

文晔 (3036 TT) WT Micro

雖財務成本改善進度優於預期，終端需求復甦較預期緩慢

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$140.0

收盤價 (2024/08/28) : NT\$116.5
隱含漲幅 : 20.2%

營收組成 (2Q24)

手機 14%、PC 6.7%、消費性 7.6%、資料中心 36.6%、通訊 13.2%、工控 13.7%、車用 8.3%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	140.0	170.0
2024年營收 (NT\$/十億)	972.1	987.2
2024年EPS	7.9	8.1

交易資料表

市值	NT\$145,750百萬元
外資持股比率	17.6%
董監持股比率	17.7%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$90.26
負債比	75.6%
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	972,117	1,217,464
營業利益	11,783	8,200	16,119	24,876
稅後純益	7,631	4,012	8,865	15,530
EPS (元)	8.92	4.54	7.94	13.92
EPS YoY (%)	15.2	-49.1	74.9	75.2
本益比 (倍)	13.1	25.6	14.7	8.5
股價淨值比	2.2	1.9	1.3	1.1
ROE (%)	14.0	6.3	10.2	14.3
現金殖利率 (%)	3.7%	1.6%	3.4%	6.0%
現金股利 (元)	4.30	1.80	3.97	6.96

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

元大觀點

- ◆ 2Q24 本業獲利低於本中心預期 7%，主因除資料中心與通訊業務外，整體需求復甦弱於預期。
- ◆ 3Q24 獲利展望低於本中心預期，反映終端需求復甦較預期緩慢，尤其車用與工控需求，不過預期財務成本持續改善將使 EPS 符合預期。
- ◆ 預估 2025 年 EPS 13.9 元與先前相當，根據 2025 年 EPS 13.9 元給予 10 倍本益比，目標價 140 元。

2Q24 本業獲利低於預期 7%，主因營運回溫幅度較預期緩

文晔 2Q24 營收季增 26.5%至 2,436 億元，優於元大/市場預期 2.3%/3.1%，落於公司財測中緣，優於預期主因資料中心與通訊業務營收季增優於預期。毛利率低於預期主因 Future 營收低於預期與低毛利之資料中心與通訊業務營收比重提升。營業利益率季增 0.4 個百分點至 1.8%，低於本中心預期 0.1 個百分點，EPS 1.68 元，大致符合本中心與市場預期。

3Q24 獲利展望低於本中心預期，不過財務成本改善優於預期

管理層展望 3Q24 營收 2,470-2,630 億元，中值季增 4.7% (@32.5 美元匯率)，預估毛利率 4.2-4.4%，營業利益率 1.65-1.85%，EPS 預估 2.01-2.48 元。財測本業獲利低於本中心預期，不過財務成本改善程度優於本中心預期，因此 EPS 中值符合本中心原先預期。本中心下修 3Q24 營收 4.8%、毛利率 0.6 個百分點，反映 2H24 終端消費需求復甦較預期低以及 Future 營收低於預期。預期 3Q24 在資料中心、PC 與消費性業務復甦下，營收將季增 6.9%至 2,605 億元。毛利率季減 0.3 個百分點至 4.2%，主因手機、資料中心與通訊業務中 Switch 等低毛利業務比重增加，相對前次 4.8%下修，反映需求復甦疲弱以及 Future 營收較預期低，預估 EPS 2.20 元，季增 30.4%。

下修 2024/2025 年營運反映終端需求復甦較疲弱，不過財務成本改善進度優於預期，2025 年 EPS 13.9 元，維持買進

本次下修 2024 年營收/EPS 1.5%/2.2%，反映終端需求較預期疲弱以及歐美地區車用與工控供應鏈庫存調整延長不利 Future 營運復甦，不過部分被財務成本改善進度優於預期所抵銷。因此 2025 年營收雖下修 4.1%，EPS 則與上次相當。目前股價交易於 2025 年每股盈餘 13.9 元之 8.5 倍本益比。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 Future 後將增加更多高獲利之 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 10 倍本益比，目標價 140 元。

營運分析

2Q24 營業利益低於本中心預期 7%，主因 Future 營收與獲利貢獻低於本中心預期

文晔 2Q24 營收季增 26.5%至 2,436 億元，落於公司先前財測中緣，優於元大/市場預期 2.3%/3.1%。

- 以文晔個體業務營收優於預期 5%：手機-5%/PC+5%/消費性+4%/資料中心+13%/通訊+28%/工控+8%/車用+2%，其中手機、PC 營收季增率低於本中心預期，資料中心與通訊則因 AI 建置需求維持強勁優於本中心預期，車用與工控則符合預期。
- Future 營收則低於預期約 10%。

