

日月光投控 (3711 TT) ASE Technology Holding

更高資本支出隱含增加之先進封裝機會；調升評等至買進

買進 (調升評等)

目標價 (12 個月)：NT\$200.0

收盤價 (2024/07/23)：NT\$172.5

隱含漲幅：15.9%

營收組成 (2Q24)

IC-ATM 55%, EMS 45%, Others 1%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	200.0	150.0
2024年營收 (NT\$/十億)	604.7	624.5
2024年EPS	8.4	8.9

交易資料表

市值	NT\$757,710百萬元
外資持股比例	77.7%
董監持股比例	15.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$91.17
負債比	54.2%
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	670,873	581,914	604,667	684,366
營業利益	80,176	40,328	45,259	60,476
稅後純益	62,090	31,725	36,213	47,817
EPS (元)	6.84	6.24	8.39	11.08
EPS YoY (%)	137.7	-57.1	111.7	32.0
本益比 (倍)	25.2	27.7	20.6	15.6
股價淨值比 (倍)	2.5	2.5	1.9	1.8
ROE (%)	21.9	10.5	11.0	13.6
現金殖利率 (%)	5.1%	3.0%	3.0%	3.0%
現金股利 (元)	8.79	5.20	5.11	5.11

張智彥

Jorge.Chang@Yuantia.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuantia.com

元大觀點

◆ 3Q24 展望因需求復甦不如預期低於本中心及市場預期。

◆ 上修先進封裝資本支出，預估 2025 年相關營收翻倍，佔營收 10%。

◆ 先進封裝潛在市場擴大；調升封裝龍頭日月光之評等至買進，新目標價 200 元，由 16 倍調升至 18 倍 2025 年 EPS 11.1 元。

2Q24 獲利因匯率挹注優於本中心及市場預期

受惠 EMS 客戶提前生產迎接旺季，日月光投控(日月光)2Q24 營收季增 6%，優於本中心/市場預期 2.1%/ 2.5%。受惠匯率及產品組合轉佳，毛利率季增 0.7 個百分點至 16.4%，符合本中心/市場預期；因較佳之匯率挹注，2Q24 EPS 季增 38%達 1.8 元，優於本中心/市場預期 5.4%/ 13%。

上修資本支出以滿足強勁之先進封裝需求

因強勁之先進封裝需求，日月光上調其設備資本支出至 2023 之兩倍(約 18 億美元)，本中心認為主要係擴張 CoW 產能以支持特定客戶需求。同時公司也表示與客戶及晶圓代工夥伴(台積電)合作，本中心認為產能擴張將會較過往迅速且有效率。至於先進封裝營收，2024 年將達 5 億美元以上不變，營收佔 IC-ATM 5%，2025 年則將再翻倍，占 IC-ATM 營收約 10%。

3Q24 展望因需求復甦不如預期低於本中心及市場預期

因需求復甦較緩和，公司預估 IC-ATM 營收將季增 5~10%，EMS 營收將季增 15~20%。營收中值低於市場預期約 6%。本中心預估 3Q24 合併營收將季增 13%。毛利率達 17%受惠於 IC-ATM UTR 將自 2Q24 60%上升至 65%及 EMS 進入旺季；EPS 將季增 27%至 2.28 元。

靜待需求復甦來臨

鑒於成熟製程需求復甦較和緩，客戶目前下單態度仍維持謹慎，導致 IC-ATM 及 EMS 業務訂單低於原先預期。本中心預期 2024 年 IC-ATM 及 EMS 營收將分別年增 5%及 3%。

先進封裝潛在市場擴大；調升評等至買進

儘管因成熟製程需求復甦放緩本中心調降 2024-26 年 EPS 預估 5-13%，公司於先進封裝業務之進展更為明確，長期有助於改善產品組合及獲利率。本中心調升，新目標價 200 元，由 16 倍調升至 18 倍 2025 年 EPS 11.1 元。看好公司於先進封裝可提供一站式服務將增加潛在市場機會。

營運分析

2Q24 獲利因匯率挹注優於本中心及市場預期

受惠 EMS 客戶提前生產迎接旺季，日月光投控(日月光)2Q24 營收季增 6%，優於本中心/市場預期 2.1%/ 2.5%。受惠匯率及產品組合轉佳，毛利率季增 0.7 個百分點至 16.4%，符合本中心/市場預期；營業利益季增 20%至 90.2 億元，低於本中心/市場預期 10.7%/4.2%。稅後盈餘季增 37%至 78 億元，優於本中心/市場預期 5.7%/13.3%。因較佳之匯率挹注，2Q24 EPS 季增 38%達 1.8 元，優於本中心/市場預期 5.5%/ 13%。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	季增率	年增率	2Q24A		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	136,275	132,803	140,238	5.6%	2.9%	137,315	136,848	2.1%	2.5%
營業毛利	21,741	20,868	23,066	10.5%	6.1%	23,019	22,557	0.2%	2.3%
營業利益	9,412	7,525	9,021	19.9%	-4.2%	10,098	9,413	-10.7%	-4.2%
稅前利益	10,111	7,860	10,117	28.7%	0.1%	10,367	9,133	-2.4%	10.8%
稅後淨利	7,740	5,682	7,783	37.0%	0.6%	7,365	6,870	5.7%	13.3%
調整後 EPS (元)	1.80	1.31	1.80	37.9%	0.0%	1.71	1.60	5.4%	13.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	16.0%	15.7%	16.4%	0.7	0.4	16.8%	16.5%	-0.4	-0.1
營業利益率	6.9%	5.7%	6.4%	0.7	-0.5	7.4%	6.9%	-1.0	-0.5
稅後純益率	5.7%	4.3%	5.6%	1.3	-0.1	5.4%	5.0%	0.2	0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

3Q24 展望因需求復甦不如預期低於本中心及市場預期

因消費性電子以及工業用等成熟製程產品需求復甦較預期緩和，公司預估 IC-ATM 營收將季增 5-10%，毛利將季增 1.2 個百分點至 23.3%。EMS 營收將季增 15-20%，營利率將微幅季增 0.4 個百分點至 3.5%。營收中值低於市場預期約 6%。本中心預估 3Q24 合併營收將季增 13%。毛利率主要受惠於 IC-ATM UTR 將自 2Q24 略 60%上升至 65%及 EMS 進入旺季達 17%；營業利益在 3Q24 會持續受成熟製程緩慢復甦影響抵銷先進封裝高毛利的貢獻而下調 21%至 125 億元，季增 38%。稅後盈餘也將同步下調 16%到 99 億元，季增 27%。EPS 將季增 27%至 2.28 元。

靜待需求復甦來臨

鑒於成熟製程需求復甦較和緩，客戶目前下單態度仍維持謹慎，導致 IC-ATM 及 EMS 業務訂單低於原先預期。本中心預期 2024 年 IC-ATM 及 EMS 營收將分別年增 5%及 3%。

