

2024 年 2 月 29 日

研究員：莊禮誠 dan.chuang@cim.capital.com.tw

前日收盤價	128.00 元
目標價	
3 個月	161.00 元
12 個月	161.00 元

## 宜特(3289 TT)

Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

07/03/2023	已到 TP	103.00
06/28/2023	Buy	92.40
05/04/2023	Buy	84.70

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	755
市值(億元)	97
目前每股淨值(元)	45.85
外資持股比(%)	6.60
投信持股比(%)	0.79
董監持股比(%)	9.96
融資餘額(張)	11,500
現金股息配發率(F)(%)	19.39

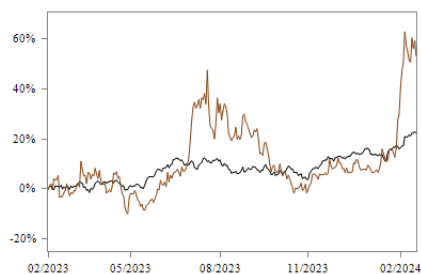
### 產品組合



■ 檢測服務收入:100.00%

### 股價相對大盤走勢

— 3289 — TWSE



MA 產能開出有助於營收與獲利提升。

**投資建議為 Buy：**群益認為，宜特在 2H23 的布局有望在 2024 年看到成果，營收規模增加與 MA 產能開出有助於毛利率的提升；晶片複雜度的提升有助於 RA 長期需求；子公司合併也有望降低營業成本與費用，半導體需求轉好也有助於子公司的營運。綜合以上原因，投資建議為 Buy，目標價 161 元，以 2024 年 EPS 7.32 元，給予 22 倍本益比。

**AI 晶片需使用先進封裝，也會推升 RA 需求：**宜特表示，AI 已然成為各界公認的「硬需求」，隨著各種 AI 應用的蓬勃發展，高階可靠度驗證分析已成為 AI 發展不可或缺的核心需求。

**宜特未來會專注提供一站式(Turn-key)的服務：**一站式(Turn-key)的服務包含 RA/MA/FA，閎康和宜特較專注於 MA。車用電子就適合一站式服務，看問題會比較全面，車用電子大部分是成熟製程，而且對於可靠度的要求比較高，就比較沒那麼吃重 MA。

**宜特在 2H23 的布局有望在 2024 年看到成果：**宜特 2023 全年營收 38.12 億元，YoY+1.84%，稅後純益 3.86 億元，YoY-4.84%，稅後 EPS 5.11 元。宜特表示，2H23 的中長期的驗證分析布局費用先行，訂單遞延，這些布局預期將在 2024 年陸續看到成果。

**宜特 01/2024 營收創單月歷史新高：**宜特指出，受惠於 AI、先進製程和封裝技術、車用電子、太空元件驗證以及 5G/6G 高速通訊等趨勢持續推動了 MA、FA 及 RA 需求。隨著高階晶片的蓬勃發展，國際晶片大廠的毛利率上升，也表現出更強烈的長期下單意願，以因應市場對晶片品質不斷提升的需求，暢旺的驗證需求下，訂單也紛紛入袋。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	3,812	4,193	4,403	982	981	973	933	924	1,012	1,019	1,061	1,101
營業毛利淨額	1,018	1,274	1,408	233	280	276	224	238	300	304	320	350
營業利益	302	597	754	46	104	104	47	46	127	132	152	186
稅後純益	386	553	669	95	98	151	92	45	120	125	142	166
稅後 EPS(元)	5.11	7.32	8.86	1.26	1.30	2.00	1.21	0.59	1.59	1.66	1.87	2.20
毛利率(%)	26.71%	30.38%	31.97%	23.77%	28.49%	28.41%	24.03%	25.73%	29.64%	29.81%	30.17%	31.80%
營業利益率(%)	7.93%	14.23%	17.12%	4.71%	10.64%	10.72%	5.08%	4.99%	12.59%	12.94%	14.29%	16.89%
稅後純益率(%)	10.11%	13.19%	15.20%	9.72%	9.98%	15.54%	9.81%	4.86%	11.88%	12.30%	13.35%	15.06%
營業收入 YoY/QoQ(%)	1.84%	10.00%	5.00%	0.68%	-0.05%	-0.84%	-4.10%	-0.95%	9.53%	0.69%	4.05%	3.79%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-4.84%	43.39%	21.04%	-30.07%	2.62%	54.36%	-39.48%	-50.96%	167.88%	4.25%	12.95%	17.08%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 7.55 億元計算。

