

2024 年 10 月 22 日

研究員：涂憶君 A51619@cim.capital.com.tw

前日收盤價 115.50 元
目標價
3 個月 127.00 元
12 個月 127.00 元

景碩(3189 TT)

Trading Buy

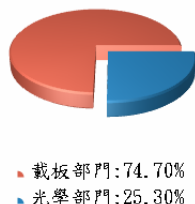
近期報告日期、評等及前日股價

客戶新一代顯卡將推出，驅動 2025 營運表現。

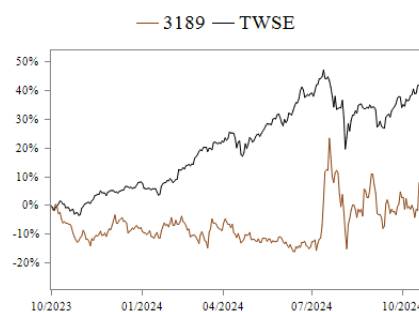
公司基本資訊

目前股本(百萬元) 4,567
市值(億元) 528
目前每股淨值(元) 68.97
外資持股比(%) 10.57
投信持股比(%) 1.16
董監持股比(%) 25.25
融資餘額(張) 19,137
現金股息配發率(%) 909.19

產品組合



股價相對大盤走勢



投資建議：考量景碩最壞情況已過，美系大客戶新一代顯卡將推動 2024/2025 打底向上，惟研究部認為，ABF 載板目前整體市況仍為供過於求，較不利 ABF 族群評價表現，故研究部暫以近 5 年平均 PB 1-2.4 倍之中值 1.7 倍給予評價，目標價 127 元(2025 BVPS X 1.7 PBR)，投資建議為 Trading Buy。

4Q24 營收、毛利率持續增加：公司給出 4Q24 營收 QoQ+5-10%、毛利率落於 31-32% 之指引，主要是 ABF 載板中，美系大客戶 AI sever GPU 載板將小量出貨、FPGA 客戶仍有拉貨動能，以及晶碩可望出現雙十一下單潮，BT 載板表現則持平；綜合以上，研究部預估 4Q24 營收 86.89 億元，QoQ+6%/YoY+16%，毛利率 31.2%，稅後純益 4.36 億元，QoQ+17.1%/YoY+20%，EPS 0.95 元。

2024/2025 顯卡出貨可望驅動營運增溫：2024 年景碩受惠 ABF、BT、晶碩出貨皆優於 2023 年，尤其以 BT 載板 YTD3Q24YoY+34.5% 為佳，主要是記憶體產業回補庫存，且 DDR5 使用率提高，另外，ABF 載板高階產品出貨、晶碩營收穩定成長，可望推升毛利率優於 2023 年，預估 2024 營收 311.8 億元，YoY+16.2%，毛利率 29.59%，稅後純益 9.22 億元，YoY+18 倍，EPS 2.02 元，BVPS 70.74 元；展望 2025 年，景碩營運動能主要來自(1)美系大客戶新一代系列顯卡放量、(2)美系大客戶 AI sever GPU ABF 載板出貨、(3)FPGA 客戶於基地台與汽車應用領域之需求回溫、(4)DDR5 滲透率持續提升、(5)晶碩隱形眼鏡銷售佳且矽水膠占比提升，公司亦樂觀期待 ABF 載板中低階市場供過於求之態勢，將於 2025 年達到供需平衡；綜合以上，預估 2025 營收 371.1 億元，YoY+19%，毛利率 32.53%，稅後純益 25.26 億元，YoY+174%，EPS 5.53 元，BVPS 74.77 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	26,832	31,181	37,105	6,046	7,489	6,994	7,300	8,197	8,689	8,276	8,676	9,676
營業毛利淨額	6,758	9,225	12,071	1,365	2,312	1,890	2,124	2,500	2,711	2,566	2,750	3,193
營業利益	1,042	1,987	4,306	-140	785	321	355	598	712	745	885	1,210
稅後純益	48	922	2,526	-343	363	25	89	372	436	461	531	700
稅後 EPS(元)	0.10	2.02	5.53	-0.75	0.80	0.05	0.19	0.82	0.95	1.01	1.16	1.53
毛利率(%)	25.18%	29.59%	32.53%	22.58%	30.87%	27.02%	29.09%	30.50%	31.20%	31.00%	31.70%	33.00%
營業利益率(%)	3.88%	6.37%	11.61%	-2.32%	10.48%	4.59%	4.87%	7.30%	8.20%	9.00%	10.20%	12.50%
稅後純益率(%)	0.18%	2.96%	6.81%	-5.67%	4.85%	0.35%	1.21%	4.54%	5.02%	5.57%	6.12%	7.23%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-36.78%	16.21%	19.00%	-6.44%	23.87%	-6.61%	4.38%	12.28%	6.00%	-4.75%	4.83%	11.53%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-99.32%	1,839.41%	174.16%	N.A	N.A	-93.26%	261.45%	320.60%	17.05%	5.80%	15.04%	31.92%

