

研究員：涂憶君 A51619@cim.capital.com.tw

前日收盤價 29.65 元

目標價

3 個月 29.50 元

12 個月 29.50 元

耀華 (2367 TT)

Neutral

近期報告日期、評等及前日股價

2025 年展望偏保守，期待 2H25 LEO 新客戶加入。

投資建議：考量 2025 年公司釋出之展望偏保守，研究部給予過往平均股淨比 1-1.9 倍之區間中緣，目標價 29.5 元(2025 BVPS X 1.5 PBR)，投資建議為 Neutral。

公司基本資訊

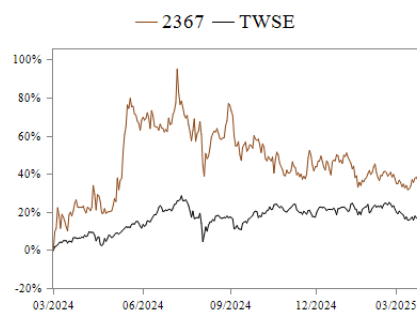
| | |
|---------------|--------|
| 目前股本(百萬元) | 7,094 |
| 市值(億元) | 210 |
| 目前每股淨值(元) | 17.87 |
| 外資持股比(%) | 8.94 |
| 投信持股比(%) | 0.54 |
| 董監持股比(%) | 7.43 |
| 融資餘額(張) | 39,554 |
| 現金股息配發率(F)(%) | 44.68 |

產品組合



- 十層板以上: 43.06%
- 八層板: 26.02%
- 六層板: 17.62%
- 其他: 13.30%

股價相對大盤走勢



4Q24 毛利率因營收規模與提列獎金影響，季減 2.99ppt：4Q24

營收 44.8 億元，QoQ-5.86%/YoY+23.44%，毛利率 18.25%，QoQ-2.99ppt，主要是營收規模下降且提列較多獎金費用，惟受惠匯兌收益使業外收入為 1.45 億元，推升稅後純益達 3.99 億元，QoQ+13.58%/YoY 虧轉盈，EPS 0.59 元。

1Q25 處傳統淡季，營運動能平淡：01/2025 營收 13.35 億元，MoM-12.13%/YoY-0.12%，02/2025 營收 14.56 億元，MoM+9.07%/YoY+20.42%，公司給出營收優於 1Q24、然與 4Q24 差異不大之指引，研究部認為 1Q 為傳統淡季，故預估 1Q25 營收 43.39 億元，QoQ-3.13%/YoY+4.24%，毛利率 17.2%，業外則在暫無預估匯兌收益下，使稅後純益為 2.15 億元，QoQ-46.01%/YoY-21.71%，EPS 0.3 元。

2025 LEO、車用拉貨保守，端賴 AIPC 挹注業績表現：展望 2025 年，公司認為歐美車用市場拉貨仍處保守，且 LEO 客戶因有第三地生產移轉需求，故出現新供應商，使此客戶拉貨狀況普通，或可期待 2H25 將加入新 LEO 客戶，才有望使 LEO 產品項營收優於 2024 年，整體終端應用端賴手持式 IT 產品項受惠 AIPC 需求強勁，使軟硬結合板成長動能佳，全年有望成長 2 成，並優化產品組合，故公司給出全年營收持平然仍有機會優於 2024 年之保守指引；綜合以上，研究部預估 2025 年營收 193.59 億元，YoY+4.46%，毛利率 19.88%，稅後純益 15.79 億元，YoY-0.52%，EPS 2.23 元，BVPS 19.6 元。