2024 年 2 月 29 日

## ESG：

宜特承諾遵守勞動法規與性別工作平等法等國家法令，秉持「尊重人權」與「用人適才」的原則，平等對待及尊重同仁，並致力於建立誠信、健康及安全的工作環境，確保工作環境的安全與衛生條件符合標準。綠色環保潮流已是全球公民的共識，宜特科技屬於科技產業鏈中的服務業，除了協助客戶導入無鉛無鹵製程的改良，也和歐盟及國際大廠緊密連結，熟悉各項環保法規，協助企業用綠色製程維護地球的美好。宜特承諾遵守勞動法規與性別工作平等法等國家法令，秉持「尊重人權」與「用人適才」的原則，平等對待及尊重同仁，並致力於建立誠信、健康及安全的工作環境，確保工作環境的安全與衛生條件符合標準。未來，宜特科技也將秉持永續經營理念，持續在經濟、社會和環境三面向，朝長久發展的目標前進。

## 公司簡介：

宜特成立於 1994 年，為國內半導體相關檢驗/驗證廠，從 IC 電路修補起家並延伸到失效分析(FA) 和可靠度分析(RA)領域。除了上游 IC 設計之外，也跨及組裝和 PCB 廠的半導體檢測市場，並取得多項知名機構的認證，目標提供垂直整合的服務，從可靠度分析(RA)、材料分析(MA)和失效分析(FA)，都由公司一手包辦，提供客戶更多檢測服務項目。

宜特持股東研信超(6840 TT)約 10%，東研信超做電子產品通訊檢測。

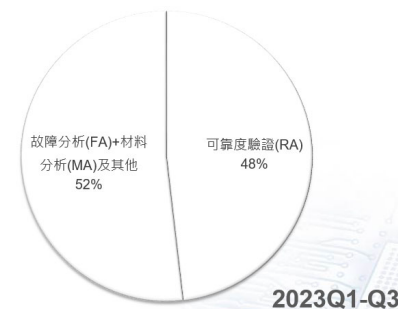
宜特的台灣檢測同業有閎康(3587 TT)、汎銓(6830 TT)...等。

## 宜錦與創量將合併：

宜特 3Q32 持股宜錦(未公發)約 81%、持股創量(未公發)61%、宜錦做晶圓薄化，台灣主要對手為昇陽半導體(8028 TT)，可以降低 IC 的電阻，增加效率，也是節能減碳相關，應用的 IC 有車用、伺服器、消費性 IC；創量做半導體的封測；。

12/08/2023，宜特代子公司公告，宜錦與創量將合併，宜錦為存續公司，合併基準日為 03/31/2024。宜特表示，二家子公司併購後，預期可整合集團營運資源並簡化投資架構，節省管理營運成本與提升競爭力。

## 產品組合：



資料來源：公司，群益投顧彙整。

## 宜特未來會專注提供一站式(Turn-key)的服務：

一站式(Turn-key)的服務包含 RA/MA/FA，閎康和宜特較專注於 MA。車用電子就適合一站式服務，看問題會比較全面，車用電子大部分是成熟製程，

2024 年 2 月 29 日

而且對於可靠度的要求比較高，就比較沒那麼吃重 MA。

### 車用電子檢測為宜特中長期的成長動能：

2022 年宜特成為 AEC(汽車電子協會)會員，AEC 成立的目的是建立通用的汽車零件可靠度測試(RA)方法與品質系統標準，短期對營收貢獻不太，但主要是能和 BOSCH、DENSO、INFINEON、STM、TI 等國際大廠合作。

根據市場預測，在 2027 年前，車用電子將是全球半導體成長幅度最大的領域，從各大晶圓廠持續在日本、德國設廠，搶攻車用半導體商機亦可看出，車用電子是半導體大廠營收成長的動力。宜特科技為亞洲首家全球汽車電子最高殿堂-AEC 汽車電子協會認可的第三方公正實驗室，從第一線規範制定者的角度，將協助更多客戶跨入電動車領域。

