

2024 年 8 月 1 日

研究員：涂憶君 A51619@cim.capital.com.tw

前日收盤價 179.50 元

目標價

3 個月 200.00 元

12 個月 200.00 元

欣興(3037 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

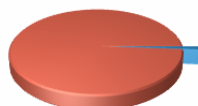
3Q24 公司指引偏保守，靜待 2025 營運跳升

投資建議：考量欣興 2025 伺服器出貨動能樂觀，營收與毛利率可望大幅跳升，研究部給予公司長線正向看法，惟中短期仍因特定大客戶拉貨動能普通，未見明顯營運動能，且毛利率將因折舊與產線調整遭到壓抑，或將影響市場中短期信心，故研究部暫先以 PE 15 倍給予評價，目標價 200 元(2025 EPS X 15 PER)，投資建議 Trading Buy，將等待中短期不利因素消除後再行推薦。

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	15,251
市值(億元)	2,738
目前每股淨值(元)	60.32
外資持股比(%)	49.08
投信持股比(%)	3.32
董監持股比(%)	14.85
融資餘額(張)	24,567
現金股息配發率(%)	38.07

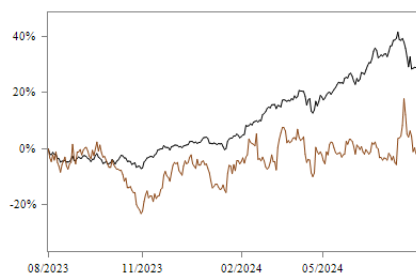
產品組合



■ 印刷電路板:98.89%
■ 其他:1.11%

股價相對大盤走勢

— 3037 — TWSE



3Q24 需求回溫，惟公司給出營運展望偏保守：3Q24 各產品稼動率提升，惟因出貨產品以 PCB、HDI、BT 載板居多，故公司給出營收僅小幅成長之指引，毛利率或將因持續提列折舊遭到壓抑，預估 3Q24 營收 287.51 億元，QoQ+3.13%/YoY+8.31%，毛利率 15.2%，稅後純益 20.02 億元，QoQ+25.5%/YoY-22.68%，EPS 1.31 元。

2024 衝刺廠房建置，力拚 2025 高階產品順利放量：展望 2024，

營收因特定客戶拉貨動能疲軟遭到壓抑，且毛利率因提列新廠折舊費用、PCB 產線優化等因素不如 2023，預估 2024 營收 1,131.8 億元，YoY+8.79%，毛利率 15.49%，稅後純益 86.46 億元，YoY-27.83%，EPS 5.67 元。2025 則將成為欣興營運跳升之一一年，主要是楊梅廠可望隨著大客戶重啟拉貨需求提高稼動率表現，光復廠則將配合另一大客戶放量生產 AI sever，預期欣興 ABF 營收可望年增 4 成起跳，毛利率亦可望明顯向上，預估 2025 營收 1382.32 億元，YoY+22.13%，毛利率 24.19%，稅後純益 201.71 億元，YoY+133%，EPS 13.23 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	104,036	113,182	138,232	25,235	26,546	25,689	26,403	27,877	28,751	30,151	28,058	33,058
營業毛利淨額	20,302	17,531	33,445	5,101	5,230	4,508	4,292	3,683	4,370	5,186	5,331	7,273
營業利益	8,920	6,319	21,228	2,357	2,268	1,390	1,578	897	1,553	2,291	2,525	4,298
稅後純益	11,980	8,646	20,172	2,389	2,589	2,907	2,434	1,595	2,002	2,616	2,820	4,228
稅後 EPS(元)	7.86	5.67	13.23	1.57	1.70	1.91	1.60	1.05	1.31	1.72	1.85	2.77
毛利率(%)	19.51%	15.49%	24.19%	20.21%	19.70%	17.55%	16.26%	13.21%	15.20%	17.20%	19.00%	22.00%
營業利益率(%)	8.57%	5.58%	15.36%	9.34%	8.54%	5.41%	5.98%	3.22%	5.40%	7.60%	9.00%	13.00%
稅後純益率(%)	11.52%	7.64%	14.59%	9.47%	9.75%	11.32%	9.22%	5.72%	6.96%	8.67%	10.05%	12.79%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-25.95%	8.79%	22.13%	-5.01%	5.19%	-3.23%	2.78%	5.58%	3.13%	4.87%	-6.94%	17.82%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-59.55%	-27.83%	133.30%	-41.67%	8.39%	12.27%	-16.28%	-34.45%	25.50%	30.65%	7.82%	49.91%

