

## 欣興 (3037 TT) Unimicron

AI 仍為今年成長動能；HDI 產線調整有利長期營運

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$150.0

收盤價 (2025/02/26)：NT\$125.5  
隱含漲幅：19.5%

## 營收組成 (4Q24)

載板 62%、HDI 25%、PCB 9%、FPC 3%、其他 1%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	150	205
2025年營收 (NT\$/十億)	133.3	146.3
2025年EPS	4.8	9.3

## 交易資料表

市值	NT\$191,980百萬元
外資持股比率	30.4%
董監持股比率	14.8%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$64.64
負債比	56.9%
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	2023A	2024A	2025F	2026F
營業收入	104,036	115,373	133,300	151,035
營業利益	8,920	5,117	7,684	13,752
稅後純益	11,980	5,082	7,350	11,918
EPS (元)	7.88	3.34	4.83	7.84
EPS YoY (%)	-60.7	-57.6	44.6	62.2
本益比 (倍)	15.9	37.6	26.0	16.0
股價淨值比 (倍)	2.1	2.1	1.9	1.8
ROE (%)	12.9	5.5	7.5	11.2
現金殖利率 (%)	2.4%	1.2%	1.9%	3.1%
現金股利 (元)	3.00	1.50	2.42	3.92

黃勵誠

eziohuang@yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

## 元大觀點

- ◆ 折舊費用、一次性資產減損損失造成 4Q24 EPS 大幅低於預期；預期消費性電子業務季節性衰退致，1Q25 營收季減 3%。
- ◆ GPU、ASIC 等 AI 晶片載板及 GB200 Compute Board 為公司載板、HDI 業務成長來源。
- ◆ 維持欣興買進評等，正向看待長期而言 AI 發展、折舊費用影響減緩以及 HDI 產線持續調整之正向助益。

## 折舊費用、一次性資產減損損失造成 4Q24 EPS 大幅低於預期

因廠房相關折舊費用較高等因素，4Q24 毛利率季減 4 個百分點，低於本中心預期 3.6 個百分點，並使營業利益季減 65%至 6.8 億，低於預期 54%；且因欣興位於大陸之鼎鑫廠進行搬遷提列一次性資產減損損失(報廢相關費用)，造成欣興 4Q24 稅後淨利僅 5,600 萬，EPS 0.04 元，低於預期 96%。短期而言，考量消費性電子季節性衰退，但 AI 業務仍帶來支撐，預期欣興 1Q25 營收季減 3%至 285 億，毛利率 10.5%，季減 1 個百分點；營業利益 2.2 億，季減 67%；稅後淨利 4.4 億、EPS 0.29 元，預期業外損失較可較前季改善。

## AI 仍為 2025 年公司載板、HDI 業務主要成長動能來源

欣興以二供身分打入 N 客戶 AI GPU 載板供應鏈，本中心仍預期市占率為 20-30%，日商 Ibiden 則為 70-80%。此外公司亦以第一供身分生產美系 A 客戶 AI ASIC 晶片載板，預期今年營收貢獻為低至中個位數。日商 Ibiden 以一供身分生產 N 客戶 AI 晶片載板使其高階產能較為吃緊，此情形將更有利欣興爭取 CSP 客戶 ASIC 等 AI 晶片載板商機。預期今年載板業務佔比 62-65%，年增 17-22%。HDI 業務部分，欣興在 H 系列 OAM 中具有高市佔率，預期 GB200 Compute Tray 仍為第一供，且考慮產品報價因素，本中心認為伺服器架構轉換具有正向影響。然而雖產值成長，但 OAM、Compute Board 生產難度高，目前公司仍處在生產學習曲線之中半段，預期今年底或可達到較理想之生產水準。預期 HDI 業務佔比為 23-26%，年增 16-19%。

## 維持欣興買進評等，目標價 150 元

給予欣興買進評等，目標價 150 元係以 19 倍本益比及 2026 年預估 EPS 7.84 元評價。短期而言，HDI 產線調整仍需時間，然而基於 1) 長期 AI 發展對載板規格、層數之需求持續提升；2) HDI 產線調整完成後有利毛利率成長加速；3) 折舊費用增速放緩，因此本中心正向看待欣興 2026 年營運發展。

## 營運分析

### 折舊費用、一次性資產減損損失造成 4Q24 EPS 大幅低於預期

受消費電子業務季節性衰退幅度高於預期影響，欣興 4Q24 營收季減 7%至 293.8 億，季減 7%，低於本中心預期 5%；因廠房相關折舊費用(光復廠、楊梅廠等)較高等因素，4Q24 毛利率季減 4 個百分點，低於本中心預期 3.6 個百分點，並使營業利益季減 65%至 6.8 億，低於本中心預期 54%；且因欣興位於大陸之鼎鑫廠進行搬遷，舊廠房無法搬遷之設備提列一次性資產減損損失(報廢相關費用)，造成欣興 4Q24 稅後淨利僅 5,600 萬，EPS 0.04 元，低於預期 96%。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

