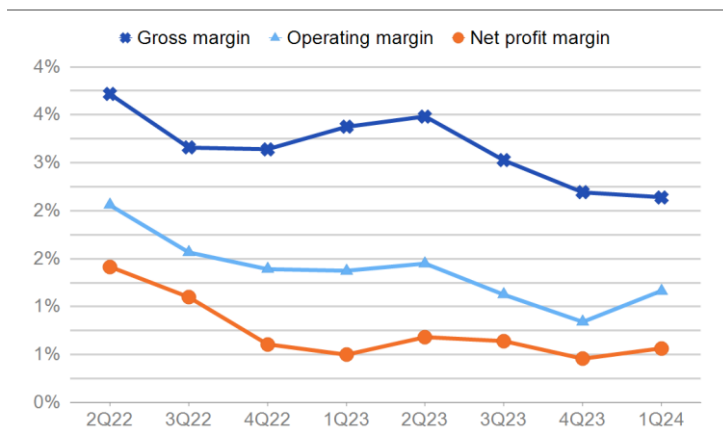
資料來源：Bloomberg、公司資料

圖 16：營收趨勢



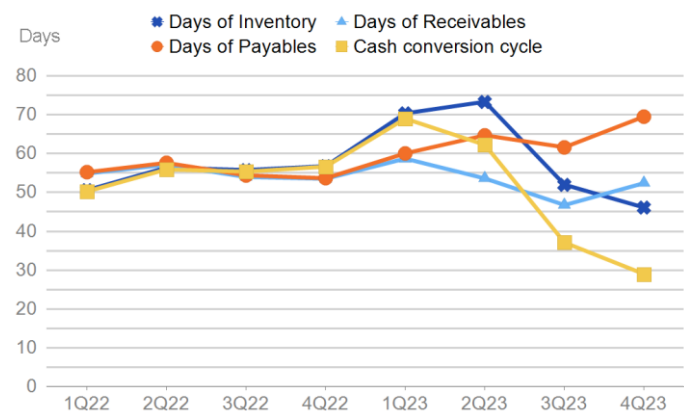
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：毛利率、營益率、淨利率



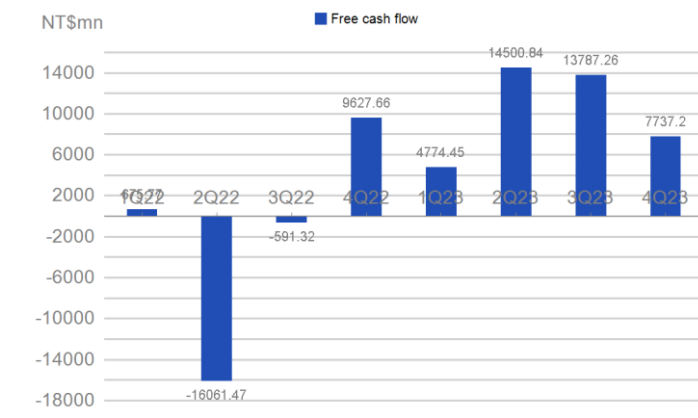
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：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 風險評級屬於中風險，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中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。公司處於的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 的揭露，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 20：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 <span>★</span>
同業排行(1~100，1 為最佳)	38

資料來源：Sustainalytics (2024/5/7)

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

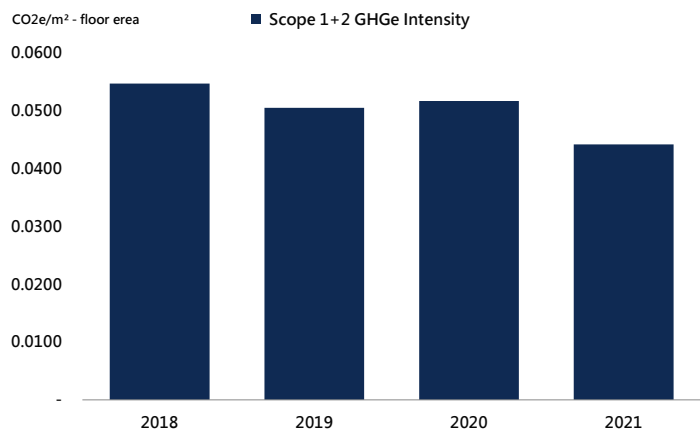
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

