

CHINA  
DEVELOPMENT  
FINANCIAL

# 檢測產業

## 焦點內容

我們重啓汎銓(6830 TT, NT\$168, 增加持股)評等, 並首次評等閎康(3587 TT, NT\$230, 增加持股)。汎銓方面, 我們認為其與台積電關係密切, 在 2nm 進入量產前, 訂單能見度將十分清晰。我們預期電晶體架構轉換將進一步刺激材料分析需求。此外, 中國材料分析需求因美國科技禁令而顯著上升, 我們估計其需求大於公司產能 2-3 倍, 且 ASP 高於台灣 3-4 倍。據此, 我們預估中國 MA 需求提升將為公司帶來較有利之 ASP 與毛利率。基於閎康在兩國提早擴大實驗室的策略, 我們認為其將是中國與日本材料分析需求提高的主要受害者, 且兩國材料分析訂單 ASP 高於台灣 3-4 倍。此外, 化合物半導體需求上升與中國自主化將為公司帶來長期營收成長動能及較佳的 ASP。

### Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基!

請即投票

## 凱基投顧

黃韋中  
886.2.2181.8749  
josh.huang@kgi.com

劉明龍, CFA  
886.2.2181.8741  
michaelliu@kgi.com

重要免責聲明, 詳見最終頁

## 多重動能挹注長期營收成長

### 重要訊息

我們重啓汎銓(6830 TT, NT\$168, 增加持股)評等, 並首次評等閎康(3587 TT, NT\$230, 增加持股)。汎銓提供完整的解決方案, 包括材料分析及故障分析; 閎康提供材料分析、故障分析及可靠度分析。我們認為半導體製程持續演進及中國半導體自主化將挹注材料分析需求, 驅動汎銓及閎康之營運長期向上。

### 評論與分析

**半導體製程持續發展帶動公司營運長期成長。**儘管終端需求不振且總體經濟存在不確定性, 晶圓代工業者如台積電(2330 TT, NT\$565, 增加持股)仍持續開發先進製程(如 2nm)以維持競爭力, 此將支撐汎銓與閎康營運之長期成長前景。此外, 先進製程開發之複雜度提高與電晶體架構轉換(由 FinFET 轉至 GAAFET)將進一步推升長期檢測分析需求。值得注意的是, 台積電本身亦有檢測實驗室, 但其材料分析需求遠大於自有產能, 且委外成本低於自行檢測, 故我們認為委外之趨勢未來數年將持續。

**中國半導體自主化推升檢測需求。**基於地緣政治因素, 我們認為中國政府將透過補助相關業者加速建立自主半導體供應鏈。目前中國晶圓代工廠如中芯國際(中)、華虹半導體(中)的製程發展仍落後其他業者如台積電、Samsung(韓)及 Intel(美), 且良率較低。我們認為未來數年材料分析需求將遠高於供給, 係因中國晶圓代工、設備與材料廠商正嘗試改善良率與技術, 使其產品能夠用於較複雜之製程。第三代半導體材料方面, 因磊晶與基礎材料之性質不同, 須透過材料分析於生產過程中找出瑕疵並調整參數。更重要的是, 中國材料分析業務 ASP 高於台灣 3-4 倍, 故我們認為中國強勁的材料分析需求將在未來提供汎銓與閎康較有利的 ASP 與毛利率展望。

### 投資建議

我們重啓汎銓評等, 建議「增加持股」, 目標價 220 元係基於 2024 年預估本益比 22 倍。我們首次評等閎康, 建議「增加持股」, 目標價 320 元係基於 2024 年預估本益比 20 倍。汎銓方面, 我們認為其與台積電關係密切, 在 2nm 進入量產前, 訂單能見度將十分清晰。我們預期電晶體架構轉換將進一步刺激材料分析需求。此外, 中國材料分析需求因美國科技禁令而顯著上升, 我們估計其需求大於公司產能 2-3 倍, 且 ASP 高於台灣 3-4 倍。據此, 我們預估中國 MA 需求提升將為公司帶來較有利之 ASP 與毛利率。我們預估汎銓 2023-24 年營收將年增 21.6%與 23.9%至 21 億元與 26 億元; 毛利率則分別擴大 0.2 與 0.9 個百分點至 40.5%與 41.4%。基於閎康在兩國提早擴大實驗室的策略, 我們認為其將是中國與日本材料分析需求提高的主要受害者, 且兩國材料分析訂單 ASP 高於台灣 3-4 倍。此外, 化合物半導體需求上升與中國自主化將為公司帶來長期營收成長動能及較佳的 ASP。因此, 我們預估閎康 2023-24 年營收成長 28.4%與 21.1%至 51 億元與 62 億元, 高於市場共識 2.4%與 2.7%, 毛利率將分別擴大 1.1 與 1.7 個百分點至 38.0%與 39.7%, 高於市場共識 1.0 個百分點及 2.0 個百分點。

### 投資風險

先進製程投資延遲; 海外競爭提高; 晶圓代工廠自有產能擴大。

## 檢測分析產業概況

### 材料分析有助晶圓代工廠改善良率及加速製程發展

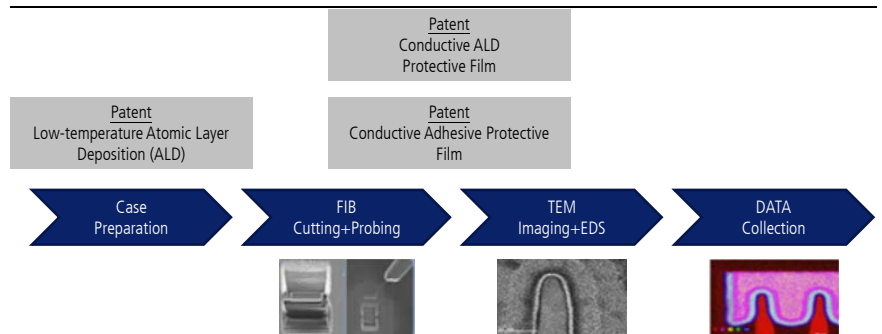
檢測分析產業中材料分析業務毛利率較高，提供材料分析的業者必須與客戶研發部門密切合作，藉由穿透式電子顯微鏡(TEM)、雙束聚焦離子束(DB FIB)顯微鏡、掃描式電子顯微鏡(SEM)協助找出產品設計瑕疵與故障原因。主要客戶包括晶圓代工廠、設備與材料廠商、第三代半導體業者如 SiC 基板供應商。

由於晶片生產越來越複雜，製造工序數自 5nm 之數百道演進至 3nm 之 1,000 道以上，而到了 2nm 可能進而發展至 2,000 道以上，為了符合研發者的設計，研發部門必須根據影像結果了解並調整每一步驟的生產參數、材料、設備的結構與元素，使產品原始設計得以達標，否則良率可能不如預期。

收到樣品後，首先要透過 DB FIB 切割，之後依據客戶需求，使用 TEM 或 SEM 進行樣品結構或成分之成像，這兩個步驟都可能改變樣品的原始外觀，導致誤解成像結果，並使晶圓代工廠研發部門無法判斷問題是由製程或上述步驟所引起。因此，檢測分析廠商須於分析過程中利用如原子層鍍膜(ALD)技術，於分析過程中保護樣品，以降低損傷、遞交較為精確之結果。

台積電本身具備檢測分析實驗室，其量能大於汎銓與閱康 10 倍，然而台積電仍須將檢測分析業務委外予汎銓及閱康，係因晶片生產已變得更為複雜，以致材料分析需求增加，且遠高於台積電量能，再者，委外成本低於台積電自行進行檢測分析，具成本效益。

圖 1：材料分析流程



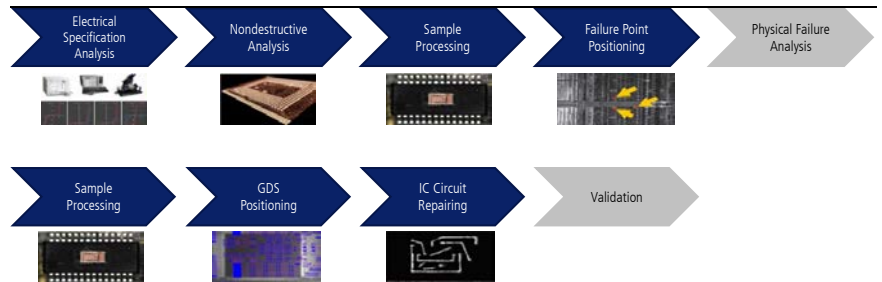
資料來源：汎銓，凱基

### 故障檢測有助 IC 設計廠商找出瑕疵、加速新產品推出

故障檢測提供 IC 設計廠商下列服務：(1) IC 電路修復服務。該服務可大幅加速產品認證並節省錯誤 tape-out 之成本費用；(2)用電性故障分析(EFA)及物性故障分析(PFA)辨識 IC 設計缺失的根本原因，以協助排除錯誤。修正 IC 瑕疵有兩大主要解決方案：(1)如果 IC 進入量產前偵測到電路瑕疵，進行光罩改版相當昂貴且費時(自光罩投片至晶圓產出至少 1 個月)，為縮短上市時間，IC 設計廠商需要故障分析以節省更多時間、加速新產品推出，因此，IC 設計廠商找出晶片失效原因後，檢測廠商會用 DB FIB 進行電路修復，確保電路符合原始設計，

