

臻鼎-KY (4958 TT) Zhen Ding Technology

消費電子業務溫和成長；高層數 AI PCB 長期將有一席之地

買進 (研究員異動)

目標價 (12 個月) : NT\$135.0

收盤價 (2025/03/11) : NT\$113.5
隱含漲幅 : 18.9%

營收組成 (4Q24)

行動通訊 64%、電腦消費 26%、伺服器/車載/其他 5%、IC 載板 5%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	135	--
2025年營收 (NT\$/十億)	190.2	--
2025年EPS	9.2	--

交易資料表

市值	NT\$108,590百萬元
外資持股比率	62.6%
董監持股比率	32.4%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$103.68
負債比	42.8%
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	151,398	171,664	190,166	210,699
營業利益	9,160	11,586	17,244	20,885
稅後純益	6,189	9,180	9,684	10,738
EPS (元)	6.53	9.68	9.16	10.16
EPS YoY (%)	-56.4	48.1	-5.3	10.9
本益比 (倍)	17.4	11.7	12.4	11.2
股價淨值比 (倍)	1.1	1.0	1.1	1.0
ROE (%)	7.1	8.4	8.8	9.3
現金殖利率 (%)	2.9%	4.2%	4.0%	4.5%
現金股利 (元)	3.28	4.80	4.58	5.08

黃勵誠

eziohuang@yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

元大觀點

◆ 新廠初期建置費用致 4Q24 毛利率低於市場預期 2.4 個百分點；消費性電子淡季因素預期致 1Q25 營收季減 33%。

◆ 預期今年消費電子業務穩健成長；打入美系 CSP 客戶 ASIC UBB 供應鏈為臻鼎高層數 PCB 產品技術之展現。

◆ 給予臻鼎買進評等，目標價 135 元。除消費性電子業務穩健成長外，預期長期而言公司在高層數 AI PCB 領域中將有一席之地。

新廠初期建置費用致 4Q24 毛利率低於市場預期 2.4 個百分點

4Q24 營收季增 11%至 561 億，高於市場預期 1%；但泰國廠、高雄廠等新廠初期建置費用致營業成本提升，毛利率 20.4%，低於市場預期 2.4 個百分點；4Q24 營業利益季減 6%至 55.5 億，低於市場預期 19%，然業外利益助稅後淨利季增 30%至 43.6 億，EPS 4.6 元優於市場預期 4%。考量消費性產品進入淡季，預期 1Q25 營收季減 33%至 378 億；毛利率季減 2.6 個百分點至 17.9%，主要受到稼動率低落影響；EPS 1.2 元，季減 74%。

預期今年消費電子產品穩健成長；高層數 AI 產品長期正向看待

臻鼎通訊業務九成來自美系客戶，本中心預期美系客戶九月發布之新款手機硬板無明顯升級；軟板部分近年每一代數量落在約 20-25 條，其中 2-5 條具規格升級，有利軟板平均報價成長低至中個位數，預期今年亦將延續此趨勢，此外受惠於 AI 應用推出、低基期，有利今年美系手機銷量成長低個位數，因此本中心預估臻鼎 2025 年通訊業務成長 6%。電腦消費部份，工商業用途、Windows 10 於停止服務有利整體 NB 項目穩健成長；此外智慧眼鏡、遊戲機等產品亦有機會擴大營收比重，預期臻鼎電腦消費業務 2025 年成長 9%。此外經供應鏈調查，臻鼎已打入美系客戶 AI ASIC UBB 供應鏈，雖預期 2025 年營收占比小於 1%，但此 UBB 屬 20 多層之高層數硬板，製作難度高，為臻鼎 PCB 硬板生產技術之展現。整體而言，本中心預估臻鼎 2025 年營收年增 11%；毛利率年增 2 個百分點達 20.9%；歸屬母公司稅後淨利 97 億，年增 5%，EPS 9.16 元(預估稀釋後 EPS，與當前股本相比稀釋約 11%)。

給予臻鼎買進評等，目標價 135 元

本中心給予臻鼎買進評等，目標價 135 元係以本益比 15 倍及 2025 年預估稀釋後 EPS 評價，預期主要營收來源之通訊、電腦消費業務 2025 年持續穩健成長，而伺服器業務打入美系 CSP ASIC 主板長期而言有利臻鼎在高層數 AI PCB 領域中具有一席之地。

營運分析

新廠初期建置費用致 4Q24 毛利率低於市場預期 2.4 個百分點

因傳統電子產業旺季因素，臻鼎 4Q24 營收季增 11%至 561 億，高於市場預期 1%；但因泰國廠、高雄廠等新廠之初期建置相關費用致營業成本提升，4Q24 毛利率 20.4%低於市場預期 2.4 個百分點；毛利率低於市場預期、管理費用之上升亦使 4Q24 營業利益季減 6%至 55.5 億，低於市場預期 19%；惟業外利益助稅後淨利季增 30%至 43.6 億，EPS 4.6 元優於市場預期 4%。

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
						市場預估	市場
營業收入	54,396	50,609	56,133	10.9%	3.2%	55,842	0.5%
營業毛利	11,679	11,406	11,471	0.6%	-1.8%	12,707	-9.7%
營業利益	6,254	5,933	5,554	-6.4%	-11.2%	6,814	-18.5%
稅前利益	5,845	5,278	7,760	47.0%	32.8%	7,064	9.8%
稅後淨利	3,504	3,353	4,363	30.1%	24.5%	4,199	3.9%
調整後 EPS (元)	3.70	3.52	4.60	30.7%	24.3%	4.43	3.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	21.5%	22.5%	20.4%	-2.1	-1.0	22.8%	-2.4
營業利益率	11.5%	11.7%	9.9%	-1.8	-1.6	12.2%	-2.3
稅後純益率	6.4%	6.6%	7.8%	1.1	1.3	7.5%	0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

短期而言，考量手機、電腦等消費性產品進入淡季，本中心預期臻鼎 1Q25 營收季減 33%至 378 億，毛利率季減 2.6 個百分點至 17.9%，主要受到稼動率低落影響，營業利益季減 68%至 17.9 億；EPS 1.2 元，季減 74%。