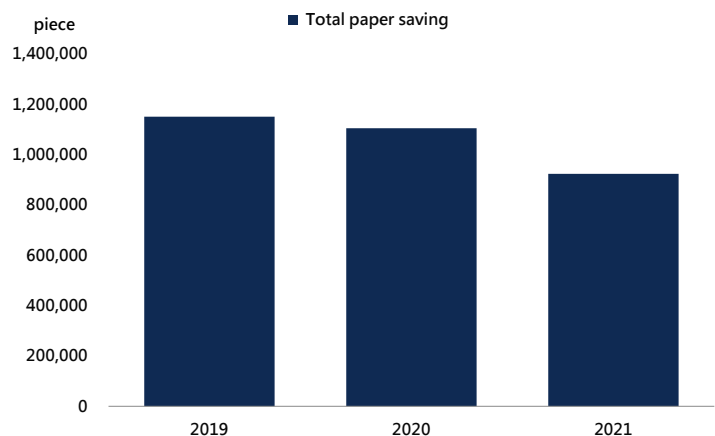
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 21：碳排放密度



資料來源：公司資料、Reuters

圖 22：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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	4,680	5,383	22,748	43,950	78,153
存貨	66,524	90,547	95,715	128,200	188,709
應收帳款及票據	75,462	84,568	111,637	131,290	141,231
其他流動資產	2,470	3,151	7,499	7,499	7,499
流動資產	149,136	183,650	238,747	312,087	416,740
採用權益法之投資	118	63	63	63	63
固定資產	1,004	974	363	283	275
無形資產	1,973	3,372	3,372	3,372	3,372
其他非流動資產	21,118	12,144	22,641	22,428	21,315
非流動資產	24,213	16,553	26,438	26,146	25,024
資產總額	173,349	200,202	265,185	338,233	441,765
應付帳款及票據	69,809	77,997	147,955	133,328	235,886
短期借款	33,498	38,341	20,260	27,460	27,460
什項負債	7,276	8,479	9,674	10,574	10,574
流動負債	110,582	124,816	177,889	171,362	273,920
長期借款	7,750	17,786	12,644	86,744	74,744
其他負債及準備	1,156	2,625	2,706	2,706	2,706
長期負債	8,907	20,412	15,351	89,451	77,451
負債總額	119,489	145,228	193,239	260,812	351,371
股本	9,379	10,185	15,653	15,653	15,653
資本公積	20,445	25,294	25,681	25,681	25,681
保留盈餘	17,208	20,190	20,176	25,651	38,625
什項權益	6,736	(1,564)	9,599	9,599	9,599
歸屬母公司之權益	53,768	54,105	71,946	77,421	90,394
非控制權益	92	869	837	837	837
股東權益總額	53,860	54,974	71,946	77,421	90,394

資料來源：公司資料、元大投顧預估

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	7,855	7,600	3,979	8,342	14,360
折舊及攤提	377	438	145	1,367	1,296
本期營運資金變動	(22,457)	(14,660)	9,350	(66,765)	32,109
其他營業資產 及負債變動	1,245	582	(2,689)	(900)	0
營運活動之現金流量	(12,980)	(6,039)	7,772	(59,377)	47,765
資本支出	(171)	(310)	(35)	(175)	(175)
本期長期投資變動	(4)	(56)	0	0	0
其他資產變動	(818)	(4,589)	0	0	0
投資活動之現金流量	(993)	(4,955)	163	(175)	(175)
股本變動	146	807	0	0	0
本期負債變動	18,478	8,110	2,783	81,300	(12,000)
現金增減資	0	0	5,423	0	0
支付現金股利	(2,590)	(4,701)	0	(1,445)	(1,387)
其他調整數	(434)	4,417	(67)	900	0
融資活動之現金流量	15,600	8,633	8,165	80,755	(13,387)
匯率影響數	(575)	3,065	(72)	0	0
本期產生現金流量	1,052	704	16,029	21,202	34,203
自由現金流量	(13,151)	(6,349)	7,737	(59,552)	47,590