圖 2：2024 年第 3 季財測與前次預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	法說會前預估		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	154,167	140,238	158,581	13.1%	2.9%	172,414	169,160	-8.0%	-6.3%
營業毛利	24,916	23,066	27,214	18.0%	9.2%	30,896	31,200	-11.9%	-12.8%
營業利益	11,405	9,021	12,466	38.2%	9.3%	15,723	15,747	-20.7%	-20.8%
稅前利益	12,252	10,117	12,767	26.2%	4.2%	16,058	15,465	-20.5%	-17.4%
稅後淨利	8,776	7,783	9,858	26.7%	12.3%	11,690	11,554	-15.7%	-14.7%
調整後 EPS (元)	2.04	1.80	2.28	26.7%	11.8%	2.71	2.69	-15.8%	-15.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	16.2%	16.4%	17.2%	0.8	1.0	17.9%	18.4%	-0.7	-1.2
營業利益率	7.4%	6.4%	7.9%	1.5	0.5	9.1%	9.3%	-1.2	-1.4
稅後純益率	5.7%	5.6%	6.2%	0.6	0.5	6.8%	6.8%	-0.6	-0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

上修資本支出以滿足強勁之先進封裝需求

因強勁之先進封裝需求，日月光上調其設備資本支出至 2023 年之兩倍(約 18 億美元)，本中心認為主要係擴張 CoW 產能以支持特定客戶需求。同時公司也表示與客戶及晶圓代工夥伴(台積電)合作，本中心認為產能擴張將會較過往迅速且有效率。先進封裝需求強勁加上公司彈性擴產策略將使新增先進產能毛利率高於整體 IC-ATM 毛利率。至於先進封裝營收，2024 年將達 5 億美元以上不變，營收佔 IC-ATM 5%，2025 年則將再翻倍，本中心預期營收佔 IC-ATM 約 10%。

圖 3：2024-26 年財務預估與市場估值比較

(百萬元)	2024 估		2025 估		2026 估		預估差異		
	元大	市場	元大	市場	元大	市場	2024	2025	2026
營業收入	604,667	616,683	684,366	703,463	751,002	749,893	-1.9%	-2.7%	0.1%
營業毛利	102,970	106,742	122,493	135,170	139,295	148,876	-3.5%	-9.4%	-6.4%
營業利益	45,259	50,067	60,476	71,902	73,367	80,591	-9.6%	-15.9%	-9.0%
稅前利益	47,293	49,246	61,680	70,638	74,571	80,916	-4.0%	-12.7%	-7.8%
稅後淨利	36,213	37,644	47,817	54,290	58,130	60,926	-3.8%	-11.9%	-4.6%
調整後 EPS (元)	8.39	8.93	11.08	12.75	13.46	14.16	-6.0%	-13.1%	-4.9%
重要比率 (%)							百分點	百分點	百分點
營業毛利率	17.0%	17.3%	17.9%	19.2%	18.5%	19.9%	-0.3	-1.3	-1.4
營業利益率	7.5%	8.1%	8.8%	10.2%	9.8%	10.7%	-0.6	-1.4	-0.9
稅後純益率	6.0%	6.1%	7.0%	7.7%	7.7%	8.1%	-0.1	-0.7	-0.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 4：2024-26 年獲利預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		2026 估		差異		
	調整後	調整前	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025	2026
營業收入	604,667	624,490	684,366	717,502	751,002	808,644	-3.2%	-4.6%	-7.1%
營業毛利	102,970	108,520	122,493	126,300	139,295	145,755	-5.1%	-3.0%	-4.4%
營業利益	45,259	51,343	60,476	64,833	73,367	81,404	-11.8%	-6.7%	-9.9%
稅前利益	47,293	52,485	61,680	65,908	74,571	82,479	-9.9%	-6.4%	-9.6%
稅後淨利	36,213	38,054	47,817	48,034	58,130	60,627	-4.8%	-0.5%	-4.1%
調整後 EPS (元)	8.39	8.86	11.08	11.18	13.46	14.11	-5.3%	-0.9%	-4.6%
重要比率 (%)							百分點	百分點	百分點
營業毛利率	17.0%	17.4%	17.9%	17.6%	18.5%	18.0%	-0.4	0.3	0.5
營業利益率	7.5%	8.2%	8.8%	9.0%	9.8%	10.1%	-0.7	-0.2	-0.3
稅後純益率	6.0%	6.1%	7.0%	6.7%	7.7%	7.5%	-0.1	0.3	0.2

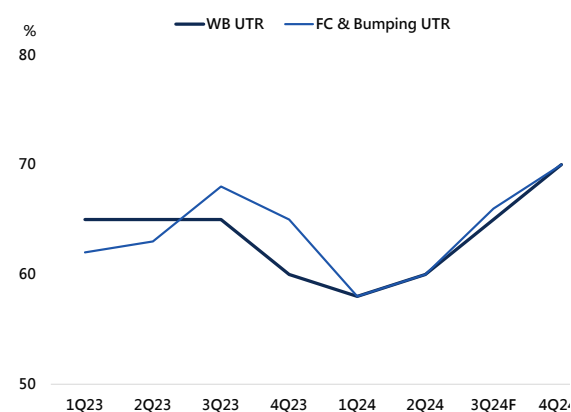
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

強勁之 AI 需求成長將為下一波上升循環之主要推手

雖公司稱目前 AI 營收貢獻佔 IC-ATM 業務低個位數，其強調目前 AI 業務仍在初期發展階段，隨著先進封裝需求快速成長，營收絕對金額將會於 2024 年輕易翻倍。同時先進封裝業務毛利優於公司平均，將有助於改善產品組合。公司也稱將謹慎評估配合客戶需求擴張先進封裝產能，本中心認為 OSAT 之商業模式量為最重要，因此次 AI 加速器需求快速成長，因此本中心預期日月光投控將擴張產能以滿足 NVIDIA 強勁需求。公司稱 2024 年將會結束庫存調整，回到正常半導體循環，本中心預期隨著 AI 需求加速成長，AI 應用將為下波上升循環之主要成長動能。

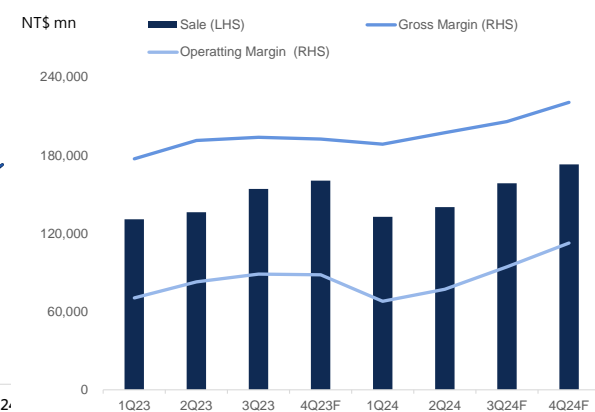
關於 AI 事業發展，公司稱將提供 Fan-out 等解決方案給客戶，並與晶圓廠合作已取得 interposer；同時也與重要客戶洽談關於 AI accelerator 或 ASIC 之測試業務，將於 2024 年看到較明顯之效益，且上述業務皆為 margin accretive。