或(2)如果 IC 進入量產後產品良率不佳，檢測廠商會用電性故障分析與物性故障分析進行電性測試、故障點定位、結構與成分分析以達到故障點除錯。

圖 2：故障分析流程

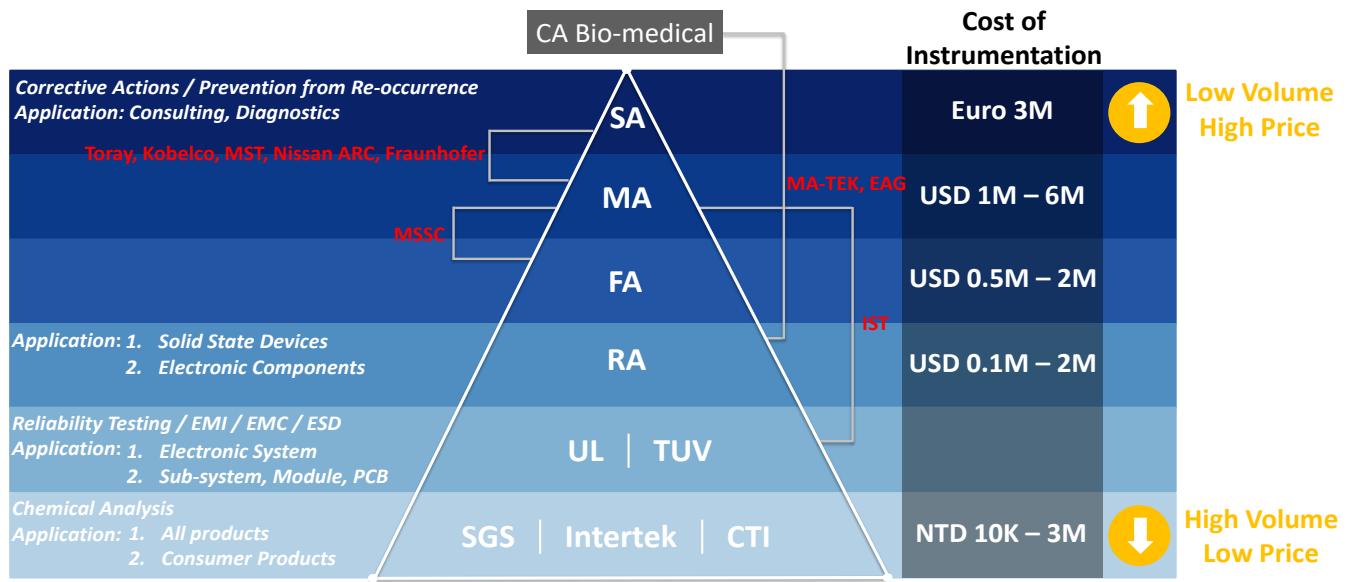


資料來源：汎詮，凱基

可靠度分析提供解決方案，讓客戶了解產品預估工作壽命

可靠度分析係指產品售出後工作期間故障的預估產品數，同時，可用於估計保固期內退貨比例。例如，高溫壽命試驗(HTOL)在估計特定環境條件如高溫、高壓下的產品工作壽命；早夭失效率試驗(ELFR)目標為找出工作壽命較短的產品，並估計產品故障率。檢測產業中可靠度分析業務的毛利率最低，係因進入門檻低於材料分析與故障分析業務，且許多廠商降價競爭以擴大市占率。

圖 3：測試與分析次產業



資料來源：閔康，凱基

## 檢測分析產業長期趨勢

### 先進製程複雜度提升與電晶體結構轉變推升材料分析需求

半導體產業已成為全球至關重要的策略性資源，為了在技術上成為領先者，相關廠商全力不遺餘力以發展更先進的製程，並努力提升良率與縮短研發時間。據此，我們相信檢測分析廠商如汎銓與閱康之重要性將日趨上升。

材料分析在新製程研發階段扮演至關重要之角色，係因晶圓代工廠需要藉由材料分析來觀察結構是否符合原先設計。若不符合，晶圓代工廠將需要與設備及材料廠商協調來調整參數，接著再次採用材料分析直到結構的成像結果與樣本成分符合原先需求。隨著製造過程更趨複雜，每個製造階段都必須非常精確。若晶圓代工廠在研發過程之晚期才發現瑕疵，良率不僅無法提升，新製程之量產時程或將遞延。以台積電的先進製程為例，3nm 製程製造工序超過 1,000 道，對比 5nm 製程之幾百道。根據汎銓管理層表示，2nm 製程製造工序逾 2,000 道。據此，我們認為汎銓與閱康為此趨勢之主要受益者。

目前 Samsung 與 Intel 皆透過自有實驗室進行檢測分析。台積電方面，儘管公司有檢測實驗室，但檢測分析需求遠遠超乎其自有實驗室之量能。我們認為台積電將更加聚焦於發展先進製程而非新增自有實驗室量能，且外包成本低於自行進行檢測分析。因此，我們認為台積電將持續將檢測分析業務委外予汎銓與閱康。

過去數十年以來，每隔 18-24 個月，製程都將演進，達成更高的電晶體密度與更低的電晶體成本。然而，製程日益複雜化，先進製程發展的困難度也隨著製程將達物理上限而日益提升。因此，半導體製程演化的速度將無可避免地放緩。以台積電的製程量產時間為例，從 3um 微縮至 0.3um 耗時 10 年，但從 0.3um 微縮至 28nm 耗時 15 年。我們相信製程研發時間將隨製程尺寸持續縮小而延長。根據 IMEC，未來製程演進期間將延長至 2-2.5 年。

圖 4：IMEC 表示製程升級的期間將延長至 2-2.5 年

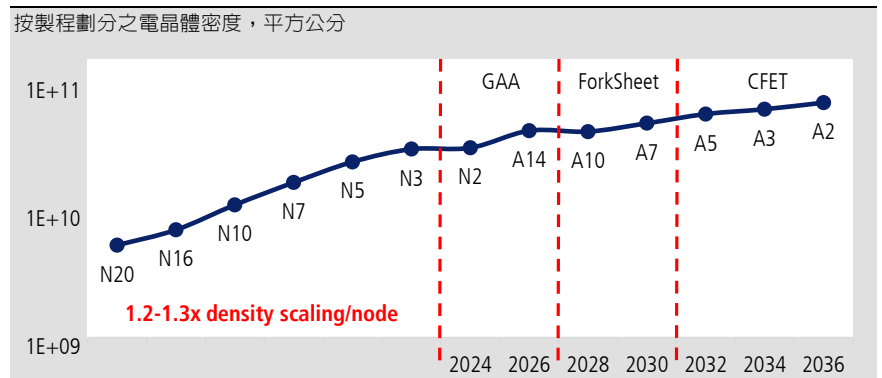
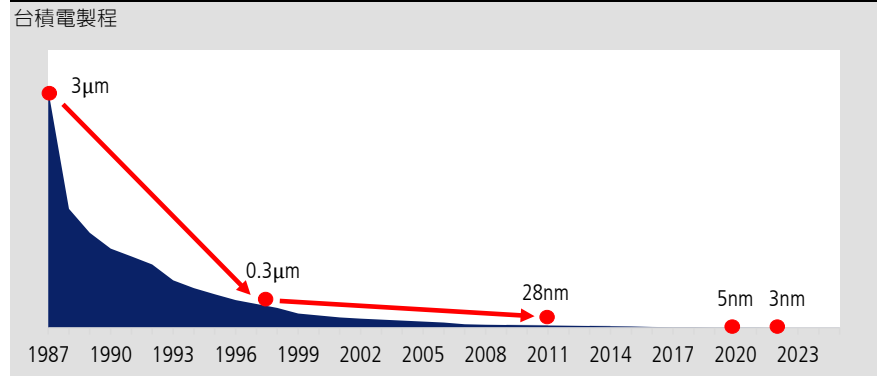


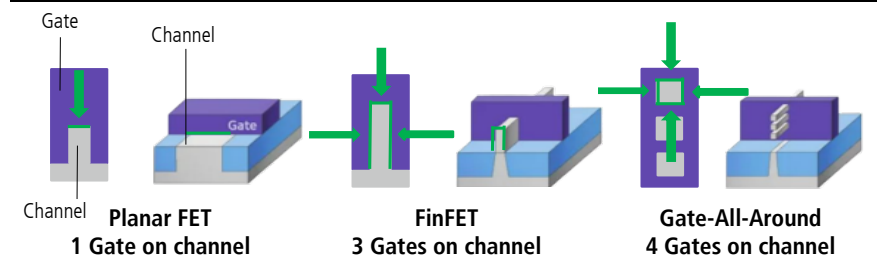
圖 5：晶圓代工製程節點微縮進度正在放緩



資料來源：台積電，凱基

除了製程演進，電晶體架構轉換也將提升材料分析需求。台積電於 16nm 以下開始採用 FinFET 架構。閘極的形式由平面轉為三維，大幅增加閘極與電子通道的接觸面積，讓電子移動獲得更好的控制。然而，當製程升級至 5nm 後，漏電的情形再次發生，因此 Samsung 於 3nm 採用 GAA 架構，成為第一個採用 GAA 架構之業者，台積電預計將在 2nm 製程採用此架構，並預計將於 2025 年進入量產。相較 FinFET，GAAFET 在製造過程需要從更多角度的切點觀察製程細節。此外，製程架構轉變涉及新材料與設備之使用，因此必須透過實驗來找出最佳參數組合。我們認為電晶體架構轉換將在 GAAFET 進入量產階段前進一步推升材料分析需求。

