

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

閎康科技

(3587.TWO/3587 TT)

中國自主化趨勢推動成長展望

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\$m)	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

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

黃章中
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

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

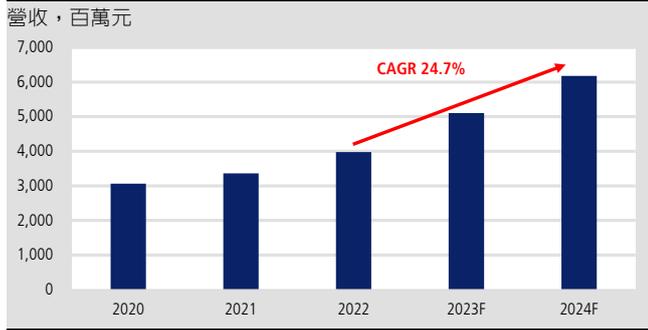
先進製程研發與投資遞延；海外競爭加劇；晶圓代工廠提高自有檢測產能。

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

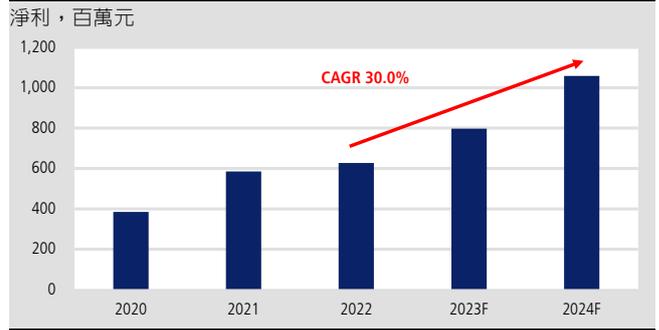
資料來源：公司資料，凱基預估

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

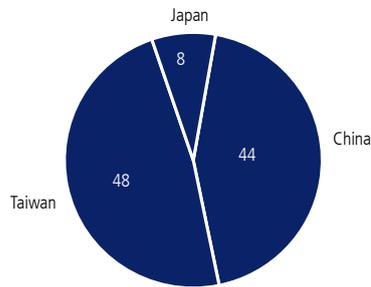
圖 2：凱基預估 2022-24 年獲利 CAGR 為 30.0%



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 3：閱康 1Q23 營收組成(按地區)

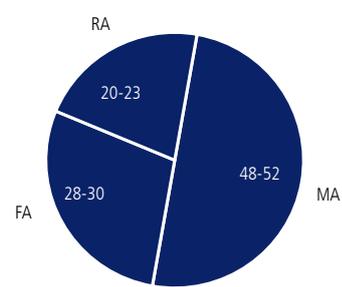
營收組成(按地區)，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：閱康 1H22 營收組成(按產線)

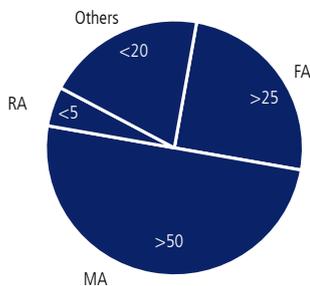
營收組成(按產線)，百分比



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)

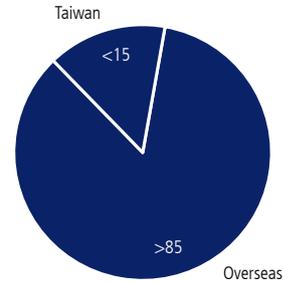
2023 年資本支出組成(按產線)，百分比



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

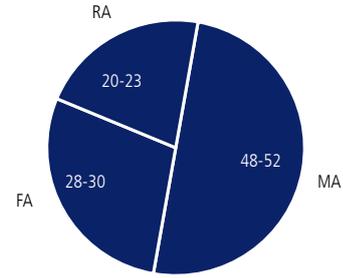
圖 9：公司概況

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)

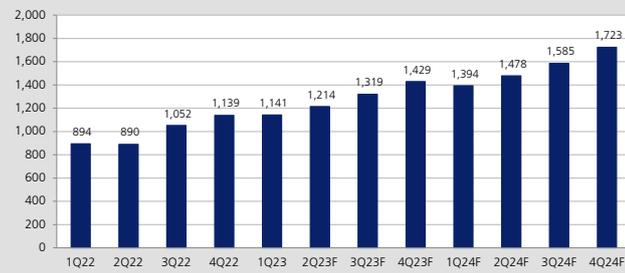
1H22 營收結構(按產線)，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 11：季營業收入