| (百萬元) | 2024 | 2025F | 2026F | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 營業收入淨額 | 18,532 | 19,359 | 21,043 | 3,629 | 4,163 | 5,129 | 4,759 | 4,480 | 4,340 | 4,740 | 5,340 | 4,940 |
| 營業毛利淨額 | 3,582 | 3,848 | 4,293 | 375 | 681 | 1,072 | 1,011 | 818 | 746 | 1,000 | 1,148 | 953 |
| 營業利益 | 1,559 | 1,731 | 2,046 | -82 | 257 | 554 | 470 | 278 | 239 | 469 | 598 | 425 |
| 稅後純益 | 1,588 | 1,579 | 1,864 | -232 | 276 | 560 | 352 | 400 | 216 | 427 | 548 | 388 |
| 稅後 EPS(元) | 2.36 | 2.23 | 2.63 | -0.33 | 0.39 | 0.79 | 0.50 | 0.59 | 0.30 | 0.60 | 0.77 | 0.55 |
| 毛利率(%) | 19.33% | 19.88% | 20.40% | 10.34% | 16.36% | 20.91% | 21.24% | 18.25% | 17.20% | 21.10% | 21.50% | 19.30% |
| 營業利益率(%) | 8.41% | 8.94% | 9.72% | -2.26% | 6.17% | 10.80% | 9.88% | 6.20% | 5.50% | 9.90% | 11.20% | 8.60% |
| 稅後純益率(%) | 8.57% | 8.16% | 8.86% | -6.40% | 6.62% | 10.92% | 7.40% | 8.93% | 4.98% | 9.01% | 10.27% | 7.86% |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | 23.87% | 4.46% | 8.70% | -5.41% | 14.71% | 23.20% | -7.21% | -5.86% | -3.13% | 9.22% | 12.66% | -7.49% |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | N.A | -0.52% | 18.05% | N.A | N.A | 103.03% | -37.12% | 13.58% | -46.01% | 97.81% | 28.39% | -29.23% |

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 70.94 億元計算。

耀華 ESG：

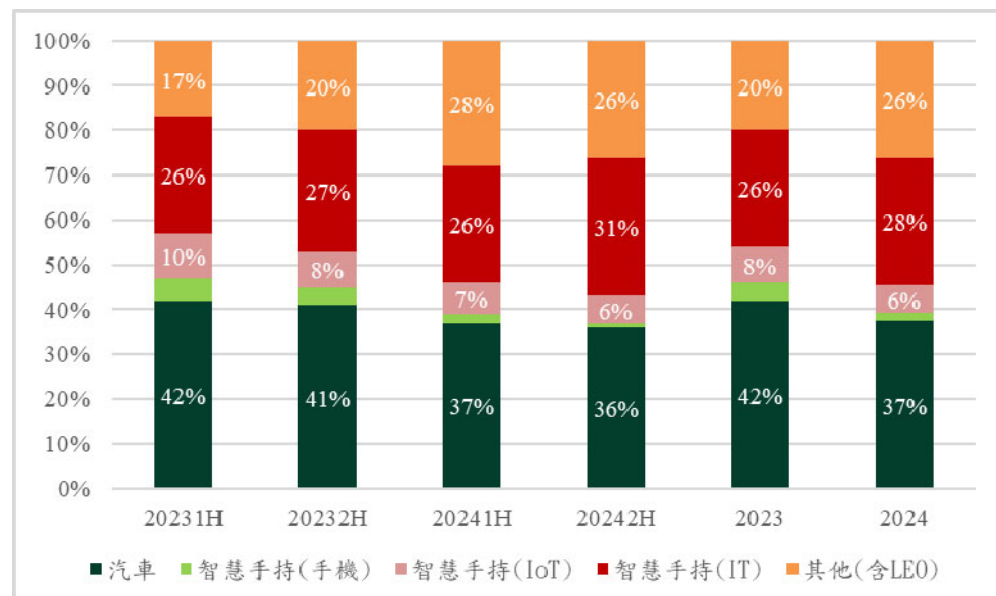
耀華於 2011 年設置「企業社會責任（CSR）委員會」，並配合台灣永續發展趨勢，於 2020 年更名為「永續發展（ESG）委員會」，負責永續行動進度、跨部門協調、審查和評估執行進度，定期向董事會報告 ESG 績效成果，確保有效控制 ESG 相關風險及合法性。

2022 年通過由獨立第三方稽核公司，至土城及宜蘭廠進行的 RBA VAP（Validated Assessment Program）現場稽核，包含勞動力、道德、健康、安全和環境條件的管理系統實踐及改善，兩廠區皆取得銀牌證書，證書效期為二年。另外，耀華嚴格遵循客戶產品規格和國際環保規範，確保產品在原材料的選用上完全避免使用有害物質（Hazardous Substances Free，簡稱 HSF）。為此，建立《無有害物質流程管理辦法》，要求供應商提供 RoHS 檢測報告，並簽署無有害物質承諾書，以確保產品符合國際環保規範。

公司介紹：

耀華電子成立於 1984 年，總部設立於台灣新北市土城工業區，共有五處生產基地，設置於土城、宜蘭與中國江蘇南通地區，主要生產多層印刷電路板，包含雙層板、傳統多層板、軟硬結合板及高密度互連板，產品結構包含一至六階 HDI、任意層高密度互連 HDI（Any layer HDI）、軟硬結合 HDI 板（Rigid-Flex HDI）等設計。產品主要應用於智慧型手機、平板電腦、穿戴式裝置等智慧裝置，及高階筆記型電腦、全球定位系統、銷售端點情報系統、網路通訊等 ICT 應用，也包含高速運算、5G 網路通訊及智慧汽車、低軌道衛星等新興產品應用。