圖 6：電晶體架構從 FinFET 轉至 GAAFET 需要從更多角度的切點觀察製程細節



資料來源：Samsung，凱基

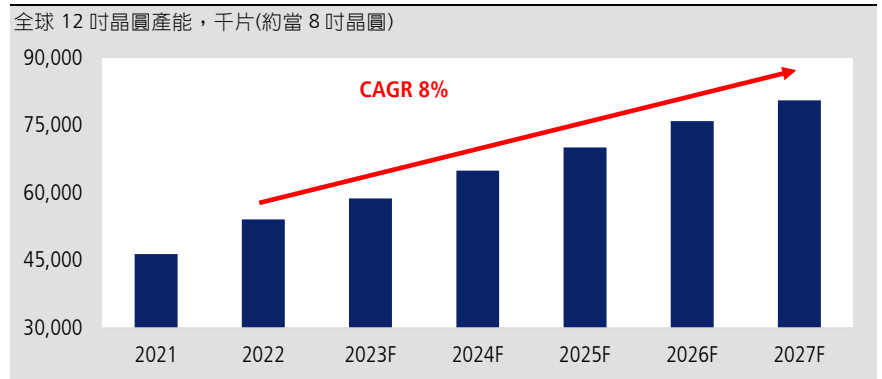
圖 7：前三大晶圓代工廠製程 roadmap

Company	Process Node	2018				2019				2020				2021				2022				2023F				2024F				2025F				2026F				2027F							
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q								
Intel	14nm FinFET	[Timeline bars]																																											
	10nm FinFET	[Timeline bars]																																											
	Intel 7 FinFET	[Timeline bars]																																											
	Intel 4 FinFET (EUV)	[Timeline bars]																																											
	Intel 3 FinFET (EUV)	[Timeline bars]																																											
	Intel 20A RibbonFET (High-NA EUV)	[Timeline bars]																																											
TSMC	N10 FinFET	[Timeline bars]																																											
	N7 FinFET	[Timeline bars]																																											
	N7 FinFET+ (EUV)	[Timeline bars]																																											
	N6 FinFET (EUV)	[Timeline bars]																																											
	N5 FinFET (EUV)	[Timeline bars]																																											
	N4 FinFET (EUV)	[Timeline bars]																																											
	N3 FinFET (EUV)	[Timeline bars]																																											
	N3E FinFET (EUV)	[Timeline bars]																																											
	N2 GAA (High-NA EUV)	[Timeline bars]																																											
	Samsung	10nm FinFET	[Timeline bars]																																										
7nm FinFET (EUV)		[Timeline bars]																																											
6nm FinFET (EUV)		[Timeline bars]																																											
5nm FinFET (EUV)		[Timeline bars]																																											
4nm FinFET (EUV)		[Timeline bars]																																											
3GAE GAA (EUV)		[Timeline bars]																																											
3GAP GAA (High-NA EUV)		[Timeline bars]																																											
2nm GAA (High-NA EUV)		[Timeline bars]																																											
1.4nm GAA (High-NA EUV)		[Timeline bars]																																											

資料來源：台積電，Intel，Samsung，凱基預估

對已進入生產階段的製程節點而言，我們認為代若晶圓代工廠在其他國家或城市有擴產計畫，仍需花時間調整良率，係因即便參數與先前採用相同製程之生產線一致，不同環境將帶來不同結果及良率。因此，我們認為新擴產計畫或新增產線將推升材料分析需求。Gartner 指出全球 12 吋晶圓產能將從 2022 年的 54.2 百萬片提升至 2025 年的 80.6 百萬片，隱含 CAGR 為 8%。我們認為持續之擴產計畫將為檢測分析廠商另一項成長動能。

圖 8：12 吋晶圓產能 2022-2025 年 CAGR 達 8%



資料來源：Gartner，凱基預估

打造自建半導體供應鏈為首要任務，檢測分析需求將因此成長

疫情大大改變人類生活方式，居家辦公政策也在 2020-21 年帶來前所未見的消費性電子與運算設備需求。此外，電動車需求於近年遽增，使半導體零組件需求也隨之上揚。疫情也導致封城與物流延誤，致使全球半導體供需不平衡並導致全球零組件短缺。因此，許多國家政府也陸續推出補助政策，目標皆為加大半導體產業的投資力道並打造自建半導體供應鏈以降低疫情所帶來的影響。

地緣政治的動盪變化為各國打造自建半導體供應鏈的另一項原因。美國、荷蘭與日本對中國持續擴增出口限制禁令，包含敏感技術、半導體設備及材料等皆納入禁令中。為了對抗各國所實施的禁令，中國正嘗試增加 EDA 設計廠商與設

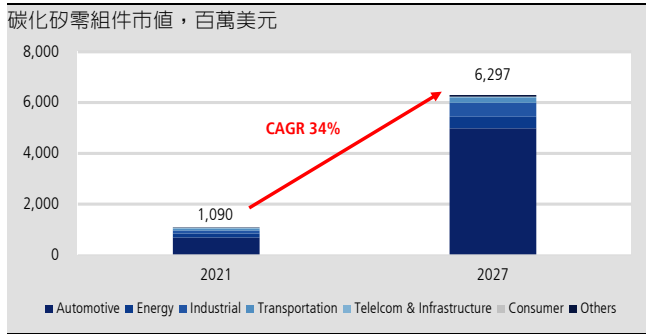
備及材料廠商之投資力道，並祭出 1,430 億人民幣的半導體產業扶持計劃來強化自建半導體供應鏈。我們認為受到地緣政治因素影響，中國政府將透過補助計畫加速自建半導體供應鏈的過程。更重要的是，來自中國半導體設備供應商之設備僅能供相對簡單之製造工序所使用，而較複雜之製造工序，晶圓代工廠仍需要來自 ASML (荷)、AMAT (美)、KLA (美)或 TEL (日)等廠商的設備。此外，目前中國代工廠如中芯國際(中)與華虹半導體(中)之製程技術研發仍落後台積電、Samsung 與 Intel 等業者，良率也較低。我們相信材料分析需求將遠超於供給，係因中國本土晶圓代工廠致力於提升良率與技術，且設備及材料廠商將嘗試研發產品，目標為讓自家產品得以應用於更複雜的製造工序中。

汎銓管理層表示，公司 2023 年目標擴增中國產能 50-100%，係因中國客戶之材料分析需求為公司產能的 2-3 倍。值得注意的是，考量目前需求遠大於供給，加上中國政府的補貼政策，中國材料分析專案 ASP 為台灣之 3-4 倍。我們認為中國之材料分析業務將有利於長期助益閎康與汎銓之 ASP 與毛利率。

此外，使用第三代材料如碳化矽與氮化鎵等材料亦將提升料分析需求。碳化矽在高溫高壓(>1,000V)的環境下有較佳的穩定性。因此，碳化矽成長動能主要來自電動車市場，包含電動車主要零組件如充電站、電動車逆變器與 DC/DC 直流轉換器等。Yole Développement 市調研究表示，碳化矽零組件市場價值將從 2021 年的 11 億美元成長至 2027 年的 63 億美元，CAGR 達 34%。其中車用之碳化矽零組件成長幅度最大，預計將從 2021 的 6.9 億美元成長至 2027 的 50 億美元，隱含 2021-27 CAGR 達 39%，主要動能為電動車滲透率提升。氮化鎵材料主要應用於中壓領域(600V)，此特色在高頻、高速產品中具有優勢。目前主要應用於基地台、5G 通訊與快速充電應用。Yole Développement 市調研究表示，氮化鎵零組件市場價值將從 2021 的 1.3 億美元成長至 2027 的 20 億美元，2021-27 年 CAGR 達 59%。

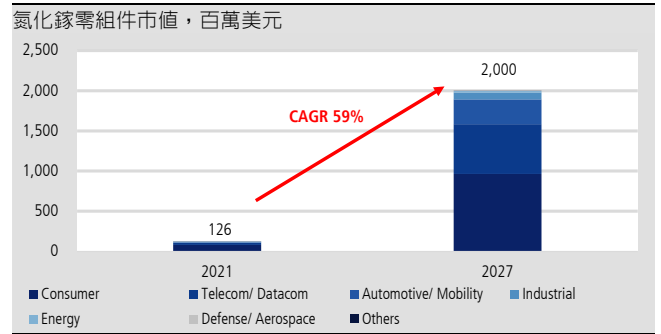
由於第三代半導體產業的發展仍處相對早期階段，製程仍面臨許多挑戰。目前先進技術仍掌握在 IDM 廠商與大廠如 Infineon (德)、Rohm (日)、Onsemi (美)與 Wolfspeed (美)手上。此外，由於磊晶材料及基底材料特性不同，必須透過材料分析來找出瑕疵並在製程中調整參數。目前 IDM 廠商之檢測分析主要透過自有研究室進行，然而，有鑑於中國的第三代半導體供應鏈良率偏低、技術落後其他 IDM 廠，加上來自中國政府的補貼政策強勁，我們認為其將使 MA 需求進一步攀升。

圖 9：Yole Développement 指出碳化矽零組件 2021-27 市值 CAGR 將達 34%



資料來源：Yole Développement，凱基

圖 10：Yole Développement 預估氮化鎵零組件 2021-27 市值 CAGR 將達 59%

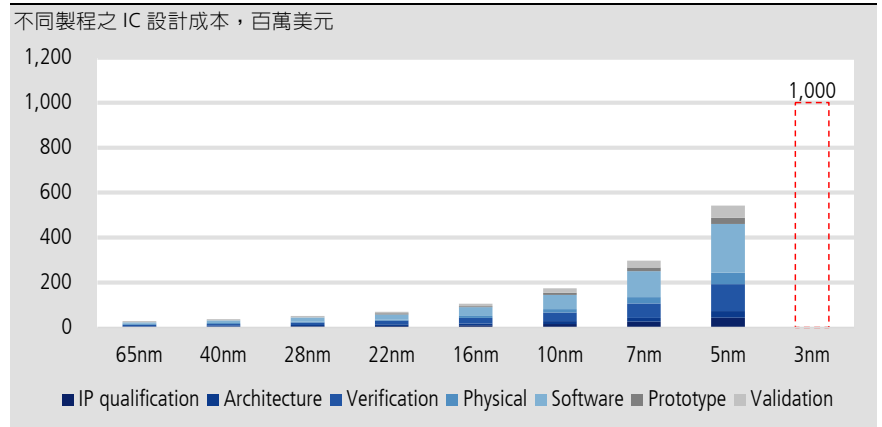


資料來源：Yole Développement，凱基

### IC 製造成本因製程升級而急遽上揚

有鑑於製程升級持續，IC 設計成本已急遽攀升。根據 IBS，採用 65nm 之晶圓設計成本為 2,900 萬美元，採用 7nm 之成本為 2.98 億美元，採用 5nm 之成本則為 5.42 億美元，而 IBS 預估採用 3nm 之成本為 10 億美元。對 IC 設計商來說，公司必須在設計過程中提升良率，係因設計成本不斷上揚，推升故障分析的重要性。我們認為採用 DB FIB 來進行 IC 電路修補為最具成本效益之方法。過去當晶圓設計商發現 IC 電路設計有瑕疵時，需花至少一個月等待光罩改版結果，不僅耗時，也無法保證修改後的正確性。此外，採用 DB FIB 可加速上市時間以維持競爭力，並同時縮短研發時間與成本。