圖 5：封測稼動率預計將於 3Q24 明顯上升



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：日月光營運自 2Q24 逐季回升

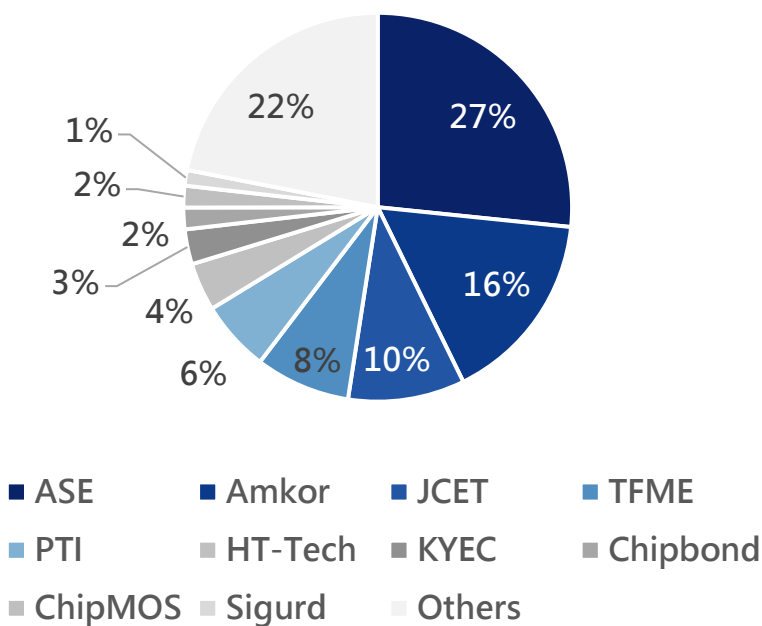


資料來源：公司資料、元大投顧預估

產業概況

根據 Yole Group，2023 年日月光投控於封測產業之市佔率為 27%，為全球封測產業龍頭。第二名為 Amkor，再者為 Intel。自日月光於 2018 年合併矽品後，其封測產業之領導地位即未改變。同時日月光投控於 2021 年將中國四間打線封裝廠房售予智路資本，研究中心預期公司發展策略將更集中於高毛利率及較少中國同業競爭之先進封裝業務，以避免價格壓力給毛利率帶來大幅負面影響。

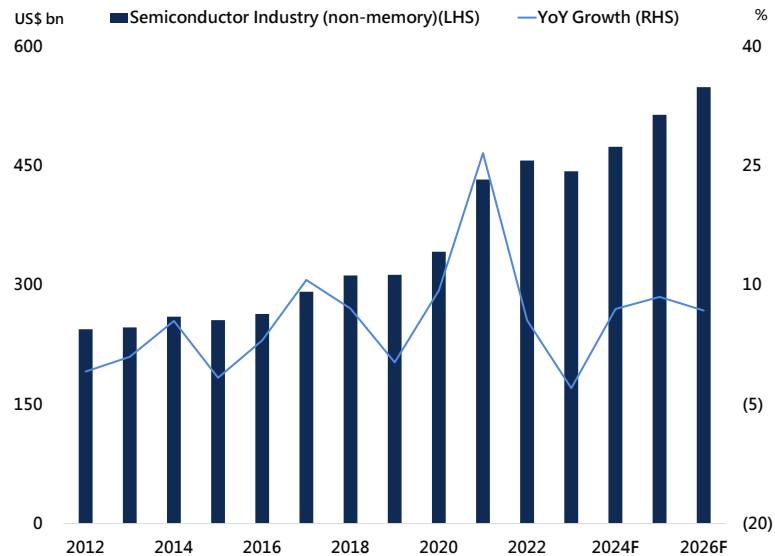
圖 7：2023 年日月光投控市佔率為 27%



資料來源：Yole、元大投顧

因總經環境惡化、美國持續升息及烏俄戰爭，消費性需求如 PC 及手機急速下滑，導致供應鏈陸續於 1H22 起展開庫存調整，而半導體業者多於 2H22 起進行庫存控管，1H23 仍為庫存調整週期。然而，研究中心認為需求已於 2023 觸底，預計 2024 年半導體產業(排除記憶體)產值將年增 7.0%。我們預計 PC 和手機需求的溫和復甦將有助於 OSAT 產業在 2024 年實現溫和成長。

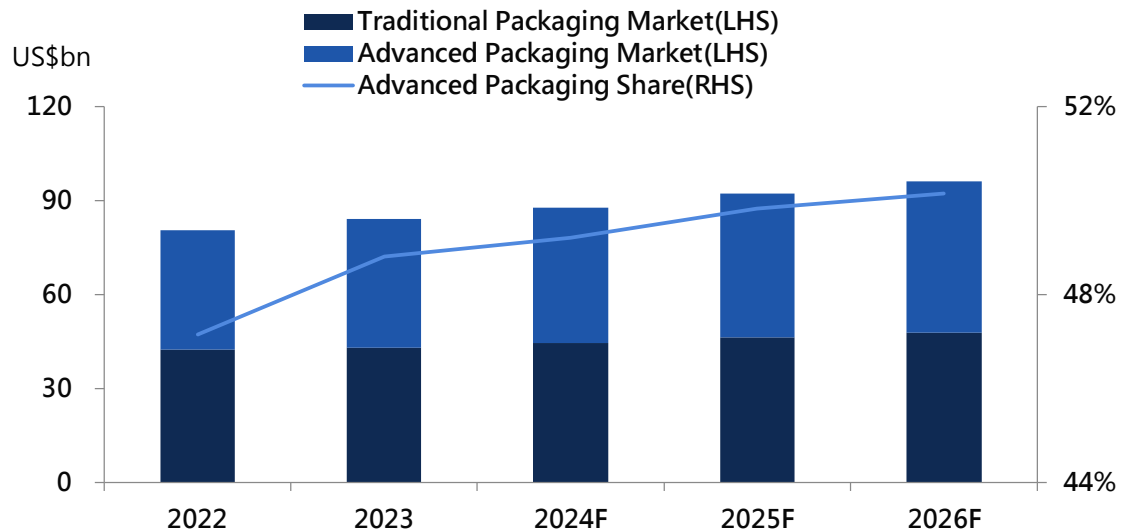
圖 8：半導體(排除記憶體)產業 2024 年將回復至年增 7.0%



資料來源：元大投顧預估

細分封裝產業，可分為傳統封裝及先進封裝業務。傳統封裝為打線封裝，主要應用為記憶體、PMIC、感測器、MCU 等成熟 IC 產品，而先進封裝包含 Flip-chip、Fan-in/Fan-out 晶圓級封裝、2.5D/3D 封裝及 embedded die，主要應用為較要求資料傳輸速率之 CPU、GPU、ASIC/GPFA 及 HBM 等產品。本中心認為隨著傳輸資料速率及用量持續提升，HPC 將擁有更好之成長前景，長期成長動能將更多來自先進封裝業務，Yole Group 預估 2022~2026 年先進封裝產業產值 CAGR 為 6.3%。

圖 9：2022-2026 年先進封裝產業 CAGR 達 6.23%



*傳統封裝為打線封裝，先進封裝則包含 Flip-chip、Fan-in/Fan-out 晶圓級封裝、2.5D/3D 封裝及 embedded die。

資料來源：Yole、元大投顧預估

近年晶圓級封裝逐漸由 Fan-in 轉向 Fan-out，主要因應 PMIC、RF 等手機周邊晶片封裝尺寸逐漸提升，由於以上晶片對於成本及良率要求高，近期應不會進一步轉往 2.5D/3D 封裝。而 Fan-out 及 2.5/3D 封裝技術近年逐漸採用 chiplet 概念，將不同奈米製程之晶片同時封裝在同一個積體電路中，在提升一定效能之下，能大幅減少上市時間與晶片良率表現。現今 2.5D & 3D 封裝技術仍由台積電






