



研究報告

日月光(3711.TT)

買進(調升)

TP：190

封測白名單為潛在營收動能，持續看好先進封測營收貢獻

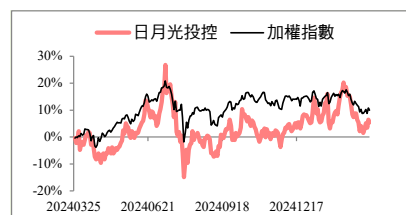
核心觀點

封測白名單利多為 25Q2 潛在營收貢獻，且今年先進封測前景維持正向，預估今年稅後 EPS 10.5 元，基於封測白名單轉單效應將有利於公司評價提升，故調升至「買進」。

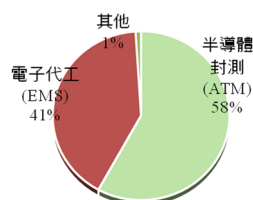
交易資料

收盤價	161.00
市值(億元)	7,108.20
流通在外股數(百萬股)	4,412.06
本益比	15.34
股價淨值比	2.11
240 日股價(低/均/高)	129/159/193.5
60 日均成交額(百萬元)	2,608.49

相對報酬率



2025年產品組合預估



CSR 天下永續公民獎

企業類別	2024 排名	2023 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
大型企業	8	23	8.482	8.53	8.58	8.39	8.42

資料來源：天下雜誌

2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	6%至 20%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	11%至 20%

資料來源：證基會

研究員：陳泳如

kate401124-71795@esunsec.com.tw

重要訊息

更新公司近況。

玉山觀點

25Q1營收有望符合預期。1~2月營收合計約944.1億元，營收達成率約66%，我們維持對本季營收動能來自於AI/HPC穩健需求、PC急單之看法，預估25Q1營收季減12%至1,427.9億元，毛利率16.7%，稅後EPS 1.62元。

預估封測白名單之營收貢獻將從25Q2開始逐步發酵。當前終端消費動能未有顯著復甦，供應鏈對於車用和工控回溫時間之預估仍落在25H2，使25H1需求亮點仍落在AI/HPC相關應用，不過受惠於美對中晶片禁令趨嚴，使台積電要求中國客戶16米以下之產品須經BIS核准之封測廠封裝，儘管日月光於2月法說尚未預估潛在營收貢獻，但國內相關封測廠已陸續接獲中國客戶洽談合作，並基於客戶產品產線、規格等合作細節規劃時程，普遍預估訂單將從25Q2開始逐步貢獻營收，而我們認為日月光具備：(1)封測產能規模龐大，可透過台灣產能支援中國客戶需求；(2)完整之封裝技術(包含傳統與先進)，且封測龍頭地位有利其接觸新客戶；(3)廣設智慧工廠，產線自動化程度高有利良率穩定提升，且方便進行產線移轉和調整。故我們基於上述公司優勢，初步預估對日月光25Q2營收約有低個位數之上修空間，上修25Q2營收預估至1,530.6億元，季增7.2%，毛利率17.7%，稅後EPS 2.21元。

先進封測穩健前景不變。近期CoWoS面臨部分客戶需求調整，但因CoWoS產能仍維持供不應求態勢，使日月光旗下矽品目前仍積極擴充產能，另日月光先進封裝平台採用率也緩步提升並積極建置FOPLP產能，以及測試產能持續成長下仍看好今年測試營收將快速成長，故維持對今年先進封測占ATM 14%之預估。

投資建議

封測白名單利多為25Q2潛在營收貢獻，並看好今年先進封測前景維持正向，預估今年稅後EPS 10.5元，基於封測白名單轉單效應將有利於公司評價提升，故調升至「買進」之投資評等，目標價190元(18倍PER*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	595,410	142,786	153,055	172,300	188,766	656,906
YoY	2.3%	7.5%	9.1%	7.6%	16.3%	10.3%
毛利率	16.3%	16.7%	17.7%	19.4%	19.4%	18.4%
營益率	6.6%	6.5%	8.0%	10.1%	10.3%	8.9%
稅後淨利	32,510	7,148	9,757	13,723	15,690	46,318
EPS(元)	7.39	1.62	2.21	3.11	3.56	10.50