圖 11：IC 設計成本隨製程技術演進逐代上升



資料來源：IBS，凱基預估



# 閎康科技

(3587.TWO/3587 TT)

## 增加持股 · 首次評等

收盤價 July 7 (NT\$)	230.0
12 個月目標價 (NT\$)	320.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	39.1

## 焦點內容

我們首評閎康，給予「增加持股」評等。我們看好閎康將受惠於中國半導體自主化趨勢。我們預期中國 MA 需求穩健將驅動營收向上，亦更有助於優化 ASP 及毛利率。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	15.25 / 488.3
流通在外股數 (百萬股)：	66.31
外資持有股數 (百萬股)：	10.53
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.76
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	108.5 – 244.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	23	43.3	107.2
相對表現 (%)	17.8	27.4	91

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.04A	1.64A	2.97A	3.47A
2023	2.45A	2.84F	3.27F	3.78F
2024	3.46F	3.78F	4.18F	4.54F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

黃韋中  
886.2.2181.8749  
josh.huang@kgi.com

劉明龍, CFA  
886.2.2181.8741  
michaelliu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 中國自主化趨勢推動成長展望

### 重要訊息

我們首評閎康，給予「增加持股」評等。我們認為中國半導體自主化將更有利於 ASP 及毛利率之結構性改善。

### 評論及分析

**中國 MA 供不應求情況持續將長期推升營收和利潤率成長。**由於地緣政治風險升溫，中國、日本及美國皆以建立自給自足之半導體供應鏈為目標。我們注意到材料分析(MA)於中國和日本因嚴重供不應求，ASP 較台灣高出 3-4 倍。考量海外地區營收貢獻(約佔 1Q23 營收 50%)高於同業、積極拓展海外業務(佔 2023 年資本支出之 85%)，且及早於中國和日本建立實驗室據點，我們預估閎康 2023-24 年營收將分別年增 28.4%及 21.1%至 51 億元及 62 億元，較市場共識高 2.4%及 2.7%，毛利率將分別提高 1.1 及 1.6 個百分點至 38.0%及 39.7%，較市場共識高 1.0 及 2.0 個百分點。

**中國晶圓代工廠良率偏低將為公司營運帶來長期動能。**由於中國晶圓代工廠如中芯國際及華虹半導體製程發展仍落後台積電(2330 TT, NT\$565，增加持股)等其他晶圓代工廠，我們認為中國本土晶圓代工廠、設備商與材料業者正致力於提升良率及技術，此趨勢可望驅動閎康營收向上。第三代半導體材料方面，由於磊晶和基礎原料之特性存在差異，相關業者必須透過 MA 於生產過程中偵測瑕疵並調整參數。我們認為這將長期驅動 MA 需求，係因中國業者之良率及技術不及 Infineon (德)與 ON Semiconductor (美)等 IDM。

### 投資建議

鑑於中國半導體自主化，我們看好閎康將受惠以下趨勢：(1)中國晶圓代工廠、設備商及材料業者之良率及技術落後；(2)相較於 FA 及 RA 業務，MA 領域之競爭有限；及(3)基於貼近客戶之策略，閎康擁有較多實驗室，有助與客戶建立更緊密之關係。我們預期中國 MA 需求穩健將驅動營收向上，亦更有助於優化 ASP 及毛利率。股價目前分別交易在 2023-24 年預估本益比 19 倍及 14 倍，對比五年平均為 12 倍。我們首評閎康，給予「增加持股」評等及目標價 320 元，係基於 2024 年每股盈餘預估之 20 倍。

### 投資風險

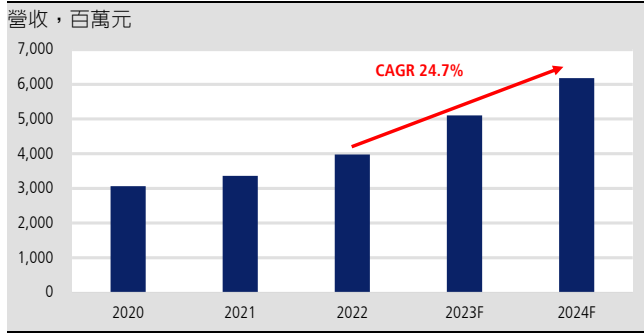
先進製程研發與投資遞延；海外競爭加劇；晶圓代工廠提高自有檢測產能。

### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	3,062	3,361	3,974	5,103	6,179
營業毛利 (NT\$百萬)	907	1,206	1,467	1,942	2,453
營業利益 (NT\$百萬)	443	670	734	1,000	1,318
稅後淨利 (NT\$百萬)	385	587	627	797	1,058
每股盈餘 (NT\$)	6.18	9.48	10.12	12.42	15.96
每股現金股利 (NT\$)	4.50	5.00	8.00	8.69	11.17
每股盈餘成長率 (%)	56.6	53.3	6.8	22.7	28.6
本益比 (x)	37.2	24.3	22.7	18.5	14.4
股價淨值比 (x)	4.9	4.4	4.0	3.8	3.4
EV/EBITDA (x)	11.9	9.0	8.7	6.8	5.7
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	5.8	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.0	2.2	3.5	3.8	4.9
股東權益報酬率 (%)	13.6	18.9	18.4	21.1	24.8

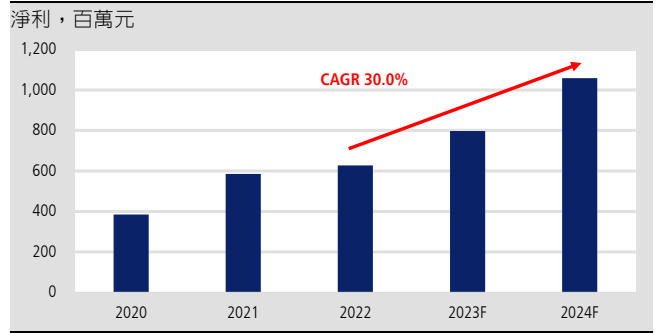
資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：凱基預估 2022-24 年營收 CAGR 為 24.7%



資料來源：公司資料，凱基預估

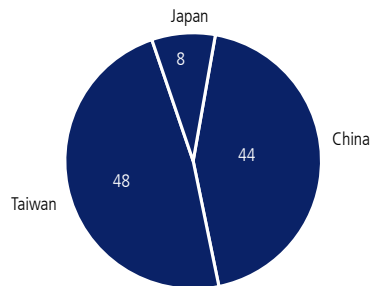
圖 2：凱基預估 2022-24 年獲利 CAGR 為 30.0%



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 3：閱康 1Q23 營收組成(按地區)

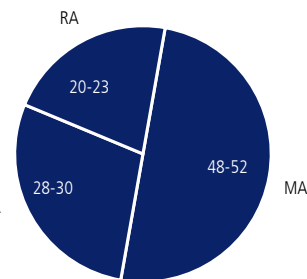
營收組成(按地區)，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：閱康 1H22 營收組成(按產線)

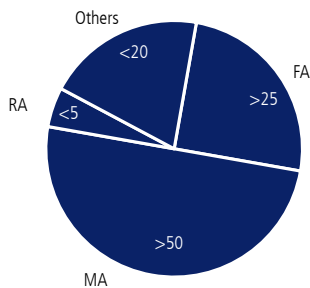
營收組成(按產線)，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：2023 年預估資本支出組成(按產線)

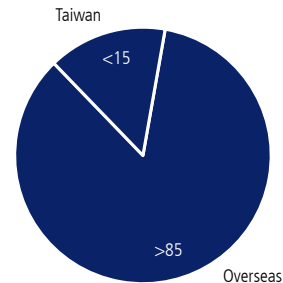
2023 年資本支出組成(按產線)，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：2023 年預估資本支出組成(按地區)

2023 年資本支出組成(按地區)，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 7：2Q-3Q23 財測暨市場共識比較

百萬元	2Q23F					3Q23F				
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	1,214	6.3	36.4	1,193	1.7	1,319	8.7	25.4	1,288	2.4
毛利	453	8.3	47.3	438	3.3	508	12.2	38.5	479	6.1
營業利益	222	15.9	55.7	213	3.9	272	22.7	35.6	243	12.0
稅後淨利	177	17.0	72.6	181	(2.1)	217	22.5	18.9	206	5.4
每股盈餘(元)	2.84	15.9	73.0	2.69	5.6	3.27	15.1	10.5	3.09	6.1
毛利率 (%)	37.3	0.7 ppts	2.8 ppts	36.7	0.6 ppts	38.5	1.2 ppts	3.6 ppts	37.2	1.3 ppts
營業率 (%)	18.3	1.5 ppts	2.3 ppts	17.9	0.4 ppts	20.6	2.4 ppts	1.5 ppts	18.8	1.8 ppts
淨利率 (%)	14.6	1.3 ppts	3.1 ppts	15.2	(0.6)ppts	16.5	1.9 ppts	(0.9)ppts	16.0	0.5 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 8：2023-24 年財測暨市場共識比較

