

## 文晔 (3036 TT) WT Micro

Future 營運谷底已過，2025 年整體營運將逐步回溫

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$120.0

收盤價 (2025/02/25)：NT\$104.0  
隱含漲幅：15.4%

## 營收組成 (4Q24)

手機 22%、PC 6.6%、消費性 6.3%、資料中心 33.5%、通訊 10%、工控 12%、車用 9%

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	120	130
2025年營收 (NT\$/十億)	1079.3	1078.2
2025年EPS	11.8	12.6

## 交易資料表

市值	NT\$130,220百萬元
外資持股比率	13.0%
董監持股比率	17.7%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$75.63
負債比	77.1%
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	2023A	2024A	2025F	2026F
營業收入	594,519	959,432	1,079,268	1,240,975
營業利益	8,200	15,264	20,982	23,893
稅後純益	4,012	9,112	13,446	15,626
EPS (元)	4.29	8.13	11.81	13.76
EPS YoY (%)	-50.4	89.6	45.2	16.5
本益比 (倍)	24.3	12.8	8.8	7.6
股價淨值比 (倍)	1.7	1.5	1.4	1.3
ROE (%)	6.3	11.8	15.9	17.2
現金殖利率 (%)	1.7%	3.9%	5.7%	6.6%
現金股利 (元)	1.80	4.07	5.90	6.88

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘峻

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

## 元大觀點

◆ 4Q24 在 AI Server 提前拉貨挹注下，EPS 優於本中心/市場預期 10.4%/7.3%。

◆ 展望 2025 年，受惠於 AI Server 業務成長，車用與工控需求從谷底回溫帶動 Future 營運回升，預估營收年增 12.5%。

◆ 目標價 120 元，係根據 2025 年 EPS 11.8 元給予 10 倍本益比，2025 年併購後獲利成長趨勢不變。

## 4Q24 本業獲利優於本中心預期 13%

文晔 4Q24 本業獲利 42 億元，優於本中心預期 13%，落於公司先前財測 (35-43 億元) 上緣，主因 AI Server 客戶提前拉貨使營收規模較原本預期高。財務成本 10.6 億元，相較上季季增 0.8 億元，主因因應公司營運資金需求，EPS 2.27 元，高於元大/市場預期 10.4%/7.3%。

## 1Q25 為傳統淡季，僅 Future 營運微幅季增

展望 1Q25，管理層預估營收將落於 2,200-2,360 億元，中值季減 13% (@32.6 美元匯率)，低於市場預期 4.9%，預估毛利率 4.7%-4.9% (Future 毛利率維持穩定)，中值季增 0.7 個百分點，EPS 預估 2.03-2.56 元，中值 2.29 元，高於市場預期之 2.19 元。管理層預期除 Future 微幅季增與工控季持平外，其他業務都將呈現季減。本次展望大致符合本中心預期，其中 Future 營收預估微幅季增，顯示客戶出現補庫存需求，預期營運谷底已過，EPS 預估 2.36 元，相對前次上修 11.8%，主因 Future 營收略優於預期。

## 2025 年展望不變，惟因財務成本較預期高，微幅下修獲利

本次法說各業務展望大致符合本中心預期。本次僅上調 2025 年財務成本 66% 至 50 億元，主因管理層展望財務成本高於本中心先前預期，以支應公司營運資金之需求，因此本中心下修 2025 年 EPS 6.1% 至 11.8 元。

## 預估 2025 年 EPS 11.8 元，年增 45%，維持買進

目前股價交易於 2025 年每股盈餘 11.8 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 客戶具交叉銷售之機會，根據 2025 年 EPS 11.8 元，給予 10 倍本益比，目標價 120 元。

## 營運分析

### 4Q24 EPS 優於本中心/市場預期 10.4%/7.3%，主因 AI Server 客戶提前拉貨挹注

文晔 4Q24 營收季增動能來自 1) 美系客戶手機旺季備貨以及 2) AI Server 客戶提前拉貨所挹注。而 Future 部分營收季減 4%，符合本中心預期，毛利率則維持穩定。

整體毛利率 4.1%，季減 0.1 個百分點，低於本中心與市場預期 2 個百分點，季減主因低毛利之手機與 AI Server 業務營收比重提升，營業利益率 1.6%，季持平，本業獲利 42 億元，優於本中心預期 13%，落於公司先前財測(35-43 億元)上緣，主因 AI Server 客戶提前拉貨使營收規模較原本預期高。財務成本 10.6 億元，相較上季季增 0.8 億元，主因因應公司營運資金需求，此外業外 1.5 億元，主要為匯兌收入。EPS 2.27 元，高於元大/市場預期 10.4%/7.3%。

圖 1：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	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	261,878	0.2%	38.1%	244,137	246,752	7.3%	6.1%
營業毛利	4,996	10,955	10,784	-1.6%	115.8%	10,434	10,593	3.4%	1.8%
營業利益	1917	4174	4216	1.0%	120.0%	3,720	3,883	13.3%	8.6%
稅前利益	1260	3557	3303	-7.1%	162.1%	2,938	3,095	12.4%	6.7%
稅後淨利	1044	2836	2536	-10.6%	142.9%	2298	2,364	10.3%	7.3%
調整後 EPS (元)	1.18	2.54	2.27	-10.6%	93.1%	2.06	2.12	10.4%	7.3%
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%	4.1%	-0.1	1.5	4.3%	4.3%	-0.2	-0.2
營業利益率	1.0%	1.6%	1.6%	0.0	0.6	1.5%	1.6%	0.1	0.0
稅後純益率	0.6%	1.1%	1.0%	-0.1	0.4	0.9%	1.0%	0.0	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 1Q25 營運進入傳統淡季，僅 Future 營運微幅季增，EPS 相對前次上修 12%