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
營收	142,786	153,055	142,786	151,280	0.00	1.17
毛利	23,799	27,110	23,799	26,605	0.00	1.90
營業利益	9,299	12,260	9,299	11,755	0.00	4.29
稅前淨利	9,789	12,639	9,789	12,134	0.00	4.16
稅後淨利	7,148	9,757	7,138	9,229	0.14	5.73
每股盈餘(元)	1.62	2.21	1.62	2.09	0.14	5.82
財務比率(%)						
毛利率	16.67	17.71	16.67	17.59	0.00	0.70
營益率	6.51	8.01	6.51	7.77	0.00	3.09
淨利率	6.86	8.26	6.86	8.02	0.00	2.96

資料來源：玉山投顧(2025/03)

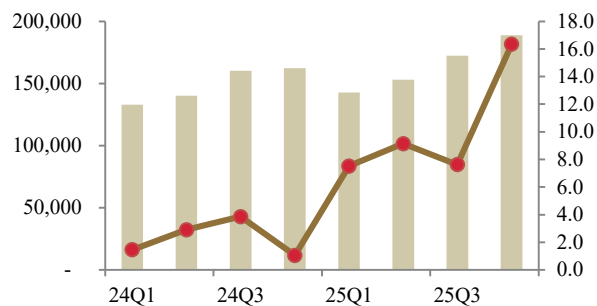
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	132,803	140,238	160,105	162,264	595,410	142,786	153,055	172,300	188,766	656,906
營業毛利	20,868	23,066	26,432	26,625	96,990	23,799	27,110	33,371	36,568	120,847
營業費用	13,343	14,045	14,956	15,420	57,764	14,500	14,850	15,950	17,180	62,480
營業利益	7,525	9,021	11,476	11,205	39,226	9,299	12,260	17,421	19,388	58,367
淨業外收支	335	1,097	784	302	2,517	490	379	420	600	1,889
稅前淨利	7,860	10,117	12,260	11,506	41,743	9,789	12,639	17,841	19,988	60,256
稅後淨利	5,682	7,783	9,666	9,378	32,510	7,148	9,757	13,723	15,690	46,318
EPS(元)	1.30	1.77	2.19	2.13	7.39	1.62	2.21	3.11	3.56	10.50
財務比率										
毛利率	15.71	16.45	16.51	16.41	16.29	16.67	17.71	19.37	19.37	18.40
營業利益率	5.67	6.43	7.17	6.91	6.59	6.51	8.01	10.11	10.27	8.89
稅前淨利率	5.92	7.21	7.66	7.09	7.01	6.86	8.26	10.35	10.59	9.17
YoY(%)										
營業收入	1.46	2.91	3.85	1.05	2.32	7.52	9.14	7.62	16.33	10.33
營業毛利	7.90	6.10	6.08	3.35	5.70	14.05	17.53	26.25	37.34	24.60
營業利益	(2.22)	(4.16)	0.62	(5.16)	(2.73)	23.58	35.91	51.80	73.03	48.80
稅前淨利	(0.13)	0.07	0.06	(6.96)	(2.01)	24.55	24.92	45.52	73.71	44.35
稅後淨利	(6.8)	(5.04)	3.25	(5.33)	(3.12)	25.81	25.36	41.96	67.30	42.47
QoQ(%)										
營業收入	(17.30)	5.60	14.17	1.35		(12.00)	7.19	12.57	9.56	
營業毛利	(18.99)	10.53	14.59	0.73		(10.61)	13.91	23.09	9.58	
營業利益	(36.31)	19.88	27.22	(2.37)		(17.00)	31.84	42.10	11.29	
稅前淨利	(36.45)	28.72	21.17	(6.14)		(14.92)	29.11	41.16	12.03	
稅後淨利	(42.65)	37.00	24.19	(2.98)		(23.79)	36.51	40.64	14.34	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

