

## 閎康 (3587 TT) MA-tek

日本半導體政策與先進製程推進引領下，營運將步上康莊大道

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月)：NT\$320.0

收盤價 (2024/11/29)：NT\$256.0

隱含漲幅：25.0%

## 營收組成 (3Q24)

MA ~55%/ FA ~24%/ RA ~21%

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	320.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	5.2	--
2024年EPS	11.1	--

## 交易資料表

市值	NT\$17,130百萬元
外資持股比率	13.1%
董監持股比率	20.8%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$69.90
負債比	43.0%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	4,809	5,194	6,129	7,416
營業利益	790	848	1,150	1,477
稅後純益	686	737	929	1,180
EPS (元)	10.81	11.15	14.00	17.78
EPS YoY (%)	6.8	3.1	25.6	27.0
本益比 (倍)	23.7	23.0	18.3	14.4
股價淨值比 (倍)	3.8	3.7	3.4	3.1
ROE (%)	17.1	15.9	18.5	21.5
現金殖利率 (%)	3.5%	3.3%	4.1%	5.2%
現金股利 (元)	8.93	8.36	10.50	13.33

陳娟娟

Chuanchuan.Chen@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

## 元大觀點

- ◆ 4Q24 預估營收季增 2.3%，主要來自日本業務成長與台灣先進製程/封裝檢測分析需求貢獻，EPS 2.85 元，季減 0.9%，年增 16.8%。
- ◆ 2025 年預估營收年增 18%至 61.3 億元，EPS 年增 26%至 14 元，主要來自於日本北海道實驗室與先進製程/封裝檢測分析需求貢獻。
- ◆ 隨日本半導體政策帶動當地檢測分析需求成長，預期閎康將為主要受惠者，目標價 320 元係基於 23 倍本益比與 2025 年 EPS 14 元。

## 閎康為亞太半導體檢測分析龍頭，客戶數與營運效率優於同業

閎康實驗室分布於台灣、中國與日本，無論是地區或是客戶來源皆相對同業多元，資產週轉天數也優於國內同業。中長期成長動能來自 1)先進製程/先進封裝帶動檢測分析需求增加、2)地緣政治下帶動亞太地區新一輪擴廠需求。

## 4Q24 北海道實驗室已提前啟動，預估營收季增 2.3%

展望 4Q24，預期主要營收動能來自日本業務成長與台灣先進製程/封裝檢測需求增加。其中預期日本名古屋實驗室維持滿載，而熊本實驗室之稼動率將持續回升，此外北海道實驗室已提前啟動，預期年底機台完成裝機，明年初將開始承接訂單。台灣與中國則以先進製程或封裝檢測需求較佳，其他訂單則相對平淡。預估營收季增 2.3%，毛利率 36.4%，季持平，EPS 2.85 元。

## 日本半導體政策之效益，將於 2025 年逐步發酵並貢獻閎康營收

日本政府自 2021 年發布半導體數位產業戰略後，受資助之 Rapidus 規劃將於 2Q25 啟動試產線，預期閎康將有望受惠。展望 2025 年，本中心預估閎康營收將年增 18%，以地區別看，日本在 1)北海道實驗室開始挹注營收以及 2)熊本實驗室成長之下，預估將年增 55%，此外獲利率也優於中國與台灣，將進一步帶動獲利表現成長。而台灣營收預估將年增 20%，主要來自先進製程與封裝之檢測分析需求，中國則預期 1H25 成長將相對平緩，2H25 才將回溫，全年中國營收預估年增 8%。2025 年毛利率預估年增 1.5 個百分點至 36.4%，EPS 14 元，年增 26%。

## 看好日本地區與先進製程推進雙引擎貢獻，給予買進

目前閎康股價交易於 2025 年預估每股盈餘之 18 倍本益比，落於過往五年 10~25 倍區間之中緣，本中心正向看待 2025 年閎康在日本地區營收成長與先進製程/封裝檢測需求挹注下，營收與獲利皆將顯著成長，目標價 320 元，係基於 2025 年 EPS 14 元 23 倍本益比，給予買進評等。

## 營運分析

### 4Q24 營收預估季增 2.3%，主要來自先進製程與日本實驗室所貢獻

展望 4Q24，預估閱康營收季增 2.3%至 13.8 億元，其中以地區別來看：

- 台灣：主要動能來自於先進製程與先進封裝檢測分析之訂單(MA 與 FA)，其他訂單與新開案需求仍相對平淡。
- 中國：受總經環境影響以及中國同業之價格競爭，獲利率雖能維持，但營運前景轉趨保守。
- 日本：名古屋實驗室營運維持滿載，而熊本實驗室之稼動率回升，此外北海道實驗室目前已啟動，預估年底新機台完成裝機，明年初便開始接訂單。

毛利率 36.4%，季持平，預估營業費用率 19.5%，主要用於人員獎金與新檢測技術之研發，營益率季增 0.2 個百分點至 16.9%，EPS 2.85 元，季減 0.9%。

圖 1：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	1,232	1,345	1,375	2.3%	11.6%	1,423	-3.4%
營業毛利	389	489	500	2.3%	28.5%	518	-3.4%
營業利益	149	224	232	3.4%	55.4%	242	-4.2%
稅前利益	168	238	237	-0.4%	40.9%	273	-13.1%
稅後淨利	155	191	189	-0.9%	22.1%	225	-15.7%
調整後 EPS (元)	2.44	2.88	2.85	-0.9%	16.8%	3.39	-15.7%
重要比率 (%)							百分點
營業毛利率	31.6%	36.3%	36.4%	0.0	4.8	36.4%	0.0
營業利益率	12.1%	16.7%	16.9%	0.2	4.7	17.0%	-0.2
稅後純益率	12.6%	14.2%	13.8%	-0.4	1.2	15.8%	-2.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 1Q25 為傳統營運淡季，預估營收季減 4.2%

展望 1Q25，預估閱康營收約 13.2 億元，季減 4.2%，主因為季節性淡季且工作天數較少，不過北海道實驗室將開始貢獻營收。毛利率季減 1.4 個百分點至 34.9%。營業費用率 17.5%，主因研發與獎金費用認列相較上季減少，營益率季增 0.6 個百分點至 17.4%，EPS 2.82 元，季減 1.3%。

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24F	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	1,206	1,375	1,318	-4.2%	9.3%	1,357	-2.9%
營業毛利	362	500	460	-7.9%	27.0%	466	-1.3%
營業利益	159	232	230	-0.9%	44.8%	241	-4.7%
稅前利益	176	237	235	-0.9%	33.6%	241	-2.4%
稅後淨利	139	189	187	-1.3%	34.5%	209	-10.6%
調整後 EPS (元)	2.11	2.85	2.82	-1.3%	33.5%	3.15	-10.6%
重要比率 (%)							百分點
營業毛利率	30.1%	36.4%	34.9%	-1.4	4.9	34.4%	0.6
營業利益率	13.2%	16.9%	17.4%	0.6	4.3	17.8%	-0.3
稅後純益率	11.5%	13.8%	14.2%	0.4	2.7	15.4%	-1.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 展望 2025 年日本地區將取代中國成為主要成長來源

展望 2025 年，預估閎康營收將年增 18%至 61.3 億元，其中以地區別來看：

- 台灣：主要成長動能將來自 1)先進製程與封裝之檢測分析需求，如 2nm、CoWoS、FOPLP、SoIC 等、2)客戶新開案訂單回溫，預估將年增 20%。
- 中國：預估 1H25 成長將相對平緩，主因成熟製程與第三代半導體產能擴張放緩以及國內檢測市場競爭加劇，預估 2H25 檢測需求才有望回溫，預估將年增 8%。
- 日本：預估將為 2025 年主要成長來源，其中動能來自 1) 北海道實驗室在客戶進入試產的情況下，材料檢測分析(MA)訂單將有明顯提升、2)熊本實驗室增加班次使營運持續成長，預估將年增 55%。

