

## 欣興 (3037 TT) Unimicron

## GB200 GPU 載板、Compute Tray 將為明年主要成長動能

買進 (研究員異動)

目標價 (12 個月) : NT\$205.0

收盤價 (2024/11/11) : NT\$170.5

隱含漲幅 : 20.2%

## 營收組成 (3Q24)

載板 60%、HDI 26%、PCB 10%、FPC 3%、其他 1%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	205.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	116.8	--
2024年EPS	4.2	--

## 交易資料表

市值	NT\$260,030百萬元
外資持股比率	41.1%
董監持股比率	14.9%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$61.29
負債比	56.6%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (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	140,489	104,036	116,756	146,264
營業利益	38,172	8,920	5,922	16,413
稅後純益	29,619	11,980	6,445	14,165
EPS (元)	20.08	7.88	4.24	9.31
EPS YoY (%)	123.5	-60.7	-43.5	105.2
本益比 (倍)	8.5	21.6	40.2	18.3
股價淨值比	2.9	2.9	2.8	2.5
ROE (%)	39.5	12.9	6.9	13.7
現金殖利率	4.7%	1.8%	1.1%	2.7%
現金股利 (元)	7.99	3.00	1.82	4.66

## 黃勵誠

eziohuang@yuanta.com

## 林采潔

stacylin68@yuanta.com

## 元大觀點

◆ AI 產品需求上升、消費性電子如遊戲機拉貨力道浮現助 3Q24 毛利優於市場預期 2%，惟消費電子季節性衰退將致 4Q24 營收小幅季減。

◆ GB200 對營收之幫助將逐漸浮現，其中 GPU 載板、Compute Tray 將為 2025 年主要營收成長來源。

◆ 看好 AI 伺服器發展浪潮下欣興 CPU、GPU 載板以及 Compute Tray 等產品對營收之成長貢獻，給予欣興買進評等，目標價 205 元。

## AI 需求佳帶動 3Q24 營收、毛利優於市場預期 2%

受惠 AI 伺服器產品需求上升、消費性電子如遊戲機產品拉貨力道浮現等因素，3Q24 營收 317.1 億元，季增 13.8%；毛利 49.4 億元，季增 34%、年減 5%，優於市場預期 2.4%，推測因產品組合佳、AI 產品生產線續優化；營業利益 19.6 億，季增 118.7%，優於市場預期 10%；惟匯兌損失、投資損益造成業外虧損約 4.5 億元，稅後淨利 10 億元，季減 37.5%，低於市場預期 50%；EPS 0.66 元。展望 4Q24，雖 AI 相關產品需求依然正向，但推測手機、NB 等產品將出現季節性衰退，預期 4Q24 營收 307.6 億，季減 3.0%；毛利率 15.2%，季減 0.4 個百分點；營業利益 14.9 億，季減 24.3%；EPS 0.93 元，季增 42.3%。

## GB200 為 2025 年公司載板、HDI 業務主要成長動能來源

目前欣興主要生產某美系大廠 AI 伺服器所需載板如 CPU 載板、Switch 晶片載板等，且歐美大型 CSP AI 相關之 ASIC 載板亦有生產。2025 年除現有產品持續成長外，欣興已打入新一代機櫃式 AI 伺服器 GPU 載板之供應鏈，推測明年欣興市占率將為約 20-30%，預期欣興整體載板業務將年增 29%，營收占比 63%。HDI 部分目前公司主要生產美系 GPU 大廠現行 AI 伺服器之 OAM 以及少量 UBB，明年機櫃式 AI 伺服器則主要生產 Compute Tray，且 Compute Tray 相較目前生產之 OAM、UBB，對於產能之需求更大。預估欣興 2025 年 HDI 業務年增 30%，營收占比 25%。

## GB200 放量在即，給予欣興買進評等，目標價 205 元

本中心給予欣興買進評等，目標價 205 元以 22 倍本益比及 2025 年預估 EPS 9.31 元推得，看好 AI 伺服器發展浪潮下，CPU、GPU 載板以及 Compute Tray 等產品將對欣興營收貢獻成長。

## 營運分析

### AI 需求佳帶動 3Q24 營收、毛利優於市場預期 2%；4Q24 營收出將現季節性衰退

受惠 AI 伺服器產品需求上升、消費性電子如遊戲機產品拉貨力道浮現等因素，3Q24 營收 317.1 億元，季增 13.8%，優於市場預期 2.3%；毛利 49.4 億元，季增 34%、年減 5%，優於市場預期 2.4%，推測因產品組合佳、AI 產品生產線續優化；營業利益 19.6 億，季增 118.7%，優於市場預期 10%；惟匯兌損失、投資損益造成業外虧損約 4.5 億元，稅後淨利 10 億元，季減 37.5%，低於市場預期 50%；EPS 0.66 元。