毛利率季增 2 個百分點，低於預期主因 Future 營收低於預期，以及資料中心與通訊低毛利業務比重提升稀釋毛利率，營業利益 42.6 億元，年增 108.9%，低於本中心預期 7%，營業利益率季增 0.4 個百分點至 1.8%，低於本中心 0.1 個百分點，稅後獲利優於預期 11.2%，主因業外股利收入以及財務成本改善優於預期貢獻，其中 2Q24 財務成本 18 億元(含利息支出與其他財務成本)，低於本中心預估之 24 億元。EPS 1.68 元，年增 94.8%，大致符合本中心/市場預期，EPS 季增幅較稅後淨利小主因 2Q24 有現增以及員工認股增加總股本，年增主因併入 Future 營收改善文晔整體獲利結構。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	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	243,647	26.5%	107.4%	238,143	236,327	2.3%	3.1%
營業毛利	4,206	4,870	10,993	125.7%	161.4%	11,149	10,947	-1.4%	0.4%
營業利益	2,041	2,611	4,264	63.3%	108.9%	4,584	4,172	-7.0%	2.2%
稅前利益	1,336	1,982	2,992	50.9%	124.0%	2,487	2,426	20.3%	23.3%
稅後淨利	965	1,590	2,150	35.2%	122.8%	1,933	1,875	11.2%	14.7%
調整後 EPS (元)	0.86	1.42	1.68	18.2%	94.8%	1.61	1.63	4.6%	3.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點				
營業毛利率	3.6%	2.5%	4.5%	2.0	0.9	4.7%	4.6%	-0.2	-0.1
營業利益率	1.7%	1.4%	1.8%	0.4	0.1	1.9%	1.8%	-0.1	0.0
稅後純益率	0.8%	0.8%	0.9%	0.1	0.1	0.8%	0.8%	0.1	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

3Q24 獲利展望符合本中心預期，其中本業營收與毛利率雖低於預期，不過推估業外財務成本降低幅度將持續優於預期，使 EPS 展望大致符合預期

管理層預估 3Q24 營收將落於 2,470-2,630 億元，中值季增 4.7% (@32.5 美元匯率)，低於本中心預期 7%，預估毛利率 4.2-4.4%，中值季減 2 個百分點，低於本中心預期 6 個百分點。營業利益率 1.65-1.85%，EPS 預估 2.01-2.48 元，中值大致符合本中心預期。管理層展望 2H24 各業務表現：

- 手機營收預估季增 30%，略低於本中心預期，全年營收預估與 2023 年相近；PC 3Q24 預估季增個位數，低於本中心預期，全年營收年增 10%；消費性預估年增個位數，低於本中心預期；資料中心後續需求仍佳，不過季對季將相對有小幅波動；通訊業務電信與企業市場較疲弱，成長主要來自 400G/800G 的轉換，全年通訊業務營收預估年增 30~40%，優於本中心預期；工控應用因歐美客戶受總體經濟影響，庫存預期調整到年底，預計 3Q24 跟 2Q24 持平，符合本中心預期；車用 3Q24 營收相對季持平，低於本中心預期，全年不含 Future 也有雙位數成長。
- 而 Future 營收則預期 3Q24 與 2Q24 相近，低於本中心預期。

本中心下修 3Q24 營收 4.8%、毛利率 0.6 個百分點，反映 2H24 終端消費需求復甦較預期疲弱以及 Future 營收低於預期。預期 3Q24 在資料中心、PC 與消費性業務復甦下，營收將季增 6.9%至 2,605 億元，主要由手機(預估季增 30%)所挹注。毛利率季減 0.3 個百分點至 4.2%，主因手機、資料中心與通訊業務(Switch)等低毛利業務比重增加，相對前次 4.8%下修，反映需求復甦疲弱以及 Future 營收較預期低。營業利益 44.8 億元，季增 5.1%，年增 98.3%，稅後盈餘 24.5 億元，季增 14%，年增 91%，相較先前上修 3.6%，主因業外財務成本改善進度略優於預期，預估 3Q24 財務成本(含利息支出與其他財務成本)約為 13 億元，預估 EPS 2.20 元，季增 30.4%。

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較

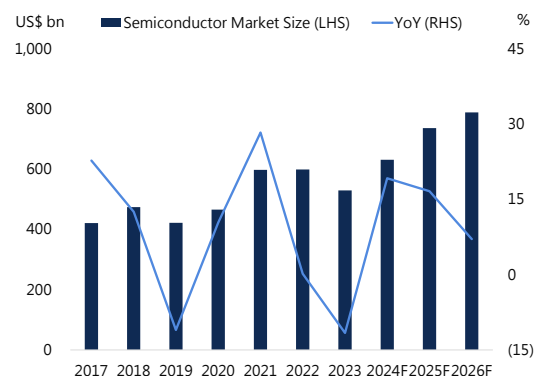
(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	167,260	243,647	260,512	6.9%	55.8%	273,659	262,232	-4.8%	-0.7%
營業毛利	5,061	10,993	11,037	0.4%	118.1%	13,022	11,761	-15.2%	-6.2%
營業利益	2,259	4,264	4,480	5.1%	98.3%	5,149	4,683	-13.0%	-4.3%
稅前利益	1,623	2,992	3,142	5.0%	93.6%	3,044	3,316	3.2%	-5.3%
稅後淨利	1,280	2,150	2,451	14.0%	91.4%	2,365	2,516	3.6%	-2.6%
調整後 EPS (元)	1.15	1.68	2.20	30.4%	91.4%	2.12	2.21	3.6%	-0.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	3.0%	4.5%	4.2%	-0.3	1.2	4.8%	4.5%	-0.6	-0.3
營業利益率	1.4%	1.8%	1.7%	-0.1	0.3	1.9%	1.8%	-0.2	-0.1
稅後純益率	0.8%	0.9%	0.9%	0.0	0.1	0.9%	1.0%	0.0	-0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2024/ 2025 年半導體產業將重回復甦態勢

