

臻鼎-KY(4958)

BUY

□台灣 50 ■中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 洪浚哲 Charles Hung
charles1980@masterlink.com.tw

評等

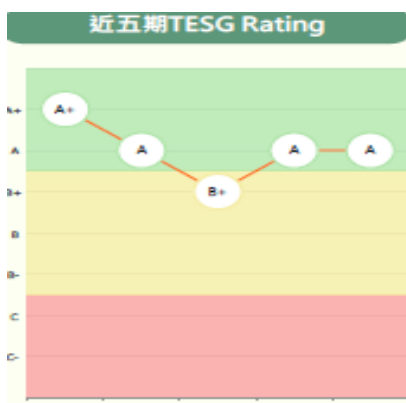
日期:	2025/3/12
目前收盤價 (NT\$):	113.5
目標價 (NT\$):	155
52 週最高最低(NT\$):	106-154
加權指數:	22071.09

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	9,567
市值 (NT\$/mn):	108,590
市值 (US\$/mn):	3,620
20 日平均成交量(仟股):	3,209
PER (2025):	11.75
PBR (2025):	1.27
外資持股比例:	62.62
TCRI	3

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-5.0	-1.7	-2.6
加權指數報酬率	-5.6	-3.6	5.0

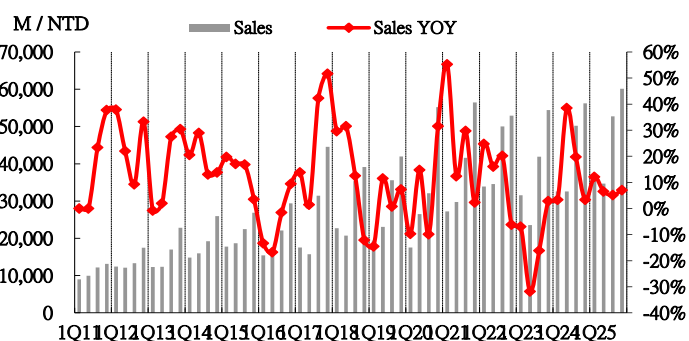
2025Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	155	168
營業收入 (NT\$/mn)	194,147	194,147
毛利率 (%)	21.79	21.91
營益率 (%)	10.40	10.55
EPS (NT\$)	12.30	12.55
BVPS(NT\$)	105.4	105.4



載板、車用與 AI 將持續高成長

- 4Q 營收 561 億元，QoQ10%，毛利率 3%，毛利率 20%低於預期，惟業外收益優於預期，稅後 EPS 4.59 元符合預期。1Q 預估年增雙位數，預估營收 365 億元，QoQ-35%，YoY12%，預估毛利率 17%，預估 EPS 0.95 元。元富預估 2Q QoQ 持平，預估 EPS 0.71 元。
- 預期 2025 軟板於消費性應用手持將有較高成長，未來於 AR、機器人皆有高階需求。載板 ABF 2025 市況仍較差，2H25 利用率將隨高階封裝需求攀升，預期 2025 YoY 預期仍高成長。另一方面 AI server 於大板與 HDI 加速板已量產，2025 動能爆發。硬板動能來自高階自駕車及 AI 等伺服器，高階車用與 AI server 開始 HDI 與 SLP 需求。另光模塊目前送樣認證，預期 2025~2026 大幅度成長。此外網通板 switch 於 800G/1.6T 皆已開發，未來 3.2T 預期將有 SLP 需求。
- 2025 目標雙位數成長：2024 預估股利可配出 4.5 現金，殖利率約 4-5%。2025 主要高階應用將持續維持成長，預期 2025 年營收 1,941 億元，YoY13%，預估毛利率 22%，預估稅後淨利 YoY42%，預估 2025 EPS 略調整至 12.3 元。考量臻鼎-KY 長期目標不變，非手機應用於、載板、車用軟板、AI server 等多項新應用至 2025 皆高成長，仍帶動整體營運，高階製程於多項應用將陸續發酵，而目前股價基期與評價不高，維持買進之投資建議，目標價調整至 155 元(13x 2025PER)。

Exhibit 1: 營收 YoY



Sources : Masterlink

Exhibit 2: TEGS 企業永續指標



Sources : Masterlink

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 1 of 5

臻鼎-KY 為全球最大 PCB 廠

臻鼎-KY 為台灣印刷電路板製造廠商，主要產品包括硬質印刷電路板(RPCB)、軟性印刷電路板(FPC)、高密度連接板(HDI)及 IC 載板，目前臻鼎營運重心為 FPC 營收比重達 70-80%，主要出貨美系客戶手機、平板電腦。目前為台灣軟式印刷電路板龍頭廠商。目前在中國共有 4 座生產基地，包含深圳、淮安、營口、秦皇島等廠區，其子公司鵬鼎為中國上市公司。

