

文晔 (3036 TT) WT Micro

近期逆風延續，惟併購後成長趨勢不變

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$130.0

收盤價 (2024/10/28) : NT\$112.5
隱含漲幅 : 15.6%

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\$)	130.0	140.0
2024年營收 (NT\$/十億)	946.0	972.1
2024年EPS	7.8	7.9

交易資料表

市值	NT\$140,750百萬元
外資持股比率	16.6%
董監持股比率	17.7%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$69.05
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	946,021	1,076,755
營業利益	11,783	8,200	15,651	21,797
稅後純益	7,631	4,012	8,799	14,357
EPS (元)	8.65	4.29	7.77	12.62
EPS YoY (%)	-13.0	-50.4	81.3	62.4
本益比 (倍)	13.0	26.2	14.5	8.9
股價淨值比 (倍)	2.1	1.8	1.6	1.5
ROE (%)	14.0	6.3	11.4	17.3
現金殖利率 (%)	3.8%	1.6%	3.5%	5.6%
現金股利 (元)	4.30	1.80	3.89	6.31

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

元大觀點

- ◆ **3Q24** 在美系手機客戶備貨以及通訊需求回溫之下，預估稅後獲利將季增 13.8%。
- ◆ **4Q24** 因手機客戶下修訂單以及消費性需求疲弱，預期營收將低於過往季節性，預估營收季減 4.9%。
- ◆ 目標價 130 元，係根據 2025 年 EPS 12.6 元給予 10 倍本益比，2025 年併購後獲利成長趨勢不變。

預估 3Q24 本業獲利將符合預期

文晔 3Q24 營收季增 7.2%至 2,613 億元，符合本中心/市場預期，落於公司財測中上緣。季增動能主要來自美系客戶手機備貨旺季與通訊業務回溫所貢獻。而 Future 營收/毛利率預估接近季持平。預估 3Q24 文晔整體毛利率 4.2%，季減 0.3 個百分點，稅後獲利 24 億元，季增 13.8%。

下修 4Q24 獲利，反映手機客戶調整訂單與消費性需求疲弱

展望 4Q24，本次下修營收 9.7%至 2,485 億元，EPS 下修 2.3%至 2.34 元，反映美系手機客戶訂單下修以及消費性需求疲弱，預期美系手機客戶訂單下修趨勢可能延續到 1Q25。而 Future 部分，觀察歐美同業 Avnet 與 Arrow 之展望，歐美市場需求仍相對平淡，其中歐洲市場預估仍在進行庫存調整，預估 4Q24 營收仍將維持季持平。

下修 2024/2025 年營運反映終端需求復甦較疲弱

本次下修 2024/2025 年營收 2.7%/11.6%，EPS 下修 0.7%/7.6%，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，其中下修文晔 2025 年個體營收 10%，下修 Future 2025 年營收 16%。展望 2025 年，目前通路端庫存已接近正常水位，預估在 1) 需求緩步回升；2) 併購綜效如：規模效益與交叉銷售機會，陸續發酵之下，文晔營收預估年增 13.8%，毛利率年增 0.4 個百分點至 4.4%，EPS 12.6 元，年增 62%。

預估 2025 年 EPS 12.6 元，維持買進

目前股價交易於 2025 年每股盈餘 12.6 元之 9 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 後將增加高獲利之 Mass Market (中小企業)之客戶比重；3) 文晔與 Future 客戶具交叉銷售之潛在機會，根據 2025 年 EPS 12.6 元，給予 10 倍本益比，目標價 130 元。

營運分析

預期 3Q24 獲利將符合預期，Future 因歐美車用與工控持續庫存調整呈季持平

文晔 3Q24 營收 2,613 億元，季增 7.2%，符合本中心預期/市場預期，落於公司財測中上緣，主因美系手機客戶備貨需求較強。預期 3Q24 本業獲利將符合本中心與公司先前財測預期之 40.6~48.5 億元。整體毛利率 4.2%，季減 0.3 個百分點，主因低毛利之手機業務營收比重提升，營業利益率 1.7%，季減 0.1 個百分點，EPS 預估 2.19 元。3Q24 EPS 季增幅大於稅後淨利，主因 2Q24 有配發特別股股息，對 2Q24 EPS 影響為 0.26 元。

其中文晔營收季增主要動能來自 1) 美系客戶手機旺季備貨；以及 2) 通訊業務回溫所貢獻。而 Future 預估 3Q24 營收與 2Q24 相近，毛利率預估 16.4%，呈現季持平。

圖 1：2024 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	261,256	7.2%	56.2%	260,512	256,286	0.3%	1.9%	
營業毛利	5,061	10,993	11,041	0.4%	118.1%	11,037	11,846	0.0%	-6.8%	
營業利益	2259	4,264	4,379	2.7%	93.8%	4,480	4,504	-2.3%	-2.8%	
稅前利益	1623	2,992	3,170	6.0%	95.4%	3,142	3,853	0.9%	-17.7%	
稅後淨利	1280	2,150	2,447	13.8%	91.1%	2451	2,704	-0.2%	-9.5%	
調整後 EPS (元)	1.44	1.70	2.19	30.0%	51.8%	2.20	2.42	-0.2%	-9.5%	
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	4.2%	4.6%	0.0	-0.4	
營業利益率	1.4%	1.8%	1.7%	-0.1	0.3	1.7%	1.0%	0.0	0.7	
稅後純益率	0.8%	0.9%	0.9%	0.1	0.2	0.9%	1.1%	0.0	-0.1	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