百萬元	2023F				2024F			
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	5,103	28.4	4,984	2.4	6,179	21.1	6,017	2.7
毛利	1,942	32.4	1,847	5.1	2,453	26.3	2,265	8.3
營業利益	1,000	36.3	913	9.5	1,318	31.8	1,122	17.4
稅後淨利	797	27.0	766	4.1	1,058	32.9	922	14.8
每股盈餘(元)	12.42	22.8	11.54	7.6	15.96	28.6	14.12	13.1
毛利率(%)	38.0	1.1 ppts	37.1	1.0 ppts	39.7	1.6 ppts	37.6	2.0 ppts
營利率(%)	19.6	1.1 ppts	18.3	1.3 ppts	21.3	1.7 ppts	18.7	2.7 ppts
淨利率(%)	15.6	(0.2)ppts	15.4	0.3 ppts	17.1	1.5 ppts	15.3	1.8 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

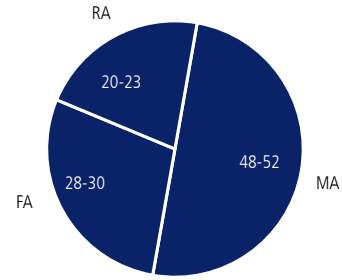
圖 9：公司概況

閎康成立於 2002 年，總部位於新竹。公司提供材料分析(MA)、故障分析(FA)與可靠度分析(RA)，目前於台灣、中國、日本及美國設有共 14 座實驗室，提供 24 小時物流支援與技術服務。1H22 年 MA、FA 與 RA 的營收佔比分別為約 48-52%、28-30% 與 20-23%。

資料來源：公司資料，凱基

圖 10：公司營收組成(按產線)

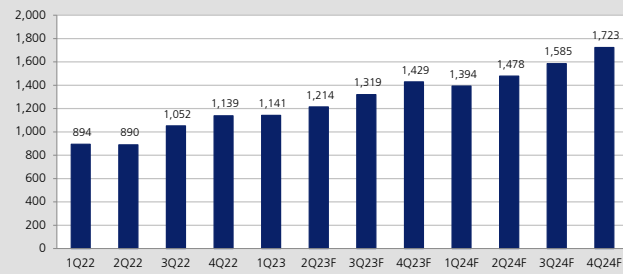
1H22 營收結構(按產線)，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 11：季營業收入

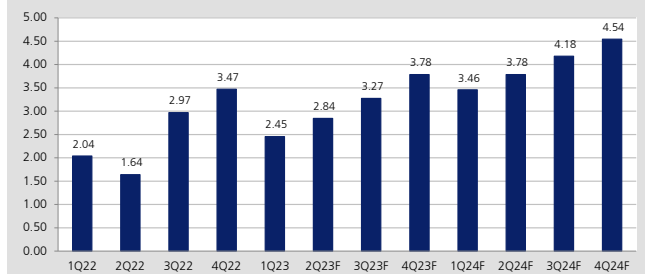
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 12：每股盈利

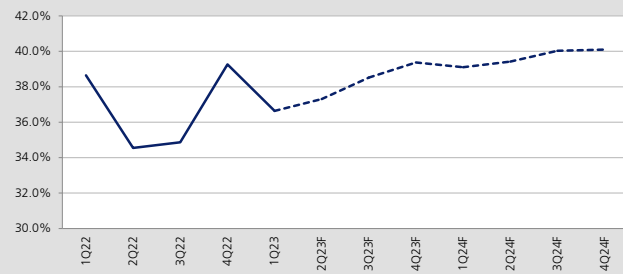
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 13：毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 14：未來一年預估本益比區間

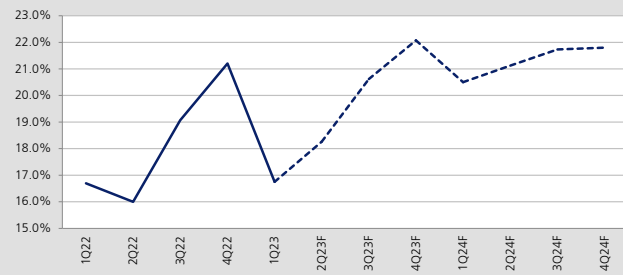
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 15：營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 16：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	1,141	1,214	1,319	1,429	1,394	1,478	1,585	1,723	3,974	5,103	6,179
營業成本	(723)	(761)	(811)	(866)	(849)	(895)	(950)	(1,032)	(2,507)	(3,161)	(3,726)
營業毛利	418	453	508	563	545	583	634	691	1,467	1,942	2,453
營業費用	(227)	(231)	(236)	(247)	(259)	(270)	(290)	(315)	(733)	(941)	(1,135)
營業利益	191	222	272	315	286	312	344	376	734	1,000	1,318
折舊	(259)	(265)	(265)	(271)	(299)	(299)	(299)	(299)	(873)	(1,059)	(1,194)
攤提	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(4)	(5)	(4)
EBITDA	451	488	538	587	585	612	644	675	1,611	2,064	2,517
利息收入	5	4	4	3	6	6	7	6	17	17	25
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	5	5	5	5	5	5	5	5	43	18	18
總營業外收入	10	9	9	8	10	11	12	11	60	36	43
利息費用	(8)	(7)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(24)	(31)	(31)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	(1)	-	-
其他營業外費用	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	17	(6)	(6)
總營業外費用	(10)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(8)	(37)	(37)
稅前純益	192	222	272	314	287	314	347	377	785	999	1,325
所得稅費用[利益]	(40)	(45)	(55)	(63)	(58)	(63)	(70)	(76)	(158)	(202)	(266)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	0	-	-
非常項目前稅後純益	151	177	217	251	229	251	277	301	627	797	1,058
非常項目	0	-	-	-	-	-	-	-	-	0	-
稅後淨利	151	177	217	251	229	251	277	301	627	797	1,058
每股盈餘 (NT\$)	2.45	2.84	3.27	3.78	3.46	3.78	4.18	4.54	10.12	12.42	15.96
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	36.6	37.3	38.5	39.4	39.1	39.4	40.0	40.1	36.9	38.0	39.7
營業利益率	16.7	18.3	20.6	22.1	20.5	21.1	21.7	21.8	18.5	19.6	21.3
EBITDA Margin	39.5	40.2	40.8	41.1	42.0	41.4	40.6	39.2	40.5	40.4	40.7
稅前純益率	16.8	18.3	20.6	22.0	20.6	21.2	21.9	21.9	19.8	19.6	21.4
稅後純益率	13.3	14.6	16.5	17.6	16.5	17.0	17.5	17.5	15.8	15.6	17.1
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	0.2	6.3	8.7	8.3	(2.5)	6.1	7.2	8.7			
營業毛利	(6.5)	8.3	12.2	10.8	(3.1)	6.9	8.9	8.9			
營業收益增長	(20.8)	15.9	22.7	16.0	(9.4)	9.3	10.3	9.1			
EBITDA	(5.2)	8.1	10.3	9.2	(0.3)	4.5	5.3	4.9			
稅前純益	(23.6)	15.8	22.5	15.5	(8.6)	9.5	10.4	8.7			
稅後純益	(29.6)	17.0	22.5	15.5	(8.6)	9.5	10.4	8.7			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	27.7	36.4	25.4	25.5	22.1	21.8	20.1	20.6	18.2	28.4	21.1
營業毛利	21.0	47.3	38.5	25.9	30.3	28.7	24.9	22.8	21.6	32.4	26.3
營業收益	28.1	55.7	35.6	30.7	49.5	40.9	26.7	19.1	9.5	36.3	31.8
EBITDA	27.4	36.3	27.2	23.4	29.7	25.5	19.7	15.0	11.7	28.2	21.9
稅前純益	20.1	47.8	21.1	25.2	49.8	41.6	27.6	20.1	11.8	27.3	32.6
稅後純益	19.3	73.8	18.5	16.6	51.4	41.6	27.6	20.1	7.0	27.0	32.9

資料來源：公司資料，凱基預估

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>4,413</b>	<b>5,313</b>	<b>6,901</b>	<b>7,889</b>	<b>8,411</b>
<b>流動資產</b>	<b>2,239</b>	<b>2,720</b>	<b>3,262</b>	<b>3,962</b>	<b>4,601</b>
現金及短期投資	1,195	1,686	1,652	2,016	2,331
存貨	-	-	-	-	-
應收帳款及票據	836	811	1,277	1,579	1,904
其他流動資產	208	222	333	367	367
<b>非流動資產</b>	<b>2,174</b>	<b>2,594</b>	<b>3,639</b>	<b>3,928</b>	<b>3,809</b>
長期投資	97	124	124	125	125
固定資產	1,879	2,078	3,012	3,149	3,031
什項資產	198	391	504	654	654
<b>負債總額</b>	<b>1,468</b>	<b>2,037</b>	<b>3,344</b>	<b>3,867</b>	<b>3,907</b>
<b>流動負債</b>	<b>752</b>	<b>981</b>	<b>1,822</b>	<b>2,424</b>	<b>2,464</b>
應付帳款及票據	135	104	255	271	310
短期借款	84	93	519	649	649
什項負債	533	784	1,047	1,505	1,505
<b>長期負債</b>	<b>715</b>	<b>1,057</b>	<b>1,523</b>	<b>1,443</b>	<b>1,443</b>
長期借款	629	867	1,341	1,192	1,192
其他負債及準備	10	11	16	15	15
<b>股東權益總額</b>	<b>2,946</b>	<b>3,276</b>	<b>3,557</b>	<b>4,022</b>	<b>4,504</b>
普通股股本	623	623	623	663	663
保留盈餘	556	851	1,284	1,137	1,619
少數股東權益	-	14	14	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	20.5%	9.8%	18.2%	28.4%	21.1%
營業收益增長	36.3%	51.0%	9.5%	36.3%	31.8%
EBITDA	20.8%	27.7%	11.7%	28.2%	21.9%
稅後純益	56.6%	52.3%	7.0%	27.0%	32.9%
每股盈餘成長率	56.6%	53.3%	6.8%	22.7%	28.6%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	29.6%	35.9%	36.9%	38.0%	39.7%
營業利益率	14.5%	19.9%	18.5%	19.6%	21.3%
EBITDA Margin	36.9%	42.9%	40.5%	40.4%	40.7%
稅後純益率	12.6%	17.5%	15.8%	15.6%	17.1%
平均資產報酬率	8.9%	12.1%	10.3%	10.8%	13.0%
股東權益報酬率	13.6%	18.9%	18.4%	21.1%	24.8%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	24.2%	29.3%	52.3%	45.8%	40.9%
淨負債比率	Net cash	Net cash	5.8%	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	30.0	49.9	33.5	33.3	44.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.9	0.6	0.6	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	70.5	105.6	53.7	49.6	64.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	11.0	14.2	2.4	2.3	2.9
流動比率 (x)	3.0	2.8	1.8	1.6	1.9
速動比率 (x)	3.0	2.8	1.8	1.6	1.9
淨負債 (NT\$百萬)	(482)	(726)	208	(176)	(491)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	6.18	9.48	10.12	12.42	15.96
每股現金盈餘 (NT\$)	17.63	24.49	20.94	23.91	29.74
每股淨值 (NT\$)	47.27	52.34	56.86	60.65	67.92
調整後每股淨值 (NT\$)	47.27	52.69	57.14	62.68	67.92
每股營收 (NT\$)	49.13	54.30	64.09	79.52	93.18
EBITDA/Share (NT\$)	18.11	23.29	25.97	32.17	37.95
每股現金股利 (NT\$)	4.50	5.00	8.00	8.69	11.17
<b>資產運用狀況</b>					
資產週轉率 (x)	0.70	0.69	0.65	0.69	0.76
應收帳款週轉天數	99.9	88.1	117.3	113.0	112.7
存貨週轉天數	-	-	-	-	-
應付帳款週轉天數	22.9	17.6	37.2	31.3	30.5
現金轉換週轉天數	77.0	70.5	80.1	81.7	82.3