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
						市場預估	市場
營業收入	32,510	56,133	37,777	-32.7%	16.2%	38,031	-0.7%
營業毛利	5,337	11,471	6,756	-41.1%	26.6%	6,504	3.9%
營業利益	743	5,554	1,789	-67.8%	141.0%	1,693	5.7%
稅前利益	1,498	7,760	1,949	-74.9%	30.2%	1,931	0.9%
稅後淨利	977	4,363	1,267	-71.0%	29.6%	1,129	12.2%
調整後 EPS (元)	1.03	4.60	1.20	-73.9%	16.4%	1.07	12.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	16.4%	20.4%	17.9%	-2.6	1.5	17.1%	0.8
營業利益率	2.3%	9.9%	4.7%	-5.2	2.5	4.5%	0.3
稅後純益率	3.0%	7.8%	3.4%	-4.4	0.3	3.0%	0.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

手機為臻鼎占比最高業務，電腦業務次之，同時亦生產載板、伺服器相關產品

臻鼎自 2017 年起為全球最大 PCB 企業，主要生產美系客戶手機、NB、平板等產品所需之軟、硬版產品，而美系手機所需之軟板約有 80%由臻鼎、東山精密以及日本旗勝供應。行動通訊業務為臻鼎占比最高業務，產品包含手機內部各式軟板、硬板，2024 年比重約為 64%，美系手機、非美系手機比重預估約為 90%、10%。第二大業務則為電腦消費業務，比重約為 26%，其中包含 NB、平板、各式消費電子產品等，NB 占電腦消費業務比重約為 50%。伺服器/車載/基地台業務占比約為 5%；載板業務營收比重約為 5%，其中 BT、ABF 載板比重約為 75%、25%。

圖 3：2024 年臻鼎業務比重

	2024A 營收佔比	產品種類	成長動能	2024A 營收 YoY	2025F 營收 YoY
行動通訊	64.2%	美系客戶手機等產品	美系手機出貨成長	5.5%	6.3%
電腦消費	25.9%	NB、平板等非手機消費電子	筆電換機潮、智慧眼鏡、遊戲機等	24.8%	9.4%
伺服器/車載/ 基地台	4.7%	AI、一般伺服器產品； 車用、基地台相關 PCB	AI 伺服器相關 PCB	30.9%	27.4%
載板	5.2%	BT、ABF 載板	BT、ABF 載板相關訂單以及 低基期因素	75.6%	57.3%

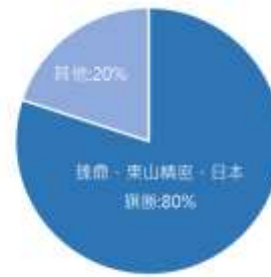
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 4：臻鼎歷年 PCB 市佔率



資料來源：臻鼎、元大投顧預估

圖 5：美系手機軟板供應商比重



資料來源：臻鼎、元大投顧預估

預期 2025 年手機業務溫和成長

臻鼎手機業務中有 90%之比重來自美系客戶手機內之軟板及硬板，經供應鏈調查，美系客戶九月發布之第 17 代手機，硬板部分預期無明顯規格升級。軟板部分，近年每一代美系手機內部軟板數落在約 20-25 條，而其中 2-5 條具有規格升級(例如層數上升等)，有利每一代美系手機整體軟板平均報價成長低至中個位數，預期今年九月發布之新款手機亦將延續此一長期趨勢，此外本中心亦預期 AI 應用推出、2024 年基期較低等因素有利今年美系手機銷量成長低個位數(去年衰退約 0.9%)，臻鼎相關業務有望成長中至中高個位數，因此本中心預期臻鼎 2025 年行動通訊業務占比 62%，年增 6%。

預期 2025 年電腦消費業務成長高個位數

臻鼎電腦消費業務約有 50%營收為 NB 相關硬板、軟板等 PCB 產品，以美系客戶為主要服務對象，另外一半之終端用途則來自平板、耳機、智慧手錶等各式消費性電子產品。本中心認為工商業用途、Windows 10 於 4Q25 停止相關服務有利臻鼎整體 NB 項目穩健成長；此外考量當前總經情形，本中心亦預期電腦消費業務中，已有生產之非 NB 項目將溫和成長，但同時部分產品亦有機會擴大營收比重，如智慧眼鏡、遊戲機等，因此整體而言本中心預期臻鼎 2025 年電腦消費業務占比 26%，年增 9%。

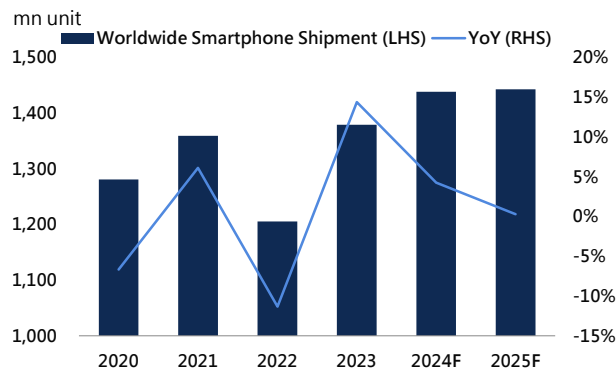
雖伺服器業務占比僅有 2-3%，但已成功打入美系客戶 AI ASIC UBB 供應鏈

伺服器/車載/基地台 2024 年營收比重約 5%，主要生產 AI、一般伺服器、車載等用途所需之各式 PCB。即使營收占比相對較低，但經供應鏈調查，雖產量不多，但臻鼎去年已有為美系客戶生產 H 系列 AI 伺服器之 UBB，且目前已打入美系客戶 AI ASIC UBB 供應鏈，預期獲得低個位數市佔率。本中心認為高層數 UBB 對臻鼎實際營收貢獻有限，預期營收比重小於 1%，然而，H 系列 AI 伺服器以及美系客戶 UBB 屬於 20 多層之高層數 PCB 板，製作難度高，臻鼎有能力生產顯示其硬板技術具有一定之水準，雖近一、兩年臻鼎仍以消費性電子、PCB 軟板做為主要營收來源，惟本中心認為目前臻鼎在高層數 PCB 板已具有一定之技術基礎，長期而言隨高層數 PCB 板之研發及投資持續，臻鼎在 AI 伺服器高層數 PCB 供應鏈中將具有一席之地。預期 AI 伺服器等應用將助益伺服器/車載/基地台 2025 年營收占比 5%，年增 27%。