圖、耀華近 2 年上下半年產品組合



資料來源：法說會簡報

2025 年 3 月 26 日

4Q24 毛利率因營收規模與提列獎金影響，季減 2.99ppt：

4Q24 營收 44.8 億元，QoQ-5.86%/YoY+23.44%，毛利率 18.25%，QoQ-2.99ppt，主要是營收規模下降且提列較多獎金費用，惟受惠匯兌收益使業外收入達 1.45 億元，推升稅後純益 3.99 億元，QoQ+13.58%/YoY 虧轉盈，EPS 0.59 元。

2024 受惠 LEO、NB 業務成長強勁，虧轉盈：

2024 營收 185.32 億元，YoY+23.87%，主要是其他(含 LEO)產品項 YoY+61%，其中，LEO 營收占比亦一舉由 2023 年約 10%成長至將近 20%，智慧手持(IT)則是 YoY+33.4%，為成長第二大之產品項，毛利率 19.33%，YoY+10.28ppt，稅後純益 15.87 億元，YoY 虧轉盈，EPS 2.36 元。

1Q25 處傳統淡季，營運動能平淡：

01/2025 營收 13.35 億元，MoM-12.13%/YoY-0.12%，02/2025 營收 14.56 億元，MoM+9.07%/YoY+20.42%，公司給出營收優於 1Q24、然與 4Q24 差異不大之指引，研究部認為 1Q 為傳統淡季，故預估 1Q25 營收 43.39 億元，QoQ-3.13%/YoY+4.24%，毛利率 17.2%，業外則在暫無預估匯兌收益下，使稅後純益為 2.15 億元，QoQ-46.01%/YoY-21.71%，EPS 0.3 元。

2025 LEO、車用拉貨保守，端賴 AI PC 挹注業績表現：

展望 2025 年，公司認為歐美車用市場拉貨仍處保守，且 LEO 客戶因有第三地生產移轉需求，故出現新供應商，使此客戶拉貨狀況普通，或可期待 2H25 將加入新 LEO 客戶，才有望使 LEO 產品項營收優於 2024 年，整體終端應用端賴手持式 IT 產品項受惠 AI PC 需求強勁，使軟硬結合板成長動能佳，全年有望成長 2 成，並優化產品組合，故公司給出全年營收持平然仍有機會優於 2024 年之保守指引；綜合以上，研究部預估 2025 年營收 193.59 億元，YoY+4.46%，毛利率 19.88%，稅後純益 15.79 億元，YoY-0.52%，EPS 2.23 元，BVPS 19.6 元。

投資建議：

考量 2025 年公司釋出之展望偏保守，研究部給予過往平均股淨比 1-1.9 倍之區間中緣，目標價 29.5 元(2025 BVPS X 1.5 PBR)，投資建議為 Neutral。

2025 年 3 月 26 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 3 月 26 日

資產負債表

| (百萬元) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 資產總計 | 23,395 | 21,431 | 23,336 | 29,210 | 32,073 |
| 流動資產 | 8,093 | 7,441 | 8,698 | 7,700 | 7,750 |
| 現金及約當現金 | 744 | 866 | 1,089 | 933 | 956 |
| 應收帳款與票據 | 4,347 | 4,035 | 4,794 | 4,030 | 4,100 |
| 存貨 | 2,720 | 2,348 | 2,554 | 2,550 | 2,600 |
| 採權益法之投資 | 1,040 | 913 | 948 | 4,078 | 5,605 |
| 不動產、廠房設備 | 12,546 | 11,711 | 12,582 | 12,664 | 12,164 |
| 負債總計 | 12,670 | 11,607 | 10,657 | 15,660 | 17,510 |
| 流動負債 | 7,784 | 7,109 | 7,151 | 7,020 | 7,040 |
| 應付帳款及票據 | 2,427 | 2,142 | 2,425 | 2,050 | 2,100 |
| 非流動負債 | 4,886 | 4,498 | 3,505 | 9,016 | 10,796 |
| 權益總計 | 10,724 | 9,824 | 12,680 | 13,550 | 14,563 |
| 普通股股本 | 6,694 | 6,694 | 7,094 | 7,094 | 7,094 |
| 保留盈餘 | 720 | 176 | 1,764 | 2,634 | 3,647 |
| 母公司業主權益 | 10,724 | 9,824 | 12,680 | 13,549 | 14,562 |
| 負債及權益總計 | 23,395 | 21,431 | 23,336 | 29,210 | 32,073 |