下修 4Q24 營收，預估營收將低於過往季節性，主因美系客戶下修手機訂單

展望 4Q24，本中心主要調整有二；1) 因美系手機客戶於 3Q24 備貨較積極且 4Q24 有下修訂單，預估文晔手機業務 4Q24 將呈現季持平(原先預估為季增 10%)；此外 2) 本中心觀察近期消費性應用，即便在通路端庫存已經正常，不過手機、PC、穿戴式裝置等需求，復甦幅度相對先前預期和緩，因此同步下修 PC、消費性業務之營收，幅度從先前之季減 5%下修至季減 10~15%。而在 Future 部分，觀察歐美同業 Avnet 與 Arrow 之展望，其中亞洲有見到緩步回溫，美國則為持平至微增，歐洲仍在庫存調整，預估仍有可能季減，因此預估 Future 4Q24 營收與毛利率仍延續季持平趨勢。

預估 4Q24 文晔整體營收季減 4.9%至 2,485 億元，相對前次下修 9.7%，毛利率 4.3%，季增 0.1 個百分點，主因產品組合改善(低毛利業務之手機營收比重下降)，營業利益率 1.8%，季增 0.1 個百分點，EPS 2.3 元，季增 6.8%，相對前次下修 2.3%。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24F	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異		
						元大預估	市場預估	元大	市場	
營業收入	189,696	261,256	248,466	-4.9%	31.0%	275,307	259,848	-9.7%	-4.4%	
營業毛利	4,996	11,041	10,734	-2.8%	114.8%	12,080	12,145	-11.1%	-11.6%	
營業利益	1917	4,379	4,398	0.4%	129.5%	4,764	4,645	-7.7%	-5.3%	
稅前利益	1260	3,170	3,386	6.8%	168.8%	3,429	3,352	-1.2%	1.0%	
稅後淨利	1044	2,447	2,612	6.8%	150.2%	2675	2,588	-2.3%	0.9%	
調整後 EPS (元)	1.18	2.19	2.34	6.8%	98.9%	2.40	2.32	-2.3%	0.9%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	2.6%	4.2%	4.3%	0.1	1.7	4.4%	4.7%	-0.1	-0.4	
營業利益率	1.0%	1.7%	1.8%	0.1	0.8	1.7%	1.8%	0.0	0.0	
稅後純益率	0.6%	0.9%	1.1%	0.1	0.5	1.0%	1.0%	0.1	0.1	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

併購 Future 後，2025 年綜效可望逐步發酵

併購 Future 主要綜效來自於 1) 併購 Future 可分散地區獲利來源；2) 併購 Future 後將增加高獲利之 Mass Market (中小企業)之客戶比重；3) 文晔與 Future 客戶具交叉銷售之潛在機會。

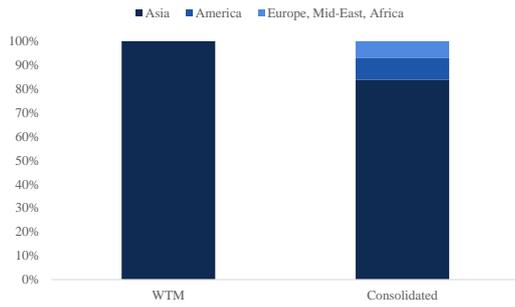
如以 2023 年文晔與 Future Electronics 之財務數字來看，原先合併前文晔營收/毛利皆來自亞洲區，合併後亞洲區營收/毛利將降低至 84%，有助於文晔分散地區獲利來源。以獲利結構來看，Future 因主要耕耘 Mass Market 之客戶 2023 毛利率為 17.4%，遠高於文晔之 3~3.5 個百分點，雖因提供更多設計與 FAE 資源，使 Future 之營業費用率達 10~12%，不過整體營業利益率 6.7%，仍高於文晔先前之 1.5~3%。

圖 3：Future Electronics 主要客戶為 Mass Market 之客群



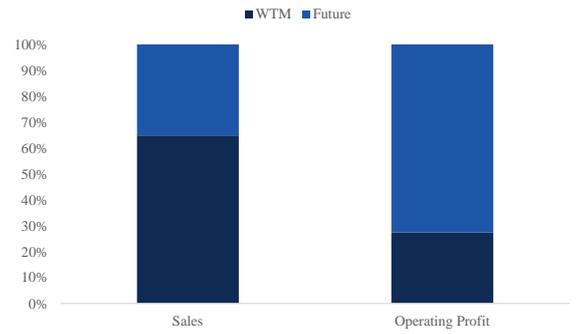
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：合併 2023 年營收後文晔亞洲區營收比重下降至 84%



