

2024 年 4 月 10 日

研究員：莊禮誠 dan.chuang@cim.capital.com.tw

前日收盤價 100.00 元
目標價
3 個月 80.00 元
12 個月 80.00 元

宏碩系統(6895 TT)

Neutral

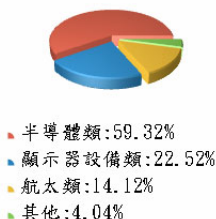
近期報告日期、評等及前日股價

02/09/2024 Buy 113.50

公司基本資訊

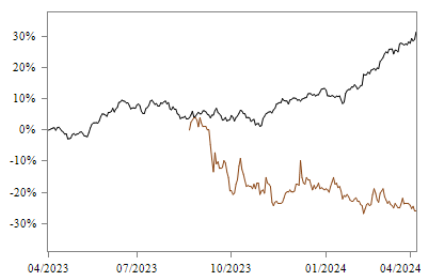
目前股本(百萬元) 341
市值(億元) 34
目前每股淨值(元) 29.57
外資持股比(%) 0.70
投信持股比(%) 0.00
董監持股比(%) 43.79
融資餘額(張) 72
現金股息配發率(%) 81.48

產品組合



股價相對大盤走勢

— 6895 — TWSE



1Q24 營收不如預期，評價無偏低。

投資建議為 Neutral：軍用產品營運穩定，目前國內無競爭對手；半導體產品長期需求看好，主要需求來自荷蘭半導體設備大廠、全球晶圓代工龍頭，短期成長動能趨緩，評價無偏低，投資建議為 Neutral。

1Q24 營收不如先前預期：群益原本預估 1Q24 營收為 1.10 億元，實際為 0.71 億元，差異為-55%，群益預估稅後純益 0.10 億元，QoQ-67.41%，稅後 EPS 0.28 元。

目前營運與半導體產業關聯性較大，2024 年費用有望年減：宏碩樂觀預期 2024 年半導體景氣回春，也希望營運是成長的，但營運變因包含戰爭、美中對抗...等，宏碩審慎因應；2023 年費用較高原因是 IPO 要花錢買廣告、券商輔導、請會計師，由於是一次性費用，2024 全年費用應該會低於 2023 年。群益預估 2024 全年營收 3.70 億元，YoY-10.00%，稅後純益 0.71 億元，YoY-17.96%，稅後 EPS 2.09 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	411	370	389	107	109	85	110	71	92	90	117	89
營業毛利淨額	201	182	192	52	57	36	56	35	45	43	59	44
營業利益	100	82	91	28	31	11	30	11	20	18	33	19
稅後純益	87	71	80	23	25	9	29	10	17	16	29	17
稅後 EPS(元)	2.54	2.09	2.34	0.67	0.74	0.28	0.86	0.28	0.49	0.47	0.85	0.48
毛利率(%)	48.93%	49.11%	49.37%	48.59%	52.37%	42.09%	51.15%	48.97%	48.36%	48.35%	50.38%	49.16%
營業利益率(%)	24.34%	22.06%	23.41%	26.03%	28.40%	12.87%	27.58%	15.17%	21.29%	20.50%	28.09%	21.12%
稅後純益率(%)	21.09%	19.22%	20.51%	21.24%	23.25%	11.07%	26.58%	13.33%	18.13%	17.66%	24.90%	18.62%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-5.89%	-10.00%	5.00%	-24.77%	1.82%	-21.69%	28.78%	-35.00%	28.79%	-2.27%	29.84%	-23.98%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-23.73%	-17.96%	12.04%	-47.09%	11.47%	-62.72%	209.32%	-67.41%	75.19%	-4.81%	83.14%	-43.15%

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 3.41 億元計算。

ESG：



資料來源：公司，群益投顧彙整。

公司簡介：

宏碩系統(以下簡稱宏碩)成立於 2002 年，核心團隊來自於早期工研院電子所微波發展小組，公司主要從事真空微波管及半導體設備零組件之研發、製造及銷售，為國內唯一真空微波管製造商。