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 8 月 1 日

ESG：

環境保護(Environmental)面，欣興採取綠色採購及製造策略，使公司產品符合有害物質減免法規，並提升能資源使用效能、廢棄物再利用率及廢水處理效率，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。社會責任(Social)面，結合集團內外部資源並與利害關係人合作，積極推動社鄰關懷、弱勢護助、教育挹注及環境保育等四大社會公益重點，發揮正向社會影響力。公司治理(Governance)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，募集公司成長的動力，以確保員工勞動人權。

2Q24 折舊上升、產線調整，毛利率季減 3 個百分點：

2Q24 營收 278.7 億元，QoQ+5.58%/YoY+10.47%，主要是由 HDI QoQ+20.6% 帶動，惟毛利率 13.21%，QoQ-3.05ppt，主要是折舊費用上升、PCB 產線調整，以及除 AI 產品需求強勁外，其他產品未見明顯需求導致稼動率不盡理想，綜合以上，稅後純益 15.95 億元，QoQ-34.45%/YoY-33.22%，EPS 1.05 元。

3Q24 需求回溫，惟公司給出營運展望偏保守：

展望 3Q24，AI 相關產品(sever、PC、smartphone)需求持續成長，手機與電腦等消費性電子產品逐步恢復季節性拉貨，帶動各產品稼動率提升，惟因出貨產品以 PCB、HDI、BT 載板居多，故公司給出營收僅小幅成長之指引，毛利率則預估將因持續提列折舊遭到壓抑，綜合以上，研究部預估 3Q24 營收 287.51 億元，QoQ+3.13%/YoY+8.31%，毛利率 15.2%，稅後純益 20.02 億元，QoQ+25.5%/YoY-22.68%，EPS 1.31 元。

2024 衝刺廠房建置，力拚 2025 高階產品順利放量：

展望 2024，營收雖因特定客戶拉貨動能疲軟遭到壓抑，且毛利率因提列新廠折舊費用、PCB 產線優化等因素不如 2023，惟研究部認為，2H24 隨著客戶新品認證時間有機會提前，營收與毛利率將逐季優化，預估 2024 營收 1131.8 億元，YoY+8.79%，毛利率 15.49%，稅後純益 86.46 億元，YoY-27.83%，EPS 5.67 元。2025 則將成為欣興營運跳升之一一年，主要是楊梅廠可望隨著大客戶重啟拉貨需求提高稼動率表現，光復廠則將配合另一大客戶放量生產 AI sever，研究部以每台 sever 搭配 8 顆 GPU、每片載板價值高達上百美元價值為假設，預期欣興 ABF 營收可望年增 4 成起跳，毛利率亦可望明顯向上，預估 2025 營收 1382.3 億元，YoY+22.1%，毛利率 24.19%，稅後純益 201.71 億元，YoY+133%，EPS 13.23 元。