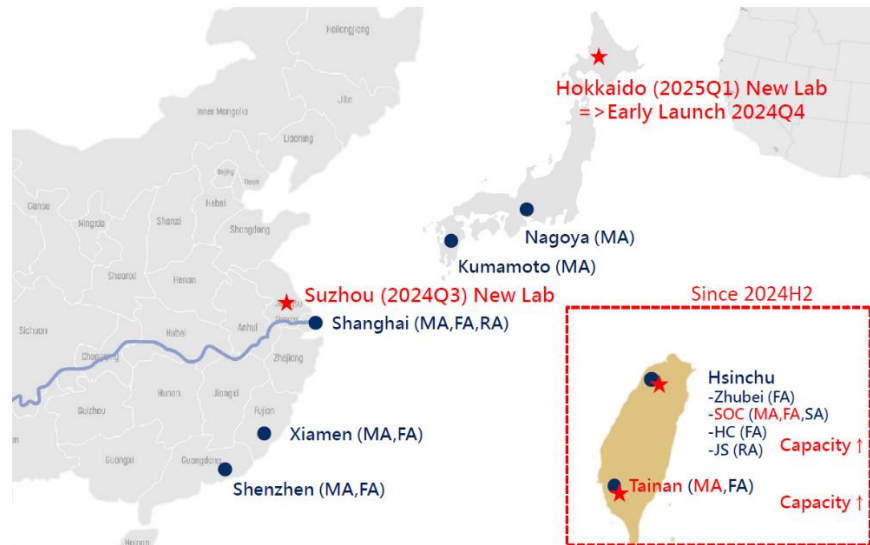
毛利率年增 1.5 個百分點至 36.4%，其中主要由高毛利之日本地區營收比重提升所帶動，預估日本地區營收比重將由 2024 年之高個位數提升至中低雙位數。營益率年增 2.5 個百分點至 18.9%，EPS 14 元，年增 25.6%。

## 預期日本新實驗室拓展將帶動營收成長，且折舊費用增幅不至壓抑獲利表現

根據過往經驗，閎康新增實驗室後 1-2 年內，營收水準皆可顯著提升，突現閎康在判斷市場需求、選址策略以及營運效率上的能力，使資本支出皆能在未來帶入營收獲利貢獻。而自 2023 年起，因日本需求強勁，閎康除在熊本布局第 2 個 MA 實驗室外，北海道實驗室也於 4Q24 開始營運，預期 2025-2026 年，日本之熊本與北海道實驗室將成為閎康主要營收成長動能。

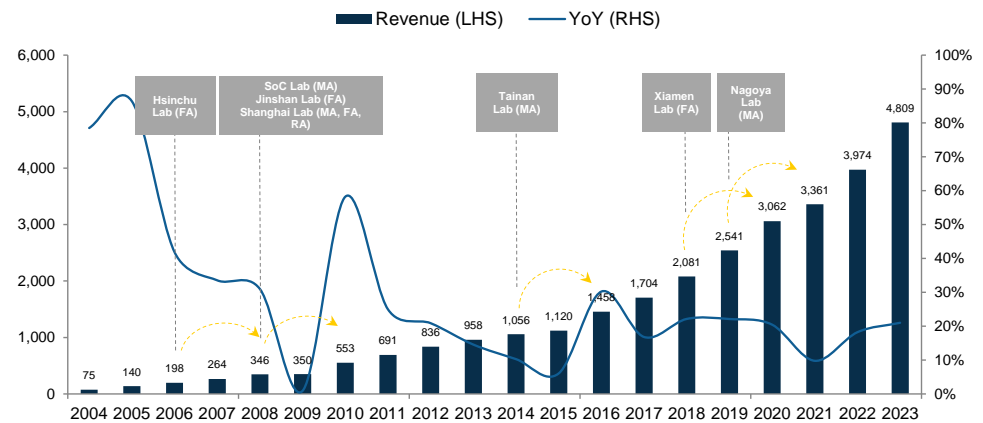
折舊費用部分，因閎康採取 5 年折舊策略，相對同業 6-10 年之折舊年限較短，故投資前期成本壓力較重，但也可更快速擺脫折舊負擔，根據本中心預估 2025 年折舊費用將年增 20%，占整體營業成本約 36%。

圖 3：閎康全球實驗室分布



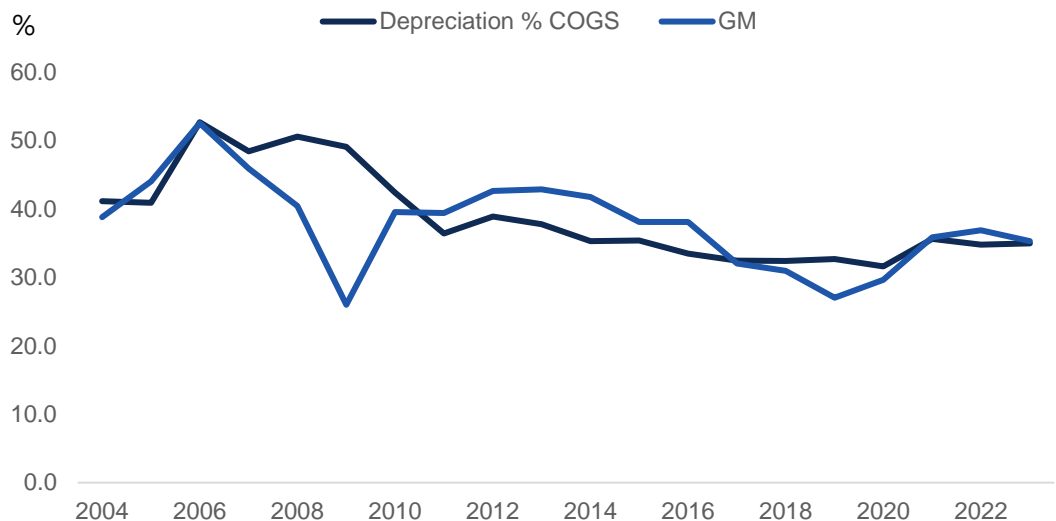
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：過往拓展實驗室皆有助閎康營收持續創高