展望 1Q25，管理層預估營收將落於 2,200-2,360 億元，中值季減 13% (@32.6 美元匯率)，低於本中心預期/市場預期 3.3/2.6%，預估毛利率 4.7%-4.9% (Future 毛利率維持穩定)，中值季增 0.7 個百分點，優於本中心/市場預期 0.3/0.4 個百分點，營業利率 1.8-2.0%，財務成本預估 11-12 億元，EPS 預估 2.03-2.56 元，中值 2.29 元，高於市場預期之 2.19 元。展望 1Q25 各業務：

- 汽車電子：預估季減雙位數，但預期全年會持續成長，其中亞洲將溫和成長，歐美市場 1H25 仍在調整中。
- 工業：預估營收季持平，預估已經在循環底部，2025 年將逐步好轉。
- 通訊：在 AI Server 需求之帶動下，預估 1Q25 將季增雙位數，2025 年持續成長。
- 資料中心：後續因有產品換代的問題，變化須看客戶拉貨情況，預估 1Q25 季減 20%，不過長期仍會持續成長。
- PC&消費性：因為進入傳統淡季，預估季減個位數，不過 2025 年仍會持續成長，其中看好 AI PC 新品的陸續推出與 Windows 的中止服務，預期將帶動商業機種的換季潮。
- 手機：進入傳統淡季預估營收季減 30%
- Future：營收預估微幅季增，優於本中心預期，毛利率維持穩定，顯示庫存調整趨近尾聲，客戶已有回補庫存之需求。

本次各業務展望大致符合本中心預期，毛利率展望則略優於本中心預期之 4.5%，主因高毛利產品營收比重提升。預估 1Q25 文晔整體營收季減 11.8%至 2,310 億元，相對前次下修 1.4%，毛利率 4.7%，季增 0.6 個百分點，主因產品組合改善(低毛利業務之手機與 AI Server 營收比重下降)，營業利率 1.9%，季增 0.3 個百分點，相較前次上修 0.3 個百分點，EPS 2.36 元，季增 3.9%，相對前次上修 11.8%。Future 則預估營收季增 2%，毛利率 16.2%，營收略優於本中心預期之季持平。

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	192,651	261,878	231,028	-11.8%	19.9%	234,221	234,866	-1.4%	-1.6%
營業毛利	4,870	10,784	10,924	1.3%	124.3%	10,430	10,381	4.7%	5.2%
營業利益	2611	4216	4455	5.7%	70.7%	3,778	3,917	17.9%	13.7%
稅前利益	1982	3303	3336	1.0%	68.3%	3,013	3,092	10.7%	7.9%
稅後淨利	1590	2536	2634	3.9%	65.6%	2357	2,447	11.7%	7.6%
調整後 EPS (元)	1.55	2.27	2.36	3.9%	51.8%	2.11	2.19	11.8%	7.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	2.5%	4.1%	4.7%	0.6	2.2	4.5%	4.4%	0.3	0.3
營業利率	1.4%	1.6%	1.9%	0.3	0.6	1.6%	1.7%	0.3	0.3
稅後純益率	0.8%	1.0%	1.1%	0.2	0.3	1.0%	1.0%	0.1	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 2025 年預期各業務皆將持續成長，且併購後綜效可望逐步發酵

管理層展望 2025 年，管理層預期半導體庫存調整將於 1H25 結束，預期復甦進度：亞洲>北美>歐洲，帶動文晔各業務成長，其中車用與工業將逐步從低谷好轉，通訊與資料中心業務則受惠於光通訊與 AI Server 需求成長，消費性則預估持續成長。

本中心預期 2025 年文晔主要成長動能仍在通訊與資料中心業務，車用與工業業務則預期將於 2H25 緩步復甦。預估 2025 年營收年增 12.5% 至 10,792 億元，毛利率年增 0.5 個百分點至 4.45%，EPS 11.8 元，年增 45%。

此外併購 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。

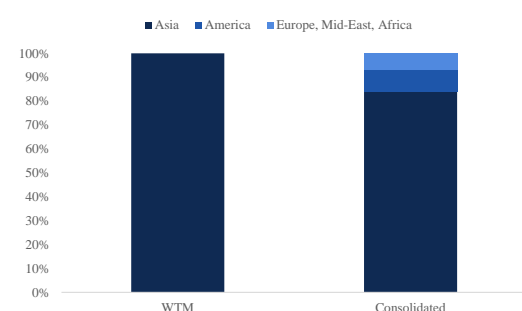
如以 2023 年文晔與 Future Electronics 之財務數字來看，原先合併前文晔營收皆來自亞洲區，合併後亞洲區營收將降低至 84%，有助於文晔分散地區營收來源。以獲利結構來看，Future 因主要耕耘 Mass Market 之客戶 2023 毛利率為 17.4%，遠高於文晔之 3~3.5 個百分點，雖因提供更多設計與 FAE 資源，使 Future 之營業費用率達 10~12%，不過整體營業利益率 6.7%，仍高於文晔先前之 1.5~3%。