### AI 晶片需使用先進封裝，也會推升 RA 需求：

宜特進一步分析，2024 年市場對 AI 發展持續樂觀看待。然而 AI 發展的關鍵要素之一，即高速運算(HPC)，必須仰賴先進的立體堆疊封裝技術，以實現體積縮小和效能提升的目標。隨著複雜結構的異質材料層層堆疊，熱膨脹係數的差異等問題的浮現，如何有效解決散熱等挑戰，直接影響產品的可靠度和壽命。AI 已然成為各界公認的「硬需求」，隨著各種 AI 應用的蓬勃發展，高階可靠度驗證分析已成為 AI 發展不可或缺的核心需求。

### 宜特 MA 產能有增加 50%：

宜特表示，在先進製程驗證需求上，近年宜特在 MA 的布局亦開始見效。在 MA 產能提升 50%的策略下，海外訂單開始發酵，挹注營收。而在車電驗證分析方面，隨著全球節能減碳帶動綠能車發展，電動車和自駕車使用的半導體零件數量翻倍成長。

### 宜特在 2H23 的布局有望在 2024 年看到成果：

宜特 2023 全年營收 38.12 億元，YoY+1.84%，稅後純益 3.86 億元，YoY-4.84%，稅後 EPS 5.11 元。宜特表示，2H23 的中長期的驗證分析布局費用先行，訂單遞延，這些布局預期將在 2024 年陸續看到成果。

群益預估 2024 全年營收 41.93 億元，YoY+10.00%，稅後純益 5.53 億元，YoY+43.39%，稅後 EPS 7.32 元

### 宜特 01/2024 營收創單月歷史新高：

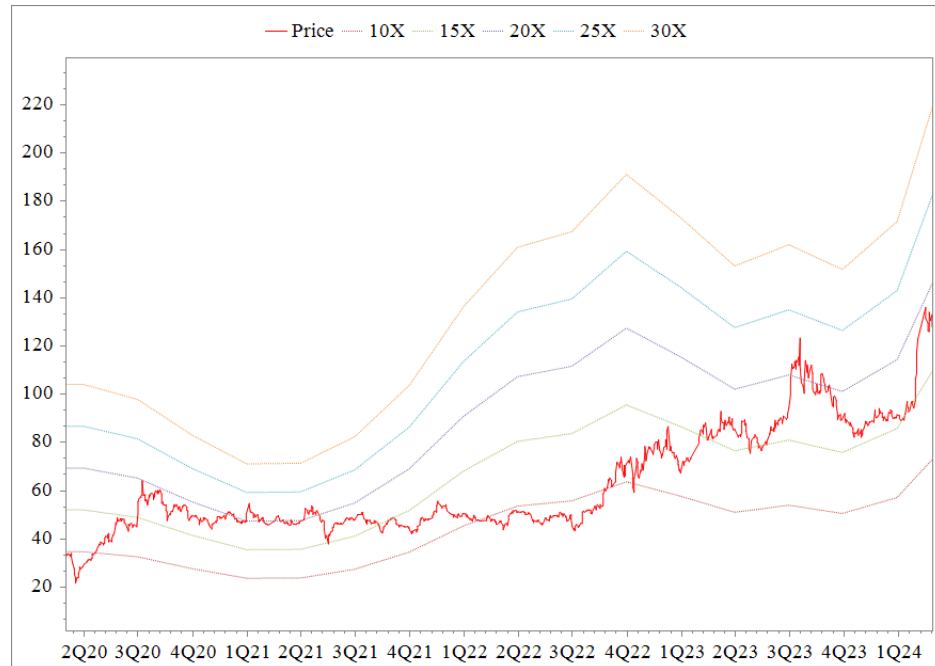
宜特指出，受惠於 AI、先進製程和封裝技術、車用電子、太空元件驗證以及 5G/6G 高速通訊等趨勢持續推動了 MA、FA 及 RA 需求。隨著高階晶片的蓬勃發展，國際晶片大廠的毛利率上升，也表現出更強烈的長期下單意願，以因應市場對晶片品質不斷提升的需求，暢旺的驗證需求下，訂單也紛紛入袋。

### 投資建議為 Buy：

群益認為，宜特在 2H23 的布局有望在 2024 年看到成果，營收規模增加與 MA 產能開出有助於毛利率的提升；晶片複雜度的提升有助於 RA 長期需求；子公司合併也有望降低營業成本與費用，半導體需求轉好也有助於子公司的營運。綜合以上原因，投資建議為 Buy，目標價 161 元，以 2024 年 EPS 7.32 元，給予 22 倍本益比。

