

勤凱(4760)

個股資料

評等：	買進
目標價：	74.00
收盤價：	66.60
每股淨值：	22.97
PER：	22.25
PBR：	2.90
外資持股：	0.88%
投信持股：	0%
融資使用率：	8.48%
融券使用率：	0.01%

產品應用

產品項目	營收比重(%)
被動元件	87
太陽能	13

配股息資訊

現金股息	2.20
股票股利	-
除息日	-

研究員聯絡方式

訪談方式：	電訪
研究員：	許家豪
電話：	(02) 25456888
電子信箱：	9955@entrust.com.tw

評等定義：

買進	未來一季可能有30%以上空間
逢低買進	未來一季可能有15%以上空間
區間-逢低布局	在推薦區間下緣
區間-建議持有	在推薦區間上緣
中立	未評等

投資建議

- 研究員預估勤凱 2023 年稅後 EPS 為 2.98 元，建議操作本益比區間為 20 到 25 倍，隱含漲幅為 11.1%，評等為買進，目標價為 74 元，主要理由如下：
 - (1) 勤凱被動元件客戶所占比重約 9 成，隨著產業經歷庫存去化後，從 3 月開始見急單，產能利用率拉升，研判客戶庫存應已回復至健康水位。
 - (2) 研發的新產品半導體封裝(SOT、QFN)/LED 固晶銀膠，及低溫燒結固晶銀膠(用在車用等高功率 IC)，新產品的營收占比雖預期不會太大，但為跨入半導體產業的指標產品，毛利率也較好。隨著產品認證測試及試量產進度推進，兩大新品應用需求將擴大。

訪談摘要

- 客戶庫存水位有恢復，但因下單趨於保守，客戶設定的合理庫存天數降低，訂單能見度約 1 個月。
- 隨著功率元件推進至第三代半導體，封裝材料也跟著改變為使用低溫燒結銀膠，持續送樣客戶認證，主要應用為充電樁，5G、電動車等。
- 公司毛利率主要受產品組合及銀價的影響，銀價上漲會使毛利率略下滑，近年公司毛利率穩定在 20%~23%。
- 被動元件客戶拉貨動能回溫，是推升 3 月營收攀高的主要動力，4 月、5 月營收預估能再向上，今年營運將逐步擺脫景氣谷底。
- 太陽能客戶因整改設備，太陽能營收成長幅度較為緩和，不過有打入一越南客戶，Q1 小量出貨，Q2 量有上升。
- 整體景氣預估 Q3 回溫。
- 勤凱採接單生產，庫存水準變化不大。

年度 EPS 預估

單位：億元、元

年度	營收	毛利率	營益率	業外收支率	股本	稅前盈餘	稅前 EPS	稅後 EPS
2019	5.9	21.0	6.7	-0.4	3.0	0.4	1.26	0.99
2020	12.1	21.1	13.6	0.2	3.1	1.7	5.43	4.74
2021	17.3	20.3	14.1	0.2	3.2	2.5	7.69	6.70
2022	9.3	20.9	11.3	1.3	3.2	1.2	3.66	3.08
2023(F)	9.7	21.4	11.5	0.3	3.2	1.1	3.61	2.98

訪談內容

公司簡介

- 勤凱為台灣被動元件導電漿及厚膜導體材料大廠。提供電容、電阻、電感等被動元件所使用之內電極與端電極之導電銀漿、銀鈦漿與銅漿等，此外還從事保護元件、陶瓷天線及壓電陶瓷等厚膜導體材料之研發、製造與銷售。

產品組合

- 被動元件中電感營收占比較大約 65%、電容 25%、電阻 10%。
- 被動元件中電感銀漿的銀含量較高，因為提高銀漿的銀含量讓印刷後的銀線厚度增加，可達到降電感元件的 Rdc，提高電感 Q 值的作用。

產品組合	2022		2023(F)		
	營收	%	營收	%	YOY
被動元件	8.1	87%	8.6	88%	6%
太陽能	1.2	13%	1.2	12%	2%
合計	9.3	100%	9.8	100%	4%