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



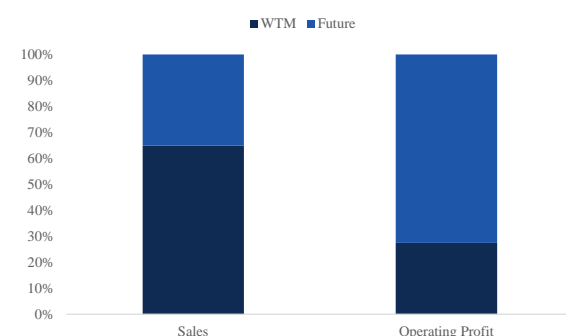
資料來源：公司資料、元大投顧

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

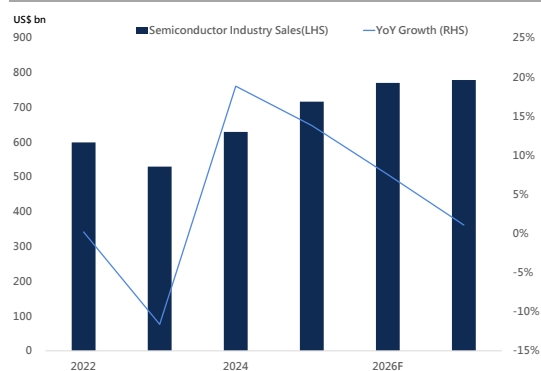


資料來源：公司資料；採用 2023 年之財務數字，其中文晔之營業費用有納入併購所需之相關費用。

### 2025 年半導體產業將重回復甦態勢

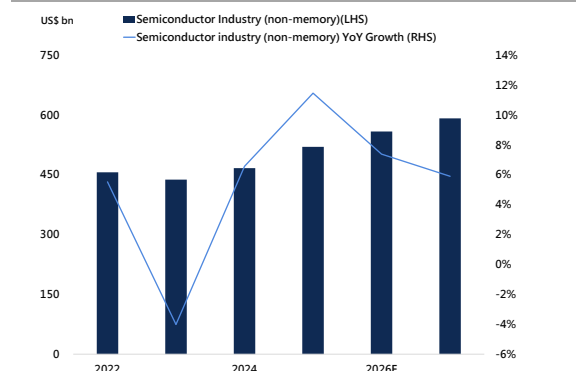
預估 2025 年半導體產業在 AI 需求成長、手機與筆電需求緩步回溫下，總產值將年增 13%，其中記憶體預估年增 15%，類比 IC 年增 6.7%、邏輯 IC 年增 6.3%、微電子元件年增 7%，排除記憶體則預估整體 2024 半導體市場年增 12.6%。

圖 6：預估 2025 年半導體整體市場將成長 13%



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 12.6%



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

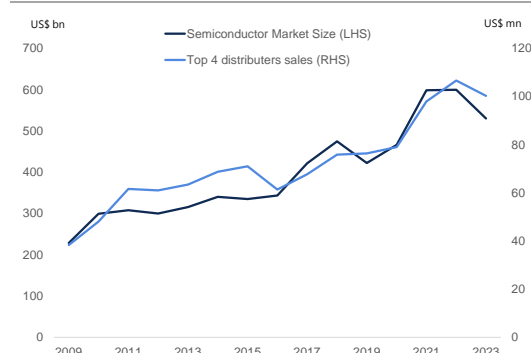
IC 通路業者，主要成長來自半導體市場成長、擴增代理客戶、同業併購、原廠、供應商之併購。其經營模式為提供半導體供應商物流、技術支援與相關產品資訊之責任。上游供應商將銷售及支援服務轉為通路商承接，由通路商代為提供下游客戶市場資訊及產品應用技術支援，協助縮短產品上市時程。對於供應商如 IDM 與晶片設計業者而言，IC 通路業者之價值在其 FAE 能彈性且即時地支援下游客戶如 OEM、ODM 與 EMS 等廠商、提供供應商及時地市場情報與產品發展規畫建議；而對下游客戶而言，IC 通路業者能加快產品 Time To Market (TTM) 之時間、並提供的多元晶片解決方案等。

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

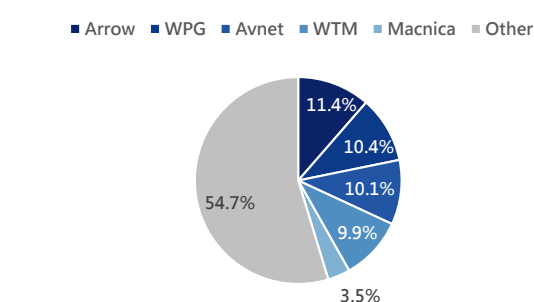
2023 年前四大 IC 通路業者 Arrow、大聯大投控、Avnet 與文晔便佔了 IC 通路市場約 40%之份額。其中 Arrow 與 Avnet 以歐美市場為主，大聯大投控與文晔則以亞洲市場為主。2023 年 Arrow 與 Avnet 在美洲市場之市占率分別為 30~40%與 20~25%。歐洲市場分別為 30~40%與 30~40%。而大聯大投控與文晔在亞洲市場之營收市占率為 15%與 12%。