資料來源：TEJ、元大投顧

圖 5：儘管資本支出持續提高，惟折舊佔營業成本比重穩定不致壓抑毛利率表現



資料來源：TEJ、元大投顧預估

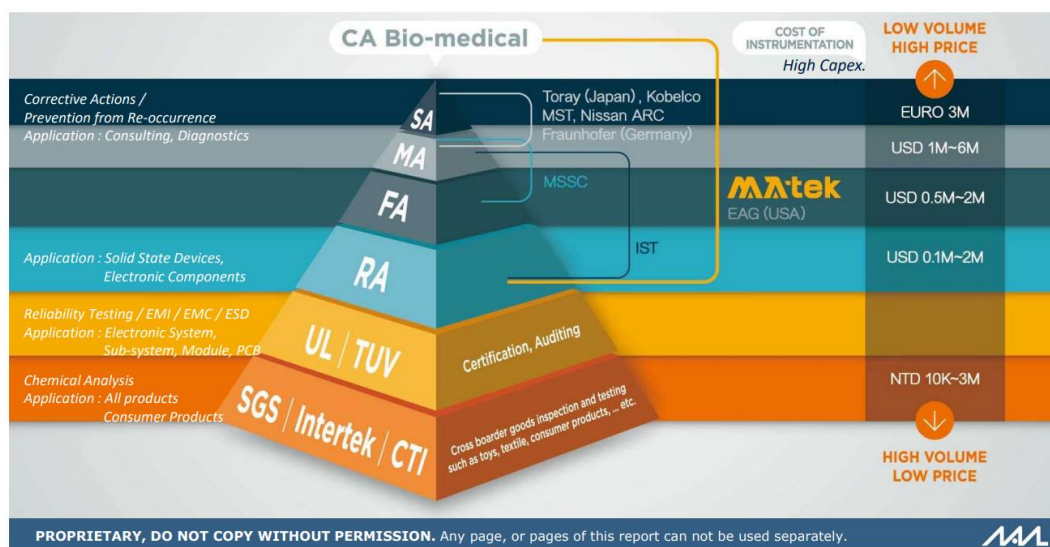
## 產業概況

### 半導體產業專業分工趨勢下，半導體大廠持續外包檢測分析服務

目前全球檢測分析服務市場可細分如下圖。而其中半導體產業之檢測分析服務主要為：

- **材料分析 (MA ; Material Analysis)**：由客戶提供試片給檢測廠商，檢測廠商會進行破壞式分析，分析完後檢測廠商將會進行電路修補並產出分析報告給客戶，**主要客戶為晶圓代工廠和第三代半導體業者**，以協助客戶開發先進製程與良率，通常難度較高，毛利率也較好。其中會使用之設備如：高解析度穿透式電子顯微鏡 (Transmission Electron Microscopy ; TEM)、雙束聚焦離子束顯微鏡 (Focus Ion Beam ; FIB)、雙束電漿聚焦離子束顯微鏡 ( Plasma Focused Ion Beam , PFIB)、掃描式電子顯微鏡 (Scanning Electron Microscopy , SEM)、二次離子質譜儀 (Secondary Ion Mass Spectrometer , SIMS)等機台。
- **故障分析 (FA ; Failure Analysis)**：使用客戶之試片進行藉由電壓、電流、電阻進行非破壞性分析和電路故障分析(EFA)，對晶片之設計、製造、封測階段所遇到之問題進行分析，以提升晶片之良率。**主要客戶為 IC 設計業者**，營收多寡與 **IC 設計業者新開案數量**有關。
- **可靠度分析(RA ; Reliability Analysis)**：透過實驗模擬，讓產品於既定時間內、特定使用環境條件，執行特定規格功能之成功(或發生故障)機率。主要客戶包含 **IC 設計、PCB 業者**。**通常 RA 測試之技術較為簡單**，因此毛利率較低，常出現價格競爭之情況。

圖 6：全球檢測分析產業分類



資料來源：MAtek

IC 設計、晶圓代工廠、封測廠雖本身都設置實驗室量能，不過隨半導體往先進製程與先進封裝推進以及應用更佳多元之下，將持續推動半導體專業分工之趨勢，也因此 IC 設計、晶圓代工廠、封測廠在自有實驗室量能已滿之情況下，會選擇委託第三方業者進行檢測分析。因此可觀察 IC 設計之新開案量，晶圓代工廠、封測廠之新產線研發案量，推估檢測分析業者之營運表現。



## 地理位置為檢測分析之重要競爭因素

由於半導體檢測分析通常具時效性，MA、FA 案件交期平均約在 12 小時至一週，因此地理位置為重要的競爭優勢。目前國際 MA 檢測分析龍頭 EAG 主要服務歐美市場為主，亞洲市場則由當地之檢測實驗室承接，台灣之檢測分析實驗室主要為閎康、汎銓以及宜特。閎康近年積極擴展海外據點以增加營收規模與客戶數量，2023 年日本與中國營收比重已達 55%。汎銓於近年積極擴展 MA/FA 業務，服務範圍以台灣先進製程晶圓代工廠為主(台灣營收佔比約 80-85%)，目前總產能仍小於閎康；宜特 RA 業務營收佔比超過 5 成，過去已在可靠度、靜電分析領域累積長期經驗，故其 RA 服務相對具有競爭力，然由於 RA 技術門檻相對低，故可提供 RA 相似檢測的台系廠商相對眾多，因此價格上容易陷入殺價競爭的格局，可觀察到宜特毛利率為台系三家檢測服務商中最低。係因產品組合因素所致。

## 在半導體製程微縮以及化合物半導體崛起下，MA 為未來國內業者主要擴產之方向

近年三家業者陸續宣布積極擴展 MA 產能，顯示未來 MA 市場之需求相對明確，其中：

- 閎康 2023 年資本支出約 12 億元，其中超過 50%將投入 MA。
- 汎銓 2023 年資本支出約 8 億元，預計提高台灣 MA/FA 產能 20-30%。
- 宜特 2023 年資本支出近 10 億元，其中 5 成將投資於 MA，將提升 MA 產能約 30%)。

## 台灣檢測分析業者主要營運版圖分布於台灣，並開始擴及周邊國家

因檢測分析服務具有地域性，觀察台灣前三大檢測實驗室業者，主要營運版圖以台灣新竹與台南為主，而閎康則已跨足中國以及日本，汎銓則跨足中國，並預計於 2025 年新設日本與美國實驗室。根據本中心通路訪查，以地區別來看，獲利排序分別為日本、中國以及台灣。

過去幾年，在中國成熟製程積極擴廠以及發展第三代半導體之趨勢下，中國檢測分析市場成長顯著，惟進入 2023 年後，在成長趨勢放緩與更多同業加入之下，技術門檻較低之訂單(如:RA)價格競爭加劇。而日本則在政府積極推動在地化製造政策之下，預估 MA、FA 檢測分析需求將進入快速成長階段。

圖 7：台系檢測分析業者主要以台灣為主要營運據點

Location		MAtek	MSS	IST
Taiwan	Hsinchu	MA/FA/RA	MA/FA/RA	MA/FA/RA
	Taichung			
	Tainan	MA/FA	MA	
China	Shanghai	MA/RA/RA		
	Suzhou	FA		
	Nanjing		MA	
	Xiamen	MA/FA		
	Shenzhen	MA/FA		
Japan	Kumamoto	MA		
	Nagoya	MA		
	Hokkaido	MA		
	Tokyo		MA (2Q25)	
US	California		MA (2Q25)	

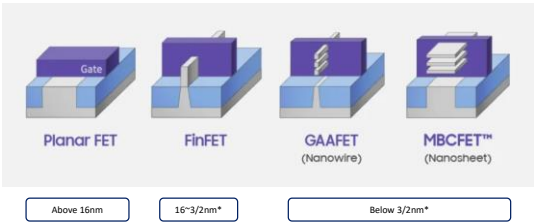
資料來源：公司資料、元大投顧整理

先進製程推進與新晶片開案將帶動檢測分析需求

先進製程研發初期，常透過 FA、MA 分析測試改善製程良率。目前三大晶圓代工廠中，以台積電的委外分析測試需求最為龐大，Samsung 跟 Intel 多以自有測試產能便能因應。國內三家業者閎康、汎銓與宜特皆有接受台積電之訂單，其中以汎銓營收比重最高。此外製程開發完成開始量產後，不同 IC 設計業者仍有參數調整以及產品之檢測需求。

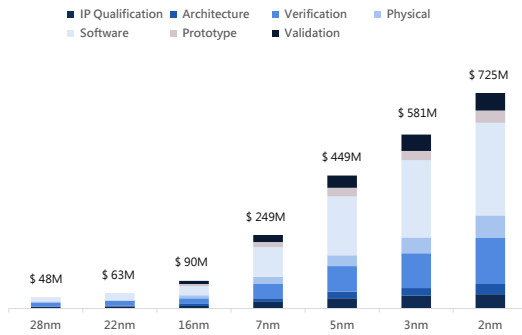
台積電在 2nm 製程將採 GAA(Gate All Around)架構，不同於原先 3/5/7 nm 所採用的 FinFET。預期在 1H25 量產前期以及 2H25 之新案皆有望將測試訂單委外予檢測分析實驗室。此外隨節點推進，晶片研發成本呈指數型攀升，先進製程晶片的檢測分析之產值也將有所成長。在先進製程晶片開發過程中常見的檢測分析，如：原子級影像分析、TEM 奈米缺陷精確定位、3D-TEM 斷層掃描奈米結構、用於 2nm/A14 之超薄試片分析等 MA 分析。