資料來源：勤凱，華南投顧整理預估

客戶別

被動元件	YAGEO 國巨	PSA 華新科技	PDC 信昌電子	SAMWHA	AVATEC
	T-T 大毅	HILISIN 奇力新	TAI-TECH 西北台慶	Cyntec 乾坤科技	年程科技
	ASJ 歌爾聲學	IKS 興勤	SFI 立昌先進	Sunlord 風華高科	microgate 麥捷科技
太陽能電池	TSEC	SAS	AUO	URE	TAL ENERGY 明微能源
LED 封裝	Y.LIN 永林電子	觸控面板	AMT 創為精密	MILDEX 榮茂	

被動元件客戶拉貨動能回溫，是推升 3 月營收攀高的主要動力，4 月、5 月營收預估能再向上，今年營運將逐步擺脫景氣谷底

- 勤凱表示，第一季被動元件客戶所占比重約 9 成，隨著產業經歷庫存去化後，從 3 月開始見急單，產能利用率拉升，研判客戶庫存應已回復至健康水位。
- 客戶庫存水位有恢復，但因下單趨於保守，客戶設定的合理庫存天數降低，訂單能見度約 1 個月。
- 被動元件客戶拉貨動能回溫，是推升 3 月營收攀高的主要動力，4 月、5 月營收預估能再向上，今年營運將逐步擺脫景氣谷底。
- 太陽能客戶因整改設備，太陽能營收成長幅度較為緩和，不過有打入一越南客戶，Q1 小量出貨，Q2 量有上升。

隨著功率元件推進至第三代半導體，封裝材料也跟著改變為使用低溫燒結銀膠，勤凱持續送樣客戶認證，主要應用為充電樁，5G、電動車等

- 隨著功率元件推進至第三代半導體，封裝材料也跟著改變為使用低溫燒結銀膠，勤凱持續送樣客戶認證，主要應用為充電樁，5G、電動車等。
- 新材料在散熱及車用 IGBT 等應用: 散熱方面正持續研發新解決方案；IGBT 方面燒結固晶銀膠持續送樣客戶做測試，因錫膏在車用的可靠度不足，銀膠會是未來的趨勢，此外 LED 中的 UV 雷射燈也會用到。勤凱的半導體封裝銀膠送樣國內二極體大廠，已順利認證通過，業績動能後市可期。
- 研發的新產品半導體封裝(SOT、QFN)/LED 固晶銀膠，及低溫燒結固晶銀膠(用在車用等高功率 IC)，新產品的營收占比雖預期不會太大，但為跨入半導體產業的指標產品，毛利率也較好。隨著產品認證測試及試量產進度推進，兩大新品應用需求將擴大。

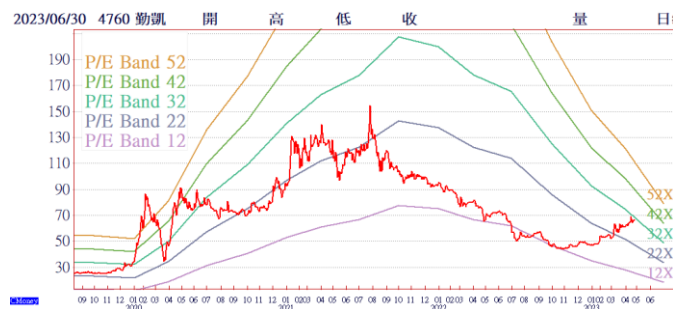
原物料價格波動對勤凱的影響:

	Ag	Cu
售價	客戶導入承認時議定計價公式 售價=銀價+加工費	導入承認時議定價格,每公斤採固定價格,不連結銅價
成本	客戶下單時,勤凱同步下單給供應商,銀價漲跌由客戶吸收,不影響銀漿每公斤獲利金額	目前即便銅價高漲至每公噸一萬美元,等於一公斤10塊美金 但市售銅粉售價每公斤60-80美金,銅塊佔銅粉材料本佔比極低,銅價波動尚屬可接受範圍,供應商不會反映銅價上漲 所以銅粉採購是固定價格,不受銅價上漲影響
毛利率	毛利率會受銀價影響,銀價上漲時毛利率會些微下降,反之會上升	因此銅膏毛利率完全不受銅價漲跌影響