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

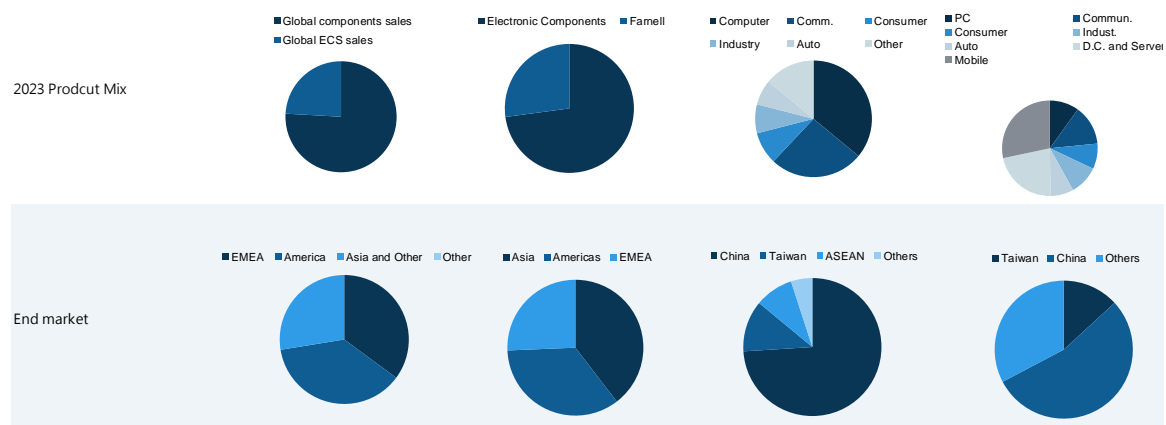


資料來源：元大投顧整理

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

### 營運展望大致符合預期，下修獲利主因財務成本較原先預期高

本中心下修 2025 年 EPS 6.1%至 11.8 元，主因管理層展望財務成本高於本中心先前預期，以支應公司營運資金之需求，因此上調 2025 年財務成本 66%至 50 億元。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，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，預估文晔 2025 年營收年增 12.5%至 10,792 億元，毛利率年增 0.5 個百分點至 4.45%，EPS 11.8 元，年增 45%。

### 給予 2025 年 EPS 11.8 元 10 倍本益比，目標價 120 元，維持買進

目前文晔股價交易於 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 12/12 倍，國內同業大聯大過往五年本益比約交易於 7-13 倍。我們認為文晔目前仍具投資價值，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) 文晔與 Future 客戶具交叉銷售之潛在機會，根據 2025 年 EPS 11.8 元，給予過往區間中緣之 10 倍本益比，目標價 120 元，維持買進。

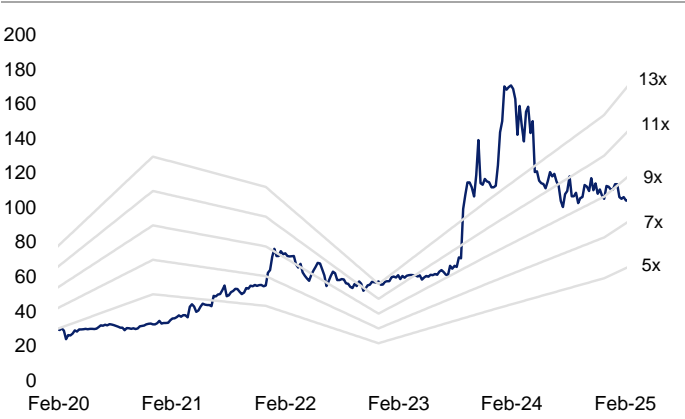
圖 11：2024 和 2025 年財務預估調整

(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	959,432	941,700	1,079,268	1,078,213	1.9%	0.1%
營業毛利	37,602	37,251	47,993	46,961	0.9%	2.2%
營業利益	15,264	14,767	20,982	19,869	3.4%	5.6%
稅前利益	11,835	11,469	17,049	18,346	3.2%	-7.1%
稅後淨利	9,112	8,874	13,446	14,330	2.7%	-6.2%
調整後 EPS (元)	8.05	7.84	11.81	12.58	2.7%	-6.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	3.9%	4.0%	4.4%	4.4%	0.0	0.1
營業利益率	1.6%	1.6%	1.9%	1.8%	0.0	0.1
稅後純益率	0.9%	0.9%	1.2%	1.3%	0.0	-0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估

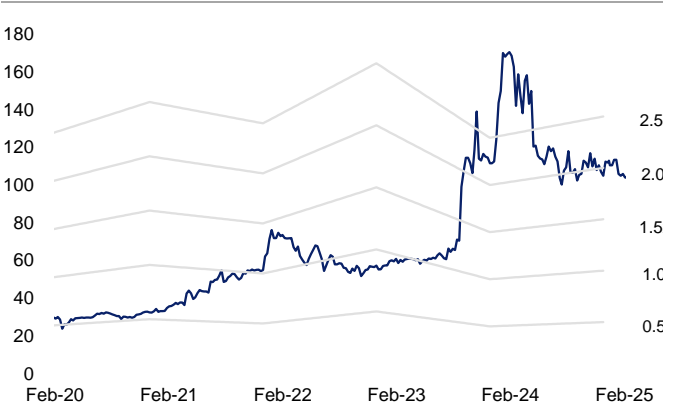


圖 12：PE 河流圖



資料來源：TEJ、元大投顧預估

圖 13：PB 河流圖



資料來源：TEJ、元大投顧預估

圖 14：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(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
文晔	3036 TT	買進	104.0	3,946	8.13	11.81	13.76	12.8	8.8	7.6	89.6	45.2	16.5
國外													
Arrow	ARW US	未評等	111.8	5,830	10.2	10.2	15.5	11.0	11.0	7.2	(40.6)	0.1	52.5
Macnica	3132 JP	未評等	1832.0	2,191	231.0	172.3	229.6	7.9	10.6	8.0	4.2	(25.4)	33.3
Avnet	AVT US	未評等	52.1	4,509	5.1	3.4	5.6	10.3	15.4	9.3	(37.3)	(32.8)	64.8
國外平均								9.7	12.3	8.2	(24.5)	(19.4)	50.2
國內													
大聯大	3702 TT	未評等	70.6	3,623	4.4	5.7	6.0	16.1	12.4	11.8	(4.5)	30.0	5.3
聯強	2347 TT	未評等	70.8	3,610	5.2	5.7	6.4	13.7	12.4	11.1	18.5	9.9	12.0
國內平均					4.8	5.7	6.2	14.9	12.4	11.4	7.0	19.9	8.6