(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	25,689	31,712	29,381	-7.4%	14.4%	30,764	30,835	-4.5%	-4.7%
營業毛利	4,508	4,942	3,398	-31.2%	-24.6%	4,675	4,835	-27.3%	-29.7%
營業利益	1,390	1,962	679	-65.4%	-51.1%	1,485	1,734	-54.3%	-60.8%
稅前利益	3,573	1,514	319	-78.9%	-91.1%	1,773	2,474	-82.0%	-87.1%
稅後淨利	2,907	997	56	-94.4%	-98.1%	1,419	1,914	-96.0%	-97.1%
調整後 EPS (元)	1.91	0.66	0.04	-94.4%	-98.1%	0.93	1.26	-96.0%	-97.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	17.5%	15.6%	11.6%	-4.0	-6.0	15.2%	15.7%	-3.6	-4.1
營業利益率	5.4%	6.2%	2.3%	-3.9	-3.1	4.8%	5.6%	-2.5	-3.3
稅後純益率	11.3%	3.1%	0.2%	-3.0	-11.1	4.6%	6.2%	-4.4	-6.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

短期而言，考量消費性電子項目季節性衰退，但 AI 業務仍帶來支撐，本中心預期欣興 1Q25 營收季減 3%至 284.8 億，毛利率 10.5%，季減 1 個百分點；營業利益 2.2 億，季減 67%；稅後淨利 4.4 億、EPS 0.29 元，預期業外損失較可較前季改善。

稼動率部分，4Q24 ABF 載板稼動率為 70-75%，預期 1Q25 仍為 70-75%；BT 載板業務 4Q24 稼動率為 70-75%，預期 1Q25 為 65%，因消費性電子項目季節性衰退；PCB、HDI 稼動率 4Q24 約為 80-85%，預期 1Q25 仍為 80-85%。

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	26,403	29,381	28,481	-3.1%	7.9%	31,765	31,324	-10.3%	-9.1%
營業毛利	4,292	3,398	3,004	-11.6%	-30.0%	4,874	5,342	-38.4%	-43.8%
營業利益	1,578	679	223	-67.2%	-85.9%	2,096	2,680	-89.4%	-91.7%
稅前利益	3,357	319	516	61.9%	-84.6%	2,404	3,249	-78.5%	-84.1%
稅後淨利	2,434	56	444	692.2%	-81.7%	1,995	2,473	-77.7%	-82.0%
調整後 EPS (元)	1.60	0.04	0.29	692.2%	-81.7%	1.31	1.63	-77.7%	-82.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	16.3%	11.6%	10.5%	-1.0	-5.7	15.3%	17.1%	-4.8	-6.5
營業利益率	6.0%	2.3%	0.8%	-1.5	-5.2	6.6%	8.6%	-5.8	-7.8
稅後純益率	9.2%	0.2%	1.6%	1.4	-7.7	6.3%	7.9%	-4.7	-6.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## AI 仍為 2025 年公司載板、HDI 業務主要成長動能來源

本中心預期 GB200、ASIC 等相關 AI 用途之 HDI 及載板產品仍為公司今年成長來源。欣興載板業務 2024 年營收占比約 61%，其中 ABF、BT 載板比重分別約為 75%、25%，而 AI 用途之 ABF 載板整體營收比重約為 10-15%。欣興 2024 年 AI 相關 ABF 載板主要為美系 N 客戶 H 系列 AI 伺服器所使用之 CPU、交換晶片對應之載板，今年除 Grace CPU 載板具有高市佔率，欣興亦將以二供身分打入 N 客戶 Blackwell AI GPU 載板供應鏈，本中心仍預期市占率為 20-30%，日商 Ibiden 則為 70-80%。除美系 N 客戶外，目前公司亦以第一供身分生產美系 A 客戶 AI ASIC 晶片載板，預期今年營收貢獻為低至中個位數。日商 Ibiden 在載板領域中擁有較佳之產業評價，但其產能與欣興相比較為有限，以一供身分生產 N 客戶 AI 晶片載板使其高階產能較為吃緊，此情形將更有利欣興爭取 CSP 客戶 ASIC 等 AI 晶片載板商機。

除 AI 載板外，欣興 ABF 載板亦有包含 PC、一般伺服器等，惟考量當前市況，且 N 客戶新一代 50 系列顯卡欣興或為二供身分(本中心預期景碩為一供並擁有約 50%之市佔率)，本中心預期非 AI 用途之 ABF 載板今年或為中高個位數之溫和成長。此外基於手機、記憶體之市況考量，本中心認為公司 BT 業務今年亦為中高個位數之溫和成長，整體而言，考量 AI GPU、ASIC 等高階載板產品需求正向，加上非 AI 載板溫和成長，預期欣興今年載板業務佔比約為 62-65%，年增 18-21%。

2024 年 HDI 業務營收佔比約為 24%，推測用於 AI 伺服器之 OAM 佔 HDI 業務比重約為 20-25%。欣興在 H 系列 OAM 中具有高市佔率，預期 GB200 Compute Tray 仍為第一供，H 系列 OAM 報價約為數十美元，而 Compute Tray 則可達數百美元，因此本中心認為伺服器架構之轉換有利產值成長，對欣興具有正向影響。然而雖產值持續成長，但 OAM、Compute Board 等皆為多層板與 HDI 技術結合之產品，生產難度高，目前公司仍處在生產學習曲線之中半段，預期今年底或可達到較理想之生產水準。整體而言本中心預期公司 HDI 業務今年營收占比為 23-26%，年增 16-19%。