載板業務以 BT 載板為主，因低基期因素而成長迅速

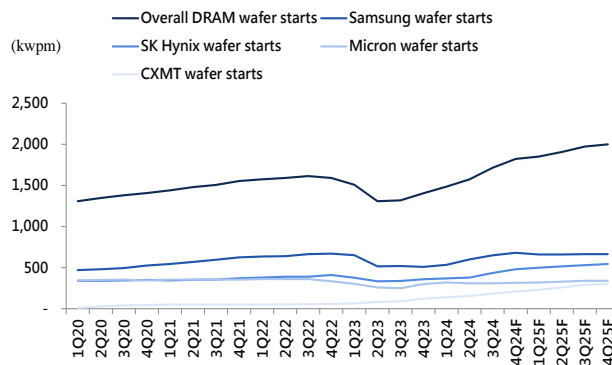
載板業務佔臻鼎 2024 年比重約 5%，其中 BT、ABF 載板業務比重約為 75%、25%，主要服務對象包含中系、美系等客戶。本中心預期今年 BT 產業溫和成長，而 ABF 產業因 AI、800G、獨立顯卡等發展，有利部分載板廠商 ABF 業務成長雙位數以上。臻鼎載板業務營收比重、基期較低，因此本中心預期今年仍有高雙位數之成長(公司載板業務 2024 年因低基期而年成長 76%)，惟因目前規模經濟尚未浮現，預期今年載板業務毛利率與整體毛利率水準仍有差距，預期 2025 年臻鼎載板業務占比 7%，年成長 57%。

圖 6：預估 2025 年全球手機出貨量僅小幅成長



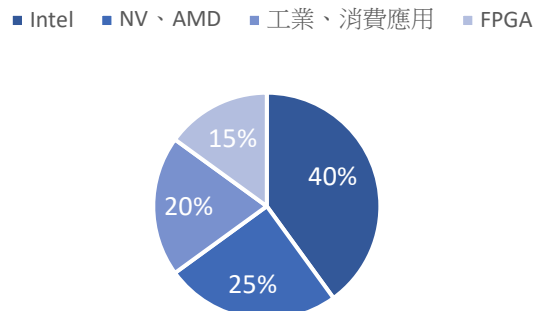
資料來源：IDC、元大投顧預估

圖 7：預期今年 DRAM 原廠投片量持續增加



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 8：ABF 需求端來源比重



資料來源：景碩、元大投顧預估

目前臻鼎產能以中國大陸地區為主，泰國廠預期於 2H25 進行小量產

目前臻鼎主要之 PCB 軟板、硬板生產地區集中於大陸地區。泰國廠第一期將於 1H25 試產，2H25 小量產，初期生產產品之終端用途包含高階伺服器、車載、光通訊等領域。此外目前高雄 AI 園區已進行軟板之試產，預期高階硬板、晶片載板等將於 2026-2027 年開始逐步量產。

圖 9：臻鼎產能分佈

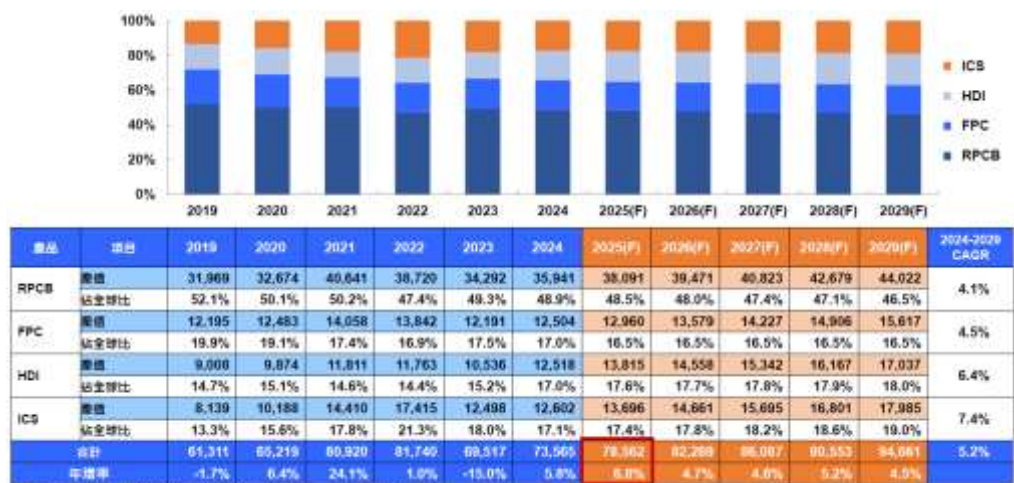


資料來源：公司資料、元大投顧預估

預期今年整體 PCB 市場溫和成長

雖部分 PCB、CCL 廠商受惠於 AI、800G、低軌衛星等領域之發展浪潮，2025 年營收具有雙位數成長之潛力。然而，據研調機構 Prismark 數據，2024-2029 年整體 PCB 產業 CAGR 為 5.2%。雖 AI、800G 等需求前景正向，惟受全球總體經濟環境影響，終端用途如消費性電子、非 AI、800G 之一般伺服器及交換器等成長較為有限，因此長期 PCB 產業或僅能溫和成長。