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 15：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)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
文晔	3036 TT	買進	104.0	3,946	11.8	15.9	17.2	69.29	75.63	81.34	1.5	1.4	1.3
國外													
Arrow	ARW US	未評等	111.8	5,830	9.3	9.0	--	--	86.8	98.3	--	1.3	1.1
Macnica	3132 JP	未評等	1832.0	2,191	22.3	12.1	15.8	3299.0	--	--	0.6	--	--
Avnet	AVT US	未評等	52.1	4,509	12.7	6.2	15.0	51.9	54.6	59.8	1.0	1.0	0.9
國外平均					14.8	9.1	15.4				0.8	1.1	1.0
國內													
大聯大	3702 TT	未評等	70.6	3,623	9.1	11.3	10.6	48.3	52.5	60.2	1.5	1.3	1.2
聯強	2347 TT	未評等	70.8	3,610	11.7	12.5	13.5	45.8	46.9	--	1.6	1.5	--
國內平均					10.4	11.9	12.1	47.0	49.7	60.2	1.5	1.4	1.2

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 16：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	192,651	243,647	261,256	261,878	231,028	251,833	307,967	288,439	959,432	1,079,268
銷貨成本	(187,782)	(232,654)	(250,300)	(251,094)	(220,104)	(240,113)	(295,303)	(275,754)	(921,830)	(1,031,275)
營業毛利	4,870	10,993	10,955	10,784	10,924	11,720	12,664	12,685	37,602	47,993
營業費用	(2,259)	(6,729)	(6,782)	(6,568)	(6,469)	(6,799)	(7,022)	(6,721)	(22,338)	(27,011)
營業利益	2,611	4,264	4,174	4,216	4,455	4,921	5,642	5,965	15,264	20,982
業外利益	(628)	(1,272)	(617)	(913)	(1,119)	(996)	(785)	(1,034)	(3,430)	(3,933)
稅前純益	1,982	2,992	3,557	3,303	3,336	3,925	4,857	4,931	11,834	17,049
所得稅費用	(366)	(814)	(752)	(697)	(704)	(828)	(1,025)	(1,040)	(2,629)	(3,598)
少數股東權益	26	28	(30)	70	(2)	0	2	4	92	5
歸屬母公司稅後純益	1,590	2,150	2,836	2,536	2,634	3,096	3,830	3,886	9,112	13,446
調整後每股盈餘(NT\$)	1.55	1.69	2.54	2.27	2.36	2.53	3.43	3.48	8.13	11.81
調整後加權平均股數(百萬股)	1,117	1,117	1,117	1,117	1,117	1,117	1,117	1,117	1,117	1,117
重要比率										
營業毛利率	2.5%	4.5%	4.2%	4.1%	4.7%	4.7%	4.1%	4.4%	3.9%	4.5%
營業利益率	1.4%	1.8%	1.6%	1.6%	1.9%	2.0%	1.8%	2.1%	1.6%	1.9%
稅前純益率	1.0%	1.2%	1.4%	1.3%	1.4%	1.6%	1.6%	1.7%	1.2%	1.6%
稅後純益率	0.8%	0.9%	1.1%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.4%	1.0%	1.3%
有效所得稅率	18.5%	27.2%	21.1%	21.1%	21.1%	21.1%	21.1%	21.1%	22.2%	21.1%
季增率(%)										
營業收入	1.6%	26.5%	7.2%	0.2%	-11.8%	9.0%	22.3%	-6.3%		
營業利益	36.2%	63.3%	-2.1%	1.0%	5.7%	10.5%	14.7%	5.7%		
稅後純益	52.3%	35.2%	31.9%	-10.6%	3.9%	17.5%	23.7%	1.5%		
調整後每股盈餘	32.1%	8.5%	50.7%	-10.6%	3.9%	7.4%	35.4%	1.5%		
年增率(%)										
營業收入	60.4%	107.4%	56.2%	38.1%	19.9%	3.4%	17.9%	10.1%	61.4%	12.5%
營業利益	31.6%	108.9%	84.8%	120.0%	70.7%	15.4%	35.2%	41.5%	86.1%	37.5%
稅後純益	119.8%	122.8%	121.6%	143.0%	65.7%	44.0%	35.0%	53.2%	131.3%	46.1%
調整後每股盈餘	89.9%	98.7%	76.0%	93.1%	51.8%	50.3%	35.1%	53.2%	89.6%	45.2%

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

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。

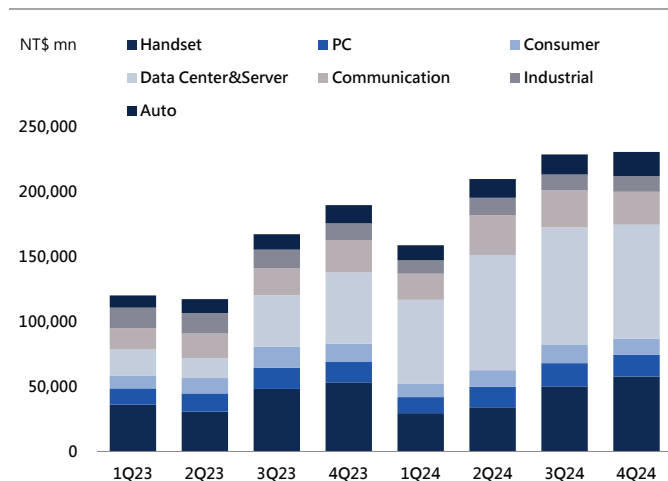
Future 成立於 1968 年，總部位於加拿大蒙特婁，主要客群與文晔之全球一線 500 大客戶不同，主要為 Mass market 中小型電子產品製造商，其 2022 年主要營收來源分布於亞洲(34%)、美洲(42%)、歐洲中東以及非洲(24%)。其現金約為 2.2 億元，總資產 39 億美元，股東權益 32 億美元，公司本身無債務，而公司間之交易被歸類為其他應收與應付帳款。