資料來源：公司資料；採用 2023 年之財務數字。

圖 5：Future 之獲利結構優於文晔

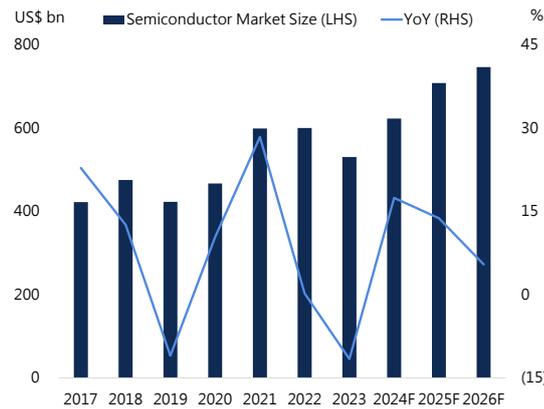


資料來源：公司資料；採用 2023 年之財務數字，其中文晔之營業費用有納入併購所需之相關費用。

2024/ 2025 年半導體產業將重回復甦態勢

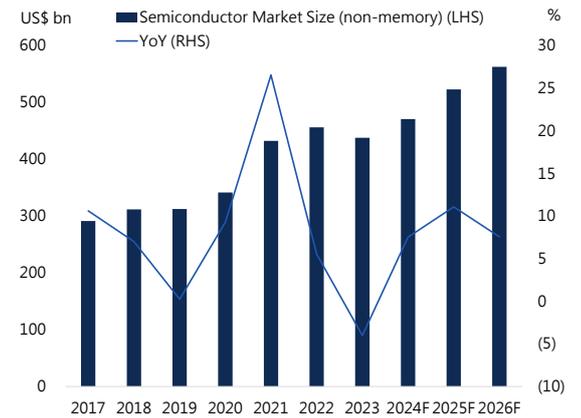
預估 2024 年半導體產業總產值將恢復年增 17%，其中記憶體預估年增 70%，類比 IC 年減 6%、邏輯 IC 年增 4%、微電子元件年持平，排除記憶體則預估整體 2024 年半導體市場年增 7.5%。預估 2025 年半導體市場將在 AI 需求成長、手機與筆電需求緩步回溫下，持續成長 14%。

圖 6：預估 2025 年半導體整體市場將成長 14%



資料來源：Bloomberg、元大投顧預估、IDC

圖 7：2025 年半導體市場(排除記憶體)將年增 9%



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

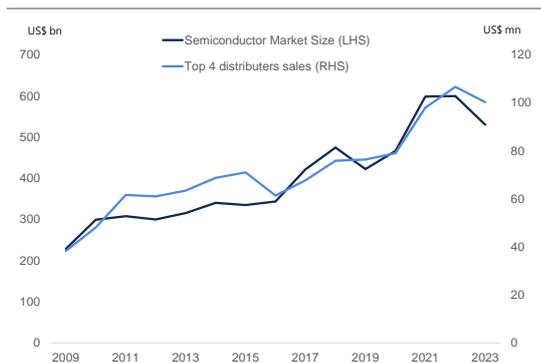
IC 通路業者，主要成長來自半導體市場成長、擴增代理客戶、同業併購、原廠、供應商之併購。其經營模式為提供半導體供應商物流、技術支援與相關產品資訊之責任。上游供應商將銷售及支援服務轉為通路商承接，由通路商代為提供下游客戶市場資訊及產品應用技術支援，協助縮短產品上市時程。對於供應商如 IDM 與晶片設計業者而言，IC 通路業者之價值在其 FAE 能彈性且即時地支援下游客戶如 OEM、ODM 與 EMS 等廠商、提供供應商及時地市場情報與產品發展規畫建議；而對下游客戶而言，IC 通路業者能加快產品 Time To Market (TTM) 之時間、並提供的多元晶片解決方案等。

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

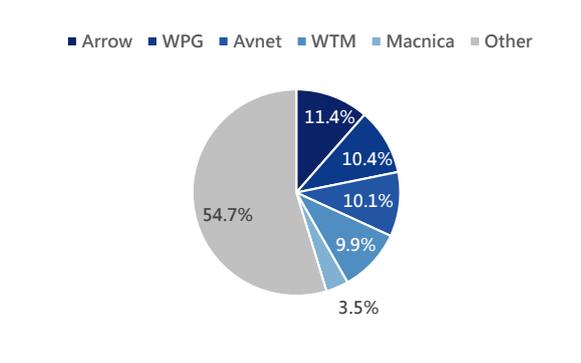
2023 年前四大 IC 通路業者 Arrow、大聯大投控、Avnet 與文晔便佔了 IC 通路市場約 40%之份額。其中 Arrow 與 Avnet 以歐美市場為主，大聯大投控與文晔則以亞洲市場為主。2023 年 Arrow 與 Avnet 在美洲市場之市占率分別為 30~40%與 20~25%。歐洲市場分別為 30~40%與 30~40%。而大聯大投控與文晔在亞洲市場之營收市占率為 15%與 12%。