### 2025 年美系 CSP 資本支出在高基期下，年增幅將放緩至 34%

在 ChatGPT 等 AI 應用陸續推出於市場，各大業者紛紛開始研發自有超級大模型，帶動 2024 年 AI 伺服器需求大幅成長，2024 年美國四大 CSP 業者資本支出年增 55%至 2,283 億美元。四大 CSP 業者積極採購 AI 伺服器，2024 年採購量大約達到 10 萬台 H100/H200 伺服器，為了能夠在資料中心放置更多的伺服器，CSP 業者增加許多供電系統、升級基礎設備，並且持續加蓋新資料中心以放置更多 AI 伺服器，強化自家大模型，未來即可推出相關的 AI 服務或軟體。

展望 2025 年，根據四大 CSP 業者的法說會指引，明年的資本支出將較今年成長，雖然各業者明年 GB200 採購需求暢旺，總金額可望超過 40 億美元，將帶動資本支出成長，在高基期下年增幅將會放緩，預估四大 CSP 2025 年資本支出為 3,050 億美元，年增 34%。

圖 3：CSP 資本支出預估

CAPEX(US\$mn)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Google	31,485	32,251	52,535	75,000	77,888
Microsoft	24,768	35,202	55,552	67,573	74,369
Amazon	63,645	52,729	82,999	100,000	97,675
Meta	31,431	27,266	37,256	62,500	67,112
<b>Total</b>	<b>151,329</b>	<b>147,448</b>	<b>228,342</b>	<b>305,073</b>	<b>317,044</b>
YoY Growth (%)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Google	27.8%	2.4%	62.9%	42.8%	3.9%
Microsoft	6.7%	42.1%	57.8%	21.6%	10.1%
Amazon	4.2%	-17.2%	57.4%	20.5%	-2.3%
Meta	68.7%	-13.3%	36.6%	67.8%	7.4%
<b>Total</b>	<b>18.7%</b>	<b>-2.6%</b>	<b>54.9%</b>	<b>33.6%</b>	<b>3.9%</b>

資料來源：元大投顧整理

### 安菲諾零組件供不應求，GB200 2 月開始小量出貨

B200 晶片在過去幾個月面臨良率挑戰，主因封裝過程中零部件熱膨脹係數不匹配，導致晶片翹曲並引發功能性故障。此外，為提升散熱效率，Blackwell 系列將 Hopper 系列的不鏽鋼環狀 Stiffener 改為石墨烯均熱片，但這在封裝時可能導致散熱膏貼合不良，為解決此問題，均熱片表面設計改為沙漏形，有效降低封裝貼合的不良率，顯著提升良率，上述問題目前皆已解決。

儘管先前出現的各種問題已經解決，但目前仍有幾個問題存在，受到先前 Nvidia 將 Switch Tray HDI 主板改成 PCB 材料，並將 Overpass 數量減少並重新設計排列，該設計花較多時間重新認證，目前材料廠如 CCL 供應商預計 12 開始才會陸續量產 Switch Tray 用的 CCL，因此現階段組裝廠只有取得少量的 Switch Tray，造成出貨時程大幅遞延。

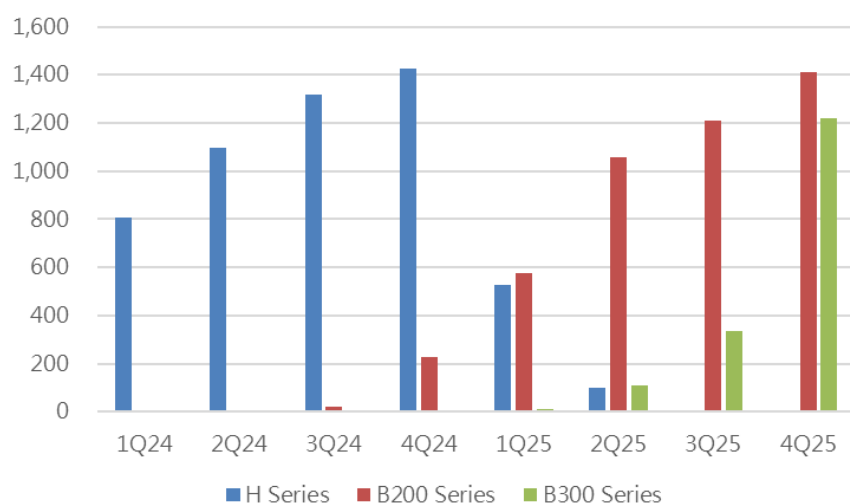
另外，安菲諾獨家供應的連接器(cable cartridge)，是 NV 設計的一種高性能數據傳輸連接器，主要用於 GPU/GPU 或 GPU/CPU 之間高速數據通信。透過 NVLink，Cartridge 能提供比 PCIe 更高的傳輸速率及更低的延遲性，並且可以讓多張 GPU 協助進行運算，共享內存和資源，大幅度提升運算效率，適合應用於 AI 訓練、大數據分析、高性能計算(HPC)等。

根據調查，之前安菲諾生產的 cable cartridge 有效能問題，導致 GPU 無法使用 100%的效能進行平行運算，組裝廠僅有少量的 cartridge 造成多數 GB200 無法大量生產，且由於先前 Switch Tray 設計變更也讓出貨時程往後遞延。