資料來源：公司資料，凱基預估

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>3,062</b>	<b>3,361</b>	<b>3,974</b>	<b>5,103</b>	<b>6,179</b>
營業成本	(2,155)	(2,155)	(2,507)	(3,161)	(3,726)
<b>營業毛利</b>	<b>907</b>	<b>1,206</b>	<b>1,467</b>	<b>1,942</b>	<b>2,453</b>
營業費用	(464)	(536)	(733)	(941)	(1,135)
<b>營業利益</b>	<b>443</b>	<b>670</b>	<b>734</b>	<b>1,000</b>	<b>1,318</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>11</b>	<b>64</b>	<b>60</b>	<b>36</b>	<b>43</b>
利息收入	3	14	17	17	25
投資利益淨額	3	28	-	-	-
其他營業外收入	6	22	43	18	18
<b>總營業外費用</b>	<b>(3)</b>	<b>(31)</b>	<b>(8)</b>	<b>(37)</b>	<b>(37)</b>
利息費用	(16)	(14)	(24)	(31)	(31)
投資損失	-	-	(1)	-	-
其他營業外費用	12	(17)	17	(6)	(6)
<b>稅前純益</b>	<b>452</b>	<b>702</b>	<b>785</b>	<b>999</b>	<b>1,325</b>
所得稅費用[利益]	(67)	(117)	(158)	(202)	(266)
少數股東損益	-	1	0	-	-
非常項目	-	(0)	(0)	0	-
<b>稅後淨利</b>	<b>385</b>	<b>587</b>	<b>627</b>	<b>797</b>	<b>1,058</b>
EBITDA	<b>1,129</b>	<b>1,442</b>	<b>1,611</b>	<b>2,064</b>	<b>2,517</b>
每股盈餘 (NT\$)	6.18	9.48	10.12	12.42	15.96

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>1,098</b>	<b>1,516</b>	<b>1,298</b>	<b>1,534</b>	<b>1,972</b>
本期純益	385	587	627	797	1,058
折舊及攤提	685	772	877	1,064	1,199
本期運用資金變動	(172)	4	(326)	(295)	(285)
其他營業資產及負債變動	200	154	120	(32)	(0)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(669)</b>	<b>(961)</b>	<b>(1,800)</b>	<b>(1,286)</b>	<b>(1,080)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(1)	-	-	-	-
本期長期投資變動	(51)	-	-	-	-
資本支出淨額	(614)	(989)	(1,833)	(1,287)	(1,076)
其他資產變動	(1)	28	33	1	(4)
<b>自由現金流</b>	<b>273</b>	<b>341</b>	<b>(700)</b>	<b>274</b>	<b>886</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(360)</b>	<b>(64)</b>	<b>441</b>	<b>110</b>	<b>(576)</b>
短期借款變動	(133)	8	73	41	-
長期借款變動	23	272	837	(59)	-
現金增資	-	-	-	700	-
已支付普通股股息	(187)	(280)	(312)	(531)	(576)
其他融資現金流	(63)	(64)	(90)	(42)	-
<b>匯率影響數</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>26</b>	<b>7</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>72</b>	<b>491</b>	<b>(34)</b>	<b>364</b>	<b>315</b>

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	15.1%	16.0%	18.4%	18.4%	18.4%
<b>= 營業利益率</b>	<b>14.5%</b>	<b>19.9%</b>	<b>18.5%</b>	<b>19.6%</b>	<b>21.3%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.6	0.6	0.8	0.6	0.5
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
<b>= 資本週轉率</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>
營業利益率	14.5%	19.9%	18.5%	19.6%	21.3%
X 資本週轉率	1.3	1.4	1.1	1.4	1.6
X (1 - 有效現金稅率)	85.3%	83.4%	79.9%	79.7%	79.9%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>16.3%</b>	<b>23.8%</b>	<b>16.4%</b>	<b>22.0%</b>	<b>27.8%</b>

資料來源：公司資料，凱基預估

# 汎銓

(6830.TW/6830 TT)

## 增加持股 · 重啓評等

收盤價 July 7 (NT\$)	168.0
12 個月目標價 (NT\$)	220.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
Previous target price (NT\$)	N/A
上漲空間 (%)	31.0

## 焦點內容

我們認為檢測分析產業大致不受終端市場需求不振與庫存去化時間延長之影響，係因晶圓代工廠將持續開發先進製程。我們看好汎銓將受惠半導體技術演進與製程開發趨於複雜之確切趨勢。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	7.86 / 251.6
流通在外股數 (百萬股)：	46.78
外資持有股數 (百萬股)：	2.13
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.54
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	77.00 – 187.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	20	60.8	32.8
相對表現 (%)	14.8	44.9	16.6

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.04A	1.40A	1.80A	2.53A
2023	0.77A	1.71F	2.45F	2.52F
2024	1.54F	2.41F	2.90F	3.16F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

黃韋中  
886.2.2181.8749  
josh.huang@kgi.com

劉明龍, CFA  
886.2.2181.8741  
michaelliu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 半導體製程持續演進之主要受惠者

### 重要訊息

凱基重啓汎銓評等，建議「增加持股」。我們認為公司將受惠於半導體製程持續升級，係因其提供之材料分析(MA)解決方案(佔 2022 年營收之 85%)有助於晶圓代工廠開發先進製程，進而提高生產良率。

### 評論及分析

**半導體製程持續演進支撐長期展望向上。**我們預估汎銓 2023-24 年營收將分別年增 21.6%與 23.9%，動能來自：(1)隨著製程持續升級，半導體開發將愈趨複雜；(2)電晶體架構由鰭式場效(FinFET)轉為環狀閘極(GAAFET)，檢測時需要更多切面，因而將推升 MA 需求；(3)由於中國半導體業者之生產良率較低，半導體自主化將驅動檢測分析長期需求；及(4)公司預計於今年底前將人員編制由 2022 年底之 500 人擴充至 600 人，以消化大量積壓訂單。我們認為汎銓憑藉著專注於 MA 業務之策略將受惠上述正向趨勢。

**中國 MA 供不應求將優化 ASP 結構。**考量地緣政治對立升溫且美國加強對中國之出口管制，我們認為中國政府將竭盡所能地提高半導體供應鏈自主化程度。管理層表示目前中國市場之 MA 需求較其供給高出 2-3 倍，因此 MA 服務在中國之 ASP 為台灣之 3-4 倍。據此，凱基預估 2023-24 年毛利率將分別年增 0.2 及 0.9 個百分點至 40.5%及 41.4%。

**積極擴充產能與人力以消化大量積壓訂單。**管理層目標今年底人員編制將由 2022 年底之 500 人擴充至 600 人，台灣與中國之產能亦將分別增加 20%及 50%。相關設備如穿透式電子顯微鏡(TEM)與雙束聚焦離子束顯微鏡(DB-FIB)目前交期約 8-10 個月，我們預計新設備將於 2H23 到位，幫助公司消化大量積壓訂單進而挹注營收。

### 投資建議

我們認為檢測分析產業大致不受終端市場需求不振與庫存去化時間延長之影響，係因晶圓代工廠將持續開發先進製程。我們看好汎銓將受惠半導體技術演進與製程開發趨於複雜之確切趨勢。目前股價交易在 2023-24 年每股盈餘預估之 23 及 17 倍，對比歷史平均為 20 倍。我們重啓汎銓評等，建議「增加持股」，目標價 220 元係基於 22 倍 2024 年每股盈餘預估。