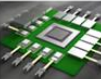
與 Intel 佔據領導地位，然而因 2H23 起進入需求旺季，台積電客戶如 NVIDIA、AMD、Broadcom 及 CSP 業者皆有大量 CoWoS 封裝需求，本研究中心預期台積電若發生產能不足之情事，考量：1) 日月光投控已有先進封裝技術及量產經驗；2) 地緣優勢，本中心預期日月光投控將為先進封裝產能不足之最大受益者，將可能為其 2H24 營運帶來潛在動能。

圖 10：不同晶片組所使用之封裝技術

	CPU/GPU	APU	MCUs	ASICs	FPGAs	Memory	Sensors/Actuator s/CIS	Analog/Discret es	Opco- electronics
AI/ML	FC,2.5D/3D,FO,SiP	FC,FO,ED	FC,WB,QFN,WLCSP	FC,FO	FC,2.5D/3D,FO	FC,3D,WB,QFN,WLCSP,SiP	FC,FO,WB,QFN,WLCSP,SiP	FC,WB,FO,QFN,3D,SiP	
Smart automotive / Electricification / ADAS									
AR / VR									
HPC									
IoT			FC,WB,QFN,WLCSP		FC,2.5D/3D,FO		FC,FO,WB,QFN,WLCSP,SiP		SiP,2.5D/3D,FC,WB
5G	FC,2.5D/3D,FO,SiP	FC,FO,ED							
Mobile							FC,FO,WB,QFN,WLCSP,SiP	FC,WB,FO,QFN,3D,SiP	SiP,2.5D/3D,FC,WB
Blockchain / Crypto	FC,2.5D/3D,FO			PC,2.5D/3D,FO					

資料來源：Yole、元大投顧

圖 11：VIPack 之六種主要技術及相關應用

Technology	FOPLP	FOCoS	FoCoS - Bridge	FOSiP	2.5D/3D	Co-packaged Optics
Example						
Pkg (mm)	15x15	67x67	-	15x15	-	-
RDL	5/5um	2/2um	10/10um	5/5um	-	-
Release time	2016	2016	2020-2021	2017	2015 (2.5D)	-
Application	AP/Memory	Networking/Server/HPC ASIC&HBM		RF/FEM/Power/MCU	AI/Networking GPU/FPGA	HPC/AI/Data center

資料來源：公司資料、元大投顧

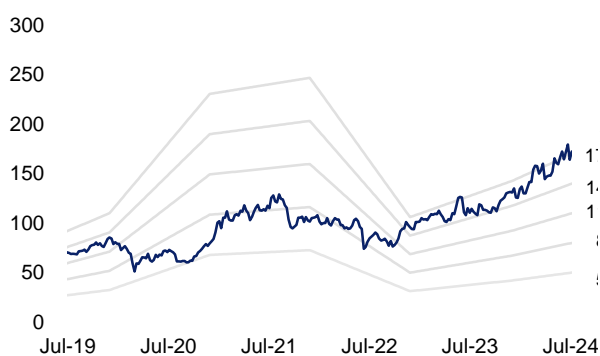
獲利調整與股票評價

先進封裝潛在市場擴大；調升封裝龍頭日月光之評等至買進，新目標價 200 元，由 16 倍調升至 18 倍 2025 年 EPS 11.1 元。

本中心認為隨著消費性需求復甦，將有利於日月光投控 UTR 及 ASP 回升，同時毛利率將因較高之 UTR 而回復年增趨勢。然而，鑒於成熟製程需求復甦進度不如預期，本中心下修 2024 年營收 3% 至 6047 億元，年增 4%，毛利率預估下修至 17%，年增 1.2 個百分點，下修營業利益率 0.7 個百分點至 7.5% 以反映持續上升的研發費用及擴廠支出以為了滿足未來大量之先進封裝需求。預估 2024 年 EPS 8.39 元，較前次下修 5.3%。因擴建測試產能，上修 2024 年資本支出預估約 9.1% 至 25.4 億美元，年增 42%。

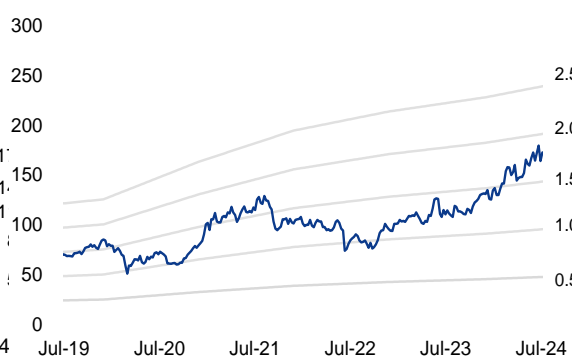
日月光投控過去 5 年 Forward PE 區間為 5-16 倍，目前則交易於 20.6 倍 2024 年 PE，高於台灣同業之平均 PE 14.7 倍，但本中心認為先進封裝營收占比持續快速提高，意味 AI 需求持續上升，日月光投控將轉變為 AI 浪潮之受惠者，評價目前相較其餘 AI 同業 20 倍以上仍屬便宜，且日月光投控身為 OSAT 龍頭，理應享有較高之評價。公司於先進封裝業務之進展更為明確，長期有助於改善產品組合及獲利率。儘管因成熟製程需求復甦放緩本中心調降 2024-26 年 EPS 預估 5-13%，本中心調升評等至買進，新目標價為 200 元，基於 18 倍本益比 2025 年 EPS 11.1 元，看好公司於先進封裝可提供一站式服務將增加潛在市場機會。

圖 12：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：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
日月光投控	3711 TT	買進	172.5	22,960	3.96	8.39	11.08	43.5	20.6	15.6	(42.1)	111.7	32.0
國外同業													
Amkor	AMKR US	未評等	39.0	8,157	1.5	2.1	2.8	26.7	19.0	13.9	(53.4)	40.3	37.3
長電科技	600584 CH	未評等	32.0	6,354	0.8	1.5	1.9	39.0	22.0	17.1	(54.8)	77.8	28.3
通富微電	002156 CH	未評等	21.5	4,611	0.1	0.5	0.9	192.6	39.9	24.8	(69.8)	383.0	60.5
天水華天	002185 CH	未評等	8.2	3,105	0.1	0.1	0.2	116.1	77.9	37.8	(69.8)	48.9	106.4
晶方科技	603005 CH	未評等	20.1	1,629	0.2	0.5	0.7	87.6	42.7	31.2	(34.3)	105.1	36.7
國外同業平均					0.5	0.9	1.3	92.4	40.3	25.0	(56.4)	131.0	53.8
國內同業													
力成	6239 TT	持有-超越同業	192.5	3,266	10.7	12.3	16.0	18.0	15.6	12.0	(9.8)	14.9	29.9
京元電	2449 TT	持有-超越同業	112.5	3,277	4.8	7.5	5.8	23.6	15.0	19.4	12.7	56.8	(22.5)
順邦	6147 TT	持有-落後同業	64.0	1,744	5.4	4.1	6.8	11.8	15.6	9.4	(35.6)	(24.0)	65.5
矽格	6257 TT	未評等	76.8	990	3.6	4.6	5.9	21.4	16.6	13.0	(46.3)	29.0	27.2
南茂	8150 TT	買進	40.9	1,018	2.6	3.9	5.6	15.7	10.4	7.4	(43.9)	51.2	41.2
國內同業平均					5.4	6.5	8.0	18.1	14.7	12.3	(24.6)	25.6	28.3