目前 cable cartridge 良率已經調整完成，但生產產能不足影響到明年上半年 GB200 出貨量，預估 1Q25/2Q25 安菲諾僅能供應 4,000/7,500 櫃 GB200，下半年在 TE 加入供應鏈後，供貨量可望翻倍，預估 2025 年 GB200 出貨量約 3.5-4 萬櫃。

另外，GB300 雖然目前晶片、NVQD、滑軌、水冷板、BBU 等零組件規格已確定，但由於該版本主要是賣 B300 Socket 給業者自行設計並組裝，目前 ODM 尚未取得 B300 晶片，因此無法測試 GB300 伺服器機櫃，現階段僅初期與客戶合作研發 GB300 系統設計，並沒有看到客戶要求提前 GB300 相關專案，預估最快要 4Q25 才能小量生產，且需要觀察相關新零組件是否有良率問題造成遞延。

圖 4：AI 晶片出貨量預估，B200/B300 分別在上下半年量產



資料來源：元大投顧；\*出貨量為千個晶片。

## 獲利調整與股票評價

### 維持欣興買進評等，目標價 150 元

受惠全球 AI 發展帶動 ABF 載板、HDI 業務成長，欣興 2024 年營收 1,153 億元，年增 11%；毛利率 14.1%，年減 5.4 個百分點，因 HDI 相關產線持續調整使毛利率承壓；營業利益 51.2 億，年減 43%；稅後淨利 50.8 億，年減 55%，EPS 3.34 元。

本中心下調 2025 年預估營收 9%至 1330 億，雖預期 AI GPU 載板商機從無到有，且 H 系列 OAM 轉換至 GB200 Compute Board 亦有利產值成長，惟此前預期 GB200 出貨量為 4 至 5 萬台(以 NVL 72 計算)，目前預期或為 2.5 萬至 3 萬台出頭，因此下修 2025 年營收預期；毛利率下修 4.7 個百分點至 14.7%，考量折舊相關費用、產線調整等或不利毛利率成長力道；營業利益 76.8 億，下修 53%；稅後淨利 73.5 億，EPS 4.83 元，下修 48%。預估 2026 年 AI 需求持續、HDI 產線調整至學習曲線後半段將進一步提升營運表現，預期 2026 年營收 1510 億，年增 13%；毛利率 17.4%，年成長 2.7 個百分點；營業利益 137.5 億，年增 79%；稅後淨利 119.2 億、EPS 7.84 元，年增 62%。

給予欣興買進評等，目標價 150 元，以 19 倍本益比及 2026 年預估 EPS 7.84 元評價，HDI 產線調整仍需時間，預期到今年底將可較為成熟，正向看待長期 AI 發展對載板規格、層數之需求持續提升、折舊費用增速放緩以及 HDI 產線調整完成後有利毛利率成長加快。

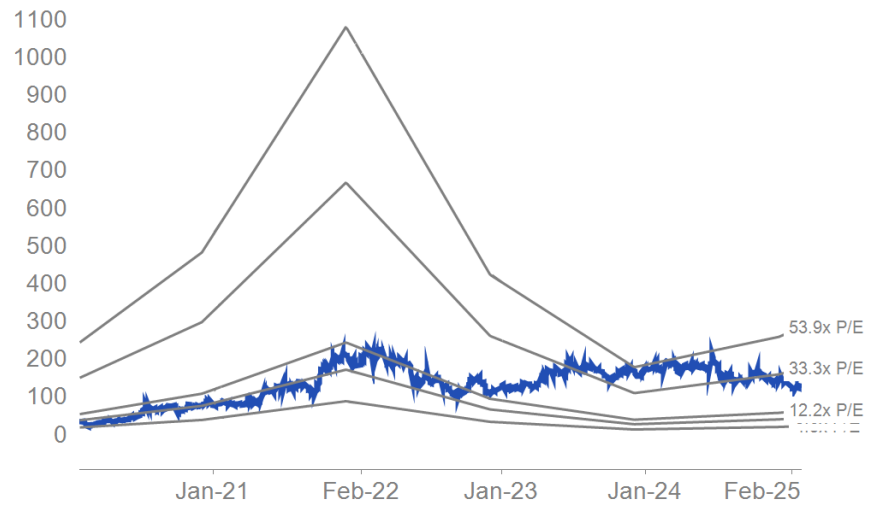
圖 5：2025 和 2026 年財務預估調整

(百萬元)	2025 估		2026 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2025	2026
營業收入	133,300	146,264	151,035		-8.9%	
營業毛利	19,585	28,411	26,309		-31.1%	
營業利益	7,684	16,413	13,752		-53.2%	
稅前利益	9,048	17,822	15,069		-49.2%	
稅後淨利	7,350	14,165	11,918		-48.1%	
調整後 EPS (元)	4.83	9.31	7.84		-48.1%	
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	14.7%	19.4%	17.4%		-4.7	
營業利益率	5.8%	11.2%	9.1%		-5.5	
稅後純益率	5.5%	9.7%	7.9%		-4.2	

