

2024 年 5 月 13 日

研究員：莊禮誠 dan.chuang@cim.capital.com.tw

前日收盤價 75.60 元
目標價
3 個月 50.00 元
12 個月 50.00 元

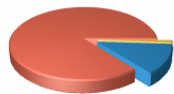
近期報告日期、評等及前日股價

09/07/2023 Neutral 35.80

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 1,149
市值(億元) 87
目前每股淨值(元) 20.56
外資持股比(%) 3.20
投信持股比(%) 0.00
董監持股比(%) 30.94
融資餘額(張) 10,766
現金股息配發率(%) --

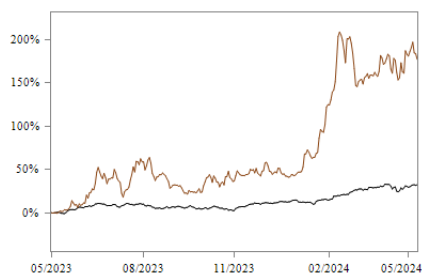
產品組合



■ 半導體設備:85.92%
■ 勞務收入:13.08%
■ 維修收入:1.00%

股價相對大盤走勢

— 3055 — TWSE



蔚華科(3055 TT)

Neutral

SiC 基板檢測設備有望帶來明顯獲利。

投資建議為 Neutral：雖然化合物檢測設備有望帶來明顯獲利提升，但尚未拿到相關訂單，短期評價合理，投資建議為 Neutral。

蔚華科已推出 SiC 基板檢測的設備：蔚華科與南方科技有鎖定化合物半導體的檢測市場，主要是 SiC 的基板，現在有推出 JadeSiC-NK、JadeSA-WBG 兩個產品，核心技術是用光學，以不破壞基板的方式來做表面/內部的缺陷檢測與應力的分析，與傳統的 KOH(氫氧化鉀)蝕刻的破壞性檢測不同，可以每片基板都做檢測，以確保之後元件、模組、產品的良率。

蔚華科 1Q24 業外虧損，主因為合肥新匯成(688403 SH)股價下跌：蔚華科已經連續 5 季營業費用呈現年減，1Q24 營業費用大幅減少，因一些預期信用減損的費用迴轉，預計其他季費用約 1 億多元。1Q24 業外認列約 1 億元的虧損，主因為上海子公司有投資新匯成(688403 SH)，股價下跌認列金融資產評價損失。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	1,343	1,207	1,270	365	358	312	308	223	243	345	395	294
營業毛利淨額	238	271	286	25	73	69	71	47	54	80	90	65
營業利益	-191	-115	-119	-82	-19	-52	-37	-31	-58	-14	-12	-35
稅後純益	-56	-190	-100	103	-49	-118	7	-105	-53	-16	-16	-30
稅後 EPS(元)	-0.49	-1.66	-0.87	0.90	-0.42	-1.03	0.06	-0.92	-0.46	-0.14	-0.14	-0.26
毛利率(%)	17.76%	22.49%	22.54%	6.91%	20.46%	22.09%	23.10%	21.21%	22.24%	23.18%	22.77%	22.14%
營業利益率(%)	-14.25%	-9.56%	-9.34%	-22.54%	-5.42%	-16.78%	-12.12%	-13.78%	-23.96%	-4.11%	-3.08%	-12.02%
稅後純益率(%)	-4.18%	-15.77%	-7.87%	28.29%	-13.59%	-37.84%	2.28%	-47.21%	-21.69%	-4.74%	-4.03%	-10.35%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-29.87%	-10.13%	5.25%	-7.61%	-2.17%	-12.84%	-1.14%	-27.60%	9.11%	41.80%	14.51%	-25.57%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	N.A	-64.68%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

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 11.49 億元計算。

公司簡介：

蔚華科於 12/1987 成立於新竹，主要提供半導體、平面顯示器、與其他高科技產品/設備的代理銷售，近期加強自有設備的研發，像是 AOI(自動光學檢測)機台、CIS 測試機台。蔚華科總部在新竹，於上海、蘇州…等有其他營運據點。

