

## 汎銓

(6830 TT, NT\$144, 增加持股)

## 重點摘要

1. 公司表示 1H24 營收不如預期主要係因成熟製程 MA 及 FA 需求復甦緩慢所致。此外，雖然先進製程 MA 需求仍維持強勁，然而先進製程相關之樣品複雜度提升，加上新進人員訓練週期拉長，導致產出量亦不如先前之預期。
2. 1H24 毛利率約 28.6%，對比去年同期約 35.7%，我們將此歸因於：(1)折舊費用大幅提升；(2)中國地區價格競爭嚴重。展望 2H24-2025 年，公司表示折舊費用將於今年 12 月達到高峰，並於 2025 年維持相似水準。
3. 公司已於 CPO 布局多年，在矽光子產業聯盟亦是目前唯一一間檢測業者，管理層看好未來 CPO 相關之 MA 及 FA 業務發展。公司亦將於 2H24 起與美系 IC 設計業者合作，主要以提供 FA 服務為主。目前 CPO 及 AI 晶片之檢測分析佔公司營收約中個位數百分比，管理層預期 2025 年將有望提升至 10%以上。

## 結論

管理層預期未來隨著新進作業員效率逐漸改善，加上 CPO 及 AI 晶片之檢測分析需求帶動之下，2025 年營收將有望重回過往成長水準。利潤率部分，未來 2-3 年資本支出將落在 3-5 億之區間，隱含折舊費用將於 1H25 達到高峰，因此 2025 年毛利率將逐步改善。

## 近況更新及未來展望

- 半導體即將進入埃米世代如 A16
  - 埃米世代對汎銓來說已經進入 2-3 年
    - ✓ ASML High-NA EUV 在 2-3 年前開發時期，光阻廠商就與汎銓合作
      - 新的光阻汎銓已經布局
    - ✓ 先進製程只要上 EUV 光阻或 low-k 材料就會很鬆軟
      - 這樣的情況下材料分析難度將提升
      - 未來 MA 最難的就是光阻& low-k，管理層表示公司在這個領域為領先者
- 成熟製程如 CIS、化合物半導體之 MA 需求從 2H22 起下滑很多
  - 原先預期 2024 年初需求會好轉，但目前狀況仍不明朗
- IC 設計公司受庫存去化調整，導致 R&D 需求減緩
  - 開新案量平淡
  - 認為 IC 設計公司在觀察產品如何跨到 AI 相關領域
  - 認為不會再更差，並預期明年會轉佳

## 凱基投顧

黃韋中  
886.2.2181.8749  
josh.huang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

- 認為檢測產業沒有訂單能見度，但有明確需求未來性
  - 在主要客戶先進製程中之市佔率都是 50%以上
  - 客戶有新需求都會跟汎銓配合研發
  - 人員學習曲線拉長，主要係因現在樣品也更稀少寶貴
    - ✓ 要有設備&樣品才能練習，因此現在有足夠設備讓新進作業員練習
  - 目前大客戶之樣品都是資深作業員做，新進作業員在旁邊學習
    - ✓ 真正碰到 2 奈米以下不敢給新進作業員做，因此學習曲線拉長
- 2022 年下訂之機台(約 30 台)在今年 8 月已全部 move-in
  - 約 26-27 台是 for 先進製程
  - 成本最高時間點是今年 12 月，再來就持平或往下降
  - 往後 2-3 年一年大概買 3-4 億的設備
- 公司表示先進製程需求仍維持暢旺，然今年業績較差主要係因新進作業員學習週期拉長
- 往年中國地區維持高成長態勢
  - 去年底中國經濟狀況轉差加上美中貿易戰，中國客戶對價格較敏感
  - 中國本土檢測分析業者殺價競爭嚴重
  - 觀察 2024-25 年，若仍停滯不前，將會減緩中國地區投資，並將設備移到日本&美國
- 目前公司人員配置有 60%是資深作業員，40%是新進作業員
  - 新進作業員能做的案件較少，但會慢慢成長
  - 2025-26 年不增加設備的狀況下，單月營收可以增加三到四千萬
- 矽光子相關技術
  - 陪大客戶開發大概 5 年以上
  - 上週成立矽光子聯盟，汎銓為其中一員
- 營收比重按業務分
  - MA: 85-90%
  - FA: 10-15%
    - ✓ 主因 IC 設計公司 FA 需求停滯
- 營收按地區拆分
  - 台灣：80-85%，對比去年為 75-80%
  - 中國：15-20%，對比去年為 20-25%
- MA 及 FA 幾乎都是當月進案當月結案
  - 業績起伏跟工作天數較有關，如遇到連假時客戶比較不會委案
  - MA 交期約 12 小時到 3 天，FA 交期約 1 天到一週
  - RA 受工作天數影響較少