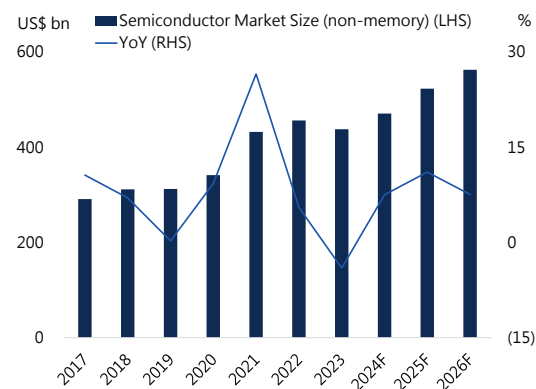
展望 2H24 年，半導體市場因需求回溫，通膨逐漸下滑、供應鏈庫存調整陸續結束，預估 2024 年總產值將恢復年增 19%，其中記憶體預估年增 70%，類比 IC 年減 6%、邏輯 IC 年增 4%、微電子元件年持平，排除記憶體則預估整體 2024 半導體市場年增 7.5%。

圖 3：預估 2024/2025 年半導體整體市場將成長 19%/17%



資料來源：Bloomberg、元大投顧預估、IDC

圖 4：預估 2024/2025 年半導體市場(排除記憶體)將年增 7.5%/11%



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

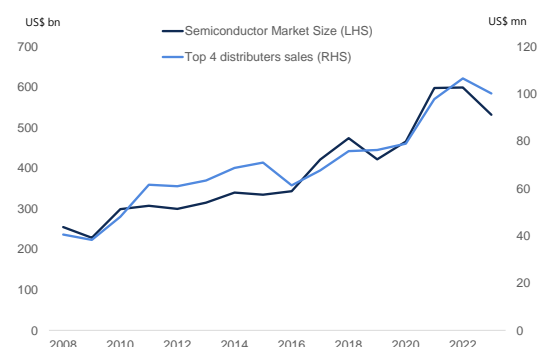
IC 通路業者，主要成長來自半導體市場成長、擴增代理產品線、擴增客戶、同業併購、原廠、供應商之併購。其經營模式為提供半導體供應商物流、技術支援與相關產品資訊之責任。上游供應商將銷售及支援服務轉為通路商承接，由通路商代為提供下游客戶市場資訊及產品應用技術支援，協助縮短產品上市時程。對於供應商如 IDM 與晶片設計業者而言，IC 通路業者之價值在其 FAE 能彈性且即時地支援下游客戶如 OEM、ODM 與 EMS 等廠商、提供供應商及時地市場情報與產品發展規畫建議；而對下游客戶而言，IC 通路業者能加快產品 Time To Market (TTM)之時間、並提供的多元晶片解決方案等。

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 年前四大通路業者合計佔整體市場 40%之份額

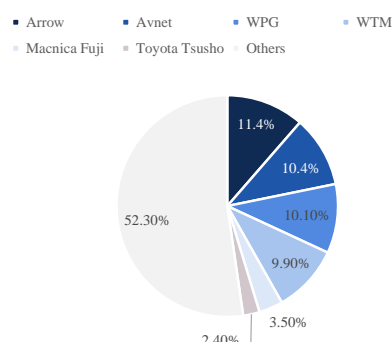
2023 年前四大 IC 通路業者 Arrow、大聯大投控、Avnet 與文晔便佔了 IC 通路市場約 40%之份額。其中 Arrow 與 Avnet 以歐美市場為主，大聯大投控與文晔則以亞洲市場為主。2023 年，市占率排名依序為 Arrow 11.4%、Avnet 10.4%、大聯大 10.1%以及文晔 9.9%。

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 6：2023 年 IC 通路商市佔率

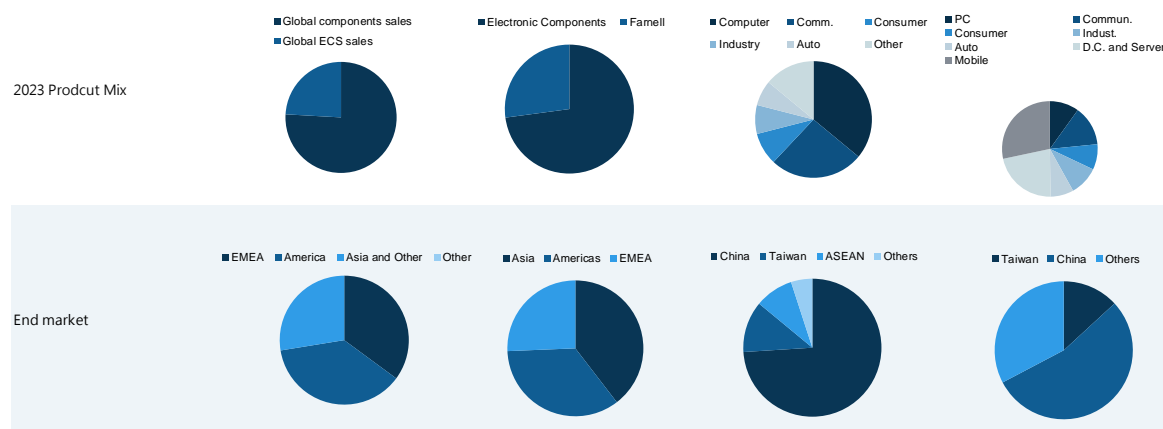


資料來源：元大投顧整理

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。

獲利調整與股票評價

下修 2024 年文晔與 Future 營收與獲利預估，反映終端需求較預期疲弱，不過財務成本改善進度優於預期，預估 2024/2025 年文晔整體 EPS 7.9/13.9 元