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 45.67 億元計算。

景碩 ESG

景碩為實踐聯合國永續發展目標，持續聚焦 SDG 3(健康與福祉)、SDG 4(優質教育)、SDG 5(性別平等)、SDG 6(淨水與衛生)、SDG 12(責任消費與生產)、SDG 13(氣候行動)與等 6 個永續目標，透過經濟、環境、社會面設定 ESG 目標及管理措施，具體行動實踐永續影響力。

經濟面上，景碩揭露公司非財務資訊，參考國際通用報告書編製準則且取得第三方驗證確信，針對水災、颱風、停電及氣溫上升等實質風險，發展調適政策與解決方案，積極執行相關應對作為，確保災害發生後可迅速恢復營運。

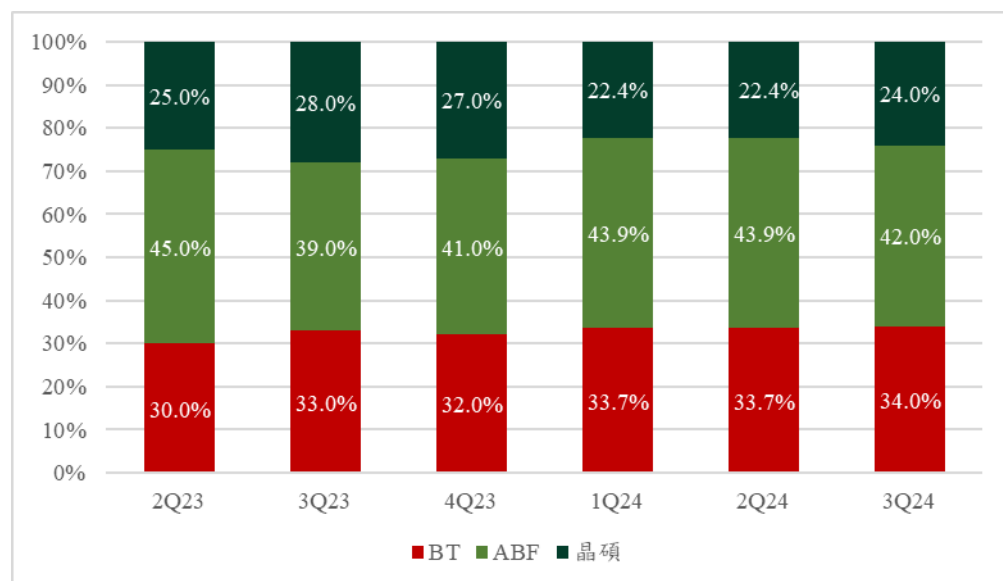
環境面上，推動節水節能，透過水質監控外，依用水特性區分冷卻水塔、製程廢水及民生用水等類別，進行廢水回收利用。在範疇一與二導入溫室氣體範疇三盤查及驗證工作，取得 DNV 公司查驗聲明書。