圖 8：IC 通路業者營收與整體半導體市場產值連動性高



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 9：2023 年 IC 通路業者市佔率

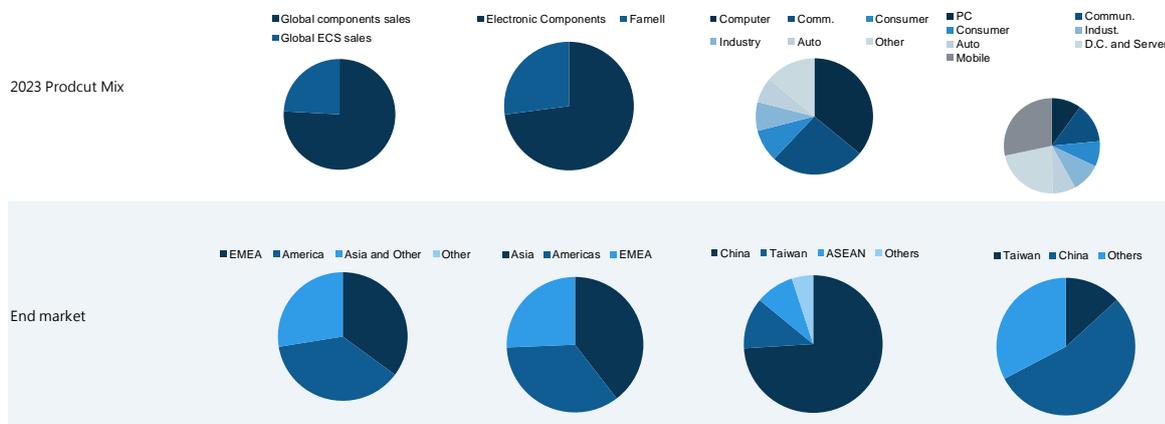


資料來源：元大投顧整理

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 10：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 numbers；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 2024/2025 年整體營收與獲利預估，反映終端需求較預期疲弱，預估 2024/2025 年 EPS 7.8/12.6 元

本中心下修 2024 年文曄整體營收 2.7%，反映 4Q24 手機、PC 與消費性客戶備貨需求較預期疲弱。此外下修 2025 年營收 11.6% 至 10,768 億元，其中分別下修 2025 年文曄個體營收 10%，反映手機客戶備貨需求下修與消費性需求疲弱；下修 2025 年 Future 美元營收 16%，反映歐美工控與車用庫存調整時間較預期長，毛利率維持 16.4%。預估 2025 年文曄整體毛利率 4.4%，年增 0.4 個百分點，EPS 12.6 元，相較前次下修 7.6%。展望 2025 年，目前通路端庫存已接近正常水位，預估 2025 年整體需求將維持緩步復甦步調，明年在 1) 整體需求回溫；2) 併購綜效如：規模效益與交叉銷售機會，陸續發酵之下，文曄營收預估年增 13.8%，毛利率年增 0.4 個百分點至 4.4%，EPS 12.6 元，年增 62%。

給予 2025 年 EPS 12.6 元 10 倍本益比，目標價 130 元，維持買進

目前文曄股價交易於 2025 年預估每股盈餘之 9 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 9.8/12 倍，國內同業大聯大過往五年本益比約交易於 7-13 倍。我們認為文曄目前仍具投資價值，係因 1) 併購 Future 可分散地區獲利來源；2) 併購 Future 後將增加高獲利之 Mass Market (中小企業) 之客戶比重；3) 文曄與 Future 客戶具交叉銷售之潛在機會，根據 2025 年 EPS 12.6 元，給予過往區間中緣之 10 倍本益比，目標價 130 元，維持買進。

圖 11：2024 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	946,021	972,117	1,076,755	1,217,464	-2.7%	-11.6%
營業毛利	37,637	38,979	47,304	54,357	-3.4%	-13.0%
營業利益	15,651	16,119	21,797	24,876	-2.9%	-12.4%
稅前利益	11,531	11,955	18,631	20,762	-3.5%	-10.3%
稅後淨利	8,799	8,865	14,357	15,530	-0.7%	-7.6%
調整後 EPS (元)	7.77	7.83	12.62	13.65	-0.7%	-7.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	4.0%	4.0%	4.4%	4.5%	0.0	-0.1
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%	1.3%	0.0	0.1

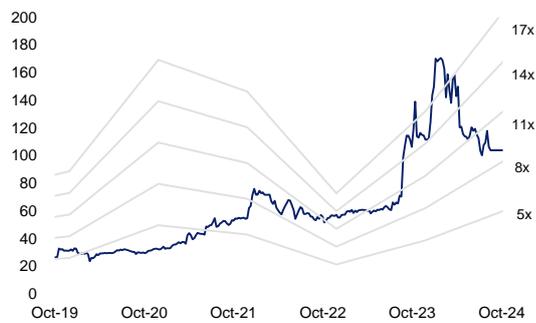
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：2024 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	946,021	943,144	1,076,755	1,112,644	0.3%	-3.2%
營業毛利	37,637	39,122	47,304	53,095	-3.8%	-10.9%
營業利益	15,651	15,702	21,797	23,144	-0.3%	-5.8%
稅前利益	11,531	11,530	18,631	19,074	0.0%	-2.3%
稅後淨利	8,799	8,694	14,357	14,612	1.2%	-1.7%
調整後 EPS (元)	7.77	7.68	12.62	12.84	1.2%	-1.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	4.0%	4.1%	4.4%	4.8%	-0.2	-0.4
營業利益率	1.7%	1.7%	2.0%	2.1%	0.0	-0.1
稅後純益率	0.9%	0.9%	1.3%	1.3%	0.0	0.0

