



# 印刷電路板產業

## ABF 載板 2027-28 供不應求缺口擴大

### 重要訊息

我們預估 ABF 載板 2027-28 進入結構性供不應求的擴大期，缺口將高達 22%、29%。

### 評論及分析

**2025-28 ABF 載板迎來新一波投資高峰，相較於上一波資本支出提升 51%。**我們預估全球主要 ABF 載板供應商在 2025-28 年總資本支出相較於上一波 2020-23 年期間(總投資 127 億美元)，將大幅飆升 51%至 191 億美元。臻鼎(4958 TT, NT\$478.5, 增加持股)在新一輪週期中擴產最為積極，2025-28 的累積資本支出高達 43.5 億美元，位居首位。我們預估至 2028 年月產能面積較 2025 年提升 86%，前兩大廠欣興及 ibiden(日)約佔全球 52%產能(圖 1-5)。

**AI 晶片先進封裝與高頻寬記憶體整合趨勢，高階 ABF 載板正加速朝大尺寸及高層數化發展，2025-28 需求面積年複合成長率達 39%。**為了縮短資料的存取路徑，提高 GPU 利用率，GPU 周邊放置更多高頻寬記憶體 (HBM)，推升載板面積不斷放大。NVIDIA(美)在 Rubin ABF 載板尺寸、層數分別提升至 100 x91 mm、18-20L，相較於 Blackwell 面積需求提升 71%，而未來 CPO 在整合進光收發模組後，ABF 載板尺寸進一步提升 150 x150 mm 以上。隨台積電 2024-28 在先進封裝產品藍圖，CoWoS 量產 3.3、5.5、14 倍光罩尺寸，整合 8、12、20 個 HBM 之下，我們預估 2025-28 ABF 需求面積年複合成長率達 39%( AI 運算相關 63%、伺服器 30%)，預期至 2028 年 AI 運算晶片相關應用占 ABF 需求面積達 59%，伺服器及網通占比達 25%(圖 6-9)。

**ABF 載板 2027-28 進入結構性供需失衡的擴大期。**2026 年在一般型伺服器出貨量上調至年增 20%下、AI 伺服器出貨量年增 61%帶動下，ABF 載板供過於求將收斂至 1-2%內，但我們認為 Nittobo (日)在 1Q27 產能逐步開出下加上替代料供應驗證完畢後，2027-28 T-glass 玻纖布供應量可望年增 100%、300%，去除上游原物料瓶頸後幫助 ABF 產能於 2H27 後加速開出，但需求增速高於供給下，推估 2027-28 年預估轉為供不應求，缺口將高達 22%、29%。此外，BT 產能在台系及韓系廠商陸續減少供給轉往 ABF 產能下，即使在 T-glass 玻纖布供給開出下，2027 漲價趨勢仍可延續。

### 投資建議

有鑑於 2027-28 年 ABF 載板正步入缺口擴大上升週期，漲價效應擴大及組合優化使相關公司獲利將持續上揚，我們維持欣興(3037 TT, NT\$750, 增加持股)、南電(8046 TT, NT\$1105, 增加持股)、景碩(3189 TT, NT\$679, 增加持股) 為「增加持股」評等，上調目標價至 1175、1480 元、935 元，分別相當於 2027 年每股盈餘 36 倍、38 倍、36 倍本益比。

### 投資風險

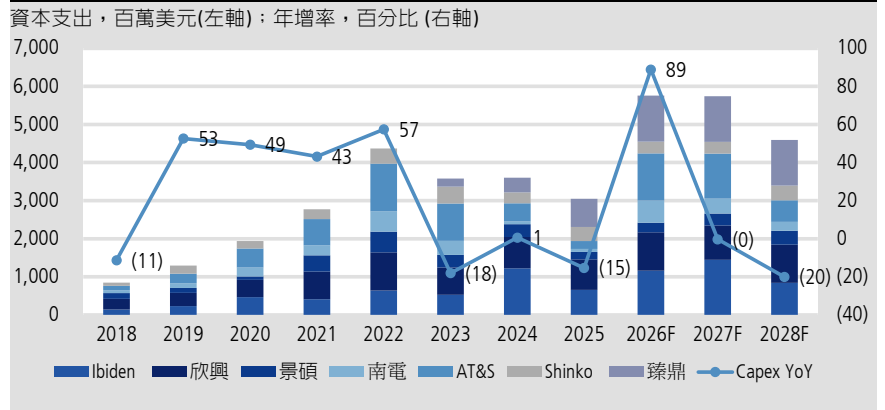
ABF 產能大幅開出造成價格下滑；終端需求不如預期。

### 加碼・維持

#### 焦點內容

1. 2025-28 ABF 載板迎來新一波投資高峰，相較於上一波資本支出提升 51%。
2. AI 加速器整合記憶體帶動 ABF 載板尺寸與層數不斷放大，2025-28 需求面積年複合成長 39%。
3. ABF 載板 2027-28 進入結構性供需失衡的擴大期。

圖 1: 2025-28 ABF 載板相較於 2020-23 週期投資力道提升 51%



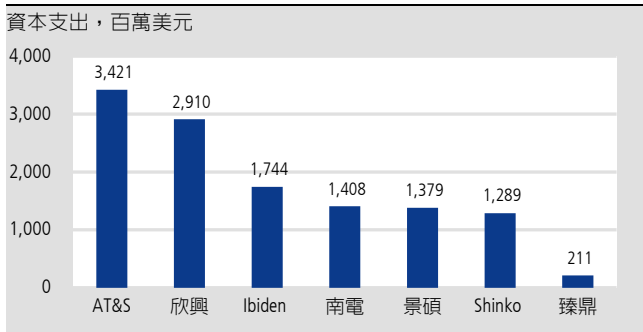
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2: 2025-28F 載板廠資本支出中，臻鼎在新一輪週期中擴產最為積極

| 資本支出 (百萬美元) | 2018 | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F | 2020-23 | 2025-28F |
|-------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|----------|
| Ibiden      | 145  | 230   | 466   | 409   | 638   | 528   | 1,221 | 656   | 1,162 | 1,446 | 841   | 2,041   | 4,105    |
| 欣興電子        | 277  | 346   | 456   | 729   | 1,005 | 719   | 827   | 805   | 1,004 | 900   | 1,002 | 2,910   | 3,711    |
| 景碩          | 152  | 133   | 90    | 423   | 541   | 326   | 333   | 195   | 254   | 317   | 365   | 1,379   | 1,132    |
| 南電          | 72   | 122   | 233   | 267   | 535   | 373   | 75    | 77    | 580   | 390   | 234   | 1,408   | 1,280    |
| AT&S        | 115  | 249   | 499   | 690   | 1,254 | 978   | 474   | 204   | 1,242 | 1,180 | 565   | 3,421   | 3,190    |
| Shinko      | 88   | 216   | 195   | 255   | 394   | 445   | 287   | 371   | 309   | 309   | 386   | 1,289   | 1,375    |
| 臻鼎          |      |       |       |       |       |       | 386   | 741   | 1,207 | 1,200 | 1,200 | 211     | 4,347    |
| Total       | 850  | 1,297 | 1,938 | 2,774 | 4,367 | 3,580 | 3,602 | 3,049 | 5,758 | 5,742 | 4,592 | 12,659  | 19,142   |
| YoY (%)     |      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |          |
| Ibiden      | 25   | 59    | 102   | (12)  | 56    | (17)  | 131   | (46)  | 77    | 24    | (42)  |         | 101      |
| 欣興電子        | (11) | 25    | 32    | 60    | 38    | (28)  | 15    | (3)   | 25    | (10)  | 11    |         | 28       |
| 景碩          | (23) | (12)  | (33)  | 372   | 28    | (40)  | 2     | (41)  | 30    | 25    | 15    |         | (18)     |
| AT&S        | 30   | 69    | 91    | 15    | 100   | (30)  | (80)  | 2     | 657   | (33)  | (40)  |         | (9)      |
| Ibiden      | (29) | 117   | 100   | 38    | 82    | (22)  | (52)  | (57)  | 508   | (5)   | (52)  |         | (7)      |
| Shinko      | (23) | 144   | (10)  | 31    | 54    | 13    | (36)  | 29    | (17)  | 0     | 25    |         | 7        |
| 臻鼎          |      |       |       |       |       |       |       | 92.2  | 62.8  | (0.6) | 0.0   |         | 1,960    |
| Total       | (11) | 53    | 49    | 43    | 57    | (18)  | 1     | (15)  | 89    | (0)   | (20)  |         | 51       |

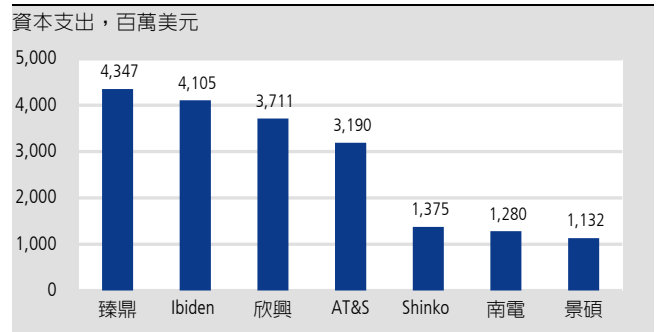
資料來源：Bloomberg；凱基預估；臻鼎僅計算 ABF 資本支出

圖 3: 2020-23 主要載板廠資本支出

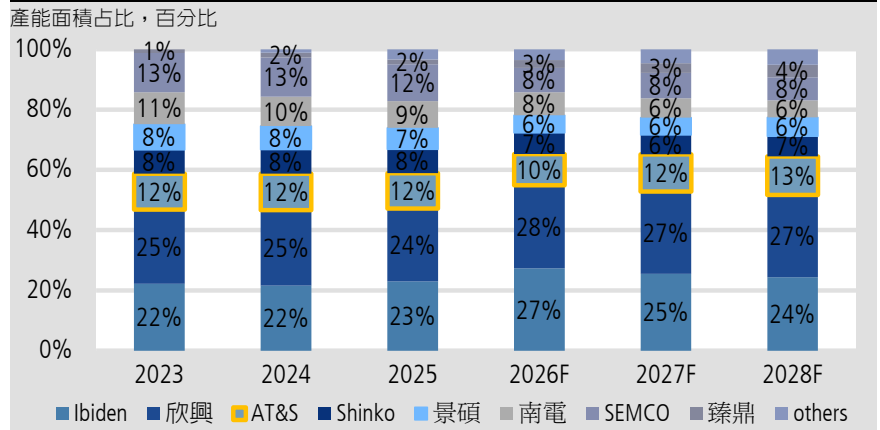


資料來源：ODSA；凱基整理

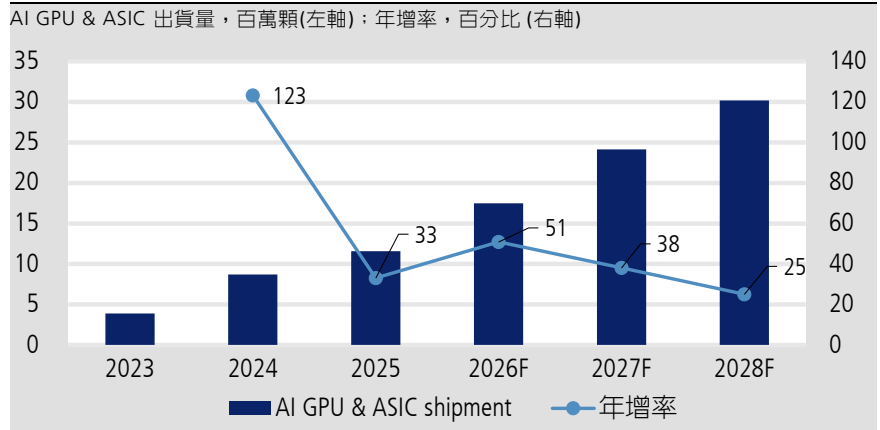
圖 4: 2025-28F 主要載板廠資本支出



資料來源：ODSA；凱基整理

**圖 5: 2023-28F 全球 ABF 各廠商產能面積占比預估**


資料來源：凱基預估

**圖 6: 2023-28 AI 加速器(GPU & ASIC)出貨量預估**


資料來源：凱基預估

**圖 7: NVIDIA 各世代 AI 加速器、記憶體數量、載板尺寸**

| Specification    | Hopper (2022)  | Blackwell (2024) | Rubin (2026)       | Rubin Ultra (2026) |
|------------------|----------------|------------------|--------------------|--------------------|
| Compute Die Size | 32.5×25mm      | 32.5×50mm        | 32.4×58.8mm        | 124×32.4mm         |
| Interposer Size  | 35×46mm (1.9R) | 57.8×50mm (3.5R) | 58.8×54.4mm (3.5R) | 124×50mm (7.4R)    |
| Substrate Size   | 54.7×55.8mm    | 81.5×74.8mm      | 100×91mm           | 153×77.5mm         |
| HBM Stack #      | 6              | 8                | 8                  | 16                 |
| HBM Generation   | 3              | 3E               | 4                  | 4E                 |

資料來源：Prismark；凱基整理

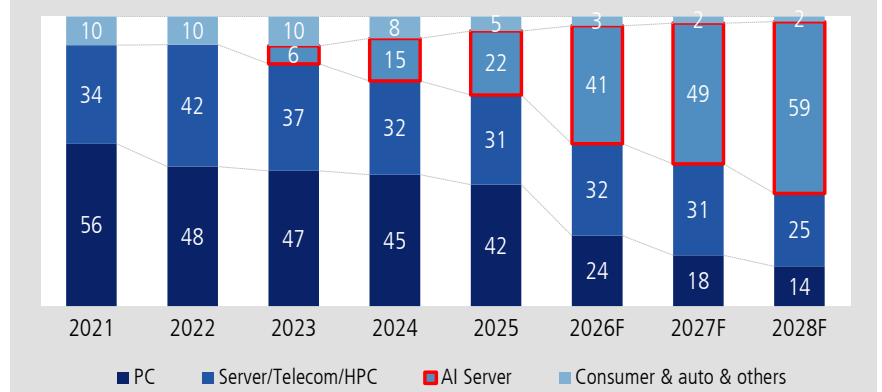
圖 8: 台積電先進封裝 CoWoS 時程

|                 | 2016        | 2020      | 2023          | 2024        | 2026               | 2027           | 2028       |
|-----------------|-------------|-----------|---------------|-------------|--------------------|----------------|------------|
| Technology      | CoWoS-S     | CoWoS-S   | CoWoS-S       | CoWoS-L/R   | CoWoS-L/R          | CoWoS-L        | CoWoS-L    |
| Interposer size | 1.5-reticle | 2-reticle | 3.3-reticle   | 3.3-reticle | 5.5-reticle        | 9.5-reticle    | 14-reticle |
| Logic process   | N16 SoC     | N7 SoC    | N5 SoC / SoIC | N3 SoC      | N3 / N2 SoC / SoIC | A16 SoC / SoIC |            |
| HBM generation  | HBM2        | HBM2E     | HBM3          | HBM3        | HBM3E / HBM4       | HBM4E          | HBM5       |
| HBM stack #     | 4           | 6         | 8             | 8           | 12                 | ≥12            | 20         |

資料來源：台積電；凱基預估

圖 9: ABF 終端出貨面積占比預估，AI 應用 2028 占比達 59%

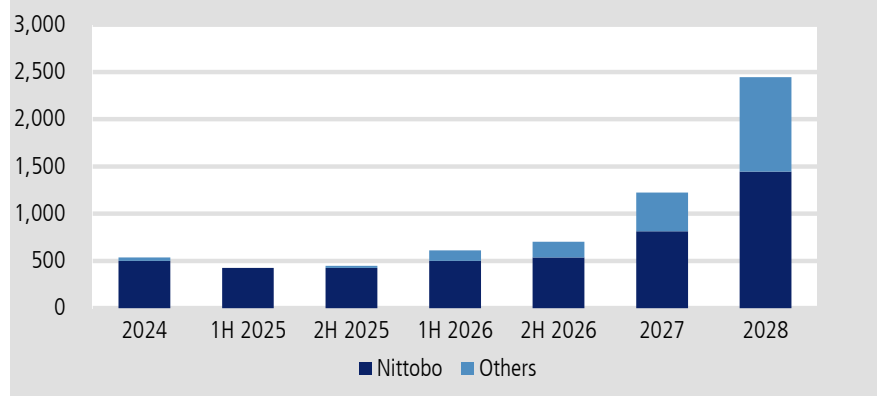
終端出貨面積占比，百分比



資料來源：凱基預估

圖 10: 2027-28 T-glass 玻纖布供應量可望年增 100%、300%

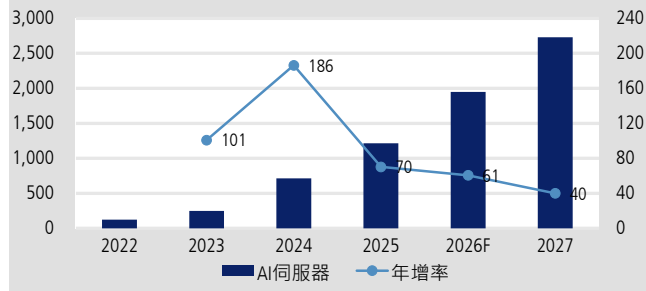
月產能面積，平方米



資料來源：Prismark；凱基預估

圖 11: 2022-27 年 AI 伺服器出貨量預估

AI 伺服器出貨量，千台(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Gartner；凱基預估

圖 12: 2019-27 年一般型伺服器出貨量預估

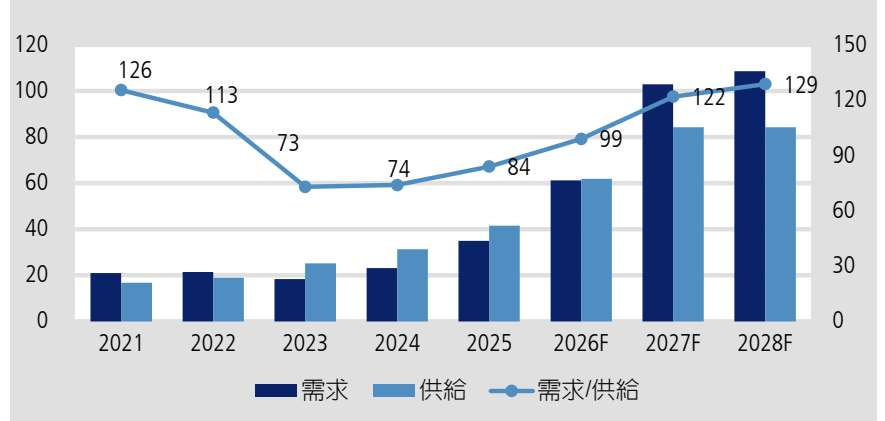
一般型伺服器出貨量，百萬台(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Gartner；凱基預估

