

2024 年 7 月 22 日

研究員：莊禮誠 dan.chuang@cim.capital.com.tw

前日收盤價	61.10 元
目標價	
3 個月	77.00 元
12 個月	77.00 元

## 鑫科(3663 TT)

Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

07/05/2024	Buy	63.00
07/04/2024	已到 TP	
06/27/2024	Buy	56.60

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,047
市值(億元)	64
目前每股淨值(元)	11.56
外資持股比(%)	0.77
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	82.92
融資餘額(張)	7,052
現金股息配發率(%)	108.70

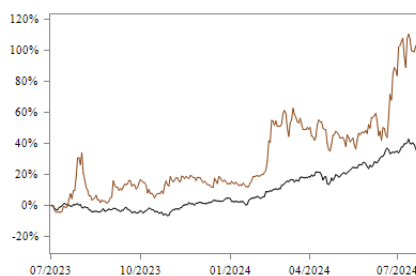
### 產品組合



- 貴金屬材料:63.71%
- 薄膜濺鍍靶材及其他:36.29%

### 股價相對大盤走勢

— 3663 — TWSE



認列中鋼精材帶來獲利成長，FOPLP 載板帶動評價提升。

**投資建議：**鑫科已開始認列中鋼精材的營收與獲利，中鋼精材有接獲用在手機的鈦邊框的訂單，也成功開發用於鋰電池的銅箔，2024 年獲利有望年成長；鑫科目前獨家供應 FOPLP 的合金載板，2025 年出貨量有望大幅成長，投資建議為 Buy。

**鑫科已開始認列中鋼精材營收與獲利：**05/16/2024 鑫科取得中鋼精材 70% 的股權，另外 30% 股權在華新麗華(1605 TT)手上。中鋼精材主要生產純鈦(Ti)及鈦合金與鎳(Ni)基合金，兩類特殊合金佔總營收約 80%，產品型態涵蓋厚板、捲帶、棒、管…等，產品應用包含電子、化工、航太、油氣、運輸…等。

**鑫科獨家供應 FOPLP 的合金載板：**鑫科有提供 FOPLP 用的合金載板，尺寸是 700mmx700mm，合作對象包含台灣面板客戶、歐洲半導體客戶，目前是獨家供應商。1H24 出貨量約 300 片，預計 2H24 出貨量有望提升至約 900~1,200 片，2025 全年有望達 2,400 片。1H24 出貨量較低是因為歐洲半導體客戶想把一些規格提升，未來鑫科也有望出給台系晶圓代工廠。

**貴金屬交易與銀價相關性高：**鑫科目前 70% 營收仍是屬於貴金屬交易，主要是銀，之前銀價在高檔，客戶需求有下滑，但近期銀價下滑，需求有回升一些。鑫科預估 2024 年貴金屬交易的營收與 2023 年相當，但由於單價上揚、加上有做期貨避險，預計此業務對毛利仍會有正面貢獻。

**群益預估 2024 年獲利將顯著成長：**群益預估 2024 全年營收 36.08 億元，YoY+50.00%；稅後純益 0.91 億元，YoY+130.69%；稅後 EPS 0.87 元。群益預估 2025 全年營收 37.88 億元，YoY+5.00%；稅後純益 0.94 億元，YoY+3.40%；稅後 EPS 0.90 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	2,405	3,608	3,788	583	670	604	548	1,194	986	880	691	1,119
營業毛利淨額	198	295	313	51	53	50	42	99	81	72	57	93
營業利益	48	106	122	14	14	12	2	45	33	27	16	41
稅後純益	40	91	94	10	22	0	11	34	26	21	12	32
稅後 EPS(元)	0.38	0.87	0.90	0.09	0.21	0.00	0.10	0.33	0.24	0.20	0.11	0.30
毛利率(%)	8.23%	8.18%	8.25%	8.81%	7.93%	8.35%	7.75%	8.28%	8.25%	8.23%	8.23%	8.28%
營業利益率(%)	2.00%	2.95%	3.23%	2.39%	2.10%	1.91%	0.30%	3.75%	3.37%	3.05%	2.25%	3.68%
稅後純益率(%)	1.65%	2.53%	2.49%	1.68%	3.22%	-0.02%	1.94%	2.88%	2.60%	2.35%	1.73%	2.84%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-4.84%	50.00%	5.00%	6.16%	14.90%	-9.88%	-9.22%	117.93%	-17.43%	-10.76%	-21.46%	61.99%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-51.75%	130.69%	3.40%	17.79%	119.42%	N.A	N.A	224.00%	-25.41%	-19.18%	-42.20%	165.45%