資料來源：公司資料、元大投顧預估

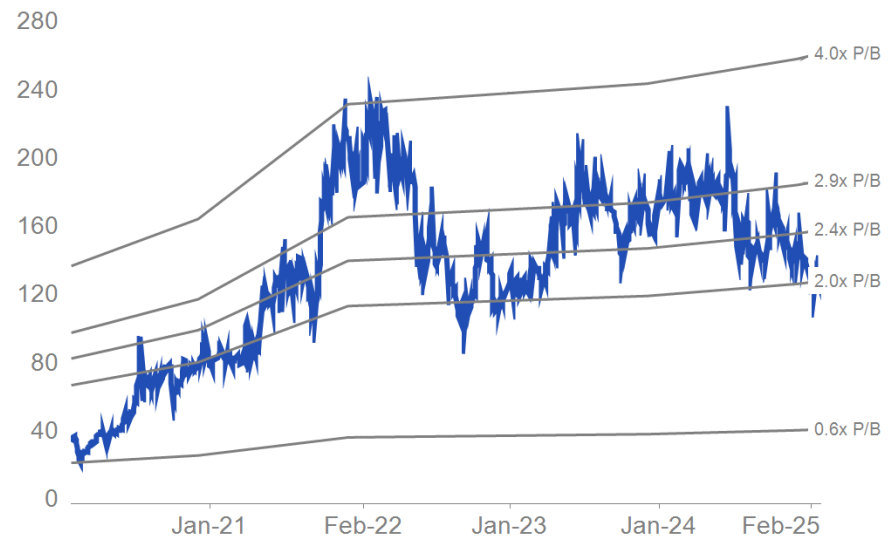


圖 6：12 個月預期本益比區間圖



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(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
欣興	3037 TT	買進	125.5	5,817	3.34	4.83	7.84	37.6	26.0	16.0	(57.6)	44.6	62.2
IC 載板同業													
景碩	3189 TT	未評等	104.0	1,466	1.6	5.2	7.0	66.8	19.8	14.9	1380.9	236.9	33.0
南電	8046 TT	未評等	141.0	2,834	0.1	4.9	7.6	1059.3	28.6	18.6	(98.5)	3598.1	54.4
Shinko	6967.T	未評等	5903.0	5,329	167.5	151.4	209.0	35.3	39.0	28.2	(58.5)	(9.6)	38.1
Ibiden	4062.T	未評等	3741.0	3,439	248.3	216.8	260.7	15.1	17.3	14.4	(33.6)	(12.7)	20.3
SEMCO	009150.KS	未評等	141100.0	7,558	7718.3	9565.8	11601.1	18.3	14.8	12.2	29.4	23.9	21.3
AT&S	ATSV.VI	未評等	12.7	517	(0.6)	(3.8)	(1.2)	--	--	--	--	--	--
IC 載板同業平均					1355.9	1656.7	2014.0	238.9	23.9	17.6	243.9	767.3	33.4
PCB 同業													
華通	2313 TT	買進	69.1	2,463	4.7	5.5	--	14.7	12.5	--	34.1	18.1	--
台郡	6269 TT	未評等	70.4	695	(0.9)	(1.7)	4.1	--	--	17.0	--	--	--
金像電	2368 TT	買進	222.0	3,255	11.5	14.1	--	19.3	15.7	--	58.8	22.8	--
臻鼎-KY	4958 TT	未評等	119.5	3,538	9.3	11.0	12.8	12.9	10.9	9.3	41.2	19.0	16.7
健鼎	3044 TT	買進	208.0	3,286	15.8	17.3	--	13.2	12.0	--	36.7	10.0	--
PCB 同業平均					8.1	9.3	8.5	15.0	12.8	13.2	42.7	17.5	16.7

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)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
欣興	3037 TT	買進	125.5	5,817	5.5	7.5	11.2	61.32	64.64	70.05	2.1	1.9	1.8
IC 載板同業													
景碩	3189 TT	未評等	104.0	1,466	2.3	6.4	8.5	74.0	78.8	90.0	1.4	1.3	1.2
南電	8046 TT	未評等	141.0	2,834	0.6	10.2	9.0	72.7	77.1	73.8	1.9	1.8	1.9
Shinko	6967.T	未評等	5903.0	5,329	8.7	7.8	10.1	1971.4	1993.4	2206.9	3.0	3.0	2.7
Ibiden	4062.T	未評等	3741.0	3,439	8.2	6.3	7.1	3245.4	3590.8	3806.7	1.2	1.0	1.0
SEMCO	009150.KS	未評等	141100.0	7,558	7.2	8.3	9.3	109253.6	118524.7	128610.2	1.3	1.2	1.1
AT&S	ATSV.VI	未評等	12.7	517	1.9	(12.6)	(1.8)	21.7	24.0	23.2	0.6	0.5	0.5
IC 載板同業平均					4.8	4.4	7.0	19106.5	20714.8	22468.5	1.6	1.5	1.4
PCB 同業													
華通	2313 TT	買進	69.1	2,463	12.7	13.7	--	37.1	40.5	--	1.9	1.7	--
台郡	6269 TT	未評等	70.4	695	(1.5)	0.6	5.5	71.3	72.2	72.2	1.0	1.0	1.0
金像電	2368 TT	買進	222.0	3,255	27.2	27.8	--	42.4	50.9	--	5.2	4.4	--
臻鼎-KY	4958 TT	未評等	119.5	3,538	9.8	12.1	9.4	124.2	130.3	164.6	1.0	0.9	0.7
健鼎	3044 TT	買進	208.0	3,286	18.0	18.3	--	87.7	94.7	--	2.4	2.2	--
PCB 同業平均					13.2	14.5	7.5	72.5	77.7	118.4	2.3	2.0	0.9