2019 年時宏碩與荷商半導體設備大廠接洽，知道之後會有資金需求，於是在 2020 年旭暉應材(6698 TT)入股宏碩系統，目前持股約 42%。宏碩在國內無相關同業；宏碩最大客戶為荷商半導體設備大廠，營收占比約 45~50%，其餘大客戶包含全球晶圓代工龍頭、台灣政府國防機構。

公司在早期即為台灣國防工業機構應用於尋標器上之微波管的主要供應商，在國防用途上，因所需頻率分布較寬、發射功率更高，加上需符合長時間置放的耐久性及安全性，故存在較高之技術門檻障礙，近年來則以符合國防產業標準之高門檻技術積極跨入商用領域，使其真空微波管產品除可應用於國防外，進而拓展至商用半導體領域。另運用異材質接合技術組成真空電引入元件(Feedthrough)及各種真空設備零件，主要應用於電子束(E Beam)檢測設備(E Scan)中。

宏碩產品的「4H」核心能力分別為高功率微波、高頻率微波、高真空及高電壓。

產品用途說明及主要客戶：

產品分類	用途	主要客戶
軍用真空微波管	主要應用於主動導引的軍用尋標或搜索設備上，例如長程飛彈的雷達微波發射源。	政府國防機構
商用真空微波管	主要應用於半導體薄膜製程中使用紫外線固化(UV-Curing)設備之重要零組件，利用微波能量激發紫外線固化薄膜。	晶圓製造大廠
半導體設備零組件	主要產品為應用異材質焊接技術，製作的真空電引入元件(Feedthrough)，是宏碩專門為電子束(E-Beam)檢測設備(E-Scan)所開發之產品；其他半導體設備零組件是作為真空環境封合或管線導入使用，如晶圓加熱器、可調電容及磁盤等。	荷商半導體設備大廠
其他	非屬軍用和半導體的各式產品，如微波源系統設備、散熱片產品及靶材等。	—

資料來源：公司，群益投顧彙整。

產品組合：

營收收入（依產品別分類）

單位：千元

年度	109年度		110年度		111年度		112年第三季	
內容	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
軍用真空微波管	114,088	40.69	159,110	43.93	143,104	32.73	98,788	38.84
商用真空微波管	59,717	21.30	63,036	17.40	70,092	16.03	25,687	7.41
真空微波管小計	173,805	61.99	222,146	61.33	213,196	48.77	124,475	41.29
半導體設備零組件	79,990	28.53	126,044	34.80	176,420	40.35	152,287	50.51
其他	26,587	9.48	14,001	3.87	47,573	10.88	24,727	8.20
合計	280,382	100.00	362,191	100.00	437,189	100.00	301,489	100.00

資料來源：公司，群益投顧彙整。

軍用真空微波管毛利率最高：

2022 年產品毛利率：軍用真空微波管~67%、商用真空微波管~28%、半導體設備零組件~53%、其他~45%。

軍用真空微波管用在飛彈，需求穩定，訂單能見度約 2~3 年：

軍用微波管主要客戶為台灣政府國防機構，因為功率較高，主要是用在長程飛彈或雷達上；全訊(5222 TT)的固態微波器件主要用在短程飛彈上，兩者用途不同。宏碩表示，目前約只有七個國家有該技術，軍用產品訂單能見度高，但國防市場較為封閉，宏碩已將真空微波管技術拓展到半導體領域。

商用微波管主要用在半導體薄膜製程：

商用微波管主要客戶為全球晶圓代工龍頭，宏碩提供的產品主要用於薄膜的固化。由於 CVD 一開始生成的薄膜偏軟，需要用微波去激發紫外線，再用紫外線去固化薄膜。美國設備原廠的產品使用壽命約 3,000 小時，宏碩的產品可以用 7,000~10,000 小時。