圖 13: 預估 2027-28 年預估轉為供不應求，缺口將高達 22%、29%

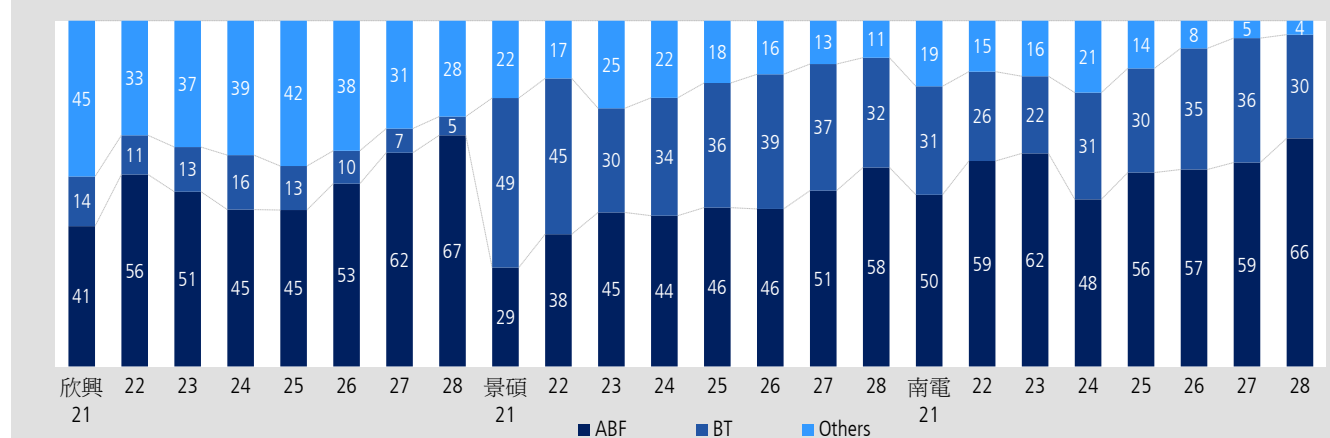
ABF 載板年消耗量，百萬平方米(左軸)；Demand/ Supply 比例，百分比



資料來源：凱基預估

圖 14：台載板廠產品比重依技術別

營收比重，百分比



資料來源：LightCounting，凱基

圖 15: 同業比較－投資評價

| 公司     | 代號        | 市值     | 股價          | EPS (當地貨幣) |          |          | PE (x) |       |       | PB (x) |       |       | ROE (%) |       |       | 股息殖利率 (%) |       |       |
|--------|-----------|--------|-------------|------------|----------|----------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|        |           | 美金百萬元  | 當地貨幣        | 2025       | 2026F    | 2027F    | 2025   | 2026F | 2027F | 2025   | 2026F | 2027F | 2025    | 2026F | 2027F | 2025      | 2026F | 2027F |
| 欣興     | 3037 TT   | 36,925 | 750.0       | 4.38       | 16.10    | 32.71    | 171.2  | 46.6  | 22.9  | 12.68  | 9.14  | 6.95  | 6.9     | 22.6  | 35.8  | 0.0       | 1.0   | 2.0   |
| 景碩     | 3189 TT   | 11,086 | 679.0       | 3.51       | 10.92    | 25.93    | 193.7  | 62.2  | 26.2  | 9.48   | 7.52  | 6.22  | 5.0     | 15.6  | 30.0  | 0.3       | 0.8   | 1.9   |
| 南電     | 8046 TT   | 22,125 | 1,105.0     | 3.01       | 17.27    | 38.88    | 366.8  | 64.0  | 28.4  | 15.48  | 12.90 | 9.65  | 4.3     | 22.0  | 38.9  | 0.2       | 0.9   | 2.1   |
| 臻鼎-KY  | 4958 TT   | 16,442 | 478.5       | 6.91       | 16.92    | 26.71    | 69.3   | 28.3  | 17.9  | 4.13   | 3.69  | 3.25  | 5.8     | 13.8  | 19.3  | 0.7       | 1.8   | 2.8   |
| Ibiden | 4062 JP   | 27,231 | 15,685.0    | 228.16     | 255.83   | 383.82   | 68.7   | 61.3  | 40.9  | 7.96   | 7.18  | 6.10  | 12.2    | 12.1  | 17.1  | 0.2       | 0.2   | 0.3   |
| AT&S   | ATS AV    | 6,956  | 156.6       | (1.11)     | 7.39     | 8.51     | N.M.   | 21.2  | 18.4  | 8.65   | 4.55  | 3.69  | (6.0)   | 23.0  | 20.1  | -         | -     | 0.2   |
| SEMCO  | 009150 KS | 65,570 | 1,301,000.0 | 9,345.0    | 18,703.6 | 39,038.4 | 139.2  | 69.6  | 33.3  | 9.64   | 9.16  | 7.39  | 8.7     | 13.8  | 23.2  | 0.2       | 0.2   | 0.4   |

資料來源：Bloomberg；凱基預估

## 增加持股・維持

|                    |       |
|--------------------|-------|
| 收盤價 July 20 (NT\$) | 750   |
| 12 個月目標價 (NT\$)    | 1,175 |
| 前次目標價 (NT\$)       | 1,000 |
| 調升 (%)             | 17.5  |
| 上漲空間 (%)           | 56.7  |

## 焦點內容

- 2Q26 營收符合預期。
- 2H26 受惠載板漲價擴大及光模塊放量。
- ABF 載板 2027-28 缺口擴大，LTA 長約直達 2030 年。

## 交易資料表

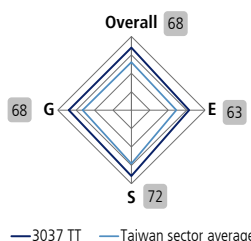
|                        |               |
|------------------------|---------------|
| 市值：(NT\$bn/US\$mn)     | 1,231/37,942  |
| 流通在外股數 (百萬股)：          | 1,641         |
| 外資持有股數 (百萬股)：          | 610           |
| 3M 平均成交量 (百萬股)：        | 17.76         |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 128.5 - 1,085 |

| 股價表現     | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|-------|-------|
| 絕對表現 (%) | 10.6 | 143.5 | 463.9 |
| 相對表現 (%) | -4.3 | 109.8 | 382.4 |

## 每股盈餘

| NT\$ | 1Q    | 2Q    | 3Q    | 4Q     |
|------|-------|-------|-------|--------|
| 2025 | 0.60A | 0.02A | 1.44A | 2.32A  |
| 2026 | 3.28A | 3.36F | 4.15F | 5.42F  |
| 2027 | 6.09F | 7.70F | 8.76F | 10.15F |

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

# 欣興

(3037.TW/3037 TT)



## 2Q26 季營符合預期，2H26 載板漲幅擴大

### 重要訊息

6 月營收 149 億，月增 6%、年增率 36%；2Q26 營收 429 億元，季增 15%、年增 32%，達成我們預估 100.6%，符合預期。

### 評論及分析

**2Q26 營收符合預期。**推估本季稼動率 ABF、BT、HDI 及 PCB 皆達 90% 以上，BT 載板將持續進行廠區與產線調整(產能年減 15%)，讓產能支援高毛利的 ABF。HDI 產線調在大陸廠去年已完成調整，台灣廠 2Q26 完成調整後，整體 AI HDI 的產出表現預期將進一步提升，2H26 表現將改善。

**2H26 受惠載板漲價擴大及光模塊放量。**我們預期 3Q-4Q26 每季載板漲幅將高於 10% 優於原先預期 5-10%，其中 BT 將高於 ABF，目前 AI 產品佔 ABF 載板、HDI 營收 60%、50%(目標 65%-70%)；2H26 800G 與 1.6T 光模塊需求將大幅提升，產能可較 1H26 增加 50% 以上，2027 年產能目標持續提升 30-50%，目前營收佔比 4-5%，預計 2H26 可提升至 6-7%。

**ABF 載板 2027-28 缺口擴大，LTA 長約直達 2030 年。**我們認為 2027-28 T-glass 玻纖布供應量可望在 Nittobo (日) 逐步開出下加上替代料供應驗證完畢，上游原物料瓶頸緩解後幫助 ABF 產能於 2H27 後加速開出，但高階 ABF 載板往大尺寸及高層數化發展，使需求增速高於供給下，推估 2027-28 年預估轉為供不應求，缺口將高達 22%、29%。公司認為 2026-28 年預計是載板資本支出的高原期，營收增量可期。

### 投資建議

有鑑於 2027-28 年 ABF 載板正步入缺口擴大上升週期，驅動漲價效應擴大及組合優化，我們上調 2026-27 獲利 13%、18%，並預估 2028 獲利年增 65%，維持「增加持股」評等、調升目標價至 1175 元，相當於 2027 年每股盈餘 36 倍本益比。

### 投資風險

供過於求造成價格壓力，擴廠效益與市場需求不如預期。

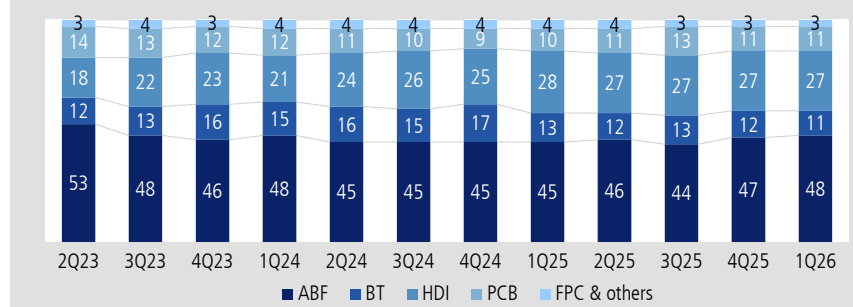
### 主要財務數據及估值

|               | Dec-24A | Dec-25A | Dec-26F  | Dec-27F  | Dec-28F  |
|---------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 營業收入 (NT\$百萬) | 115,373 | 131,241 | 183,187  | 266,019  | 364,629  |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 16,315  | 18,292  | 42,871   | 84,965   | 131,969  |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 4,984   | 6,347   | 26,499   | 63,277   | 105,178  |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 5,082   | 6,673   | 25,588   | 51,979   | 85,760   |
| 每股盈餘 (NT\$)   | 3.34    | 4.38    | 16.10    | 32.71    | 53.96    |
| 每股現金股利 (NT\$) | 1.50    | 2.00    | 7.25     | 14.72    | 24.28    |
| 每股盈餘成長率 (%)   | (57.6)  | 31.1    | 267.5    | 103.1    | 65.0     |
| 本益比 (x)       | 224.5   | 171.2   | 46.6     | 22.9     | 13.9     |
| 股價淨值比 (x)     | 12.3    | 12.7    | 9.1      | 6.9      | 5.1      |
| EV/EBITDA (x) | 45.4    | 40.7    | 23.1     | 12.8     | 8.3      |
| 淨負債比率 (%)     | 0.0     | 2.1     | Net cash | Net cash | Net cash |
| 殖利率 (%)       | 0.2     | 0.3     | 1.0      | 2.0      | 3.2      |
| 股東權益報酬率 (%)   | 5.5     | 6.9     | 22.6     | 35.8     | 43.9     |

資料來源：公司資料、凱基

圖 1: 產品出貨依技術別比重

出貨類別比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 2: 2Q26 及 3Q26 財測修正暨市場共識比較

| 百萬元      | 2Q26F  |        |           |        |          | 3Q26F  |        |          |        |          |
|----------|--------|--------|-----------|--------|----------|--------|--------|----------|--------|----------|
|          | 修正後    | 修正前    | 調幅 (%)    | 市場共識   | 差異 (%)   | 修正後    | 修正前    | 調幅 (%)   | 市場共識   | 差異 (%)   |
| 營收       | 42,890 | 42,627 | 0.6       | 42,616 | 0.6      | 48,804 | 48,159 | 1.3      | 49,521 | (1.4)    |
| 毛利       | 9,147  | 8,928  | 2.5       | 9,052  | 1.1      | 11,943 | 11,283 | 5.8      | 11,821 | 1.0      |
| 營業利益     | 5,416  | 5,506  | (1.6)     | 5,331  | 1.6      | 7,761  | 7,529  | 3.1      | 7,682  | 1.0      |
| 稅後淨利     | 5,335  | 4,588  | 16.3      | 5,257  | 1.5      | 6,591  | 5,666  | 16.3     | 6,490  | 1.6      |
| 每股盈餘 (元) | 3.36   | 2.89   | 16.3      | 3.45   | (2.7)    | 4.15   | 3.57   | 16.3     | 4.07   | 1.8      |
| 毛利率 (%)  | 21.3   | 20.9   | 0.4 ppts  | 21.2   | 0.1 ppts | 24.5   | 23.4   | 1.0 ppts | 23.9   | 0.6 ppts |
| 營業率 (%)  | 12.6   | 12.9   | (0.3)ppts | 12.5   | 0.1 ppts | 15.9   | 15.6   | 0.3 ppts | 15.5   | 0.4 ppts |
| 淨利率 (%)  | 12.4   | 10.8   | 1.7 ppts  | 12.3   | 0.1 ppts | 13.5   | 11.8   | 1.7 ppts | 13.1   | 0.4 ppts |

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3: 2026-27 財測修正暨市場共識比較

| 百萬元      | 2026F   |         |          |         |          | 2027F   |         |          |         |           |
|----------|---------|---------|----------|---------|----------|---------|---------|----------|---------|-----------|
|          | 修正後     | 修正前     | 調幅 (%)   | 市場共識    | 差異 (%)   | 修正後     | 修正前     | 調幅 (%)   | 市場共識    | 差異 (%)    |
| 營收       | 183,187 | 179,107 | 2.3      | 184,198 | (0.5)    | 266,019 | 246,767 | 7.8      | 265,701 | 0.1       |
| 毛利       | 42,871  | 40,088  | 6.9      | 42,056  | 1.9      | 84,965  | 72,039  | 17.9     | 82,104  | 3.5       |
| 營業利益     | 26,499  | 24,965  | 6.1      | 26,176  | 1.2      | 63,277  | 53,368  | 18.6     | 63,130  | 0.2       |
| 稅後淨利     | 25,588  | 22,737  | 12.5     | 24,994  | 2.4      | 51,979  | 44,138  | 17.8     | 51,965  | 0.0       |
| 每股盈餘 (元) | 16.10   | 14.31   | 12.5     | 15.92   | 1.1      | 32.71   | 27.77   | 17.8     | 32.91   | (0.6)     |
| 毛利率 (%)  | 23.4    | 22.4    | 1.0 ppts | 22.8    | 0.6 ppts | 31.9    | 29.2    | 2.7 ppts | 30.9    | 1.0 ppts  |
| 營業率 (%)  | 14.5    | 13.9    | 0.5 ppts | 14.2    | 0.3 ppts | 23.8    | 21.6    | 2.2 ppts | 23.8    | 0.0 ppts  |
| 淨利率 (%)  | 14.0    | 12.7    | 1.3 ppts | 13.6    | 0.4 ppts | 19.5    | 17.9    | 1.7 ppts | 19.6    | (0.0)ppts |

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4: 同業比較 – 投資評價

| 公司     | 代號        | 市值     | 股價          | EPS (當地貨幣) |          |          | PE (x) |       |       | PB (x) |       |       | ROE (%) |       |       | 股息殖利率 (%) |       |       |
|--------|-----------|--------|-------------|------------|----------|----------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|        |           | 美金百萬元  | 當地貨幣        | 2025       | 2026F    | 2027F    | 2025   | 2026F | 2027F | 2025   | 2026F | 2027F | 2025    | 2026F | 2027F | 2025      | 2026F | 2027F |
| 欣興     | 3037 TT   | 36,925 | 750.0       | 4.38       | 16.10    | 32.71    | 171.2  | 46.6  | 22.9  | 12.68  | 9.14  | 6.95  | 6.9     | 22.6  | 35.8  | 0.0       | 1.0   | 2.0   |
| 景碩     | 3189 TT   | 11,086 | 679.0       | 3.51       | 10.92    | 25.93    | 193.7  | 62.2  | 26.2  | 9.48   | 7.52  | 6.22  | 5.0     | 15.6  | 30.0  | 0.3       | 0.8   | 1.9   |
| 南電     | 8046 TT   | 22,125 | 1,105.0     | 3.01       | 17.27    | 38.88    | 366.8  | 64.0  | 28.4  | 15.48  | 12.90 | 9.65  | 4.3     | 22.0  | 38.9  | 0.2       | 0.9   | 2.1   |
| Ibiden | 4062 JP   | 27,234 | 15,685.0    | 228.16     | 255.83   | 383.82   | 68.7   | 61.3  | 40.9  | 7.96   | 7.18  | 6.10  | 12.2    | 12.1  | 17.1  | 0.2       | 0.2   | 0.3   |
| AT&S   | ATS AV    | 6,930  | 156.0       | (1.11)     | 7.39     | 8.51     | N.M.   | 21.1  | 18.3  | 8.62   | 4.53  | 3.68  | (6.0)   | 23.0  | 20.1  | -         | -     | 0.3   |
| SEMCO  | 009150 KS | 65,628 | 1,302,000.0 | 9,345.0    | 18,703.6 | 39,038.4 | 139.3  | 69.6  | 33.4  | 9.64   | 9.17  | 7.40  | 8.7     | 13.8  | 23.2  | 0.2       | 0.2   | 0.4   |

資料來源：Bloomberg；凱基

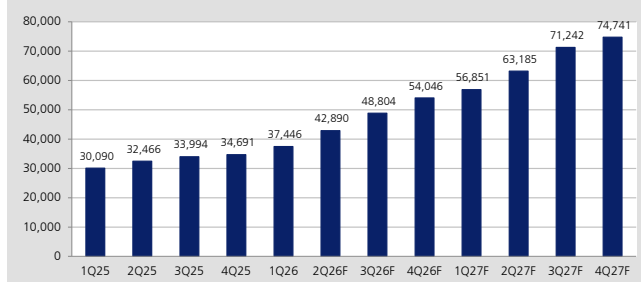
圖 5: 公司概況

欣興電子成立於民國 79 年 1 月，總部位於桃園龜山，主要從事印刷電路板與 IC 載板之生產，公司過去數度透過併購其他印刷電路板廠提高市佔率，2009 年完成全懋科技合併案後，一度躍升為全球最大印刷電路板供應商。公司 2024 年產品比重依技術別：IC 基板 61%、HDI 24%、PCB 10%、軟板及其他 4%；依應用別：電腦 58%、通訊 26%、消費性及其他 14%、車用 6%。

資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

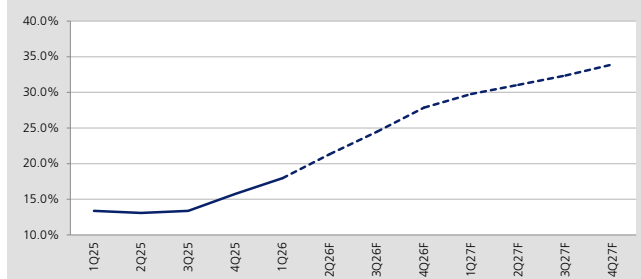
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

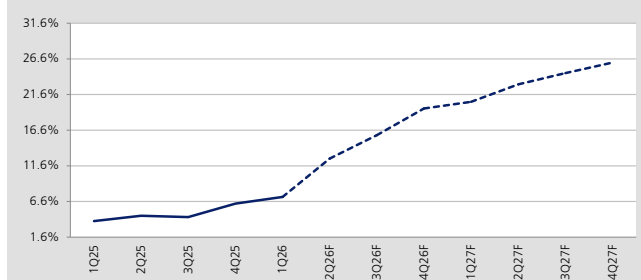
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

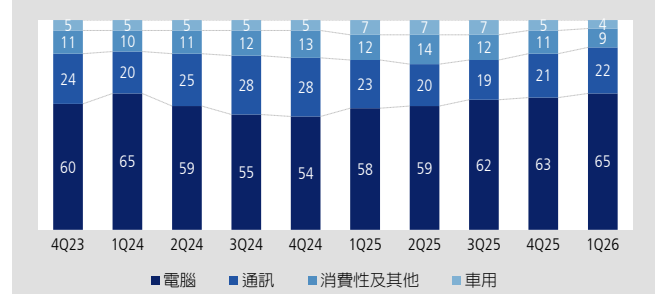
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 產品比重

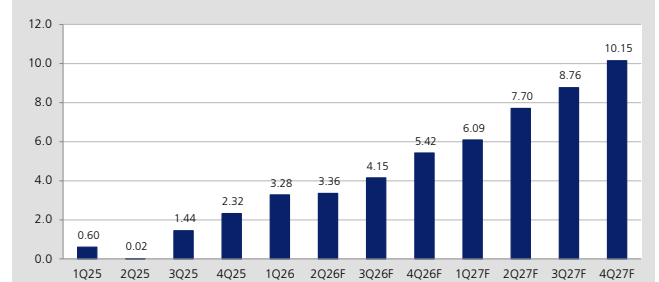
產品比重，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利

