

2024 年 10 月 29 日

研究員：蔡沛鐸 michael.tsai@cim.capital.com.tw

前日收盤價	112.50 元
目標價	
3 個月	125.00 元
12 個月	125.00 元

文晔(3036 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

08/08/2024	到達目標價	102.0
08/07/2024	Trading Buy	90.0
05/08/2024	Trading Buy	150.5
04/23/2024	Trading Buy	158.0
02/01/2024	Buy	158.0

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	11,162
市值(億元)	1,408
目前每股淨值(元)	77.56
外資持股比(%)	16.57
投信持股比(%)	4.74
董監持股比(%)	17.73
融資餘額(張)	7,615
現金股息配發率(%)	42.44

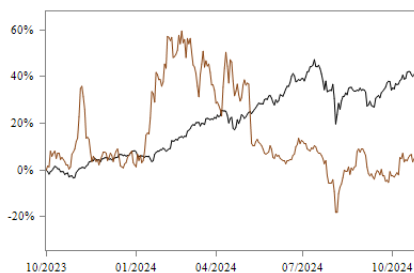
產品組合



- 特定應用標準產品—無線連接:29.47%
- 特定應用標準產品—有線連接:15.94%
- 類比積體電路:15.50%
- 其他:39.09%

股價相對大盤走勢

— 3036 — TWSE



4Q24 營收可能為季增持平或小幅季減的表現。

投資建議：因文晔 2024 年與 2025 年營運年增率因併購案成長，因此給予文晔 Trading Buy 的投資建議，目標價 125 元(約當 13.0x*2024F EPS)。

文晔 4Q24 營收可能為季增持平或小幅季減的表現：展望 4Q24，以各產品線來看，手機的部分，群益預估文晔手機產品線 4Q24 營收為季增的表現；在個人電腦及週邊的部分，因電腦產業通常出貨高峰在第三季，因此預估文晔個人電腦及週邊產品線 4Q24 營收為季減的表現；在消費性的部分，因文晔 2021 年至 2023 年消費性產品季營收高峰都在第三季，因此預估文晔消費性產品線 4Q24 營收為季減的表現；在資料中心及伺服器的部分，因 1Q24 至 3Q24 營收成長性高，因此預估文晔資料中心及伺服器 4Q24 營收為約略持平的表現，在通訊的部分，因文晔 2021 年至 2023 年通訊產品季營收高峰都在第三季，因此預估文晔通訊產品線 4Q24 營收為季減的表現；在工業與儀器、汽車電子以及 Future Electronics 的部分，因工業與車用半導體市場仍在庫存去化階段，因此群益預估文晔工業與儀器產品線、汽車電子產品線以及 Future Electronics 在 4Q24 營收為季減的表現。綜合前述市場狀況與對文晔各產品線展望的預期，群益更新預估文晔 4Q24 營收 2,593.47 億元，QoQ-0.73%，YoY+36.72%，毛利率 4.21%，營業毛利 109.76 億元，QoQ-3.50%，YoY+118.28%，營業利益率 1.50%，營業利益 38.99 億元，QoQ-10.65%，YoY+103.44%，歸屬母公司淨利 22.70 億元，QoQ-12.36%，YoY+117.53%，EPS 2.03 元(股本以不包含甲種特別股 1.35 億股之普通股股本 111.62 億元計算)。