- 員工人數變化
  - 目前約 640 人，對比去年年初約 500 人
  - 預期年底員工人數達 650 人，明年底將達 700 人以內
- 海外布局
  - 日本
    - ✓ 挑選立川
    - ✓ 主要服務當地設備及材料業者
    - ✓ 汎銓主要客戶(設備及光阻商)在當地，而這些客戶賣給美國或日本的 fab 會選擇在當地做 MA
  - 美國
    - ✓ 選擇於矽谷建立實驗室，主要服務當地設備商
  - 預期日本&美國實驗室將於 2Q25 開始貢獻營收
- 2014-2024 年營收 CAGR 約 17.5%
  - 2024 年利潤較差，但認為 2025 年會回到或超越 2023 年水準，但仍需觀察市場狀況

## Q&A

- 未來資本支出展望?
  - 2022 年 15 億設備訂單是近年高峰
  - 2023-24 年投入的設備較少，因此未來折舊費用上升幅度較為平緩
  - 12 月折舊費用會跳到六千萬以上，2025 年維持相似水準，惟中下旬會微幅降低
- 毛利率較過往下降原因? 未來毛利率展望?
  - 公司沒有耗材&庫存，也沒有被砍價，成本幾乎都是固定的(人力&設備)
  - 業績只要上去，毛利率就會很明顯往上升
- 2Q25 海外實驗室開始貢獻營收是否會使折舊費用大幅增加?
  - 日本實驗室是將舊設備移過去，因此合併報表是沒有增加折舊
  - 日本廠房是租的，但裝潢費用較昂貴
    - ✓ 根據日本法規，裝潢部分用 10 年折舊，因此影響幅度不大
  - 有把握未來之成本曲線將較為平緩
- 主要客戶之毛利率?
  - 汎銓做高單價生意，且市佔率高
  - 前年到現在價錢都很穩定，但目前問題是產出問題
  - 訂單維持滿載
- 2Q24 成本對比去年同期最主要是受到折舊費用增加?
  - 折舊若跟去年一樣，現在利潤會比去年更好

- 1H24 台灣地區虧損情形是否改善?
  - 1Q24 主要來自台灣地區虧損，1H24 母公司表現不如子公司
  - 2Q24 台灣地區達到損平
- 中國利潤率較高，8 月開始選擇客戶接案是否會影響 2H24 毛利率?
  - 7-8 月來看母公司營收跳升幅度較高
  - 會將單價較不好的案子篩選掉
- IC 設計公司何時會有較明顯好轉?
  - 仍在評估，但目前來看能見度有限
- AI 是否有帶動其他 IC 需求?
  - 先進製程(5/3 奈米)之後的故障分析單價及需求較高
  - 目前 FA 只有看到 AI 相關晶片比較好
- 矽光子及 AI 晶片分析時間會比較長?
  - 矽光子偏單站式，因此分析時間較短
  - 先進製程 MA 可能從金屬層做到最底端電晶體，因此時間較長
- 人力配置細節?
  - 7-8 成人力都是工程相關
  - FA 是三班制，MA 是四班二輪制
  - 目前設備有 100 多台，400-500 人是作業員
  - 這兩年增加的人力幾乎都是 MA 的人力，FA 的人力沒那麼多
- AI 晶片客戶選擇汎銓原因?
  - 先進製程演進至 3 奈米、矽光子等等因素
- 2025 年人員配置? 新手訓練時間?
  - 目前約 640 人，2025 年底規劃將達 700 人
  - 產品難度一直在增加，因此訓練新人有很大難度
- 客戶分類比重?
  - 晶圓代工幾乎不用做 FA
  - 先進製程就是 foundry 及設備商，因此客戶集中
  - 前十大客戶佔營收比重約 70-80%
  - FA 以 IC 設計客戶為主

## 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	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。
未評等 (R)	

\*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。