社會面上，提升新進與在職員工的知識與技能，新進員工辦理入職前培訓公司共同性規定如人事規章、安衛法規及其他重要管理規定；進入工作環境則交主管工作中培訓，直到不發生作業錯誤，才能獨立作業，確保產品與工作品質。

公司介紹

景碩成立於 2000 年，為華碩轉投資，主要生產各式積體電路用球型柵狀陣列(BGA)基板，用在半導體構裝時作為晶片載體，同時成為對外電路連接通道，銷售對象是 IC 封裝、設計、系統業者，是全球 Flip Chip 前三大供應商。終端應用主要有手持裝置、HPC、記憶體等，亦持有晶碩 30.33%股權，3Q24 產品類別為 BT 載板 34%、ABF 載板 42%、晶碩 24%。

圖、景碩近 6 季產品組合



資料來源：公司

2024 年 10 月 22 日

2Q24 毛利率提升 2 個百分點

2Q24 營收 73 億元，QoQ+4.4%/YoY+12.9%，毛利率 29.09%，QoQ+2.07ppt，主要是營收規模放大，惟因 ABF 新廠裝機等費用較高，使費用率提升至 24.23%，連帶使營益率為 4.87%，僅約略與 1Q24 相當；綜合以上，稅後純益 8856 萬元，QoQ+261%/YoY+362%，EPS 0.2 元。

3Q24 三大產品線營收皆成長，拚 YoY 虧轉盈

3Q24 營收 81.97 億元，QoQ+12.3%/YoY+35.6%，BT 載板、ABF 載板、晶碩三大營收全數呈現成長，尤其以晶碩 QoQ+20.3%、BT 載板 QoQ+13.3% 最佳，公司給出毛利率落於 30-31% 區間偏下緣之指引，故研究部預估毛利率 30.5%，稅後純益 3.72 億元，QoQ+320%/YoY 虧轉盈，EPS 0.82 元。

4Q24 營收、毛利率持續增加

公司給出 4Q24 營收 QoQ+5-10%、毛利率落於 31-32% 之指引，主要是 ABF 載板中，美系大客戶 AI sever GPU 載板將小量出貨、FPGA 客戶仍有拉貨動能，以及晶碩可望出現雙十一下單潮，BT 載板表現則持平；綜合以上，研究部預估 4Q24 營收 86.89 億元，QoQ+6%/YoY+16%，毛利率 31.2%，稅後純益 4.36 億元，QoQ+17.1%/YoY+20%，EPS 0.95 元。

2024/2025 顯卡出貨可望驅動營運增溫

2024 年景碩受惠 ABF、BT、晶碩出貨皆優於 2023 年，尤其以 BT 載板 YTD3Q24YoY+34.5% 為佳，主要是記憶體產業回補庫存，且 DDR5 使用率提高，另外，ABF 載板高階產品出貨、晶碩營收穩定成長，可望推升毛利率優於 2023 年，預估 2024 營收 311.8 億元，YoY+16.2%，毛利率 29.59%，稅後純益 9.22 億元，YoY+18 倍，EPS 2.02 元，BVPS 70.74 元；展望 2025 年，景碩營運動能主要來自 (1) 美系大客戶新一代系列顯卡放量、(2) 美系大客戶 AI sever GPU ABF 載板出貨、(3) FPGA 客戶於基地台與汽車應用領域之需求回溫、(4) DDR5 滲透率持續提升、(5) 晶碩隱形眼鏡銷售佳且矽水膠占比提升，公司亦樂觀期待 ABF 載板中低階市場供過於求之態勢，將於 2025 年達到供需平衡；綜合以上，預估 2025 營收 371.1 億元，YoY+19%，毛利率 32.53%，稅後純益 25.26 億元，YoY+174%，EPS 5.53 元，BVPS 74.77 元。