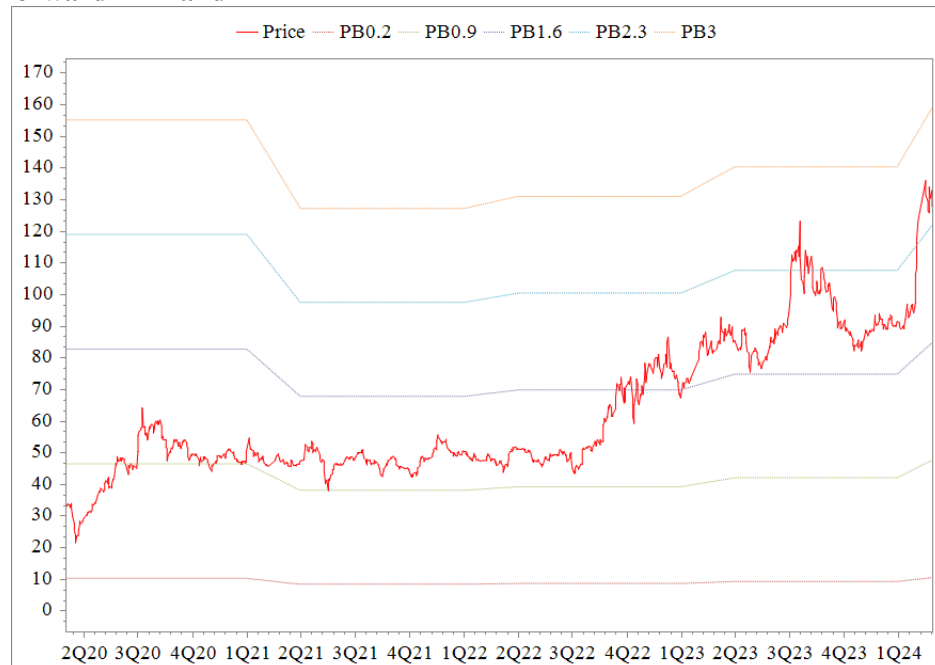
2024 年 2 月 29 日

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 2 月 29 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	7,222	7,424	7,855	8,787	9,904
流動資產	2,233	2,411	2,324	2,875	2,594
現金及約當現金	845	875	861	1,054	956
應收帳款與票據	1,236	1,329	1,282	1,613	1,403
存貨	0	0	0	0	0
採權益法之投資	689	756	1,101	1,357	2,291
不動產、廠房設備	3,794	3,882	3,882	3,882	3,882
<b>負債總計</b>	3,897	4,022	4,255	4,760	5,340
流動負債	1,809	2,069	1,995	2,470	2,256
應付帳款及票據	218	271	229	294	231
非流動負債	2,088	1,953	2,302	2,268	3,124
<b>權益總計</b>	3,325	3,402	3,600	4,026	4,564
普通股股本	798	748	748	748	748
保留盈餘	233	490	687	1,114	1,652
母公司業主權益	3,202	3,298	3,534	4,012	4,606
<b>負債及權益總計</b>	7,222	7,424	7,855	8,787	9,904

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	3,214	3,743	3,812	4,193	4,403
營業成本	2,412	2,727	2,794	2,919	2,995
<b>營業毛利淨額</b>	802	1,016	1,018	1,274	1,408
營業費用	613	681	716	677	654
<b>營業利益</b>	189	335	302	597	754
<b>EBITDA</b>	1,084	1,324	1,350	1,390	1,410
業外收入及支出	22	133	45	0	0
稅前純益	212	468	347	597	754
所得稅	89	82	0	95	141
稅後純益	180	405	386	553	669
稅後 EPS(元)	2.38	5.37	5.11	7.32	8.86
完全稀釋 EPS**	2.38	5.37	5.11	7.32	8.86

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 7.55【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 7.55 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
-------	------	------	-------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	5.62%	16.46%	1.84%	10.00%	5.00%
營業毛利淨額	-4.44%	26.71%	0.23%	25.11%	10.50%
營業利益	-16.96%	77.63%	-9.72%	97.42%	26.26%
稅後純益	-31.43%	125.45%	-4.84%	43.39%	21.04%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	24.95%	27.14%	26.71%	30.38%	31.97%
EBITDA(%)	33.73%	35.37%	35.42%	33.15%	32.03%
營益率	5.87%	8.95%	7.93%	14.23%	17.12%
稅後純益率	5.59%	10.83%	10.11%	13.19%	15.20%
總資產報酬率	2.49%	5.46%	4.91%	6.29%	6.76%
股東權益報酬率	5.41%	11.91%	10.71%	13.73%	14.66%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	53.96%	54.17%	54.17%	54.18%	53.92%
負債/淨值比(%)	117.21%	118.22%	118.20%	118.23%	117.00%
流動比率(%)	123.46%	116.52%	116.50%	116.40%	115.00%