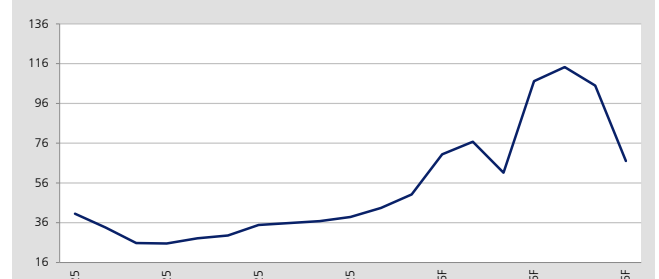
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

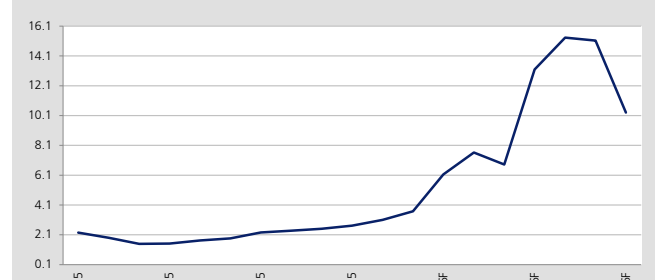
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比

股價淨值比，倍

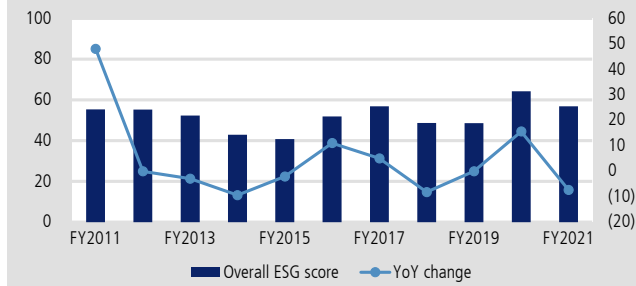


資料來源：凱基



圖 13：ESG 整體分數

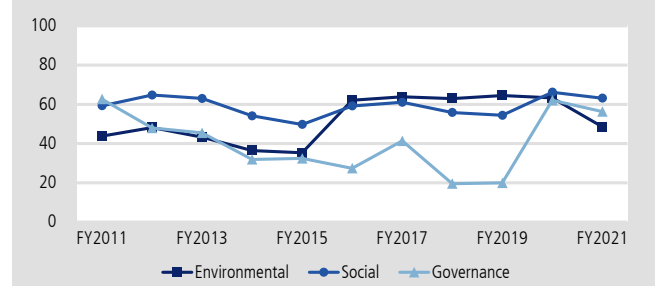
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 14：ESG 各項分數

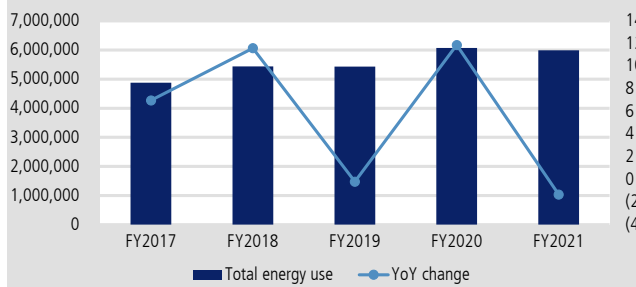
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15：能源消耗

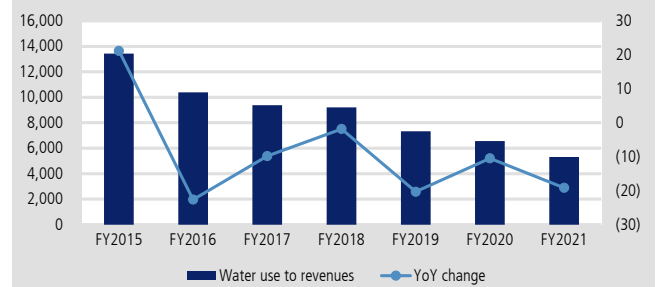
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16：耗水量

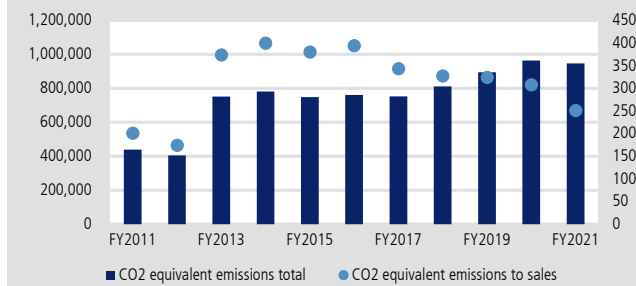
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 17：碳排量

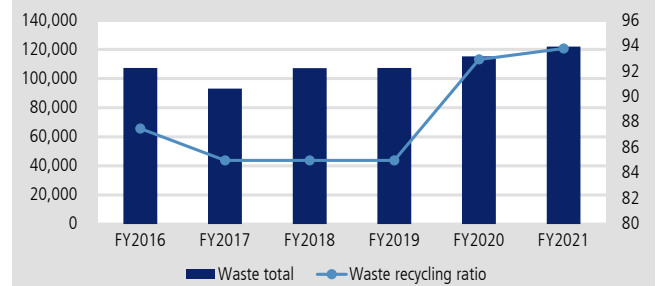
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 18：廢棄物總量

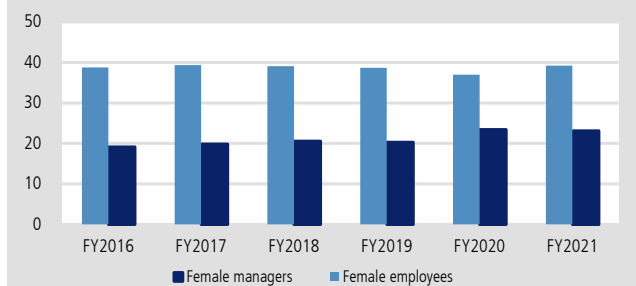
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 19：性別多樣性

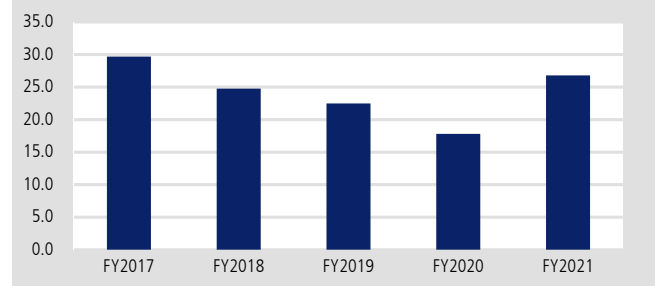
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 20：員工流動率

員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

## ESG 圖表定義

| 項目           | 定義                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 說明 |
|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 能源使用         | <p>直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司運營範圍內消耗之能源總量</li> <li>- 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量</li> <li>- 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源</li> <li>- 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產）</li> <li>- 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下</li> </ul> |    |
| 購買之再生能源      | <p>Primary 再生能源購買總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量</li> <li>- 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源</li> </ul>                                                                                                               |    |
| 再生能源使用率      | <p>再生能源占總能源消耗量之比例</p>                                                                                                                                                                                                                                                                            |    |
| CO2 約當排放量    | <p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量）</li> <li>- 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)</li> </ul>                                                                                     |    |
| CO2 約當排放量營收比 | <p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量）</li> <li>- 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)</li> </ul>                                                                             |    |
| 廢棄物總量        | <p>廢棄物總量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物</li> <li>- 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量</li> <li>- 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內</li> </ul>                                                                                             |    |
| 廢棄物回收率       | <p>公司呈報的廢棄物回收率</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100</li> <li>- 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收</li> <li>- 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物</li> </ul>                                                                                                                             |    |
| 總取水量         | <p>總取水量(立方公尺)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量</li> <li>- 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮</li> </ul>                                                                                                                                                  |    |
| 環保支出         | <p>環保支出總金額</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出</li> </ul>                                                                                                                                                                           |    |
| 員工流動率        | <p>員工流動率</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期</li> <li>- 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100</li> <li>- 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2</li> <li>- 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數</li> </ul>                               |    |
| 女性經理         | <p>女性經理百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 女性經理占公司經理的百分比</li> <li>- 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比</li> <li>- 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100</li> </ul>                                                                                                                         |    |
| 女性員工         | <p>女性員工百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 女性員工占公司員工總數的百分比</li> <li>- 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100</li> </ul>                                                                                                                                                                            |    |
| 教育訓練總時數      | <p>所有員工教育訓練總時數</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 僅考慮員工教育訓練時數</li> <li>- 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展）</li> <li>- 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作</li> </ul>                                                                                                              |    |
| 每位員工教育訓練時數   | <p>平均每年每位員工總教育訓練時數</p>                                                                                                                                                                                                                                                                           |    |

資料來源：Refinitiv；凱基

## 損益表

|               | 季度       |          |          |          |          |          |          |          | 年度        |           |           |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
|               | Mar-26A  | Jun-26F  | Sep-26F  | Dec-26F  | Mar-27F  | Jun-27F  | Sep-27F  | Dec-27F  | Dec-26F   | Dec-27F   | Dec-28F   |
| 損益表 (NT\$百萬)  |          |          |          |          |          |          |          |          |           |           |           |
| 營業收入          | 37,446   | 42,890   | 48,804   | 54,046   | 56,851   | 63,185   | 71,242   | 74,741   | 183,187   | 266,019   | 364,629   |
| 營業成本          | (30,720) | (33,743) | (36,861) | (38,992) | (39,924) | (43,556) | (48,188) | (49,386) | (140,316) | (181,054) | (232,660) |
| 營業毛利          | 6,726    | 9,147    | 11,943   | 15,055   | 16,927   | 19,629   | 23,055   | 25,355   | 42,871    | 84,965    | 131,969   |
| 營業費用          | (4,017)  | (3,731)  | (4,182)  | (4,441)  | (5,231)  | (5,074)  | (5,520)  | (5,863)  | (16,372)  | (21,688)  | (26,792)  |
| 營業利益          | 2,709    | 5,416    | 7,761    | 10,613   | 11,695   | 14,555   | 17,534   | 19,492   | 26,499    | 63,277    | 105,178   |
| 折舊            | (4,917)  | (5,075)  | (5,075)  | (5,233)  | (5,446)  | (5,446)  | (5,446)  | (5,446)  | (20,300)  | (21,785)  | (23,012)  |
| 攤提            | (111)    | (129)    | (129)    | (146)    | (130)    | (130)    | (130)    | (130)    | (515)     | (520)     | (525)     |
| EBITDA        | 7,737    | 10,620   | 12,965   | 15,992   | 17,271   | 20,131   | 23,111   | 25,068   | 47,314    | 85,582    | 128,715   |
| 利息收入          | 319      | 283      | 283      | 283      | 283      | 283      | 283      | 283      | 1,168     | 1,132     | 1,132     |
| 投資利益淨額        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -         | -         | -         |
| 其他營業外收入       | 316      | 1,450    | 1,450    | 450      | 750      | 750      | 750      | 750      | 3,666     | 3,000     | 3,000     |
| 總營業外收入        | 634      | 1,733    | 1,733    | 733      | 1,033    | 1,033    | 1,033    | 1,033    | 4,833     | 4,132     | 4,132     |
| 利息費用          | (298)    | (251)    | (251)    | (251)    | (251)    | (251)    | (251)    | (251)    | (1,051)   | (1,004)   | (1,004)   |
| 投資損失          | (10)     | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | (10)      | -         | -         |
| 其他營業外費用       | 3,216    | (100)    | (100)    | (100)    | (100)    | (100)    | (100)    | (100)    | 2,916     | (400)     | (400)     |
| 總營業外費用        | 2,908    | (351)    | (351)    | (351)    | (351)    | (351)    | (351)    | (351)    | 1,855     | (1,404)   | (1,404)   |
| 稅前純益          | 6,251    | 6,798    | 9,143    | 10,995   | 12,377   | 15,237   | 18,216   | 20,174   | 33,188    | 66,005    | 107,906   |
| 所得稅費用[利益]     | (918)    | (1,224)  | (2,286)  | (1,979)  | (2,352)  | (2,743)  | (4,008)  | (3,631)  | (6,407)   | (12,733)  | (20,808)  |
| 少數股東損益        | (338)    | (240)    | (267)    | (397)    | (345)    | (252)    | (280)    | (416)    | (1,241)   | (1,293)   | (1,347)   |
| 非常項目稅後純益      | 4,995    | 5,335    | 6,591    | 8,620    | 9,681    | 12,243   | 13,929   | 16,126   | 25,540    | 51,979    | 85,750    |
| 非常項目          | 48       | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | 48        | -         | 10        |
| 稅後淨利          | 5,043    | 5,335    | 6,591    | 8,620    | 9,681    | 12,243   | 13,929   | 16,126   | 25,588    | 51,979    | 85,760    |
| 每股盈餘 (NT\$)   | 3.28     | 3.36     | 4.15     | 5.42     | 6.09     | 7.70     | 8.76     | 10.15    | 16.10     | 32.71     | 53.96     |
| 獲利率 (%)       |          |          |          |          |          |          |          |          |           |           |           |
| 營業毛利率         | 18.0     | 21.3     | 24.5     | 27.9     | 29.8     | 31.1     | 32.4     | 33.9     | 23.4      | 31.9      | 36.2      |
| 營業利益率         | 7.2      | 12.6     | 15.9     | 19.6     | 20.6     | 23.0     | 24.6     | 26.1     | 14.5      | 23.8      | 28.8      |
| EBITDA Margin | 20.7     | 24.8     | 26.6     | 29.6     | 30.4     | 31.9     | 32.4     | 33.5     | 25.8      | 32.2      | 35.3      |
| 稅前純益率         | 16.7     | 15.9     | 18.7     | 20.3     | 21.8     | 24.1     | 25.6     | 27.0     | 18.1      | 24.8      | 29.6      |
| 稅後純益率         | 13.5     | 12.4     | 13.5     | 15.9     | 17.0     | 19.4     | 19.6     | 21.6     | 14.0      | 19.5      | 23.5      |
| 季成長率 (%)      |          |          |          |          |          |          |          |          |           |           |           |
| 營業收入          | 7.9      | 14.5     | 13.8     | 10.7     | 5.2      | 11.1     | 12.8     | 4.9      |           |           |           |
| 營業毛利          | 22.9     | 36.0     | 30.6     | 26.1     | 12.4     | 16.0     | 17.5     | 10.0     |           |           |           |
| 營業收益增長        | 23.8     | 100.0    | 43.3     | 36.7     | 10.2     | 24.5     | 20.5     | 11.2     |           |           |           |
| EBITDA        | 9.4      | 37.3     | 22.1     | 23.3     | 8.0      | 16.6     | 14.8     | 8.5      |           |           |           |
| 稅前純益          | 57.3     | 8.8      | 34.5     | 20.3     | 12.6     | 23.1     | 19.6     | 10.7     |           |           |           |
| 稅後純益          | 42.7     | 5.8      | 23.5     | 30.8     | 12.3     | 26.5     | 13.8     | 15.8     |           |           |           |
| 年成長率 (%)      |          |          |          |          |          |          |          |          |           |           |           |
| 營業收入          | 24.5     | 32.1     | 43.6     | 55.8     | 51.8     | 47.3     | 46.0     | 38.3     | 39.6      | 45.2      | 37.1      |
| 營業毛利          | 67.1     | 115.5    | 162.6    | 175.1    | 151.7    | 114.6    | 93.0     | 68.4     | 134.4     | 98.2      | 55.3      |
| 營業收益          | 133.7    | 262.1    | 416.1    | 385.1    | 331.8    | 168.7    | 125.9    | 83.7     | 317.5     | 138.8     | 66.2      |
| EBITDA        | 34.7     | 74.3     | 109.0    | 126.0    | 123.2    | 89.6     | 78.3     | 56.8     | 88.4      | 80.9      | 50.4      |
| 稅前純益          | 393.8    | 1881.8   | 213.3    | 176.8    | 98.0     | 124.1    | 99.2     | 83.5     | 290.5     | 98.9      | 63.5      |
| 稅後純益          | 451.4    | 17918.7  | 200.3    | 143.9    | 92.0     | 129.5    | 111.3    | 87.1     | 283.4     | 103.1     | 65.0      |

資料來源：公司資料，凱基

### 資產負債表

| NT\$百萬        | Dec-24A        | Dec-25A        | Dec-26F        | Dec-27F        | Dec-28F        |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>資產總額</b>   | <b>230,847</b> | <b>255,792</b> | <b>304,417</b> | <b>373,592</b> | <b>463,916</b> |
| <b>流動資產</b>   | <b>86,869</b>  | <b>105,298</b> | <b>140,192</b> | <b>202,971</b> | <b>288,135</b> |
| 現金及短期投資       | 43,972         | 55,049         | 74,718         | 113,676        | 170,301        |
| 存貨            | 14,863         | 17,802         | 22,115         | 28,536         | 36,569         |
| 應收帳款及票據       | 23,617         | 27,570         | 38,482         | 55,883         | 76,389         |
| 其他流動資產        | 4,418          | 4,877          | 4,877          | 4,877          | 4,877          |
| <b>非流動資產</b>  | <b>143,978</b> | <b>150,494</b> | <b>164,225</b> | <b>170,621</b> | <b>175,780</b> |
| 長期投資          | 17,152         | 17,146         | 17,175         | 17,233         | 17,281         |
| 固定資產          | 120,536        | 125,866        | 139,568        | 145,906        | 151,017        |
| 什項資產          | 6,291          | 7,482          | 7,482          | 7,482          | 7,482          |
| <b>負債總額</b>   | <b>131,260</b> | <b>148,785</b> | <b>171,124</b> | <b>199,454</b> | <b>228,200</b> |
| <b>流動負債</b>   | <b>58,382</b>  | <b>75,455</b>  | <b>88,888</b>  | <b>110,628</b> | <b>132,207</b> |
| 應付帳款及票據       | 15,117         | 17,494         | 21,733         | 28,043         | 35,938         |
| 短期借款          | 10,871         | 22,206         | 22,469         | 25,437         | 27,634         |
| 什項負債          | 32,394         | 35,754         | 44,686         | 57,148         | 68,635         |
| <b>長期負債</b>   | <b>72,878</b>  | <b>73,330</b>  | <b>82,235</b>  | <b>88,826</b>  | <b>95,993</b>  |
| 長期借款          | 32,905         | 34,873         | 43,778         | 50,369         | 57,536         |
| 其他負債及準備       | 37,984         | 35,639         | 35,639         | 35,639         | 35,639         |
| <b>股東權益總額</b> | <b>99,587</b>  | <b>107,007</b> | <b>133,294</b> | <b>174,138</b> | <b>235,716</b> |
| 普通股本          | 15,300         | 17,003         | 17,003         | 17,003         | 17,003         |
| 保留盈餘          | 49,729         | 54,835         | 68,340         | 95,775         | 145,504        |
| 少數股東權益        | 6,322          | 6,438          | 7,679          | 8,971          | 10,318         |
| 優先股股東資金       | -              | -              | -              | -              | -              |