半導體設備零組件主要用於電子束的晶片檢測：

宏碩在半導體設備零組件的主要產品真空電引入元件，是專門為電子束「E-Beam」檢測設備所開發的產品，該電子束檢測設備主要用於 28nm 以下的製程缺陷檢測。

半導體產業長期看成長：

宏碩引用 SEMI 的報告，市場保守預估 2023 年受全球經濟動能趨緩影響使半導體製造廠調整延後部分投資計畫，惟至 2024 年將恢復成長動能；宏碩引用 ASML 於 10/2023 的法說會資訊，ASML 預估 2023 年營收有望成長 30%，但 2024 年仍有不確定性，所以 ASML 預估 2024 年營收與 2023 年相當；ASML 規劃在林口建廠，預估最快 2026 年啟用，推估將能進一步帶動半導體設備產業、零組件未來的成長。

國防預算成長對有利宏碩營運：

台灣 2023 年國防預算達台幣 4,151 億，YoY 約 12.9%，國防支出近年仍在逐期攀升。台灣最有效、C/P 值最高的方式就是做防禦型的飛彈。宏碩表示，受惠近年來國防預算金額持續成長，且宏碩為國內少數具備提供國防微波產品關鍵零組件之廠商，宏碩在營運上將有望受益，由於國防/軍工產業較

2024 年 4 月 10 日

敏感，有些事情就算知道，宏碩也不方便在公開場合中做定性/定量的敘述。

微波在其他產業，未來仍有應用的可能：

製鞋業在做鞋子的過程中，許多製程需要使用加熱系統，傳統上須使用金屬爐來加熱，但若未來使用微波來加熱，可以大幅節省時間與產能。

1Q24 營收低於預期：

群益原本預估 1Q24 營收為 1.10 億元，實際為 0.71 億元，差異為-55%，群益預估稅後純益 0.10 億元，QoQ-67.41%，稅後 EPS 0.28 元。

目前營運與半導體產業關聯性較大，2024 年費用有望年減：

宏碩表示，目前公司營運與半導體產業關聯性較大，軍用產品要看客戶的拉貨時程。

宏碩樂觀預期 2024 年半導體景氣回春，也希望營運是成長的，但營運變因包含戰爭、美中對抗...等，宏碩審慎因應；2023 年費用較高原因是 IPO 要花錢買廣告、券商輔導、請會計師，由於是一次性費用，2024 全年費用應該會低於 2023 年。

2023 年由於半導體需求較差，所以軍用真空微波管占比較商用多，但 2024 年如果半導體需求回溫，商用真空微波管占比有望明顯成長。

群益預估 2024 全年營收 3.70 億元，YoY-10.00%，稅後純益 0.71 億元，YoY-17.96%，稅後 EPS 2.09 元。

其他補充：

為配合客戶需求，宏碩目前已著手規劃在既有工廠的 3 樓、4 樓進行擴建無塵室，初估一年半時間可完成。宏碩表示，由於行業穩定，每年的 CAPEX 約佔營收的 5%，有部分費用是為了荷商半導體大廠去買檢測設備。

投資建議為 Neutral：

軍用產品營運穩定，目前國內無競爭對手；半導體產品長期需求看好，主要需求來自荷蘭半導體設備大廠、全球晶圓代工龍頭，短期成長動能趨緩，評價無偏低，投資建議為 Neutral。