圖 10：Prismark 預估全球 PCB 成長趨勢



資料來源：Prismark(2025/3)；2026~2028 年係用 Prismark 數據推估。

資料來源：公司資料、元大投顧預估

產業概況

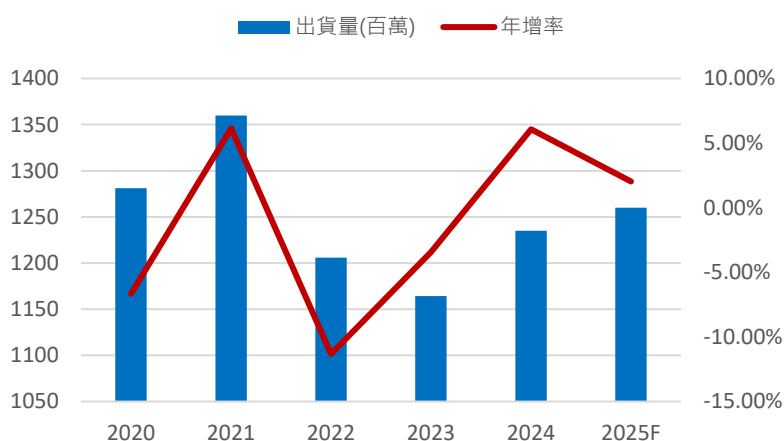
全球智慧型手機估計 2025 年增 1.9%至 12.6 億支，較去年出貨量年增 6.4%趨緩

全球智慧型手機估計 2025 年年增 1.9%至 12.6 億支，主因 2024 年出貨年增 6.4%回到 12 億支上水準，較 2022 年/2023 年年減 11%/3%明顯回升。由於安卓手占全球市場 80%，具 AI 功能手機於 2024 年續刺激消費，估計 2025 年將持續推陳出新使高階手機仍受市場歡迎而維持出貨高檔。

iPhone 之 AI 功能將於 2025 年挹注營運，年增 4.3%至 2.42 億隻

iPhone 2024 年出貨量為約 2.32 億隻，年減 0.9%；主因(1)iPhone 2023 出貨年增 3.5%較安卓系列強勁；(2)2024 年 10 月中才開始 Apple Intelligence 導入英語版本且其他語言均未導入，落後於其他安卓 AI 手機。展望 2025 年，本中心預期 2025 年出貨量成長 4.3%至 2.42 億隻，主因(1)2025 年 4 月 Apple Intelligence 多語言開始全面使用將使；(2)iPhone 16e 平價機款發布帶動需求。

圖 11：全球手機出貨情形



資料來源：Digitimes、元大投顧整理

圖 12：Apple 各產品線出貨量預估

Shipment (mn)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
iPhone	52.6	45.7	57.0	77.3	53.5	47.7	58.8	82.4	234.3	232.5	242.4
iPad	9.9	12.4	12.5	15.9	10.0	12.4	12.5	16.0	48.5	50.6	50.9
Macbook	4.2	4.7	5.4	6.4	4.4	4.7	5.4	6.7	19.5	20.7	21.2
QoQ (%)											
iPhone	-34%	-13%	25%	36%	-31%	-11%	23%	40%			
iPad	-34%	25%	1%	26%	-37%	24%	1%	28%			
Macbook	-20%	10%	16%	18%	-31%	6%	16%	24%			
YoY (%)											
iPhone	-5%	3%	5%	-4%	2%	4%	3%	7%	3.5%	-0.8%	4.3%
iPad	-8%	19%	1%	6%	1%	0%	0%	1%	-19.7%	4.3%	0.5%
Macbook	16%	10%	-16%	21%	4%	0%	0%	5%	-22.3%	5.7%	2.4%

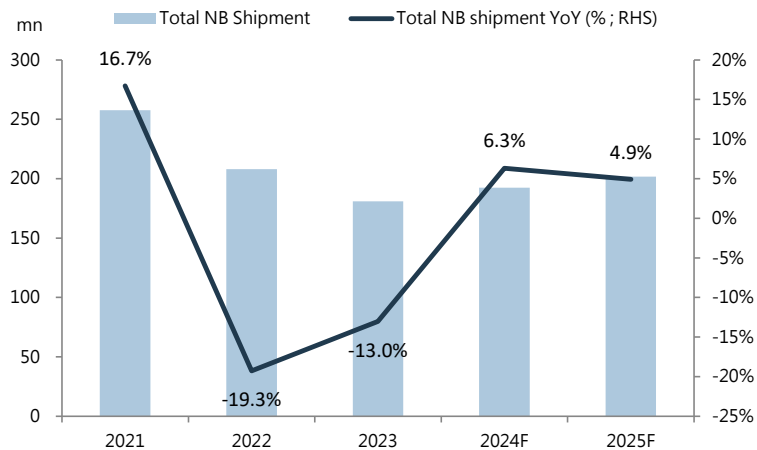
資料來源：IDC、元大投顧整理

2024/25 年全球筆電出貨恢復成長，電競 NB 滲透率穩定上升

全球筆電在 Covid 19 疫情結束，市場去化庫存，造成 2022 年出貨衰退 19%，2023 年仍年減 13%，2024 年預期全球景氣復甦下，小幅成長 6%。

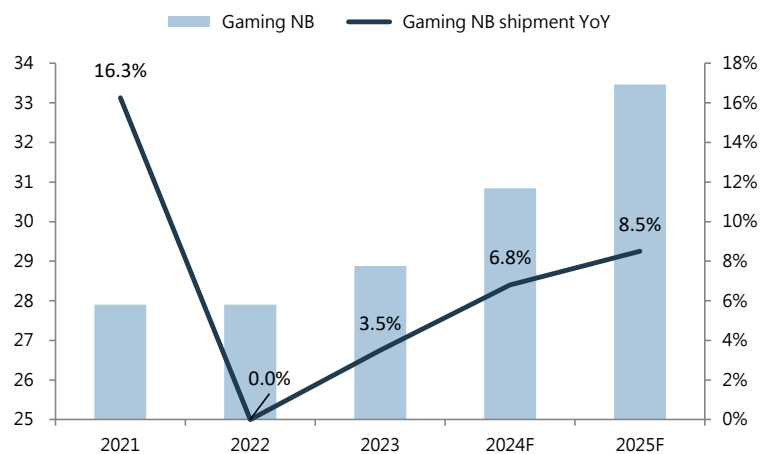
電競筆電具剛性需求，2022/23 年 NB 去庫化時，2022 年出貨約年持平，2023 年恢復成長 4%。2024/25 年受惠景氣穩定及 NVIDIA 50 系列 GPU 大改款，出貨可望年增 7%/9%，是 PC 下游維持成長的產品。