蔚華科有持股思衛科技，業務包含矽光子測試；蔚華科持股南方科技，業務包含化合物半導體檢測：

股權部份：旺矽(6223 TT)持股蔚華科約 5.9%、辛耘(3583 TT)持股蔚華科約 3.4%。

蔚華科的子公司：蔚華科持股欣傳投資 100%，欣傳投資持股思衛科技 100%；蔚華科持股南方科技約 54%。

思衛科技提供的是半導體測試的解決方案，包含測試硬體、軟體，測試產品包含矽光子。2023 年獲利約 0.32 億元。思衛科技的 CPO 做的是測試系統，包含演算法、測試介面、Prober…等，包含了電與光的測試，現在已經出貨到 Fab 的研發部門，此業務與旺矽無關。

南方科技技術包含數位光學、非線性光學，目前正在開發化合物半導體的檢測系統。蔚華科還有自製 AOI 的檢測設備。

蔚華科代理設備的應用大致可分為測試、封裝、檢測：

測試設備以 ATE(自動測試裝置)為主，再加上 Handler、Prober、Chuck 與測試介面。封裝設備包含鍵合機、挑選機…等。檢測設備包含 EFA(電性故障分析)、PFA(物性故障分析)、MA(材料分析)、AOI(自動光學檢查)。

蔚華科代理的品牌包含美國的 NI、芬蘭的 AFORE、日本的 HAMAMATSU(6965 JP)、日本的 Toray(3402 JP)、捷克的 TESCANA、韓國的 SEMICS…、義大利的 Osai 等。TESCANA 有做電子顯微鏡；SEMICS 有做 Prober；Toray 有出鍵合機，應用為半導體封裝堆疊。



資料來源：蔚華科法說簡報，群益投顧彙整。

蔚華科希望能增加非中國地區的營收占比：

蔚華科表示，近期代理業務的毛利率有在下滑，所以希望提升自製設備的營收占比；之前中國營收占比高，現在因中國不景氣而也有受影響，希望能增加非中國以外地區的營收占比。

2024 年 5 月 13 日

蔚華科已推出 SiC 基板檢測的設備，有望拿到經濟部的補助：

蔚華科與南方科技有鎖定化合物半導體的檢測市場，主要是 SiC 的基板，現在有推出 JadeSiC-NK、JadeSA-WBG 兩個產品，核心技術是用光學，以不破壞基板的方式來做表面/內部的缺陷檢測與應力的分析，與傳統的 KOH(氫氧化鉀)蝕刻的破壞性檢測不同，可以每片基板都做檢測，以確保之後元件、模組、產品的良率。

蔚華科在 05/2024 跟相關客戶，會申請經濟部的化合物半導體設備推動的補助計畫，該計畫主要目的是提高國內設備的自製率，與生產良率，補助金額可能是設備賣價的一半。

蔚華科尚未拿到訂單，但該產品毛利率高：

蔚華科推出此類產品時間點為 11/2023，算是業界首創的技術，短期不會有競爭對手。現在包含台灣、美國、德、法、中都有矽晶圓/SiC 指標性大廠在與蔚華科接洽，但蔚華科目前仍未接到訂單，從接單到出貨約 4~6 個月，設備單價約 3,000~5000 萬台幣，以目前最大產能約 30 台/年，因為裡面有個光源一年最多拿 30 個。

以 6 吋基板來看，檢測一片基板的缺陷約 2 小時；應力約 40 分鐘。蔚華科表示，此類型產品在市場的毛利率約 50%，如果是自行開發的話，毛利率也會不錯。

蔚華科 1Q24 業外虧損，主因為合肥新匯成(688403 SH)股價下跌：

蔚華科 1Q24 營收 2.23 億元，QoQ-27.60%；稅後純益-1.05 億元；稅後 EPS -0.92 元。

蔚華科已經連續 5 季營業費用呈現年減，1Q24 營業費用大幅減少，因一些預期信用減損的費用迴轉，預計其他季費用約 1 億多元。1Q24 業外認列約 1 億元的虧損，主因為上海子公司有投資新匯成(688403 SH)，股價下跌認列金融資產評價損失。