被動元件客戶以台系及陸資為主，近期也成為韓國客戶 SAMWHA、AVATEC 的供應商

- 整體景氣預估 Q3 回溫。
- 勤凱採接單生產，庫存水準變化不大。
- 被動元件客戶以台系及陸資為主，近期也成為韓國客戶 SAMWHA、AVATEC 的供應商。

歷史股價本益比



年季	營收	毛利率(%)	營益率(%)	業外收支率(%)	股本	稅前純益	稅前 EPS	稅後 EPS
2022 Q1	2.8	21.0	12.5	2.0	3.2	0.41	1.27	1.09
2022 Q2	3.0	22.8	14.3	1.7	3.2	0.49	1.50	1.23
2022 Q3	1.8	20.0	8.1	4.6	3.2	0.23	0.72	0.63
2022 Q4	1.6	20.1	7.9	0.3	3.2	0.13	0.42	0.36
2023 Q1(F)	2.0	20.4	9.5	0.2	3.2	0.20	0.62	0.52
2023 Q2(F)	2.4	21.2	10.8	0.4	3.2	0.27	0.85	0.70
2023 Q3(F)	2.7	22.1	12.6	0.3	3.2	0.35	1.10	0.92
2023 Q4(F)	2.6	21.8	12.4	0.4	3.2	0.33	1.04	0.86

年月	一	二	三	四	五	六	七	八	九	十	十一	十二
2022 年	1.0	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
2023 年	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8
MoM	-8.7	27.0	9.5	0.7	2.6	3.7	-1.2	8.5	13.5	-7.9	-7.5	-8.7
YoY	-44.3	-12.4	-24.4	-24.4	-20.2	-17.0	5.1	62.1	119.9	95.0	60.2	28.7
2022 年	2.8			3.0			1.8			1.6		
2023 年	2.0			2.4			2.7			2.6		
QoQ	25.6%			18.2%			12.9%			-5.3%		
YoY	-28.0%			-20.6%			52.1%			58.6%		

年季度	負債 比率(%)	流動 比率(%)	速動 比率(%)	應收帳款 週轉天數	存貨 週轉天數	營業 費用率(%)	每股營業 現金流量	稅前資產 報酬率(%)	稅前股東權 益報酬率(%)
2021 Q1	48.1	176.8	129.4	114.9	68.8	6.7	-2.0	4.6	8.7
2021 Q2	45.7	185.6	139.5	119.4	62.7	5.4	-1.1	3.9	7.4
2021 Q3	44.8	179.7	131.4	121.3	65.5	5.7	0.5	4.5	8.1
2021 Q4	41.5	193.6	143.5	158.8	98.5	7.4	6.5	2.5	4.4
2022 Q1	41.5	188.0	138.1	153.6	109.9	8.5	5.4	2.5	4.3
2022 Q2	40.5	189.6	135.1	124.9	98.5	8.5	0.8	3.1	5.2
2022 Q3	32.9	226.0	163.4	193.5	150.7	11.8	3.7	1.7	2.6
2022 Q4	25.7	276.0	190.5	166.6	147.0	11.3	4.5	0.3	0.5

本項研究報告僅提供本公司會員參酌，且純粹屬於研究性質，並不保證報告內容的完整性與精確性，亦完全無意影響客戶買賣股票的任何投資決定。報告中的各項意見與預測，是得自於本公司信任為可靠的來源，受到特定的判斷日期之時效性限制，若嗣後有任何變動，本公司不做預告，也不會主動更新。投資人做任何決策時，必須自行謹慎評估相關風險，並就投資的結果自行負責。本研究報告的著作權為華南投顧所有，嚴禁抄襲、引用、對外傳送或轉載。