圖 13：全球筆電出貨量預估



資料來源：Digitimes、元大投顧整理

圖 14：全球電競筆電出貨量預估



資料來源：Digitimes、元大投顧整理

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，2025 年的資本支出將較 2024 年成長，雖然各業者 2025 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，但在高基期下，預期 2025 年增幅將會放緩，預估四大 CSP 2025 年資本支出為 3,051 億美元，年增 34%。

圖 15：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	83,542
Microsoft	24,768	35,202	55,552	67,619	74,389
Amazon	63,645	52,729	82,999	100,000	110,882
Meta	31,431	27,266	37,256	62,500	68,141
Total	151,329	147,448	228,342	305,119	336,954
YoY Growth (%)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Google	27.8%	2.4%	62.9%	42.8%	11.4%
Microsoft	6.7%	42.1%	57.8%	21.7%	10.0%
Amazon	4.2%	-17.2%	57.4%	20.5%	10.9%
Meta	68.7%	-13.3%	36.6%	67.8%	9.0%
Total	18.7%	-2.6%	54.9%	33.6%	10.4%

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。

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 2024 年 12 月開始才會陸續量產 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。

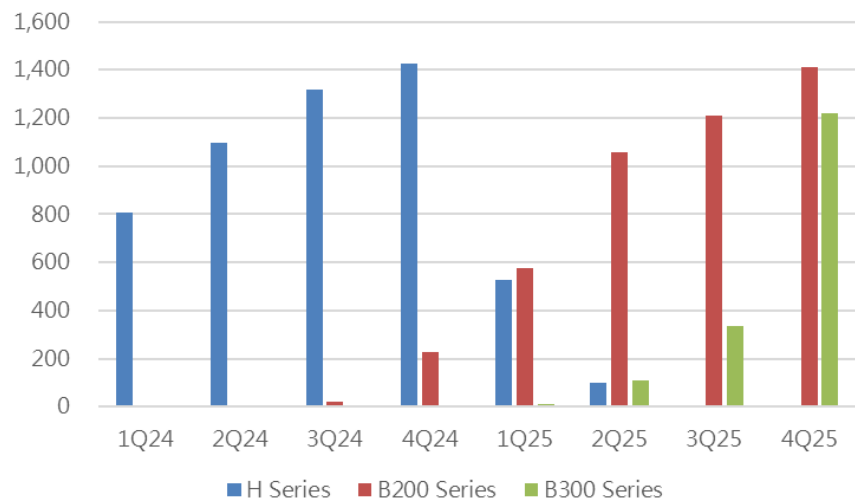
另外，安菲諾獨家供應的連接器(cable cartridge)，是 NV 設計的一種高性能數據傳輸連接器，主要用於 GPU/GPU 或 GPU/CPU 之間高速數據通信。透過 NVLink，Cartridge 能提供比 PCIe 更高的傳輸速率及更低的延遲性，並且可以讓多張 GPU 協助進行運算，共享內存和資源，大幅度提升運算效率，適合應用於 AI 訓練、大數據分析、高性能計算(HPC)等。

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 2025 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，目前 GB300 的晶片、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 16：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

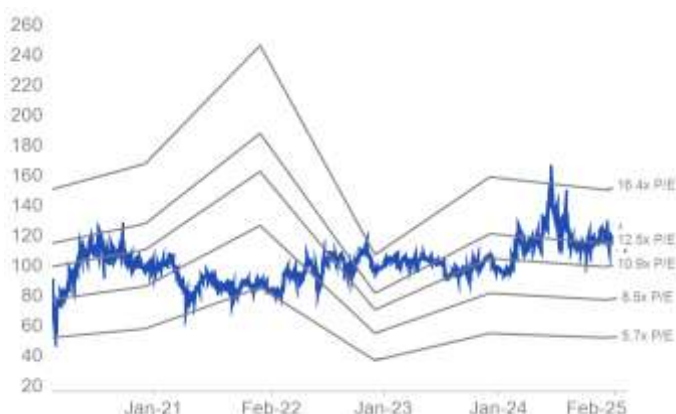
給予臻鼎買進評等，目標價 135 元

受惠通訊業務溫和成長、電腦消費業務回溫以及伺服器、載板業務高成長，臻鼎 2024 年營收 1,717 億，年增 13%；毛利率 18.9%，年增 0.8 個百分點，營業利益 116 億，年增 27%；EPS 9.68 元，年增 48%。

展望 2025 年，本中心預期隨通訊、電腦消費業務持續穩健成長，同時伺服器、載板亦持續高雙位數之長，預期 2025 年營收 1,902 億，年增 11%；毛利率 20.9%，年增 2 個百分點；營業利益 172 億，年增 49%；歸屬母公司稅後淨利 97 億，年增 5%，EPS 9.16 元(預估稀釋後 EPS，與當前股本相比稀釋約 11%)。此外預期各項業務 2026 年亦可延續 2025 年成長趨勢，預期 2026 年營收 2,107 億，年增 11%；毛利率 21.3%，年增 0.4 個百分點；營業利益 209 億，年增 21%；EPS 10.16 元，年增 11%。