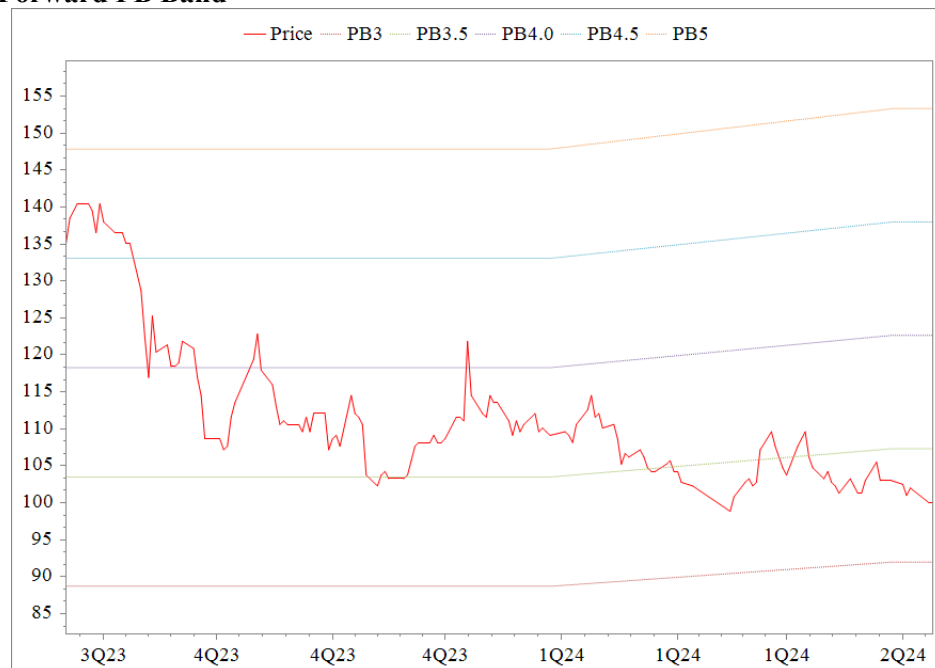
2024 年 4 月 10 日

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 4 月 10 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	676	751	1,094	1,568	1,299
流動資產	457	529	819	395	553
現金及約當現金	223	198	262	135	180
應收帳款與票據	89	154	42	164	53
存貨	60	143	152	33	159
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	162	169	185	185	185
負債總計	81	119	86	523	208
流動負債	80	119	84	90	125
應付帳款及票據	22	43	19	40	24
非流動負債	0	0	2	412	79
權益總計	595	632	1,008	1,045	1,091
普通股股本	310	310	341	341	341
保留盈餘	116	153	132	169	215
母公司業主權益	595	632	1,008	1,045	1,091
負債及權益總計	676	751	1,094	1,568	1,299

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	362	437	411	370	389
營業成本	174	207	210	188	197
營業毛利淨額	188	230	201	182	192
營業費用	76	88	101	100	101
營業利益	112	142	100	82	91
EBITDA	133	163	127	170	177
業外收入及支出	1	0	3	3	3
稅前純益	112	143	105	84	94
所得稅	22	29	18	13	14
稅後純益	90	114	87	71	80
稅後 EPS(元)	2.65	3.34	2.54	2.09	2.34
完全稀釋 EPS**	2.65	3.34	2.54	2.09	2.34

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 3.41【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 3.41 億元計算

比率分析

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

成長力分析(%)

營業收入淨額	29.18%	20.71%	-5.89%	-10.00%	5.00%
營業毛利淨額	41.68%	22.49%	-12.49%	-9.66%	5.55%
營業利益	38.76%	26.84%	-29.37%	-18.42%	11.40%
稅後純益	42.22%	25.87%	-23.73%	-17.96%	12.04%

獲利能力分析(%)

毛利率	51.85%	52.61%	48.93%	49.11%	49.37%
EBITDA(%)	36.79%	37.26%	30.83%	45.91%	45.52%
營益率	30.86%	32.43%	24.34%	22.06%	23.41%
稅後純益率	24.95%	26.02%	21.09%	19.22%	20.51%
總資產報酬率	13.37%	15.14%	7.93%	4.54%	6.14%
股東權益報酬率	15.19%	18.00%	8.61%	6.81%	7.31%

償債能力檢視

負債比率(%)	11.94%	15.89%	7.86%	33.33%	16.04%
負債/淨值比(%)	13.56%	18.90%	8.53%	50.00%	19.10%
流動比率(%)	568.14%	443.30%	975.15%	440.00%	444.00%