圖 17：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

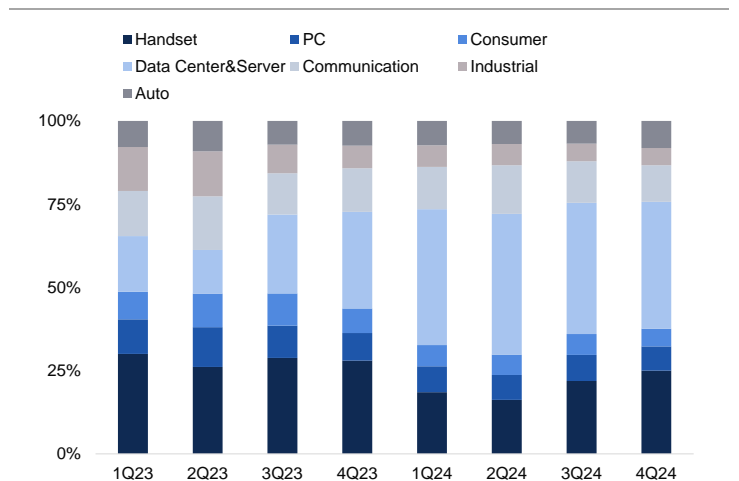
資料來源：Bloomberg、公司資料

圖 18：營收金額分布



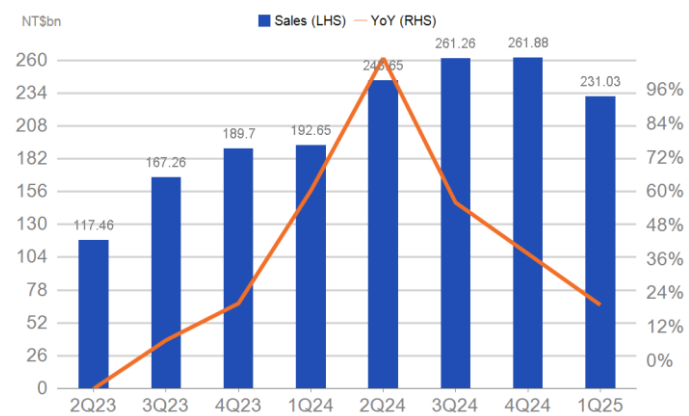
資料來源：公司資料

圖 19：營收百分比分布



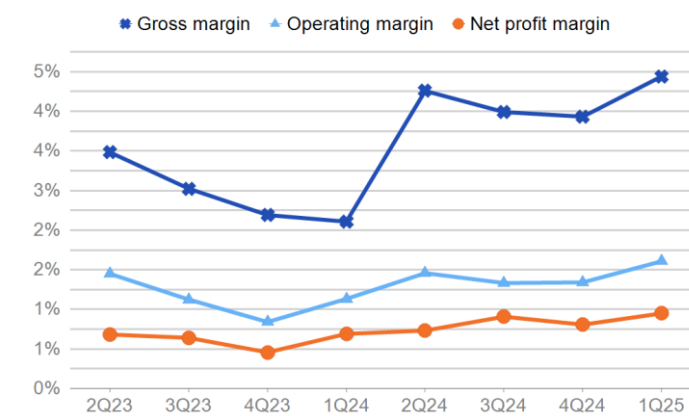
資料來源：公司資料

圖 20：營收趨勢



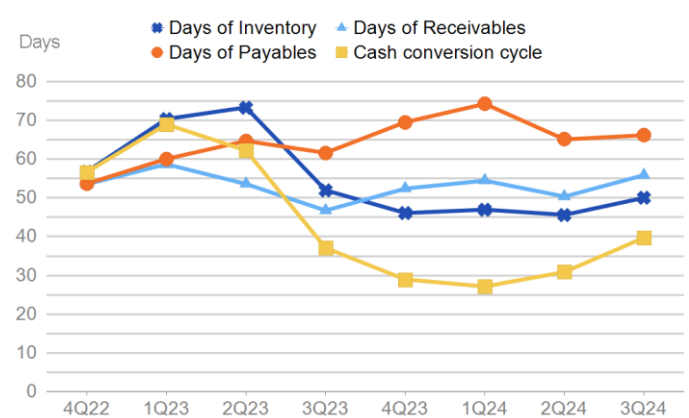
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：毛利率、營益率、淨利率