文晔 2024 年與 2025 年營運將因併購案成長：群益更新預估文晔 2024 年營收 9,569.01 億元，YoY+60.95%，毛利率 3.99%，營業利益率 1.58%，歸屬母公司淨利 86.01 億元，YoY+114.37%，EPS 7.71 元。並更新預估文晔 2025 年營收 1 兆 1,169.85 億元，YoY+16.73%，毛利率 4.32%，營業利益率 1.59%，歸屬母公司淨利 108.18 億元，YoY+25.77%，EPS 9.69 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	594,519	956,901	1,116,985	167,260	189,696	192,651	243,647	261,256	259,347	250,823	272,429	294,572
營業毛利淨額	18,406	38,070	48,205	5,061	4,996	4,870	10,993	11,301	10,906	10,976	11,751	12,552
營業利益	8,200	15,137	17,746	2,259	1,917	2,611	4,264	4,364	3,899	3,883	4,170	4,699
稅後純益	4,012	8,601	10,818	1,280	1,044	1,590	2,150	2,591	2,270	2,331	2,401	2,953
稅後 EPS(元)	3.59	7.71	9.69	1.15	0.94	1.42	1.93	2.32	2.03	2.09	2.15	2.65
毛利率(%)	3.10%	3.98%	4.32%	3.03%	2.63%	2.53%	4.51%	4.33%	4.21%	4.38%	4.31%	4.26%
營業利益率(%)	1.38%	1.58%	1.59%	1.35%	1.01%	1.36%	1.75%	1.67%	1.50%	1.55%	1.53%	1.60%
稅後純益率(%)	0.67%	0.90%	0.97%	0.77%	0.55%	0.83%	0.88%	0.99%	0.88%	0.93%	0.88%	1.00%
營業收入 YoY/QoQ(%)	4.08%	60.95%	16.73%	42.40%	13.41%	1.56%	26.47%	7.23%	-0.73%	-3.29%	8.61%	8.13%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-47.42%	114.37%	25.77%	32.63%	-18.47%	52.35%	35.22%	20.49%	-12.36%	2.65%	3.01%	23.02%

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 111.62 億元計算。

ESG (Environment, Social, Governance) :

文晔(3036.TT)是半導體相關零組件代理經銷商，公司已成立文晔 ESG 永續發展小組，並自 2017 年起每年自發性出版永續報告書(企業社會責任報告書)。

根據公司的資料，在環境保護(Environment)的部分，文晔已達成績效包含(1)綠色採購金額高達新台幣 1,488 萬元，增加 121%，落實綠色消費，榮獲新北市政府綠色消費績優企業，(2)二溫室氣體排放密集度減少 19.04%，(3)電力總耗用量減少 8.72%，出貨之新紙箱使用比例降至 24.26%，較 2020 年減少 5.91%，(4)擴大溫室氣體的盤查範圍，(5)將組織使用產品購買商品之排放量納入盤查邊界等績效。

在社會責任(Social)的部分，文晔已達成績效包含(1)員工人數成長成長 8.97%，100%全職，無兼職與派遣員工，(2)女性主管占比達 28.9%，(3)各營運據點高階主管聘用在地居民比例達 85.42%，(4)全年 0 件失能傷害，(5)採用社會政策與行為準則以篩選新供應商的比例為 100%，(6)全年社會影響投入新台幣 1,515 萬元，產出 13 項回饋計畫等績效。

在公司治理(Governance)的部分，文晔已達成績效包含(1)召開 12 次董事會，全體董事平均親自出席率達 98.8%，(2)女性董事 3 席，超過全體董事 1/3，(3)資訊安全意識培訓計畫 4,198 人次，100%完訓等績效。

公司簡介：

文晔科技股份有限公司成立於 1993 年，主要從事半導體相關零組件代理經銷業務，公司透過合併多家 IC 通路商的方式擴大公司規模，目前在中國大陸、韓國、新加坡、印度、泰國、馬來西亞、越南等地區共有 52 個營運據點，公司所代理全球一流半導體原廠超過 80 家，服務的優質客戶超過 10,000 家，所代理的電子零組件被廣泛應用於通訊、電腦及周邊、消費性電子、工業控制、物聯網及汽車等多樣應用領域。2Q24 之應用別產品營收比重為手機 14.0%、個人電腦及週邊 6.7%、消費性 7.6%、資料中心及伺服器 36.6%、通訊 13.2%、工業與儀器 13.7%、汽車電子 8.3%。

