

3037.TT 欣興

付出還沒得到回報

[法說會更新]

公司簡介

欣興電子成立於 1990 年，為全球最大 IC 載板供應商，以及全球第二大印刷電路板 (PCB) 供應商。

投資評等/目標價

重點摘要

區間操作 135

【前次投資建議】區間操作，135

【大盤指數/股價】23403 / 125.5

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	1,530
市值(百萬元)	191,982
3M 平均日成交值(百萬元)	2,081
外資持股份率(%)	30.41
投信持股份率(%)	2.15
董監持股份率(%)	14.80

重點財報解析

百萬元	FY23	FY24	FY25F
營業收入	104,036	115,373	133,061
營業利益	8,920	5,117	8,775
母公司本期淨利	11,980	5,082	9,241
EPS(元)	7.88	3.34	6.06
YoY%	-59.55	-57.58	81.83
每股現金股利(元)	3.00	1.50	3.03
每股淨值(元)	59.45	61.15	65.30
本益比(x)	16.3	27.1	20.7
本淨比(x)	3.0	2.3	1.9
殖利率(%)	1.7	1.2	2.4

環境、社會與治理(ESG)



➤ 毛利率大幅滑落，4Q24 獲利明顯衰退

欣興 4Q24 營收 293.8 億元，QoQ-7.4%，YoY+14.4%，達成率 95%，不如預期；毛利率 11.6%，低於國票預估 13.5%；EPS 0.04 元，低於國票預估 1.20 元。毛利率方面，IC 載板近年資本支出增加，折舊費用逐步上升，但整體 IC 載板市場仍處於供過於求，使稼動率不易推升，中低階產品形成降價壓力，此外，B200 系列產品多為 5 階以上 HDI 設計，量產難度較高，故良率偏低。HDI 應用過去以消費電子為主，公司持續將 HDI 產線由薄板轉換至厚板，但客戶終端產品組裝不順，導致 HDI 產線轉換效益尚未顯現，也對毛利率造成負面影響。

➤ 高階產品挹注有限，1Q25 進入傳統淡季

時序 1Q25，進入傳統營運淡季，消費電子、記憶體、車用將有季節性衰退，雖有 RTX 50 系列顯卡挹注，有利於提升 ABF 稼動率，但目前僅量產中高階為主，出貨量對營收提升有限，加上 B200 系列終端產品組裝不順，導致拉貨遞延，公司營收成長動能將持續暫緩。國票預估欣興 1Q25 營收 289.9 億元，QoQ-1.3%，YoY+9.8%；毛利率 13.6%；EPS 1.12 元，QoQ+2952.1%，YoY+9.8%。

➤ 2025 年 RTX 50 系列顯卡逐季放量，有利於 ABF 稼動率提升

展望 2025 年，B200 系列產品量產難度高，良率提升不易，預估 1H25 持續對毛利率造成壓力，在學習曲線提升之後，2H25 毛利率有望回穩。IC 載板方面，RTX 50 系列顯卡包括 5090、5080 終端需求強勁，但僅量產中高階產品對 ABF 稼動率貢獻有限，在中低階陸續上市後，將對營收動能帶來較明顯提升，預估 2H25 進入出貨高峰，有利於推升 ABF 稼動率，對毛利率有正面挹注。國票預估欣興 2025 年營收 1330.6 億元，YoY+15.3%；毛利率 15.9%；EPS 6.06 元，YoY+81.3%。

➤ 維持區間操作評等，目標價 135 元

B200 系列產品良率偏低，且客戶終端產品組裝不順，導致拉貨動能放緩，在營收及毛利率皆承受壓力之下，國票調降公司獲利預估，公司過去 5 年 PE 區間為 10X~20X，目前評價已在上緣，維持區間操作評等，目標價 135 元(2025F PE 22X)。