產品組合變化預估

產品	佔比(F)	YoY	毛利率(E)
行動通訊	62%	0~10%	10~20%
電腦/消費	23%	0~10%	5~10%
IC Substrate	8%	30~50%	15~30%
其他硬板	6%	20~30%	15~30%

Source: : Company Data、Masterlink

4Q 毛利率低於預期，1Q 營收年增

4Q 營收 561 億元，QoQ10%，毛利率 3%，毛利率 20%低於預期費用高於預期，惟業外收益優於預期，稅後 EPS 4.59 元符合預期。1Q 預估年增雙位數，預估營收 365 億元，QoQ-35%，YoY12%，預估毛利率 17%，預估 EPS 0.95 元。元富預估 2Q QoQ 持平，預估 EPS 0.71 元。

2025 消費性將有成長

預期 2025 軟板於消費性應用手持將有較高成長，未來於 AR、機器人皆有高階需求。預期 2025 年起結構仍有升級，目前為各廠摺疊機軟板重要供應商，其中 air gap 多層軟板毛利率較佳，另電池與螢幕連接板亦將受惠趨勢。此外車用軟板佈局多時，預期仍有雙位數成長。

ABF 2H 利用率將明顯提升

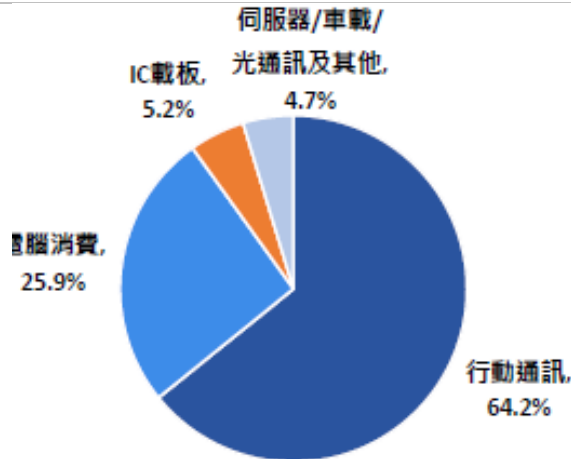
IC 載板布局涵蓋 CPU 與 GPU AI 應用: BT 中系客戶約佔 25%，2025 將新增應用及客戶，持續朝向 FC CSP 應用發展；而 ABF 2H25 利用率將隨高階封裝需求攀升，目前已量產 18-20 層/92x92 規格，亦已認證 2nm、chiplet 及送樣 Cowos 應用預期 2025 貢獻。2025 市況仍較差，預期高階應用 2027~28 逐步回到供需吃緊，目前已開始開發 chiplet 18~20L 應用，先進封裝拉升到 30%左右。預期 2025 YoY 預期仍高成長。長期目標全球前三大，支出維持 600 億元。

硬板預期車用等高階應用 2024 雙位數成長 2025 仍將延續。動能來自高階自駕車及 AI 等伺服器，車用目前已為 Tier1 客戶供應商，亦已切入 OEM 與其他 Tier1；AI server 於大板與 HDI 加速板已量產，伺服器參與新一代打樣與次世代產品開發，並已供貨兩雲端客戶，預期 2025 動能爆發。HDI 部分主要為美系類載板，未來 AI PC 主要是由 RPCB 升級至 HDI，而高階車用與 AI server 也開始 HDI 與 SLP 需求。另光模塊產品目前送樣認證，涵蓋 HDI 與 RPCB 技術，已小量產預期 2025~2026 大幅度成長。此外網通板 switch 於 800G/1.6T 皆已開發，未來 3.2T 已著手開發，預期將有 SLP 需求。

各廠區擴產腳步持續，長期 PCB 市佔 10%以上

未來四年載板之資本支出預計 600 億元不變(其中 ABF 約 75%)，更長期目標於 PCB 整體市佔達 10%，東南亞投資泰國新廠預期 1H25 試產，2H 小量產。將以高階 RPCB 為主，第一期應用將以光通、汽車與 server 板為主，已規劃二期將開始投入於 2H25 動工。高雄廠將投入 80 億元，目前設備建置 FCBGA 2026~2027 投產。