### 主要財務比率

|                              | Dec-24A | Dec-25A | Dec-26F  | Dec-27F  | Dec-28F  |
|------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| <b>年成長率</b>                  |         |         |          |          |          |
| 營業收入                         | 10.9%   | 13.8%   | 39.6%    | 45.2%    | 37.1%    |
| 營業收益增長                       | (42.9%) | 27.3%   | 317.5%   | 138.8%   | 66.2%    |
| EBITDA                       | (6.8%)  | 13.1%   | 88.4%    | 80.9%    | 50.4%    |
| 稅後純益                         | (57.6%) | 31.3%   | 283.4%   | 103.1%   | 65.0%    |
| 每股盈餘成長率                      | (57.6%) | 31.1%   | 267.5%   | 103.1%   | 65.0%    |
| <b>獲利能力分析</b>                |         |         |          |          |          |
| 營業毛利率                        | 14.1%   | 13.9%   | 23.4%    | 31.9%    | 36.2%    |
| 營業利益率                        | 4.3%    | 4.8%    | 14.5%    | 23.8%    | 28.8%    |
| EBITDA Margin                | 19.3%   | 19.1%   | 25.8%    | 32.2%    | 35.3%    |
| 稅後純益率                        | 4.4%    | 5.1%    | 14.0%    | 19.5%    | 23.5%    |
| 平均資產報酬率                      | 2.3%    | 2.7%    | 9.1%     | 15.3%    | 20.5%    |
| 股東權益報酬率                      | 5.5%    | 6.9%    | 22.6%    | 35.8%    | 43.9%    |
| <b>穩定 \ 償債能力分析</b>           |         |         |          |          |          |
| 毛負債比率 (%)                    | 44.0%   | 53.3%   | 49.7%    | 43.5%    | 36.1%    |
| 淨負債比率                        | 0.0%    | 2.1%    | Net cash | Net cash | Net cash |
| 利息保障倍數 (x)                   | 10.1    | 8.7     | 32.6     | 66.7     | 108.5    |
| 利息及短期債保障倍數 (x)               | 0.4     | 0.2     | 0.6      | 0.7      | 0.8      |
| Cash Flow Int. Coverage (x)  | 13.1    | 13.6    | 33.7     | 56.5     | 88.3     |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 0.9     | 0.6     | 1.5      | 2.1      | 3.1      |
| 流動比率 (x)                     | 1.5     | 1.4     | 1.6      | 1.8      | 2.2      |
| 速動比率 (x)                     | 1.2     | 1.2     | 1.3      | 1.6      | 1.9      |
| 淨負債 (NT\$百萬)                 | 23      | 2,207   | (8,293)  | (37,692) | (84,953) |
| <b>每股資料分析</b>                |         |         |          |          |          |
| 每股盈餘 (NT\$)                  | 3.34    | 4.38    | 16.10    | 32.71    | 53.96    |
| 每股現金盈餘 (NT\$)                | 6.77    | 9.83    | 22.29    | 35.72    | 55.78    |
| 每股淨值 (NT\$)                  | 60.96   | 59.15   | 82.10    | 107.95   | 147.32   |
| 調整後每股淨值 (NT\$)               | 61.31   | 66.02   | 79.04    | 103.93   | 141.83   |
| 每股營收 (NT\$)                  | 75.84   | 86.16   | 115.27   | 167.39   | 229.44   |
| EBITDA/Share (NT\$)          | 14.60   | 16.49   | 29.77    | 53.85    | 80.99    |
| 每股現金股利 (NT\$)                | 1.50    | 2.00    | 7.25     | 14.72    | 24.28    |
| <b>資產運用狀況</b>                |         |         |          |          |          |
| 資產周轉率 (x)                    | 0.52    | 0.54    | 0.65     | 0.78     | 0.87     |
| 應收帳款周轉天數                     | 74.9    | 76.7    | 76.7     | 76.7     | 76.7     |
| 存貨周轉天數                       | 54.9    | 57.5    | 57.5     | 57.5     | 57.5     |
| 應付帳款周轉天數                     | 55.9    | 56.5    | 56.5     | 56.5     | 56.5     |
| 現金轉換周轉天數                     | 74.0    | 77.7    | 77.7     | 77.7     | 77.7     |

資料來源：公司資料，凱基

### 損益表

| NT\$百萬        | Dec-24A        | Dec-25A        | Dec-26F        | Dec-27F        | Dec-28F        |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>營業收入</b>   | <b>115,373</b> | <b>131,241</b> | <b>183,187</b> | <b>266,019</b> | <b>364,629</b> |
| 營業成本          | (99,058)       | (112,949)      | (140,316)      | (181,054)      | (232,660)      |
| <b>營業毛利</b>   | <b>16,315</b>  | <b>18,292</b>  | <b>42,871</b>  | <b>84,965</b>  | <b>131,969</b> |
| 營業費用          | (11,331)       | (11,946)       | (16,372)       | (21,688)       | (26,792)       |
| <b>營業利益</b>   | <b>4,984</b>   | <b>6,347</b>   | <b>26,499</b>  | <b>63,277</b>  | <b>105,178</b> |
| <b>總營業外收入</b> | <b>2,338</b>   | <b>2,363</b>   | <b>4,833</b>   | <b>4,132</b>   | <b>4,132</b>   |
| 利息收入          | 1,280          | 1,287          | 1,168          | 1,132          | 1,132          |
| 投資利益淨額        | 49             | 58             | -              | -              | -              |
| 其他營業外收入       | 1,010          | 1,018          | 3,666          | 3,000          | 3,000          |
| <b>總營業外費用</b> | <b>(134)</b>   | <b>(210)</b>   | <b>1,855</b>   | <b>(1,404)</b> | <b>(1,404)</b> |
| 利息費用          | (786)          | (1,104)        | (1,051)        | (1,004)        | (1,004)        |
| 投資損失          | (21)           | (50)           | (10)           | -              | -              |
| 其他營業外費用       | 673            | 943            | 2,916          | (400)          | (400)          |
| <b>稅前純益</b>   | <b>7,188</b>   | <b>8,499</b>   | <b>33,188</b>  | <b>66,005</b>  | <b>107,906</b> |
| 所得稅費用[利益]     | (1,765)        | (1,277)        | (6,407)        | (12,733)       | (20,808)       |
| 少數股東損益        | (474)          | (877)          | (1,241)        | (1,293)        | (1,347)        |
| 非常項目          | 132            | 328            | 48             | -              | 10             |
| <b>稅後淨利</b>   | <b>5,082</b>   | <b>6,673</b>   | <b>25,588</b>  | <b>51,979</b>  | <b>85,760</b>  |
| <b>EBITDA</b> | <b>22,215</b>  | <b>25,119</b>  | <b>47,314</b>  | <b>85,582</b>  | <b>128,715</b> |
| 每股盈餘 (NT\$)   | 3.34           | 4.38           | 16.10          | 32.71          | 53.96          |

### 現金流量

| NT\$百萬           | Dec-24A         | Dec-25A         | Dec-26F         | Dec-27F         | Dec-28F         |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>營運活動之現金流量</b> | <b>10,294</b>   | <b>14,967</b>   | <b>35,426</b>   | <b>56,772</b>   | <b>88,653</b>   |
| 本期純益             | 5,082           | 6,673           | 25,588          | 51,979          | 85,760          |
| 折舊及攤提            | 17,231          | 18,773          | 20,815          | 22,305          | 23,537          |
| 本期運用資金變動         | (5,229)         | (4,449)         | (10,987)        | (17,511)        | (20,645)        |
| 其他營業資產及負債變動      | (6,791)         | (6,030)         | 10              | 0               | (0)             |
| <b>投資活動之現金流量</b> | <b>(29,230)</b> | <b>(23,018)</b> | <b>(34,556)</b> | <b>(28,701)</b> | <b>(28,696)</b> |
| 投資用短期投資出售[新購]    | (3,050)         | 1,807           | -               | -               | -               |
| 本期長期投資變動         | -               | (77)            | (39)            | (58)            | (48)            |
| 資本支出淨額           | (26,128)        | (25,617)        | (34,002)        | (28,123)        | (28,123)        |
| 其他資產變動           | (52)            | 870             | (515)           | (520)           | (525)           |
| <b>自由現金流</b>     | <b>(10,865)</b> | <b>(6,340)</b>  | <b>(3,305)</b>  | <b>27,220</b>   | <b>59,140</b>   |
| <b>融資活動之現金流量</b> | <b>8,336</b>    | <b>19,073</b>   | <b>18,799</b>   | <b>10,887</b>   | <b>(3,332)</b>  |
| 短期借款變動           | 4,827           | 4,331           | -               | -               | -               |
| 長期借款變動           | 8,388           | 9,950           | 9,169           | 9,559           | 9,364           |
| 現金增資             | -               | 2,150           | -               | -               | -               |
| 已支付普通股股息         | (4,575)         | (2,295)         | (3,151)         | (12,083)        | (24,544)        |
| 其他融資現金流          | (303)           | 4,938           | 12,781          | 13,410          | 11,849          |
| <b>匯率影響數</b>     | <b>1,494</b>    | <b>96</b>       | -               | -               | -               |
| <b>本期產生現金流量</b>  | <b>(9,106)</b>  | <b>11,118</b>   | <b>19,669</b>   | <b>38,958</b>   | <b>56,625</b>   |

### 投資回報率

|                   | Dec-24A     | Dec-25A     | Dec-26F      | Dec-27F      | Dec-28F      |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 1 - 營業成本/營業收入     |             |             |              |              |              |
| - 銷管費用/營業收入       | 9.8%        | 9.1%        | 8.9%         | 8.2%         | 7.3%         |
| <b>= 營業利益率</b>    | <b>4.3%</b> | <b>4.8%</b> | <b>14.5%</b> | <b>23.8%</b> | <b>28.8%</b> |
| 1 / (營業運用資金/營業收入) | (0.0)       | (0.0)       | (0.0)        | 0.0          | 0.0          |
| + 淨固定資產/營業收入      | 1.0         | 1.0         | 0.8          | 0.5          | 0.4          |
| + 什項資產/營業收入       | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>= 資本周轉率</b>    | <b>1.0</b>  | <b>1.1</b>  | <b>1.3</b>   | <b>1.8</b>   | <b>2.2</b>   |
| 營業利益率             | 4.3%        | 4.8%        | 14.5%        | 23.8%        | 28.8%        |
| x 資本周轉率           | 1.0         | 1.1         | 1.3          | 1.8          | 2.2          |
| x (1 - 有效現金稅率)    | 75.5%       | 85.0%       | 80.7%        | 80.7%        | 80.7%        |
| <b>= 稅後 ROIC</b>  | <b>3.2%</b> | <b>4.4%</b> | <b>15.4%</b> | <b>34.0%</b> | <b>51.6%</b> |

資料來源：公司資料，凱基

## 增加持股・維持

|                    |       |
|--------------------|-------|
| 收盤價 July 20 (NT\$) | 1,105 |
| 12 個月目標價 (NT\$)    | 1,480 |
| 前次目標價 (NT\$)       | 600   |
| 調升 (%)             | 146.7 |
| 上漲空間 (%)           | 33.9  |

## 焦點內容

- 2Q26 漲價效應可望帶動毛利率優預期。
- ASIC 與高階交換機帶來營運動能。
- ABF 載板 2027-28 進入結構性供需失衡的擴大期。

## 交易資料表

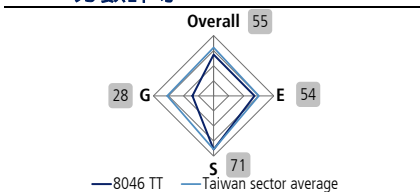
|                        |               |
|------------------------|---------------|
| 市值：(NT\$bn/US\$mn)     | 714 / 22,013  |
| 流通在外股數 (百萬股)：          | 646           |
| 外資持有股數 (百萬股)：          | 85            |
| 3M 平均成交量 (百萬股)：        | 12.82         |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 163.0 - 1,415 |

| 股價表現     | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|-------|-------|
| 絕對表現 (%) | 38.8 | 223.6 | 546.2 |
| 相對表現 (%) | 23.9 | 189.9 | 464.7 |

## 每股盈餘

| NT\$ | 1Q    | 2Q      | 3Q    | 4Q     |
|------|-------|---------|-------|--------|
| 2025 | 0.32A | (0.29)A | 1.12A | 1.86A  |
| 2026 | 2.03A | 3.41F   | 4.71F | 7.12F  |
| 2027 | 8.33F | 9.40F   | 9.74F | 11.42F |

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

# 南電

(8046.TW/8046 TT)



## 漲價效應帶動 2Q26 營收優預期

### 重要訊息

6 月營收 46.8 億，月增 5.5%，年增 50%，2Q26 營收達 135.8 億元，季增 21.5%、年增率 42%，達成我們預估 107%，優於預期。

### 評論及分析

**2Q26 漲價效應可望帶動毛利率優預期。**受惠高階交換器與記憶體需求，加上售價漲幅優於 1Q26，1Q26 ABF、BT 分別佔營收 55-60%、30-35%。而 1H26 ABF 利用率均維持在 80-85%；BT 載板則接近滿載，PCB 仍為消費型產品為主且處於虧損，公司計畫逐步將產能轉移至 BT 載板，我們上調 2Q26 毛利率至 22.6%，獲利上調 25%達每股盈餘 3.41 元。

**ASIC 與高階交換機帶來營運動能。**AI 與資料中心(800G 交換器)應用約佔 ABF 營收 60%。公司的策略將專注於前代 ASIC 晶片與高階交換器。在高階交換器 (800G/1.6T) 市場，市佔率瞄準 50-70%。目前 ABF 逾半產能可支援大 body size，擴產規劃中新產能預計要到 2029 年，因此 2026-28 年主要靠產能升級使產品規格提升。

**ABF 載板 2027-28 進入結構性供需失衡的擴大期。**我們認為 2027-28 T-glass 玻纖布供應量可望在 Nittobo (日) 逐步開出下加上替代料供應驗證完畢，上游原物料瓶頸緩解後幫助 ABF 產能於 2H27 後加速開出，但高階 ABF 載板往大尺寸及高層數化發展，使需求增速高於供給下，推估 2027-28 年預估轉為供不應求，缺口將高達 22%、29%。此外，BT 產能在台系及韓系 2-3 家廠商陸續減少供給轉往 ABF 產能下，即使在 T-glass 玻纖布供給開出下，2027 漲價趨勢仍可延續。

### 投資建議

有鑑於 2027-28 年 ABF 載板正步入缺口擴大上升週期，驅動漲價效應擴大及組合優化，我們上調 2026-27 獲利 23%、50%，並預估 2028 獲利年增 58%，維持「增加持股」評等，目標價上調至 1480 元，相當於 2027 年每股盈餘 38 倍本益比。

### 投資風險

大幅擴產下價格壓力，終端需求不如預期。

### 主要財務數據及估值

|               | Dec-24A  | Dec-25A  | Dec-26F  | Dec-27F  | Dec-28F  |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入 (NT\$百萬) | 32,283   | 40,173   | 59,052   | 88,409   | 123,313  |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 358      | 3,647    | 15,117   | 33,097   | 51,935   |
| 營業利益 (NT\$百萬) | (1,267)  | 1,982    | 12,995   | 30,380   | 48,360   |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 204      | 1,947    | 11,157   | 25,125   | 39,642   |
| 每股盈餘 (NT\$)   | 0.32     | 3.01     | 17.27    | 38.88    | 61.35    |
| 每股現金股利 (NT\$) | 1.00     | 2.00     | 10.36    | 23.33    | 36.81    |
| 每股盈餘成長率 (%)   | (96.5)   | 855.6    | 473.1    | 125.2    | 57.8     |
| 本益比 (x)       | 3,504.8  | 366.8    | 64.0     | 28.4     | 18.0     |
| 股價淨值比 (x)     | 15.7     | 15.5     | 12.9     | 9.7      | 7.2      |
| EV/EBITDA (x) | 134.5    | 78.6     | 34.6     | 17.4     | 11.4     |
| 淨負債比率 (%)     | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 殖利率 (%)       | 0.1      | 0.2      | 0.9      | 2.1      | 3.3      |
| 股東權益報酬率 (%)   | 0.4      | 4.3      | 22.0     | 38.9     | 45.7     |

資料來源：公司資料、凱基

圖 1: 2Q26 及 3Q26 財測修正暨市場共識比較

| 百萬元      | 2Q26F  |        |         |        |         | 3Q26F  |        |         |        |         |
|----------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|---------|
|          | 修正後    | 修正前    | 調幅 (%)  | 市場共識   | 差異 (%)  | 修正後    | 修正前    | 調幅 (%)  | 市場共識   | 差異 (%)  |
| 營收       | 13,575 | 12,677 | 7.1     | 13,393 | 1.4     | 15,965 | 15,366 | 3.9     | 16,073 | (0.7)   |
| 毛利       | 3,043  | 2,427  | 25.4    | 2,714  | 12.1    | 4,333  | 3,497  | 23.9    | 3,848  | 12.6    |
| 營業利益     | 2,539  | 1,953  | 30.0    | 2,422  | 4.8     | 3,757  | 2,967  | 26.6    | 3,614  | 4.0     |
| 稅後淨利     | 2,203  | 1,759  | 25.2    | 2,035  | 8.2     | 3,045  | 2,463  | 23.6    | 3,004  | 1.4     |
| 每股盈餘 (元) | 3.41   | 2.72   | 25.2    | 3.24   | 5.3     | 4.71   | 3.81   | 23.6    | 4.70   | 0.3     |
| 毛利率 (%)  | 22.4   | 19.1   | 3.3 pts | 20.3   | 2.1 pts | 27.1   | 22.8   | 4.4 pts | 23.9   | 3.2 pts |
| 營利率 (%)  | 18.7   | 15.4   | 3.3 pts | 18.1   | 0.6 pts | 23.5   | 19.3   | 4.2 pts | 22.5   | 1.1 pts |
| 淨利率 (%)  | 16.2   | 13.9   | 2.3 pts | 15.2   | 1.0 pts | 19.1   | 16.0   | 3.0 pts | 18.7   | 0.4 pts |

資料來源: Bloomberg ; 凱基預估

圖 2: 2026-27 財測修正暨市場共識比較

| 百萬元      | 2026F  |        |         |        |         | 2027F  |        |         |        |         |
|----------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|---------|
|          | 修正後    | 修正前    | 調幅 (%)  | 市場共識   | 差異 (%)  | 修正後    | 修正前    | 調幅 (%)  | 市場共識   | 差異 (%)  |
| 營收       | 59,052 | 55,879 | 5.7     | 58,565 | 0.8     | 88,409 | 73,378 | 20.5    | 94,809 | (6.8)   |
| 毛利       | 15,117 | 12,146 | 24.5    | 13,311 | 13.6    | 33,097 | 22,247 | 48.8    | 32,984 | 0.3     |
| 營業利益     | 12,995 | 10,178 | 27.7    | 12,121 | 7.2     | 30,380 | 19,812 | 53.3    | 31,373 | (3.2)   |
| 稅後淨利     | 11,157 | 9,084  | 22.8    | 10,301 | 8.3     | 25,125 | 16,763 | 49.9    | 26,055 | (3.6)   |
| 每股盈餘 (元) | 17.27  | 14.06  | 22.8    | 15.51  | 11.3    | 38.88  | 25.94  | 49.9    | 38.98  | (0.2)   |
| 毛利率 (%)  | 25.6   | 21.7   | 3.9 pts | 22.7   | 2.9 pts | 37.4   | 30.3   | 7.1 pts | 34.8   | 2.6 pts |
| 營利率 (%)  | 22.0   | 18.2   | 3.8 pts | 20.7   | 1.3 pts | 34.4   | 27.0   | 7.4 pts | 33.1   | 1.3 pts |
| 淨利率 (%)  | 18.9   | 16.3   | 2.6 pts | 17.6   | 1.3 pts | 28.4   | 22.8   | 5.6 pts | 27.5   | 0.9 pts |