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 10.47 億元計算。

## ESG：

配合公司治理 3.0-永續發展藍圖，本公司規劃 ESG 短中長期目標，持續編製「永續報告書」揭露 ESG 相關資訊，落實溫室氣體盤查，推動循環經濟，建構節能友善環境，致力企業永續發展。2022 年持續透過節能計畫、推展短鏈製程改善、循環經濟的商業模式，更新變頻節能設備並實施定時降載等各項節電措施，2022 年度用電量節電率 23.28%、單位產品用電量節電率 1.32%。

## 公司簡介：

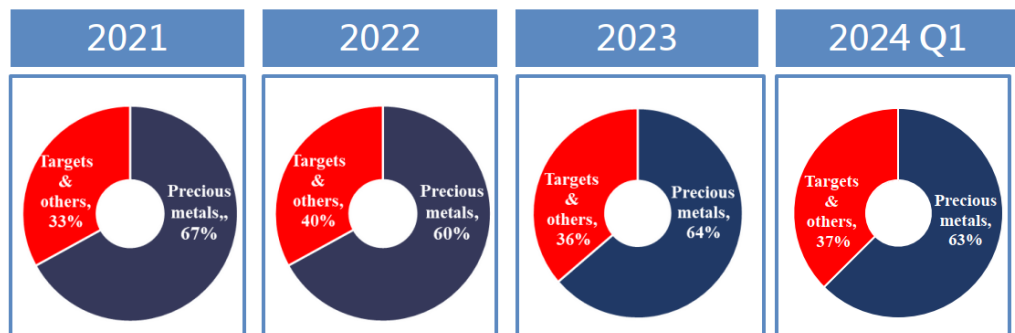
鑫科成立於 2000 年，主要產品為顯示器等光電產業所使用之濺鍍靶材及貴金屬材料(主要是銀)加工買賣，近年也跨入半導體靶材。

中鋼(2002 TT)旗下的中盈投資開發持有鑫科約 65.9%股權，鑫科屬於中鋼集團的工業材料事業群；聯合再生(3576 TT)持有鑫科約 9.1%股權。

鑫科販售的靶材應用的產業包含面板及矽半導體、化合物半導體。包括後段封裝用 Cu(銅)、SUS(不鏽鋼)、Ti(鈦)；中段晶圓減薄用 Ti(鈦)、NiV(鎳鈦)、Ag(銀)；前段 IC 製造用 Ag(銀)、Au(金)、AlSi(鋁矽)。光洋科(1785 TT)提供的靶材以 Cu(銅)及 Pt(鉑)靶為主。

鑫科客戶群包含了群創(3481 TT)、友達(2409 TT)、日月光投控(3711 TT)、Sharp (6753 JP)…等，最大客戶營收占比約 30%。

## 產品組合：



平均毛利率：光電靶材約 10%，半導體靶材約 25%，貴金屬加工<2%。

資料來源：公司、群益投顧彙整。

## 貴金屬交易與銀價相關性高：

鑫科目前 70%營收仍是屬於貴金屬交易，主要是銀，之前銀價在高檔，客戶需求量有下滑，但近期銀價下滑，需求量有回升一些。鑫科預估 2024 年貴金屬交易的營收與 2023 年相當，但由於單價上揚、加上有做期貨避險，預計此業務對毛利仍會有正面貢獻。

## 半導體靶材為近期成長動能之一：

全球四大供應商，日礦金屬(日)、Honeywell(HON US)、Praxair(美)、Tosoh(4042 JP)占全球 80%半導體靶材市場。鑫科已經能提供段封測廠、晶圓薄化廠、化合物半導體代工廠所需用的靶材，未來目標是晶圓製造廠(Si)