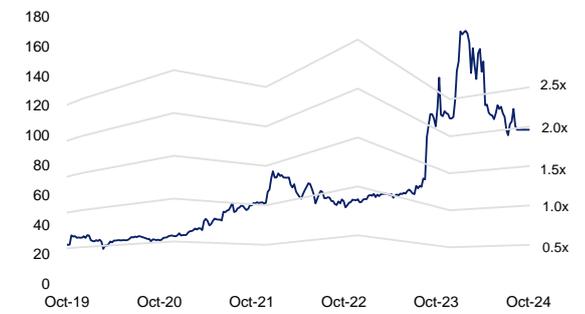
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：PE 河流圖



資料來源：TEJ、元大投顧預估

圖 14：PB 河流圖



資料來源：TEJ、元大投顧預估

圖 15：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	112.5	4,398	4.29	7.77	12.62	26.2	14.5	8.9	(50.4)	81.3	62.4
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、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 16：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	112.5	4,398	6.3	11.4	17.3	61.44	69.05	74.28	1.8	1.6	1.5
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、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 17：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	261,256	248,466	240,484	260,286	291,539	284,446	946,021	1,076,755
銷貨成本	(187,782)	(232,654)	(250,215)	(237,732)	(229,770)	(248,807)	(279,078)	(271,797)	(908,383)	(1,029,451)
營業毛利	4,870	10,993	11,041	10,734	10,715	11,479	12,462	12,648	37,637	47,304
營業費用	(2,259)	(6,729)	(6,662)	(6,336)	(6,012)	(6,247)	(6,705)	(6,542)	(21,986)	(25,507)
營業利益	2,611	4,264	4,379	4,398	4,702	5,232	5,756	6,106	15,651	21,797
業外利益	(628)	(1,272)	(1,209)	(1,012)	(808)	(795)	(782)	(780)	(4,120)	(3,166)
稅前純益	1,982	2,992	3,170	3,386	3,894	4,437	4,974	5,326	11,531	18,631
所得稅費用	(366)	(814)	(729)	(779)	(896)	(1,020)	(1,144)	(1,225)	(2,688)	(4,285)
少數股東權益	26	28	(6)	(5)	(5)	(4)	(2)	0	44	(11)
歸屬母公司稅後純益	1,590	2,150	2,447	2,612	3,004	3,420	3,832	4,101	8,799	14,357
調整後每股盈餘(NT\$)	1.55	1.70	2.19	2.34	2.69	2.82	3.43	3.67	7.77	12.62
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%	4.3%	4.5%	4.4%	4.3%	4.5%	4.0%	4.4%
營業利益率	1.4%	1.8%	1.7%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.2%	1.7%	2.0%
稅前純益率	1.0%	1.2%	1.2%	1.4%	1.6%	1.7%	1.7%	1.9%	1.2%	1.7%
稅後純益率	0.8%	0.9%	0.9%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	0.9%	1.3%
有效所得稅率	18.5%	27.2%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.3%	23.0%
季增率(%)										
營業收入	1.6%	26.5%	7.2%	-4.9%	-3.2%	8.2%	12.0%	-2.4%		
營業利益	36.2%	63.3%	2.7%	0.4%	6.9%	11.3%	10.0%	6.1%		
稅後純益	52.3%	35.2%	13.8%	6.7%	15.0%	13.8%	12.0%	7.0%		
調整後每股盈餘	32.1%	8.5%	30.0%	6.8%	15.0%	4.9%	21.6%	7.0%		
年增率(%)										
營業收入	60.4%	107.4%	56.2%	31.0%	24.8%	6.8%	11.6%	14.5%	59.1%	13.8%
營業利益	31.6%	108.9%	93.8%	129.5%	80.1%	22.7%	31.4%	38.8%	90.9%	39.3%
稅後純益	119.8%	122.8%	91.2%	150.2%	88.9%	59.1%	56.6%	57.0%	122.3%	62.2%
調整後每股盈餘	89.9%	98.8%	51.8%	98.9%	73.1%	67.4%	56.6%	57.0%	81.3%	62.4%

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。

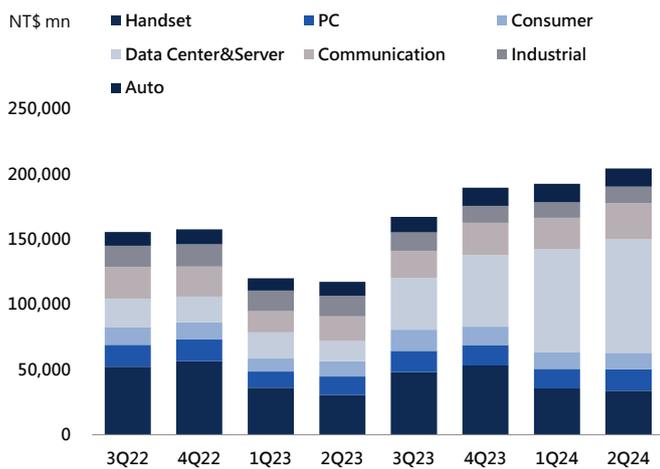
Future 成立於 1968 年，總部位於加拿大蒙特婁，主要客群與文晔之全球一線 500 大客戶不同，主要為 Mass market 中小型電子產品製造商，其 2022 年主要營收來源分布於亞洲(34%)、美洲(42%)、歐洲中東以及非洲(24%)。其現金約為 2.2 億元，總資產 39 億美元，股東權益 32 億美元，公司本身無債務，而公司間之交易被歸類為其他應收與應付帳款。