圖 1：2024 年 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	市場預估	預估差異
營業收入	26,546	27,877	31,712	13.8%	19.5%	30,988	2.3%
營業毛利	5,230	3,683	4,942	34.2%	-5.5%	4,824	2.4%
營業利益	2,268	897	1,962	118.7%	-13.5%	1,783	10.0%
稅前利益	3,371	2,130	1,514	-28.9%	-55.1%	2,707	-44.1%
稅後淨利	2,589	1,595	997	-37.5%	-61.5%	1,980	-49.6%
調整後 EPS (元)	1.70	1.05	0.66	-37.5%	-61.5%	1.30	-49.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	19.7%	13.2%	15.6%	2.4	-4.1	15.6%	0.0
營業利益率	8.5%	3.2%	6.2%	3.0	-2.4	5.8%	0.4
稅後純益率	9.8%	5.7%	3.1%	-2.6	-6.6	6.4%	-3.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

展望 4Q24，本中心認為雖 AI 相關產品需求依然正向，但推測消費性電子如手機、NB 等產品拉貨需求將出現季節性衰退，預期欣興 4Q24 營收 307.6 億，季減 3.0%；毛利率 15.2%，季減 0.4 個百分點；營業利益 14.9 億，季減 24.3%；稅後淨利 14.2 億，季增 42.3%；EPS 0.93 元。

圖 2：2024 年 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	市場預估	預估差異
營業收入	25,689	31,712	30,764	-3.0%	19.8%	32,537	-5.4%
營業毛利	4,508	4,942	4,675	-5.4%	3.7%	5,553	-15.8%
營業利益	1,390	1,962	1,485	-24.3%	6.8%	2,397	-38.0%
稅前利益	3,573	1,514	1,773	17.1%	-50.4%	3,294	-46.2%
稅後淨利	2,907	997	1,419	42.3%	-51.2%	2,595	-45.3%
調整後 EPS (元)	1.91	0.66	0.93	42.3%	-51.2%	1.71	-45.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	17.5%	15.6%	15.2%	-0.4	-2.4	17.1%	-1.9
營業利益率	5.4%	6.2%	4.8%	-1.4	-0.6	7.4%	-2.5
稅後純益率	11.3%	3.1%	4.6%	1.5	-6.7	8.0%	-3.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## GB200 為 2025 年公司載板、HDI 業務主要成長動能來源

本中心預期 NVIDIA GB200 機櫃式 AI 伺服器將為欣興 2025 年載板、HDI 業務主要營收成長來源。欣興載板業務可分為 ABF、BT 載板，兩者比重約為 75%、25%，經供應鏈調查，本中心預估 AI 佔 ABF 營收 25%，PC/一般伺服器占比 37%。目前欣興主要生產某美系大廠 AI 伺服器所需載板如 CPU 載板、Switch 晶片載板等，此外歐美大型 CSP AI 相關之 ASIC 載板亦有生產。2025 年除現有產品持續成長外，經產業訪談，本中心得知欣興已打入新一代機櫃式 AI 伺服器 GPU 載板之供應鏈，但由於前一代 AI 伺服器 GPU 載板主要由日商 Ibiden 生產，預估 Ibiden 仍為主要供應商(市佔率約 70-80%)，欣興市佔率則約 20-30%。

儘管目前市場預期明年一般伺服器出貨量僅成長約 0-5%，然 Eagle Stream、Genoa 載板層數約為 20 層，較上一代成長 4 層，而新世代的 Birch Stream、Turin 載板層數亦持續成長，隨新平台滲透率上升將有利公司一般伺服器載板業務成長。而 ABF 載板之 PC 業務以及 BT 載板部分，由於終端用途多屬於消費性電子產品，考量潛在市況，本中心持平看待明年成長性。整體而言，考量 AI 伺服器相關載板需求佳且美系大客戶 GPU 載板商機從無到有，以及一般伺服器載板業務逐漸升溫，本中心預期欣興載板業務將年增 29%，營收占比 63%。

HDI 部分目前公司主要生產美系 GPU 大廠現行 AI 伺服器之 OAM 以及少量 UBB，明年機櫃式 AI 伺服器則主要生產 Compute Tray，且 Compute Tray 相較目前生產之 OAM、UBB，對於產能之需求更大，因此推測 AI 伺服器新舊平台轉換仍將貢獻營收成長。非 AI 部分，考量消費性電子市況，手機、筆電等產品明年成長性本中心僅持平看待，而衛星產品雖潛在成長性佳，但因目前應收佔比較低，營收成長貢獻將較為有限。整體而言 Compute Tray 仍為公司 HDI 最主要之成長動能來源，預估欣興 2025 年 HDI 業務年增 30%，營收占比 25%。

圖 3：欣興各季度營運表現

	Product Mix						
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
HDI	18%	18%	22%	23%	21%	24%	26%
Carrier	66%	65%	61%	62%	63%	61%	60%
PCB	13%	14%	13%	12%	12%	11%	10%
FPC	2%	2%	3%	2%	3%	3%	3%
Others	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

