

2024 年 11 月 6 日

研究員：蔡沛鏐 [michael.tsai@cim.capital.com.tw](mailto:michael.tsai@cim.capital.com.tw)

前日收盤價	111.50 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

10/29/2024	Trading Buy	112.5
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

### 公司基本資訊

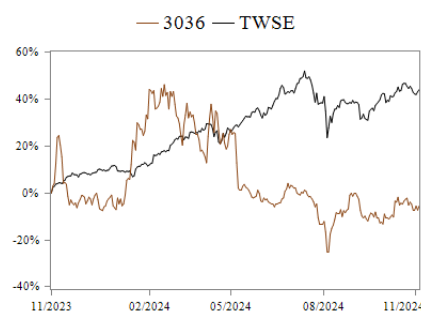
目前股本(百萬元)	11,162
市值(億元)	1,395
目前每股淨值(元)	77.56
外資持股比(%)	16.42
投信持股比(%)	4.72
董監持股比(%)	17.73
融資餘額(張)	7,344
現金股息配發率(%)	42.44

### 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



## 2025 年營運仍可望有雙位數的成長。

**投資建議：**因文晔 2024 年營運因併購案而能大成長，且 2025 年營運仍可望有雙位數的成長，因此維持文晔 Trading Buy 的投資建議，目標價 125 元(約當 13.0x\*2025F EPS)。

**文晔 3Q24 營運為季增、年增的表現：**從文晔 3Q24 財務表現可知，受惠於(1)併購加拿大 Future Electronics 與(2)原文晔自體的營收恢復正成長，帶動 3Q24 營收、獲利向上成長，使營收、毛利率、營業利益率符合公司前次財測區間，但因 3Q24 財務成本、利息費用有較 2Q24 進一步下降，使稅前淨利與歸屬母公司淨利略高於公司前次財測的區間上緣。

**文晔 4Q24 營運預期為季減、年增的表現：**展望 4Q24，群益更新預估文晔 4Q24 營收 2,482.48 億元，QoQ-4.98%，YoY+30.87%，毛利率 4.27%，營業毛利 105.96 億元，QoQ-3.28%，YoY+112.07%，營業利益率 1.52%，營業利益 37.83 億元，QoQ-9.36%，YoY+97.40%，歸屬母公司淨利 22.95 億元，QoQ-19.08%，YoY+119.90%，EPS 2.06 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 年營運因併購案而大成長：**展望 2024 年，群益更新預估文晔 2024 年營收 9,458.02 億元，YoY+59.09%，毛利率 3.96%，營業毛利 374.14 億元，YoY+103.27%，營業利益率 1.57%，營業利益 148.32 億元，YoY+80.87%，歸屬母公司淨利 88.71 億元，YoY+121.10%，EPS 7.95 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)。展望 2025 年，群益更新預估文晔 2025 年營收 1 兆 1,046.39 億元，YoY+16.79%，毛利率 4.27%，營業毛利 471.83 億元，YoY+26.11%，營業利益率 1.56%，營業利益 171.80 億元，YoY+15.83%，歸屬母公司淨利 105.87 億元，YoY+19.34%，EPS 9.48 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)。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	594,519	945,802	1,104,639	167,260	189,696	192,651	243,647	261,256	248,248	250,634	272,670	296,037
營業毛利淨額	18,406	37,414	47,183	5,061	4,996	4,870	10,993	10,955	10,596	10,806	11,584	12,406
營業利益	8,200	14,832	17,180	2,259	1,917	2,611	4,264	4,174	3,783	3,712	4,002	4,780
稅後純益	4,012	8,871	10,587	1,280	1,044	1,590	2,150	2,836	2,295	2,208	2,287	3,108
稅後 EPS(元)	3.59	7.95	9.48	1.15	0.94	1.42	1.93	2.54	2.06	1.98	2.05	2.78
毛利率(%)	3.10%	3.96%	4.27%	3.03%	2.63%	2.53%	4.51%	4.19%	4.27%	4.31%	4.25%	4.19%
營業利益率(%)	1.38%	1.57%	1.56%	1.35%	1.01%	1.36%	1.75%	1.60%	1.52%	1.48%	1.47%	1.61%
稅後純益率(%)	0.67%	0.94%	0.96%	0.77%	0.55%	0.83%	0.88%	1.09%	0.92%	0.88%	0.84%	1.05%
營業收入 YoY/QoQ(%)	4.08%	59.09%	16.79%	42.40%	13.41%	1.56%	26.47%	7.23%	-4.98%	0.96%	8.79%	8.57%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-47.42%	121.10%	19.34%	32.63%	-18.47%	52.35%	35.22%	31.91%	-19.08%	-3.80%	3.60%	35.86%