圖 8：節點推進，電晶體結構也持續改變



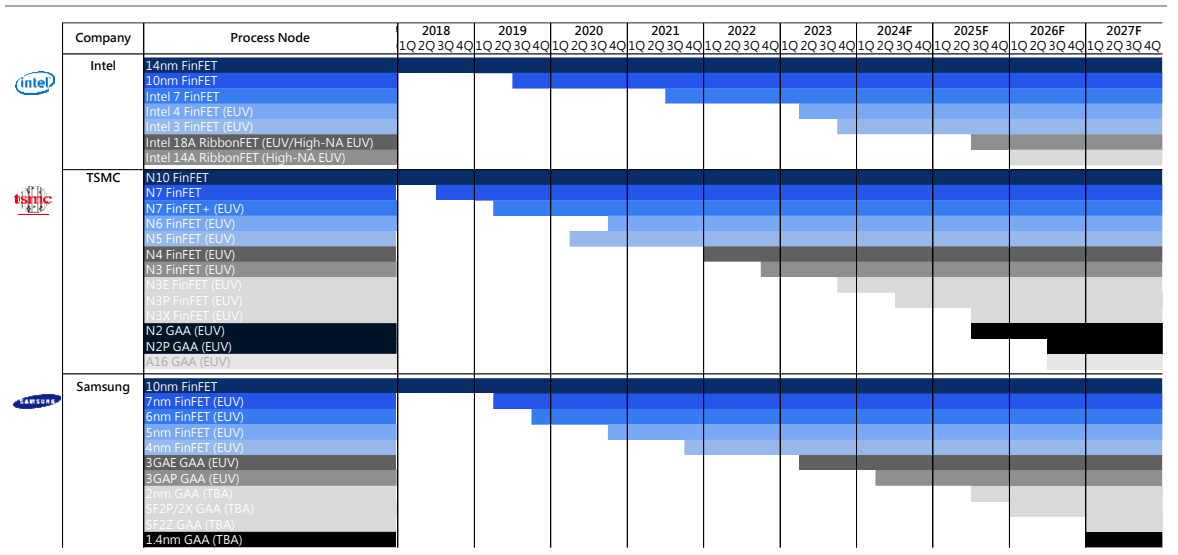
資料來源：Samsung, EDN；台積電在 3nm 仍採用 FinFET 製程，2nm 才將轉用 GAA，三星則於 3nm 便開始轉用 GAA

圖 9：IC 設計成本呈指數型上升



資料來源：IBS

圖 10：台積電 2nm 預期將於 2H25 量產



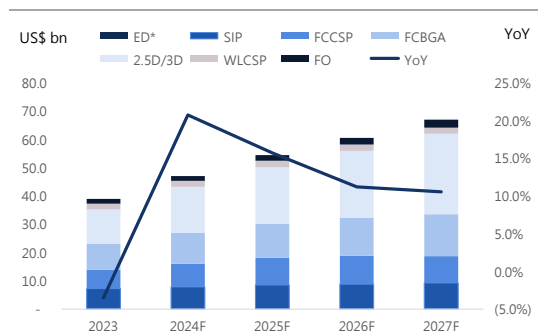
資料來源：日本產經省之半導體・デジタル産業戦略、Fugle

## 先進封裝使晶片複雜度提升，將增加額外的檢測需求

參考 IDC 資料庫以及 Yole 之公開資料，預估先進封裝產值將於 2025 達 545 億美元，年增 15.7%，而 Capex 則預估將達 11 億美元，年增 12%。其中為突破電晶體尺寸微縮已達極限之瓶頸，2.5D/3D 封裝因能將多個晶片封裝成一個大型的晶片，並提高單位面積下的電晶體密度，未來採用度將持續提升。在此趨勢下，單顆晶片的複雜度提升，對於矽穿孔(TSV)準確度與大小、散熱以及電路故障之檢測分析需求也相較過往增加。

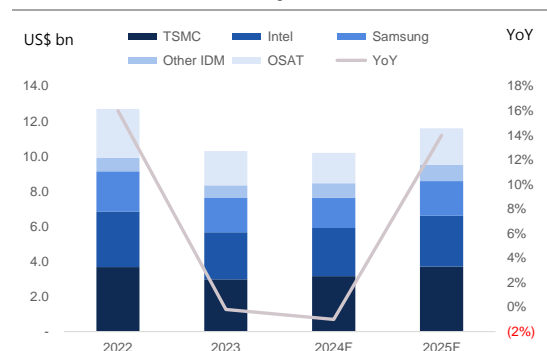
而先進封裝晶片所需的檢測分析，包含 TSV 樣品分析與 Hybrid Meta Bond TEM(Transmission Electron microscopy；穿透式電子顯微鏡分析)等 MA 分析，以及封裝載板分離、Thermal 故障點定位、3D 定位等 FA 分析。目前台積電、Intel 與 Samsung 皆有推出各自之先進封裝技術，不過整體先進封裝的檢測分析市場需求仍以台積電為最大。

圖 11：先進封裝市場產值



資料來源：IDC、Yole、元大投顧預估

圖 12：先進封裝的 Capex 預估



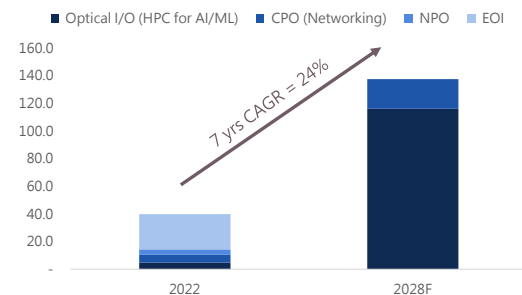
資料來源：IDC、Yole、元大投顧預估



## 光通訊傳輸往 CPO 演進，對於材料結構分析以及訊號測試之需求也有所提升

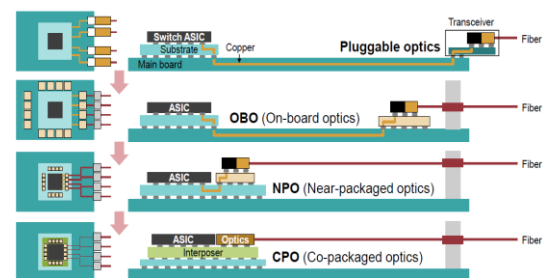
根據 Yole 的預估，用於資料中心之光通訊晶片市場將於 2028 年達 1.37 億美元，CAGR 達 24%，其中光學共同封裝(CPO)晶片市場將達 1.16 億美元，CAGR 達 68%。目前資料中心之光通訊晶片雖仍以 Pluggable 為主流，不過隨 AI/HPC 對於晶片之間資訊傳輸速度需求的提升，並希望降低傳輸耗損，在整體光通訊市場成長的同時，NPO 以及 CPO 也將逐漸取代傳統的可插拔設計(Pluggable optics)。而在 NPO/CPO 開發過程中，考量光在不同材料之間能傳輸的距離、穩定度、常用波段以及成本，常見的光通訊檢測分析包含：矽光子材料結構分析(MA)、矽光子光電測試分析(FA)以及 3D X-ray 非破壞性檢測等。