資料來源：公司資料

## 產業概況

CY3Q24 法說會中，4 大 CSP 業者表示 AI 需求暢旺，將持續投資基礎建設、AI 相關研發以因應市場需求。Microsoft CY3Q24 資本支出季增 8%，主要為 AI 相關投資，其中約 50%用於基礎建設需求，50%用於伺服器的 CPU 及 GPU 需求；Google 資本支出季持平，管理層表示從 Google Gemini 功能提升、Google Cloud Platform 及 Google Search 營收增長，可以看到 AI 相關投資逐漸開花結果；Amazon 資本支出季增 28%，資本支出主要用於基礎建設以支持 AWS AI 服務；Meta 資本支出季增 9%，主要來自伺服器的建置，部份來自資料中心。CSP 業者均認為 AI 需求持續快速增長，為支持 AI 功能研發，預估四大 CSP 2024/2025 年資本支出將年增 47%/11%。

圖 4：四大 CSP 資本支出預估

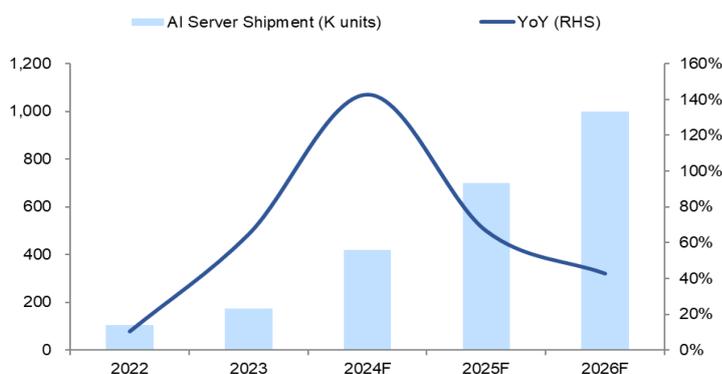
CAPEX(US\$mn)	CY 2020	CY 2021	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025
Google	22,281	24,640	31,485	32,251	50,748	56,356
Microsoft	17,592	23,216	24,768	35,202	53,022	58,702
Amazon	40,141	61,053	63,645	52,729	74,965	76,767
Meta	15,115	18,628	31,431	27,266	38,098	48,580
<b>Total</b>	<b>95,129</b>	<b>127,537</b>	<b>151,329</b>	<b>147,448</b>	<b>216,833</b>	<b>240,405</b>
YoY Growth (%)	CY 2020	CY 2021	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025
Google	-5.4%	10.6%	27.8%	2.4%	57.4%	11.1%
Microsoft	29.9%	32.0%	6.7%	42.1%	50.6%	10.7%
Amazon	138.1%	52.1%	4.2%	-17.2%	42.2%	2.4%
Meta	0.1%	23.2%	68.7%	-13.3%	39.7%	27.5%
<b>Total</b>	<b>37.8%</b>	<b>34.1%</b>	<b>18.7%</b>	<b>-2.6%</b>	<b>47.1%</b>	<b>10.9%</b>

資料來源：元大投顧預估

## CoWoS-L 良率不足 GB200 遞延出貨，然暫不影響 CSP 採購意願

根據調查，B200 良率仍低於台積電標準，目前良率僅達 90-95%。由於 CoWoS-L 需要由頂層晶片、Interposer 和 HBM 一起封裝，現階段良率不足的情況下只能透過增加 CoWoS-L 產能來彌補。目前唯一能夠提高產能的方式是暫時性的取消 B100 發佈，並略微延後 B200 HGX 出貨時間。雖 CoWoS-L 良率問題造成 GB200/B200 系列產品遞延至少一個季度，不過，CSP 業者採購需求並未降低，預估 2025 年 GB200 出貨量為 60,000-70,000 櫃。

圖 5：AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

## 獲利調整與股票評價

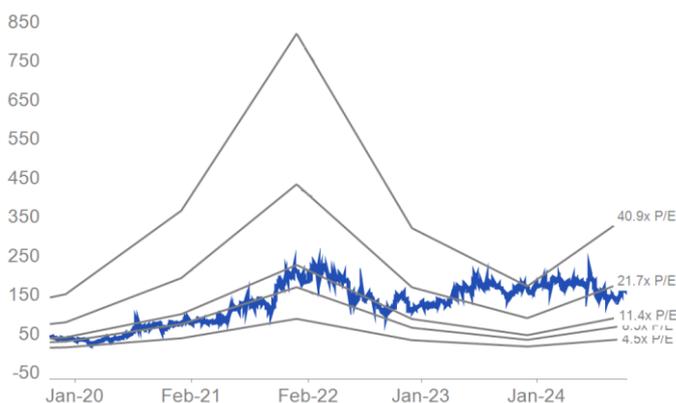
### 給予欣興「買進」投資評等，目標價 205 元

受惠全球 AI 伺服器需求持續成長，欣興 ABF 載板、HDI 營收持續上升，本中心預期欣興 2024 年營收將達 1,168 億元，年增 12.2%；毛利率 15.1%，年減 4.4 個百分點；營業利益 59.2 億，年減 33.6%；稅後淨利 64.5 億，年減 43.5%，EPS 4.24 元。

展望 2025 年，本中心預期成長動能來源仍為 AI 相關載板、HDI 產品。除原有之 AI 伺服器 CPU 載板、歐美大型 CPS ASIC AI 專案外，欣興打入美系客戶機櫃式 AI 伺服器 GPU 載板供應鏈，並將獲得 20-30% 之市占率亦將挹注載板業務成長。HDI 產品部份，本中心預期欣興將為 Compute Tray 第一供，且所需之產能將高於現有之 OAM、UBB 產品。整體而言本中心預期 2025 年欣興營收 1,463 億，年增 25.3%；毛利率 19.4%，年增 4.3 個百分點；營業利益 164.1 億，年增 177%；稅後淨利 141.7 億，年增 105%，EPS 9.31 元。