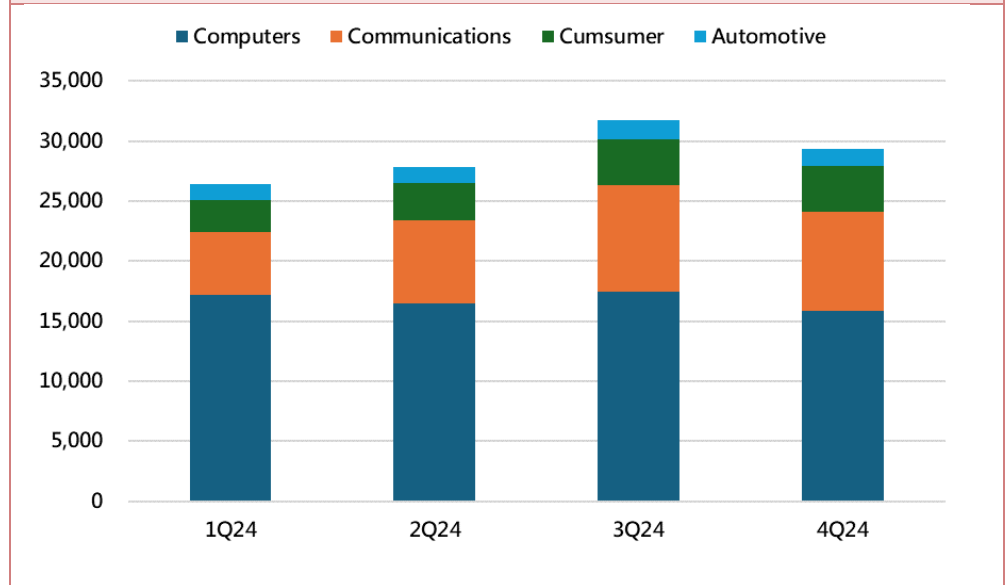
欣興為全球最大 IC 載板供應商，以及全球第二大 PCB 供應商

欣興電子成立於 1990 年，為全球最大 IC 載板供應商，以及全球第二大印刷電路板 (PCB) 供應商，總部位於桃園市龜山工業區，主要產品包括：IC 載板(ABF、BT)、高密度連結板(HDI)、多層板(HLC)等；主要客戶包括：Intel、AMD、Apple、Nvidia 等；在台灣、中國、德國、日本均設有生產基地，泰國新廠預計 1H25 進入試產及客戶認證。

欣興 4Q24 產品組合：Computer 54%、Communications 28%、Cumsumer 13%、Automotive 5%；技術佔比：Substrate 62%、HDI 25%、PCB 9%、FPC 3%、Others 1%。

圖 1：欣興產品組合

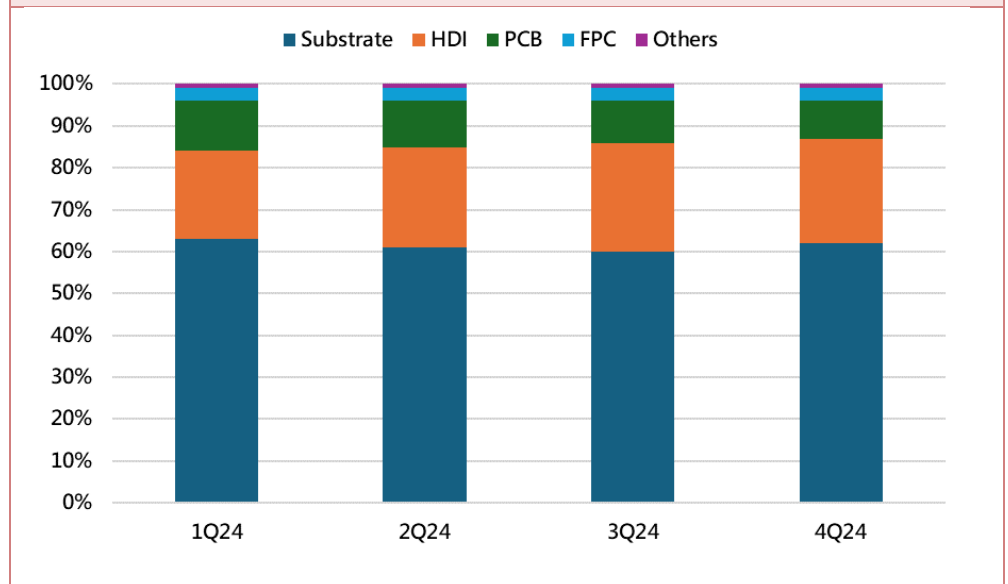
單位：百萬元



資料來源：欣興、國票投顧

圖 2：欣興技術佔比

單位：%



資料來源：欣興、國票投顧

毛利率大幅滑落，4Q24 獲利明顯衰退

欣興 4Q24 營收 293.8 億元，QoQ-7.4%，YoY+14.4%，達成率 95%，不如預期；毛利率 11.6%，低於國票預估 13.5%；EPS 0.04 元，低於國票預估 1.20 元。