圖 18：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	5.06
Cheng Wen-Tsung	2.25
New Labor Pension Fund	2.14
Vanguard Group Inc	2.04
Mega Financial Holdings	2.00
Canadian Imperial Bank of Commerce	1.92
JP Morgan Security	1.79

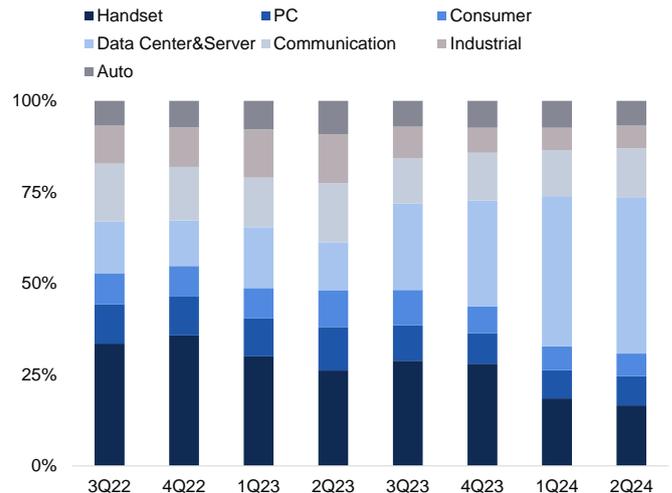
資料來源：Bloomberg、公司資料

圖 19：營收金額分布



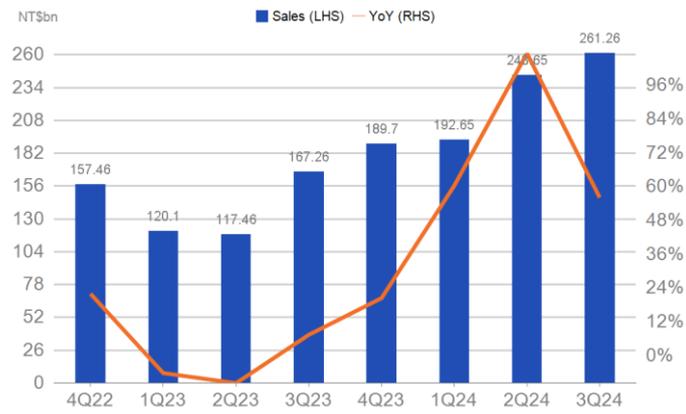
資料來源：公司資料

圖 20：營收百分比分布



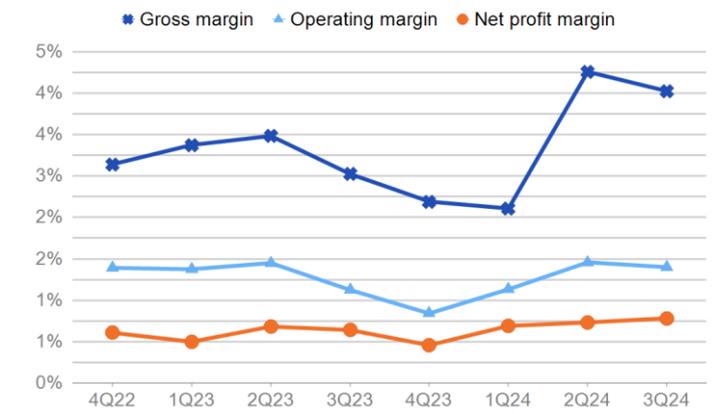
資料來源：公司資料

圖 21：營收趨勢



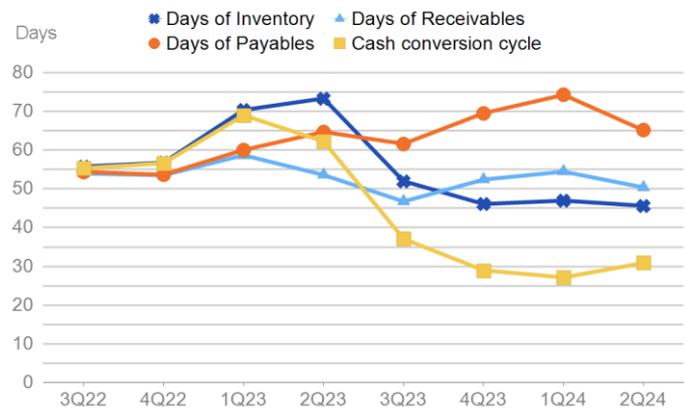
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：毛利率、營益率、淨利率



