

2025 年 2 月 27 日

研究員：涂憶君 A51619@cim.capital.com.tw

前日收盤價 125.50 元

目標價

3 個月 130 元

12 個月 130 元

近期報告日期、評等及前日股價

08/01/2024 Trading Buy 179.5

## 欣興(3037 TT)

Neutral

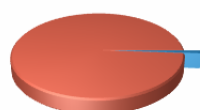
1H25 展望保守，產線尚需時間調整完成。

**投資建議：**考量欣興 1H25 展望偏保守，且 HDI 產線調整與學習曲線仍需時間改善，研究部以過往 PB 之均值給予評價，目標價 130 元，投資建議為 Neutral。

### 公司基本資訊

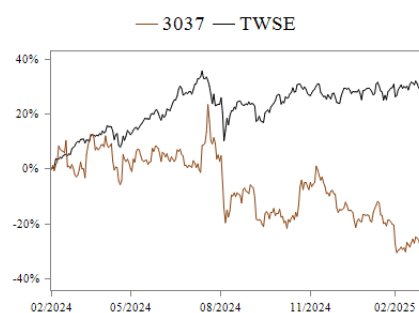
目前股本(百萬元)	15,297
市值(億元)	1,920
目前每股淨值(元)	60.97
外資持股比(%)	30.40
投信持股比(%)	2.17
董監持股比(%)	14.80
融資餘額(張)	45,575
現金股息配發率(%)	44.91

### 產品組合



■ 印刷電路板:98.89%  
■ 其他:1.11%

### 股價相對大盤走勢



**4Q24 毛利率季減 4ppt, 2024 全年獲利低於預期:**4Q24 營收 293.8 億元，QoQ-7.3%/YoY+14.3%，毛利率 11.57%，QoQ-4.01ppt，主要是 PCB 生產良率與學習曲線拉長，以及載板事業折舊費用提升，稅後純益 5,606 萬元，QoQ-94.3%/YoY-98%，EPS 0.04 元。2024 年全年營收 1,153.7 億元，YoY+10.9%，毛利率 14.14%，YoY-5.37ppt，稅後純益 50.82 億元，YoY-57%，EPS 3.32 元，低於預期。

**1Q25 為消費性電子淡季，營運保守：**01/2025 營收 94.93 億元，MoM+1.89%/YoY+2.95%，公司給出 1Q25 營收將較 4Q24 下滑低個位數之指引，主要是消費性電子進入季節性淡季，使 BT 載板稼動率將由 4Q24 70-75%下滑至 65%，ABF、PCB 稼動率則維持與 4Q24 相當；綜合以上，研究部預估 1Q25 營收 285.8 億元，QoQ-2.72%/YoY+8.25%，毛利率 11%，稅後純益 6.72 億元，QoQ+10 倍/YoY-72%，EPS 0.44 元。