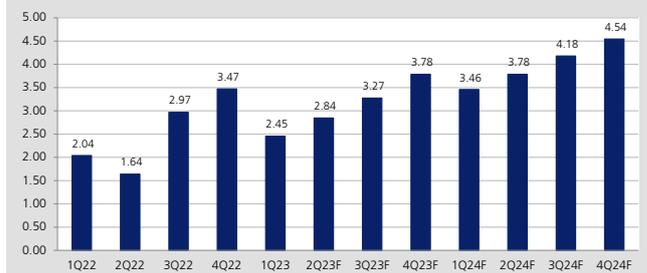
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 12：每股盈利

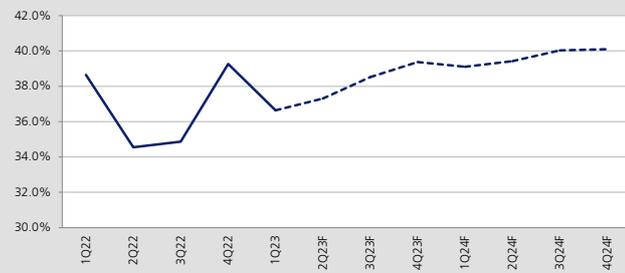
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 13：毛利率

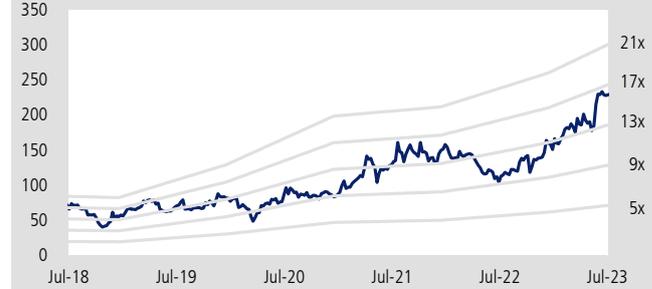
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 14：未來一年預估本益比區間

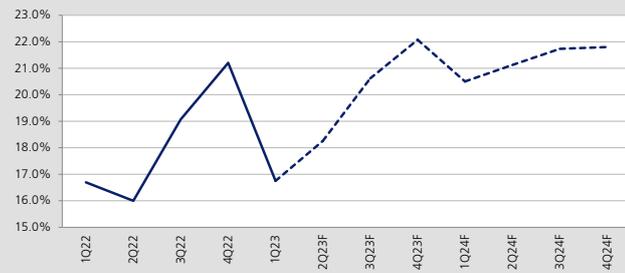
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



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
損益表 (NT\$百萬)											
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
獲利率 (%)											
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
季成長率 (%)											
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			
年成長率 (%)											
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
資產總額	4,413	5,313	6,901	7,889	8,411
流動資產	2,239	2,720	3,262	3,962	4,601
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
非流動資產	2,174	2,594	3,639	3,928	3,809
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
負債總額	1,468	2,037	3,344	3,867	3,907
流動負債	752	981	1,822	2,424	2,464
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
長期負債	715	1,057	1,523	1,443	1,443
長期借款	629	867	1,341	1,192	1,192
其他負債及準備	10	11	16	15	15
股東權益總額	2,946	3,276	3,557	4,022	4,504
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
年成長率					
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%
獲利能力分析					
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%
穩定 \ 償債能力分析					
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)
每股資料分析					
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
資產運用狀況					
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
營業收入	3,062	3,361	3,974	5,103	6,179
營業成本	(2,155)	(2,155)	(2,507)	(3,161)	(3,726)
營業毛利	907	1,206	1,467	1,942	2,453
營業費用	(464)	(536)	(733)	(941)	(1,135)
營業利益	443	670	734	1,000	1,318
總營業外收入	11	64	60	36	43
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
總營業外費用	(3)	(31)	(8)	(37)	(37)
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)
稅前純益	452	702	785	999	1,325
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	-
稅後淨利	385	587	627	797	1,058
EBITDA	1,129	1,442	1,611	2,064	2,517
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
營運活動之現金流量	1,098	1,516	1,298	1,534	1,972
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)
投資活動之現金流量	(669)	(961)	(1,800)	(1,286)	(1,080)
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)
自由現金流	273	341	(700)	274	886
融資活動之現金流量	(360)	(64)	441	110	(576)
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)	-
匯率影響數	3	0	26	7	-
本期產生現金流量	72	491	(34)	364	315

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%
= 營業利益率	14.5%	19.9%	18.5%	19.6%	21.3%
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
= 資本週轉率	1.3	1.4	1.1	1.4	1.6
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%
= 稅後 ROIC	16.3%	23.8%	16.4%	22.0%	27.8%

資料來源：公司資料，凱基預估

凱基證券集團據點

中國	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
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		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
泰國	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
新加坡		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
印尼		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 未評等 (R)	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。
	*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。