本中心下修 2024 年文晔個體營收 1.5%、毛利率 0.7 個百分點，並下修 Future 美元營收 3%，反映 2H24 終端需求復甦較預期疲弱。其中預估 Future 2024/2025 年美元營收將年減 3%/年增 3% (2024 年相較前次年持平下修)，毛利率 16.4/17.4%。此外因 2Q24 財務成本改善程度優於本中心預期，下調 2024/2025 年財務成本 26%/15%至 53/49 億元。預估 2024/2025 年文晔整體 EPS 7.9/13.9 元，相較前次下修 2.2%/持平。

給予 2025 年 EPS 13.9 元 10 倍本益比，目標價 140 元，維持買進

目前文晔股價交易於 2025 年預估每股盈餘之 8.5 倍本益比，落於過往五年 6~13 倍區間之中緣，低於國外同業/國內同業之 9.8/11.7 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 Future 後將增加更多高獲利之 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，給予過往區間中緣之 10 倍本益比，目標價 140 元，維持買進。

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	972,117	987,211	1,217,464	1,269,926	-1.5%	-4.1%
營業毛利	38,979	42,219	54,357	56,950	-7.7%	-4.6%
營業利益	16,119	17,532	24,876	25,366	-8.1%	-1.9%
稅前利益	11,955	11,729	20,762	19,391	1.9%	7.1%
稅後淨利	8,865	8,368	15,530	14,360	5.9%	8.1%
調整後 EPS (元)	7.94	8.12	13.92	13.93	-2.2%	-0.1%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	4.0%	4.3%	4.5%	4.5%	-0.3	0.0
營業利益率	1.7%	1.8%	2.0%	2.0%	-0.1	0.0
稅後純益率	0.9%	0.8%	1.3%	1.1%	0.1	0.1

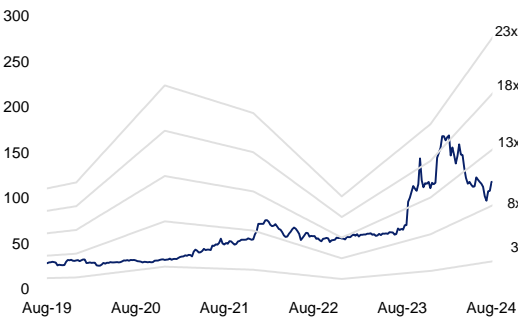
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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	972,117	967,857	1,217,464	1,136,768	0.4%	7.1%
營業毛利	38,979	39,779	54,357	51,587	-2.0%	5.4%
營業利益	16,119	16,503	24,876	22,291	-2.3%	11.6%
稅前利益	11,955	11,879	20,762	17,587	0.6%	18.1%
稅後淨利	8,865	8,897	15,530	13,397	-0.4%	15.9%
調整後 EPS (元)	7.94	8.02	13.92	12.13	-0.9%	14.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	4.0%	4.1%	4.5%	4.5%	-0.1	0.0
營業利益率	1.7%	1.7%	2.0%	2.0%	0.0	0.0
稅後純益率	0.9%	0.9%	1.3%	1.2%	0.0	0.1

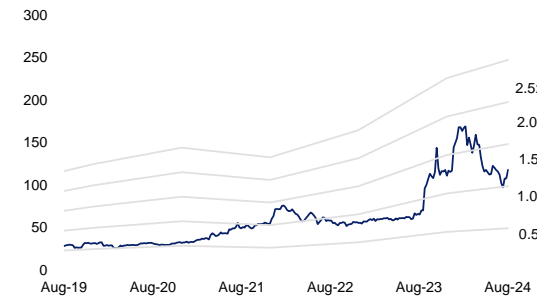
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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	116.5	4,554	4.54	7.94	13.92	25.6	14.7	8.5	(49.1)	74.9	75.2
國外同業													
Arrow	ARW US	未評等	133.8	7,083	17.1	10.8	14.7	7.8	12.4	9.1	(22.2)	(36.8)	35.6
Macnica	3132 JP	未評等	5814.0	2,367	664.9	693.1	719.8	8.7	8.4	8.1	60.3	4.2	3.9
Avnet	AVT US	未評等	54.9	4,838	8.1	5.1	4.5	6.8	10.9	12.2	14.9	(37.3)	(11.2)
國外同業平均					230.0	236.3	246.3	7.8	10.5	9.8	17.6	(23.3)	9.4
國內同業													
大聯大	3702 TT	未評等	80.0	4,531	4.6	4.6	6.0	17.4	17.5	13.3	(23.8)	(0.5)	31.4
聯強	2347 TT	未評等	70.8	3,714	4.4	5.2	5.8	16.2	13.7	12.2	(53.7)	18.1	12.6
至上	8112 TT	未評等	73.5	1,212	4.5	6.1	7.8	16.4	12.1	9.4	(10.4)	36.0	28.1
國內同業平均					4.5	5.3	6.5	16.7	14.4	11.7	(29.3)	17.9	24.1