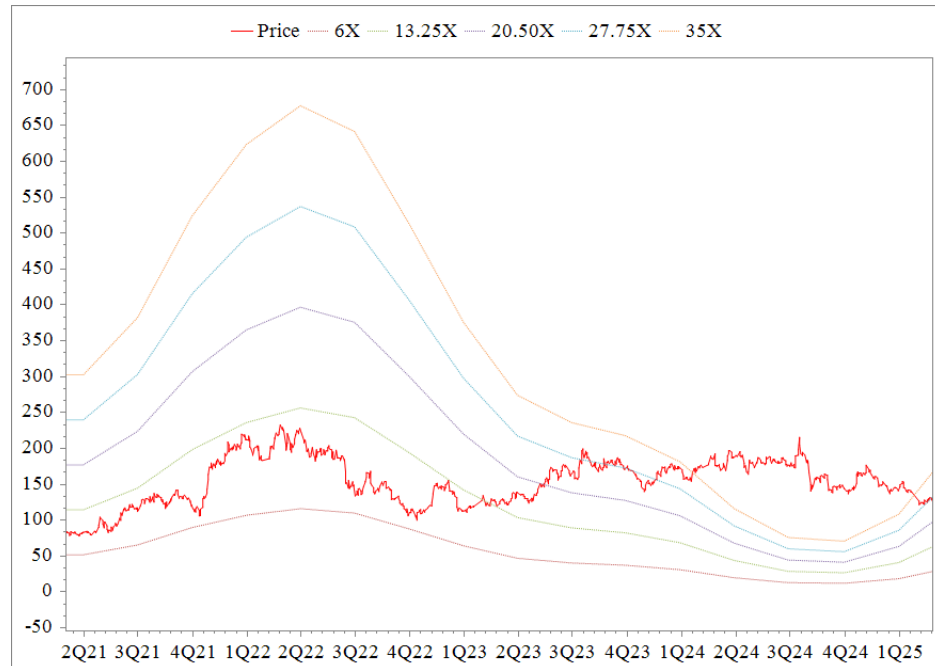
**1H25 公司展望保守，2025 年力求毛利率拉升：**2Q25 公司仍給予保守看待之指引，主要是整體訂單與市場需求未見明顯復甦，且謹慎看待中國晶片出口管制議題，期待 2H25 受惠 AI sever 與 CSP ASIC 訂單營運回溫；惟公司 PCB 產線持續轉往 HDI 製程，預估整體產線須迨至 2025 年年底方有機會完全調整完成，另 AI 大面積 HDI 板良率雖不斷改善，然仍有改善空間，故研究部保守看待 2025 年欣興毛利率表現。綜合以上，預估 2025 年營收 1348.2 億元，YoY+16.86%，毛利率 14.4%，稅後純益 73.1 億元，YoY+43.86%，EPS 4.78 元，BVPS 64.43 元。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	115,373	134,827	154,620	25,689	26,403	27,877	31,712	29,381	28,582	32,082	38,082	36,082
營業毛利淨額	16,315	19,412	26,207	4,508	4,292	3,683	4,942	3,398	3,144	4,203	6,112	5,953
營業利益	5,117	7,551	13,385	1,390	1,578	897	1,962	679	400	1,315	2,913	2,923
稅後純益	5,082	7,311	11,816	2,907	2,434	1,595	997	56	672	1,371	2,645	2,623
稅後 EPS(元)	3.32	4.78	7.72	1.90	1.59	1.04	0.65	0.04	0.44	0.90	1.73	1.71
毛利率(%)	14.14%	14.40%	16.95%	17.55%	16.26%	13.21%	15.58%	11.57%	11.00%	13.10%	16.05%	16.50%
營業利益率(%)	4.43%	5.60%	8.66%	5.41%	5.98%	3.22%	6.19%	2.31%	1.40%	4.10%	7.65%	8.10%
稅後純益率(%)	4.40%	5.42%	7.64%	11.32%	9.22%	5.72%	3.14%	0.19%	2.35%	4.27%	6.95%	7.27%
營業收入 YoY/QoQ(%)	10.90%	16.86%	14.68%	-3.23%	2.78%	5.58%	13.76%	-7.35%	-2.72%	12.25%	18.70%	-5.25%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-57.58%	43.86%	61.61%	12.27%	-16.28%	-34.45%	-37.49%	-94.38%	1,097.94%	104.12%	92.94%	-0.83%