圖 13：預估 2022-2028 年用於資料中心之光通訊晶片市場 CAGR 達 24%



資料來源：Yole、元大投顧預估；預期 CPO 將於 2027 年取代 NPO 以及 EOI

圖 14：NPO、CPO 透過光纖(紅線)取代銅線(黃線)傳輸，能大幅降低耗損



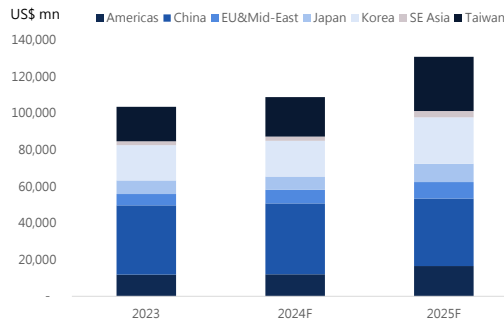
資料來源：Yole、ASEH、TSMC、工研院

## 2025 年半導體設備支出與 R&D 費用將持續增加，委外分析檢測需求將持續成長

在各國半導體補貼政策支持下，本中心預估 2025 年半導體前端設備支出將年增 20%至 1310 億美元，其中以絕對金額來看，依序為中國(總支出金額約為 368 億美元)、台灣(總支出約 296 億美元)、南韓(總支出約 254 億美元)。中國主要擴產仍以成熟製程，如：功率元件、DDI、邏輯製程為主，台灣則主要來自台積電先進製程擴產，南韓則主要來自三星與 SK Hynix。而觀察全球主要 IC 設計業者研發費用變化，預估 2025 年將年增 13%至 460 億美元，反映新開案需求逐漸復甦。

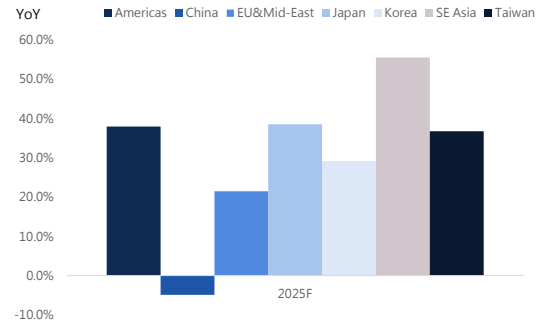
而在日本設備與化學材料業者之研發費用也預估在 2025 年年增 9.6%至 28 億美元，以因應先進製程與先進封裝技術研發之需求。此外因其汽車產業發達，過往檢測分析廠商多提供 RA 服務為主，MA/FA 分析多在客戶 In-house 之實驗室進行。不過隨近年日本半導體在地化政策推動半導體廠商擴大研發與投資，IDM、設備商之檢測分析需求也有所提升，預期閏康 2025 年將為日本半導體政策推動之下，台股半導體實驗室主要之受惠者。

圖 15：預估 2025 年全球半導體前端設備支出將年增 20%



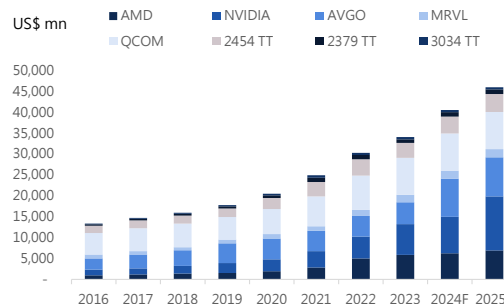
資料來源：SEMI、元大投顧預估

圖 16：除中國地區外，其他各區前端設備支出年增率都將達 20%以上



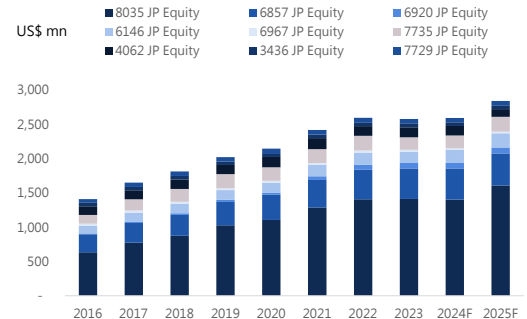
資料來源：元大投顧預估

圖 17：2025 年台美主要 IC 設計業者 R&D 費用將年增 13%



資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

圖 18：2025 年日本半導體設備與化材業者 R&D 費用將年增 9.6%



資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

## 日本政府推出一系列政策，補貼金額達 800 億美元，鼓勵國內外半導體企業投資

日本政府自 2021 年發布半導體、數位產業戰略(半導體・デジタル産業戦略)後，對於半導體產業之投資與政策轉趨積極並設定 2030 年達成 15 兆日圓國產半導體產值的目標。因應此目標，日本政府推出了包括地方政府的產業聚落扶持政策、為期十年的稅額扣除優惠以及修訂 JBIC 法案提供國際融資支援。其中其產業策略分成三個階段，至 2025 年前為第一階段，將先建立生產基地，補貼金額約 333 億元美元，第二階段為 2025-2030 年，將基於現有之技術做創新，補貼金額約 400 億美元，第三階段 2030 年後，則為更新一代製造技術研發。

除建廠金額補貼外，日本政府也祭出稅務減免及土地開發等一系列誘因，其中：

- **稅務減免**：提供半導體製造商長達 10 年的 20% 公司所得稅減免，若當年度發生虧損還可將稅務減免延至下一年度使用(寬限期長達 3 年)，此外也提出專利產權的授權及移轉收入也可獲得 30% 所得稅減免，此有助於日本業者獲得海外業者之先進半導體技術。
- **土地開發**：減少土地使用規範，開放使用先前受都市計畫法保護的土地建廠，同時也授權並支持地方政府完善工業用水供應及汙水系統，對於具有三高(高汙染、高耗能、高耗水)之半導體製造/封測廠來講，可提升業者之建廠意願。

圖 19：日本半導體政策規劃

時間	2024	2025-2030	2030 後
規劃	第一步	第二步	第三步
	建立製造基地	建立下世代半導體技術	未來科技研究開發
先進邏輯製程	發展國內製造基地	2nm 技術開發並量產	光電融合、光資料中心
先進記憶體	日美合作發展設計製造	提高 NAND/DRAM 效能	嵌入式記憶體開發
工業用半導體	國內合作重組功率半導體生產基地	提升 SiC 功率半導體性能	GaN/Ga2O3 開發
先進封裝	建立先進封裝產能	建立 Chiplet、2.5D、3D、混合鍵合等技術	光學 Chiplet、模數混合 SOC 等技術實現
預計補助金額(美金)	333 億	400 億	67 億

資料來源：日本產經省之半導體・デジタル産業戦略、Fugle

在以上政策面利多刺激下，國際間多家半導體業者於 2021 年後陸續提出日本投資及擴產計畫，且多數已獲得日本政府補貼，包含日本國內的晶片製造新創合資企業 Rapidus、NAND flash 製造商 Kioxia/WD 的合資工廠、台灣的台積電、美國的記憶體三大廠 Micron 及韓廠 Samsung 等。