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 15：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
日月光投控	3711 TT	買進	172.5	22,960	10.5	11.0	13.6	67.99	91.17	98.56	2.5	1.9	1.8
國外同業													
Amkor	AMKR US	未評等	39.0	8,157	9.1	13.1	15.2	16.0	17.9	20.4	2.4	2.2	1.9
長電科技	600584 CH	未評等	32.0	6,354	6.1	9.7	11.1	12.9	16.0	17.8	2.5	2.0	1.8
通富微電	002156 CH	未評等	21.5	4,611	1.7	5.4	8.1	9.3	9.7	10.4	2.3	2.2	2.1
天水華天	002185 CH	未評等	8.2	3,105	1.5	3.0	4.9	5.0	5.2	5.4	1.6	1.6	1.5
晶方科技	603005 CH	未評等	20.1	1,629	5.1	7.0	8.6	6.3	6.8	7.7	3.2	3.0	2.6
國外同業平均					4.7	7.6	9.6	9.9	11.1	12.3	2.4	2.2	2.0
國內同業													
力成	6239 TT	持有-超越同業	192.5	3,266	14.0	12.8	15.2	72.3	78.5	86.8	2.7	2.5	2.2
京元電	2449 TT	持有-超越同業	112.5	3,277	15.4	21.5	15.2	31.9	37.0	38.5	3.5	3.0	2.9
順邦	6147 TT	持有-落後同業	64.0	1,744	8.9	5.5	8.9	65.6	66.4	68.3	1.0	1.0	0.9
矽格	6257 TT	未評等	76.8	990	9.2	10.1	12.0	--	--	--	--	--	--
南茂	8150 TT	買進	40.9	1,018	0	11.4	15.2	34.2	34.9	38.4	1.2	1.2	1.1
國內同業平均					9.5	12.3	13.3	51.0	54.2	58.0	2.1	1.9	1.8

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 16：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	132,803	140,238	158,581	173,045	153,384	155,937	183,221	191,824	604,667	684,366
銷貨成本	(111,935)	(117,172)	(131,367)	(141,224)	(127,071)	(128,408)	(150,088)	(156,305)	(501,697)	(561,872)
營業毛利	20,868	23,066	27,214	31,821	26,313	27,529	33,133	35,519	102,970	122,493
營業費用	(13,343)	(14,045)	(14,748)	(15,574)	(14,265)	(14,190)	(16,490)	(17,072)	(57,710)	(62,017)
營業利益	7,525	9,021	12,466	16,247	12,048	13,339	16,643	18,446	45,259	60,476
業外利益	335	1,096	301	301	301	301	301	301	2,034	1,204
稅前純益	7,860	10,117	12,767	16,548	12,349	13,640	16,944	18,747	47,293	61,680
所得稅費用	(1,904)	(1,952)	(2,528)	(3,277)	(2,470)	(2,728)	(3,389)	(3,749)	(9,661)	(12,336)
少數股東權益	274	(382)	(382)	(382)	(382)	(382)	(382)	(382)	(1,419)	(1,527)
歸屬母公司稅後純益	5,682	7,783	9,858	12,890	9,498	10,530	13,174	14,616	36,213	47,817
調整後每股盈餘(NT\$)	1.31	1.80	2.28	2.99	2.20	2.44	3.05	3.39	8.39	11.08
調整後加權平均股數(百萬股)	4,317	4,317	4,317	4,317	4,317	4,317	4,317	4,317	4,316	4,317
重要比率										
營業毛利率	15.7%	16.5%	17.2%	18.4%	17.2%	17.7%	18.1%	18.5%	17.0%	17.9%
營業利益率	5.7%	6.4%	7.9%	9.4%	7.9%	8.6%	9.1%	9.6%	7.5%	8.8%
稅前純益率	5.9%	7.2%	8.1%	9.6%	8.1%	8.8%	9.3%	9.8%	7.8%	9.0%
稅後純益率	4.3%	5.6%	6.2%	7.5%	6.2%	6.8%	7.2%	7.6%	6.0%	7.0%
有效所得稅率	24.2%	19.3%	19.8%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.4%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	-17.3%	5.6%	13.1%	9.1%	-11.4%	1.7%	17.5%	4.7%		
營業利益	-36.3%	19.9%	38.2%	30.3%	-25.8%	10.7%	24.8%	10.8%		
稅後純益	-39.5%	37.0%	26.7%	30.8%	-26.3%	10.9%	25.1%	10.9%		
調整後每股盈餘	-39.9%	37.9%	26.7%	30.8%	-26.3%	10.9%	25.1%	10.9%		
年增率(%)										
營業收入	1.5%	2.9%	2.9%	7.8%	15.5%	11.2%	15.5%	10.9%	3.9%	13.2%
營業利益	-2.2%	-4.2%	9.3%	37.5%	60.1%	47.9%	33.5%	13.5%	12.2%	33.6%
稅後純益	-2.3%	0.6%	12.3%	37.2%	67.2%	35.3%	33.6%	13.4%	12.1%	31.1%
調整後每股盈餘	-3.6%	0	11.8%	37.2%	68.3%	35.3%	33.6%	13.4%	34.5%	32.0%

資料來源：公司資料、元大投顧預估、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

日月光成立於 1984 年，提供晶片前段測試及晶圓針測至後段之封裝、材料及成品測試等服務，為全球市佔率最大之封測廠。其半導體封測(IC ATM)業務(營收佔比~6 成)，包含前段測試、凸塊(Bumping)、封裝、成品測試等，而電子代工(EMS)業務(營收佔比~4 成)則包含提供系統與模組封裝服務。2010 年併購環隆電器獲得系統與模組封裝技術，2020 年併購矽品強化覆晶封測技術並獲得台灣與蘇州廠區，同年旗下子公司環旭電子收購法國 Asteelflash 擴大 EMS 業務。日月光廠區主要集中在台灣，其餘則分布在中國、韓國、日本、馬來西亞、新加坡以及美國等地。合作的客戶包含蘋果(Apple)、博通(Broadcom)、英飛凌(Infineon)、意法(STMicro)、瑞薩(Renesas)、恩智浦(NXP)、聯發科(MediaTek)、高通(Qualcomm)等業者。其封測同業為美系廠商 Amkor、中國長電、華天、台灣力成。隨製程微縮、封裝技術往先進封裝邁進，日月光也積極部署覆晶、扇外型、2.5D/3 DIC 等先進封裝技術。2022 年日月光為 UCIe 聯盟主要成員之一，以共建開放式小晶片(Chiplet)生態系。

圖 17：前十大股東

Name	Holding %
ASE Enterprise	15.6
ASEH ADS	7.2
Value Tower	6.0
Vanguard Group	3.2
Polaris Securities Investment Trust	2.8
CHO YUEH CAP PROFITS	2.75
Black Rock Inc	2.5
Schroder Investment Group	1.7
Cathay Securities Investment Trust	1.6
JPMorgan Chase & Co	1.6