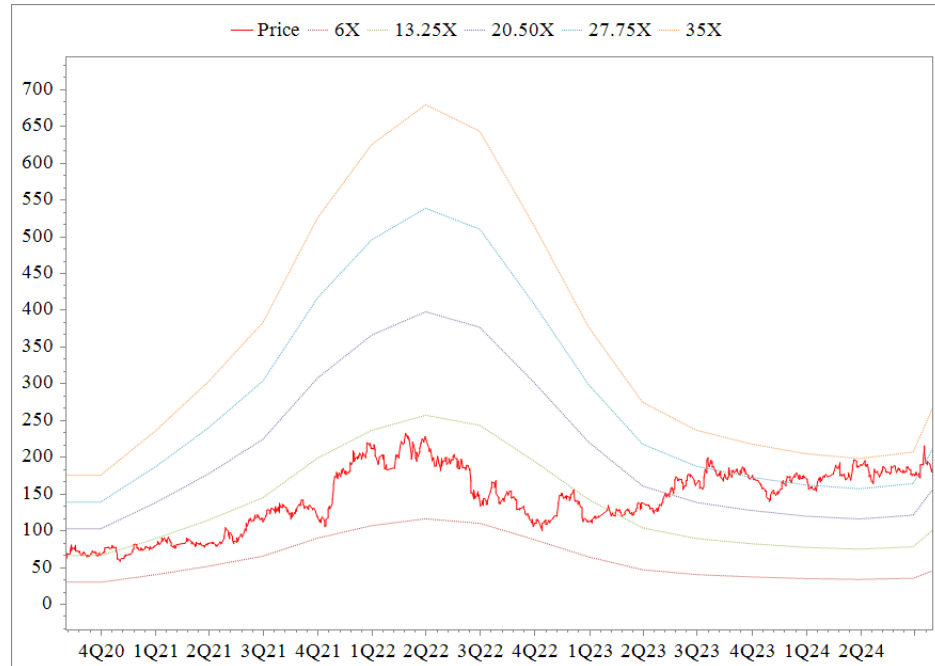
2024 年 8 月 1 日

投資建議：

考量欣興 2025 伺服器出貨動能樂觀，營收與毛利率可望大幅跳升，研究部給予公司長線正向看法，惟中短期仍因特定大客戶拉貨動能普通，使營運未見明顯動能，且毛利率將因折舊與產線調整遭到壓抑，或將影響市場中短期信心，故研究部暫先以 PE 15 倍給予評價，目標價 200 元(2025 EPS X 15 PER)，投資建議 Trading Buy，將等待中短期不利因素消除再行推薦。

2024 年 8 月 1 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 8 月 1 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	170,055	218,663	216,006	228,718	262,771
流動資產	79,877	107,588	86,579	88,000	85,983
現金及約當現金	39,402	61,459	52,859	51,811	51,552
應收帳款與票據	23,639	28,746	18,563	20,000	18,444
存貨	12,152	12,835	10,927	11,000	10,294
採權益法之投資	2,572	2,534	949	1,510	3,465
不動產、廠房設備	72,021	94,122	109,483	108,966	103,966
負債總計	104,539	126,005	119,721	127,998	146,455
流動負債	49,060	54,893	44,247	44,000	42,991
應付帳款及票據	13,495	11,628	11,286	11,000	10,686
非流動負債	55,479	71,113	75,474	84,285	104,064
權益總計	65,516	92,658	96,284	100,720	116,317
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	65,953	81,550
母公司業主權益	60,714	85,735	90,661	94,732	110,328
負債及權益總計	170,055	218,663	216,006	228,718	262,771

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	104,563	140,489	104,036	113,182	138,232
營業成本	80,900	90,056	83,735	95,651	104,787
營業毛利淨額	23,663	50,433	20,302	17,531	33,445
營業費用	10,629	12,366	11,477	11,239	12,217
營業利益	13,170	38,172	8,920	6,319	21,228
EBITDA	26,537	51,366	29,902	26,689	41,373
業外收入及支出	3,459	1,044	5,285	4,940	3,987
稅前純益	16,629	39,875	15,575	11,259	25,215
所得稅	3,104	8,649	3,350	2,249	5,043
稅後純益	13,222	29,619	11,980	8,646	20,172
稅後 EPS(元)	8.67	19.42	7.86	5.67	13.23
完全稀釋 EPS**	8.67	19.42	7.86	5.67	13.23

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 152.51 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%	8.79%	22.13%
營業毛利淨額	84.46%	113.13%	-59.75%	-13.64%	90.77%
營業利益	227.85%	189.83%	-76.63%	-29.15%	235.92%
稅後純益	142.09%	124.00%	-59.55%	-27.83%	133.30%

獲利能力分析(%)

毛利率	22.63%	35.90%	19.51%	15.49%	24.19%
EBITDA(%)	25.38%	36.56%	28.74%	23.58%	29.93%
營益率	12.60%	27.17%	8.57%	5.58%	15.36%
稅後純益率	12.65%	21.08%	11.52%	7.64%	14.59%
總資產報酬率	7.78%	13.55%	5.55%	3.78%	7.68%
股東權益報酬率	20.18%	31.97%	12.44%	8.58%	17.34%

償債能力檢視

負債比率(%)	61.47%	57.63%	55.42%	55.96%	55.73%
負債/淨值比(%)	159.56%	135.99%	124.34%	127.08%	125.91%
流動比率(%)	162.81%	196.00%	195.67%	200.00%	200.00%