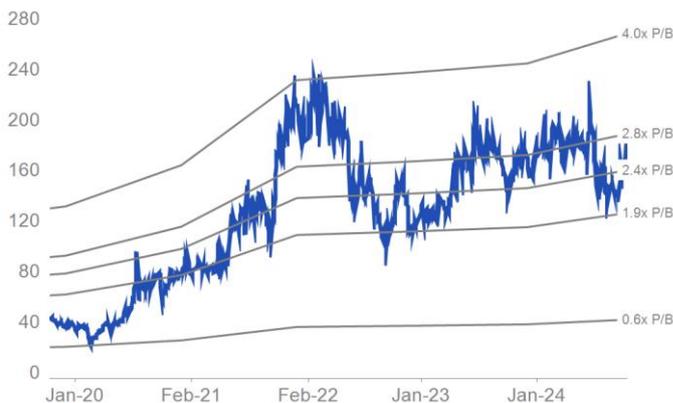
本中心給予欣興買進評等，目標價 205 元，以 22 倍本益比及 2025 年預估 EPS 9.31 元評價，看好 AI 伺服器發展浪潮下，CPU、GPU 載板以及 Compute Tray 等產品將對欣興營收貢獻成長。

圖 6：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 8：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
欣興	3037 TT	買進	170.5	8,125	7.88	4.24	9.31	21.6	40.2	18.3	(60.7)	(43.5)	105.2
<b>IC 載板同業</b>													
景碩	3189 TT	未評等	103.5	1,494	0.1	4.8	8.0	1035.0	21.5	12.9	(99.4)	4720.0	66.8
南電	8046 TT	未評等	127.0	2,608	9.0	2.9	9.0	14.1	44.3	14.1	(70.0)	(68.1)	213.2
Shinko	6967.T	未評等	5420.0	4,799	420.5	167.5	184.9	12.9	32.4	29.3	7.9	(60.2)	10.4
Ibiden	4062.T	未評等	5282.0	4,907	348.1	248.3	238.0	15.2	21.3	22.2	17.9	(28.7)	(4.2)
SEMCO	009150.KS	未評等	112800.0	6,366	6418.4	7966.8	10498.7	17.6	14.2	10.7	(52.0)	0	31.8
AT&S	ATSV.VI	未評等	17.3	719	3.2	(0.6)	(2.2)	5.5	--	--	32.0	--	--
<b>IC 載板同業平均</b>					<b>1199.9</b>	<b>1398.3</b>	<b>1822.7</b>	<b>183.4</b>	<b>26.7</b>	<b>17.9</b>	<b>(27.3)</b>	<b>912.6</b>	<b>63.6</b>
<b>PCB 同業</b>													
華通	2313 TT	未評等	64.6	2,407	3.5	5.2	7.1	18.5	12.5	9.1	(47.9)	47.8	37.7
台郡	6269 TT	未評等	68.8	729	6.5	6.3	9.1	10.7	10.9	7.5	(40.4)	(2.0)	44.2
金像電	2368 TT	未評等	180.0	2,782	7.3	11.6	13.0	24.8	15.5	13.8	(17.3)	60.4	12.1
臻鼎-KY	4958 TT	未評等	120.5	3,487	6.6	10.1	14.4	18.4	11.9	8.4	(56.4)	54.7	42.5
健鼎	3044 TT	買進	193.5	3,161	11.5	15.8	17.3	16.8	12.3	11.2	(2.2)	36.7	10.0
<b>PCB 同業平均</b>					<b>7.1</b>	<b>9.8</b>	<b>12.2</b>	<b>17.8</b>	<b>12.6</b>	<b>10.0</b>	<b>(32.8)</b>	<b>39.5</b>	<b>29.3</b>