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	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	26,403	27,877	31,712	29,381	28,481	31,025	35,865	37,929	115,373	133,300
銷貨成本	(22,111)	(24,194)	(26,770)	(25,983)	(25,477)	(27,014)	(30,059)	(31,165)	(99,058)	(113,715)
營業毛利	4,292	3,683	4,942	3,398	3,004	4,011	5,806	6,764	16,315	19,585
營業費用	(2,726)	(2,801)	(2,996)	(2,742)	(2,781)	(2,900)	(3,160)	(3,060)	(11,265)	(11,901)
營業利益	1,578	897	1,962	679	223	1,111	2,646	3,704	5,117	7,684
業外利益	1,779	1,233	(448)	(360)	293	327	361	383	2,204	1,364
稅前純益	3,357	2,130	1,514	319	516	1,438	3,007	4,087	7,321	9,048
所得稅費用	(695)	(399)	(424)	(247)	(72)	(237)	(571)	(817)	(1,765)	(1,698)
少數股東權益	228	136	93	16	0	0	0	0	474	0
歸屬母公司稅後純益	2,434	1,595	997	56	444	1,200	2,436	3,269	5,082	7,350
調整後每股盈餘(NT\$)	1.60	1.05	0.66	0.04	0.29	0.79	1.60	2.15	3.34	4.83
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
重要比率										
營業毛利率	16.3%	13.2%	15.6%	11.6%	10.5%	12.9%	16.2%	17.8%	14.1%	14.7%
營業利益率	6.0%	3.2%	6.2%	2.3%	0.8%	3.6%	7.4%	9.8%	4.4%	5.8%
稅前純益率	12.7%	7.6%	4.8%	1.1%	1.8%	4.6%	8.4%	10.8%	6.4%	6.8%
稅後純益率	9.2%	5.7%	3.1%	0.2%	1.6%	3.9%	6.8%	8.6%	4.4%	5.5%
有效所得稅率	20.7%	18.7%	28.0%	77.4%	14.0%	16.5%	19.0%	20.0%	24.1%	18.8%
季增率(%)										
營業收入	2.8%	5.6%	13.8%	-7.4%	-3.1%	8.9%	15.6%	5.8%		
營業利益	13.5%	-43.2%	118.7%	-65.4%	-67.2%	398.2%	138.2%	40.0%		
稅後純益	-16.3%	-34.5%	-37.5%	-94.4%	692.2%	170.3%	103.0%	34.2%		
調整後每股盈餘	-16.4%	-34.4%	-37.5%	-94.4%	692.2%	170.3%	102.9%	34.2%		
年增率(%)										
營業收入	-0.6%	10.5%	19.5%	14.4%	7.9%	11.3%	13.1%	29.1%	10.9%	15.5%
營業利益	-45.7%	-61.9%	-13.5%	-51.1%	-85.9%	23.9%	34.9%	445.5%	-42.6%	50.2%
稅後純益	-40.6%	-33.2%	-61.5%	-98.1%	-81.7%	-24.8%	144.3%	5737.5%	-54.6%	32.3%
調整後每股盈餘	-40.6%	-33.3%	-61.5%	-98.1%	-81.7%	-24.8%	144.3%	5731.8%	-57.6%	44.6%

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

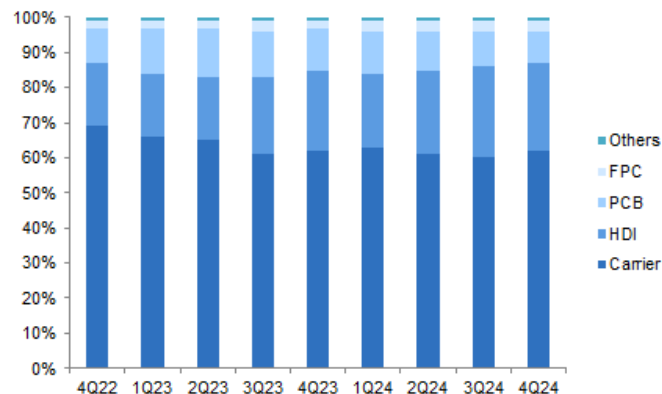
欣興電子主要生產 IC 載板、HDI 相關 PCB 產品，產品項目包含硬板 PCB、HDI 板、IC 基板等。4Q24 營收組成為：載板 62%、HDI 25%、PCB 9%、FPC 3%、其他 1%。由於產品技術先進，目前欣興為美系 GPU 大廠 AI 伺服器之 CPU 載板、OAM 主要供應商，且預估 2025 年有望打入此客戶機櫃式 AI 伺服器之 GPU 載板供應鏈。