預估蔚華科 2024 年仍虧損：

蔚華科表示代理業務還是有很大一部分的營收來自中國，變化較多；每季費用約 1 億元。

群益預估 2024 全年營收 12.07 億元，YoY-10.13%；稅後純益-1.90 億元，稅後 EPS -1.66 元。

其他補充：

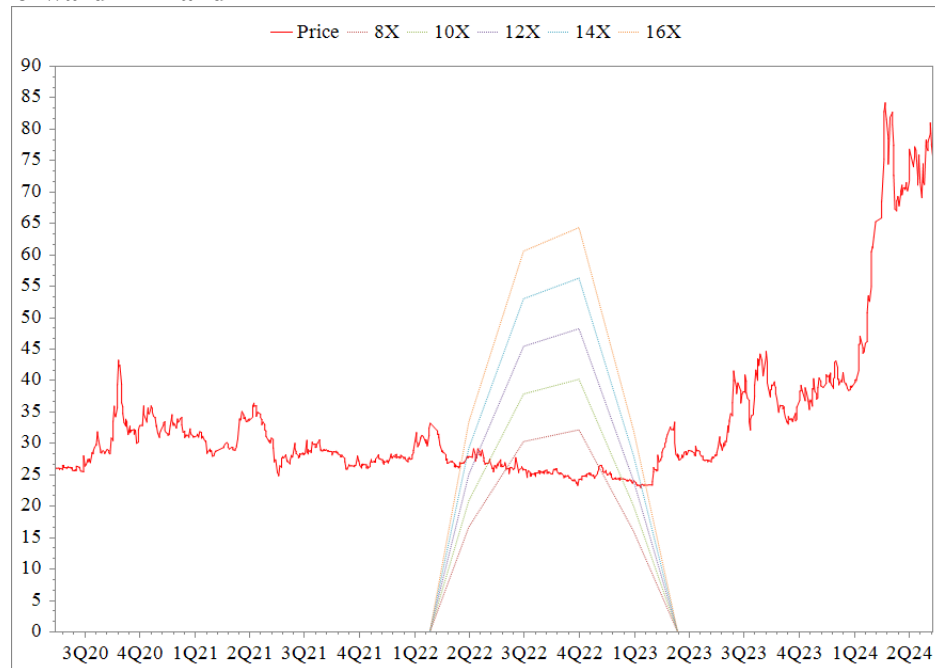
蔚華科於 05/08/2024 有發公告，預計辦理私募增資，上限 1,100 萬股，應募人尚未確定，預計 2H24 訂價。

蔚華科表示執行 2 次庫藏股，主要是為了留才。

投資建議維持 Neutral：

雖然化合物檢測設備有望帶來明顯獲利提升，但尚未拿到相關訂單，短期評價合理，投資建議為 Neutral。

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 5 月 13 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	6,407	4,048	3,624	3,410	3,257
流動資產	4,473	3,332	2,835	2,081	3,093
現金及約當現金	953	1,103	1,461	865	1,463
應收帳款與票據	873	506	337	523	382
存貨	172	172	74	113	83
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	1,373	608	603	603	603
負債總計	3,766	1,211	1,027	1,010	965
流動負債	3,162	827	800	507	754
應付帳款及票據	543	393	252	251	278
非流動負債	604	384	227	504	184
權益總計	2,641	2,837	2,597	2,400	2,292
普通股股本	1,187	1,187	1,150	1,150	1,150
保留盈餘	1,099	1,335	1,102	905	797
母公司業主權益	2,318	2,780	2,518	2,316	2,204
負債及權益總計	6,407	4,048	3,624	3,410	3,257

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	2,646	1,915	1,343	1,207	1,270
營業成本	2,342	1,743	1,104	935	984
營業毛利淨額	304	172	238	271	286
營業費用	661	590	428	393	405
營業利益	-354	-416	-191	-115	-119
EBITDA	-66	541	-24	560	560
業外收入及支出	-2	719	114	-91	12
稅前純益	-350	317	-45	-206	-107
所得稅	9	54	10	-21	-10
稅後純益	-357	240	-56	-190	-100
稅後 EPS(元)	-3.11	2.09	-0.49	-1.66	-0.87
完全稀釋 EPS**	-3.02	2.03	-0.47	-1.61	-0.84

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 11.49【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 11.84 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	31.22%	-27.65%	-29.87%	-10.13%	5.25%
營業毛利淨額	-18.31%	-43.60%	38.84%	13.85%	5.44%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