其他比率分析

存貨天數	131.91	178.59	255.52	179.00	178.50
應收帳款天數	74.79	101.65	86.99	101.50	102.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	71	21	160	409	40
稅前純益	112	143	105	84	94
折舊及攤銷	21	21	24	22	23
營運資金變動	-26	-126	80	17	-31
其他營運現金	-37	-15	-48	285	-46
投資活動現金	-98	32	-384	-887	426
資本支出淨額	-26	-19	-20	-20	-20
長期投資變動	-56	48	-361	30	20
其他投資現金	-15	3	-4	-897	426
籌資活動現金	-46	-78	288	351	-420
長借/公司債變動	0	0	0	409	-332
現金增資	0	0	396	0	0
發放現金股利	-56	-78	-107	-34	-34
其他籌資現金	9	0	-1	-25	-53
淨現金流量	-73	-25	64	-127	46
期初現金	296	223	198	262	135
期末現金	223	198	262	135	180

資料來源：CMoney、群益

2024 年 4 月 10 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	142	107	109	85	110	71	92	90	117	89	100	87
營業成本	60	55	52	49	54	36	48	46	58	45	51	45
營業毛利淨額	82	52	57	36	56	35	45	43	59	44	49	43
營業費用	28	24	26	25	26	24	25	25	26	25	25	25
營業利益	54	28	31	11	30	11	20	18	33	19	24	18
業外收入及支出	0	1	0	1	3	1	1	1	1	1	1	1
稅前純益	54	28	31	12	34	11	20	19	34	20	25	19
所得稅	11	6	6	2	4	2	4	3	5	3	4	3
稅後純益	43	23	25	9	29	10	17	16	29	17	21	16
最新股本	341	341	341	341	341	341	341	341	341	341	341	341
稅後EPS(元)	1.26	0.67	0.74	0.28	0.86	0.28	0.49	0.47	0.85	0.48	0.62	0.46

獲利能力(%)

毛利率(%)	57.59%	48.59%	52.37%	42.09%	51.15%	48.97%	48.36%	48.35%	50.38%	49.16%	49.43%	48.92%
營業利益率(%)	37.76%	26.03%	28.40%	12.87%	27.58%	15.17%	21.29%	20.50%	28.09%	21.12%	24.09%	20.45%
稅後純益率(%)	30.20%	21.24%	23.25%	11.07%	26.58%	13.33%	18.13%	17.66%	24.90%	18.62%	21.07%	17.84%

QoQ(%)

營業收入淨額	29.80%	-24.77%	1.82%	-21.69%	28.78%	-35.00%	28.79%	-2.27%	29.84%	-23.98%	12.62%	-12.79%
營業利益	51.66%	-48.13%	11.08%	-64.52%	176.05%	-64.24%	80.75%	-5.92%	77.93%	-42.85%	28.46%	-25.94%
稅前純益	52.97%	-47.12%	10.72%	-62.49%	184.46%	-66.13%	78.31%	-5.46%	75.68%	-41.66%	26.36%	-25.18%
稅後純益	52.99%	-47.09%	11.47%	-62.72%	209.32%	-67.41%	75.19%	-4.81%	83.14%	-43.15%	27.45%	-26.18%

YoY(%)

營業收入淨額	N.A	36.11%	2.33%	-22.13%	-22.74%	-33.25%	-15.57%	5.36%	6.23%	24.25%	8.65%	-3.06%
營業利益	N.A	45.11%	-7.35%	-69.00%	-43.57%	-61.09%	-36.69%	67.87%	8.20%	72.92%	22.90%	-3.26%
稅前純益	N.A	43.27%	-7.45%	-66.41%	-37.53%	-59.98%	-35.56%	62.42%	0.31%	72.78%	22.45%	-3.08%
稅後純益	N.A	43.38%	-5.53%	-66.36%	-31.98%	-58.12%	-34.17%	68.10%	-0.48%	73.62%	26.30%	-2.06%

註1：稅後EPS以股本3.41億元計算

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。