資料來源: Bloomberg ; 凱基預估

圖 3: 同業比較 – 投資評價

| 公司     | 代號        | 市值     | 股價          | EPS (當地貨幣) |           |           | PE (x) |       |       | PB (x) |       |       | ROE (%) |       |       | 股息殖利率 (%) |       |       |
|--------|-----------|--------|-------------|------------|-----------|-----------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|        |           | 美金百萬元  | 當地貨幣        | 2025       | 2026F     | 2027F     | 2025   | 2026F | 2027F | 2025   | 2026F | 2027F | 2025    | 2026F | 2027F | 2025      | 2026F | 2027F |
| 南電     | 8046 TT   | 22,125 | 1,105.0     | 3.01       | 17.27     | 38.88     | 366.8  | 64.0  | 28.4  | 15.5   | 12.9  | 9.7   | 4.3     | 22.0  | 38.9  | 0.2       | 0.9   | 2.1   |
| 華通     | 2313 TT   | 7,349  | 199.0       | 5.51       | 8.04      | 12.88     | 36.1   | 24.7  | 15.4  | 5.0    | 4.3   | 3.68  | 14.2    | 18.7  | 25.8  | 1.4       | 2.0   | 3.2   |
| 景碩     | 3189 TT   | 11,086 | 679.0       | 3.51       | 10.92     | 25.93     | 193.7  | 62.2  | 26.2  | 9.5    | 7.5   | 6.2   | 5.0     | 15.6  | 30.0  | 0.3       | 0.8   | 1.9   |
| 欣興     | 3037 TT   | 36,925 | 750.0       | 4.38       | 16.10     | 32.71     | 171.2  | 46.6  | 22.9  | 12.7   | 9.1   | 6.9   | 6.9     | 22.6  | 35.8  | 0.3       | 1.0   | 2.0   |
| Ibiden | 4062 JP   | 27,233 | 15,685.0    | 192.61     | 255.83    | 383.82    | 81.4   | 61.3  | 40.9  | 7.6    | 7.2   | 6.1   | 10.5    | 12.1  | 17.1  | 10.5      | 0.2   | 0.2   |
| SEMCO  | 009150 KS | 65,628 | 1,302,000.0 | 9,345.00   | 18,703.57 | 39,038.35 | 139.3  | 69.6  | 33.4  | 9.6    | 9.2   | 7.4   | 8.7     | 13.8  | 23.2  | 8.7       | 0.1   | 0.2   |

資料來源: Bloomberg ; 凱基

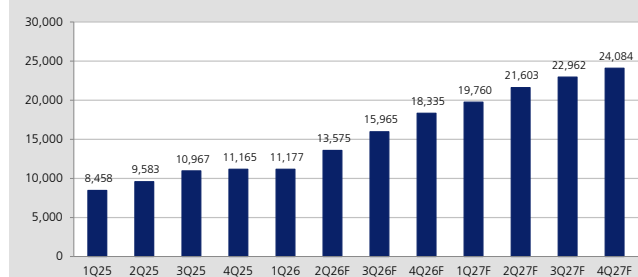
圖 4: 公司概況

南亞電路成立於 1997 年，2001 年開始對覆晶載板投產，2002 年開始於大陸昆山廠量產 PCB。2022 年產品營收佔比依技術應用區分約為 ABF 59%，BT 26%，PCB 15%。2022 年依終端應用則為 PC 20%，網通 46%，消費性電子 17%，汽車電子 8%，其他(AI/HPC) 8%。2022 年月產能 ABF 4,100 萬顆、BT 約 60 萬平方呎、PCB 板約 90 萬平方呎 (HDI 為 36 萬)。主要客戶包括博通(美)、輝達(美)、超微半導體(美)、蘋果(美)。

資料來源：凱基

圖 6: 季營業收入

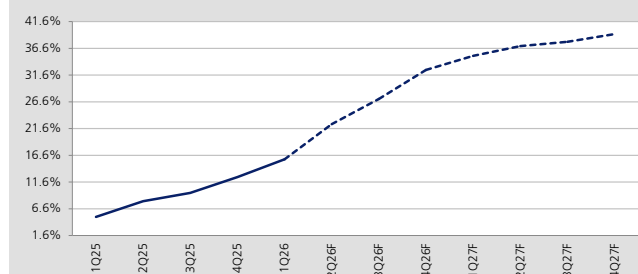
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 8: 毛利率

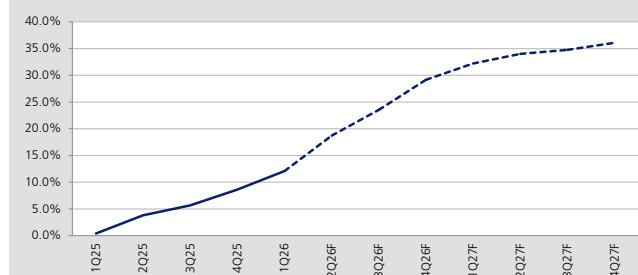
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 營業利潤率

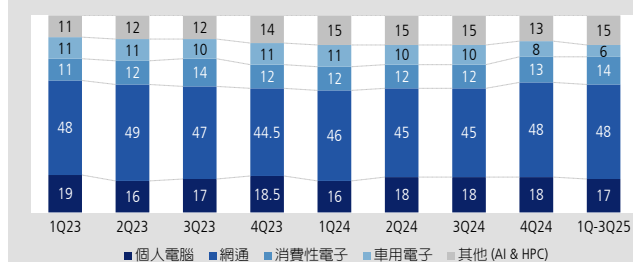
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 5: AI、GPU 及 5G 需求使網通產品營收占比逐年放大

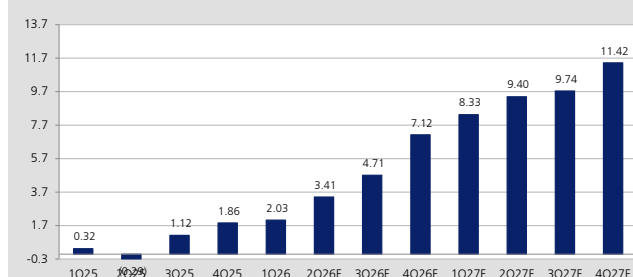
產品比重，百分比



資料來源：公司資料：凱基

圖 7: 每股盈利

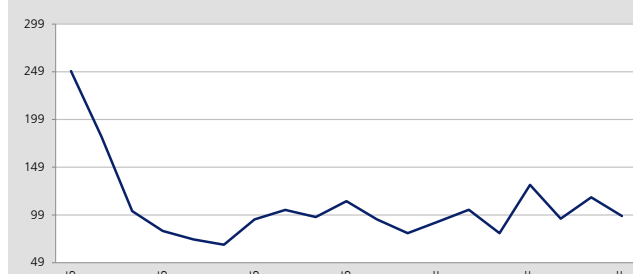
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 9: 本益比

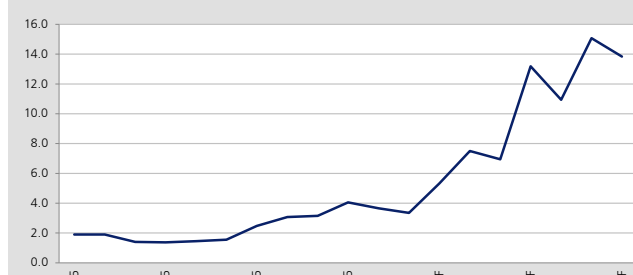
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 11: 股價淨值比

股價淨值比，倍

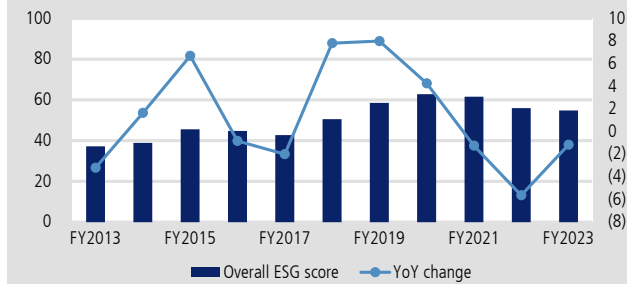


資料來源：凱基



圖 12：ESG 整體分數

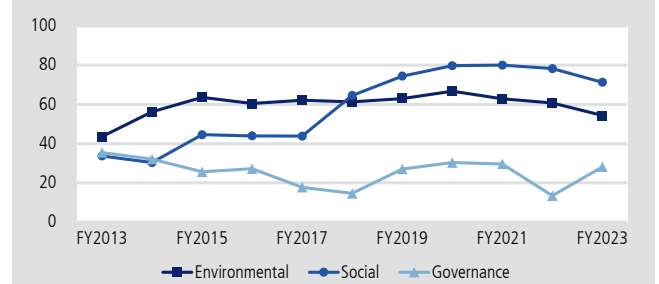
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 13：ESG 各項分數

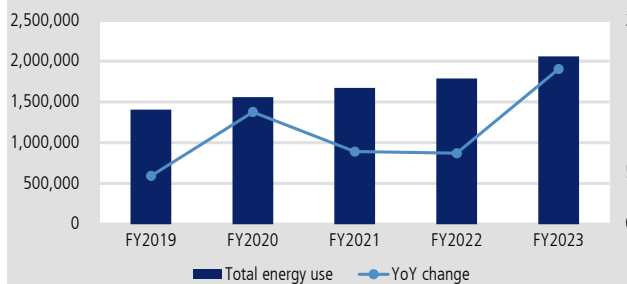
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 14：能源消耗

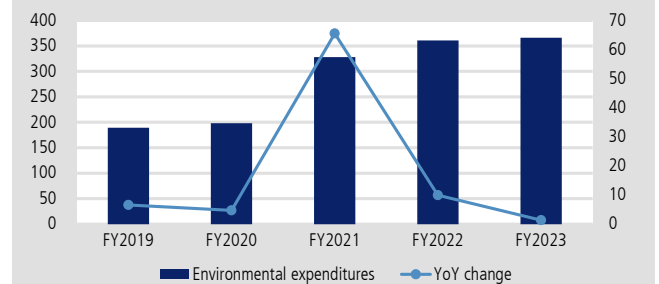
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15：環境支出

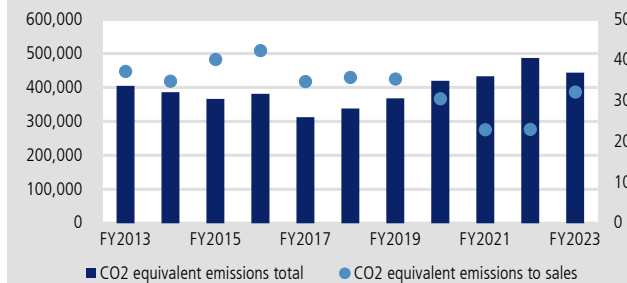
環境支出，百萬元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16：碳排放量

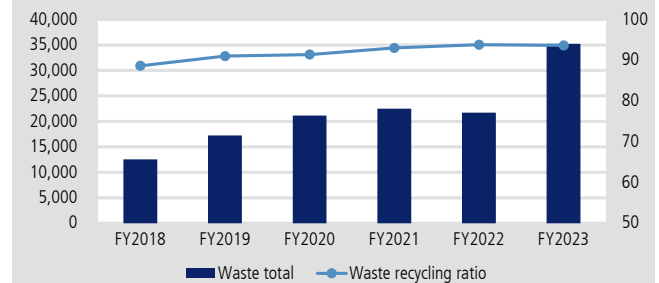
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 17：廢棄物總量

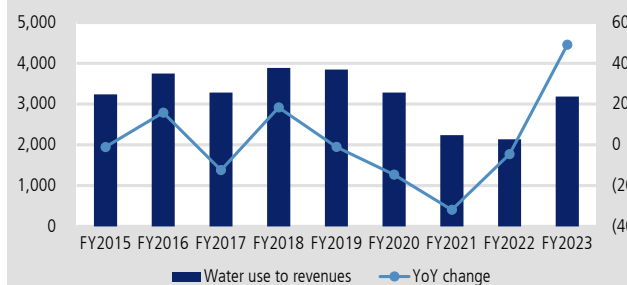
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 18：耗水量

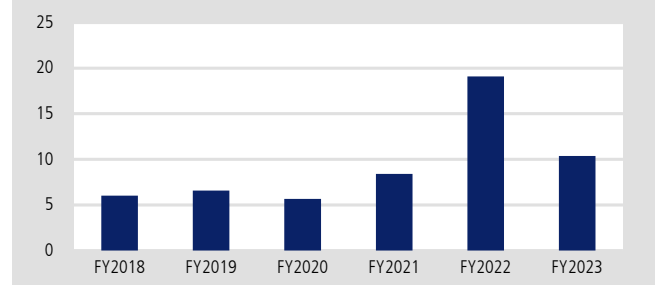
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 19：員工流動率

員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料



## ESG 圖表定義

| 項目           | 定義                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 說明 |
|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 能源使用         | <p>直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司運營範圍內消耗之能源總量</li> <li>- 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量</li> <li>- 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源</li> <li>- 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產）</li> <li>- 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下</li> </ul> |    |
| 購買之再生能源      | <p>Primary 再生能源購買總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量</li> <li>- 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源</li> </ul>                                                                                                               |    |
| 再生能源使用率      | <p>再生能源占總能源消耗量之比例</p>                                                                                                                                                                                                                                                                            |    |
| CO2 約當排放量    | <p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量）</li> <li>- 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)</li> </ul>                                                                                     |    |
| CO2 約當排放量營收比 | <p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量）</li> <li>- 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)</li> </ul>                                                                             |    |
| 廢棄物總量        | <p>廢棄物總量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物</li> <li>- 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量</li> <li>- 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內</li> </ul>                                                                                             |    |
| 廢棄物回收率       | <p>公司呈報的廢棄物回收率</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100</li> <li>- 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收</li> <li>- 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物</li> </ul>                                                                                                                             |    |
| 總取水量         | <p>總取水量(立方公尺)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量</li> <li>- 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮</li> </ul>                                                                                                                                                  |    |
| 環保支出         | <p>環保支出總金額</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出</li> </ul>                                                                                                                                                                           |    |
| 員工流動率        | <p>員工流動率</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期</li> <li>- 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100</li> <li>- 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2</li> <li>- 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數</li> </ul>                               |    |
| 女性經理         | <p>女性經理百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 女性經理占公司經理的百分比</li> <li>- 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比</li> <li>- 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100</li> </ul>                                                                                                                         |    |
| 女性員工         | <p>女性員工百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 女性員工占公司員工總數的百分比</li> <li>- 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100</li> </ul>                                                                                                                                                                            |    |
| 教育訓練總時數      | <p>所有員工教育訓練總時數</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 僅考慮員工教育訓練時數</li> <li>- 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展）</li> <li>- 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作</li> </ul>                                                                                                              |    |
| 每位員工教育訓練時數   | <p>平均每年每位員工總教育訓練時數</p>                                                                                                                                                                                                                                                                           |    |

資料來源：Refinitiv：凱基

## 損益表

|                     | 季度      |          |          |          |          |          |          |          | 年度       |          |          |
|---------------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|                     | Mar-26A | Jun-26F  | Sep-26F  | Dec-26F  | Mar-27F  | Jun-27F  | Sep-27F  | Dec-27F  | Dec-26F  | Dec-27F  | Dec-28F  |
| <b>損益表 (NT\$百萬)</b> |         |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 營業收入                | 11,177  | 13,575   | 15,965   | 18,335   | 19,760   | 21,603   | 22,962   | 24,084   | 59,052   | 88,409   | 123,313  |
| 營業成本                | (9,406) | (10,532) | (11,632) | (12,365) | (12,806) | (13,604) | (14,276) | (14,626) | (43,935) | (55,312) | (71,379) |
| 營業毛利                | 1,771   | 3,043    | 4,333    | 5,971    | 6,954    | 7,998    | 8,687    | 9,458    | 15,117   | 33,097   | 51,935   |
| 營業費用                | (419)   | (504)    | (575)    | (624)    | (590)    | (652)    | (709)    | (766)    | (2,122)  | (2,717)  | (3,575)  |
| 營業利益                | 1,352   | 2,539    | 3,757    | 5,346    | 6,364    | 7,346    | 7,977    | 8,692    | 12,995   | 30,380   | 48,360   |
| 折舊                  | (1,803) | (1,810)  | (1,810)  | (1,816)  | (2,246)  | (2,246)  | (2,246)  | (2,246)  | (7,239)  | (8,982)  | (9,341)  |
| 攤提                  | -       | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        |
| EBITDA              | 3,155   | 4,349    | 5,567    | 7,163    | 8,610    | 9,592    | 10,223   | 10,938   | 20,234   | 39,362   | 57,701   |
| 利息收入                | 37      | 37       | 37       | 37       | 37       | 37       | 37       | 37       | 148      | 148      | 148      |
| 投資利益淨額              | 13      | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | 13       | -        | -        |
| 其他營業外收入             | 87      | 160      | 160      | 160      | 160      | 160      | 160      | 160      | 567      | 640      | 640      |
| 總營業外收入              | 137     | 197      | 197      | 197      | 197      | 197      | 197      | 197      | 728      | 788      | 788      |
| 利息費用                | (3)     | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | (3)      | -        | -        |
| 投資損失                | -       | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        |
| 其他營業外費用             | 112     | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | 112      | -        | -        |
| 總營業外費用              | 109     | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | 109      | -        | -        |
| 稅前純益                | 1,598   | 2,736    | 3,954    | 5,543    | 6,561    | 7,543    | 8,174    | 8,889    | 13,832   | 31,168   | 49,148   |
| 所得稅費用[利益]           | (290)   | (534)    | (910)    | (942)    | (1,181)  | (1,471)  | (1,880)  | (1,511)  | (2,675)  | (6,043)  | (9,506)  |
| 少數股東損益              | -       | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        |
| 非常項目前稅後純益           | 1,309   | 2,203    | 3,045    | 4,601    | 5,380    | 6,073    | 6,294    | 7,378    | 11,157   | 25,125   | 39,642   |
| 非常項目                | 0       | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        |
| 稅後淨利                | 1,309   | 2,203    | 3,045    | 4,601    | 5,380    | 6,073    | 6,294    | 7,378    | 11,157   | 25,125   | 39,642   |
| 每股盈餘 (NT\$)         | 2.03    | 3.41     | 4.71     | 7.12     | 8.33     | 9.40     | 9.74     | 11.42    | 17.27    | 38.88    | 61.35    |
| <b>獲利率 (%)</b>      |         |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 營業毛利率               | 15.8    | 22.4     | 27.1     | 32.6     | 35.2     | 37.0     | 37.8     | 39.3     | 25.6     | 37.4     | 42.1     |
| 營業利益率               | 12.1    | 18.7     | 23.5     | 29.2     | 32.2     | 34.0     | 34.7     | 36.1     | 22.0     | 34.4     | 39.2     |
| EBITDA Margin       | 28.2    | 32.0     | 34.9     | 39.1     | 43.6     | 44.4     | 44.5     | 45.4     | 34.3     | 44.5     | 46.8     |
| 稅前純益率               | 14.3    | 20.2     | 24.8     | 30.2     | 33.2     | 34.9     | 35.6     | 36.9     | 23.4     | 35.3     | 39.9     |
| 稅後純益率               | 11.7    | 16.2     | 19.1     | 25.1     | 27.2     | 28.1     | 27.4     | 30.6     | 18.9     | 28.4     | 32.1     |
| <b>季成長率 (%)</b>     |         |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 營業收入                | 0.1     | 21.5     | 17.6     | 14.8     | 7.8      | 9.3      | 6.3      | 4.9      |          |          |          |
| 營業毛利                | 26.7    | 71.8     | 42.4     | 37.8     | 16.5     | 15.0     | 8.6      | 8.9      |          |          |          |
| 營業收益增長              | 40.4    | 87.8     | 48.0     | 42.3     | 19.0     | 15.4     | 8.6      | 9.0      |          |          |          |
| EBITDA              | 14.5    | 37.8     | 28.0     | 28.7     | 20.2     | 11.4     | 6.6      | 7.0      |          |          |          |
| 稅前純益                | 13.4    | 71.2     | 44.5     | 40.2     | 18.4     | 15.0     | 8.4      | 8.7      |          |          |          |
| 稅後純益                | 8.9     | 68.3     | 38.2     | 51.1     | 16.9     | 12.9     | 3.7      | 17.2     |          |          |          |
| <b>年成長率 (%)</b>     |         |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 營業收入                | 32.1    | 41.7     | 45.6     | 64.2     | 76.8     | 59.1     | 43.8     | 31.4     | 47.0     | 49.7     | 39.5     |
| 營業毛利                | 311.7   | 295.8    | 312.7    | 327.0    | 292.6    | 162.9    | 100.5    | 58.4     | 314.5    | 118.9    | 56.9     |
| 營業收益                | 3986.4  | 593.6    | 505.8    | 455.2    | 370.6    | 189.3    | 112.3    | 62.6     | 555.5    | 133.8    | 59.2     |
| EBITDA              | 83.9    | 111.3    | 137.2    | 159.9    | 172.9    | 120.6    | 83.6     | 52.7     | 128.0    | 94.5     | 46.6     |
| 稅前純益                | 524.0   |          | 336.0    | 293.5    | 310.5    | 175.7    | 106.7    | 60.4     | 489.7    | 125.3    | 57.7     |
| 稅後純益                | 530.7   |          | 320.1    | 282.8    | 311.1    | 175.7    | 106.7    | 60.4     | 473.1    | 125.2    | 57.8     |