毛利率方面，IC 載板近年資本支出增加，折舊費用逐步上升，但整體 IC 載板市場仍處於供過於求，使稼動率不易推升，中低階產品形成降價壓力，此外，B200 系列產品多為 5 階以上 HDI 設計，量產難度較高，故良率偏低。HDI 應用過去以消費電子為主，為了走向 AI Server 應用趨勢，公司持續將 HDI 產線由薄板轉換至厚板，但客戶終端產品組裝不順，導致 HDI 產線轉換效益尚未顯現，也對毛利率造成負面影響。

中高階產品挹注有限，1Q25 進入傳統淡季

時序 1Q25，進入傳統營運淡季，消費電子、記憶體、車用將有季節性衰退，雖有 RTX 50 系列顯卡挹注，有利於提升 ABF 稼動率，但目前僅量產中高階為主，出貨量對營收提升有限，加上 B200 系列終端產品組裝不順，導致拉貨遞延，公司營收成長動能將持續暫緩。

國票預估欣興 1Q25 營收 289.9 億元，QoQ-1.3%，YoY+9.8%；毛利率 13.6%；EPS 1.12 元，QoQ+2952.1%，YoY+9.8%。

2025 年 RTX 50 系列顯卡逐季放量，有利於 ABF 稼動率提升

展望 2025 年，欣興延續 B200 系列產品 HDI 主要供應商地位，產品包括 OAM、Compute Tray、Switch Tray，規格皆在 5 階 HDI 以上，目前 GB100 晶片已穩定供應，持續擴產放量，但產品量產難度高，良率提升不易，預估 1H25 持續對毛利率造成壓力，在學習曲線提升之後，2H25 毛利率有望回穩。

IC 載板方面，RTX 50 系列顯卡包括 5090、5080 終端需求強勁，但僅量產中高階產品對 ABF 稼動率貢獻有限，在中低階陸續上市後，將對營收動能帶來較明顯提升，預估 2H25 進入出貨高峰，有利於推升 ABF 稼動率，對毛利率有正面挹注。

資本支出方面，將由去年的 254 億元降至 186 億元，85 億元用於光復廠、36 億元用於泰國廠、28 億元用於台灣廠，整體降幅約 26%，預估折舊高峰將落在 2025 年，由去年的 172 億元提升至 184 億元。

國票預估欣興 2025 年營收 1330.6 億元，YoY+15.3%；毛利率 15.9%；EPS 6.06 元，YoY+81.3%。

維持區間操作評等，目標價 135 元

順應 AI Server 成長趨勢，欣興持續將 HDI 產線由薄板轉換至厚板，但現階段 B200 系列產品良率偏低，且客戶終端產品組裝不順，導致拉貨動能放緩，在營收及毛利率皆承受壓力之下，國票調降公司獲利預估，公司過去 5 年 PE 區間為 10X~20X，目前評價已在上緣，維持區間操作評等，目標價 135 元(2025F PE 22X)。

表 1：欣興獲利預估比較 4Q24、1Q25F

	調整後		調整前		差異	
	4Q24 (百萬元)	1Q25F (百萬元)	4Q24F (百萬元)	1Q25F (百萬元)	4Q24 (%)	1Q25F (%)
營業收入	29,381	28,990	29,381	29,229	0.00%	-0.82%
營業毛利	3,398	3,935	3,966	4,267	-14.33%	-7.79%
營業利益	679	1,221	1,109	1,468	-38.76%	-16.82%
稅後淨利	56	1,711	1,824	2,178	-96.93%	-21.43%
EPS(元)	0.04	1.12	1.20	1.43	-96.66%	-21.43%
重要比率(%)						
毛利率	11.57	13.57	13.50	14.60	--	--
營業利益率	2.31	4.21	3.78	5.02	--	--
稅後淨利率	0.19	5.90	6.21	7.45	--	--