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 9：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
欣興	3037 TT	買進	170.5	8,125	12.9	6.9	13.7	59.45	61.29	68.20	2.9	2.8	2.5
<b>IC 載板同業</b>													
景碩	3189 TT	未評等	103.5	1,494	0.2	6.5	10.1	70.1	73.9	80.0	1.5	1.4	1.3
南電	8046 TT	未評等	127.0	2,608	11.5	4.3	12.0	74.1	67.1	74.7	1.7	1.9	1.7
Shinko	6967.T	未評等	5420.0	4,799	24.9	8.7	10.3	1904.4	1971.4	2085.7	2.9	2.8	2.6
Ibiden	4062.T	未評等	5282.0	4,907	12.7	8.2	6.6	2905.1	3245.4	3617.2	1.8	1.6	1.5
SEMCO	009150.KS	未評等	112800.0	6,366	6.4	7.5	9.0	102396	109448	118361	1.1	1.0	1.0
AT&S	ATSV.VI	未評等	17.3	719	13.2	1.9	(8.9)	24.4	21.7	20.3	0.7	0.8	0.9
<b>IC 載板同業平均</b>					<b>11.5</b>	<b>6.2</b>	<b>6.5</b>	<b>17895.7</b>	<b>19137.9</b>	<b>20706.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>
<b>PCB 同業</b>													
華通	2313 TT	未評等	64.6	2,407	10.7	14.4	17.5	32.9	35.9	40.8	2.0	1.8	1.6
台郡	6269 TT	未評等	68.8	729	7.9	7.9	10.8	78.7	80.2	84.2	0.9	0.9	0.8
金像電	2368 TT	未評等	180.0	2,782	22.7	29.1	26.8	34.2	40.0	48.6	5.3	4.5	3.7
臻鼎-KY	4958 TT	未評等	120.5	3,487	6.5	9.2	12.1	101.3	109.7	119.1	1.2	1.1	1.0
健鼎	3044 TT	買進	193.5	3,161	14.1	18.0	18.3	82.9	87.7	94.7	2.3	2.2	2.0
<b>PCB 同業平均</b>					<b>12.4</b>	<b>15.7</b>	<b>17.1</b>	<b>66.0</b>	<b>70.7</b>	<b>77.5</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>

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 10：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	26,403	27,877	31,712	30,764	31,765	33,886	39,091	41,522	116,756	146,264
銷貨成本	(22,111)	(24,194)	(26,770)	(26,089)	(26,891)	(27,830)	(30,831)	(32,301)	(99,164)	(117,853)
營業毛利	4,292	3,683	4,942	4,675	4,874	6,056	8,259	9,222	17,592	28,411
營業費用	(2,726)	(2,801)	(2,996)	(3,190)	(2,778)	(2,890)	(3,040)	(3,290)	(11,713)	(11,998)
營業利益	1,578	897	1,962	1,485	2,096	3,166	5,219	5,932	5,922	16,413
業外利益	1,779	1,233	(448)	288	308	338	371	392	2,853	1,409
稅前純益	3,357	2,130	1,514	1,773	2,404	3,504	5,590	6,324	8,775	17,822
所得稅費用	(695)	(399)	(424)	(355)	(409)	(631)	(1,258)	(1,360)	(1,873)	(3,657)
少數股東權益	228	136	93	0	0	0	0	0	458	0
歸屬母公司稅後純益	2,434	1,595	997	1,419	1,995	2,873	4,333	4,964	6,445	14,165
調整後每股盈餘(NT\$)	1.60	1.05	0.66	0.93	1.31	1.89	2.85	3.26	4.24	9.31
調整後加權平均股數(百萬股)	1,521	1,521	1,521	1,521	1,521	1,521	1,521	1,521	1,521	1,521
<b>重要比率</b>										
營業毛利率	16.3%	13.2%	15.6%	15.2%	15.3%	17.9%	21.1%	22.2%	15.1%	19.4%
營業利益率	6.0%	3.2%	6.2%	4.8%	6.6%	9.3%	13.4%	14.3%	5.1%	11.2%
稅前純益率	12.7%	7.6%	4.8%	5.8%	7.6%	10.3%	14.3%	15.2%	7.5%	12.2%
稅後純益率	9.2%	5.7%	3.1%	4.6%	6.3%	8.5%	11.1%	12.0%	5.5%	9.7%
有效所得稅率	20.7%	18.7%	28.0%	20.0%	17.0%	18.0%	22.5%	21.5%	21.3%	20.5%
<b>季增率(%)</b>										
營業收入	2.8%	5.6%	13.8%	-3.0%	3.3%	6.7%	15.4%	6.2%		
營業利益	13.5%	-43.2%	118.7%	-24.3%	41.1%	51.0%	64.8%	13.7%		
稅後純益	-16.3%	-34.5%	-37.5%	42.3%	40.6%	44.0%	50.8%	14.6%		
調整後每股盈餘	-16.3%	-34.5%	-37.5%	42.3%	40.6%	44.0%	50.8%	14.6%		
<b>年增率(%)</b>										
營業收入	-0.6%	10.5%	19.5%	19.8%	20.3%	21.6%	23.3%	35.0%	12.2%	25.3%
營業利益	-45.7%	-61.9%	-13.5%	6.8%	32.8%	253.0%	166.0%	299.5%	-33.6%	177.2%
稅後純益	-40.6%	-33.2%	-61.5%	-51.2%	-18.0%	80.1%	334.6%	249.8%	-43.5%	105.2%
調整後每股盈餘	-40.6%	-33.2%	-61.5%	-51.2%	-18.0%	80.1%	334.6%	249.8%	-43.5%	105.2%