資料來源：公司資料，凱基

### 資產負債表

| NT\$百萬        | Dec-24A       | Dec-25A       | Dec-26F       | Dec-27F        | Dec-28F        |
|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>資產總額</b>   | <b>62,938</b> | <b>61,207</b> | <b>76,917</b> | <b>105,305</b> | <b>141,137</b> |
| <b>流動資產</b>   | <b>20,675</b> | <b>23,623</b> | <b>28,509</b> | <b>53,531</b>  | <b>91,366</b>  |
| 現金及短期投資       | 8,587         | 8,706         | 8,076         | 24,539         | 51,952         |
| 存貨            | 4,101         | 5,068         | 6,096         | 7,674          | 9,876          |
| 應收帳款及票據       | 6,996         | 9,552         | 14,041        | 21,022         | 29,241         |
| 其他流動資產        | 991           | 296           | 296           | 296            | 296            |
| <b>非流動資產</b>  | <b>42,263</b> | <b>37,585</b> | <b>48,408</b> | <b>51,774</b>  | <b>49,772</b>  |
| 長期投資          | 460           | 500           | 505           | 473            | 441            |
| 固定資產          | 39,991        | 35,373        | 46,205        | 49,603         | 47,633         |
| 什項資產          | 1,813         | 1,711         | 1,698         | 1,698          | 1,698          |
| <b>負債總額</b>   | <b>17,488</b> | <b>15,085</b> | <b>21,546</b> | <b>31,351</b>  | <b>41,731</b>  |
| <b>流動負債</b>   | <b>6,664</b>  | <b>7,189</b>  | <b>13,650</b> | <b>23,455</b>  | <b>33,836</b>  |
| 應付帳款及票據       | 1,518         | 1,711         | 2,058         | 2,591          | 3,334          |
| 短期借款          | -             | -             | -             | -              | -              |
| 什項負債          | 5,147         | 5,478         | 11,592        | 20,864         | 30,501         |
| <b>長期負債</b>   | <b>10,824</b> | <b>7,896</b>  | <b>7,896</b>  | <b>7,896</b>   | <b>7,896</b>   |
| 長期借款          | -             | -             | -             | -              | -              |
| 其他負債及準備       | 9,607         | 6,909         | 6,909         | 6,909          | 6,909          |
| <b>股東權益總額</b> | <b>45,450</b> | <b>46,123</b> | <b>55,371</b> | <b>73,954</b>  | <b>99,406</b>  |
| 普通股股本         | 6,462         | 6,462         | 6,462         | 6,462          | 6,462          |
| 保留盈餘          | 11,601        | 13,482        | 17,233        | 25,679         | 39,006         |
| 少數股東權益        | -             | -             | -             | -              | -              |
| 優先股股東資金       | -             | -             | -             | -              | -              |

### 主要財務比率

|                              | Dec-24A  | Dec-25A  | Dec-26F  | Dec-27F  | Dec-28F  |
|------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>年成長率</b>                  |          |          |          |          |          |
| 營業收入                         | (23.6%)  | 24.4%    | 47.0%    | 49.7%    | 39.5%    |
| 營業收益增長                       | (120.0%) |          | 555.5%   | 133.8%   | 59.2%    |
| EBITDA                       | (57.5%)  | 70.9%    | 128.0%   | 94.5%    | 46.6%    |
| 稅後純益                         | (96.5%)  | 855.6%   | 473.1%   | 125.2%   | 57.8%    |
| 每股盈餘成長率                      | (96.5%)  | 855.6%   | 473.1%   | 125.2%   | 57.8%    |
| <b>獲利能力分析</b>                |          |          |          |          |          |
| 營業毛利率                        | 1.1%     | 9.1%     | 25.6%    | 37.4%    | 42.1%    |
| 營業利益率                        | (3.9%)   | 4.9%     | 22.0%    | 34.4%    | 39.2%    |
| EBITDA Margin                | 16.1%    | 22.1%    | 34.3%    | 44.5%    | 46.8%    |
| 稅後純益率                        | 0.6%     | 4.8%     | 18.9%    | 28.4%    | 32.1%    |
| 平均資產報酬率                      | 0.3%     | 3.1%     | 16.2%    | 27.6%    | 32.2%    |
| 股東權益報酬率                      | 0.4%     | 4.3%     | 22.0%    | 38.9%    | 45.7%    |
| <b>穩定 \ 償債能力分析</b>           |          |          |          |          |          |
| 毛負債比率 (%)                    | 0.0%     | 0.0%     | 0.0%     | 0.0%     | 0.0%     |
| 淨負債比率                        | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 利息保障倍數 (x)                   | 10.3     | 170.8    | 4,555.6  |          |          |
| 利息及短期債保障倍數 (x)               | 0.9      | 1.0      | 1.0      | 1.0      | 1.0      |
| Cash Flow Int. Coverage (x)  | 123.2    | 219.2    | 4,357.6  |          |          |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 123.2    | 219.2    | 4,357.6  |          |          |
| 流動比率 (x)                     | 3.1      | 3.3      | 2.1      | 2.3      | 2.7      |
| 速動比率 (x)                     | 2.5      | 2.6      | 1.6      | 2.0      | 2.4      |
| 淨負債 (NT\$百萬)                 | (8,481)  | (8,590)  | (7,959)  | (24,422) | (51,835) |
| <b>每股資料分析</b>                |          |          |          |          |          |
| 每股盈餘 (NT\$)                  | 0.32     | 3.01     | 17.27    | 38.88    | 61.35    |
| 每股現金盈餘 (NT\$)                | 3.34     | 4.68     | 20.48    | 40.41    | 60.88    |
| 每股淨值 (NT\$)                  | 70.34    | 71.38    | 85.69    | 114.45   | 153.84   |
| 調整後每股淨值 (NT\$)               | 70.34    | 71.38    | 85.69    | 114.45   | 153.84   |
| 每股營收 (NT\$)                  | 49.96    | 62.17    | 91.39    | 136.82   | 190.84   |
| EBITDA/Share (NT\$)          | 8.04     | 13.74    | 31.31    | 60.92    | 89.30    |
| 每股現金股利 (NT\$)                | 1.00     | 2.00     | 10.36    | 23.33    | 36.81    |
| <b>資產運用狀況</b>                |          |          |          |          |          |
| 資產周轉率 (x)                    | 0.48     | 0.65     | 0.86     | 0.97     | 1.00     |
| 應收帳款周轉天數                     | 79.3     | 86.8     | 86.8     | 86.8     | 86.8     |
| 存貨周轉天數                       | 47.0     | 50.6     | 50.6     | 50.6     | 50.6     |
| 應付帳款周轉天數                     | 17.4     | 17.1     | 17.1     | 17.1     | 17.1     |
| 現金轉換周轉天數                     | 108.9    | 120.3    | 120.3    | 120.3    | 120.3    |

資料來源：公司資料，凱基

### 損益表

| NT\$百萬        | Dec-24A        | Dec-25A       | Dec-26F       | Dec-27F       | Dec-28F        |
|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>營業收入</b>   | <b>32,283</b>  | <b>40,173</b> | <b>59,052</b> | <b>88,409</b> | <b>123,313</b> |
| 營業成本          | (31,926)       | (36,526)      | (43,935)      | (55,312)      | (71,379)       |
| <b>營業毛利</b>   | <b>358</b>     | <b>3,647</b>  | <b>15,117</b> | <b>33,097</b> | <b>51,935</b>  |
| 營業費用          | (1,624)        | (1,665)       | (2,122)       | (2,717)       | (3,575)        |
| <b>營業利益</b>   | <b>(1,267)</b> | <b>1,982</b>  | <b>12,995</b> | <b>30,380</b> | <b>48,360</b>  |
| <b>總營業外收入</b> | <b>897</b>     | <b>558</b>    | <b>728</b>    | <b>788</b>    | <b>788</b>     |
| 利息收入          | 255            | 158           | 148           | 148           | 148            |
| 投資利益淨額        | 30             | 20            | 13            | -             | -              |
| 其他營業外收入       | 612            | 380           | 567           | 640           | 640            |
| <b>總營業外費用</b> | <b>533</b>     | <b>(195)</b>  | <b>109</b>    | <b>-</b>      | <b>-</b>       |
| 利息費用          | (18)           | (14)          | (3)           | -             | -              |
| 投資損失          | -              | -             | -             | -             | -              |
| 其他營業外費用       | 550            | (181)         | 112           | -             | -              |
| <b>稅前純益</b>   | <b>163</b>     | <b>2,346</b>  | <b>13,832</b> | <b>31,168</b> | <b>49,148</b>  |
| 所得稅費用[利益]     | 41             | (399)         | (2,675)       | (6,043)       | (9,506)        |
| 少數股東損益        | -              | -             | -             | -             | -              |
| 非常項目          | -              | 0             | 0             | -             | -              |
| <b>稅後淨利</b>   | <b>204</b>     | <b>1,947</b>  | <b>11,157</b> | <b>25,125</b> | <b>39,642</b>  |
| <b>EBITDA</b> | <b>5,193</b>   | <b>8,876</b>  | <b>20,234</b> | <b>39,362</b> | <b>57,701</b>  |
| 每股盈餘 (NT\$)   | 0.32           | 3.01          | 17.27         | 38.88         | 61.35          |

### 現金流量

| NT\$百萬           | Dec-24A        | Dec-25A        | Dec-26F         | Dec-27F         | Dec-28F        |
|------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| <b>營運活動之現金流量</b> | <b>2,160</b>   | <b>3,027</b>   | <b>13,234</b>   | <b>26,113</b>   | <b>39,337</b>  |
| 本期純益             | 204            | 1,947          | 11,157          | 25,125          | 39,642         |
| 折舊及攤提            | 6,460          | 6,894          | 7,239           | 8,982           | 9,341          |
| 本期運用資金變動         | (1,779)        | (3,218)        | (5,170)         | (8,026)         | (9,678)        |
| 其他營業資產及負債變動      | (2,725)        | (2,596)        | 8               | 32              | 32             |
| <b>投資活動之現金流量</b> | <b>(2,602)</b> | <b>(1,723)</b> | <b>(18,070)</b> | <b>(12,380)</b> | <b>(7,371)</b> |
| 投資用短期投資出售[新購]    | -              | -              | -               | -               | -              |
| 本期長期投資變動         | -              | -              | -               | -               | -              |
| 資本支出淨額           | (2,379)        | (2,422)        | (18,070)        | (12,380)        | (7,371)        |
| 其他資產變動           | (223)          | 700            | -               | -               | -              |
| <b>自由現金流</b>     | <b>720</b>     | <b>2,899</b>   | <b>(5,519)</b>  | <b>13,066</b>   | <b>31,299</b>  |
| <b>融資活動之現金流量</b> | <b>(3,843)</b> | <b>(887)</b>   | <b>4,205</b>    | <b>2,730</b>    | <b>(4,553)</b> |
| 短期借款變動           | -              | -              | -               | -               | -              |
| 長期借款變動           | -              | -              | -               | -               | -              |
| 現金增資             | (3,554)        | (646)          | (1,292)         | (7,407)         | (16,679)       |
| 已支付普通股股息         | (289)          | (241)          | 5,498           | 10,137          | 12,126         |
| 其他融資現金流          | 436            | (309)          | -               | -               | -              |
| <b>匯率影響數</b>     | <b>(3,849)</b> | <b>109</b>     | <b>(631)</b>    | <b>16,463</b>   | <b>27,413</b>  |
| <b>本期產生現金流量</b>  | <b>(3,849)</b> | <b>109</b>     | <b>(631)</b>    | <b>16,463</b>   | <b>27,413</b>  |

### 投資回報率

|                  | Dec-24A       | Dec-25A     | Dec-26F      | Dec-27F      | Dec-28F      |
|------------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 1 - 營業成本/營業收入    |               |             |              |              |              |
| - 銷管費用/營業收入      | 5.0%          | 4.1%        | 3.6%         | 3.1%         | 2.9%         |
| <b>= 營業利益率</b>   | <b>(3.9%)</b> | <b>4.9%</b> | <b>22.0%</b> | <b>34.4%</b> | <b>39.2%</b> |
| 1 / (營業運用資金/營業收入 | 0.2           | 0.2         | 0.1          | 0.1          | 0.0          |
| + 淨固定資產/營業收入     | 1.2           | 0.9         | 0.8          | 0.6          | 0.4          |
| + 什項資產/營業收入)     | 0.0           | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>= 資本周轉率</b>   | <b>0.7</b>    | <b>0.9</b>  | <b>1.1</b>   | <b>1.6</b>   | <b>2.3</b>   |
| 營業利益率            | (3.9%)        | 4.9%        | 22.0%        | 34.4%        | 39.2%        |
| x 資本周轉率          | 0.7           | 0.9         | 1.1          | 1.6          | 2.3          |
| x (1 - 有效現金稅率)   | 124.9%        | 83.0%       | 80.7%        | 80.6%        | 80.7%        |
| <b>= 稅後 ROIC</b> | <b>(3.5%)</b> | <b>3.8%</b> | <b>19.8%</b> | <b>44.4%</b> | <b>73.3%</b> |

資料來源：公司資料，凱基



# 景碩

(3189.TW/3189 TT)



## 2Q26 季營優預期，引進策略客戶追加擴產至 2029

### 增加持股・維持

|                    |      |
|--------------------|------|
| 收盤價 July 20 (NT\$) | 679  |
| 12 個月目標價 (NT\$)    | 935  |
| 前次目標價 (NT\$)       | 650  |
| 調升 (%)             | 43.8 |
| 上漲空間 (%)           | 37.7 |

### 焦點內容

1. 2Q26 漲價效應持續，2H26 漲幅預期將更大。
2. 2028-29 引進策略客戶投資設備。
3. ABF 載板 2027-28 缺口擴大。

### 交易資料表

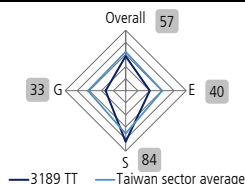
|                        |             |
|------------------------|-------------|
| 市值：(NT\$bn/US\$mn)     | 357.811,030 |
| 流通在外股數 (百萬股)：          | 527         |
| 外資持有股數 (百萬股)：          | 92          |
| 3M 平均成交量 (百萬股)：        | 16.53       |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 100.00 -891 |

| 股價表現     | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|-------|-------|
| 絕對表現 (%) | 57.7 | 228.8 | 572.3 |
| 相對表現 (%) | 42.8 | 195.1 | 490.8 |

### 每股盈餘

| NT\$ | 1Q    | 2Q    | 3Q    | 4Q    |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 2025 | 0.61A | 0.74A | 0.75A | 1.41A |
| 2026 | 1.17A | 2.22F | 3.19F | 4.46F |
| 2027 | 5.04F | 6.13F | 6.91F | 7.85F |

### ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

### 重要訊息

6 月營收 42.2 億，月增 0.6%。年增 32%。2Q26 營收 124.96 億元。季增 13%、年增 31%，達成我們預估 105%，優於預期。

### 評論及分析

**2Q26 漲價效應持續，2H26 漲幅預期將更大。**我們推估 2Q26 載板售價漲達 5%，優於原預估 3-5%，BT 漲幅高於 ABF，1Q26 ABF、BT 稼動率約 85%、75%，皆逐季成長，全年平均 90%、80%。2Q26 無現金增資費用影響，毛利率與費用率回歸正常的水準。而我們預期 3Q-4Q26 每季載板漲幅將高於 10%，帶動 3Q-4Q26 可望季增 10%以上。

**2028-29 引進策略客戶投資設備。**(1) 26-28 資本支出 80 億、100 億、100 億以上，其中 28-29 年擴充設備主要由客戶投資。26-29 ABF 月產能規劃 40、50、65、80 百萬顆。(2) 2026 ABF 組成預期：以總營收占比預估，CPU 5-10%、Gaming GPU 10%、PC 5-10%，其他包含 FPGA、AI ASIC、消費性電子等。其中 NVIDIA(美)、AMD(美) 約佔 15%、5-6%。

**ABF 載板 2027-28 缺口擴大。**我們認為 2027-28 T-glass 玻纖布供應量可望在 Nittobo (日) 逐步開出下加上替代料供應驗證完畢，上游原物料瓶頸緩解後幫助 ABF 產能於 2H27 後加速開出，但高階 ABF 載板往大尺寸及高層數化發展，使需求增速高於供給下，推估 2027-28 年預估轉為供不應求，缺口將高達 22%、29%。此外，BT 產能在台系及韓系廠商陸續減少供給轉往 ABF 產能下，即使在 T-glass 玻纖布供給開出下，2027 漲價趨勢仍可延續。

### 投資建議

有鑑於 2027-28 年 ABF 載板正步入缺口擴大上升週期，驅動漲價效應擴大及組合優化，我們上調 2026-27 獲利 37%、66%，並預估 2028 獲利年增 74%，維持「增加持股」評等、調升目標價至 935 元，相當於 2027 年每股盈餘 36 倍本益比。

### 投資風險

InFO 滲透率提高；SiP、PA 滲透率、AiP 放量及良率不如預期。

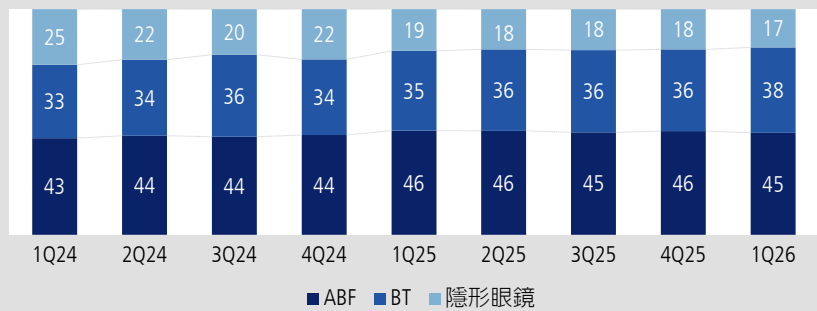
### 主要財務數據及估值

|               | Dec-24A | Dec-25A | Dec-26F  | Dec-27F  | Dec-28F  |
|---------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 營業收入 (NT\$百萬) | 30,535  | 39,351  | 54,187   | 75,982   | 103,337  |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 8,668   | 8,314   | 15,239   | 27,536   | 43,342   |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 1,095   | 2,670   | 8,239    | 18,259   | 30,777   |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 49      | 1,596   | 5,754    | 13,664   | 23,716   |
| 每股盈餘 (NT\$)   | 0.11    | 3.51    | 10.92    | 25.93    | 45.01    |
| 每股現金股利 (NT\$) | 1.00    | 1.75    | 5.46     | 12.97    | 22.50    |
| 每股盈餘成長率 (%)   | 2.5     | 3153.4  | 211.5    | 137.5    | 73.6     |
| 本益比 (x)       | 6,302.0 | 193.7   | 62.2     | 26.2     | 15.1     |
| 股價淨值比 (x)     | 9.8     | 9.5     | 7.5      | 6.2      | 4.9      |
| EV/EBITDA (x) | 54.2    | 39.9    | 27.9     | 16.1     | 10.3     |
| 淨負債比率 (%)     | 12.2    | 14.9    | Net cash | Net cash | Net cash |
| 殖利率 (%)       | 0.1     | 0.3     | 0.8      | 1.9      | 3.3      |
| 股東權益報酬率 (%)   | 0.2     | 5.0     | 15.6     | 30.0     | 41.7     |