文晔 3Q24 可望為季增、年增的表現：

展望 3Q24，文晔預估 3Q24 營收 2,470~2,630 億元，毛利率 4.20%~4.40%，營益率 1.65~1.85%，實際文晔自結 3Q24 營收為 2,612.56 億元，表現符合公司財測，與群益前次預估文晔 3Q24 營收 2,629.83 億元，表現符合預期。群益並預估文晔 3Q24 毛利率 4.33%，營業毛利 113.01 億元，QoQ+2.80%，YoY+123.29%，營業利益率 1.67%，營業利益 43.64 億元，QoQ+2.34%，YoY+93.17%，歸屬母公司淨利 25.91 億元，QoQ+20.49%，YoY+102.38%，EPS 2.32 元(股本以不包含甲種特別股 1.35 億股之普通股股本 111.62 億元計算)。

文晔 4Q24 營收可能為季增持平或小幅季減的表現：

展望 4Q24，根據群益從產業訪查的結果與最新各產品市場的狀況，以各產品線來看，首先是手機的部分，因為過往第三季都是手機新產品推出的時間，使手機在第四季的表现會較第三季好，因此群益預估文晔手機產品線 4Q24 營收為季增的表現；在個人電腦及週邊的部分，因電腦產業通常出貨

2024 年 10 月 29 日

高峰在第三季，因此預估文晔個人電腦及週邊產品線 4Q24 營收為季減的表現；在消費性的部分，因文晔 2021 年至 2023 年消費性產品季營收高峰都在第三季，因此預估文晔消費性產品線 4Q24 營收為季減的表現；在資料中心及伺服器的部分，因 1Q24 至 3Q24 營收成長性高，因此預估文晔資料中心及伺服器 4Q24 營收為約略持平的表現，在通訊的部分，因文晔 2021 年至 2023 年通訊產品季營收高峰都在第三季，因此預估文晔通訊產品線 4Q24 營收為季減的表現；在工業與儀器、汽車電子以及 Future Electronics 的部分，根據群益產業訪查的瞭解，工業與車用半導體市場仍在庫存去化階段，而 Future Electronics 主要終端應用市場也是以工業與車用為主，因此群益預估文晔工業與儀器產品線、汽車電子產品線以及 Future Electronics 在 4Q24 營收為季減的表現。

綜合前述市場狀況與對文晔各產品線展望的預期，群益更新預估文晔 4Q24 營收 2,593.47 億元，QoQ-0.73%，YoY+36.72%，毛利率 4.21%，營業毛利 109.76 億元，QoQ-3.50%，YoY+118.28%，營業收益率 1.50%，營業利益 38.99 億元，QoQ-10.65%，YoY+103.44%，歸屬母公司淨利 22.70 億元，QoQ-12.36%，YoY+117.53%，EPS 2.03 元(股本以不包含甲種特別股 1.35 億股之普通股股本 111.62 億元計算)。

文晔併購 Future Electronics 後，2024 年與 2025 年營運將進入高速成長期：

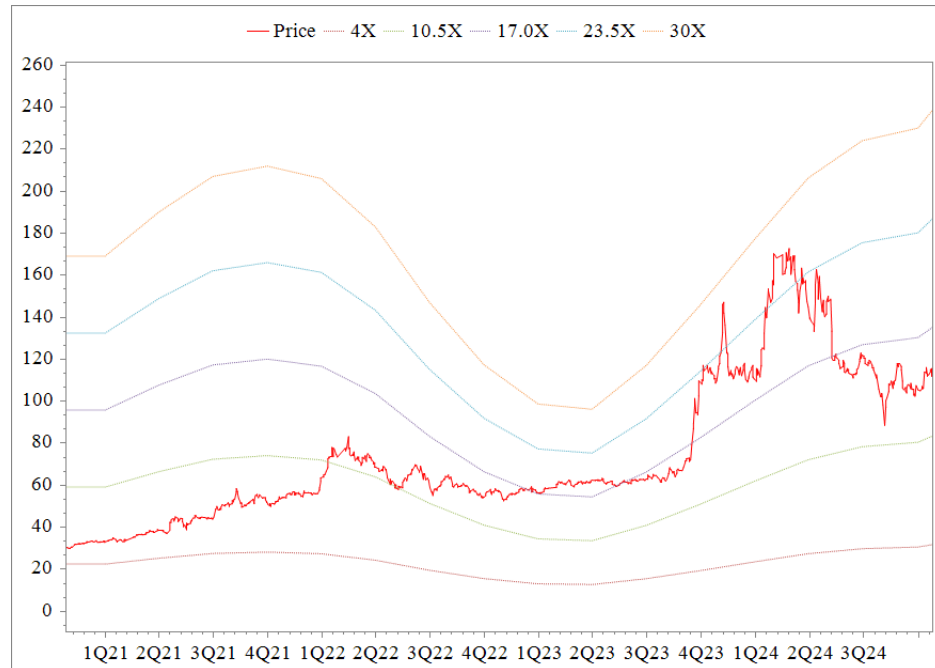
展望 2024 年，因文晔已完成加拿大的未上市公司 Future Electronics 的併購案，等於 Future Electronics 於 2Q24 就開始貢獻文晔的營收與獲利表現，另研調機構 Gartner 最新預估全球半導體市場營收 2023 年到 2027 年的年複合成長率(CAGR)為+10.9%，研調機構 Gartner 並將 2024 年全球非記憶體市場成長預估從+6.2%上修至+7.5%。因此綜合前述對文晔 3Q24、4Q24 最新的預估與最新的市場狀況，群益更新預估文晔 2024 年營收 9,569.01 億元，YoY+60.95%，毛利率 3.99%，營業毛利 380.70 億元，YoY+106.83%，營業收益率 1.58%，營業利益 151.37 億元，YoY+84.60%，歸屬母公司淨利 86.01 億元，YoY+114.37%，EPS 7.71 元(股本以不包含甲種特別股 1.35 億股之普通股股本 111.62 億元計算)。