圖 11：LME 銅價



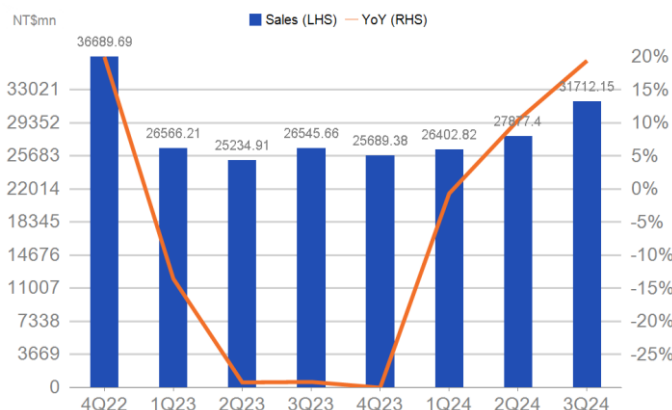
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：營收組成



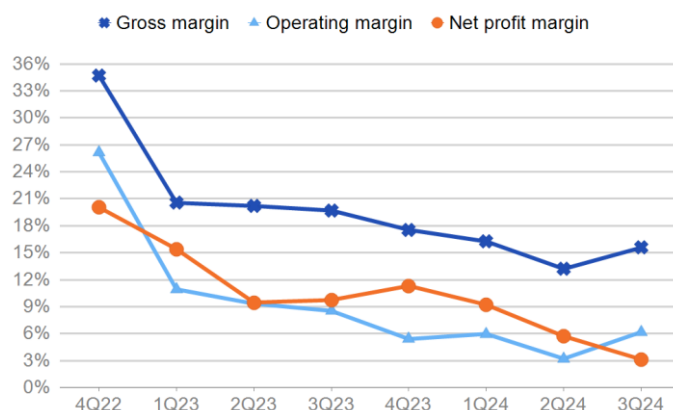
資料來源：公司資料

圖 13：營收趨勢



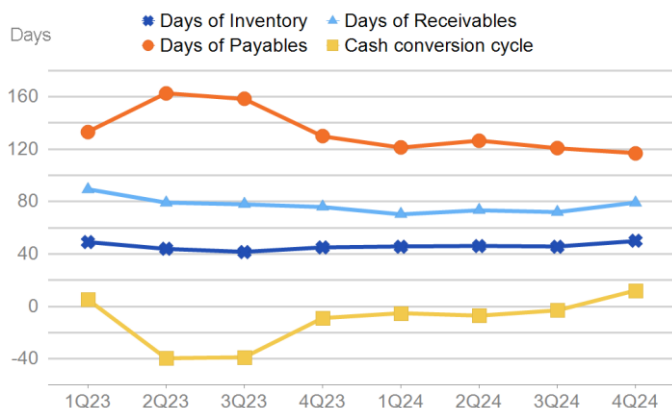
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：毛利率、營益率、淨利率



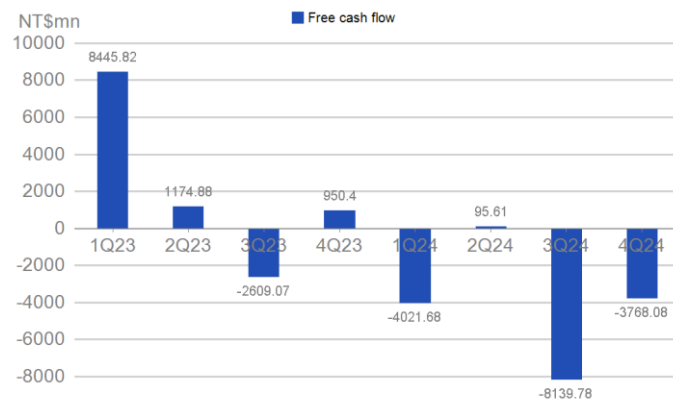
資料來源：CMoney、公司資料

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 17：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 (2025/2/26)

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

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
現金與短期投資	61,459	52,859	43,753	48,395	70,757
存貨	12,835	10,927	14,863	16,335	17,865
應收帳款及票據	28,746	18,563	23,612	29,300	23,664
其他流動資產	4,547	4,229	4,641	4,734	4,829
流動資產	107,588	86,579	86,869	98,764	117,115
採用權益法之投資	2,534	949	1,054	1,054	1,054
固定資產	94,122	109,483	120,536	121,063	120,835
無形資產	644	1,561	1,577	1,656	1,739
其他非流動資產	13,776	17,433	20,812	21,228	21,652
非流動資產	111,076	129,426	143,978	145,000	145,280
資產總額	218,663	216,006	230,847	243,764	262,394
應付帳款及票據	11,628	11,286	15,117	16,317	17,556
短期借款	7,645	2,294	7,188	8,000	8,620
什項負債	35,619	30,667	36,077	36,077	36,077
流動負債	54,893	44,247	58,382	60,394	62,253
長期借款	13,572	13,813	32,905	38,755	47,305
其他負債及準備	57,540	61,661	39,973	39,973	39,973
長期負債	71,113	75,474	72,878	78,728	87,278
負債總額	126,005	119,721	131,260	139,122	149,531
股本	14,784	15,251	15,300	15,300	15,300
資本公積	9,957	15,186	15,746	15,746	15,746
保留盈餘	61,632	61,518	61,917	66,972	75,193
什項權益	(638)	(1,294)	302	302	302
歸屬母公司之權益	85,735	90,661	93,265	98,320	106,541
非控制權益	6,924	5,624	6,322	6,322	6,322
股東權益總額	92,658	96,284	99,587	104,642	112,863