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	116.5	4,554	6.3	10.2	14.3	61.44	90.26	102.53	1.9	1.3	1.1
國外同業													
Arrow	ARW US	未評等	133.8	7,083	17.4	12.5	14.5	--	106.8	131.2	--	1.3	1.0
Macnica	3132 JP	未評等	5814.0	2,367	22.3	21.4	16.0	3299.0	--	--	1.8	--	--
Avnet	AVT US	未評等	54.9	4,838	15.5	12.7	8.1	51.9	54.6	59.8	1.1	1.0	0.9
國外同業平均					18.4	15.5	12.9	1675.5	80.7	95.5	1.4	1.1	1.0
國內同業													
大聯大	3702 TT	未評等	80.0	4,531	9.8	8.8	11.1	50.2	52.2	56.0	1.6	1.5	1.4
聯強	2347 TT	未評等	70.8	3,714	9.9	11.4	11.6	44.3	46.1	47.2	1.6	1.5	1.5
至上	8112 TT	未評等	73.5	1,212	--	--	--	--	--	--	--	--	--
國內同業平均					9.8	10.1	11.3	47.3	49.1	51.6	1.6	1.5	1.5

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)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	192,651	243,647	260,512	275,307	260,585	278,622	327,581	350,677	972,117	1,217,464
銷貨成本	(187,782)	(232,654)	(249,475)	(263,227)	(248,549)	(266,177)	(312,837)	(335,545)	(933,138)	(1,163,108)
營業毛利	4,870	10,993	11,037	12,080	12,036	12,445	14,744	15,132	38,979	54,357
營業費用	(2,259)	(6,729)	(6,557)	(7,316)	(6,597)	(6,823)	(7,897)	(8,163)	(22,860)	(29,481)
營業利益	2,611	4,264	4,480	4,764	5,438	5,622	6,847	6,969	16,119	24,876
業外利益	(628)	(1,272)	(1,338)	(1,335)	(1,262)	(1,226)	(1,231)	(1,195)	(4,164)	(4,114)
稅前純益	1,982	2,992	3,142	3,429	4,176	4,396	5,616	5,774	11,955	20,762
所得稅費用	(366)	(814)	(691)	(754)	(928)	(976)	(1,247)	(1,281)	(3,090)	(5,232)
少數股東權益	26	28	0	0	0	0	0	0	55	0
歸屬母公司稅後純益	1,590	2,150	2,451	2,675	3,248	3,420	4,369	4,492	8,865	15,530
調整後每股盈餘(NT\$)	1.42	1.68	2.20	2.40	2.91	2.82	3.91	4.03	7.94	13.92
調整後加權平均股數(百萬股)	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116
重要比率										
營業毛利率	2.5%	4.5%	4.2%	4.4%	4.6%	4.5%	4.5%	4.3%	4.0%	4.5%
營業利益率	1.4%	1.8%	1.7%	1.7%	2.1%	2.0%	2.1%	2.0%	1.7%	2.0%
稅前純益率	1.0%	1.2%	1.2%	1.3%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.2%	1.7%
稅後純益率	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	0.9%	1.3%
有效所得稅率	18.5%	27.2%	22.0%	22.0%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%	25.8%	25.2%
季增率(%)										
營業收入	1.6%	26.5%	6.9%	5.7%	-5.3%	6.9%	17.6%	7.1%		
營業利益	36.2%	63.3%	5.1%	6.3%	14.1%	3.4%	21.8%	1.8%		
稅後純益	52.3%	35.2%	14.0%	9.1%	21.4%	5.3%	27.7%	2.8%		
調整後每股盈餘	52.4%	18.2%	30.4%	9.1%	21.4%	-3.0%	38.7%	2.8%		
年增率(%)										
營業收入	60.4%	107.4%	55.8%	45.1%	35.3%	14.4%	25.7%	27.4%	63.5%	25.2%
營業利益	31.6%	108.9%	98.3%	148.6%	108.3%	31.9%	52.8%	46.3%	96.6%	54.3%
稅後純益	119.8%	122.8%	91.5%	156.3%	104.3%	59.1%	78.3%	67.9%	124.2%	74.1%
調整後每股盈餘	119.8%	94.8%	91.4%	156.3%	104.3%	67.5%	78.3%	67.9%	74.9%	75.2%

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

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。2023 年研發人員 875 位，占總員工人數 25%。