圖 20：在日晶圓廠獲日本政府項目一覽

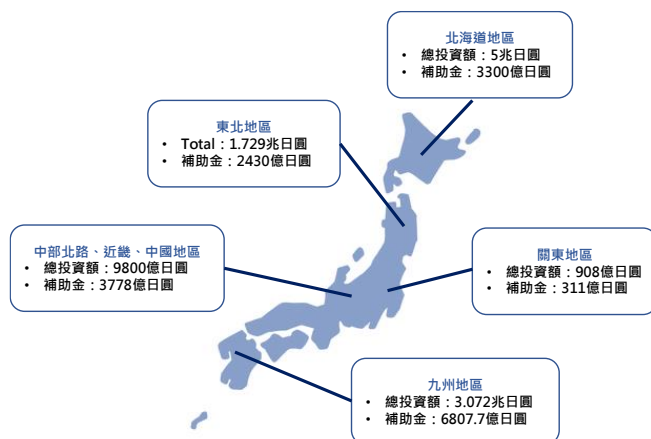
Company	Project	Product	Planned Process	Estimated Production Time	Obtained Subsidy Amount (JPY\$bn)	Estimated Investment Amount (JPY\$bn)	Subsidy Ratio
TSMC	Kumamoto First Plant	Logic Foundry	12/16、22/28nm	End-2024	476	1,100	43%
TSMC	Kumamoto Second Plant	Logic Foundry	6/7、40nm	2027	732	2,000	37%
Micron	Hiroshima Plant	DDR5 DRAM HBM3E	1-gamma	2027	192	500	38%
Samsung	Research Center in Yokohama	-	-	-	20	40	50%
Rapidus	Hokkaido Plant	Logic Foundry	2nm	2027	920	5,000	18%
Kioxia/WD	Yokkaichi Plant/Kitakami Plant	8th/9th gen 3D TLC NAND	218+ layers	After 2025	243	729	33%
JSMC	Fukui Plant	Logic Foundry	28/40/55nm	2027	140	900	16%

資料來源：公司資料、元大投顧

九州、東北與北海道地區為日本政府重點投資之區域

日本半導體聚落分布於九州地區之長崎與熊本縣(Sony、jasm)、中國地區之廣島縣(Micron)、近畿地區之三重縣(Kioxa、Western Digital)、東北地區之岩手縣(Kioxa、Western Digital)、關東地區之茨城(Renesas)，而未來北海道則將為先進製程晶圓廠 Rapidus 之落腳地。觀察各家日本半導體製造業者之擴產規劃，預估未來總投資金額將達 9.5 兆日圓(約 622 億美元)，其中前五大金額分別為 Rapidus (322 億美元)、jasm (63 億美元)、Sony (57 億美元)、Kioxa 與 Western Digital(47 億美元)與 Rohm(38 億美元)。

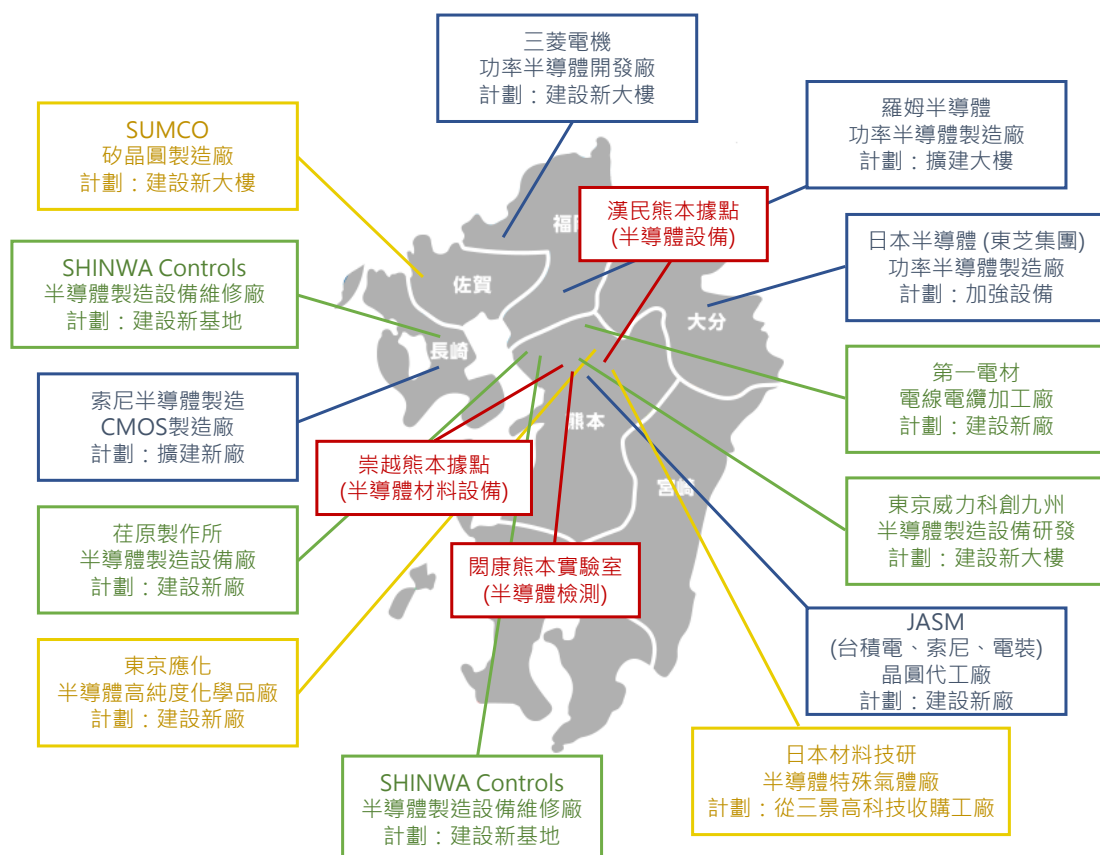
圖 21：日本各地半導體投資規劃，2022-2024 年為止日本政府已核准補貼 jasm、Kioxia、WD、Micron。



資料來源：日本產經省之半導體・デジタル産業戦略

目前九州具備相對完整至半導體供應鏈，其中研發以九州大學為中心，設計則落於福岡縣，原料與設備廠商則在過去便有設立眾多據點，此外具備封測之產能，其中熊本縣在台積電宣布建廠計畫之後，相關之晶圓製造、材料與設備廠也相繼宣布擴廠與新設基地之計畫，預估相關總投資金額至少達 3 兆日圓(194 億美元)。預期九州之半導體產值在 jasm 陸續量產後，將有顯著提升。

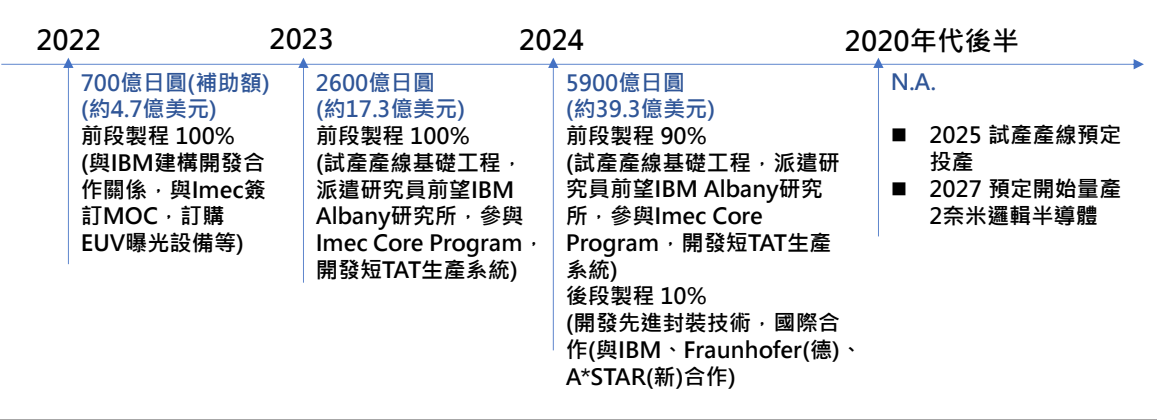
圖 22：台積電於熊本設廠後，帶動周邊供應鏈擴廠



資料來源：日本產經省之半導體・デジタル産業戦略、Fugle

而在北海道地區，雖在半導體供應鏈之各環節仍相對處於早期階段，不過其具備低價之土地與水電，預計在 Rapidus 帶領下，將成為新一代半導體聚落。Rapidus 目前已僱用 400 多名工程師，預計 2024 年 12 月第一台 EUV 將到貨，並預估於 2Q25 年開始試產 2nm 晶片，未來規劃導入多台 EUV 設備，ASML 也將在千歲市內設置服務據點。截至 2024 年總投資金額已達 62 億美元，2025 年將投入試產，預計投入資金為 140 億美元，產線試產初期預估將催生 MA 檢測分析之需求。