投資建議

考量景碩最壞情況已過，美系大客戶新一代顯卡將推動 2024/2025 打底向上，惟研究部認為，ABF 載板目前整體市況仍為供過於求，較不利 ABF 族群評價表現，故研究部暫以近 5 年平均 PB 1-2.4 倍之中值 1.7 倍給予評價，目標價 127 元 (2025 BVPS X 1.7 PBR)，投資建議為 Trading Buy。

2024 年 10 月 22 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 10 月 22 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	58,386	72,633	78,067	79,768	83,659
流動資產	26,424	28,100	29,369	29,500	29,700
現金及約當現金	15,332	16,684	15,701	16,624	16,308
應收帳款與票據	5,679	5,050	4,299	4,300	4,350
存貨	3,466	3,481	2,612	2,500	2,520
採權益法之投資	325	381	438	488	588
不動產、廠房設備	24,413	31,553	31,623	31,246	31,046
負債總計	25,397	33,818	38,908	39,264	41,182
流動負債	13,983	15,374	14,259	14,000	14,200
應付帳款及票據	2,916	2,173	2,101	2,100	2,120
非流動負債	11,414	18,444	24,649	25,265	26,963
權益總計	32,989	38,816	39,159	40,504	42,476
普通股股本	4,508	4,528	4,544	4,544	4,544
保留盈餘	18,131	23,117	20,207	21,553	23,524
母公司業主權益	29,069	34,322	31,695	31,934	32,643
負債及權益總計	58,386	72,633	78,067	79,768	83,659

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	33,336	42,441	26,832	31,181	37,105
營業成本	22,583	26,729	20,075	21,956	25,034
營業毛利淨額	10,754	15,712	6,758	9,225	12,071
營業費用	5,298	6,135	5,715	7,237	7,765
營業利益	5,456	9,576	1,042	1,987	4,306
EBITDA	10,065	15,299	6,592	7,875	10,248
業外收入及支出	185	432	-133	467	431
稅前純益	5,641	10,092	1,426	2,455	4,737
所得稅	672	2,158	256	428	947
稅後純益	3,859	6,977	48	922	2,526
稅後 EPS(元)	8.45	15.28	0.10	2.02	5.53
完全稀釋 EPS**	8.45	15.28	0.10	2.02	5.53

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 45.67【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 45.67 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	23.02%	27.31%	-36.78%	16.21%	19.00%
營業毛利淨額	84.81%	46.10%	-56.99%	36.51%	30.85%
營業利益	306.97%	75.53%	-89.12%	90.69%	116.66%
稅後純益	612.10%	80.79%	-99.32%	1839.41%	174.16%

獲利能力分析(%)

毛利率	32.26%	37.02%	25.18%	29.59%	32.53%
EBITDA(%)	30.19%	36.05%	24.57%	25.26%	27.62%
營益率	16.37%	22.56%	3.88%	6.37%	11.61%
稅後純益率	11.58%	16.44%	0.18%	2.96%	6.81%
總資產報酬率	6.61%	9.61%	0.06%	1.16%	3.02%
股東權益報酬率	11.70%	17.97%	0.12%	2.28%	5.95%

償債能力檢視

負債比率(%)	43.50%	46.56%	49.84%	49.22%	49.23%
負債/淨值比(%)	76.99%	87.12%	99.36%	96.94%	96.95%
流動比率(%)	188.98%	182.78%	205.97%	210.71%	209.15%