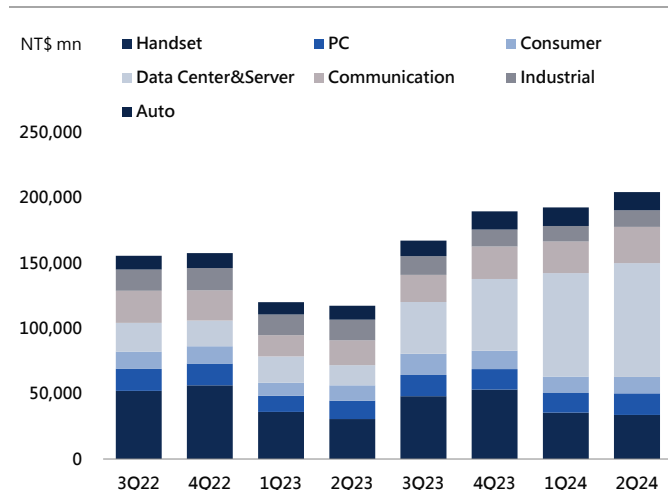
Future 成立於 1968 年，總部位於加拿大蒙特婁，主要客群與文晔之全球一線 500 大客戶不同，主要為 Mass market 中小型電子產品製造商，其 2022 年主要營收來源分布於亞洲(34%)、美洲(42%)、歐洲中東以及非洲(24%)。其現金約為 2.2 億元，總資產 39 億美元，股東權益 32 億美元，公司本身無債務，而公司間之交易被歸類為其他應收與應付帳款。

圖 15：前十大股東

Name	Holding %
ASMedia	16.91
WPG Investment Holding	13.72
Shao Yang Inv Co.	7.73
Polaris Securities Investment Trust	5.23
Cheng Wen-Tsung	2.25
New Labor Pension Fund	2.14
Vanguard Group Inc	2.03
Mega Financial Holdings	2.00
Canadian Imperial Bank of Commerce	1.92
JP Morgan Security	1.79