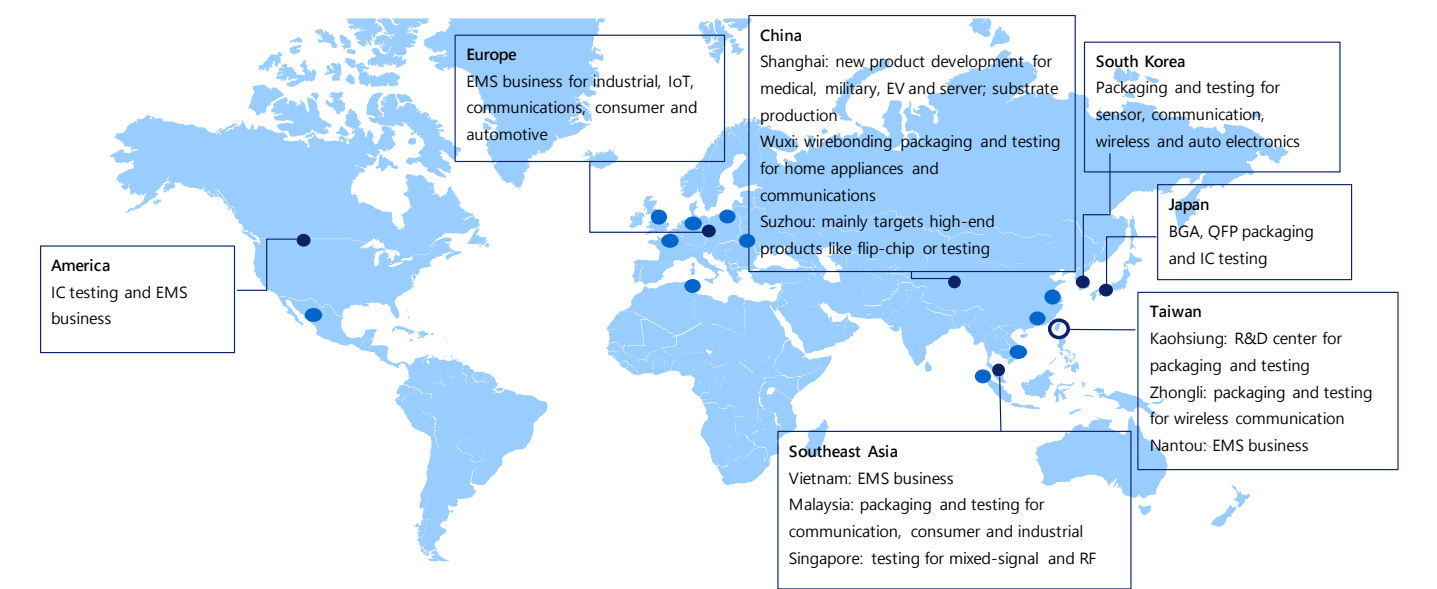
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 18：廠區分布

Location	Company & Subsidiaries	Plant
Taiwan	ASE	Kaosiung (include RD center)
		ChungLi
	SPIL	Da Fong
		Chung Shan
		Zhong Ke
		Hsinchu
		Chang Hua
	USI	Tsao Tuen
		Nan Kang
China	ASE	Shanghai ISE Labs China
		Shanghai (Material)
		Wuxi
	SPIL	Suzhou
	USI	Shanghai Zhangjiang
		Shanghai Jinqiao
		Shanghai-Shengxia
		Kunshan
		Shenzhen
Korea	ASE	Gyeonggido
Japan		Yamagata
Malaysia		Penang
Singapore		Woodlands Loop
USA		ISE Labs
Vietnam	USI	Hai Phong
Mexico		Jalisco
Poland		Wroclaw

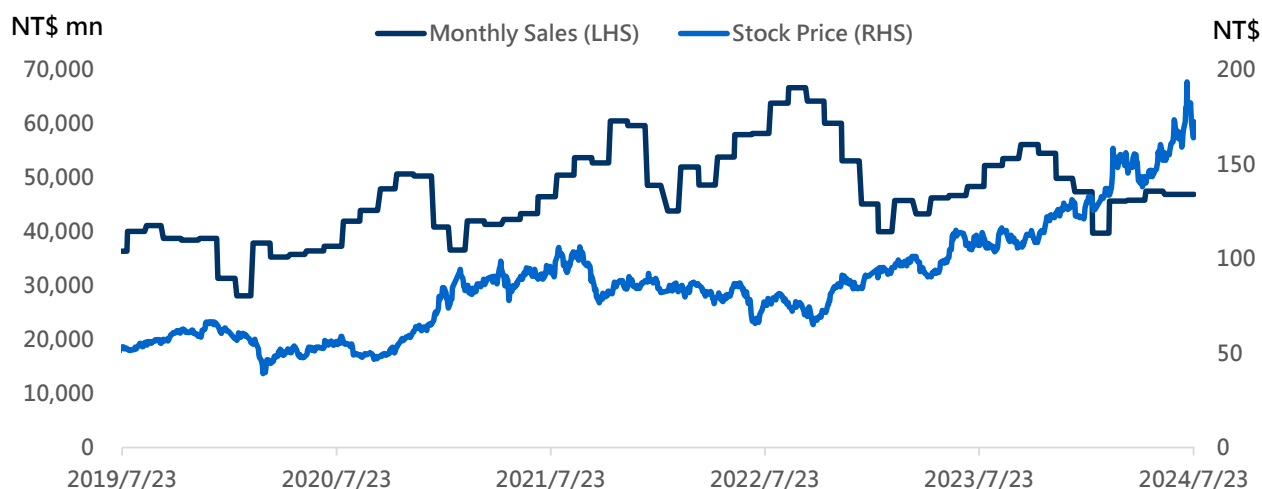
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 19：廠區分布(續)



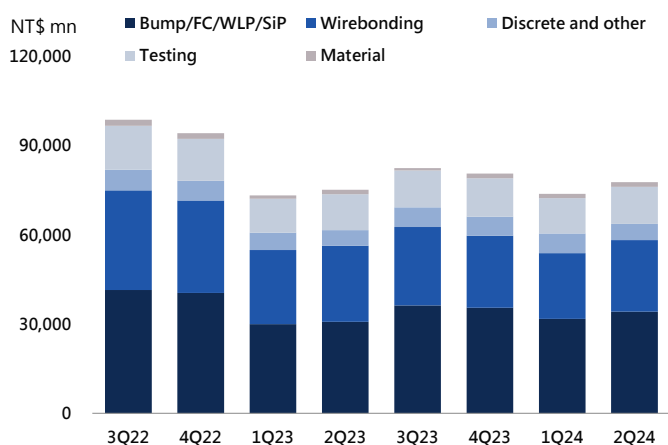
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 20：日月光股價與月營收走勢圖



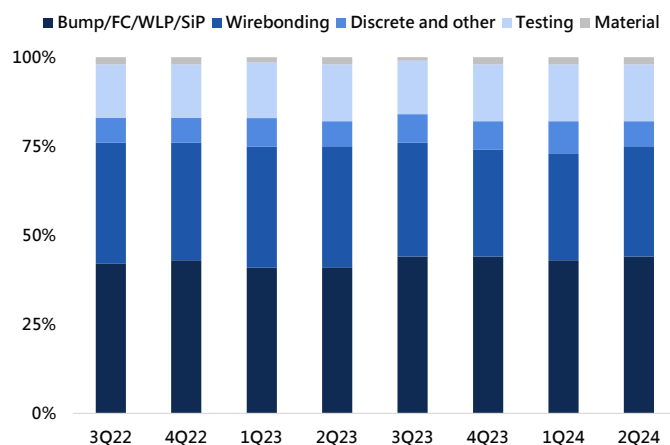
資料來源：TEJ、公司資料、元大投顧

圖 21：IC ATM 終端應用別營收組成(NT\$百萬元)