現金流量表

| (百萬元) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 營業活動現金 | 1,072 | 1,292 | 2,723 | 4,107 | 3,591 |
| 稅前純益 | 435 | -345 | 1,626 | 1,717 | 2,027 |
| 折舊及攤銷 | 1,586 | 1,619 | 1,530 | 1,680 | 1,572 |
| 營運資金變動 | -922 | 400 | -681 | 392 | -70 |
| 其他營運現金 | -27 | -382 | 249 | 318 | 63 |
| 投資活動現金 | -914 | -396 | -1,949 | -5,760 | -4,036 |
| 資本支出淨額 | -824 | -1,152 | -1,942 | -1,900 | -2,100 |
| 長期投資變動 | -43 | 83 | -22 | -200 | -150 |
| 其他投資現金 | -47 | 673 | 15 | -3,660 | -1,786 |
| 籌資活動現金 | -109 | -743 | -634 | 1,496 | 467 |
| 長借/公司債變動 | -983 | -854 | -1,771 | 5,510 | 1,780 |
| 現金增資 | 698 | 0 | 1,037 | 0 | 0 |
| 發放現金股利 | 0 | -201 | 0 | -709 | -851 |
| 其他籌資現金 | 176 | 312 | 99 | -3,305 | -462 |
| 淨現金流量 | 132 | 122 | 223 | -156 | 23 |
| 期初現金 | 612 | 744 | 866 | 1,089 | 933 |
| 期末現金 | 744 | 866 | 1,089 | 933 | 956 |

資料來源：CMoney、群益

損益表

| (百萬元) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | 17,424 | 14,961 | 18,532 | 19,359 | 21,043 |
| 營業成本 | 15,241 | 13,607 | 14,950 | 15,511 | 16,751 |
| 營業毛利淨額 | 2,183 | 1,354 | 3,582 | 3,848 | 4,293 |
| 營業費用 | 1,876 | 1,742 | 2,023 | 2,117 | 2,247 |
| 營業利益 | 307 | -388 | 1,559 | 1,731 | 2,046 |
| EBITDA | 2,193 | 1,484 | 3,350 | 3,652 | 3,977 |
| 業外收入及支出 | 124 | 28 | -96 | -14 | -19 |
| 稅前純益 | 435 | -345 | 1,626 | 1,717 | 2,027 |
| 所得稅 | 22 | 0 | 38 | 137 | 162 |
| 稅後純益 | 413 | -344 | 1,588 | 1,579 | 1,864 |
| 稅後 EPS(元) | 0.58 | -0.49 | 2.36 | 2.23 | 2.63 |
| 完全稀釋 EPS** | 0.58 | -0.49 | 2.36 | 2.23 | 2.63 |

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 70.94【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 70.94 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 | 29.05% | -14.13% | 23.87% | 4.46% | 8.70% |
| 營業毛利淨額 | N.A | -37.97% | 164.52% | 7.44% | 11.56% |
| 營業利益 | N.A | N.A | N.A | 11.04% | 18.19% |
| 稅後純益 | N.A | N.A | N.A | -0.52% | 18.05% |
| 獲利能力分析(%) | | | | | |
| 毛利率 | 12.53% | 9.05% | 19.33% | 19.88% | 20.40% |
| EBITDA(%) | 12.59% | 9.92% | 18.08% | 18.86% | 18.90% |
| 營益率 | 1.76% | -2.59% | 8.41% | 8.94% | 9.72% |
| 稅後純益率 | 2.37% | -2.30% | 8.57% | 8.16% | 8.86% |
| 總資產報酬率 | 1.77% | -1.61% | 6.80% | 5.41% | 5.81% |
| 股東權益報酬率 | 3.85% | -3.50% | 12.52% | 11.66% | 12.80% |

償債能力檢視

| | | | | | |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 負債比率(%) | 54.16% | 54.16% | 45.67% | 53.61% | 54.60% |
| 負債/淨值比(%) | 118.15% | 118.15% | 84.05% | 115.58% | 120.24% |
| 流動比率(%) | 103.97% | 104.67% | 121.63% | 109.69% | 110.09% |