圖 23：Rapidus 預計將於 2027 年量產 2nm，截至 2024 年總投資金額已達 62 億美元



資料來源：日本產經省之半導體・デジタル産業戦略

## 同業比較

### 台灣業者技術較成熟且各有所長，中國業者之 MA&FA 技術仍相對較弱

而在台灣市場，主要同業為汎銓及宜特，汎銓於近年積極擴展 MA/FA 業務，服務範圍以台灣先進製程晶圓代工廠為主(台灣營收佔比約 80-85%)，目前總產能仍小於閎康；宜特專注於 RA 業務(營收佔比超過 5 成)，過去已在可靠度、靜電分析領域累積長期經驗，故其 RA 服務相對具有競爭力。

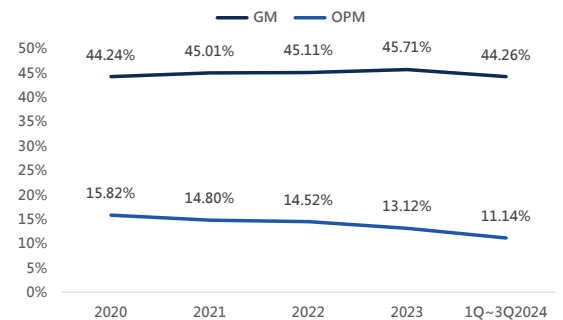
而在中國市場，本土廠商主要提供 RA 服務(如華測、蘇軾試驗、廣電計量等)，僅蘇軾試驗(前身為蘇軾宜特) MA 及 FA 分析檢測技術較佳，其他業者技術則仍不成熟。觀察 2024 年中國檢設服務分析業者獲利表現，可發現營收成長趨緩，雖毛利率/營益率仍有 44.2%/11.4%，不過營益率自 2022 年已經連續兩年下滑，預期將開始面臨價格競爭之問題。而汎銓目前在中國以南京為主要營運據點，中國營收佔比約 15-20%，MA 產能規模相對閎康亦較小。根據閎康管理層說法，包含中國在內的海外市場，其營運重點在於能提供一條龍(MA/FA/RA)的分析檢測服務，若無法提供完整解決方案營運規模便較難做大，閎康目前於中國已經有完整的實驗室布局，並選擇不參與當地低技術門檻訂單之競爭。

圖 24：中國業者檢測營收年增幅放緩



資料來源：Wind；公司包含華測檢測、蘇軾試驗、廣電計量、譜尼測試、國檢集團、電科院、中國電研、國覽檢測等。

圖 25：中國業者毛利率初見下滑



資料來源：Wind；公司包含華測檢測、蘇軾試驗、廣電計量、譜尼測試、國檢集團、電科院、中國電研、國覽檢測等。

### 閎康之客戶與營收來源較多元，毛利率也相對穩定

閎康與汎銓之 MA 與 FA 佔 1H24 營收比重分別為 76%/100%，其因技術門檻相較 RA 高，所以毛利率相較 RA 高。而以營收地區別來看，1H24 閎康在中國營收比重達 46%，反映在中國的委外檢測分析佔有一席之地，使整體營收地區別來源相較其他同業更多元。

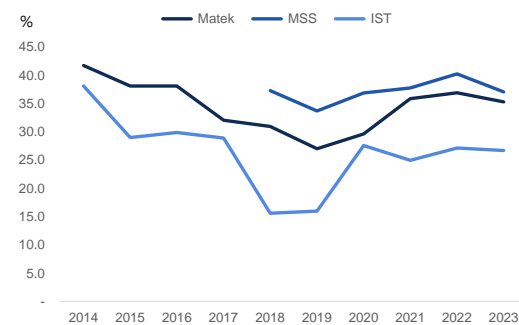


圖 26：相較於國內兩家同業，閎康之營收規模較大、ROA 也較高



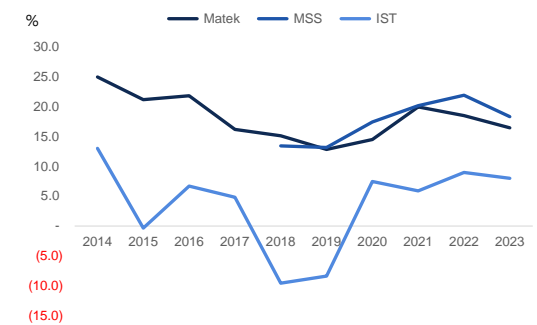
資料來源：公司資料、TEJ

圖 27：閎康、泛銓 MA、FA 比重達 75% 以上，毛利率相對穩定



資料來源：TEJ

圖 28：閎康與泛銓業務之高毛利率也反映在其營益率上

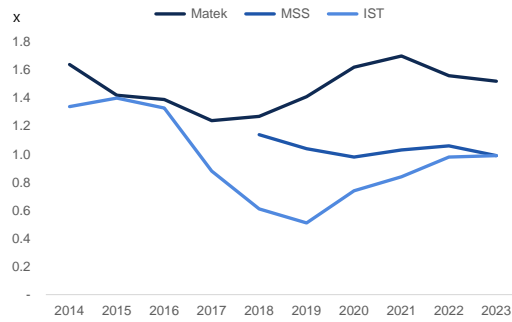


資料來源：TEJ

## 閎康之營運效率亦優於其他兩家同業

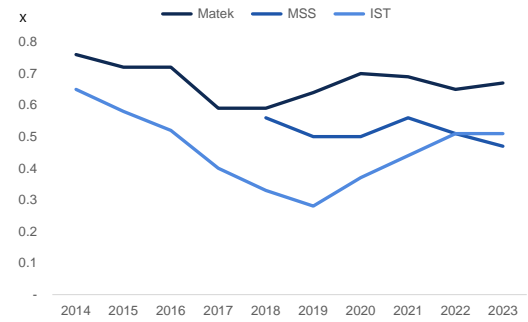
而檢測分析實驗室可觀察其固定資產與總資產周轉次數，以了解其員工使用機台協助客戶測試樣本，轉換營收與獲利之效率。從中可發現閎康在固定資產或是總資產週轉率皆高於國內同業，反映目前在資產使用效率相較高。而閎康與泛銓在 2021-2023 年皆大舉佈建檢測分析機台之產線，此舉短期雖使資產週轉次數下滑，不過未來隨機台折舊逐漸降低(採五年折舊)與人員學習曲線提升，將重新帶動整體營收與獲利成長與獲利。