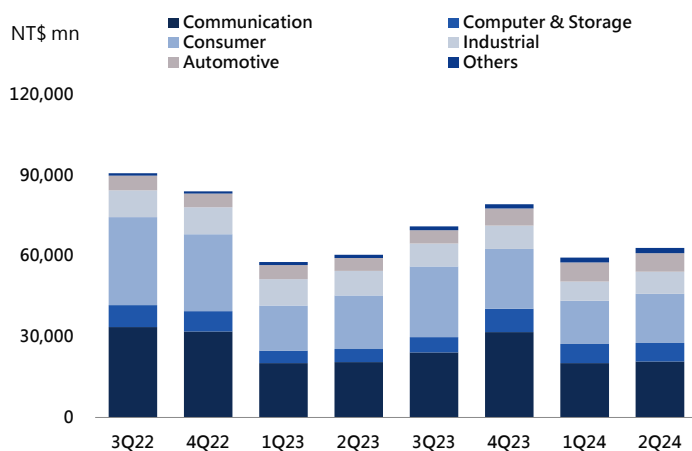
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 22：IC ATM 終端應用別營收組成(%)



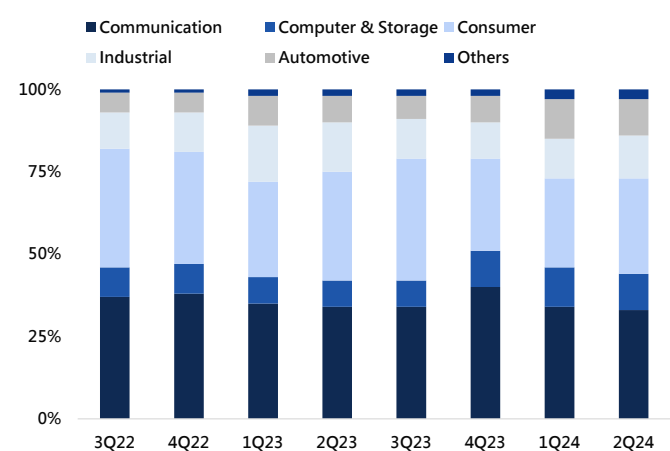
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 23：EMS 終端應用別營收組成(NT\$百萬元)



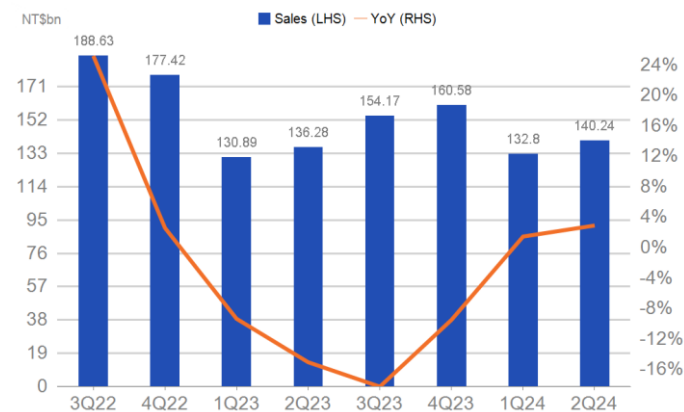
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 24：EMS 終端應用別營收組成(%)



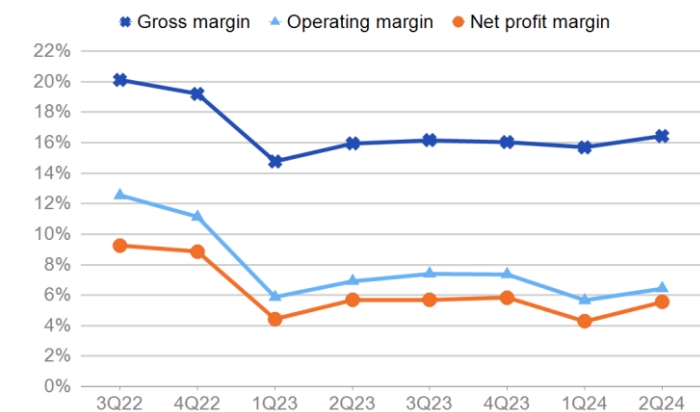
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 25：營收趨勢



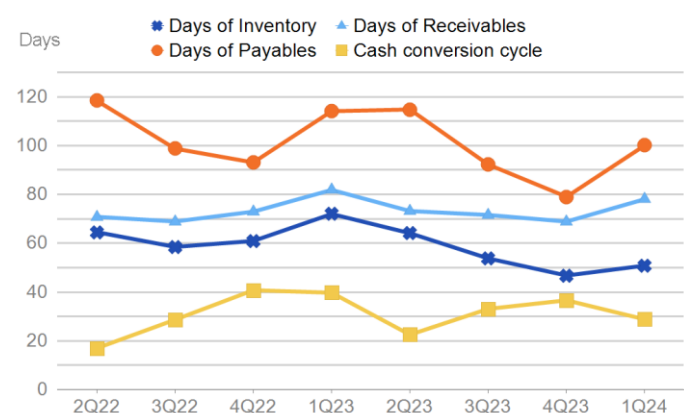
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：毛利率、營益率、淨利率



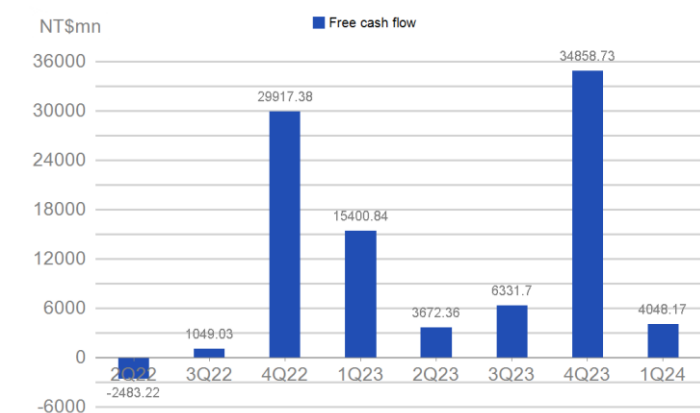
資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：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：**日月光控股整體的 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微領先的位置，但在半導體設計與製造行業的公司中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**日月光控股的整體曝險屬於中等水準，但仍優於半導體設計與製造行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含資源使用、人力資源、產品管理等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**日月光控股在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。公司提供 ESG 相關披露，但其整體 ESG 報告不在符合領先的報告標準。此外，公司指派董事會級別負責監督 ESG 問題，且擁有強有力的環境政策和吹哨人計劃。

圖 29：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	22.5
在 ESG 議題上的曝險 (A)	54.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	63.9
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	20

資料來源：Sustainalytics (2024/7/25)

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

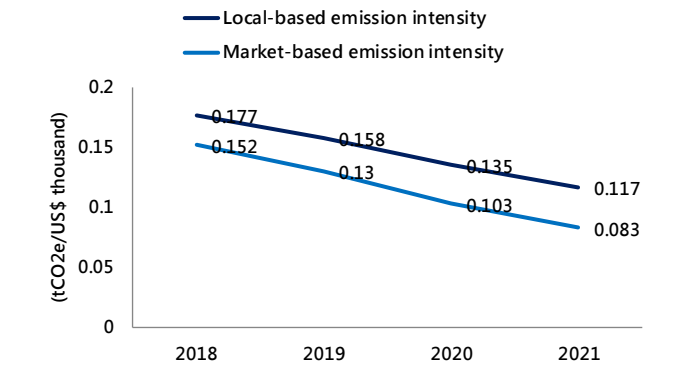
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