2024 年 7 月 22 日

的靶材供應鏈。產品為濺鍍用靶材、蒸鍍用靶材。

鑫科的半導體靶材及蒸鍍材的銷售量及客戶數逐步增加，靶材占比由 2020 年的 13%，1H24 增加至 24%。2020 年的客戶數為 11 家，1H24 增加至 33 家。

### 生醫產品、FOPLP 載板毛利率高：

面板靶材毛利率較低，半導體靶材較高；中鋼精材的鈦、鎳合金業務之前的毛利率有 15% 以上，現在可能只有 7~8%；生醫產品、FOPLP 載板則是屬於較高毛利的產品。

### 鑫科 2024 年獲利有望優於 2023 年：

鑫科尚未公布 2Q24 季報，但預估 1H24 的獲利會遠優於 1H23，2H24 也會優於 1H24。鑫科表示 2024 年費用會年成長，原因包含調薪、水電成本的增加、運輸成本的增加，但全年獲利仍會優於 2023 年，但配發率可能會少一些，主要是中鋼精材為了要擴產而保留盈餘。

群益預估 2024 全年營收 36.08 億元，YoY+50.00%；稅後純益 0.91 億元，YoY+130.69%；稅後 EPS 0.87 元。群益預估 2025 全年營收 37.88 億元，YoY+5.00%；稅後純益 0.94 億元，YoY+3.40%；稅後 EPS 0.90 元。

### 鑫科獨家供應 FOPLP 的合金載板：

鑫科有提供 FOPLP 用的合金載板，尺寸是 700mmx700mm，合作對象包含台灣面板客戶、歐洲半導體客戶，目前是獨家供應商。1H24 出貨量約 300 片，預計 2H24 出貨量有望提升至約 900~1,200 片，2025 全年有望達 2,400 片。1H24 出貨量較低是因為歐洲半導體客戶想把一些規格提升，未來鑫科也有望出給台系晶圓代工廠。

FOPLP 比 FOWL P 具有更高的載板利用率。目前 FOPLP 用的載板材質包含金屬、玻璃或高分子…等。金屬比玻璃容易加工，比高分子具有更好的熱膨脹匹配特性。鑫科表示，目前的出貨都是在試產階段，如果之後量產的話，出貨量會大幅增加。

### 鑫科已開始認列中鋼精材營收與獲利：

06/2023，鑫科股東會通過以現金及普通股新股為對價，鑫科會從中鋼收購取得常州中鋼精密鍛材有限公司(以下簡稱中鋼精材)的 70% 股權案，中鋼精材 70% 股權約 14.23 億元，鑫科股本已從 7.35 億元增加至約 10.00 億元。

05/16/2024 鑫科取得中鋼精材 70% 的股權，另外 30% 股權在華新麗華(1605 TT)手上。中鋼精材主要生產純鈦(Ti)及鈦合金與鎳(Ni)基合金，兩類特殊合金佔總營收約 80%，產品型態涵蓋厚板、捲帶、棒、管…等，產品應用包含電子、化工、航太、油氣、運輸…等。

### 短期中鋼精材營運遭遇逆風，但獲利仍有望成長：

中鋼精材的台灣相似同業包含台鋼集團旗下的榮剛(5009 TT)、精剛(1584 TT)…等。精剛主要做圓棒，中鋼精材做板材，產品形狀不同。除了 2020 年因為原材料海綿鈦價格下跌外，導致營收、獲利不如預期外，中鋼精材的 2021/2022 年稅後淨利都超過 2 億台幣。

2024 年 7 月 22 日

未來中鋼精材可以與鑫科的 100% 子公司太倉鑫昌光電材料合作生產半導體用的靶材。1Q24 中國經濟復甦不如預期，鈦產品及市場金屬行情雙雙下滑，導致獲利急速下降。中國不動產價格沒有回升的跡象，景氣復甦力道也不如預期，中鋼精材 2024 年營運展望較為保守，但獲利仍有望年成長。