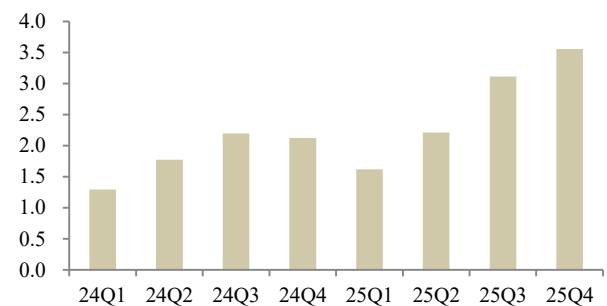
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



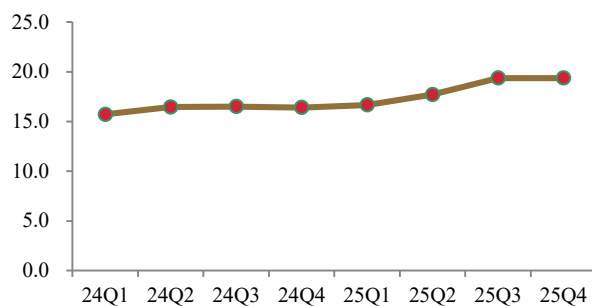
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



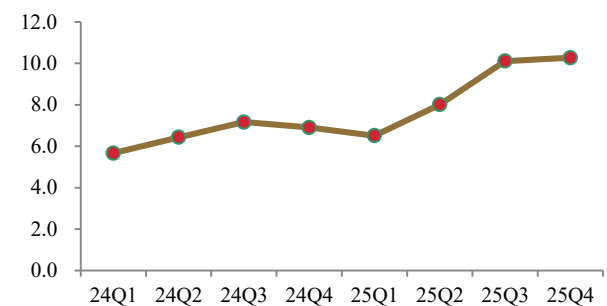
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



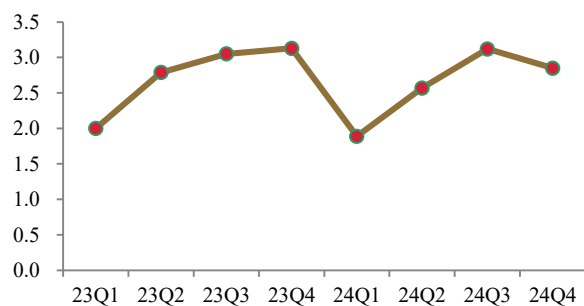
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