資料來源：公司資料、凱基

圖 1: 景碩產品比重依技術別

營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 2: 1Q26 及 2Q26 財測修正暨市場共識比較

| 百萬元      | 2Q26F  |        |         |        |         | 3Q26F  |        |         |        |         |
|----------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|---------|
|          | 修正後    | 修正前    | 調幅 (%)  | 市場共識   | 差異 (%)  | 修正後    | 修正前    | 調幅 (%)  | 市場共識   | 差異 (%)  |
| 營收       | 12,496 | 11,879 | 5.2     | 12,519 | (0.2)   | 14,423 | 13,117 | 10.0    | 14,518 | (0.7)   |
| 毛利       | 3,335  | 3,105  | 7.4     | 3,201  | 4.2     | 4,262  | 3,615  | 17.9    | 3,984  | 7.0     |
| 營業利益     | 1,702  | 1,497  | 13.7    | 1,598  | 6.5     | 2,394  | 1,898  | 26.2    | 2,255  | 6.2     |
| 稅後淨利     | 1,170  | 1,006  | 16.3    | 1,079  | 8.4     | 1,683  | 1,282  | 31.3    | 1,631  | 3.2     |
| 每股盈餘 (元) | 2.22   | 2.20   | 0.8     | 2.24   | (1.0)   | 3.19   | 2.81   | 13.8    | 3.21   | (0.6)   |
| 毛利率 (%)  | 26.7   | 26.1   | 0.5 pts | 25.6   | 1.1 pts | 29.5   | 27.6   | 2.0 pts | 27.4   | 2.1 pts |
| 營利率 (%)  | 13.6   | 12.6   | 1.0 pts | 12.8   | 0.9 pts | 16.6   | 14.5   | 2.1 pts | 15.5   | 1.1 pts |
| 淨利率 (%)  | 9.4    | 8.5    | 0.9 pts | 8.6    | 0.7 pts | 11.7   | 9.8    | 1.9 pts | 11.2   | 0.4 pts |

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3: 2026-27 財測修正暨市場共識比較

| 百萬元      | 2026F  |        |         |        |         | 2027F  |        |         |        |         |
|----------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|---------|
|          | 修正後    | 修正前    | 調幅 (%)  | 市場共識   | 差異 (%)  | 修正後    | 修正前    | 調幅 (%)  | 市場共識   | 差異 (%)  |
| 營收       | 54,187 | 49,940 | 8.5     | 54,064 | 0.2     | 75,982 | 64,034 | 18.7    | 78,027 | (2.6)   |
| 毛利       | 15,239 | 13,516 | 12.7    | 14,127 | 7.9     | 27,536 | 20,033 | 37.5    | 24,535 | 12.2    |
| 營業利益     | 8,239  | 6,366  | 29.4    | 7,404  | 11.3    | 18,259 | 11,537 | 58.3    | 15,854 | 15.2    |
| 稅後淨利     | 5,754  | 4,186  | 37.4    | 5,551  | 3.7     | 13,664 | 8,239  | 65.8    | 12,709 | 7.5     |
| 每股盈餘 (元) | 10.92  | 9.16   | 19.2    | 10.19  | 7.1     | 25.93  | 18.04  | 43.8    | 23.43  | 10.7    |
| 毛利率 (%)  | 28.1   | 27.1   | 1.1 pts | 26.1   | 2.0 pts | 36.2   | 31.3   | 5.0 pts | 31.4   | 4.8 pts |
| 營利率 (%)  | 15.2   | 12.7   | 2.5 pts | 13.7   | 1.5 pts | 24.0   | 18.0   | 6.0 pts | 20.3   | 3.7 pts |
| 淨利率 (%)  | 10.6   | 8.4    | 2.2 pts | 10.3   | 0.4 pts | 18.0   | 12.9   | 5.1 pts | 16.3   | 1.7 pts |

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4: 同業比較 – 投資評價

| 公司     | 代號        | 市值     | 股價        | EPS (當地貨幣) |        |        | PE (x) |       |       | PB (x) |       |       | ROE (%) |       |       | 股息殖利率 (%) |       |       |
|--------|-----------|--------|-----------|------------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|        |           | 美金百萬元  | 當地貨幣      | 2025       | 2026F  | 2027F  | 2025   | 2026F | 2027F | 2025   | 2026F | 2027F | 2025    | 2026F | 2027F | 2025      | 2026F | 2027F |
| 景碩     | 3189 TT   | 11,086 | 679.0     | 3.51       | 10.92  | 25.93  | 193.7  | 62.2  | 26.2  | 9.5    | 7.5   | 6.2   | 5.0     | 15.6  | 30.0  | 0.3       | 0.8   | 1.9   |
| 華通     | 2313 TT   | 7,349  | 199.0     | 5.51       | 8.04   | 12.88  | 36.1   | 24.7  | 15.4  | 5.0    | 4.3   | 3.7   | 14.2    | 18.7  | 25.8  | 1.4       | 2.0   | 3.2   |
| 欣興     | 3037 TT   | 36,925 | 750.0     | 4.38       | 16.10  | 32.71  | 171.2  | 46.6  | 22.9  | 12.7   | 9.1   | 6.9   | 6.9     | 22.6  | 35.8  | 0.3       | 1.0   | 2.0   |
| 南電     | 8046 TT   | 22,125 | 1,105.0   | 3.01       | 17.27  | 38.88  | 366.8  | 64.0  | 28.4  | 15.5   | 12.9  | 9.7   | 4.3     | 22.0  | 38.9  | 0.2       | 0.9   | 2.1   |
| Ibiden | 4062 JP   | 27,231 | 15,685    | 192.6      | 255.8  | 383.8  | 81.4   | 61.3  | 40.9  | 7.6    | 7.2   | 6.1   | 12.2    | 12.1  | 17.1  | 0.2       | 0.2   | 0.2   |
| SEMCO  | 009150 KS | 65,679 | 1,303,000 | 9,345      | 18,704 | 39,038 | 139.4  | 69.7  | 33.4  | 9.9    | 9.2   | 7.4   | 7.6     | 13.8  | 23.2  | 0.2       | 0.2   | 0.4   |

資料來源：Bloomberg；凱基

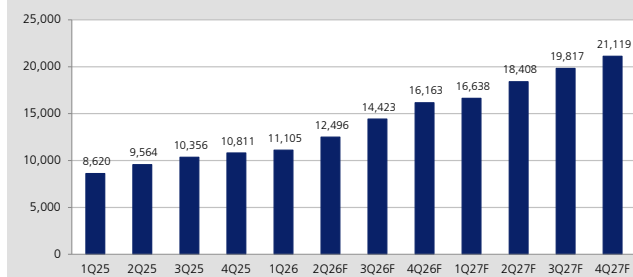
圖 5: 公司概況

景碩成立於 2000 年，為積體電路（IC）載板的世界級供應商，主要客戶為 Qualcomm(美)、Broadcom(美)、TI(美)、STM(中)、Marvell(美)、SanDisk(美)、Altera(美)及 Xilinx(美)等國際晶片大廠。公司 2024 年合併營收達 305 億元，ABF、BT、隱形眼鏡營收佔比分別為 44%、34%、22%。

資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

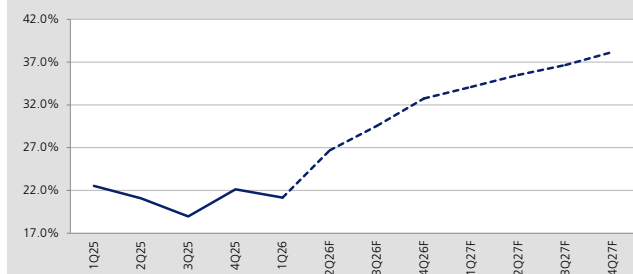
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

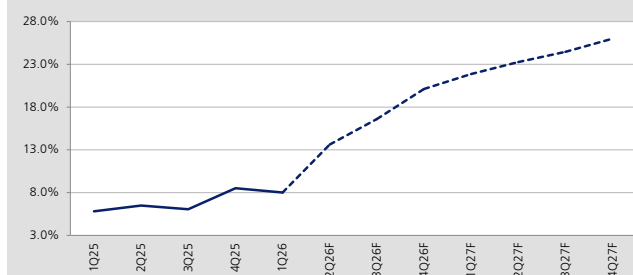
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

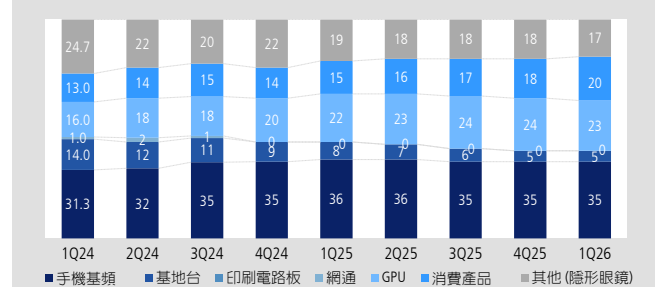
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 景碩產品比重

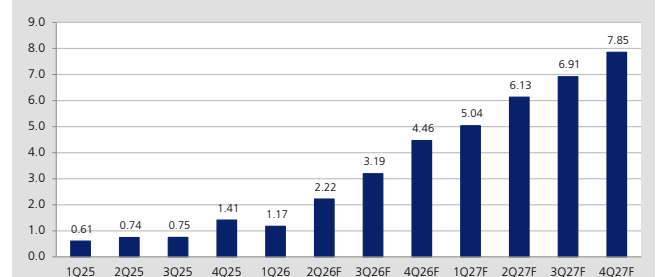
營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 每股盈利

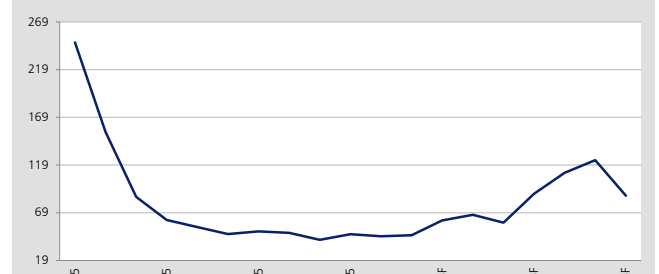
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

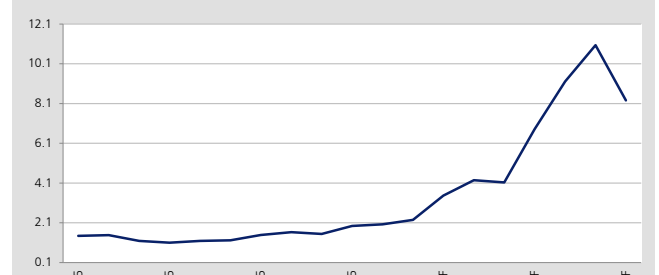
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比

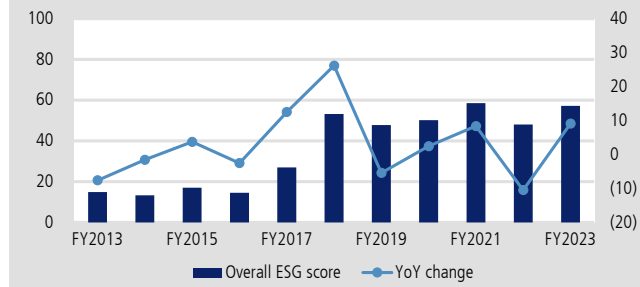
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 13：ESG 整體分數

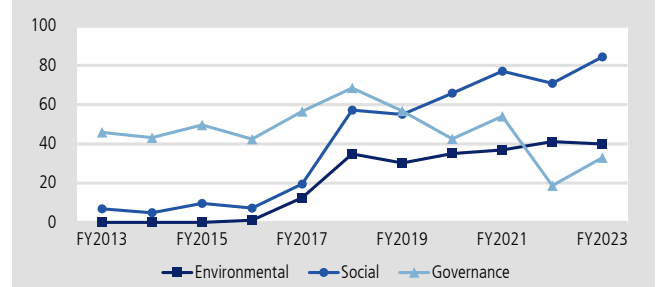
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 14：ESG 各項分數

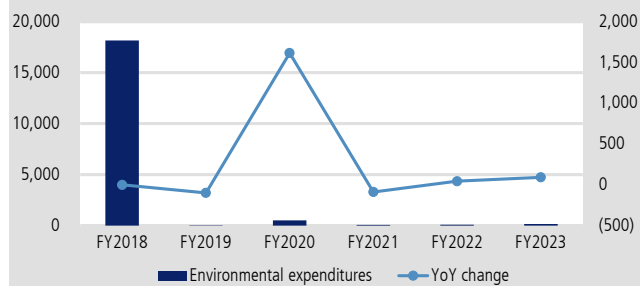
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15：環境支出

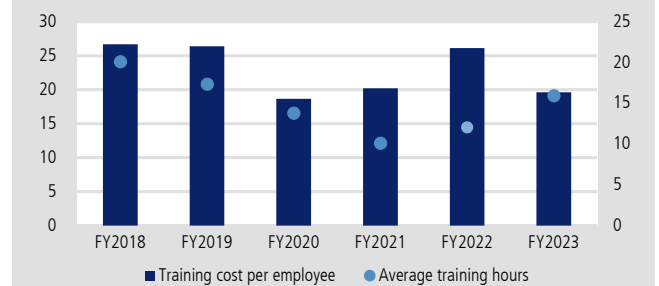
環境支出，百萬元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16：員工訓練

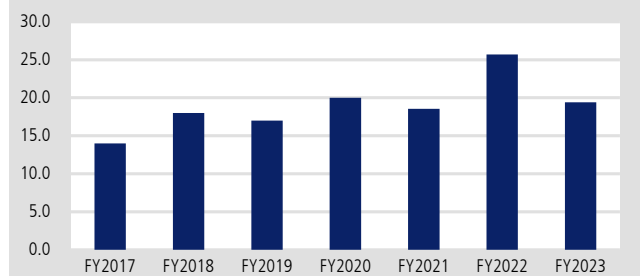
員工人均訓練成本，美元 (左軸)：人均年訓練時數，小時 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 17：員工流動率

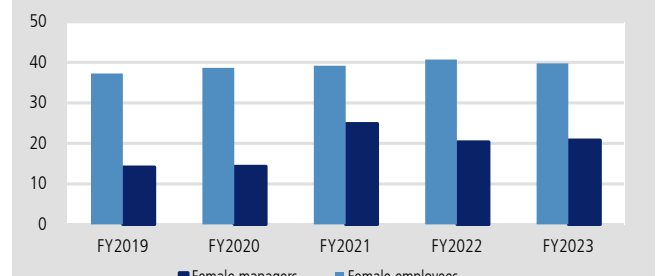
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 18：性別多樣性

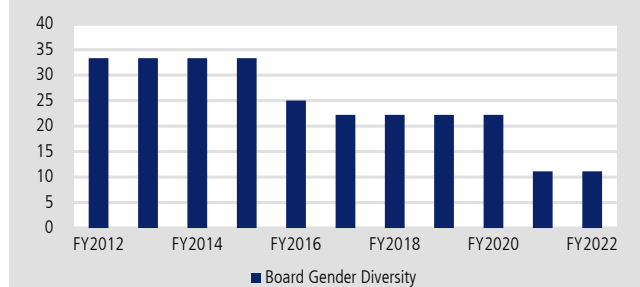
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 19：董事會性別多樣性

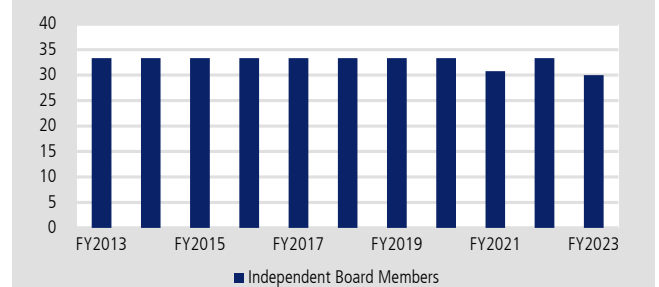
女性董事比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 20：獨立董事成員

獨立董事比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基



## ESG 圖表定義

| 項目           | 定義                                                                                                                                                                                                                 | 說明 |
|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 能源使用         | 直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)<br>- 公司運營範圍內消耗之能源總量<br>- 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量<br>- 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源<br>- 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產）<br>- 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下 |    |
| 購買之再生能源      | Primary 再生能源購買總量(十億焦耳)<br>- 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量<br>- 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源                                                                                             |    |
| 再生能源使用率      | 再生能源占總能源消耗量之比例                                                                                                                                                                                                     |    |
| CO2 約當排放量    | 直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)<br>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量）<br>- 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)                                                                   |    |
| CO2 約當排放量營收比 | 直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比<br>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量）<br>- 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)                                                           |    |
| 廢棄物總量        | 廢棄物總量(公噸)<br>- 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物<br>- 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量<br>- 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內                                                                                 |    |
| 廢棄物回收率       | 公司呈報的廢棄物回收率<br>- 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100<br>- 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收<br>- 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物                                                                                                                 |    |
| 總取水量         | 總取水量(立方公尺)<br>- 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量<br>- 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮                                                                                                                                |    |
| 環保支出         | 環保支出總金額<br>- 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出                                                                                                                                                   |    |
| 員工流動率        | 員工流動率<br>- 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期<br>- 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100<br>- 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2<br>- 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數                         |    |
| 女性經理         | 女性經理百分比<br>- 女性經理占公司經理的百分比<br>- 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比<br>- 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100                                                                                                             |    |
| 女性員工         | 女性員工百分比<br>- 女性員工占公司員工總數的百分比<br>- 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100                                                                                                                                                          |    |
| 教育訓練總時數      | 所有員工教育訓練總時數<br>- 僅考慮員工教育訓練時數<br>- 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展）<br>- 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作                                                                                                  |    |
| 每位員工教育訓練時數   | 平均每年每位員工總教育訓練時數                                                                                                                                                                                                    |    |