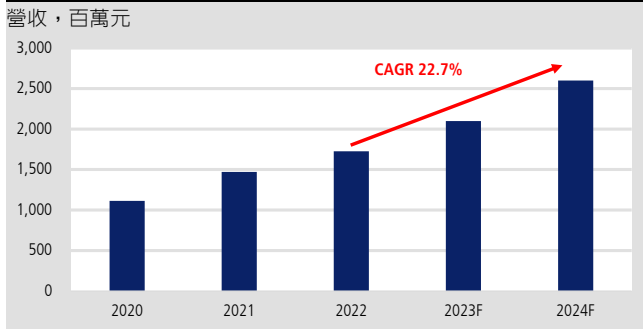
### 投資風險

先進製程研發與投資遞延；海外競爭加劇；晶圓代工廠提高自有檢測產能。

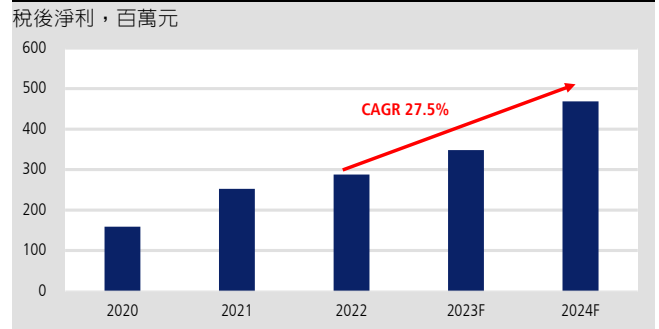
### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	1,113	1,470	1,726	2,099	2,600
營業毛利 (NT\$百萬)	410	555	695	849	1,076
營業利益 (NT\$百萬)	194	296	377	470	622
稅後淨利 (NT\$百萬)	159	252	288	348	468
每股盈餘 (NT\$)	4.05	6.21	6.67	7.45	10.01
每股現金股利 (NT\$)	2.50	4.50	5.50	5.21	7.01
每股盈餘成長率 (%)	78.2	53.4	7.4	11.6	34.5
本益比 (x)	41.5	27.0	25.2	22.6	16.8
股價淨值比 (x)	4.2	3.7	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA (x)	12.8	9.8	8.2	7.7	6.0
淨負債比率 (%)	5.7	4.7	Net cash	1.8	5.6
殖利率 (%)	1.5	2.7	3.3	3.1	4.2
股東權益報酬率 (%)	10.4	14.6	12.9	13.3	16.8

資料來源：公司資料，凱基預估

**圖 1：我們預估汎銓 2022-24 年營收將年複合成長 22.7%**


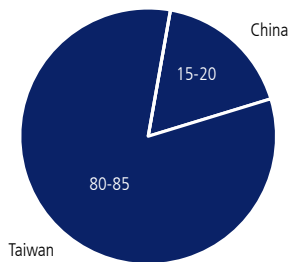
資料來源：公司資料，凱基預估

**圖 2：2022-24 年獲利可望年複合成長 27.5%**


資料來源：公司資料，凱基預估

**圖 3：汎銓 2022 年營收結構(按地區)**

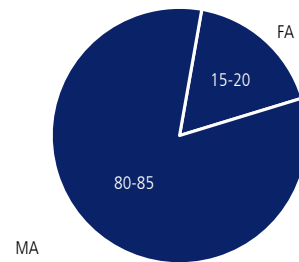
營收結構(按地區)，百分比



資料來源：公司資料，凱基

**圖 4：汎銓 2022 年產品組合**

產品組合，百分比



資料來源：公司資料，凱基

**圖 5：2Q-3Q23 財測**

百萬元	2Q23F			3Q23F		
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)
營收	503	23.3	19.8	591	17.5	28.9
毛利	198	50.8	23.5	258	30.3	34.5
營業利益	107	97.7	19.6	152	41.6	36.9
稅後淨利	80	123.3	38.3	114	42.8	46.7
每股盈餘(元)	1.71	123.3	22.3	2.45	42.8	35.6
毛利率 (%)	39.3	7.2 ppts	1.2 ppts	43.6	4.3 ppts	1.8 ppts
營利率 (%)	21.3	8.0 ppts	(0.0)ppts	25.7	4.4 ppts	1.5 ppts
淨利率 (%)	15.9	7.1 ppts	2.1 ppts	19.4	3.4 ppts	2.3 ppts

資料來源：凱基預估

**圖 6：2023-24 年財測**

百萬元	2023F		2024F	
	凱基預估	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)
營收	2,099	21.6	2,600	23.9
毛利	849	22.2	1,076	26.7
營業利益	470	24.5	622	32.4
稅後淨利	348	21.0	468	34.5
每股盈餘(元)	7.45	11.6	10.01	34.5
毛利率 (%)	40.5	0.2 ppts	41.4	0.9 ppts
營利率 (%)	22.4	0.5 ppts	23.9	1.5 ppts
淨利率 (%)	16.6	(0.1)ppts	18.0	1.4 ppts

資料來源：凱基預估



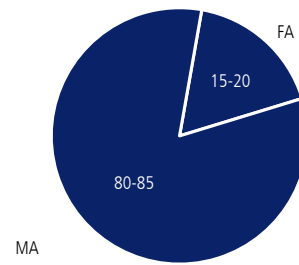
圖 7：公司概況

汎銓科技股份有限公司成立於 2005 年 7 月，主要從事半導體技術服務業，專注於先進製程分析，提供材料分析與故障分析的完整解決方案。客戶組成多元，服務對象涵蓋半導體上、中、下游與第三類半導體材料相關業者。營運據點包括新竹(材料分析、故障分析)、南科(材料分析)、竹北(故障分析)並擴展至對岸南京(材料分析)、上海(業務)，目前來自中國的營收佔整體比重約 15-20%。2022 年材料分析營收比重約 80-85%，故障分析營收佔比約 15-20%。

資料來源：公司資料，凱基

圖 8：汎銓 2022 年產品組合

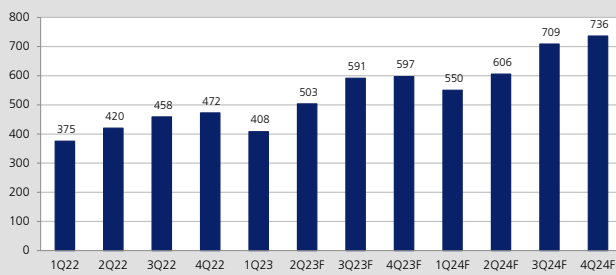
各產品線營收比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 9：季營業收入

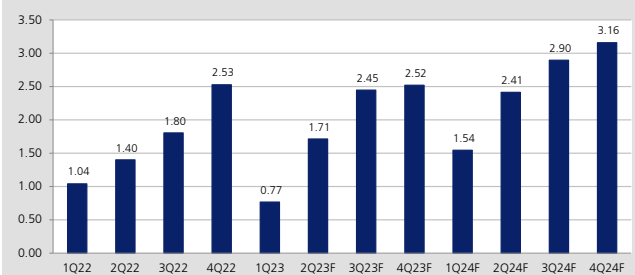
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10：每股盈利

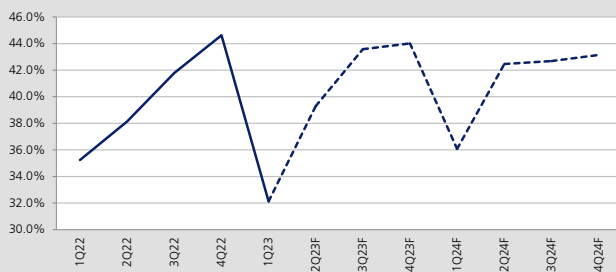
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11：毛利率

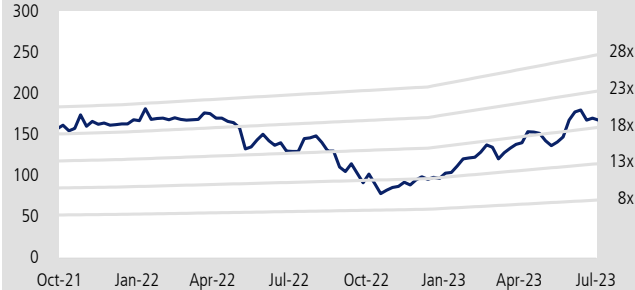
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12：未來一年預估本益比區間

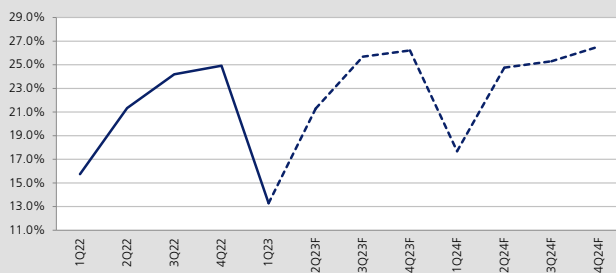
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 13：營業利潤率