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

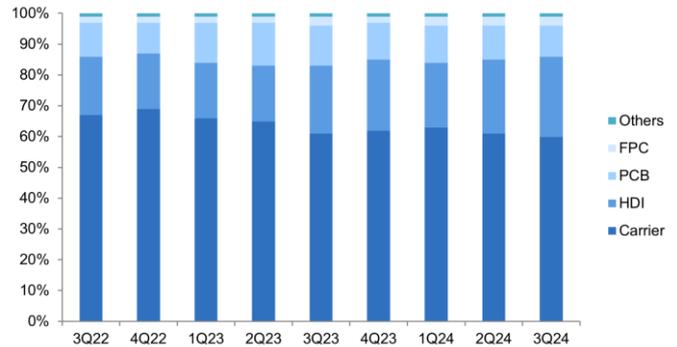
欣興電子主要生產 IC 載板、HDI 相關 PCB 產品，產品項目包含硬板 PCB、HDI 板、IC 基板等。3Q24 營收組成為：載板 60%、HDI 26%、PCB 10%、FPC 3%、其他 1%。由於產品技術先進，目前欣興為美系 GPU 大廠 AI 伺服器之 CPU 載板、OAM 主要供應商，且預估 2025 年有望打入此客戶機櫃式 AI 伺服器之 GPU 載板供應鏈。

圖 11：LME 銅價



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：營收組成



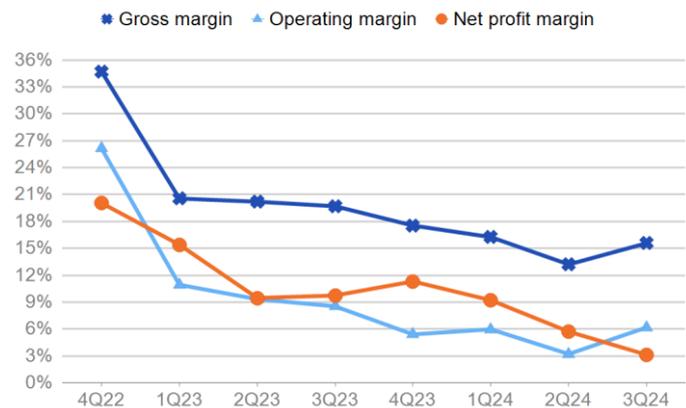
資料來源：公司資料

圖 13：營收趨勢



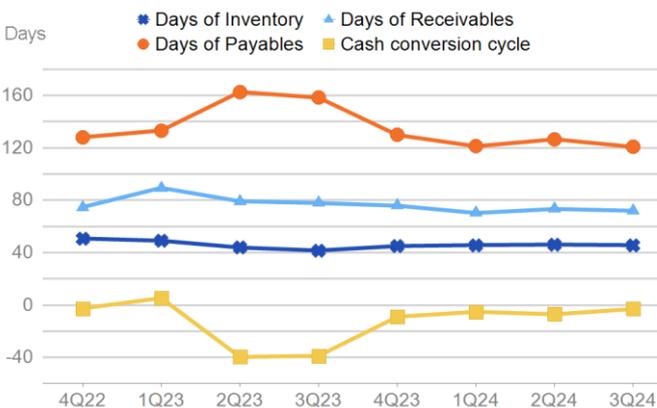
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：毛利率、營益率、淨利率



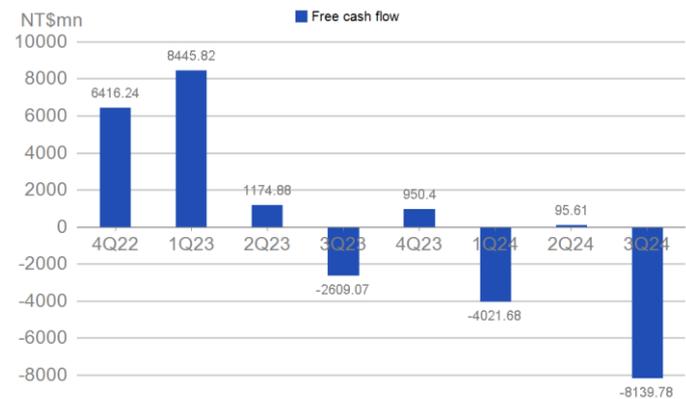
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：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**：欣興電子整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略為領先的位置，在電子零組件行業的公司中排名略微領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：欣興電子的整體曝險屬於中等水準，略為落後電子零組件行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的碳排、公司在生產中使用原材料的效率(不包括能源和石油產品)、人力資源等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：欣興電子在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司訊息揭露能力非常優良，提供投資人及市場充足的資訊。由於在公司治理方面的結構，欣興的風險評級屬於中等。

圖：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	20.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	34.8
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	44.9
風險評級	中 ★
同業排行(1~100, 1 為最佳)	40

資料來源：Sustainalytics (2024/11/12)

註 1：ESG 總分 =  $A - (A * \text{可控風險因子} * B / 100)$

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)
----------	-----------	------------