獲利能力分析(%)

毛利率	11.51%	8.97%	17.76%	22.49%	22.54%
EBITDA(%)	-2.49%	28.25%	-1.80%	46.41%	44.09%
營益率	-13.37%	-21.74%	-14.25%	-9.56%	-9.34%
稅後純益率	-13.51%	12.54%	-4.18%	-15.77%	-7.87%
總資產報酬率	-5.58%	5.93%	-1.55%	-5.58%	-3.07%
股東權益報酬率	-13.54%	8.46%	-2.16%	-7.93%	-4.36%

償債能力檢視

負債比率(%)	58.78%	29.91%	28.34%	29.63%	29.63%
負債/淨值比(%)	142.60%	42.68%	39.55%	42.10%	42.10%
流動比率(%)	141.48%	402.91%	354.15%	410.00%	410.00%

其他比率分析

存貨天數	42.22	36.02	40.54	36.50	36.50
應收帳款天數	191.41	131.44	114.59	130.00	130.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	-117	253	138	-129	-62
稅前純益	-350	317	-45	-206	-107
折舊及攤銷	199	213	43	212	212
營運資金變動	964	218	126	-227	198
其他營運現金	-931	-495	14	92	-365
投資活動現金	-119	-245	615	-680	1,026
資本支出淨額	-179	-132	-24	-140	-140
長期投資變動	63	39	41	0	0
其他投資現金	-3	-153	598	-540	1,166
籌資活動現金	358	64	-396	214	-366
長借/公司債變動	244	-59	-143	277	-319
現金增資	391	0	0	0	0
發放現金股利	-19	-22	-114	-11	-11
其他籌資現金	-258	145	-139	-52	-35
淨現金流量	127	60	358	-596	598
期初現金	916	1,042	1,103	1,461	865
期末現金	1,042	1,103	1,461	865	1,463

資料來源：CMoney、群益

2024 年 5 月 13 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	396	365	358	312	308	223	243	345	395	294	299	327
營業成本	397	340	284	243	237	176	189	265	305	229	232	252
營業毛利淨額	-1	25	73	69	71	47	54	80	90	65	67	74
營業費用	156	108	93	121	107	78	112	100	102	100	102	101
營業利益	-157	-82	-19	-52	-37	-31	-58	-14	-12	-35	-35	-27
業外收入及支出	540	208	-25	-74	37	-100	3	3	3	3	3	3
稅前純益	383	126	-44	-126	0	-131	-55	-11	-9	-32	-32	-24
所得稅	49	23	4	-8	-8	-19	-4	1	2	-3	-4	-3
稅後純益	293	103	-49	-118	7	-105	-53	-16	-16	-30	-29	-22
最新股本	1,149	1,149	1,149	1,149	1,149	1,149	1,149	1,149	1,149	1,149	1,149	1,149
稅後EPS(元)	2.55	0.90	-0.42	-1.03	0.06	-0.92	-0.46	-0.14	-0.14	-0.26	-0.25	-0.19

獲利能力(%)

毛利率(%)	-0.26%	6.91%	20.46%	22.09%	23.10%	21.21%	22.24%	23.18%	22.77%	22.14%	22.44%	22.71%
營業利益率(%)	-39.73%	-22.54%	-5.42%	-16.78%	-12.12%	-13.78%	-23.96%	-4.11%	-3.08%	-12.02%	-11.75%	-8.25%
稅後純益率(%)	74.01%	28.29%	-13.59%	-37.84%	2.28%	-47.21%	-21.69%	-4.74%	-4.03%	-10.35%	-9.73%	-6.63%

QoQ(%)

營業收入淨額	-32.71%	-7.61%	-2.17%	-12.84%	-1.14%	-27.60%	9.11%	41.80%	14.51%	-25.57%	1.61%	9.29%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	196.53%	-67.10%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	155.68%	-64.68%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

YoY(%)

營業收入淨額	-52.91%	-18.01%	-26.34%	-47.00%	-22.12%	-38.97%	-31.93%	10.75%	28.28%	31.86%	22.80%	-5.35%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	-97.60%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

註1：稅後EPS以股本11.49億元計算

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。