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。

2024 年 11 月 6 日

## 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。3Q24 之應用別產品營收比重為手機 19.2%、個人電腦及週邊 7.1%、消費性 7.0%、資料中心及伺服器 34.5%、通訊 11.7%、工業與儀器 12.5%、汽車電子 8.0%。

## 文晔 3Q24 營運為季增、年增的表現：

文晔 3Q24 營收 2,612.56 億元，QoQ+7.23%，YoY+56.20%，其中原文晔自體的營收 QoQ 約+9%，主要受惠於手機產品 3Q24 季節性拉貨需求所致，Future Electronics 於 3Q24 的營收為季減約 4%的表現，主要受終端應用市場仍在庫存去化所致。3Q24 毛利率 4.19%，QoQ-0.32ppts，YoY+1.16ppts，營業毛利 109.55 億元，QoQ-0.34%，YoY+116.45%，3Q24 文晔不含 Future Electronics 之本體毛利率為季減表現，主要因為低毛利率產品出貨增加所致，Future Electronics 的毛利率則從 2Q24 的 16%~16.5%，到 3Q24 提升至高 16.5%~16.9%之間的表現。文晔 3Q24 營業利益率 1.60%，QoQ-0.15ppts，YoY+0.25ppts，營業利益 41.73 億元，QoQ-2.11%，YoY+84.76%，歸屬母公司淨利 28.36 億元，QoQ+31.91%，YoY+121.55%，EPS 2.54 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)。

從文晔 3Q24 財務表現可知，受惠於(1)併購加拿大 Future Electronics 與(2)原文晔自體的營收恢復正成長，帶動 3Q24 營收、獲利向上成長，使營收、

2024 年 11 月 6 日

毛利率、營業利益率符合公司前次財測區間，但因 3Q24 財務成本、利息費用有較 2Q24 進一步下降，使稅前淨利與歸屬母公司淨利略高於公司前次財測的區間上緣。

## 文晔 4Q24 營運預期為季減、年增的表現：

展望 4Q24，文晔預估 4Q24 營收 2,365~2,525 億元，毛利率 4.25%~4.45%，營益率 1.50~1.70%，且以各應用別產品來看，手機產品 4Q24 QoQ 預期是持平表現；個人電腦及週邊產品第四季為傳統淡季，因此預期 4Q24 為 QoQ 衰退的表現；消費性產品第四季也為傳統淡季，因此預期 4Q24 為 QoQ 衰退的表現；資訊中心及伺服器產品受季對季之間的拉貨波動影響，4Q24 預期為 QoQ 衰退的表現；通訊產品公司看到需求還是很強，尤其是 400G 轉 800G 的趨勢之下，但受交貨遞延的關係，4Q24 預期為 QoQ 衰退的表現；工業與儀器受市場仍在庫存去化與聖誕節假期的影響，4Q24 預期為 QoQ 衰退的表現；汽車電子市場，亞州成長、歐美市場仍在調整中，受惠汽車電子滲透率持續上升、中國市場的成長，4Q24 預期為 QoQ 成長的表現。

因此綜合前述公司展望與市場狀況，群益更新預估文晔 4Q24 營收 2,482.48 億元，QoQ-4.98%，YoY+30.87%，毛利率 4.27%，營業毛利 105.96 億元，QoQ-3.28%，YoY+112.07%，營業利益率 1.52%，營業利益 37.83 億元，QoQ-9.36%，YoY+97.40%，歸屬母公司淨利 22.95 億元，QoQ-19.08%，YoY+119.90%，EPS 2.06 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 年營運將大成長：