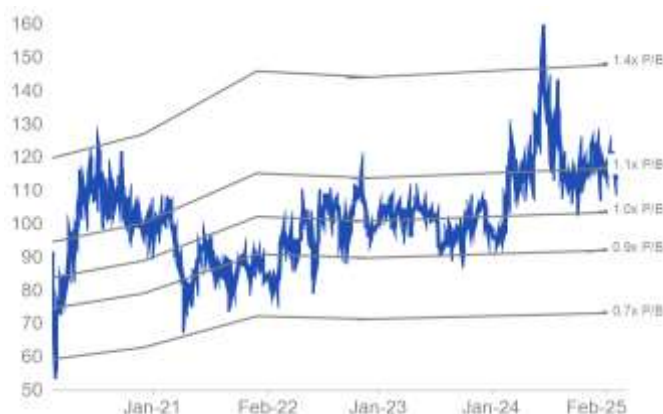
本中心給予臻鼎買進評等，目標價 135 元係以本益比 15 倍及 2025 年預估稀釋 EPS 評價，本中心預期主要營收來源之通訊、電腦消費業務 2025 年持續穩健成長，而伺服器業務打入美系 CSP ASIC 主板長期而言有利臻鼎在高層數 AI PCB 領域中具有一席之地。

圖 17：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 18：12 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 19：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
臻鼎-KY	4958 TT	買進	113.5	3,290	9.68	9.16	10.16	11.7	12.4	11.2	48.1	(5.3)	10.9
國內同業													
華通	2313 TT	買進	65.4	2,368	4.7	5.5	--	13.9	11.8	--	34.1	18.1	--
台光電	2383 TT	持有-超越同業	563.0	5,906	0	37.4	45.0	--	15.1	12.5	--	--	20.3
欣興	3037 TT	買進	109.5	5,090	3.3	4.8	7.8	32.8	22.7	14.0	(57.6)	44.6	62.3
景碩	3189 TT	買進	98.2	1,363	1.6	5.8	6.7	63.1	16.9	14.6	1380.9	272.5	15.7
健鼎	3044 TT	買進	204.0	3,258	0	17.6	18.8	--	11.6	10.8	--	--	6.9
台郡	6269 TT	持有-落後同業	62.8	617	(0.9)	(1.4)	3.6	--	--	17.4	--	--	--
南電	8046 TT	持有-落後同業	129.5	2,543	0.1	3.8	6.5	1583.1	34.2	19.9	(99.1)	4534.5	71.4
國內同業平均					1.3	10.5	14.7	423.2	18.7	14.9	314.6	1217.4	35.3

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 20：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
臻鼎-KY	4958 TT	買進	113.5	3,290	8.4	8.8	9.3	114.72	103.68	109.69	1.0	1.1	1.0
國內同業													
華通	2313 TT	買進	65.4	2,368	12.7	13.7	--	37.1	40.5	--	1.8	1.6	--
台光電	2383 TT	持有-超越同業	563.0	5,906	30.9	31.7	31.6	101.3	118.0	142.5	5.6	4.8	4.0
欣興	3037 TT	買進	109.5	5,090	5.5	7.5	11.2	61.3	64.6	70.1	1.8	1.7	1.6
景碩	3189 TT	買進	98.2	1,363	2.3	7.4	7.9	74.0	78.5	87.9	1.3	1.3	1.1
健鼎	3044 TT	買進	204.0	3,258	17.9	18.5	18.3	95.7	95.3	102.6	2.1	2.1	2.0
台郡	6269 TT	持有-落後同業	62.8	617	(1.5)	0.6	5.5	71.3	72.2	72.2	0.9	0.9	0.9
南電	8046 TT	持有-落後同業	129.5	2,543	0.2	8.7	8.7	72.1	75.6	77.1	1.8	1.7	1.7
國內同業平均					9.7	12.6	13.9	73.3	77.8	92.1	2.2	2.0	1.9

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 21：季度及年度簡明損益表 (合併)

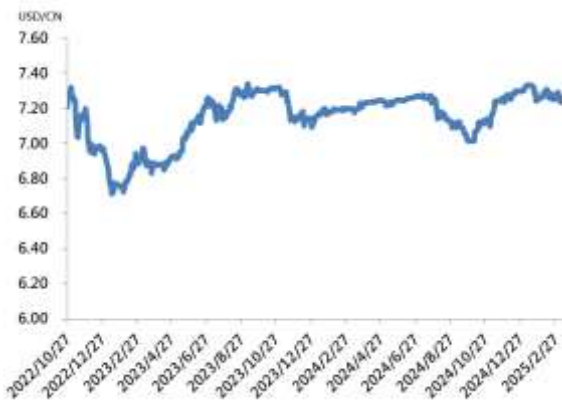
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	32,510	32,411	50,609	56,133	37,777	36,512	55,301	60,575	171,664	190,166
銷貨成本	(27,173)	(28,164)	(39,203)	(44,663)	(31,021)	(30,425)	(42,400)	(46,659)	(139,203)	(150,505)
營業毛利	5,337	4,247	11,406	11,471	6,756	6,087	12,901	13,917	32,461	39,661
營業費用	(4,594)	(4,891)	(5,473)	(5,917)	(4,967)	(5,380)	(5,780)	(6,290)	(20,875)	(22,417)
營業利益	743	(644)	5,933	5,554	1,789	707	7,121	7,627	11,586	17,244
業外利益	755	1,153	(655)	2,206	160	150	160	170	3,459	640
稅前純益	1,498	510	5,278	7,760	1,949	857	7,281	7,797	15,045	17,884
所得稅費用	(62)	158	(527)	(1,518)	(97)	(86)	(1,092)	(1,559)	(1,948)	(2,835)
少數股東權益	459	181	1,398	1,879	585	257	2,184	2,339	3,917	5,365
歸屬母公司稅後純益	977	486	3,353	4,363	1,267	514	4,005	3,898	9,180	9,684
調整後每股盈餘(NT\$)	1.03	0.51	3.52	4.60	1.20	0.49	3.79	3.69	9.68	9.16
調整後加權平均股數(百萬股)	949	949	949	949	1,057	1,057	1,057	1,057	949	1,057
重要比率										
營業毛利率	16.4%	13.1%	22.5%	20.4%	17.9%	16.7%	23.3%	23.0%	18.9%	20.9%
營業利益率	2.3%	-2.0%	11.7%	9.9%	4.7%	1.9%	12.9%	12.6%	6.8%	9.1%
稅前純益率	4.6%	1.6%	10.4%	13.8%	5.2%	2.4%	13.2%	12.9%	8.8%	9.4%
稅後純益率	3.0%	1.5%	6.6%	7.8%	3.4%	1.4%	7.2%	6.4%	5.4%	5.1%
有效所得稅率	4.1%	-30.9%	10.0%	19.6%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%	12.9%	15.9%
季增率(%)										
營業收入	-40.2%	-0.3%	56.2%	10.9%	-32.7%	-3.3%	51.5%	9.5%		
營業利益	-88.1%	--	--	-6.4%	-67.8%	-60.5%	907.2%	7.1%		
稅後純益	-72.1%	-50.3%	590.0%	30.1%	-71.0%	-59.4%	679.2%	-2.7%		
調整後每股盈餘	-72.2%	-50.5%	590.2%	30.7%	-73.9%	-59.4%	678.7%	-2.7%		
年增率(%)										
營業收入	3.1%	37.7%	20.7%	3.2%	16.2%	12.7%	9.3%	7.9%	13.4%	10.8%
營業利益	-39.1%	--	66.0%	-11.2%	141.0%	--	20.0%	37.3%	26.5%	48.8%
稅後純益	94.1%	--	47.7%	24.5%	29.6%	5.8%	19.4%	-10.7%	38.8%	14.9%
調整後每股盈餘	93.7%	--	46.8%	24.3%	16.4%	-4.6%	7.6%	-19.8%	48.1%	-5.3%