另根據最新產業訪查的瞭解，目前終端應用市場中，AI 與 AI 伺服器市場成長強勁，手機、個人電腦、消費性終端產品市場需求屬於溫和、個位數成長，工業與車用半導體市場在 2024 年處於庫存去化期，2025 年需求可望改善。基於前述最新的市場狀況，群益更新預估文晔 2025 年營收 1 兆 1,169.85 億元，YoY+16.73%，毛利率 4.32%，營業毛利 482.05 億元，YoY+26.62%，營業收益率 1.59%，營業利益 177.46 億元，YoY+17.23%，歸屬母公司淨利 108.18 億元，YoY+25.77%，EPS 9.69 元(股本以不包含甲種特別股 1.35 億股之普通股股本 111.62 億元計算)。

投資建議：

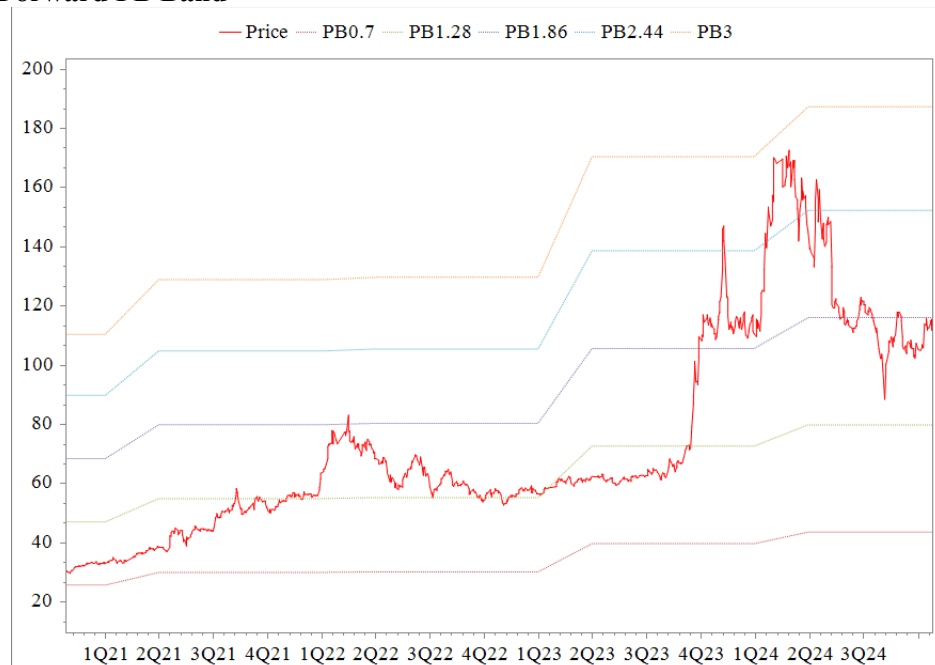
因文晔 2024 年與 2025 年營運年增率將進入高速成長期，因此給予文晔 Trading Buy 的投資建議，目標價 125 元(約當 13.0x*2024F EPS)。