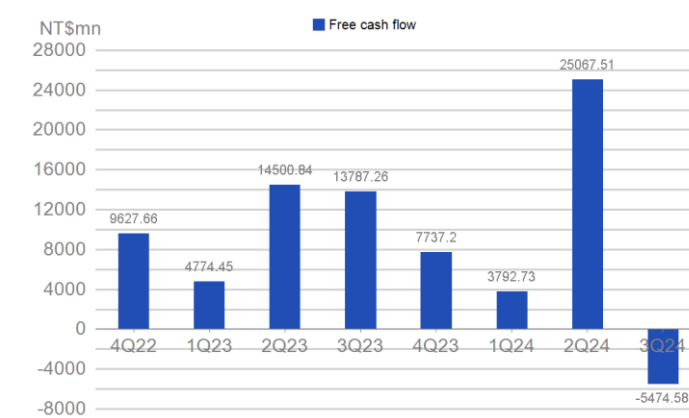
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：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中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 的揭露，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 24：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 <span>★</span>
同業排行(1~100，1 為最佳)	38

資料來源：Sustainalytics (2025/2/25)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

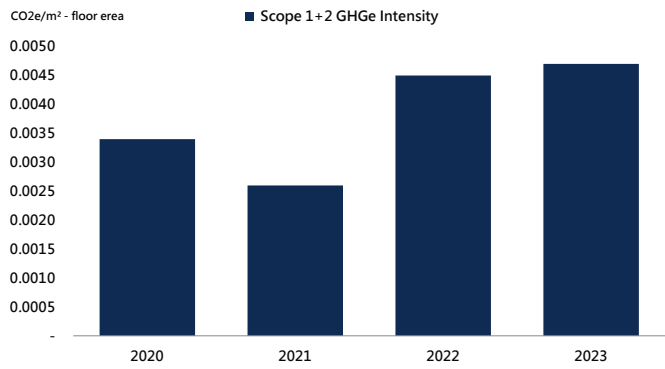
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

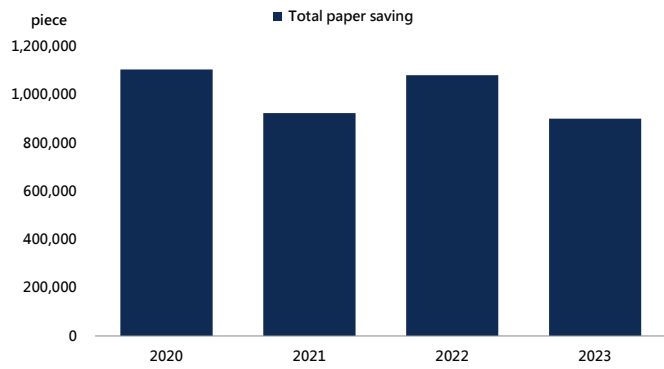
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 25：碳排放密度



資料來源：公司資料、Reuters

圖 26：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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	5,383	22,748	25,160	30,575	(5,685)
存貨	90,547	95,716	136,636	145,905	113,886
應收帳款及票據	84,568	111,637	124,936	123,444	189,350
其他流動資產	3,151	8,647	7,541	7,541	7,541
流動資產	183,650	238,747	294,273	307,465	305,092
採用權益法之投資	63	45	45	45	45
固定資產	974	1,263	1,190	1,101	993
無形資產	3,372	3,340	3,340	3,340	3,340
其他非流動資產	12,144	21,791	21,791	21,791	21,791
非流動資產	16,553	26,438	26,366	26,276	26,168
資產總額	200,202	265,185	320,638	333,741	331,261
應付帳款及票據	77,997	147,955	195,521	200,036	189,651
短期借款	38,341	19,822	19,822	19,822	19,822
什項負債	8,479	10,112	10,112	10,112	10,112
流動負債	124,816	177,889	225,455	229,970	219,585
長期借款	17,786	12,644	14,144	15,644	17,144
其他負債及準備	2,625	2,706	2,706	2,706	2,706
長期負債	20,412	15,351	16,851	18,351	19,851
負債總額	145,228	193,239	242,306	248,320	239,435
股本	10,185	15,653	15,653	15,653	15,653
資本公積	25,294	25,681	25,681	25,681	25,681
保留盈餘	20,190	20,176	26,471	33,554	39,939
什項權益	(1,564)	9,599	9,599	9,599	9,599
歸屬母公司之權益	54,105	71,109	77,403	84,487	90,871
非控制權益	869	837	929	934	954
股東權益總額	54,974	71,946	78,332	85,421	91,826

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	7,600	3,979	9,204	13,451	15,646
折舊及攤提	438	556	372	389	408
本期營運資金變動	(14,660)	37,314	(6,653)	(3,262)	(44,273)
其他營業資產 及負債變動	582	(820)	0	0	0
營運活動之現金流量	(6,039)	41,028	2,923	10,578	(28,219)
資本支出	(310)	(228)	(300)	(300)	(300)
本期長期投資變動	(56)	(18)	0	0	0
其他資產變動	(4,589)	(492)	0	0	0
投資活動之現金流量	(4,955)	(739)	(300)	(300)	(300)
股本變動	807	5,468	0	0	0
本期負債變動	8,110	(24,206)	1,500	1,500	1,500
現金增減資	0	5,423	0	0	0
支付現金股利	(4,701)	(4,082)	(2,818)	(6,363)	(9,241)
其他調整數	4,417	(5,560)	0	0	0
融資活動之現金流量	8,633	(22,957)	(1,318)	(4,863)	(7,741)
匯率影響數	3,065	32	0	0	0
本期產生現金流量	704	17,364	1,306	5,416	(36,260)
自由現金流量	(6,349)	40,800	2,623	10,278	(28,519)