### 手機的鈦邊框、鋰電池的銅箔為中鋼精材的成長動能：

鈦邊框具輕盈、耐磨、多色彩性廣泛應用於高端 3C 產品，中鋼精材已通過韓國 3C 大廠驗證，也在與中國手機公司接洽，為中鋼未來獲利產品之一；中鋼精材開發成功原只有日本才能製作之銲接型銅箔陰極鈦輥，而且 2024 年將進入量產，將為公司帶來顯著獲利。此銅箔主要用於鋰電池的負極。

### 鑫科有提供生醫設備的零組件：

鑫科已與漢民科技旗下的禾榮科技合作。禾榮科技提供 AB-BNCT 整體解決方案，鑫科有提供鋁基複合材料的中子調節器(減速中子用)。

加速器型硼中子捕獲治療 (Accelerator-Based Boron Neutron Capture Therapy, AB-BNCT) 硼中子捕獲治療，是利用低能量熱中子殺死腫瘤細胞卻又不嚴重影響正常組織細胞。

### 投資建議為 Buy：

鑫科已開始認列中鋼精材的營收與獲利，中鋼精材有接獲用在手機的鈦邊框的訂單，也成功開發用於鋰電池的銅箔，2024 年獲利有望年成長；鑫科目前獨家供應 FOPLP 的合金載板，2025 年出貨量有望大幅成長，投資建議為 Buy。

2024 年 7 月 22 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 7 月 22 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	1,683	1,832	1,823	3,125	3,270
流動資產	1,193	1,344	1,307	2,337	1,489
現金及約當現金	114	201	157	316	193
應收帳款與票據	363	233	278	574	319
存貨	589	844	655	1,407	745
採權益法之投資	32	29	34	70	204
不動產、廠房設備	231	241	267	267	267
<b>負債總計</b>	512	638	628	1,875	1,962
流動負債	396	523	328	935	596
應付帳款及票據	35	20	18	58	18
非流動負債	116	114	299	901	1,366
<b>權益總計</b>	1,171	1,194	1,196	1,250	1,308
普通股股本	735	735	735	735	735
保留盈餘	115	134	104	159	216
母公司業主權益	1,171	1,194	1,196	1,250	1,307
<b>負債及權益總計</b>	1,683	1,832	1,823	3,125	3,270

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	-30	108	24	-100	554
稅前純益	87	103	51	118	122
折舊及攤銷	44	42	38	47	45
營運資金變動	-60	-139	142	-1,008	878
其他營運現金	-101	102	-207	743	-491
<b>投資活動現金</b>	100	-20	-171	-275	-899
資本支出淨額	-6	-41	-51	-40	-40
長期投資變動	-56	0	-10	0	0
其他投資現金	163	22	-110	-235	-859
<b>籌資活動現金</b>	-99	-1	105	534	222
長借/公司債變動	0	0	214	601	465
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-59	-66	-73	-37	-37
其他籌資現金	-40	65	-36	-31	-207
<b>淨現金流量</b>	-29	87	-44	159	-122
<b>期初現金</b>	143	114	201	157	316
<b>期末現金</b>	114	201	157	316	193

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	3,003	2,527	2,405	3,608	3,788
營業成本	2,771	2,300	2,207	3,313	3,475
<b>營業毛利淨額</b>	232	228	198	295	313
營業費用	139	143	150	189	190
<b>營業利益</b>	93	85	48	106	122
<b>EBITDA</b>	138	154	100	135	135
業外收入及支出	-7	17	-2	12	0
稅前純益	87	103	51	118	122
所得稅	17	21	12	27	28
稅後純益	70	82	40	91	94
稅後 EPS(元)	0.67	0.78	0.38	0.87	0.90
完全稀釋 EPS**	0.67	0.78	0.38	0.87	0.90