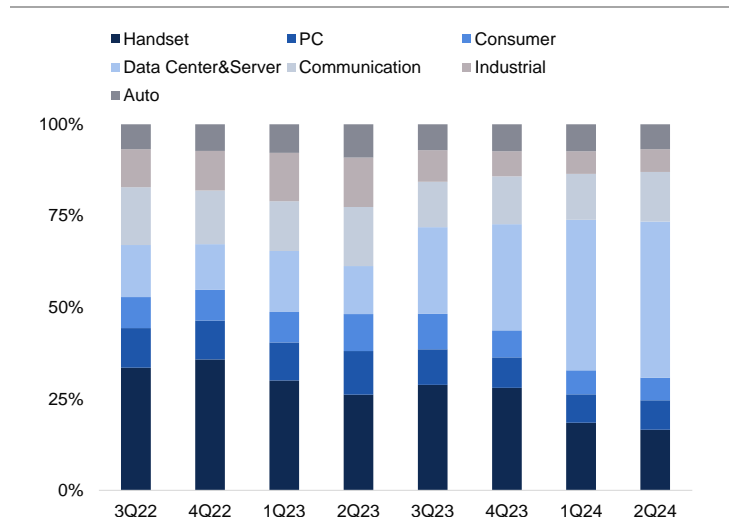
資料來源：Bloomberg、公司資料

圖 16：營收金額分布



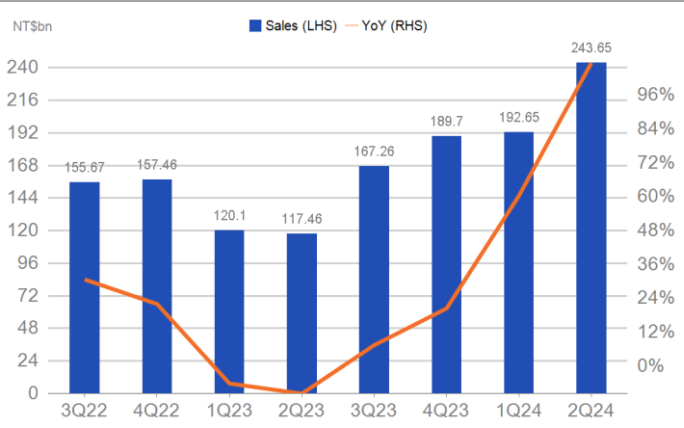
資料來源：公司資料

圖 17：營收百分比分布



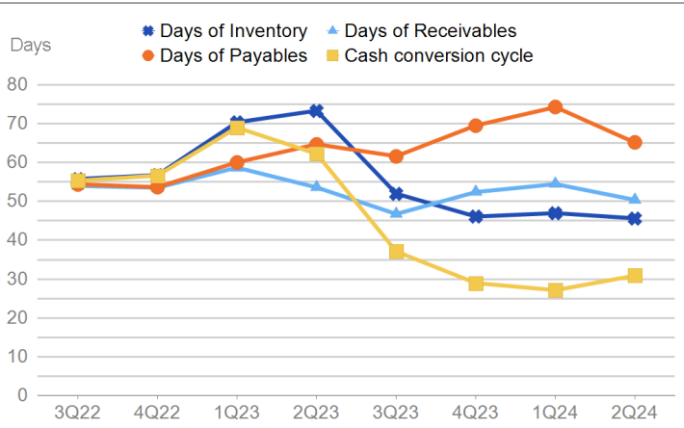
資料來源：公司資料

圖 18：營收趨勢



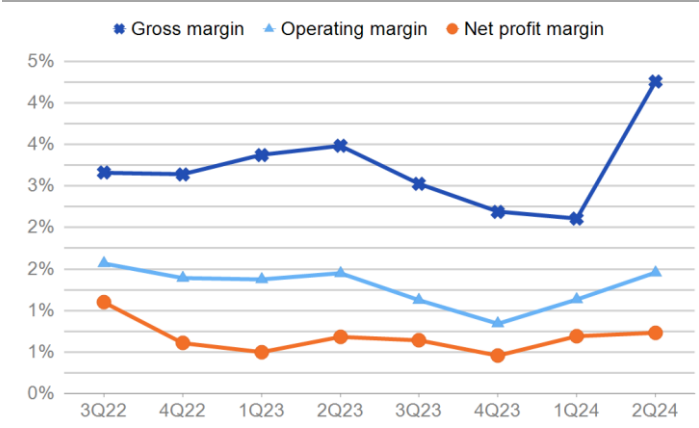
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：經營能力



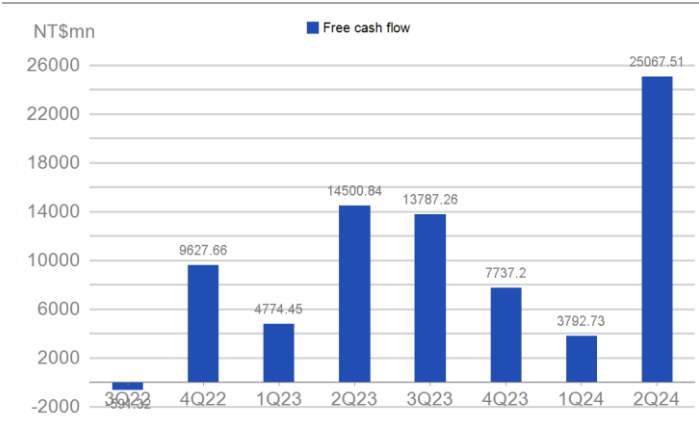
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：毛利率、營益率、淨利率



資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：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 風險評級屬於低風險，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 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 22：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 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	38

資料來源：Sustainalytics (2024/8/28)

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

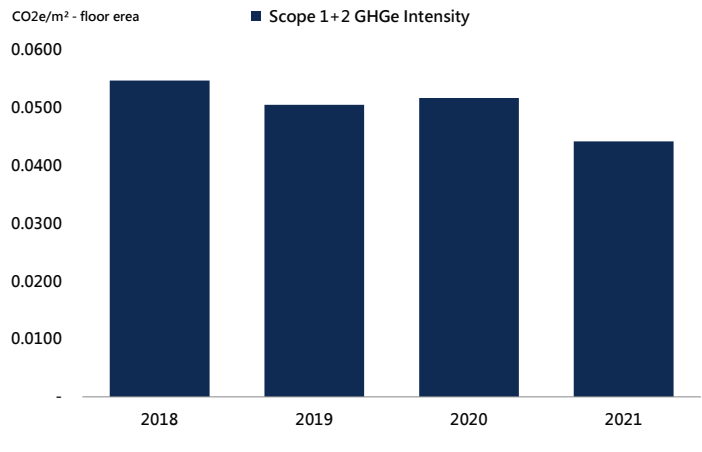
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

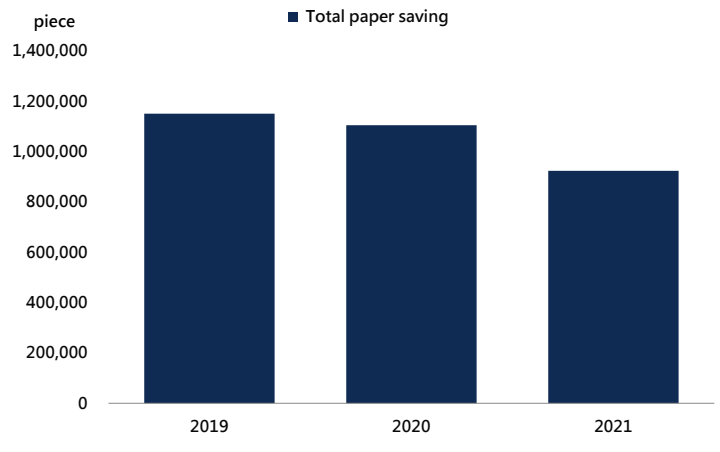
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 23：碳排放密度



資料來源：公司資料、Reuters

圖 24：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	47,587	46,661
存貨	66,524	90,547	95,716	138,268	180,881
應收帳款及票據	75,462	84,568	111,637	128,380	168,215
其他流動資產	2,470	3,151	8,647	9,316	9,316
流動資產	149,136	183,650	238,747	324,302	405,824
採用權益法之投資	118	63	45	63	63
固定資產	1,004	974	1,263	1,648	1,490
無形資產	1,973	3,372	3,340	3,372	3,372
其他非流動資產	21,118	12,144	21,791	53,898	53,598
非流動資產	24,213	16,553	26,438	58,981	58,523
資產總額	173,349	200,202	265,185	383,283	464,347
應付帳款及票據	69,809	77,997	147,955	150,838	230,213
短期借款	33,498	38,341	19,822	31,973	31,973
什項負債	7,276	8,479	10,112	17,480	17,480
流動負債	110,582	124,816	177,889	200,290	279,665
長期借款	7,750	17,786	12,644	77,517	65,517
其他負債及準備	1,156	2,625	2,706	3,807	3,807
長期負債	8,907	20,412	15,351	81,324	69,324
負債總額	119,489	145,228	193,239	281,615	348,990
股本	9,379	10,185	15,653	12,511	12,511
資本公積	20,445	25,294	25,681	47,560	47,560
保留盈餘	17,208	20,190	20,176	30,029	43,718
什項權益	6,736	(1,564)	9,599	10,629	10,629
歸屬母公司之權益	53,768	54,105	71,109	101,669	115,358
非控制權益	92	869	837	939	939
股東權益總額	53,860	54,974	71,946	101,669	115,358