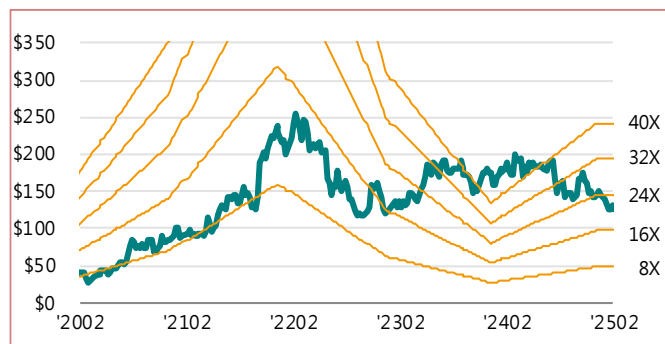
資料來源：國票投顧

表 2：欣興獲利預估比較 2024、2025F

	調整後		調整前		差異	
	FY24 (百萬元)	FY25F (百萬元)	FY24F (百萬元)	FY25F (百萬元)	FY24 (%)	FY25F (%)
營業收入	115,373	133,061	115,373	139,387	0.00%	-4.54%
營業毛利	16,315	21,208	16,883	22,574	-3.36%	-6.05%
營業利益	5,117	8,775	5,547	11,205	-7.76%	-21.69%
稅後淨利	5,082	9,241	6,850	12,517	-25.81%	-26.17%
EPS(元)	3.34	6.06	4.51	8.21	-25.72%	-26.20%
重要比率(%)						
毛利率	14.14	15.94	14.63	16.20	--	--
營業利益率	4.43	6.59	4.81	8.04	--	--
稅後淨利率	4.40	6.94	5.94	8.98	--	--

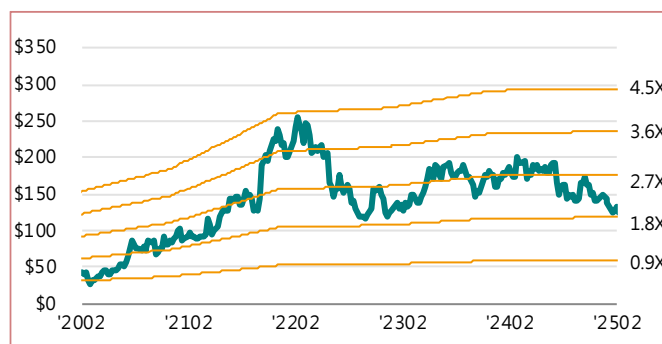
資料來源：國票投顧

未來 12 個月 P/E 區間



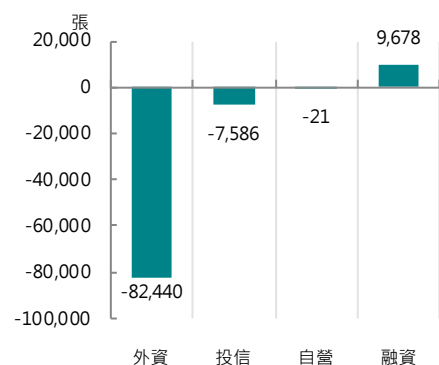
資料來源：國票投顧

未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：CMoney

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
聯華電子(股)	13.00
新制勞退基金	2.35
花旗政府(星)	2.14
國泰人壽保險(股)黃調貴	1.76
焱元投資(股)	1.50
大通先進星光	1.13
花旗託管挪威	1.08
摩根大通託管 ABP	1.06
彰銀元大台	1.06
摩根梵加德新	1.02

資料來源：CMoney

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
聯華電子(股) 劉啟東	董事	13
聯華電子(股) 曾子章	董事長	13
聯華電子(股) 簡山傑	董事	13
焱元投資(股) 馬光華	董事/總經理	1.5
迅捷投資(股) 蘭庭	董事/總經理	0.3
李亞菁	獨立董事	0
林庭裕	董事	0
王聖煜	獨立董事	0
陳來助	獨立董事	0
劉啟東	法人代表(董事)	0

資料來源：CMoney

3037 欣興 永續發展概況

CMoney ESG Rating

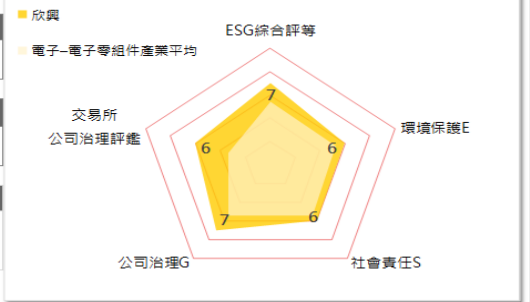
更新評鑑年季：2025Q1

落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	交易所公司治理評鑑	CM 評鑑等級換算
6	6	7	21% 至 35%	B+