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+10.1%。因此綜合前述對文晔 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 9,458.02 億元，YoY+59.09%，毛利率 3.96%，營業毛利 374.14 億元，YoY+103.27%，營業利益率 1.57%，營業利益 148.32 億元，YoY+80.87%，歸屬母公司淨利 88.71 億元，YoY+121.10%，EPS 7.95 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)。

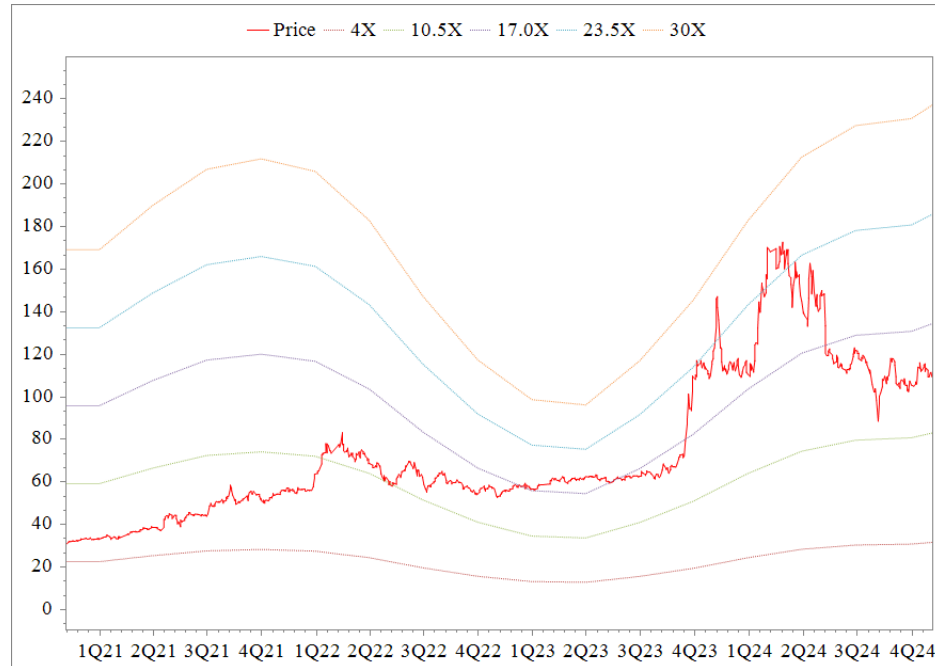
另根據最新產業訪查的瞭解，目前終端應用市場中，AI 與 AI 伺服器市場成長強勁；手機、個人電腦、消費性終端產品市場需求屬於溫和成長；工業與車用半導體市場在 2024 年處於庫存去化期，2025 年需求可望改善。基於前述最新的市場狀況，群益更新預估文晔 2025 年營收 1 兆 1,046.39 億元，YoY+16.79%，毛利率 4.27%，營業毛利 471.83 億元，YoY+26.11%，營業利益率 1.56%，營業利益 171.80 億元，YoY+15.83%，歸屬母公司淨利 105.87 億元，YoY+19.34%，EPS 9.48 元(股本以不包含甲種特別股 1.35 億股之普通股股本 111.62 億元計算)。

## 投資建議：

因文晔 2024 年營運因併購案而能大成長，且 2025 年營運仍可望有雙位數的成長，因此維持文晔 Trading Buy 的投資建議，目標價 125 元(約當 13.0x\*2025F EPS)。