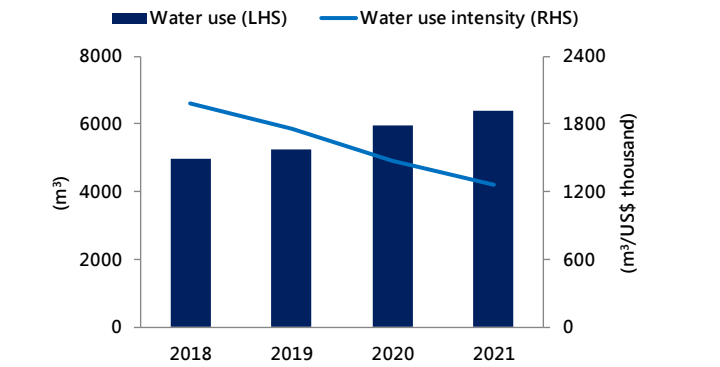
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 30：溫室氣體排放量與強度



資料來源：公司資料、Reuters

圖 31：水資源使用量與取水密度



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	76,073	58,040	67,285	81,420	84,332
存貨	73,245	92,826	63,275	65,901	67,453
應收帳款及票據	115,462	114,647	99,529	104,177	108,251
其他流動資產	27,577	34,854	31,259	22,074	22,074
流動資產	292,358	300,367	261,348	273,573	282,110
採用權益法之投資	17,321	14,814	19,926	25,568	27,404
固定資產	239,868	268,235	264,812	282,022	307,150
無形資產	75,980	72,835	69,569	72,835	72,835
其他非流動資產	47,408	50,818	50,921	43,447	43,447
非流動資產	380,577	406,701	405,228	423,872	450,836
資產總額	672,934	707,068	666,575	697,445	732,945
應付帳款及票據	84,470	78,997	70,329	81,312	91,065
短期借款	34,319	34,527	37,737	37,737	37,737
什項負債	92,138	108,737	114,282	35,081	35,081
流動負債	210,928	222,261	222,348	233,332	243,085
長期借款	117,165	94,948	81,364	101,854	101,854
其他負債及準備	70,209	69,935	44,753	24,263	24,263
長期負債	187,374	164,882	126,117	126,117	126,117
負債總額	398,302	387,143	348,466	359,449	369,202
股本	44,087	43,680	43,855	34,847	34,847
資本公積	143,692	142,686	144,407	144,407	144,407
保留盈餘	91,319	120,833	114,118	140,417	166,165
什項權益	(19,020)	(5,914)	(4,554)	(1,959)	(1,959)
歸屬母公司之權益	260,077	301,285	297,825	317,712	343,459
非控制權益	14,556	18,640	20,284	20,284	20,284
股東權益總額	274,633	319,925	318,110	337,996	363,744

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	66,014	65,227	33,557	37,632	49,344
折舊及攤提	54,524	55,452	58,102	64,176	70,598
本期營運資金變動	(37,629)	(26,372)	32,233	3,709	4,128
其他營業資產 及負債變動	(1,175)	16,694	(9,471)	0	0
營運活動之現金流量	81,734	111,001	114,422	102,664	120,708
資本支出	(70,906)	(72,640)	(54,158)	(81,386)	(95,726)
本期長期投資變動	4,344	(2,507)	5,112	0	0
其他資產變動	17,470	1,195	(6,076)	0	0
投資活動之現金流量	(49,092)	(73,952)	(55,122)	(81,386)	(95,726)
股本變動	571	(407)	175	0	0
本期負債變動	22,343	(31,190)	(10,817)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(18,083)	(29,991)	(37,841)	(16,327)	(22,070)
其他調整數	(10,702)	(872)	(618)	0	0
融資活動之現金流量	(5,871)	(62,459)	(49,101)	(16,327)	(22,070)
匯率影響數	(2,236)	7,377	(955)	0	0
本期產生現金流量	24,535	(18,033)	9,244	4,951	2,912
自由現金流量	10,828	38,361	60,264	22,512	27,381

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	569,997	670,873	581,914	604,667	684,366
銷貨成本	(459,628)	(535,943)	(490,157)	(501,697)	(561,872)
營業毛利	110,369	134,930	91,757	102,970	122,493
營業費用	(48,244)	(54,754)	(51,429)	(57,710)	(62,017)
推銷費用	(6,387)	(6,921)	(6,569)	(7,150)	(8,212)
研究費用	(21,054)	(24,370)	(25,499)	(28,955)	(30,758)
管理費用	(20,804)	(23,464)	(19,361)	(21,605)	(23,047)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	62,124	80,176	40,328	45,259	60,476
利息收入	542	655	1,513	476	0
利息費用	(2,896)	(4,047)	(6,347)	(5,065)	(4,632)
利息收入淨額	(2,353)	(3,393)	(4,833)	(4,589)	(4,632)
投資利益(損失)淨額	974	1,128	1,125	1,434	1,836
匯兌損益	1,395	(2,459)	998	(1,420)	0
其他業外收入(支出)淨額	18,195	6,174	4,983	6,608	4,000
稅前純益	80,335	81,626	42,600	47,293	61,680
所得稅費用	(14,322)	(16,399)	(9,043)	(9,661)	(12,336)
少數股權淨利	2,106	3,137	1,832	(1,419)	(1,527)
歸屬母公司之稅後純益	63,908	62,090	31,725	36,213	47,817
稅前息前折舊攤銷前淨利	137,691	141,087	106,974	109,435	131,074
調整後每股盈餘 (NT\$)	2.88	6.84	6.24	8.39	11.08

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	19.5	17.7	(13.3)	3.9	13.2
營業利益	78.1	29.1	(49.7)	12.2	33.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	52.2	2.5	(24.2)	2.3	19.8
稅後純益	125.5	(1.2)	(48.5)	12.1	31.1
調整後每股盈餘	(55.5)	137.7	(57.1)	111.7	32.0
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	19.4	20.1	15.8	17.0	17.9
營業利益率	10.9	12.0	6.9	7.5	8.8
稅前息前淨利率	13.6	11.6	6.2	7.5	8.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	24.2	21.0	18.4	18.1	19.2
稅前純益率	14.1	12.2	7.3	7.8	9.0
稅後純益率	11.2	9.3	5.5	6.0	7.0
資產報酬率	10.5	9.5	4.9	5.3	6.7
股東權益報酬率	25.9	21.9	10.5	11.0	13.6
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	145.0	121.0	109.5	106.4	101.5
淨負債權益比(%)	27.5	22.3	16.3	25.7	23.1
利息保障倍數 (倍)	28.7	21.2	7.7	8.9	13.1
流動比率 (%)	138.6	135.1	117.5	117.3	116.1
速動比率 (%)	103.9	93.4	89.1	75.6	75.5
淨負債 (NT\$百萬元)	75,411	71,434	51,817	86,787	83,875
調整後每股淨值 (NT\$)	59.06	69.04	67.99	91.17	98.56
評價指標 (倍)					
本益比	59.9	25.2	27.7	20.6	15.6
股價自由現金流量比	68.8	19.4	12.4	33.1	27.2
股價淨值比	2.9	2.5	2.5	1.9	1.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	5.4	5.3	7.0	6.8	5.7
股價營收比	1.3	1.1	1.3	1.2	1.1

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。

日月光投控 (3711 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>.