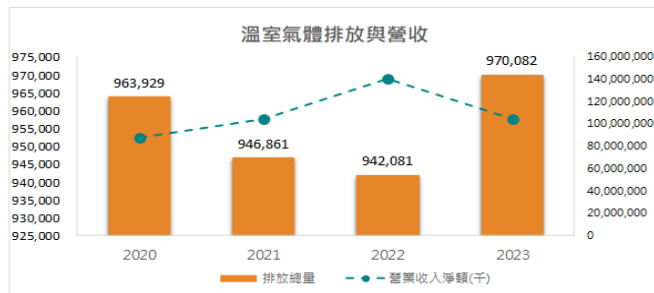
產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	永續報告書
電子-電子零組件	208	11	否	有 請參考公司官網

資料來源：CMoney
說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



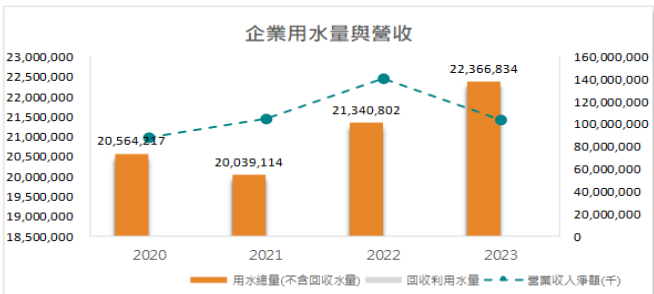
摘要 2023年溫室氣體排放量增加2.97%，營收減少25.95%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2023	970,082	39,771	930,311
2022	942,081	35,807	906,274
2021	946,861	34,169	912,692
2020	963,929	29,947	933,982

*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據
*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放
*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2023年企業用水量增加4.81%，營收減少25.95%

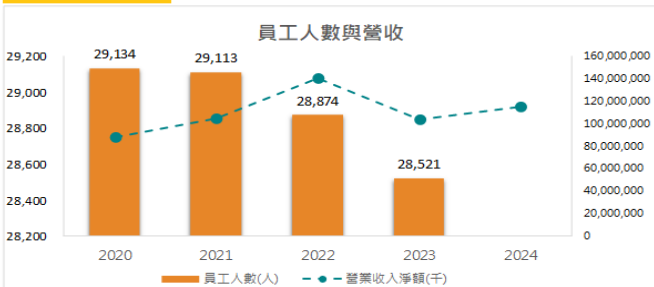
企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2023	22,366,834	-	20,972,968
2022	21,340,802	-	20,554,080
2021	20,039,114	-	18,717,472
2020	20,564,217	-	18,964,822

*用水量：依取水來源統計之總使用水量
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)
*排水量：排放的污水總量

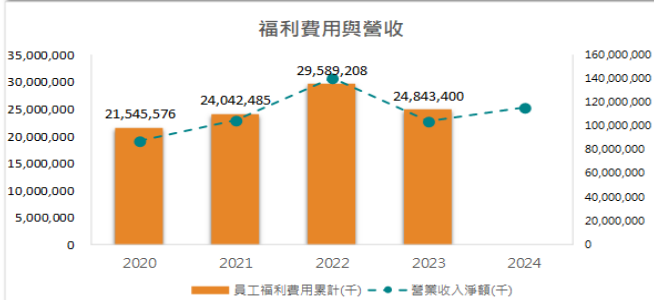
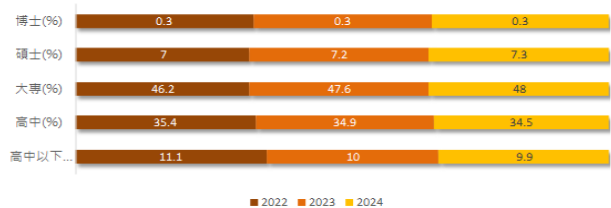
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