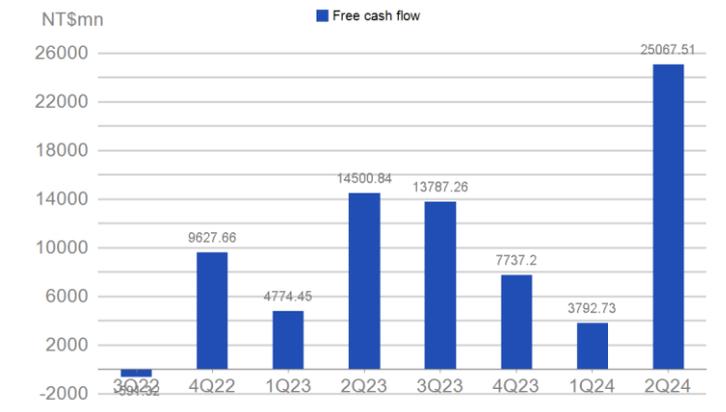
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：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 25：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 (2024/10/28)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

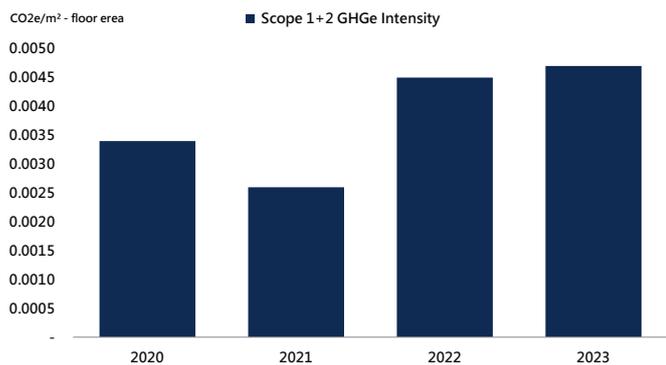
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

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+)

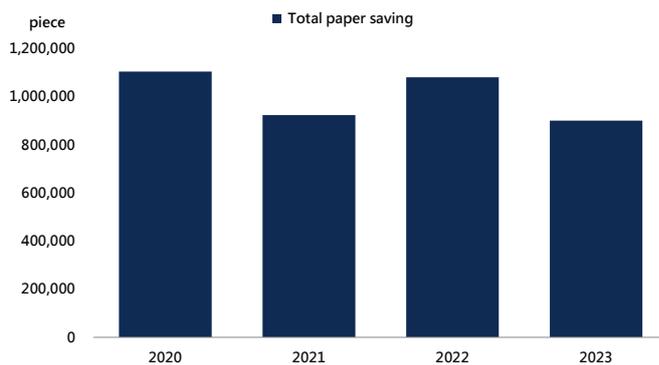
註 4：執行力分數評級： 弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 26：碳排放密度



資料來源：公司資料、Reuters

圖 27：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	14,010	14,899
存貨	66,524	90,547	95,716	128,269	125,568
應收帳款及票據	75,462	84,568	111,637	121,629	143,873
其他流動資產	2,470	3,151	8,647	7,541	7,541
流動資產	149,136	183,650	238,747	271,449	291,880
採用權益法之投資	118	63	45	45	45
固定資產	1,004	974	1,263	3,710	6,105
無形資產	1,973	3,372	3,340	3,340	3,340
其他非流動資產	21,118	12,144	21,791	21,791	21,791
非流動資產	24,213	16,553	26,438	28,886	31,280
資產總額	173,349	200,202	265,185	300,335	323,160
應付帳款及票據	69,809	77,997	147,955	175,579	191,075
短期借款	33,498	38,341	19,822	19,822	19,822
什項負債	7,276	8,479	10,112	10,112	10,112
流動負債	110,582	124,816	177,889	205,513	221,009
長期借款	7,750	17,786	12,644	14,144	15,644
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	16,851	18,351
負債總額	119,489	145,228	193,239	222,363	239,359
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	26,158	31,998
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	71,109	77,090	82,931
非控制權益	92	869	837	881	870
股東權益總額	53,860	54,974	71,946	77,971	83,801

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	7,855	7,600	3,979	8,843	14,346
折舊及攤提	377	438	556	552	605
本期營運資金變動	(22,457)	(14,660)	37,314	(14,922)	(4,046)
其他營業資產 及負債變動	1,245	582	(820)	0	0
營運活動之現金流量	(12,980)	(6,039)	41,028	(5,526)	10,906
資本支出	(171)	(310)	(228)	(3,000)	(3,000)
本期長期投資變動	(4)	(56)	(18)	0	0
其他資產變動	(818)	(4,589)	(492)	0	0
投資活動之現金流量	(993)	(4,955)	(739)	(3,000)	(3,000)
股本變動	146	807	5,468	0	0
本期負債變動	18,478	8,110	(24,206)	1,500	1,500
現金增減資	0	0	5,423	0	0
支付現金股利	(2,590)	(4,701)	(4,082)	(2,818)	(8,517)
其他調整數	(434)	4,417	(5,560)	0	0
融資活動之現金流量	15,600	8,633	(22,957)	(1,318)	(7,017)
匯率影響數	(575)	3,065	32	0	0
本期產生現金流量	1,052	704	17,364	(9,844)	889
自由現金流量	(13,151)	(6,349)	40,800	(8,526)	7,906