其他比率分析

存貨天數	51.36	47.43	55.39	42.49	36.60
應收帳款天數	55.19	46.13	63.59	50.33	42.54

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	10,574	15,961	6,256	8,231	9,696
稅前純益	5,641	10,092	1,426	2,455	4,737
折舊及攤銷	4,377	5,107	5,351	5,244	5,275
營運資金變動	-1,342	-129	1,548	110	-50
其他營運現金	1,898	891	-2,069	423	-266
投資活動現金	-12,895	-16,535	-12,486	-7,397	-8,590
資本支出淨額	-13,324	-16,597	-10,124	-4,000	-3,500
長期投資變動	447	0	-2,148	-1,500	-1,300
其他投資現金	-19	62	-214	-1,897	-3,790
籌資活動現金	6,000	1,870	5,335	89	-1,422
長借/公司債變動	6,515	1,903	5,011	616	1,698
現金增資	0	165	148	0	0
發放現金股利	-451	-2,443	-3,438	-682	-1,818
其他籌資現金	-65	2,245	3,614	154	-1,302
淨現金流量	3,667	1,352	-983	923	-316
期初現金	11,665	15,332	16,684	15,701	16,624
期末現金	15,332	16,684	15,701	16,624	16,308

資料來源：CMoney、群益

2024 年 10 月 22 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	6,462	6,046	7,489	6,994	7,300	8,197	8,689	8,276	8,676	9,676	10,476	10,039
營業成本	4,982	4,681	5,178	5,104	5,177	5,697	5,978	5,711	5,926	6,483	6,914	6,826
營業毛利淨額	1,480	1,365	2,312	1,890	2,124	2,500	2,711	2,566	2,750	3,193	3,562	3,212
營業費用	1,341	1,505	1,527	1,569	1,769	1,902	1,998	1,821	1,865	1,984	2,095	2,209
營業利益	139	-140	785	321	355	598	712	745	885	1,210	1,467	1,004
業外收入及支出	148	118	100	147	115	100	105	120	110	103	98	120
稅前純益	287	-23	885	469	470	698	817	865	995	1,313	1,565	1,124
所得稅	21	70	105	76	49	140	163	173	199	263	313	225
稅後純益	19	-343	363	25	89	372	436	461	531	700	834	300
最新股本	4,567	4,567	4,567	4,567	4,567	4,567	4,567	4,567	4,567	4,567	4,567	4,567
稅後EPS(元)	0.04	-0.75	0.80	0.05	0.19	0.82	0.95	1.01	1.16	1.53	1.83	0.66

獲利能力(%)

毛利率(%)	22.90%	22.58%	30.87%	27.02%	29.09%	30.50%	31.20%	31.00%	31.70%	33.00%	34.00%	32.00%
營業利益率(%)	2.15%	-2.32%	10.48%	4.59%	4.87%	7.30%	8.20%	9.00%	10.20%	12.50%	14.00%	10.00%
稅後純益率(%)	0.30%	-5.67%	4.85%	0.35%	1.21%	4.54%	5.02%	5.57%	6.12%	7.23%	7.97%	2.99%

QoQ(%)

營業收入淨額	-5.44%	-6.44%	23.87%	-6.61%	4.38%	12.28%	6.00%	-4.75%	4.83%	11.53%	8.27%	-4.18%
營業利益	-46.28%	N.A	N.A	-59.06%	10.60%	68.41%	19.07%	4.54%	18.81%	36.67%	21.26%	-31.55%
稅前純益	3.87%	N.A	N.A	-47.04%	0.34%	48.51%	17.05%	5.80%	15.04%	31.92%	19.21%	-28.17%
稅後純益	138.97%	N.A	N.A	-93.26%	261.45%	320.60%	17.05%	5.80%	15.04%	31.92%	19.21%	-64.09%

YoY(%)

營業收入淨額	-41.96%	-47.63%	-20.57%	2.34%	12.97%	35.58%	16.02%	18.33%	18.85%	18.05%	20.57%	21.30%
營業利益	-95.19%	N.A	-57.68%	24.20%	155.72%	N.A	-9.20%	131.85%	149.07%	102.13%	105.85%	34.77%
稅前純益	-90.45%	N.A	-52.31%	69.51%	63.74%	N.A	-7.62%	84.53%	111.57%	87.94%	91.40%	29.95%
稅後純益	-99.09%	N.A	-69.49%	205.73%	362.42%	N.A	19.98%	1782.63%	499.22%	87.94%	91.40%	-35.03%

註1：稅後EPS以股本45.67億元計算

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。