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

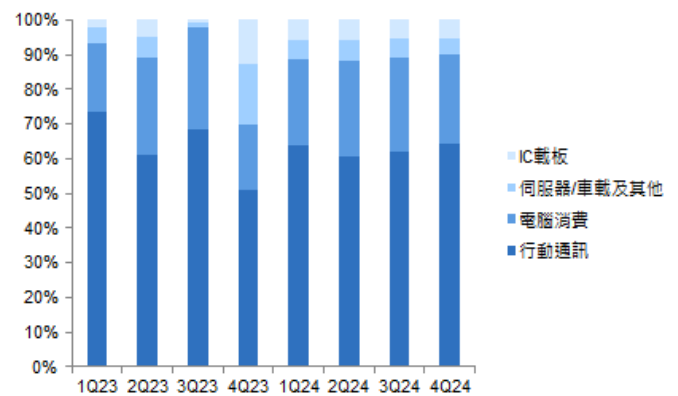
臻鼎成立於 2006 年，自 2017 年起成為全球第 1 大 PCB 企業，2024 年全球市佔率約為 7%，為美系手機主要軟板供應商。主要提供各類印刷电路板產品設計、研發、製造、銷售等一站式服務，應用於電腦資訊、消費性電子產品、網路通訊、車用電子、高速運算電腦與醫療器材等領域。

圖 22：人民幣 vs 美金匯率趨勢



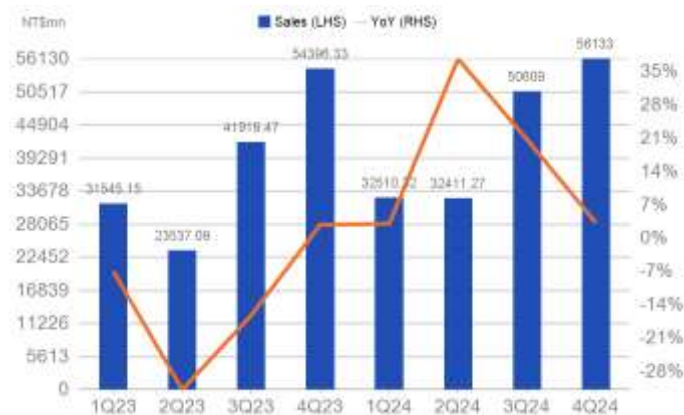
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 23：營收組成



資料來源：公司資料

圖 24：營收趨勢



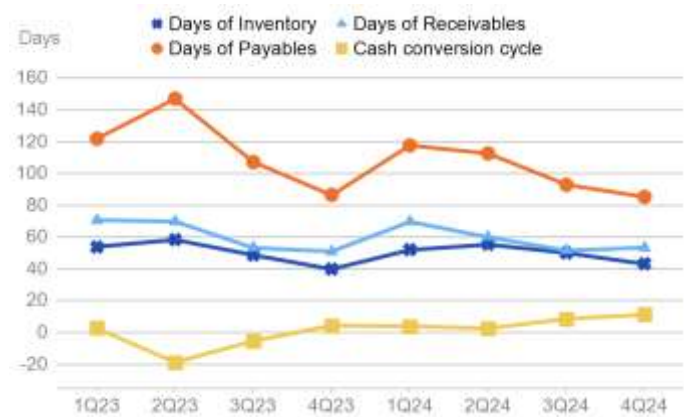
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：毛利率、營益率、淨利率



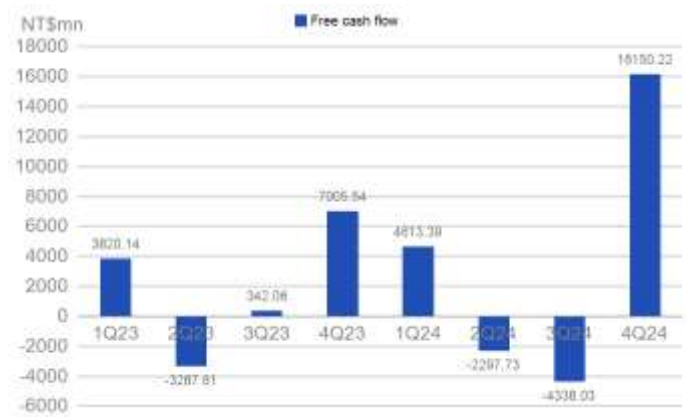
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：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：** 臻鼎整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，在電子零組件行業的公司中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 臻鼎的整體曝險屬於中等水準，略高於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、商業道德、資源使用等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 臻鼎在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力很強。

圖 28：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	15.7
在 ESG 議題上的曝險 (A)	39.1
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	64.0
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	7

資料來源：Sustainalytics (2025/3/11)