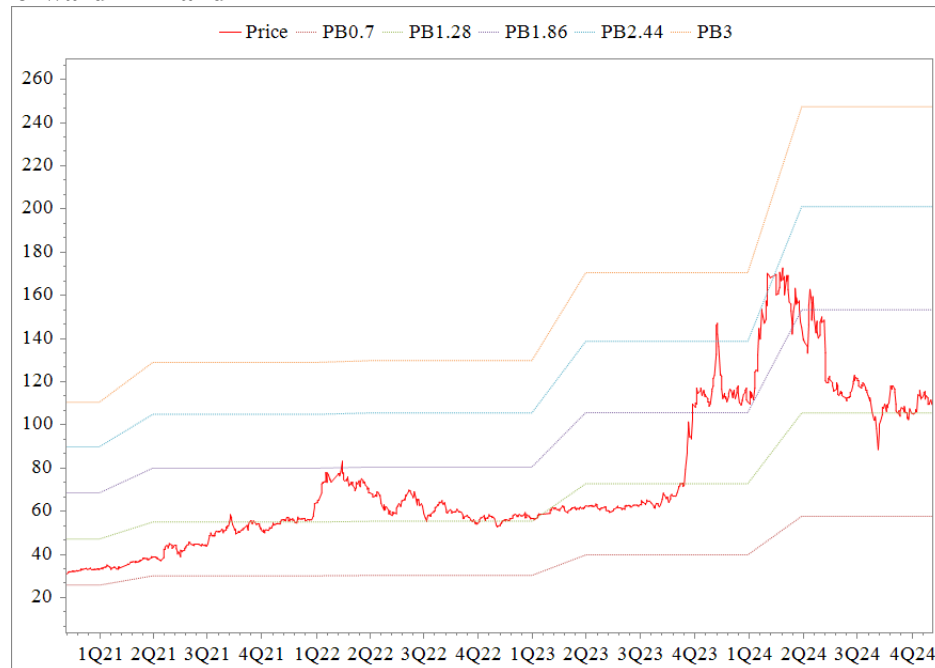
2024 年 11 月 6 日

## 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 11 月 6 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	173,349	200,202	265,185	637,707	675,274
流動資產	149,136	183,650	238,747	433,231	351,598
現金及約當現金	4,680	5,383	22,748	28,852	26,999
應收帳款與票據	75,462	84,568	111,637	176,922	173,865
存貨	66,524	90,547	95,715	168,606	142,168
採權益法之投資	118	63	45	357	568
不動產、廠房設備	1,004	974	1,263	2,463	2,553
<b>負債總計</b>	<b>119,489</b>	<b>145,228</b>	<b>193,239</b>	<b>533,678</b>	<b>565,116</b>
流動負債	110,582	124,816	177,889	204,951	166,332
應付帳款及票據	69,809	77,997	147,955	169,126	159,386
非流動負債	8,907	20,412	15,351	307,556	387,353
<b>權益總計</b>	53,860	54,974	71,946	104,029	110,157
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	27,505	33,633
母公司業主權益	53,768	54,105	71,109	103,139	109,291
<b>負債及權益總計</b>	<b>173,349</b>	<b>200,202</b>	<b>265,185</b>	<b>637,707</b>	<b>675,274</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	447,896	571,197	594,519	945,802	1,104,639
營業成本	430,909	551,365	576,113	908,389	1,057,456
<b>營業毛利淨額</b>	16,987	19,832	18,406	37,414	47,183
營業費用	6,430	8,050	10,206	22,582	30,003
<b>營業利益</b>	10,557	11,783	8,200	14,832	17,180
<b>EBITDA</b>	11,003	11,747	7,853	13,255	16,825
業外收入及支出	-384	-1,911	-3,156	-3,263	-3,432
稅前純益	10,180	9,911	5,195	11,569	13,748
所得稅	2,325	2,311	1,217	2,645	3,184
稅後純益	7,923	7,631	4,012	8,871	10,587
稅後 EPS(元)	7.10	6.84	3.59	7.95	9.48
完全稀釋 EPS**	7.10	6.84	3.59	7.95	9.48

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%	59.09%	16.79%
營業毛利淨額	57.66%	16.75%	-7.19%	103.27%	26.11%
營業利益	98.59%	11.61%	-30.41%	80.87%	15.83%
稅後純益	108.83%	-3.69%	-47.42%	121.10%	19.34%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	3.79%	3.47%	3.10%	3.96%	4.27%
EBITDA(%)	2.46%	2.06%	1.32%	1.40%	1.52%
營益率	2.36%	2.06%	1.38%	1.57%	1.56%
稅後純益率	1.77%	1.34%	0.67%	0.94%	0.96%
總資產報酬率	4.57%	3.81%	1.51%	1.39%	1.57%
股東權益報酬率	14.71%	13.88%	5.58%	8.53%	9.61%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	68.93%	72.54%	72.87%	83.69%	83.69%
負債/淨值比(%)	221.85%	264.17%	268.59%	513.01%	513.01%
流動比率(%)	134.86%	147.14%	134.21%	211.38%	211.38%