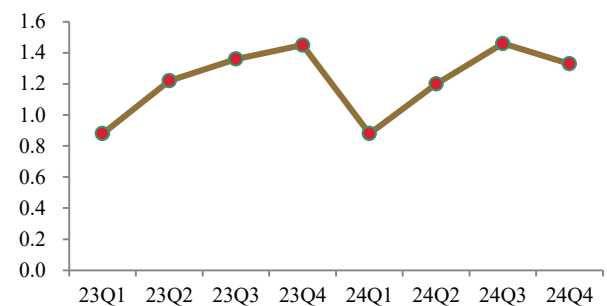
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季末年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2025/01)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
營業收入	670,873	581,914	595,410	656,906
營業成本	535,943	490,157	498,478	536,059
營業毛利	134,930	91,757	96,932	120,847
營業費用	54,754	51,429	57,765	62,480
營業利益	80,176	40,328	39,166	58,367
營業外收支淨額	1,450	2,273	2,517	1,889
稅前淨利	81,626	42,600	41,683	60,256
稅後淨利	62,090	31,725	32,482	46,318
普通股股本	43,642	43,802	44,121	44,121
EPS(元)	14.23	7.24	7.39	10.50
年成長率				
營收	17.7%	-13.3%	2.3%	10.3%
營業利益	29.1%	-49.7%	-2.9%	49.0%
稅前淨利	1.6%	-47.8%	-2.2%	44.6%
母公司稅後淨利	-2.8%	-48.9%	2.4%	42.6%
獲利能力比率				
毛利率	20.1%	15.8%	16.3%	18.4%
營業利益率	12.0%	6.9%	6.6%	8.9%
稅前淨利率	12.2%	7.3%	7.0%	9.2%
稅後淨利率	9.3%	5.5%	5.5%	7.1%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	300,367	261,682	275,285	294,634
現金及約當現金	58,040	67,285	76,493	77,500
存貨	92,826	63,327	61,181	67,500
應收帳款及票據	114,647	99,537	113,420	125,134
其他流動資產	34,854	31,534	24,192	24,500
長期投資	14,814	19,994	20,717	21,021
固定資產	268,235	264,872	312,531	330,905
其他長期資產	123,662	120,514	132,173	135,263
資產總額	707,068	667,052	740,698	781,814
流動負債	222,261	222,644	230,940	243,448
應付帳款及票據	78,997	70,329	78,221	86,300
短期借款	34,527	37,737	34,989	38,603
什項負債	108,737	114,578	117,730	118,545
非流動負債	164,882	126,299	163,972	201,821
負債總額	387,143	348,943	394,911	445,268
普通股股本	43,642	43,802	44,121	44,121
資本公積	142,686	144,407	148,873	148,873
保留盈餘	120,833	114,118	123,947	147,311
股東權益總額	319,925	318,110	345,787	336,546

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	81,626	42,600	41,683	60,256
折舊及攤提費用	55,452	58,102	59,815	61,689
本期營運資金變動	-21,278	24,300	-2,247	9,954
其他項目	-4,798	-10,580	-8,464	-9,338
營運活動之現金流量	111,001	114,422	90,788	122,562
資本支出	-72,640	-54,158	-79,522	-80,063
本期長期投資變動	-118	-1,770	-15	0
其他項目	-1,194	807	-4,372	-52,423
投資活動之現金流量	-73,952	-55,122	-83,909	-132,485
短期借款及票券變動	1,866	6,019	-7,302	3,614
舉措/償還長期借款	-29,516	-14,263	36,656	37,849
發行/償還公司債	-3,539	-2,573	-12,867	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-29,991	-37,841	-22,459	-30,532
其他項目	1	3	18	0
融資活動之現金流量	-62,459	-49,101	-7,271	10,931
匯率影響數	7,377	-955	9,600	0
本期現金流量	-18,033	9,244	9,208	1,007
期末現金及約當現金	58,040	67,285	76,493	77,500

重要財務比率	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	54.8%	52.3%	53.3%	57.0%
槓桿比率	121.0%	109.7%	114.2%	132.3%
流動比率	135.1%	117.5%	119.2%	121.0%
速動比率	93.4%	89.1%	92.7%	93.3%
存貨週轉率(次)	6.45	6.28	8.01	6.69
存貨週轉天數	55.78	57.34	44.96	53.83
應收帳款週轉率(次)	5.83	5.43	5.59	5.48
應收帳款週轉天數	61.74	66.25	64.38	65.70
總資產週轉率(次)	0.95	0.87	0.80	0.84
淨值週轉率(次)	2.10	1.83	1.72	1.95
股東權益報酬率	20.9%	9.9%	9.8%	14.1%
總資產報酬率	9.0%	4.6%	4.6%	6.2%
OCF/流動負債	49.9%	51.4%	39.3%	50.3%
每股比率				
每股淨值(元)	69.04	67.99	73.33	76.28
每股營收(元)	153.72	132.85	134.95	148.89
每股盈餘(元)	14.23	7.24	7.39	10.50
每股現金股利(元)	7.00	8.79	5.20	7.55
現金股利配發率	49.2%	121.4%	70.4%	71.9%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站(www.esunconsulting.com.tw)取閱。

研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

邀請過去3年內有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法