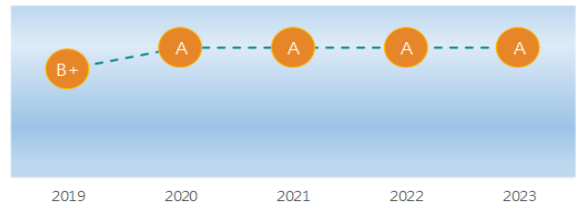
公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2023	6%至20%	A	0.22	0.31	0.19	0.28
2022	6%至20%	A	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	6%至20%	A	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	21%至35%	B+	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



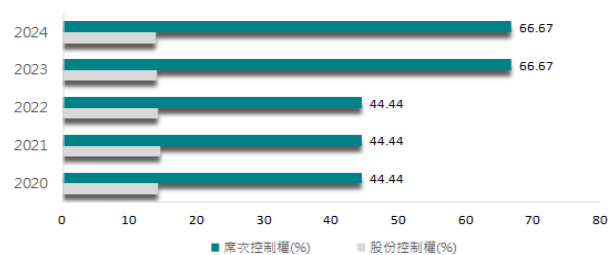
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會	★	資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

2024/11/13	違反法條： 職業安全衛生法第27條第1項第3款	違反內容： 與承攬人分別僱用勞工共同作業時，未巡視工作場所。
2024/10/9	違反法條： 勞動基準法第32條第2項	違反內容： 延長工作時間超過法令規定
2024/9/30	違反法條： 廢棄物清理法第28條第2項	違反內容： 經查貴事業屬前揭公告事項四指定對象，惟依據環境部資源循環署環境保護許可管理資訊系統專責人員設置線上審查系統(案號：○○○)，發現廢棄物專業技術人員○○於113年○月○日起代理，依法應於30日內(113年○月○日前)設置甲級處理技術員，貴事業遲於113年○月○日才至環境部環境保護許可管理資訊系統提出廢棄物專業技術人員變更申請，核已違反廢棄物清理法第28條第2項規定。
2024/9/1	違反法條： 水污染防治法第7條第一項	違反內容： 本公司新豐一廠廢水處理未符合放流水標準，違反水污染防治法第7條第一項，並依第40條第一項裁處
2024/8/23	違反法條： 水污染防治法第7條第1項	違反內容： 本府環境保護局於113年5月20日10時00分前往貴公司新豐一廠現場稽查，當日天氣晴，放流口排放廢水中，本局現場進行採樣檢測，水樣檢測結果：化學需氧量為180mg/L(標準為120mg/L)、重金屬(銅)為10.8mg/L(標準為1.5 mg/L)、總懸浮性固體136mg/L(標準為50 mg/L)，不符合放流水標準。

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY23	FY24	FY25F
營業收入	26,403	27,877	31,712	29,381	28,990	31,921	35,690	36,460	104,036	115,373	133,061
營業毛利	4,292	3,683	4,942	3,398	3,935	4,820	5,818	6,636	20,302	16,315	21,208
營業費用	2,726	2,801	2,996	2,742	2,714	2,986	3,285	3,449	11,477	11,265	12,434
營業利益	1,578	897	1,962	679	1,221	1,834	2,533	3,187	8,920	5,117	8,775
稅前淨利	3,357	2,130	1,514	319	2,328	2,796	3,478	4,112	15,575	7,321	12,714
本期淨利(NI)	2,662	1,731	1,090	72	1,839	2,209	2,748	3,249	12,225	5,556	10,044
淨利歸屬於_母公司業主	2,434	1,595	997	56	1,711	2,042	2,526	2,962	11,980	5,082	9,241
淨利歸屬於_非控制利益	228	136	93	16	128	167	222	287	245	474	803
每股盈餘_本期淨利	1.60	1.05	0.66	0.04	1.12	1.34	1.66	1.94	7.88	3.34	6.06
QoQ(%)											
營收淨額	2.78	5.58	13.76	-7.35	-1.33	10.11	11.81	2.16			
銷貨毛利	-4.79	-14.19	34.17	-31.24	15.80	22.49	20.70	14.06			
營業利益	13.51	-43.17	118.73	-65.37	79.68	50.25	38.11	25.82			
稅後純益_母公司淨利	-16.28	-34.45	-37.49	-94.38	2952.08	19.35	23.68	17.27			
YoY(%)											
營收淨額	-0.62	10.47	19.46	14.37	9.80	14.50	12.54	24.09	-25.95	10.90	15.33
銷貨毛利	-21.42	-27.79	-5.51	-24.62	-8.32	30.86	17.72	95.28	-59.75	-19.64	29.99
營業利益	-45.67	-61.94	-13.48	-51.14	-22.66	104.47	29.10	369.10	-76.63	-42.64	71.49
稅後純益_母公司淨利	-40.57	-33.22	-61.49	-98.07	-29.69	28.02	153.30	5182.97	-59.55	-57.58	81.83
各項比率											
營業毛利率	16.26	13.21	15.58	11.57	13.57	15.10	16.30	18.20	19.51	14.14	15.94
營業利益率	5.98	3.22	6.19	2.31	4.21	5.75	7.10	8.74	8.57	4.43	6.59
稅前淨利率	12.71	7.64	4.78	1.09	8.03	8.76	9.74	11.28	14.97	6.35	9.56
稅後淨利率	9.22	5.72	3.14	0.19	5.90	6.40	7.08	8.12	11.52	4.40	6.94