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 152.97 億元計算。

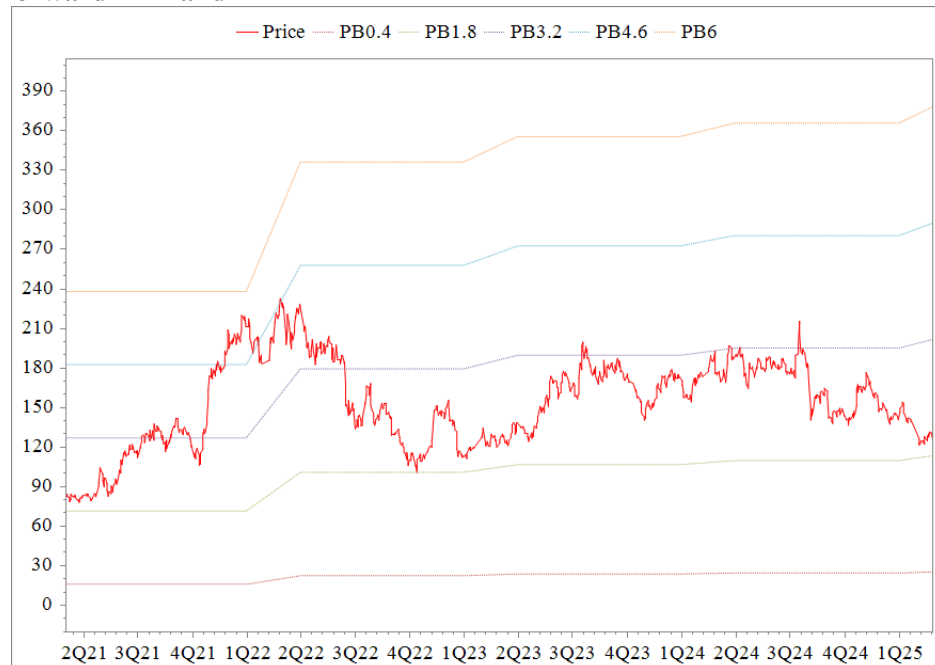
2025 年 2 月 27 日

## 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

2025 年 2 月 27 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	218,663	216,006	230,847	227,115	231,864
流動資產	107,588	86,579	86,869	89,153	88,347
現金及約當現金	61,459	52,859	43,753	49,659	46,885
應收帳款與票據	28,746	18,563	23,612	22,170	19,830
存貨	12,835	10,927	14,863	14,126	14,074
採權益法之投資	2,534	949	911	734	988
不動產、廠房設備	94,122	109,483	120,536	119,071	118,071
<b>負債總計</b>	126,005	119,721	131,260	124,348	125,085
流動負債	54,893	44,247	58,382	60,443	60,056
應付帳款與票據	11,628	11,286	15,117	14,127	11,873
非流動負債	71,113	75,474	72,878	64,896	68,272
<b>權益總計</b>	92,658	96,284	99,587	102,767	106,780
普通股股本	14,784	15,251	15,300	15,300	15,300
保留盈餘	61,632	61,518	61,917	65,097	69,110
母公司業主權益	85,735	90,661	93,265	96,444	100,457
<b>負債及權益總計</b>	218,663	216,006	230,847	227,115	231,864

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	140,489	104,036	115,373	134,827	154,620
營業成本	90,056	83,735	99,058	115,415	128,413
<b>營業毛利淨額</b>	50,433	20,302	16,315	19,412	26,207
營業費用	12,366	11,477	11,265	11,861	12,822
<b>營業利益</b>	38,172	8,920	5,117	7,551	13,385
<b>EBITDA</b>	51,366	29,902	23,955	27,412	33,576
業外收入及支出	1,044	5,285	983	1,703	1,571
稅前純益	39,875	15,575	7,321	9,254	14,956
所得稅	8,649	3,350	1,765	1,943	3,141
稅後純益	29,619	11,980	5,082	7,311	11,816
稅後 EPS(元)	19.36	7.83	3.32	4.78	7.72
完全稀釋 EPS**	19.36	7.83	3.32	4.78	7.72

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 152.97【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 152.97 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
-------	------	------	------	-------	-------

### 成長力分析(%)

營業收入淨額	34.36%	-25.95%	10.90%	16.86%	14.68%
營業毛利淨額	113.13%	-59.75%	-19.64%	18.98%	35.00%
營業利益	189.83%	-76.63%	-42.64%	47.58%	77.26%
稅後純益	124.00%	-59.55%	-57.58%	43.86%	61.61%

### 獲利能力分析(%)

毛利率	35.90%	19.51%	14.14%	14.40%	16.95%
EBITDA(%)	36.56%	28.74%	20.76%	20.33%	21.72%
營益率	27.17%	8.57%	4.43%	5.60%	8.66%
稅後純益率	21.08%	11.52%	4.40%	5.42%	7.64%
總資產報酬率	13.55%	5.55%	2.20%	3.22%	5.10%
股東權益報酬率	31.97%	12.44%	5.10%	7.11%	11.07%

### 償債能力檢視

負債比率(%)	57.63%	55.42%	56.86%	54.75%	53.95%
負債/淨值比(%)	135.99%	124.34%	131.80%	121.00%	117.14%
流動比率(%)	196.00%	195.67%	148.79%	147.50%	147.11%