產品組合趨勢



Source: Company Data

長期目標不變，2025 延續成長

2024 EPS 9.65 元，預估股利可配出 4.5 現金，殖利率約 4-5%。2025 主要高階應用將持續維持成長，預期 2025 年營收 1,941 億元，YoY13%，因載板稼動率提升、高階應用比重提高，預估毛利率 22%，預估稅後淨利 YoY42%，日前發行 ECB 約稀釋 12%，預估 2025 EPS 略調整至 12.3 元。考量臻鼎-KY 長期目標不變，非手機應用於、載板、車用軟板、AI server 等多項新應用至 2025 皆高成長，仍帶動整體營運，高階製程於多項應用將陸續發酵，而目前股價基期與評價不高，維持買進之投資建議，目標價調整至 155 元(13x 2025PER)。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	171,356	151,398	171,664	194,147	
COGS	131,468	123,939	139,203	151,836	
Gross profit	39,888	27,459	32,461	42,311	
Operating expense	17,441	18,300	20,874	22,111	
Operating profit	22,447	9,160	11,586	20,200	
Total non-operate. Inc.	1,022	888	3,459	950	
Pre-tax profit	23,469	10,048	15,045	21,150	
Total Net profit	14,197	6,189	9,180	13,085	
Minority	0	0	0	0	
Net Profit	14,197	6,189	9,180	13,085	
EPS (NT\$)	15.02	6.55	9.65	12.30	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25F	
Sales	10.5	(11.6)	13.4	13.1	
Gross profit	30.6	(31.2)	18.2	30.3	
Operating profit	42.2	(59.2)	26.5	74.3	
Pre-tax profit	44.7	(57.2)	49.7	40.6	
Net profit	47.1	(56.4)	48.3	42.5	
EPS	47.3	(56.4)	47.3	27.4	
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25F	
Gross	23.3	18.1	18.9	21.8	
Operating	13.1	6.1	6.7	10.4	
EBITDA	13.7	6.6	8.8	10.9	
Pre-tax	13.7	6.6	8.8	10.9	
Net	8.3	4.1	5.3	6.7	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	36,514	36,514	56,597	64,521
Gross profit	6,390	6,207	13,583	16,130
Operating profit	1,479	1,051	7,679	9,990
Total non-ope inc.	200	200	250	300
Pre-tax profit	1,679	1,251	7,929	10,290
Net profit	1,010	757	4,910	6,409
EPS	0.95	0.71	4.61	6.02
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	12.3	12.7	11.8	14.9
Gross profit	25.9	192.4	58.3	38.1
Operating profit	21.4	(155.7)	114.8	59.7
Net profit	100.5	(943.6)	116.2	82.9
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	(35.0)	0.0	55.0	14.0
Gross profit	(45.3)	16.3	219.8	41.4
Operating profit	(76.3)	41.6	(1,293.3)	68.4
Net profit	(71.2)	(22.6)	910.4	91.1
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Gross	17.5	17.0	24.0	25.0
Operating	4.1	2.9	13.6	15.5
Net	2.8	2.1	8.7	9.9

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	55,244	61,421	78,721	72,651	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	20,069	15,822	11,209	11,497	
Inventory	9,734	5,940	6,206	5,965	
Others	-30,888	-26,359	-45,275	-42,455	
Total current asset	54,159	56,823	50,860	47,658	
Long-term invest.	116	228	228	252	
Total fixed assets	32,811	32,074	32,550	31,799	
Total other assets	2,035	2,032	2,075	2,012	
Total assets	89,219	91,255	85,810	81,817	
Short-term Borrow	5,688	12,361	13,401	10,209	
A/P & N/P	16,427	11,874	8,978	9,188	
Other current liab.	17,310	15,014	12,325	19,236	
Total current liab.	39,425	39,250	34,703	38,633	
L-T borrow s	0	0	0	0	
Other L-T liab.	9,211	9,753	9,134	5,603	
Total liability.	48,636	49,003	43,838	44,237	
Common stocks	8,047	8,047	8,047	8,047	
Reserves	11,943	11,943	11,943	11,943	
Retain earnings	20,593	22,262	21,982	17,590	
Total Equity	40,583	42,253	41,972	37,580	
Total Liab. & Equity	89,219	91,255	85,810	81,817	

Consolidated Statement of Cash flow				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	14,197	6,189	9,180	13,085
Dep & Amort	2,827	2,968	3,138	3,286
Investment income	0	0	142	97
Changes in W/C	0	0	71	-20
Other adjustment	31,199	26,668	20,065	10,592
Cash flow – ope.	48,222	35,825	32,597	27,040
Capex	-20,881	-30,348	-28,725	-29,012
Change in L-T inv.	0	0	0	0
Other adjustment	-9,546	4,618	20,578	7
Cash flow – inve.	-30,427	-25,730	-8,147	-29,005
Free cash flow	27,341	5,476	3,872	-1,973
Inc. (Dec.) debt	0	0	0	302
Cash dividend	-4,247	-6,247	-2,723	-4,406
Other adjustment	10,106	5,752	-4,428	0
Cash flow – Fin.	5,859	-495	-7,151	-4,104
Exchange influence	0	0	0	0
Change in Cash	21,454	6,177	17,300	-6,070
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F
ROA	16.47	6.86	10.37	15.61
ROE	36.51	14.94	21.80	32.90

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2025 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.