## 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	39,402	61,459	52,859	40,040	47,440
存貨	12,152	12,835	10,927	14,001	18,898
應收帳款及票據	23,639	28,746	18,563	26,200	35,362
其他流動資產	4,685	4,547	4,229	6,048	6,169
<b>流動資產</b>	<b>79,877</b>	<b>107,588</b>	<b>86,579</b>	<b>86,289</b>	<b>107,869</b>
採用權益法之投資	2,572	2,534	949	1,068	1,068
固定資產	72,021	94,122	109,483	118,742	119,112
無形資產	580	644	1,561	1,680	1,764
其他非流動資產	15,005	13,776	17,433	22,567	23,018
<b>非流動資產</b>	<b>90,178</b>	<b>111,076</b>	<b>129,426</b>	<b>144,057</b>	<b>144,962</b>
<b>資產總額</b>	<b>170,055</b>	<b>218,663</b>	<b>216,006</b>	<b>230,346</b>	<b>252,831</b>
應付帳款及票據	13,495	11,628	11,286	15,006	20,254
短期借款	10,176	7,645	2,294	6,046	6,921
什項負債	25,389	35,619	30,667	33,037	33,037
<b>流動負債</b>	<b>49,060</b>	<b>54,893</b>	<b>44,247</b>	<b>54,089</b>	<b>60,212</b>
長期借款	14,251	13,572	13,813	30,517	36,367
其他負債及準備	41,228	57,540	61,661	46,169	46,169
<b>長期負債</b>	<b>55,479</b>	<b>71,113</b>	<b>75,474</b>	<b>76,686</b>	<b>82,536</b>
<b>負債總額</b>	<b>104,539</b>	<b>126,005</b>	<b>119,721</b>	<b>130,775</b>	<b>142,748</b>
股本	14,753	14,784	15,251	15,251	15,251
資本公積	9,397	9,957	15,186	15,127	15,127
保留盈餘	36,897	61,632	61,518	63,211	74,598
什項權益	(333)	(638)	(1,294)	(376)	(1,251)
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>60,714</b>	<b>85,735</b>	<b>90,661</b>	<b>93,213</b>	<b>103,724</b>
<b>非控制權益</b>	<b>4,803</b>	<b>6,924</b>	<b>5,624</b>	<b>6,359</b>	<b>6,359</b>
<b>股東權益總額</b>	<b>65,516</b>	<b>92,658</b>	<b>96,284</b>	<b>99,571</b>	<b>110,083</b>

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	13,525	31,226	12,225	6,902	14,165
折舊及攤提	9,774	11,727	15,097	17,158	18,831
本期營運資金變動	(8,205)	(7,650)	12,497	(7,075)	(8,932)
其他營業資產及負債變動	27,863	25,779	(8,919)	(4,552)	0
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>42,957</b>	<b>61,082</b>	<b>30,900</b>	<b>12,434</b>	<b>24,064</b>
資本支出	(23,167)	(32,073)	(22,938)	(25,095)	(19,200)
本期長期投資變動	270	(39)	(1,585)	15	0
其他資產變動	(1,559)	(1,284)	3,423	(5,571)	(535)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(24,456)</b>	<b>(33,396)</b>	<b>(21,099)</b>	<b>(30,652)</b>	<b>(19,735)</b>
股本變動	(295)	31	468	0	0
本期負債變動	(1,212)	(918)	(6,210)	8,333	5,850
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(2,055)	(5,016)	(12,190)	(4,575)	(2,779)
其他調整數	(423)	1,071	(127)	535	0
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(3,984)</b>	<b>(4,831)</b>	<b>(18,060)</b>	<b>4,293</b>	<b>3,071</b>
<b>匯率影響數</b>	<b>691</b>	<b>(797)</b>	<b>(341)</b>	<b>1,106</b>	<b>0</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>15,207</b>	<b>22,058</b>	<b>(8,600)</b>	<b>(12,819)</b>	<b>7,400</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>19,789</b>	<b>29,009</b>	<b>7,962</b>	<b>(12,661)</b>	<b>4,864</b>

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
<b>營業收入</b>	<b>104,563</b>	<b>140,489</b>	<b>104,036</b>	<b>116,756</b>	<b>146,264</b>
銷貨成本	(80,900)	(90,056)	(83,735)	(99,164)	(117,853)
<b>營業毛利</b>	<b>23,663</b>	<b>50,433</b>	<b>20,302</b>	<b>17,592</b>	<b>28,411</b>
營業費用	(10,629)	(12,366)	(11,477)	(11,713)	(11,998)
推銷費用	(1,534)	(1,661)	(1,424)	(1,778)	(1,845)
研究費用	(4,716)	(5,887)	(4,923)	(5,257)	(5,343)
管理費用	(4,379)	(4,818)	(5,131)	(4,678)	(4,810)
其他費用	0	0	0	0	0
<b>營業利益</b>	<b>13,170</b>	<b>38,172</b>	<b>8,920</b>	<b>5,922</b>	<b>16,413</b>
利息收入	165	659	1,370	1,271	1,139
利息費用	(342)	(499)	(684)	(617)	(600)
利息收入淨額	(177)	160	686	654	539
投資利益(損失)淨額	189	(31)	(124)	0	0
匯兌損益	(226)	2,802	175	526	0
其他業外收入(支出)淨額	3,673	(1,228)	5,919	1,672	870
稅前純益	16,629	39,875	15,575	8,775	17,822
所得稅費用	(3,104)	(8,649)	(3,350)	(1,873)	(3,657)
少數股權淨利	302	1,607	245	458	0
<b>歸屬母公司之稅後純益</b>	<b>13,222</b>	<b>29,619</b>	<b>11,980</b>	<b>6,445</b>	<b>14,165</b>
稅前息前折舊攤銷前淨利	26,701	52,025	31,272	(11,236)	(2,417)
<b>調整後每股盈餘 (NT\$)</b>	<b>8.98</b>	<b>20.08</b>	<b>7.88</b>	<b>4.24</b>	<b>9.31</b>