資料來源：Refinitiv：凱基



## 損益表

|               | 季度      |         |          |          |          |          |          |          | 年度       |          |          |
|---------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|               | Mar-26A | Jun-26F | Sep-26F  | Dec-26F  | Mar-27F  | Jun-27F  | Sep-27F  | Dec-27F  | Dec-26F  | Dec-27F  | Dec-28F  |
| 損益表 (NT\$百萬)  |         |         |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 營業收入          | 11,105  | 12,496  | 14,423   | 16,163   | 16,638   | 18,408   | 19,817   | 21,119   | 54,187   | 75,982   | 103,337  |
| 營業成本          | (8,755) | (9,162) | (10,161) | (10,870) | (10,966) | (11,873) | (12,551) | (13,056) | (38,948) | (48,446) | (59,995) |
| 營業毛利          | 2,349   | 3,335   | 4,262    | 5,293    | 5,672    | 6,535    | 7,266    | 8,063    | 15,239   | 27,536   | 43,342   |
| 營業費用          | (1,459) | (1,632) | (1,867)  | (2,041)  | (2,034)  | (2,253)  | (2,418)  | (2,572)  | (7,000)  | (9,277)  | (12,565) |
| 營業利益          | 891     | 1,702   | 2,394    | 3,252    | 3,638    | 4,282    | 4,848    | 5,491    | 8,239    | 18,259   | 30,777   |
| 折舊            | (1,974) | (1,851) | (1,851)  | (1,727)  | (1,997)  | (1,997)  | (1,997)  | (1,997)  | (7,402)  | (7,988)  | (8,215)  |
| 攤提            | (27)    | (22)    | (22)     | (16)     | (22)     | (22)     | (22)     | (22)     | (86)     | (87)     | (89)     |
| EBITDA        | 2,891   | 3,574   | 4,266    | 4,996    | 5,656    | 6,301    | 6,867    | 7,509    | 15,727   | 26,334   | 39,081   |
| 利息收入          | 83      | 100     | 100      | 100      | 100      | 100      | 100      | 100      | 383      | 400      | 400      |
| 投資利益淨額        | -       | -       | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        |
| 其他營業外收入       | 76      | 50      | 50       | 50       | 50       | 50       | 50       | 50       | 226      | 200      | 200      |
| 總營業外收入        | 159     | 150     | 150      | 150      | 150      | 150      | 150      | 150      | 609      | 600      | 600      |
| 利息費用          | (96)    | (103)   | (103)    | (103)    | (103)    | (103)    | (103)    | (103)    | (405)    | (412)    | (412)    |
| 投資損失          | (0)     | -       | -        | -        | -        | -        | -        | -        | (0)      | -        | -        |
| 其他營業外費用       | 11      | -       | -        | -        | -        | -        | -        | -        | 11       | -        | -        |
| 總營業外費用        | (85)    | (103)   | (103)    | (103)    | (103)    | (103)    | (103)    | (103)    | (394)    | (412)    | (412)    |
| 稅前純益          | 964     | 1,749   | 2,441    | 3,299    | 3,685    | 4,329    | 4,895    | 5,538    | 8,454    | 18,447   | 30,965   |
| 所得稅費用[利益]     | (89)    | (350)   | (469)    | (633)    | (700)    | (866)    | (954)    | (1,080)  | (1,541)  | (3,600)  | (6,043)  |
| 少數股東損益        | (327)   | (230)   | (290)    | (313)    | (331)    | (233)    | (297)    | (321)    | (1,159)  | (1,183)  | (1,207)  |
| 非常項目前稅後純益     | 549     | 1,170   | 1,683    | 2,353    | 2,653    | 3,230    | 3,643    | 4,137    | 5,754    | 13,664   | 23,716   |
| 非常項目          | 0       | -       | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        |
| 稅後淨利          | 549     | 1,170   | 1,683    | 2,353    | 2,653    | 3,230    | 3,643    | 4,137    | 5,754    | 13,664   | 23,716   |
| 每股盈餘 (NT\$)   | 1.17    | 2.22    | 3.19     | 4.46     | 5.04     | 6.13     | 6.91     | 7.85     | 10.92    | 25.93    | 45.01    |
| 獲利率 (%)       |         |         |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 營業毛利率         | 21.2    | 26.7    | 29.5     | 32.8     | 34.1     | 35.5     | 36.7     | 38.2     | 28.1     | 36.2     | 41.9     |
| 營業利益率         | 8.0     | 13.6    | 16.6     | 20.1     | 21.9     | 23.3     | 24.5     | 26.0     | 15.2     | 24.0     | 29.8     |
| EBITDA Margin | 26.0    | 28.6    | 29.6     | 30.9     | 34.0     | 34.2     | 34.6     | 35.6     | 29.0     | 34.7     | 37.8     |
| 稅前純益率         | 8.7     | 14.0    | 16.9     | 20.4     | 22.1     | 23.5     | 24.7     | 26.2     | 15.6     | 24.3     | 30.0     |
| 稅後純益率         | 4.9     | 9.4     | 11.7     | 14.6     | 15.9     | 17.5     | 18.4     | 19.6     | 10.6     | 18.0     | 22.9     |
| 季成長率 (%)      |         |         |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 營業收入          | 2.7     | 12.5    | 15.4     | 12.1     | 2.9      | 10.6     | 7.7      | 6.6      |          |          |          |
| 營業毛利          | (1.8)   | 41.9    | 27.8     | 24.2     | 7.1      | 15.2     | 11.2     | 11.0     |          |          |          |
| 營業收益增長        | (3.3)   | 91.1    | 40.7     | 35.8     | 11.9     | 17.7     | 13.2     | 13.3     |          |          |          |
| EBITDA        | 2.0     | 23.6    | 19.4     | 17.1     | 13.2     | 11.4     | 9.0      | 9.4      |          |          |          |
| 稅前純益          | (8.6)   | 81.3    | 39.6     | 35.1     | 11.7     | 17.5     | 13.1     | 13.1     |          |          |          |
| 稅後純益          | (14.5)  | 113.0   | 43.9     | 39.8     | 12.8     | 21.8     | 12.8     | 13.5     |          |          |          |
| 年成長率 (%)      |         |         |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 營業收入          | 28.8    | 30.7    | 39.3     | 49.5     | 49.8     | 47.3     | 37.4     | 30.7     | 37.7     | 40.2     | 36.0     |
| 營業毛利          | 21.0    | 65.4    | 117.0    | 121.2    | 141.4    | 96.0     | 70.5     | 52.3     | 83.3     | 80.7     | 57.4     |
| 營業收益          | 77.7    | 174.5   | 281.3    | 253.2    | 308.4    | 151.6    | 102.5    | 68.8     | 208.6    | 121.6    | 68.6     |
| EBITDA        | 29.7    | 48.2    | 74.9     | 76.3     | 95.7     | 76.3     | 60.9     | 50.3     | 58.6     | 67.4     | 48.4     |
| 稅前純益          | 37.8    | 182.4   | 242.5    | 212.6    | 282.1    | 147.5    | 100.5    | 67.8     | 173.8    | 118.2    | 67.9     |
| 稅後純益          | 98.9    | 245.9   | 395.9    | 266.2    | 383.1    | 176.2    | 116.5    | 75.8     | 260.6    | 137.5    | 73.6     |

資料來源：公司資料，凱基

## 資產負債表

| NT\$百萬        | Dec-24A       | Dec-25A       | Dec-26F       | Dec-27F        | Dec-28F        |
|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>資產總額</b>   | <b>79,435</b> | <b>79,973</b> | <b>91,871</b> | <b>105,647</b> | <b>124,532</b> |
| <b>流動資產</b>   | <b>29,677</b> | <b>28,938</b> | <b>40,225</b> | <b>51,978</b>  | <b>68,067</b>  |
| 現金及短期投資       | 16,676        | 16,336        | 23,828        | 30,335         | 39,971         |
| 存貨            | 2,981         | 4,828         | 6,059         | 7,537          | 9,308          |
| 應收帳款及票據       | 5,284         | 6,804         | 9,369         | 13,137         | 17,818         |
| 其他流動資產        | 4,735         | 970           | 970           | 970            | 970            |
| <b>非流動資產</b>  | <b>49,759</b> | <b>51,036</b> | <b>51,646</b> | <b>53,669</b>  | <b>56,466</b>  |
| 長期投資          | 100           | 138           | 138           | 138            | 138            |
| 固定資產          | 36,409        | 41,937        | 42,547        | 44,570         | 47,367         |
| 什項資產          | 13,249        | 8,961         | 8,961         | 8,961          | 8,961          |
| <b>負債總額</b>   | <b>39,557</b> | <b>38,600</b> | <b>40,807</b> | <b>44,812</b>  | <b>48,460</b>  |
| <b>流動負債</b>   | <b>16,990</b> | <b>20,106</b> | <b>22,719</b> | <b>27,740</b>  | <b>32,059</b>  |
| 應付帳款及票據       | 2,500         | 3,900         | 4,894         | 6,087          | 7,518          |
| 短期借款          | 5,468         | 7,251         | 6,786         | 6,651          | 6,312          |
| 什項負債          | 9,023         | 8,955         | 11,039        | 15,002         | 18,229         |
| <b>長期負債</b>   | <b>22,567</b> | <b>18,494</b> | <b>18,088</b> | <b>17,073</b>  | <b>16,400</b>  |
| 長期借款          | 13,779        | 11,197        | 10,792        | 9,776          | 9,104          |
| 其他負債及準備       | 8,714         | 7,219         | 7,219         | 7,219          | 7,219          |
| <b>股東權益總額</b> | <b>39,878</b> | <b>41,373</b> | <b>51,064</b> | <b>60,835</b>  | <b>76,073</b>  |
| 普通股股本         | 4,566         | 4,568         | 4,568         | 4,568          | 4,568          |
| 保留盈餘          | 14,832        | 16,121        | 18,992        | 25,809         | 39,452         |
| 少數股東權益        | 8,226         | 8,641         | 9,801         | 10,983         | 12,190         |
| 優先股股東資金       | -             | -             | -             | -              | -              |

## 主要財務比率

|                              | Dec-24A | Dec-25A | Dec-26F  | Dec-27F  | Dec-28F  |
|------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| <b>年成長率</b>                  |         |         |          |          |          |
| 營業收入                         | 13.8%   | 28.9%   | 37.7%    | 40.2%    | 36.0%    |
| 營業收益增長                       | 5.1%    | 143.7%  | 208.6%   | 121.6%   | 68.6%    |
| EBITDA                       | 13.1%   | 37.1%   | 58.6%    | 67.4%    | 48.4%    |
| 稅後純益                         | 2.9%    | 3164.4% | 260.6%   | 137.5%   | 73.6%    |
| 每股盈餘成長率                      | 2.5%    | 3153.4% | 211.5%   | 137.5%   | 73.6%    |
| <b>獲利能力分析</b>                |         |         |          |          |          |
| 營業毛利率                        | 28.4%   | 21.1%   | 28.1%    | 36.2%    | 41.9%    |
| 營業利益率                        | 3.6%    | 6.8%    | 15.2%    | 24.0%    | 29.8%    |
| EBITDA Margin                | 23.7%   | 25.2%   | 29.0%    | 34.7%    | 37.8%    |
| 稅後純益率                        | 0.2%    | 4.1%    | 10.6%    | 18.0%    | 22.9%    |
| 平均資產報酬率                      | 0.1%    | 2.0%    | 6.7%     | 13.8%    | 20.6%    |
| 股東權益報酬率                      | 0.2%    | 5.0%    | 15.6%    | 30.0%    | 41.7%    |
| <b>穩定 / 償債能力分析</b>           |         |         |          |          |          |
| 毛負債比率 (%)                    | 48.3%   | 44.6%   | 34.4%    | 27.0%    | 20.3%    |
| 淨負債比率                        | 12.2%   | 14.9%   | Net cash | Net cash | Net cash |
| 利息保障倍數 (x)                   | 5.1     | 8.9     | 21.9     | 45.8     | 76.2     |
| 利息及短期償保障倍數 (x)               | 0.2     | 0.3     | 0.5      | 0.7      | 0.8      |
| Cash Flow Int. Coverage (x)  | 19.5    | 20.7    | 25.8     | 42.9     | 65.5     |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 1.3     | 1.1     | 1.5      | 2.5      | 4.0      |
| 流動比率 (x)                     | 1.7     | 1.4     | 1.8      | 1.9      | 2.1      |
| 速動比率 (x)                     | 1.6     | 1.2     | 1.5      | 1.6      | 1.8      |
| 淨負債 (NT\$百萬)                 | 4,848   | 6,167   | (2,195)  | (9,853)  | (20,501) |
| <b>每股資料分析</b>                |         |         |          |          |          |
| 每股盈餘 (NT\$)                  | 0.11    | 3.51    | 10.92    | 25.93    | 45.01    |
| 每股現金盈餘 (NT\$)                | 16.98   | 17.78   | 19.81    | 33.57    | 51.24    |
| 每股淨值 (NT\$)                  | 69.31   | 71.66   | 90.33    | 109.13   | 139.85   |
| 調整後每股淨值 (NT\$)               | 69.76   | 71.89   | 78.31    | 94.61    | 121.24   |
| 每股營收 (NT\$)                  | 67.29   | 86.43   | 102.84   | 144.20   | 196.12   |
| EBITDA/Share (NT\$)          | 15.93   | 21.77   | 29.85    | 49.98    | 74.17    |
| 每股現金股利 (NT\$)                | 1.00    | 1.75    | 5.46     | 12.97    | 22.50    |
| <b>資產運用狀況</b>                |         |         |          |          |          |
| 資產周轉率 (x)                    | 0.39    | 0.49    | 0.63     | 0.77     | 0.90     |
| 應收帳款周轉天數                     | 63.3    | 63.1    | 63.1     | 63.1     | 63.1     |
| 存貨周轉天數                       | 49.9    | 56.8    | 56.8     | 56.8     | 56.8     |
| 應付帳款周轉天數                     | 41.8    | 45.9    | 45.9     | 45.9     | 45.9     |
| 現金轉換周轉天數                     | 71.4    | 74.0    | 74.0     | 74.0     | 74.0     |

資料來源：公司資料，凱基

## 損益表

| NT\$百萬        | Dec-24A       | Dec-25A       | Dec-26F       | Dec-27F       | Dec-28F        |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>營業收入</b>   | <b>30,535</b> | <b>39,351</b> | <b>54,187</b> | <b>75,982</b> | <b>103,337</b> |
| 營業成本          | (21,867)      | (31,037)      | (38,948)      | (48,446)      | (59,995)       |
| <b>營業毛利</b>   | <b>8,668</b>  | <b>8,314</b>  | <b>15,239</b> | <b>27,536</b> | <b>43,342</b>  |
| 營業費用          | (7,572)       | (5,645)       | (7,000)       | (9,277)       | (12,565)       |
| <b>營業利益</b>   | <b>1,095</b>  | <b>2,670</b>  | <b>8,239</b>  | <b>18,259</b> | <b>30,777</b>  |
| <b>總營業外收入</b> | <b>733</b>    | <b>783</b>    | <b>609</b>    | <b>600</b>    | <b>600</b>     |
| 利息收入          | 530           | 386           | 383           | 400           | 400            |
| 投資利益淨額        | 5             | -             | -             | -             | -              |
| 其他營業外收入       | 198           | 398           | 226           | 200           | 200            |
| <b>總營業外費用</b> | <b>(225)</b>  | <b>(366)</b>  | <b>(394)</b>  | <b>(412)</b>  | <b>(412)</b>   |
| 利息費用          | (394)         | (391)         | (405)         | (412)         | (412)          |
| 投資損失          | -             | (1)           | (0)           | -             | -              |
| 其他營業外費用       | 169           | 27            | 11            | -             | -              |
| <b>稅前純益</b>   | <b>1,603</b>  | <b>3,087</b>  | <b>8,454</b>  | <b>18,447</b> | <b>30,965</b>  |
| 所得稅費用 [利益]    | (272)         | (370)         | (1,541)       | (3,600)       | (6,043)        |
| 少數股東損益        | (1,282)       | (1,121)       | (1,159)       | (1,183)       | (1,207)        |
| 非常項目          | -             | 0             | 0             | -             | -              |
| <b>稅後淨利</b>   | <b>49</b>     | <b>1,596</b>  | <b>5,754</b>  | <b>13,664</b> | <b>23,716</b>  |
| <b>EBITDA</b> | <b>7,228</b>  | <b>9,914</b>  | <b>15,727</b> | <b>26,334</b> | <b>39,081</b>  |
| 每股盈餘 (NT\$)   | 0.11          | 3.51          | 10.92         | 25.93         | 45.01          |

## 現金流量

| NT\$百萬           | Dec-24A        | Dec-25A        | Dec-26F        | Dec-27F         | Dec-28F         |
|------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| <b>營運活動之現金流量</b> | <b>7,705</b>   | <b>8,093</b>   | <b>10,441</b>  | <b>17,686</b>   | <b>26,998</b>   |
| 本期純益             | 49             | 1,596          | 5,754          | 13,664          | 23,716          |
| 折舊及攤提            | 6,133          | 7,244          | 7,488          | 8,075           | 8,304           |
| 本期運用資金變動         | (905)          | (1,960)        | (2,802)        | (4,052)         | (5,021)         |
| 其他營業資產及負債變動      | 2,429          | 1,213          | 0              | 0               | (0)             |
| <b>投資活動之現金流量</b> | <b>(9,107)</b> | <b>(7,869)</b> | <b>(8,098)</b> | <b>(10,098)</b> | <b>(11,101)</b> |
| 投資用短期投資出售 [新購]   | 963            | (1,594)        | -              | -               | -               |
| 本期長期投資變動         | 396            | -              | -              | -               | -               |
| 資本支出淨額           | (10,408)       | (6,117)        | (8,012)        | (10,011)        | (11,012)        |
| 其他資產變動           | (58)           | (158)          | (86)           | (87)            | (89)            |
| <b>自由現金流</b>     | <b>(4,339)</b> | <b>1,433</b>   | <b>3,326</b>   | <b>8,620</b>    | <b>16,953</b>   |
| <b>融資活動之現金流量</b> | <b>996</b>     | <b>(3,270)</b> | <b>5,149</b>   | <b>(1,081)</b>  | <b>(6,261)</b>  |
| 短期借款變動           | 1,934          | (289)          | -              | -               | -               |
| 長期借款變動           | (310)          | (1,431)        | (871)          | (1,151)         | (1,011)         |
| 現金增資             | 137            | 13             | -              | -               | -               |
| 已支付普通股股息         | (454)          | (457)          | (800)          | (2,883)         | (6,846)         |
| 其他融資現金流          | (310)          | (1,107)        | 6,820          | 2,953           | 1,596           |
| <b>匯率影響數</b>     | <b>71</b>      | <b>(39)</b>    | -              | -               | -               |
| <b>本期產生現金流量</b>  | <b>(335)</b>   | <b>(3,084)</b> | <b>7,492</b>   | <b>6,507</b>    | <b>9,637</b>    |

## 投資回報率

|                   | Dec-24A     | Dec-25A     | Dec-26F      | Dec-27F      | Dec-28F      |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 1 - 營業成本/營業收入     | 24.8%       | 14.3%       | 12.9%        | 12.2%        | 12.2%        |
| - 銷管費用/營業收入       | 3.6%        | 6.8%        | 15.2%        | 24.0%        | 29.8%        |
| <b>= 營業利益率</b>    |             |             |              |              |              |
| 1 / (營業運用資金/營業收入) | 0.0         | (0.0)       | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| + 淨固定資產/營業收入      | 1.2         | 1.1         | 0.8          | 0.6          | 0.5          |
| + 什項資產/營業收入       | 0.4         | 0.2         | 0.1          | 0.1          | 0.1          |
| <b>= 資本周轉率</b>    | <b>0.6</b>  | <b>0.8</b>  | <b>1.1</b>   | <b>1.4</b>   | <b>1.8</b>   |
| 營業利益率             | 3.6%        | 6.8%        | 15.2%        | 24.0%        | 29.8%        |
| x 資本周轉率           | 0.6         | 0.8         | 1.1          | 1.4          | 1.8          |
| x (1 - 有效現金稅率)    | 83.0%       | 88.0%       | 81.8%        | 80.5%        | 80.5%        |
| <b>= 稅後 ROIC</b>  | <b>1.8%</b> | <b>4.7%</b> | <b>13.2%</b> | <b>27.6%</b> | <b>42.8%</b> |

資料來源：公司資料，凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

## 免責聲明

於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。