財務狀況表

百萬元	FY23	FY24	FY25F
現金及約當現金	52,859	43,753	70,664
應收款項	19,497	24,751	26,850
存貨	10,927	14,863	10,927
其他流動資產	0	0	11,148
流動資產	86,579	86,869	119,590
採用權益法之投資	13,259	16,385	11,665
不動產、廠房與設備	109,483	120,536	119,594
其他非流動資產	6,684	7,057	-18,381
非流動資產	129,426	143,978	112,877
資產總計	216,006	230,847	232,467
短期借款	2,294	7,188	7,188
應付款項	29,838	34,358	29,838
其他流動負債	12,115	16,836	29,356
流動負債	44,247	58,382	66,382
長期借款	13,813	21,909	21,909
其他非流動負債	61,661	50,969	44,589
非流動負債	75,474	72,878	66,498
負債總計	119,721	131,260	132,880
股本	15,251	15,300	15,251
資本公積	15,186	15,746	15,746
保留盈餘	61,518	61,917	65,080
其他權益	-1,143	453	3,510
股東權益	96,284	99,587	99,587

資料來源：CMoney、國票投顧

現金流量表

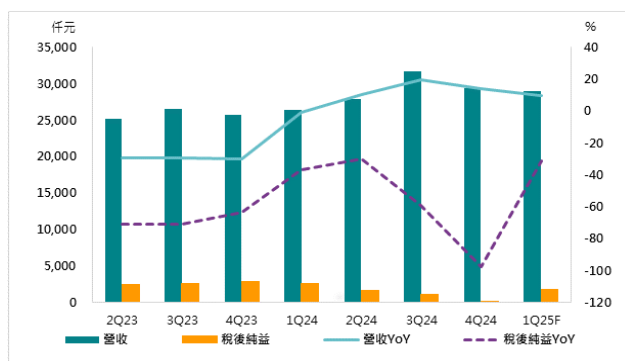
百萬元	FY23	FY24	FY25F
本期稅前淨利(淨損)	15,575	7,321	9,241
折舊攤提	15,097	17,231	15,417
營運資金增減	-9,345	4,669	16,045
其他	9,573	-18,927	38
來自營運之現金流量	30,900	10,294	40,742
資本支出	-22,938	-26,128	-25,400
長投增減	-72	0	361
其他	1,911	-3,102	1,133
來自投資之現金流量	-21,099	-29,230	-23,906
自由現金流量	9,801	-18,936	16,835
借款增(減)	-6,210	13,215	-379
其他	-11,850	-4,879	0
來自融資之現金流量	-18,060	8,336	-22,246
本期產生之現金流量	-8,600	-9,106	-5,411
期末現金及約當現金	52,859	43,753	70,664