## 其他比率分析

存貨天數	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
應收帳款天數	131.91	125.06	125.00	126.00	125.00

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	818	1,171	1,157	1,527	1,537
稅前純益	212	468	347	597	754
折舊及攤銷	837	812	811	812	815
營運資金變動	-143	-39	5	-266	147
其他營運現金	-89	-69	-7	383	-179
<b>投資活動現金</b>	-371	-744	-1,071	-847	-1,193
資本支出淨額	-530	-742	-900	-720	-730
長期投資變動	161	1	0	0	0
其他投資現金	-1	-3	-171	-127	-463
<b>籌資活動現金</b>	-511	-411	-100	-487	-442
長借/公司債變動	250	-13	348	-33	856
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-384	-35	-150	-75	-75
其他籌資現金	-378	-363	-299	-378	-1,224
<b>淨現金流量</b>	-68	30	-14	193	-98
<b>期初現金</b>	913	845	875	861	1,054
<b>期末現金</b>	845	875	861	1,054	956

資料來源：CMoney、群益



2024 年 2 月 29 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	975	982	981	973	933	924	1,012	1,019	1,061	1,101	1,096	1,096
營業成本	672	748	702	697	709	686	712	715	741	751	746	746
營業毛利淨額	303	233	280	276	224	238	300	304	320	350	350	350
營業費用	174	187	175	172	177	192	173	172	168	164	164	164
營業利益	130	46	104	104	47	46	127	132	152	186	186	185
業外收入及支出	37	51	0	18	11	17	0	0	0	0	0	0
稅前純益	167	97	104	122	58	63	127	132	152	186	186	185
所得稅	36	9	28	-8	-15	-4	18	19	23	35	34	35
稅後純益	136	95	98	151	92	45	120	125	142	166	168	164
最新股本	755	755	755	755	755	755	755	755	755	755	755	755
稅後EPS(元)	1.81	1.26	1.30	2.00	1.21	0.59	1.59	1.66	1.87	2.20	2.23	2.18

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	31.10%	23.77%	28.49%	28.41%	24.03%	25.73%	29.64%	29.81%	30.17%	31.80%	31.96%	31.91%
營業利益率(%)	13.31%	4.71%	10.64%	10.72%	5.08%	4.99%	12.59%	12.94%	14.29%	16.89%	17.00%	16.91%
稅後純益率(%)	14.00%	9.72%	9.98%	15.54%	9.81%	4.86%	11.88%	12.30%	13.35%	15.06%	15.34%	15.00%

## QoQ(%)

營業收入淨額	7.04%	0.68%	-0.05%	-0.84%	-4.10%	-0.95%	9.53%	0.69%	4.05%	3.79%	-0.39%	-0.06%
營業利益	75.12%	-64.39%	125.98%	-0.10%	-54.54%	-2.71%	176.18%	3.51%	14.89%	22.68%	0.24%	-0.58%
稅前純益	55.97%	-41.96%	7.29%	17.47%	-52.51%	9.01%	101.50%	3.51%	14.89%	22.68%	0.24%	-0.58%
稅後純益	49.23%	-30.07%	2.62%	54.36%	-39.48%	-50.96%	167.88%	4.25%	12.95%	17.08%	1.46%	-2.25%

## YoY(%)

營業收入淨額	19.50%	11.91%	12.18%	6.81%	-4.31%	-5.86%	3.16%	4.75%	13.66%	19.10%	8.32%	7.51%
營業利益	258.86%	-27.89%	23.14%	40.78%	-63.45%	-0.15%	22.03%	26.44%	219.55%	302.95%	46.26%	40.47%
稅前純益	161.62%	103.48%	7.10%	14.09%	-65.26%	-34.76%	22.53%	7.98%	161.25%	194.00%	46.26%	40.47%
稅後純益	150.54%	186.32%	19.85%	65.31%	-32.95%	-52.99%	22.72%	-17.11%	54.68%	269.31%	39.88%	31.15%

註1：稅後EPS以股本7.55億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。