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	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	55,244	61,421	79,502	92,010	109,441
存貨	17,725	15,508	17,990	19,663	21,493
應收帳款及票據	30,005	29,229	30,183	32,895	35,851
其他流動資產	7,320	7,888	4,834	4,834	4,834
流動資產	110,293	114,046	132,509	149,402	171,620
採用權益法之投資	33	21	1,791	1,791	1,791
固定資產	100,307	105,714	110,173	95,878	80,933
無形資產	2,139	2,313	2,097	2,202	2,312
其他非流動資產	19,788	20,683	19,424	19,813	20,268
非流動資產	122,267	128,730	133,485	119,683	105,304
資產總額	232,560	242,776	265,993	269,085	276,923
應付帳款及票據	16,901	19,567	21,716	23,507	25,444
短期借款	16,820	33,853	21,706	21,706	21,706
什項負債	40,507	25,519	25,781	25,781	25,781
流動負債	74,227	78,939	69,204	70,994	72,932
長期借款	12,966	18,026	34,012	34,012	34,012
其他負債及準備	12,501	11,484	10,754	10,754	10,754
長期負債	25,468	29,510	44,765	44,765	44,765
負債總額	99,694	108,450	113,970	115,760	117,698
股本	9,470	9,470	9,567	10,571	10,571
資本公積	38,021	38,556	40,540	40,540	40,540
保留盈餘	52,542	53,049	59,158	63,769	69,665
什項權益	(3,140)	(5,378)	(447)	(4,760)	(4,756)
歸屬母公司之權益	96,894	95,698	108,818	110,120	116,020
非控制權益	35,972	38,628	43,205	43,205	43,205
股東權益總額	132,866	134,326	152,024	153,326	159,226

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	20,535	9,432	13,096	15,050	17,170
折舊及攤提	14,638	16,323	17,749	18,785	19,635
本期營運資金變動	7,757	7,166	386	(2,596)	(2,848)
其他營業資產 及負債變動	2,380	678	(847)	(8,167)	(6,173)
營運活動之現金流量	45,311	33,599	30,385	23,072	27,784
資本支出	(29,032)	(25,719)	(16,257)	(4,490)	(4,690)
本期長期投資變動	10	(12)	247	0	0
其他資產變動	(1,404)	0	7,863	(4,000)	(4,000)
投資活動之現金流量	(30,427)	(25,730)	(8,147)	(8,490)	(8,690)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	5,498	7,521	2,489	3,000	3,170
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(4,735)	(5,682)	(3,102)	(5,074)	(4,842)
其他調整數	5,096	(2,334)	(6,538)	0	10
融資活動之現金流量	5,859	(495)	(7,151)	(2,074)	(1,662)
匯率影響數	711	(1,196)	2,994	0	0
本期產生現金流量	21,454	6,177	18,081	12,508	17,432
自由現金流量	16,279	7,880	14,128	18,582	23,094

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	171,357	151,398	171,664	190,166	210,699
銷貨成本	(131,468)	(123,939)	(139,203)	(150,505)	(165,884)
營業毛利	39,888	27,459	32,461	39,661	44,815
營業費用	(17,441)	(18,300)	(20,875)	(22,417)	(23,930)
推銷費用	(1,960)	(1,900)	(2,155)	(2,337)	(2,510)
研究費用	(8,280)	(9,665)	(11,715)	(12,630)	(13,580)
管理費用	(7,197)	(6,725)	(7,025)	(7,450)	(7,840)
其他費用	(4)	(10)	0	0	0
營業利益	22,447	9,160	11,586	17,244	20,885
利息收入	768	2,501	2,898	2,578	2,418
利息費用	(902)	(1,953)	(1,720)	(2,050)	(1,956)
利息收入淨額	(134)	548	1,178	528	462
投資利益(損失)淨額	9	(16)	11	12	12
匯兌損益	1,408	133	1,371	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(261)	223	899	100	80
稅前純益	23,469	10,048	15,045	17,884	21,439
所得稅費用	(2,933)	(616)	(1,948)	(2,835)	(4,269)
少數股權淨利	6,338	3,243	3,917	5,365	6,432
歸屬母公司之稅後純益	14,197	6,189	9,180	9,684	10,738
稅前息前折舊攤銷前淨利	39,008	28,324	(6,163)	(1,541)	1,250
調整後每股盈餘 (NT\$)	14.99	6.53	9.68	9.16	10.16

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	10.5	(11.6)	13.4	10.8	10.8
營業利益	42.2	(59.2)	26.5	48.8	21.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	36.3	(27.4)	--	--	--
稅後純益	50.0	(54.1)	38.8	14.9	14.1
調整後每股盈餘	46.8	(56.4)	48.1	(5.3)	10.9
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	23.3	18.1	18.9	20.9	21.3
營業利益率	13.1	6.1	6.8	9.1	9.9
稅前息前淨利率	13.2	5.4	6.8	9.1	9.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	22.8	18.7	(3.6)	(0.8)	0.6
稅前純益率	13.7	6.6	8.8	9.4	10.2
稅後純益率	8.3	4.1	5.4	5.1	5.1
資產報酬率	9.6	4.0	4.9	5.6	6.2
股東權益報酬率	16.7	7.1	8.4	8.8	9.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	75.0	80.7	75.0	75.8	74.0
淨負債權益比(%)	(19.2)	(7.1)	(15.6)	(23.4)	(33.7)
利息保障倍數 (倍)	27.0	6.2	9.8	9.7	0
流動比率 (%)	148.6	144.5	191.5	209.7	235.2
速動比率 (%)	118.1	121.0	165.5	182.0	205.8
淨負債 (NT\$百萬元)	(25,458)	(9,541)	(23,784)	(35,769)	(53,661)
調整後每股淨值 (NT\$)	102.32	101.05	114.72	103.68	109.69
評價指標 (倍)					
本益比	7.6	17.4	11.7	12.4	11.2
股價自由現金流量比	7.4	15.2	8.5	6.8	5.2
股價淨值比	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.1	4.2	--	--	96.0
股價營收比	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6

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。

臻鼎-KY (4958 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



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

© 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>.