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	447,896	571,197	594,519	946,021	1,076,755
銷貨成本	(430,909)	(551,365)	(576,113)	(908,383)	(1,029,451)
營業毛利	16,987	19,832	18,406	37,637	47,304
營業費用	(6,430)	(8,050)	(10,206)	(21,986)	(25,507)
推銷費用	(4,522)	(5,533)	(6,383)	(17,471)	(20,123)
研究費用	(609)	(655)	(755)	(955)	(1,077)
管理費用	(1,296)	(1,861)	(3,060)	(3,531)	(4,307)
其他費用	(3)	(1)	(8)	(29)	0
營業利益	10,557	11,783	8,200	15,651	21,797
利息收入	6	39	152	712	406
利息費用	(453)	(1,437)	(2,254)	(4,380)	(4,000)
利息收入淨額	(446)	(1,398)	(2,102)	(3,668)	(3,594)
投資利益(損失)淨額	(6)	(16)	(19)	250	287
匯兌損益	197	(414)	(46)	(113)	0
其他業外收入(支出)淨額	(122)	(44)	(838)	(590)	141
稅前純益	10,180	9,911	5,195	11,531	18,631
所得稅費用	(2,325)	(2,311)	(1,217)	(2,688)	(4,285)
少數股權淨利	(68)	(31)	(33)	44	(11)
歸屬母公司之稅後純益	7,923	7,631	4,012	8,799	14,357
稅前息前折舊攤銷前淨利	11,009	11,786	8,005	15,099	21,192
調整後每股盈餘 (NT\$)	9.94	8.65	4.29	7.77	12.62

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	26.8	27.5	4.1	59.1	13.8
營業利益	98.6	11.6	(30.4)	90.9	39.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	93.8	7.1	(32.1)	88.6	40.4
稅後純益	107.0	(3.2)	(47.7)	122.3	62.2
調整後每股盈餘	168.0	(13.0)	(50.4)	81.3	62.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	3.8	3.5	3.1	4.0	4.4
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	1.6	2.0
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	2.9	4.4
股東權益報酬率	15.7	14.0	6.3	11.4	17.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	221.9	264.2	268.6	285.2	285.6
淨負債權益比 (%)	67.9	92.3	13.5	25.6	24.5
利息保障倍數 (倍)	23.5	7.9	3.3	3.6	5.7
流動比率 (%)	134.9	147.1	134.2	132.1	132.1
速動比率 (%)	73.9	73.9	79.6	69.7	75.3
淨負債 (NT\$百萬元)	36,569	50,744	9,719	19,956	20,567
調整後每股淨值 (NT\$)	57.32	53.12	61.44	69.05	74.28
評價指標 (倍)					
本益比	11.3	13.0	26.2	14.5	8.9
股價自由現金流量比	--	--	3.1	--	15.9
股價淨值比	2.0	2.1	1.8	1.6	1.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	11.4	10.7	15.7	8.3	5.9
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；註：負債為短期債加上長期債。

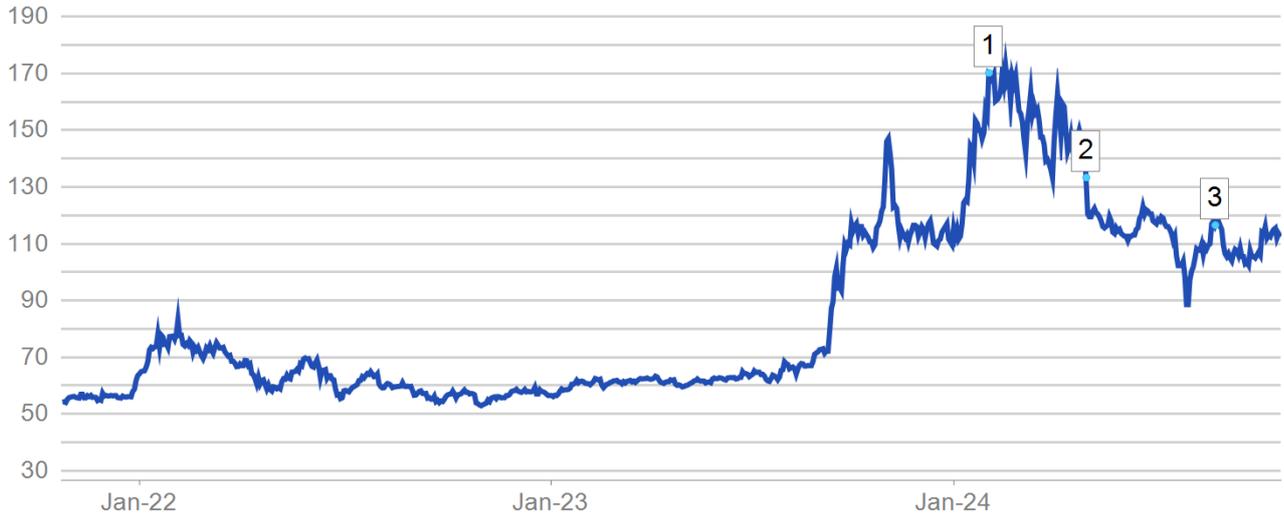
附錄：重要揭露事項

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

— 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	20240201	158.00	215.00	211.48	買進	劉誠新
2	20240508	150.50	170.00	167.22	買進	劉誠新
3	20240828	116.50	140.00	140.00	買進	劉誠新

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 仁愛路三段 157 號 4 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>.