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	2024A	2025F	2026F
本期純益	31,226	12,225	5,556	7,350	11,928
折舊及攤提	11,727	15,097	17,231	18,959	20,273
本期營運資金變動	(7,650)	12,497	(5,229)	(6,053)	5,250
其他營業資產 及負債變動	25,779	(8,919)	(7,265)	812	590
營運活動之現金流量	61,082	30,900	10,294	21,067	38,041
資本支出	(32,073)	(22,938)	(26,128)	(19,486)	(20,045)
本期長期投資變動	(39)	(1,585)	104	0	0
其他資產變動	(1,284)	3,423	(3,206)	(495)	(507)
投資活動之現金流量	(33,396)	(21,099)	(29,230)	(19,981)	(20,552)
股本變動	31	468	0	0	0
本期負債變動	(918)	(6,210)	12,915	5,850	8,550
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(5,016)	(12,190)	(4,575)	(2,295)	(3,697)
其他調整數	1,071	(127)	(3)	0	10
融資活動之現金流量	(4,831)	(18,060)	8,336	3,555	4,863
匯率影響數	(797)	(341)	1,494	0	10
本期產生現金流量	22,058	(8,600)	(9,106)	4,641	22,362
自由現金流量	29,009	7,962	(15,834)	1,581	17,996

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	2024A	2025F	2026F
營業收入	140,489	104,036	115,373	133,300	151,035
銷貨成本	(90,056)	(83,735)	(99,058)	(113,715)	(124,726)
營業毛利	50,433	20,302	16,315	19,585	26,309
營業費用	(12,366)	(11,477)	(11,265)	(11,901)	(12,557)
推銷費用	(1,661)	(1,424)	(1,637)	(1,770)	(1,920)
研究費用	(5,887)	(4,923)	(5,043)	(5,246)	(5,502)
管理費用	(4,818)	(5,131)	(4,584)	(4,885)	(5,135)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	38,172	8,920	5,117	7,684	13,752
利息收入	659	1,370	1,280	1,139	960
利息費用	(499)	(684)	(467)	(480)	(480)
利息收入淨額	160	686	813	659	480
投資利益(損失)淨額	(31)	(124)	0	0	0
匯兌損益	2,802	175	526	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(1,228)	5,919	865	705	837
稅前純益	39,875	15,575	7,321	9,048	15,069
所得稅費用	(8,649)	(3,350)	(1,765)	(1,698)	(3,151)
少數股權淨利	1,607	245	474	0	0
歸屬母公司之稅後純益	29,619	11,980	5,082	7,350	11,918
稅前息前折舊攤銷前淨利	52,025	31,272	(12,114)	(11,275)	(6,520)
調整後每股盈餘 (NT\$)	20.08	7.88	3.34	4.83	7.84

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	2024A	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	34.4	(26.0)	10.9	15.5	13.3
營業利益	189.8	(76.6)	(42.6)	50.2	79.0
稅前息前折舊攤銷前淨利	94.8	(39.9)	--	--	--
稅後純益	130.9	(60.8)	(54.6)	32.3	62.3
調整後每股盈餘	123.5	(60.7)	(57.6)	44.6	62.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	35.9	19.5	14.1	14.7	17.4
營業利益率	27.2	8.6	4.4	5.8	9.1
稅前息前淨利率	28.0	14.3	4.4	5.8	9.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	37.0	30.1	(10.5)	(8.5)	(4.3)
稅前純益率	28.4	15.0	6.4	6.8	10.0
稅後純益率	21.1	11.5	4.4	5.5	7.9
資產報酬率	16.1	5.6	2.4	3.0	4.6
股東權益報酬率	39.5	12.9	5.5	7.5	11.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	136.0	124.3	131.8	133.0	132.5
淨負債權益比(%)	(43.4)	(38.2)	(3.7)	(1.6)	(13.1)
利息保障倍數 (倍)	81.0	23.8	16.7	19.9	0
流動比率 (%)	196.0	195.7	148.8	163.5	188.1
速動比率 (%)	167.6	163.7	123.3	136.5	159.4
淨負債 (NT\$百萬元)	(40,242)	(36,752)	(3,660)	(1,640)	(14,832)
調整後每股淨值 (NT\$)	57.99	59.45	61.32	64.64	70.05
評價指標 (倍)					
本益比	6.3	15.9	37.6	26.0	16.0
股價自由現金流量比	6.6	24.0	--	120.7	10.6
股價淨值比	2.2	2.1	2.1	1.9	1.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.7	6.1	--	--	--
股價營收比	1.4	1.8	1.7	1.4	1.3

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	20220505	218.00	280	280	買進	劉思良
2	20220728	179.50	218	218	買進	劉思良
3	20221202	159.50	310	310	買進	張晏榮
4	20221229	120.00	185	185	買進	張晏榮
5	20230223	133.50	160	160	買進	張晏榮
6	20230427	139.00	170	170	買進	張晏榮
7	20230727	197.50	240	240	買進	張晏榮
8	20231025	157.00	190	190	買進	張晏榮
9	20240227	196.00	240	240	買進	張晏榮
10	20240425	187.00	250	250	買進	張晏榮
11	20241112	170.50	205	205	買進	黃勵誠

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>.