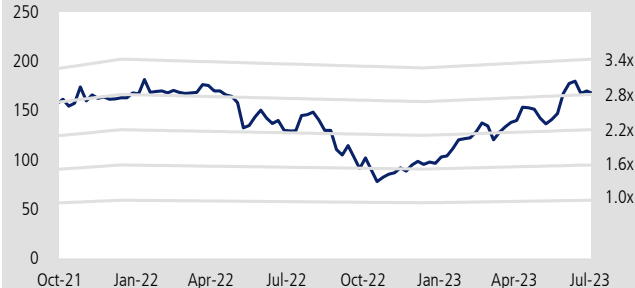
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 14：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	408	503	591	597	550	606	709	736	1,726	2,099	2,600
營業成本	(277)	(305)	(334)	(334)	(352)	(348)	(406)	(419)	(1,032)	(1,250)	(1,525)
營業毛利	131	198	258	263	198	257	303	318	695	849	1,076
營業費用	(77)	(91)	(106)	(106)	(101)	(107)	(123)	(122)	(318)	(380)	(454)
營業利益	54	107	152	156	97	150	179	195	377	470	622
折舊	(116)	(137)	(137)	(158)	(177)	(177)	(177)	(177)	(467)	(547)	(709)
攤提	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(4)	(5)	(5)
EBITDA	171	245	290	316	276	328	358	374	848	1,022	1,336
利息收入	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	3	3	3	3	3	3	3	3	6	11	11
總營業外收入	3	3	3	3	3	3	3	3	7	13	12
利息費用	(4)	(3)	(4)	(4)	(4)	(3)	(4)	(4)	(12)	(14)	(14)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(0)	(12)	(12)
總營業外費用	(7)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(12)	(26)	(26)
稅前純益	50	104	149	153	94	147	176	192	372	456	608
所得稅費用[利益]	(15)	(24)	(34)	(35)	(22)	(34)	(40)	(44)	(84)	(108)	(140)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	36	80	114	118	72	113	135	148	288	348	468
非常項目	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-	(0)	-
稅後淨利	36	80	114	118	72	113	135	148	288	348	468
每股盈餘 (NT\$)	0.77	1.71	2.45	2.52	1.54	2.41	2.90	3.16	6.67	7.45	10.01
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	32.1	39.3	43.6	44.0	36.1	42.5	42.7	43.1	40.3	40.5	41.4
營業利益率	13.3	21.3	25.7	26.2	17.7	24.8	25.3	26.5	21.9	22.4	23.9
EBITDA Margin	41.9	48.7	49.0	52.9	50.1	54.2	50.5	50.8	49.1	48.7	51.4
稅前純益率	12.4	20.7	25.1	25.6	17.1	24.2	24.8	26.1	21.5	21.7	23.4
稅後純益率	8.8	15.9	19.4	19.7	13.1	18.6	19.1	20.1	16.7	16.6	18.0
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(13.6)	23.3	17.5	1.0	(7.9)	10.1	17.0	3.9			
營業毛利	(37.8)	50.8	30.3	2.0	(24.5)	29.6	17.7	5.0			
營業收益增長	(53.9)	97.7	41.6	3.1	(37.8)	54.2	19.5	9.0			
EBITDA	(28.6)	43.5	18.2	9.0	(12.7)	19.1	8.9	4.5			
稅前純益	(56.2)	106.4	42.8	3.0	(38.7)	56.3	20.0	9.1			
稅後純益	(67.1)	123.3	42.8	3.0	(38.7)	56.3	20.0	9.1			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	8.7	19.8	28.9	26.4	34.8	20.4	19.9	23.3	17.5	21.6	23.9
營業毛利	(0.9)	23.5	34.5	24.6	51.3	30.0	17.4	20.9	25.2	22.2	26.7
營業收益	(8.2)	19.6	36.9	32.9	79.4	39.9	18.1	24.9	27.6	24.5	32.4
EBITDA	(0.7)	19.6	25.3	32.0	61.4	34.0	23.4	18.4	20.1	20.5	30.7
稅前純益	(14.6)	21.3	32.6	33.0	86.0	40.9	18.4	25.3	26.2	22.6	33.3
稅後純益	(16.5)	38.3	46.7	8.1	101.3	40.9	18.4	25.3	14.1	21.0	34.5

資料來源：公司資料，凱基預估

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>2,331</b>	<b>2,897</b>	<b>3,829</b>	<b>3,839</b>	<b>4,075</b>
<b>流動資產</b>	<b>708</b>	<b>1,020</b>	<b>1,820</b>	<b>1,612</b>	<b>1,694</b>
現金及短期投資	298	491	1,126	705	593
存貨	-	-	-	-	-
應收帳款及票據	317	452	612	820	1,015
其他流動資產	93	78	81	86	86
<b>非流動資產</b>	<b>1,623</b>	<b>1,876</b>	<b>2,009</b>	<b>2,227</b>	<b>2,381</b>
長期投資	-	-	-	-	-
固定資產	1,247	1,601	1,642	1,882	2,035
什項資產	377	275	367	345	345
<b>負債總額</b>	<b>758</b>	<b>1,017</b>	<b>1,256</b>	<b>1,172</b>	<b>1,183</b>
<b>流動負債</b>	<b>330</b>	<b>416</b>	<b>483</b>	<b>447</b>	<b>458</b>
應付帳款及票據	13	26	31	41	52
短期借款	78	79	104	139	139
什項負債	238	310	348	268	268
<b>長期負債</b>	<b>428</b>	<b>601</b>	<b>772</b>	<b>724</b>	<b>724</b>
長期借款	309	486	651	602	602
其他負債及準備	5	16	49	56	56
<b>股東權益總額</b>	<b>1,573</b>	<b>1,880</b>	<b>2,574</b>	<b>2,668</b>	<b>2,892</b>
普通股	393	413	468	468	468
保留盈餘	405	530	605	696	920
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	30.0%	32.0%	17.5%	21.6%	23.9%
營業收益增長	72.3%	52.6%	27.6%	24.5%	32.4%
EBITDA	45.4%	35.2%	20.1%	20.5%	30.7%
稅後純益	94.6%	58.7%	14.1%	21.0%	34.5%
每股盈餘成長率	78.2%	53.4%	7.4%	11.6%	34.5%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	36.9%	37.8%	40.3%	40.5%	41.4%
營業利益率	17.4%	20.1%	21.9%	22.4%	23.9%
EBITDA Margin	46.9%	48.0%	49.1%	48.7%	51.4%
稅後純益率	14.3%	17.2%	16.7%	16.6%	18.0%
平均資產報酬率	7.2%	9.7%	8.6%	9.1%	11.8%
股東權益報酬率	10.4%	14.6%	12.9%	13.3%	16.8%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	24.6%	30.1%	29.3%	27.8%	25.6%
淨負債比率	5.7%	4.7%	Net cash	1.8%	5.6%
利息保障倍數 (x)	27.6	34.7	31.9	33.1	44.3
利息及短期債保障倍數 (x)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	67.3	70.9	55.1	42.7	71.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	5.6	7.0	5.7	4.0	6.5
流動比率 (x)	2.1	2.5	3.8	3.6	3.7
速動比率 (x)	2.1	2.5	3.8	3.6	3.7
淨負債 (NT\$百萬)	90	88	(358)	49	161
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	4.05	6.21	6.67	7.45	10.01
每股現金盈餘 (NT\$)	12.13	15.26	15.36	12.97	21.35
每股淨值 (NT\$)	40.05	45.54	55.02	57.02	61.82
調整後每股淨值 (NT\$)	40.05	46.25	59.63	57.02	61.82
每股營收 (NT\$)	28.34	36.17	40.00	44.88	55.59
EBITDA/Share (NT\$)	13.29	17.37	19.64	21.84	28.55
每股現金股利 (NT\$)	2.50	4.50	5.50	5.21	7.01
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.50	0.56	0.51	0.55	0.66
應收帳款周轉天數	104.3	112.2	129.4	142.6	142.8
存貨周轉天數	-	-	-	-	-
應付帳款周轉天數	6.8	10.4	11.1	12.0	12.5
現金轉換周轉天數	97.5	101.8	118.3	130.7	130.3

資料來源：公司資料，凱基預估

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>1,113</b>	<b>1,470</b>	<b>1,726</b>	<b>2,099</b>	<b>2,600</b>
營業成本	(703)	(915)	(1,032)	(1,250)	(1,525)
<b>營業毛利</b>	<b>410</b>	<b>555</b>	<b>695</b>	<b>849</b>	<b>1,076</b>
營業費用	(216)	(259)	(318)	(380)	(454)
<b>營業利益</b>	<b>194</b>	<b>296</b>	<b>377</b>	<b>470</b>	<b>622</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>12</b>
利息收入	0	0	1	1	1
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	3	3	6	11	11
<b>總營業外費用</b>	<b>(9)</b>	<b>(5)</b>	<b>(12)</b>	<b>(26)</b>	<b>(26)</b>
利息費用	(7)	(9)	(12)	(14)	(14)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(2)	4	(0)	(12)	(12)
<b>稅前純益</b>	<b>188</b>	<b>295</b>	<b>372</b>	<b>456</b>	<b>608</b>
所得稅費用[利益]	(29)	(42)	(84)	(108)	(140)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	(0)	(0)	-
<b>稅後淨利</b>	<b>159</b>	<b>252</b>	<b>288</b>	<b>348</b>	<b>468</b>
EBITDA	522	706	848	1,022	1,336
每股盈餘 (NT\$)	4.05	6.21	6.67	7.45	10.01

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>476</b>	<b>620</b>	<b>663</b>	<b>607</b>	<b>999</b>
本期純益	159	252	288	348	468
折舊及攤提	328	410	470	552	714
本期運用資金變動	(44)	(121)	(156)	(199)	(183)
其他營業資產及負債變動	33	79	61	(95)	(0)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(444)</b>	<b>(647)</b>	<b>(593)</b>	<b>(748)</b>	<b>(867)</b>
投資用短期投資出售[新購]	-	(13)	(0)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(442)	(626)	(589)	(739)	(862)
其他資產變動	(3)	(7)	(3)	(9)	(5)
<b>自由現金流</b>	<b>6</b>	<b>(87)</b>	<b>13</b>	<b>(31)</b>	<b>142</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(25)</b>	<b>211</b>	<b>560</b>	<b>(281)</b>	<b>(244)</b>
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	74	182	190	(14)	-
現金增資	-	160	586	-	-
已支付普通股股息	(79)	(103)	(186)	(257)	(244)
其他融資現金流	(20)	(28)	(31)	(9)	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(1)</b>	<b>(4)</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>6</b>	<b>180</b>	<b>635</b>	<b>(421)</b>	<b>(112)</b>

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	19.4%	17.6%	18.4%	18.1%	17.5%
<b>= 營業利益率</b>	<b>17.4%</b>	<b>20.1%</b>	<b>21.9%</b>	<b>22.4%</b>	<b>23.9%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
+ 淨固定資產/營業收入	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
+ 什項資產/營業收入	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>= 資本周轉率</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>
營業利益率	17.4%	20.1%	21.9%	22.4%	23.9%
x 資本周轉率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
x (1 - 有效現金稅率)	84.6%	85.7%	77.4%	76.4%	77.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>10.1%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.1%</b>	<b>15.6%</b>

資料來源：公司資料，凱基預估

**凱基證券集團據點**

<b>中國</b>	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
<b>台灣</b>	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
<b>香港</b>		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
<b>泰國</b>	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
<b>新加坡</b>		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
<b>印尼</b>		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

**股價說明**

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	

\*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

**免責聲明**

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。