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	571,197	594,519	959,432	1,079,268	1,240,975
銷貨成本	(551,365)	(576,113)	(921,830)	(1,031,275)	(1,185,297)
營業毛利	19,832	18,406	37,602	47,993	55,678
營業費用	(8,050)	(10,206)	(22,338)	(27,011)	(31,785)
推銷費用	(5,533)	(6,383)	(18,453)	(22,813)	(26,821)
研究費用	(655)	(755)	(909)	(1,079)	(1,241)
管理費用	(1,861)	(3,060)	(2,909)	(3,119)	(3,723)
其他費用	(1)	(8)	(66)	0	0
營業利益	11,783	8,200	15,264	20,982	23,893
利息收入	39	152	721	423	475
利息費用	(1,437)	(2,254)	(3,735)	(3,800)	(2,400)
利息收入淨額	(1,398)	(2,102)	(3,015)	(3,377)	(1,925)
投資利益(損失)淨額	(16)	(19)	302	425	410
匯兌損益	(414)	(46)	316	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(44)	(838)	(1,033)	(982)	(2,546)
稅前純益	9,911	5,195	11,834	17,049	19,831
所得稅費用	(2,311)	(1,217)	(2,629)	(3,598)	(4,185)
少數股權淨利	(31)	(33)	92	5	21
歸屬母公司之稅後純益	7,631	4,012	9,112	13,446	15,626
稅前息前折舊攤銷前淨利	11,786	8,005	14,892	20,593	23,485
調整後每股盈餘 (NT\$)	8.65	4.29	8.13	11.81	13.76

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	27.5	4.1	61.4	12.5	15.0
營業利益	11.6	(30.4)	86.1	37.5	13.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	7.1	(32.1)	86.0	38.3	14.0
稅後純益	(3.2)	(47.7)	131.3	46.1	16.3
調整後每股盈餘	(13.0)	(50.4)	89.6	45.2	16.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	3.5	3.1	3.9	4.5	4.5
營業利益率	2.1	1.4	1.6	1.9	1.9
稅前息前淨利率	1.5	0.5	1.6	1.9	1.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	2.1	1.4	1.6	1.9	1.9
稅前純益率	1.7	0.9	1.2	1.6	1.6
稅後純益率	1.3	0.7	1.0	1.3	1.3
資產報酬率	4.1	1.7	2.9	4.0	4.7
股東權益報酬率	14.0	6.3	11.8	15.9	17.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	264.2	268.6	309.3	290.7	260.8
淨負債權益比(%)	92.3	13.5	11.2	5.7	46.5
利息保障倍數 (倍)	7.9	3.3	4.2	5.5	9.3
流動比率 (%)	147.1	134.2	130.5	133.7	138.9
速動比率 (%)	73.9	79.6	69.9	70.3	87.1
淨負債 (NT\$百萬元)	50,744	9,719	8,807	4,891	42,651
調整後每股淨值 (NT\$)	53.12	61.44	69.29	75.63	81.34
評價指標 (倍)					
本益比	12.0	24.3	12.8	8.8	7.6
股價自由現金流量比	--	2.9	44.3	11.3	--
股價淨值比	2.0	1.7	1.5	1.4	1.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨	9.9	14.5	7.8	5.6	5.0
股價營收比	0.2	0.2	0.1	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。

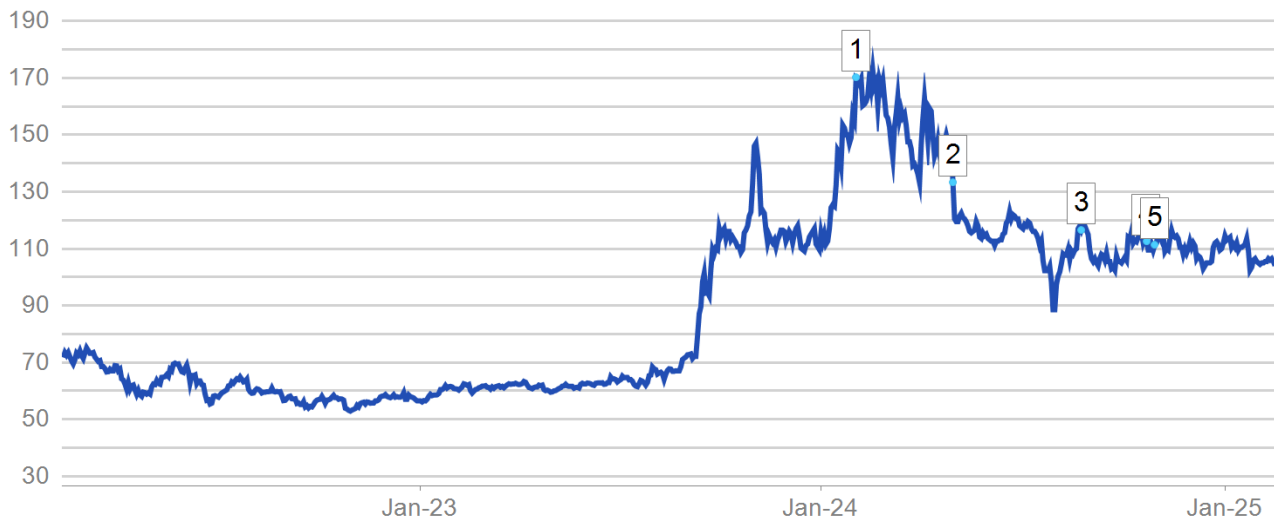
# 附錄：重要揭露事項

## 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。

## 文曄 (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	215	買進	劉誠新
2	20240508	150.50	170	170	買進	劉誠新
3	20240828	116.50	140	140	買進	劉誠新
4	20241028	112.50	130	130	買進	劉誠新
5	20241105	111.50	130	130	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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2025 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

© {2025} 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>.