### 其他比率分析

存貨天數	50.64	51.79	47.51	45.84	40.08
應收帳款天數	68.05	82.99	66.71	61.97	49.57

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	61,082	30,900	10,294	32,952	30,840
稅前純益	39,875	15,575	7,321	9,254	14,956
折舊及攤銷	11,727	15,097	17,231	18,015	18,239
營運資金變動	-7,658	11,749	-5,154	1,189	137
其他營運現金	17,138	-11,521	-9,104	4,494	-2,493
<b>投資活動現金</b>	-33,396	-21,099	-29,230	-18,726	-29,700
資本支出淨額	-31,025	-22,755	-25,735	-18,600	-20,000
長期投資變動	-2,003	-1,523	-3,050	-4,500	-3,400
其他投資現金	-368	3,179	-445	4,374	-6,300
<b>籌資活動現金</b>	-4,831	-18,060	8,336	-8,320	-3,914
長借/公司債變動	1,757	-898	8,388	-7,982	3,376
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-5,016	-12,190	-4,575	-4,131	-7,803
其他籌資現金	-1,573	-4,971	4,524	3,793	512
<b>淨現金流量</b>	22,058	-8,600	-9,106	5,906	-2,774
<b>期初現金</b>	39,402	61,459	52,859	43,753	49,659
<b>期末現金</b>	61,459	52,859	43,753	49,659	46,885

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 27 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	26,546	25,689	26,403	27,877	31,712	29,381	28,582	32,082	38,082	36,082	33,655	36,655
營業成本	21,316	21,181	22,111	24,194	26,770	25,983	25,438	27,879	31,970	30,128	28,607	30,680
營業毛利淨額	5,230	4,508	4,292	3,683	4,942	3,398	3,144	4,203	6,112	5,953	5,048	5,975
營業費用	2,970	3,198	2,726	2,801	2,996	2,742	2,744	2,887	3,199	3,031	2,962	3,116
營業利益	2,268	1,390	1,578	897	1,962	679	400	1,315	2,913	2,923	2,087	2,859
業外收入及支出	1,104	2,183	1,779	1,233	-448	-360	450	420	435	398	410	412
稅前純益	3,371	3,573	3,357	2,130	1,514	319	850	1,735	3,348	3,321	2,497	3,271
所得稅	727	655	695	399	424	247	179	364	703	697	524	687
稅後純益	2,589	2,907	2,434	1,595	997	56	672	1,371	2,645	2,623	1,972	2,584
最新股本	15,297	15,297	15,297	15,297	15,297	15,297	15,297	15,297	15,297	15,297	15,297	15,297
稅後EPS(元)	1.69	1.90	1.59	1.04	0.65	0.04	0.44	0.90	1.73	1.71	1.29	1.69

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	19.70%	17.55%	16.26%	13.21%	15.58%	11.57%	11.00%	13.10%	16.05%	16.50%	15.00%	16.30%
營業利益率(%)	8.54%	5.41%	5.98%	3.22%	6.19%	2.31%	1.40%	4.10%	7.65%	8.10%	6.20%	7.80%
稅後純益率(%)	9.75%	11.32%	9.22%	5.72%	3.14%	0.19%	2.35%	4.27%	6.95%	7.27%	5.86%	7.05%

## QoQ(%)

營業收入淨額	5.19%	-3.23%	2.78%	5.58%	13.76%	-7.35%	-2.72%	12.25%	18.70%	-5.25%	-6.73%	8.91%
營業利益	-3.77%	-38.69%	13.51%	-43.17%	118.73%	-65.37%	-41.10%	228.72%	121.48%	0.32%	-28.60%	37.02%
稅前純益	-2.38%	5.99%	-6.06%	-36.54%	-28.91%	-78.94%	166.52%	104.12%	92.94%	-0.83%	-24.81%	31.02%
稅後純益	8.39%	12.27%	-16.28%	-34.45%	-37.49%	-94.38%	1097.94%	104.12%	92.94%	-0.83%	-24.81%	31.02%

## YoY(%)

營業收入淨額	-29.12%	-29.98%	-0.62%	10.47%	19.46%	14.37%	8.25%	15.08%	20.09%	22.81%	17.75%	14.26%
營業利益	-79.45%	-85.51%	-45.67%	-61.94%	-13.48%	-51.14%	-74.65%	46.64%	48.48%	330.20%	421.47%	117.36%
稅前純益	-71.69%	-61.85%	-35.15%	-38.32%	-55.08%	-91.07%	-74.67%	-18.54%	121.09%	941.01%	193.67%	88.50%
稅後純益	-69.76%	-60.50%	-40.57%	-33.22%	-61.49%	-98.07%	-72.40%	-14.06%	165.27%	4579.10%	193.67%	88.50%

註1：稅後EPS以股本152.97億元計算

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。