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 10 月 29 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	173,349	200,202	265,185	452,374	480,671
流動資產	149,136	183,650	238,747	441,116	352,484
現金及約當現金	4,680	5,383	22,748	29,378	27,025
應收帳款與票據	75,462	84,568	111,637	180,309	174,400
存貨	66,524	90,547	95,715	171,645	142,457
採權益法之投資	118	63	45	15	222
不動產、廠房設備	1,004	974	1,263	2,463	2,553
負債總計	119,489	145,228	193,239	348,556	370,359
流動負債	110,582	124,816	177,889	298,794	298,447
應付帳款與票據	69,809	77,997	147,955	172,771	181,642
非流動負債	8,907	20,412	15,351	24,947	38,224
權益總計	53,860	54,974	71,946	103,818	110,312
普通股股本	7,977	8,835	8,873	11,162	11,162
保留盈餘	17,208	20,190	20,176	27,294	33,788
母公司業主權益	53,768	54,105	71,109	102,869	109,386
負債及權益總計	173,349	200,202	265,185	452,374	480,671

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	-12,980	-6,039	41,028	-62,398	101,103
稅前純益	10,180	9,911	5,195	11,398	14,053
折舊及攤銷	377	438	556	1,038	1,116
營運資金變動	-21,959	-24,941	37,721	-119,785	43,968
其他營運現金	-1,578	8,553	-2,445	44,951	41,965
投資活動現金	-993	-4,955	-739	-62,449	-195,433
資本支出淨額	-170	-310	-223	-300	-300
長期投資變動	-784	-1,387	343	-78,500	-78,500
其他投資現金	-38	-3,257	-859	16,351	-116,633
籌資活動現金	15,600	8,633	-22,957	131,477	91,977
長借/公司債變動	6,950	9,064	-5,037	9,596	13,277
現金增資	0	0	5,423	24,754	0
發放現金股利	-2,590	-4,701	-4,082	-1,595	-4,301
其他籌資現金	11,240	4,270	-19,261	98,721	83,000
淨現金流量	1,052	704	17,364	6,630	-2,353
期初現金	3,627	4,680	5,383	22,748	29,378
期末現金	4,680	5,383	22,748	29,378	27,025

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	447,896	571,197	594,519	956,901	1,116,985
營業成本	430,909	551,365	576,113	918,831	1,068,779
營業毛利淨額	16,987	19,832	18,406	38,070	48,205
營業費用	6,430	8,050	10,206	22,932	30,459
營業利益	10,557	11,783	8,200	15,137	17,746
EBITDA	11,003	11,747	7,853	13,084	17,131
業外收入及支出	-384	-1,911	-3,156	-3,739	-3,693
稅前純益	10,180	9,911	5,195	11,398	14,053
所得稅	2,325	2,311	1,217	2,686	3,259
稅後純益	7,923	7,631	4,012	8,601	10,818
稅後 EPS(元)	7.10	6.84	3.59	7.71	9.69
完全稀釋 EPS**	7.10	6.84	3.59	7.71	9.69

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 111.62【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 111.62 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	26.83%	27.53%	4.08%	60.95%	16.73%
營業毛利淨額	57.66%	16.75%	-7.19%	106.83%	26.62%
營業利益	98.59%	11.61%	-30.41%	84.60%	17.23%
稅後純益	108.83%	-3.69%	-47.42%	114.37%	25.77%

獲利能力分析(%)

毛利率	3.79%	3.47%	3.10%	3.98%	4.32%
EBITDA(%)	2.46%	2.06%	1.32%	1.37%	1.53%
營益率	2.36%	2.06%	1.38%	1.58%	1.59%
稅後純益率	1.77%	1.34%	0.67%	0.90%	0.97%
總資產報酬率	4.57%	3.81%	1.51%	1.90%	2.25%
股東權益報酬率	14.71%	13.88%	5.58%	8.28%	9.81%