其他比率分析

| | | | | | |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 存貨天數 | 61.05 | 67.98 | 59.83 | 60.05 | 56.11 |
| 應收帳款天數 | 88.61 | 102.25 | 86.95 | 83.18 | 70.51 |

2025 年 3 月 26 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 | 3,837 | 3,629 | 4,163 | 5,129 | 4,759 | 4,480 | 4,340 | 4,740 | 5,340 | 4,940 | 4,561 | 4,961 |
| 營業成本 | 3,397 | 3,254 | 3,482 | 4,057 | 3,748 | 3,663 | 3,593 | 3,740 | 4,192 | 3,986 | 3,758 | 3,894 |
| 營業毛利淨額 | 440 | 375 | 681 | 1,072 | 1,011 | 818 | 746 | 1,000 | 1,148 | 953 | 803 | 1,067 |
| 營業費用 | 436 | 457 | 424 | 518 | 541 | 540 | 508 | 531 | 550 | 529 | 502 | 536 |
| 營業利益 | 4 | -82 | 257 | 554 | 470 | 278 | 239 | 469 | 598 | 425 | 301 | 531 |
| 業外收入及支出 | 13 | -171 | 35 | 0 | -113 | 145 | -4 | -5 | -2 | -3 | -3 | -4 |
| 稅前純益 | 17 | -253 | 292 | 554 | 357 | 423 | 235 | 464 | 596 | 422 | 298 | 527 |
| 所得稅 | 4 | -21 | 17 | -6 | 5 | 23 | 19 | 37 | 48 | 34 | 24 | 42 |
| 稅後純益 | 12 | -232 | 276 | 560 | 352 | 400 | 216 | 427 | 548 | 388 | 274 | 485 |
| 最新股本 | 7,094 | 7,094 | 7,094 | 7,094 | 7,094 | 7,094 | 7,094 | 7,094 | 7,094 | 7,094 | 7,094 | 7,094 |
| 稅後EPS(元) | 0.02 | -0.33 | 0.39 | 0.79 | 0.50 | 0.59 | 0.30 | 0.60 | 0.77 | 0.55 | 0.39 | 0.68 |
| 獲利能力(%) | | | | | | | | | | | | |
| 毛利率(%) | 11.47% | 10.34% | 16.36% | 20.91% | 21.24% | 18.25% | 17.20% | 21.10% | 21.50% | 19.30% | 17.60% | 21.50% |
| 營業利益率(%) | 0.10% | -2.26% | 6.17% | 10.80% | 9.88% | 6.20% | 5.50% | 9.90% | 11.20% | 8.60% | 6.60% | 10.70% |
| 稅後純益率(%) | 0.32% | -6.40% | 6.62% | 10.92% | 7.40% | 8.93% | 4.98% | 9.01% | 10.27% | 7.86% | 6.01% | 9.77% |
| QoQ(%) | | | | | | | | | | | | |
| 營業收入淨額 | -4.83% | -5.41% | 14.71% | 23.20% | -7.21% | -5.86% | -3.13% | 9.22% | 12.66% | -7.49% | -7.67% | 8.77% |
| 營業利益 | -72.73% | N.A | N.A | 115.46% | -15.12% | -40.90% | -14.08% | 96.59% | 27.45% | -28.97% | -29.14% | 76.34% |
| 稅前純益 | -94.00% | N.A | N.A | 89.45% | -35.60% | 18.61% | -44.53% | 97.81% | 28.39% | -29.23% | -29.35% | 76.77% |
| 稅後純益 | -95.42% | N.A | N.A | 103.03% | -37.12% | 13.58% | -46.01% | 97.81% | 28.39% | -29.23% | -29.35% | 76.77% |
| YoY(%) | | | | | | | | | | | | |
| 營業收入淨額 | -30.61% | -7.58% | 20.23% | 27.23% | 24.04% | 23.44% | 4.24% | -7.59% | 12.20% | 10.26% | 5.09% | 4.66% |
| 營業利益 | -99.12% | N.A | N.A | 3770.49% | 11946.72% | N.A | -7.14% | -15.27% | 27.23% | 52.92% | 26.11% | 13.12% |
| 稅前純益 | -97.26% | N.A | N.A | 97.08% | 2015.93% | N.A | -19.73% | -16.18% | 67.09% | -0.30% | 26.98% | 13.48% |
| 稅後純益 | -97.99% | N.A | N.A | 106.53% | 2734.51% | N.A | -21.71% | -23.73% | 55.74% | -2.96% | 26.98% | 13.48% |

註1：稅後EPS以股本70.94億元計算

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。