其他比率分析

存貨天數	47.55	50.64	51.79	41.84	37.09
應收帳款天數	71.37	68.05	82.99	62.18	50.76

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	24,344	40,843
稅前純益	16,629	39,875	15,575	11,259	25,215
折舊及攤銷	9,774	11,727	15,097	15,800	14,879
營運資金變動	-8,171	-7,658	11,749	-1,796	1,949
其他營運現金	24,724	17,138	-11,521	-920	-1,200
投資活動現金	-24,456	-33,396	-21,099	-38,147	-59,016
資本支出淨額	-23,067	-31,025	-22,755	-25,400	-18,600
長期投資變動	-1,048	-2,003	-1,523	-1,500	-1,300
其他投資現金	-341	-368	3,179	-11,247	-39,116
籌資活動現金	-3,984	-4,831	-18,060	12,755	17,913
長借/公司債變動	-3,049	1,757	-898	8,810	19,779
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-2,055	-5,016	-12,190	-4,575	-4,575
其他籌資現金	1,119	-1,573	-4,971	8,520	2,710
淨現金流量	15,207	22,058	-8,600	-1,048	-260
期初現金	24,194	39,402	61,459	52,859	51,811
期末現金	39,402	61,459	52,859	51,811	51,552

資料來源：CMoney、群益

2024 年 8 月 1 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	26,566	25,235	26,546	25,689	26,403	27,877	28,751	30,151	28,058	33,058	37,558	39,558
營業成本	21,104	20,134	21,316	21,181	22,111	24,194	24,381	24,965	22,727	25,785	27,793	28,482
營業毛利淨額	5,462	5,101	5,230	4,508	4,292	3,683	4,370	5,186	5,331	7,273	9,765	11,076
營業費用	2,563	2,746	2,970	3,198	2,726	2,801	2,818	2,895	2,806	2,975	3,192	3,244
營業利益	2,905	2,357	2,268	1,390	1,578	897	1,553	2,291	2,525	4,298	6,573	7,833
業外收入及支出	2,271	1,097	1,104	2,183	1,779	1,233	950	978	1,000	987	950	1,050
稅前純益	5,176	3,454	3,371	3,573	3,357	2,130	2,503	3,269	3,525	5,285	7,523	8,883
所得稅	984	984	727	655	695	399	501	654	705	1,057	1,505	1,777
稅後純益	4,095	2,389	2,589	2,907	2,434	1,595	2,002	2,616	2,820	4,228	6,018	7,106
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)	2.69	1.57	1.70	1.91	1.60	1.05	1.31	1.72	1.85	2.77	3.95	4.66

獲利能力(%)

毛利率(%)	20.56%	20.21%	19.70%	17.55%	16.26%	13.21%	15.20%	17.20%	19.00%	22.00%	26.00%	28.00%
營業利益率(%)	10.94%	9.34%	8.54%	5.41%	5.98%	3.22%	5.40%	7.60%	9.00%	13.00%	17.50%	19.80%
稅後純益率(%)	15.41%	9.47%	9.75%	11.32%	9.22%	5.72%	6.96%	8.67%	10.05%	12.79%	16.02%	17.96%

QoQ(%)

營業收入淨額	-27.59%	-5.01%	5.19%	-3.23%	2.78%	5.58%	3.13%	4.87%	-6.94%	17.82%	13.61%	5.33%
營業利益	-69.73%	-18.88%	-3.77%	-38.69%	13.51%	-43.17%	73.08%	47.59%	10.20%	70.18%	52.94%	19.17%
稅前純益	-44.74%	-33.28%	-2.38%	5.99%	-6.06%	-36.54%	17.47%	30.65%	7.82%	49.91%	42.35%	18.08%
稅後純益	-44.36%	-41.67%	8.39%	12.27%	-16.28%	-34.45%	25.50%	30.65%	7.82%	49.91%	42.35%	18.08%

YoY(%)

營業收入淨額	-13.50%	-29.19%	-29.12%	-29.98%	-0.62%	10.47%	8.31%	17.37%	6.27%	18.58%	30.63%	31.20%
營業利益	-59.59%	-77.23%	-79.45%	-85.51%	-45.67%	-61.94%	-31.54%	64.80%	60.00%	379.10%	323.34%	241.81%
稅前純益	-30.90%	-68.91%	-71.69%	-61.85%	-35.15%	-38.32%	-25.77%	-8.51%	5.01%	148.06%	200.60%	171.68%
稅後純益	-27.73%	-70.25%	-69.76%	-60.50%	-40.57%	-33.22%	-22.68%	-10.02%	15.89%	165.01%	200.60%	171.68%

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。