償債能力檢視

負債比率(%)	68.93%	72.54%	72.87%	77.05%	77.05%
負債/淨值比(%)	221.85%	264.17%	268.59%	335.74%	335.74%
流動比率(%)	134.86%	147.14%	134.21%	147.63%	118.11%

其他比率分析

存貨天數	46.94	51.99	59.00	53.10	53.63
應收帳款天數	55.54	51.13	60.23	55.68	57.95

2024 年 10 月 29 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	117,460	167,260	189,696	192,651	243,647	261,256	259,347	250,823	272,429	294,572	299,160	286,616
營業成本	113,254	162,199	184,700	187,782	232,654	249,955	248,441	239,848	260,678	282,020	286,234	274,274
營業毛利淨額	4,206	5,061	4,996	4,870	10,993	11,301	10,906	10,976	11,751	12,552	12,926	12,341
營業費用	2,165	2,802	3,080	2,259	6,729	6,937	7,007	7,093	7,582	7,853	7,931	8,034
營業利益	2,041	2,259	1,917	2,611	4,264	4,364	3,899	3,883	4,170	4,699	4,995	4,308
業外收入及支出	-705	-637	-657	-628	-1,272	-945	-894	-932	-933	-920	-907	-811
稅前純益	1,336	1,623	1,260	1,982	2,992	3,419	3,005	2,950	3,236	3,779	4,088	3,497
所得稅	336	350	293	366	814	800	706	625	841	831	961	741
稅後純益	965	1,280	1,044	1,590	2,150	2,591	2,270	2,331	2,401	2,953	3,133	2,728
最新股本	11,162	11,162	11,162	11,162	11,162	11,162	11,162	11,162	11,162	11,162	11,162	11,162
稅後EPS(元)	0.86	1.15	0.94	1.42	1.93	2.32	2.03	2.09	2.15	2.65	2.81	2.44
獲利能力(%)												
毛利率(%)	3.58%	3.03%	2.63%	2.53%	4.51%	4.33%	4.21%	4.38%	4.31%	4.26%	4.32%	4.31%
營業利益率(%)	1.74%	1.35%	1.01%	1.36%	1.75%	1.67%	1.50%	1.55%	1.53%	1.60%	1.67%	1.50%
稅後純益率(%)	0.82%	0.77%	0.55%	0.83%	0.88%	0.99%	0.88%	0.93%	0.88%	1.00%	1.05%	0.95%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-2.20%	42.40%	13.41%	1.56%	26.47%	7.23%	-0.73%	-3.29%	8.61%	8.13%	1.56%	-4.19%
營業利益	2.89%	10.69%	-15.16%	36.21%	63.34%	2.34%	-10.65%	-0.42%	7.40%	12.69%	6.29%	-13.75%
稅前純益	36.70%	21.47%	-22.34%	57.33%	50.92%	14.27%	-12.12%	-1.82%	9.70%	16.77%	8.17%	-14.46%
稅後純益	33.44%	32.63%	-18.47%	52.35%	35.22%	20.49%	-12.36%	2.65%	3.01%	23.02%	6.08%	-12.94%
YoY(%)												
營業收入淨額	-9.73%	7.45%	20.47%	60.40%	107.43%	56.20%	36.72%	30.20%	11.81%	12.75%	15.35%	14.27%
營業利益	-36.60%	-22.66%	-27.05%	31.61%	108.93%	93.17%	103.44%	48.73%	-2.21%	7.69%	28.10%	10.95%
稅前純益	-55.29%	-36.54%	-19.59%	102.89%	124.00%	110.72%	138.46%	48.81%	8.17%	10.53%	36.05%	18.53%
稅後純益	-56.26%	-37.80%	-9.12%	119.84%	122.76%	102.38%	117.53%	46.57%	11.66%	14.01%	38.00%	17.05%

註1：稅後EPS以股本111.62億元計算

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。