財務比率表

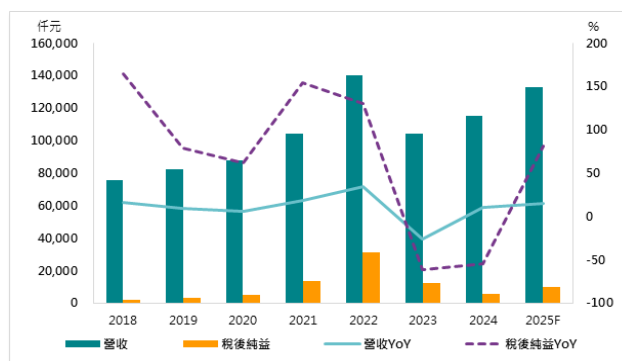
(%)	FY23	FY24	FY25F
負債比率	55.42	56.86	57.16
槓桿比率	124.34	131.80	133.43
流動比率	195.67	148.79	180.15
存貨周轉率(次)	7.05	7.68	8.67
存貨週轉天數	51.08	46.86	42.08
應收帳款週轉天數	86.53	69.03	70.77
股東權益報酬率	13.58	5.53	9.28
總資產報酬率	5.51	2.27	3.99

資料來源：CMoney、國票投顧

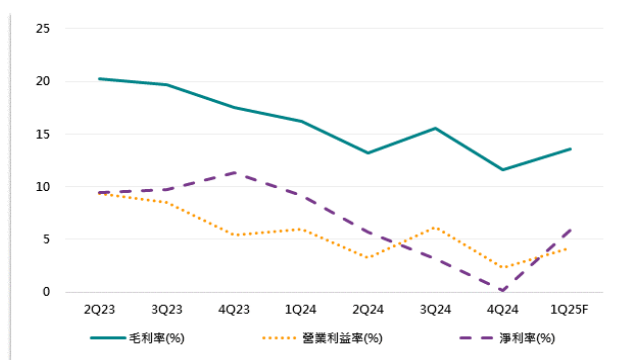
近八季營收及稅後淨利



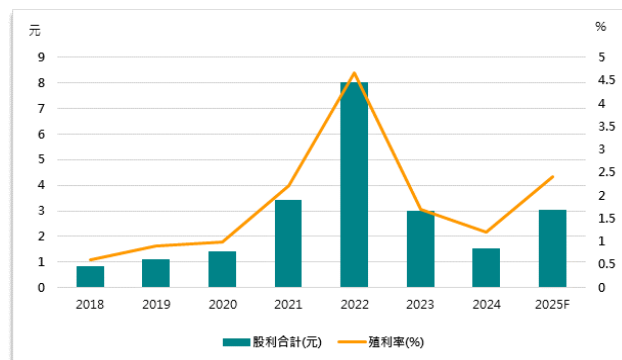
近八年營收及稅後淨利



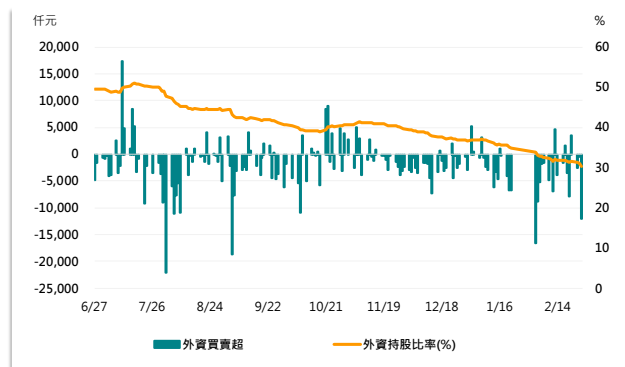
近八季三率走勢圖



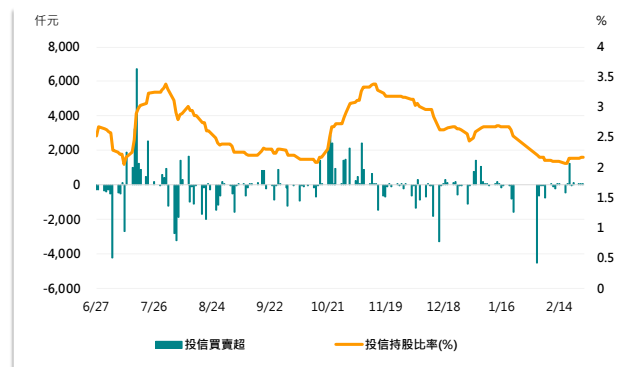
近八年股利及殖利率



近八月外資買賣超



近八月投信買賣超



歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	52

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 40%，且短期股價動能強勁
買進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作
觀望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未評等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金控控股公司之集團成員，國票金控控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。