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 10.47【最新股本】億元計算。

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 10.47 億元計算。

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	25.22%	-15.84%	-4.84%	50.00%	5.00%
營業毛利淨額	11.10%	-1.71%	-13.10%	49.09%	5.94%
營業利益	32.19%	-8.42%	-43.39%	121.51%	15.08%
稅後純益	48.57%	16.63%	-51.75%	130.69%	3.40%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	7.72%	9.01%	8.23%	8.18%	8.25%
EBITDA(%)	4.60%	6.09%	4.17%	3.74%	3.56%
營益率	3.09%	3.36%	2.00%	2.95%	3.23%
稅後純益率	2.34%	3.24%	1.65%	2.53%	2.49%
總資產報酬率	4.18%	4.48%	2.17%	2.92%	2.89%
股東權益報酬率	6.00%	6.87%	3.31%	7.30%	7.22%
<b>償債能力檢視</b>					
負債比率(%)	30.42%	34.81%	34.43%	60.00%	60.00%
負債/淨值比(%)	43.72%	53.39%	52.51%	150.00%	150.00%
流動比率(%)	301.34%	256.94%	397.95%	250.00%	250.00%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	74.46	113.71	123.93	113.60	113.00
應收帳款天數	42.95	43.03	38.76	43.10	43.00

2024 年 7 月 22 日

## 季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	549	583	670	604	548	1,194	986	880	691	1,119	1,043	935
營業成本	506	531	617	553	505	1,095	905	807	634	1,027	957	858
營業毛利淨額	43	51	53	50	42	99	81	72	57	93	86	77
營業費用	35	37	39	39	41	54	48	46	41	51	50	48
營業利益	9	14	14	12	2	45	33	27	16	41	36	29
業外收入及支出	2	-1	14	-11	12	0	0	0	0	0	0	0
稅前純益	10	13	28	0	14	45	33	27	16	41	36	29
所得稅	2	3	6	0	3	10	8	6	4	9	8	7
稅後純益	8	10	22	0	11	34	26	21	12	32	28	23
最新股本	1,047	1,047	1,047	1,047	1,047	1,047	1,047	1,047	1,047	1,047	1,047	1,047
稅後EPS(元)	0.08	0.09	0.21	0.00	0.10	0.33	0.24	0.20	0.11	0.30	0.27	0.22

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	7.85%	8.81%	7.93%	8.35%	7.75%	8.28%	8.25%	8.23%	8.23%	8.28%	8.27%	8.22%
營業利益率(%)	1.55%	2.39%	2.10%	1.91%	0.30%	3.75%	3.37%	3.05%	2.25%	3.68%	3.49%	3.13%
稅後純益率(%)	1.52%	1.68%	3.22%	-0.02%	1.94%	2.88%	2.60%	2.35%	1.73%	2.84%	2.69%	2.42%

## QoQ(%)

營業收入淨額	8.72%	6.16%	14.90%	-9.88%	-9.22%	117.93%	-17.43%	-10.76%	-21.46%	61.99%	-6.82%	-10.40%
營業利益	-37.72%	63.75%	0.99%	-17.97%	-85.73%	2617.06%	-25.81%	-19.15%	-42.16%	165.62%	-11.62%	-19.69%
稅前純益	-5.30%	20.95%	121.19%	-99.68%	15126.97%	230.21%	-25.81%	-19.15%	-42.16%	165.62%	-11.62%	-19.69%
稅後純益	-9.27%	17.79%	119.42%	N.A	N.A	224.00%	-25.41%	-19.18%	-42.20%	165.45%	-11.64%	-19.60%

## YoY(%)

營業收入淨額	-17.16%	-28.44%	22.86%	19.51%	-0.21%	104.86%	47.22%	45.78%	26.13%	-6.25%	5.79%	6.21%
營業利益	-69.99%	-66.78%	1408.04%	-15.51%	-80.64%	221.20%	135.98%	132.57%	842.74%	-7.84%	9.78%	9.06%
稅前純益	-70.98%	-68.92%	75.94%	-99.19%	29.82%	254.43%	18.88%	30060.67%	14.57%	-7.84%	9.78%	9.06%
稅後純益	-71.08%	-69.93%	89.29%	N.A	27.26%	250.06%	18.99%	N.A	12.89%	-7.51%	9.57%	9.01%

註1：稅後EPS以股本10.47億元計算

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。