## 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

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	-12,980	-6,039	41,028	-148,710	56,024
稅前純益	10,180	9,911	5,195	11,569	13,748
折舊及攤銷	377	438	556	1,038	1,116
營運資金變動	-21,959	-24,941	37,721	-117,006	19,755
其他營運現金	-1,578	8,553	-2,445	-44,312	21,405
<b>投資活動現金</b>	-993	-4,955	-739	-255,325	-197,699
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	-176,525	-118,899
<b>籌資活動現金</b>	15,600	8,633	-22,957	410,140	139,821
長借/公司債變動	6,950	9,064	-5,037	292,205	79,796
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	-4,436
其他籌資現金	11,240	4,270	-19,261	94,775	64,459
<b>淨現金流量</b>	1,052	704	17,364	6,105	-1,854
<b>期初現金</b>	3,627	4,680	5,383	22,748	28,852
<b>期末現金</b>	4,680	5,383	22,748	28,852	26,999

資料來源：CMoney、群益



2024 年 11 月 6 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	248,248	250,634	272,670	296,037	285,298	286,434
營業成本	113,254	162,199	184,700	187,782	232,654	250,300	237,652	239,828	261,087	283,631	272,910	274,279
營業毛利淨額	4,206	5,061	4,996	4,870	10,993	10,955	10,596	10,806	11,584	12,406	12,388	12,155
營業費用	2,165	2,802	3,080	2,259	6,729	6,782	6,812	7,093	7,582	7,626	7,702	8,034
營業利益	2,041	2,259	1,917	2,611	4,264	4,174	3,783	3,712	4,002	4,780	4,686	4,121
業外收入及支出	-705	-637	-657	-628	-1,272	-617	-746	-918	-919	-803	-793	-801
稅前純益	1,336	1,623	1,260	1,982	2,992	3,557	3,037	2,794	3,083	3,977	3,893	3,321
所得稅	336	350	293	366	814	752	714	592	802	875	915	704
稅後純益	965	1,280	1,044	1,590	2,150	2,836	2,295	2,208	2,287	3,108	2,984	2,603
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	2.54	2.06	1.98	2.05	2.78	2.67	2.33
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	3.58%	3.03%	2.63%	2.53%	4.51%	4.19%	4.27%	4.31%	4.25%	4.19%	4.34%	4.24%
營業利益率(%)	1.74%	1.35%	1.01%	1.36%	1.75%	1.60%	1.52%	1.48%	1.47%	1.61%	1.64%	1.44%
稅後純益率(%)	0.82%	0.77%	0.55%	0.83%	0.88%	1.09%	0.92%	0.88%	0.84%	1.05%	1.05%	0.91%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	-2.20%	42.40%	13.41%	1.56%	26.47%	7.23%	-4.98%	0.96%	8.79%	8.57%	-3.63%	0.40%
營業利益	2.89%	10.69%	-15.16%	36.21%	63.34%	-2.11%	-9.36%	-1.88%	7.80%	19.44%	-1.98%	-12.05%
稅前純益	36.70%	21.47%	-22.34%	57.33%	50.92%	18.89%	-14.62%	-7.99%	10.33%	28.98%	-2.11%	-14.71%
稅後純益	33.44%	32.63%	-18.47%	52.35%	35.22%	31.91%	-19.08%	-3.80%	3.60%	35.86%	-3.98%	-12.75%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	-9.73%	7.45%	20.47%	60.40%	107.43%	56.20%	30.87%	30.10%	11.91%	13.31%	14.92%	14.28%
營業利益	-36.60%	-22.66%	-27.05%	31.61%	108.93%	84.76%	97.40%	42.21%	-6.14%	14.52%	23.85%	11.01%
稅前純益	-55.29%	-36.54%	-19.59%	102.89%	124.00%	119.24%	141.03%	40.96%	3.05%	11.80%	28.19%	18.82%
稅後純益	-56.26%	-37.80%	-9.12%	119.84%	122.76%	121.55%	119.90%	38.86%	6.39%	9.58%	30.02%	17.92%

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。