資料來源：公司資料、元大投顧預估

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	447,896	571,197	594,519	987,211	1,269,926
銷貨成本	(430,909)	(551,365)	(576,113)	(944,992)	(1,212,975)
營業毛利	16,987	19,832	18,406	42,219	56,950
營業費用	(6,430)	(8,050)	(10,206)	(24,687)	(31,584)
推銷費用	(4,522)	(5,533)	(6,383)	(17,051)	(18,862)
研究費用	(609)	(655)	(755)	(2,253)	(3,331)
管理費用	(1,296)	(1,861)	(3,068)	(6,376)	(9,391)
其他費用	(3)	(1)	0	0	0
營業利益	10,557	11,783	8,200	17,532	25,366
利息收入	6	39	152	0	0
利息費用	(453)	(1,437)	(3,851)	(5,803)	(5,975)
利息收入淨額	(446)	(1,398)	(3,699)	(5,803)	(5,975)
投資利益(損失)淨額	(6)	(16)	418	0	0
匯兌損益	197	(414)	(46)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(122)	(44)	323	(1,092)	(870)
稅前純益	10,180	9,911	5,195	10,638	18,521
所得稅費用	(2,325)	(2,311)	(1,217)	(2,270)	(4,161)
少數股權淨利	(68)	(31)	(33)	(26)	0
歸屬母公司之稅後純益	7,923	7,631	4,012	8,368	14,360
稅前息前折舊攤銷前淨利	11,009	11,786	8,756	18,899	26,663
調整後每股盈餘 (NT\$)	7.75	8.92	4.54	8.12	13.93

資料來源：公司資料、元大投顧預估

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	26.8	27.5	4.1	66.1	28.6
營業利益	98.6	11.6	(30.4)	113.8	44.7
稅前息前折舊攤銷前淨利	93.8	7.1	(25.7)	115.8	41.1
稅後純益	107.0	(3.2)	(47.6)	109.7	72.1
調整後每股盈餘	108.8	15.2	(49.1)	78.7	71.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	3.8	3.5	3.1	4.3	4.5
營業利益率	2.4	2.1	1.4	1.8	2.0
稅前息前淨利率	2.2	1.5	1.4	1.8	2.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	2.5	2.1	1.5	1.3	1.4
稅前純益率	2.3	1.7	0.9	1.1	1.5
稅後純益率	1.8	1.3	0.7	0.9	1.1
資產報酬率	5.2	4.1	0.4	1.2	1.7
股東權益報酬率	15.7	14.0	11.8	4.8	7.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	221.9	264.2	268.6	336.9	388.7
淨負債權益比(%)	67.9	92.3	14.1	90.7	26.6
利息保障倍數 (倍)	23.5	7.9	0	1.7	2.4
流動比率 (%)	134.9	147.1	1.3	1.8	1.5
速動比率 (%)	73.9	73.9	0.8	1.0	0.8
淨負債 (NT\$百萬元)	36,569	50,744	10,157	70,254	24,051
調整後每股淨值 (NT\$)	57.32	53.12	80.52	74.28	86.86
評價指標 (倍)					
本益比	19.4	16.9	33.1	18.5	10.8
股價自由現金流量比	--	--	20.1	--	3.3
股價淨值比	2.6	2.8	1.9	2.0	1.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	14.1	13.2	17.7	8.2	5.8
股價營收比	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估；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

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

© {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>.