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
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	19.0	34.4	(26.0)	12.2	25.3
營業利益	227.9	189.8	(76.6)	(33.6)	177.2
稅前息前折舊攤銷前淨利	71.9	94.8	(39.9)	--	--
稅後純益	154.3	130.9	(60.8)	(43.5)	105.2
調整後每股盈餘	154.3	130.9	(60.8)	(43.5)	105.2
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	22.6	35.9	19.5	15.1	19.4
營業利益率	12.6	27.2	8.6	5.1	11.2
稅前息前淨利率	15.6	28.0	14.3	5.1	11.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	25.5	37.0	30.1	(9.6)	(1.7)
稅前純益率	15.9	28.4	15.0	7.5	12.2
稅後純益率	12.7	21.1	11.5	5.5	9.7
資產報酬率	9.2	16.1	5.6	3.0	5.6
股東權益報酬率	22.8	39.5	12.9	6.9	13.7
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	159.6	136.0	124.3	131.3	129.7
淨負債權益比 (%)	(22.9)	(43.4)	(38.2)	(3.5)	(3.8)
利息保障倍數 (倍)	49.6	81.0	23.8	15.2	0
流動比率 (%)	162.8	196.0	195.7	159.5	179.2
速動比率 (%)	133.0	167.6	163.7	133.7	147.8
淨負債 (NT\$百萬元)	(14,975)	(40,242)	(36,752)	(3,478)	(4,153)
調整後每股淨值 (NT\$)	41.15	57.99	59.45	61.29	68.20
<b>評價指標 (倍)</b>					
本益比	19.0	8.5	21.6	40.2	18.3
股價自由現金流量比	13.1	8.9	32.6	--	53.3
股價淨值比	4.1	2.9	2.9	2.8	2.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	9.7	5.0	8.3	--	--
股價營收比	2.5	1.9	2.5	2.2	1.8

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

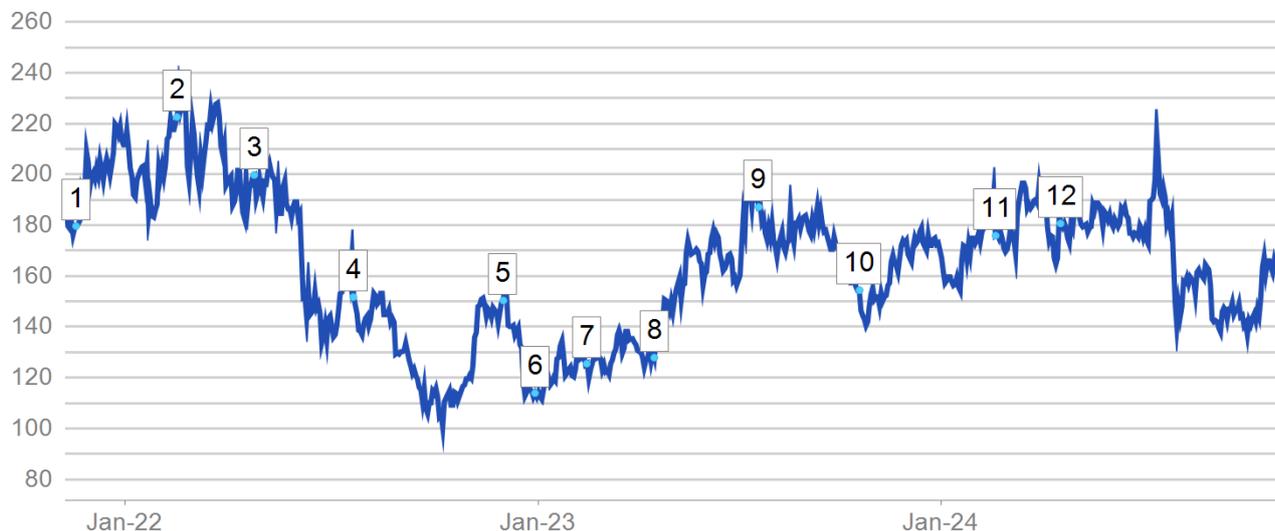
## 附錄：重要揭露事項

### 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。

### 欣興 (3037 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	20211122	195.50	180.00	164.92	持有-超越同業	劉思良
2	20220224	240.50	282.00	258.37	買進	劉思良
3	20220505	218.00	280.00	256.54	買進	劉思良
4	20220728	179.50	218.00	204.26	買進	劉思良
5	20221202	159.50	310.00	290.46	買進	張晏榮
6	20221229	120.00	185.00	173.34	買進	張晏榮
7	20230223	133.50	160.00	149.91	買進	張晏榮
8	20230427	139.00	170.00	159.28	買進	張晏榮
9	20230727	197.50	240.00	235.90	買進	張晏榮
10	20231025	157.00	190.00	186.75	買進	張晏榮
11	20240227	196.00	240.00	235.90	買進	張晏榮
12	20240425	187.00	250.00	245.73	買進	張晏榮
13						
14						
15						

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>.