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	8,920	15,530
折舊及攤提	377	438	556	1,149	637
本期營運資金變動	(22,457)	(14,660)	37,314	(56,413)	(3,073)
其他營業資產 及負債變動	1,245	582	(820)	84,521	0
營運活動之現金流量	(12,980)	(6,039)	41,028	38,186	13,091
資本支出	(171)	(310)	(228)	(179)	(179)
本期長期投資變動	(4)	(56)	(18)	0	0
其他資產變動	(818)	(4,589)	(492)	(108,950)	0
投資活動之現金流量	(993)	(4,955)	(739)	(109,129)	(179)
股本變動	146	807	5,468	0	0
本期負債變動	18,478	8,110	(24,206)	74,621	(12,000)
現金增減資	0	0	5,423	18,247	0
支付現金股利	(2,590)	(4,701)	(4,082)	(1,445)	(1,839)
其他調整數	(434)	4,417	(5,560)	1,560	0
融資活動之現金流量	15,600	8,633	(22,957)	93,449	(13,839)
匯率影響數	(575)	3,065	32	2,334	0
本期產生現金流量	1,052	704	17,364	24,840	(927)
自由現金流量	(13,151)	(6,349)	40,800	38,007	12,912

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	972,117	1,217,464
銷貨成本	(430,909)	(551,365)	(576,113)	(933,138)	(1,163,108)
營業毛利	16,987	19,832	18,406	38,979	54,357
營業費用	(6,430)	(8,050)	(10,206)	(22,860)	(29,481)
推銷費用	(4,522)	(5,533)	(6,383)	(17,714)	(20,840)
研究費用	(609)	(655)	(755)	(1,402)	(2,469)
管理費用	(1,296)	(1,861)	(3,060)	(3,744)	(6,172)
其他費用	(3)	(1)	(8)	0	0
營業利益	10,557	11,783	8,200	16,119	24,876
利息收入	6	39	152	822	800
利息費用	(453)	(1,437)	(2,254)	(5,304)	(4,914)
利息收入淨額	(446)	(1,398)	(2,102)	(4,482)	(4,114)
投資利益(損失)淨額	(6)	(16)	(19)	126	0
匯兌損益	197	(414)	(46)	(113)	0
其他業外收入(支出)淨額	(122)	(44)	(838)	309	0
稅前純益	10,180	9,911	5,195	11,955	20,762
所得稅費用	(2,325)	(2,311)	(1,217)	(3,081)	(5,234)
少數股權淨利	(68)	(31)	(33)	46	2
歸屬母公司之稅後純益	7,923	7,631	4,012	8,874	15,528
稅前息前折舊攤銷前淨利	11,009	11,786	8,005	17,268	25,513
調整後每股盈餘 (NT\$)	7.75	8.92	4.54	7.95	13.91

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	63.5	25.2
營業利益	98.6	11.6	(30.4)	96.6	54.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	93.8	7.1	(32.1)	115.7	47.8
稅後純益	107.0	(3.2)	(47.7)	124.2	74.1
調整後每股盈餘	108.8	15.2	(49.1)	75.0	75.0
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	3.8	3.5	3.1	4.0	4.5
營業利益率	2.4	2.1	1.4	1.7	2.0
稅前息前淨利率	2.2	1.5	0.5	1.7	2.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	2.5	2.1	1.4	1.4	1.2
稅前純益率	2.3	1.7	0.9	1.2	1.7
稅後純益率	1.8	1.3	0.7	0.9	1.3
資產報酬率	5.2	4.1	1.7	2.7	3.7
股東權益報酬率	15.7	14.0	6.3	10.2	14.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	221.9	264.2	268.6	277.0	302.5
淨負債權益比(%)	67.9	92.3	13.5	60.9	44.1
利息保障倍數 (倍)	23.5	7.9	3.3	2.1	2.4
流動比率 (%)	134.9	147.1	134.2	1.6	1.5
速動比率 (%)	73.9	73.9	79.6	0.9	0.8
淨負債 (NT\$百萬元)	36,569	50,744	9,719	61,903	50,829
調整後每股淨值 (NT\$)	57.32	53.12	61.44	90.26	102.53
評價指標 (倍)					
本益比	15.2	13.2	26.0	14.8	8.5
股價自由現金流量比	--	--	3.2	3.5	10.2
股價淨值比	2.1	2.2	1.9	1.3	1.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	12.0	11.2	16.5	7.6	5.2
股價營收比	0.3	0.2	0.2	0.1	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>.