圖 29：閎康之固定資產週轉次數較高，顯示其營運效率較佳



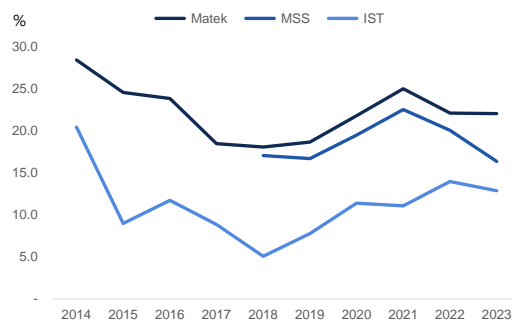
資料來源：TEJ

圖 30：閎康之總資產週轉天次數較高，顯示其營運效率較佳



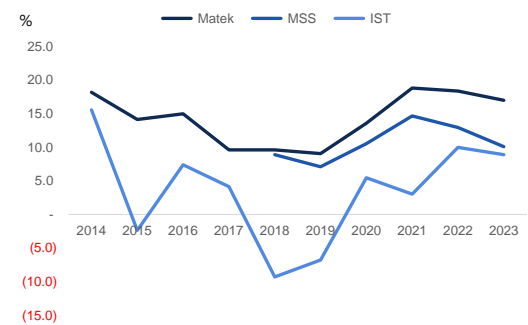
資料來源：TEJ

圖 31：閎康之 ROA 優於其他同業



資料來源：TEJ；ROA 之分子採用稅後息前折舊前之獲利

圖 32：閎康之 ROE 亦優於其他同業



資料來源：TEJ；ROE 之分子採用常續利益

## 獲利調整與股票評價

### 2025 年在日本地區營收貢獻下，獲利將顯著成長

展望 2025 年，預估閎康營收年增 18%至 61.3 億元，毛利率年增 1.5 個百分點至 36.4%，EPS 14 元，年增 25.6%。其中成長動能來自 1) 北海道實驗室訂單貢獻與熊本實驗室稼動率成長、2) 先進製程與封裝之檢測分析需求持續增加，如 2nm、CoWoS、FOPLP、SoIC。

### 目標價 320 元，係基於 2025 年 EPS 14 元與 23 倍目標本益比，給予買進評等

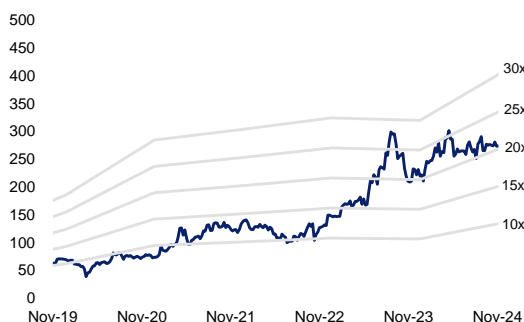
目前閎康股價交易於 2025 年預估每股盈餘之 18 倍本益比，落於過往五年 10~25 倍區間之中緣，等於國外同業/低於國內同業之 18/26 倍，即便中國地區因產能擴張放緩並出現價格競爭，不過預期日本實驗室在政府政策推動與當地半導體業者積極投入研發與擴產之下，將帶動閎康 2025 年營收與獲利成長，根據 2025 年 EPS 14 元，給予過往區間上緣之 23 倍本益比，目標價 320 元，給予買進。

圖 33：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	元大預估	市場共識	元大預估	市場共識	2024	2025
營業收入	5,194	5,234	6,129	6,233	-0.8%	-1.7%
營業毛利	1,814	1,823	2,229	2,269	-0.5%	-1.8%
營業利益	848	918	1,146	1,222	-7.6%	-6.2%
稅前利益	885	925	1,168	1,251	-4.4%	-6.6%
稅後淨利	739	774	935	1,028	-4.5%	-9.0%
調整後 EPS (元)	11.15	11.68	14.09	15.49	-4.5%	-9.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	34.9%	34.8%	36.4%	36.4%	0.1	0.0
營業利益率	16.3%	17.5%	18.7%	19.6%	-1.2	-0.9
稅後純益率	14.2%	14.8%	15.3%	16.5%	-0.6	-1.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 34：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：TEJ、元大投顧預估

圖 35：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：TEJ、元大投顧預估

圖 36：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
閎康	3587 TT	買進	256.0	519	10.81	11.15	14.00	23.7	23.0	18.3	6.8	3.1	25.6
Global													
Eurofins Scientific SE	ERF FP	未評等	46.8	9,529	2.6	3.1	3.5	17.7	15.3	13.5	(22.8)	16.1	13.2
Intertek Group PLC	ITRK L	未評等	4716.0	9,656	223.0	239.1	260.8	21.2	19.7	18.1	24.5	7.2	9.1
SGS SA	SGS SA	未評等	87.5	18,779	3.5	3.6	4.0	25.1	24.3	22.0	10.3	3.6	10.3
華測檢測	300012 CH	未評等	13.5	3,138	0.6	0.6	0.7	24.7	23.7	20.4	1.2	4.3	15.9
蘇軾試驗	300416 CH	未評等	13.0	915	0.6	0.6	0.7	21.1	23.3	18.6	10.1	(9.6)	25.3
Global 平均								22.0	21.3	18.5	4.7	4.3	14.8
Local													
汎銓	6830 TT	未評等	165.0	261	5.5	2.3	4.9	29.9	72.7	33.7	(16.8)	(58.9)	115.4
宜特	3289 TT	未評等	143.0	327	5.1	6.9	7.9	28.3	20.7	18.0	(5.0)	36.6	14.9
Local 平均					5.3	4.6	6.4	29.1	46.7	25.9	(10.9)	(11.2)	65.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 37：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
閎康	3587 TT	買進	256.0	519	17.1	15.9	18.5	67.78	69.90	75.54	3.8	3.7	3.4
Global													
Eurofins Scientific SE	ERF FP	未評等	46.8	9,529	9.9	11.6	12.6	26.5	26.9	28.9	1.8	1.7	1.6
Intertek Group PLC	ITRK L	未評等	4716.0	9,656	25.3	27.2	27.1	882.1	897.5	984.1	5.4	5.3	4.8
SGS SA	SGS SA	未評等	87.5	18,779	95.0	111.6	103.8	3.7	3.5	4.1	23.9	25.1	21.3
華測檢測	300012 CH	未評等	13.5	3,138	15.6	14.0	14.1	3.8	5.5	5.8	3.6	2.4	2.3
蘇軾試驗	300416 CH	未評等	13.0	915	13.2	9.8	11.2	4.9	5.4	6.0	2.7	2.4	2.2
Global 平均					31.8	34.8	33.7				7.5	7.4	6.4
Local													
汎銓	6830 TT	未評等	165.0	261	11.5	4.5	8.9	55.3	--	--	3.0	--	--
宜特	3289 TT	未評等	143.0	327	11.4	12.7	13.1	47.3	--	--	3.0	--	--
Local 平均					11.5	8.6	11.0	51.3	--	--	3.0	--	--

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 38：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	1,206	1,269	1,345	1,375	1,318	1,532	1,593	1,685	5,194	6,129
銷貨成本	(843)	(805)	(856)	(875)	(857)	(970)	(1,011)	(1,062)	(3,380)	(3,900)
營業毛利	362	463	489	500	460	562	583	624	1,814	2,229
營業費用	(204)	(229)	(264)	(268)	(231)	(268)	(282)	(298)	(966)	(1,079)
營業利益	159	234	224	232	230	294	301	325	848	1,150
業外利益	18	0	14	5	5	5	5	6	37	22
稅前純益	176	233	238	237	235	299	306	331	885	1,172
所得稅費用	(37)	(15)	(48)	(48)	(48)	(64)	(63)	(68)	(148)	(243)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	139	219	191	189	187	235	243	263	737	929
調整後每股盈餘(NT\$)	2.11	3.30	2.87	2.85	2.82	3.55	3.66	3.97	11.15	14.00
調整後加權平均股數(百萬股)	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66
重要比率										
營業毛利率	30.1%	36.5%	36.3%	36.4%	34.9%	36.7%	36.6%	37.0%	34.9%	36.4%
營業利益率	13.2%	18.4%	16.7%	16.9%	17.4%	19.2%	18.9%	19.3%	16.3%	18.8%
稅前純益率	14.6%	18.4%	17.7%	17.3%	17.9%	19.5%	19.2%	19.6%	17.0%	19.1%
稅後純益率	11.5%	17.2%	14.2%	13.8%	14.2%	15.4%	15.3%	15.6%	14.2%	15.2%
有效所得稅率	21.2%	6.4%	20.0%	20.3%	20.4%	21.4%	20.6%	20.5%	16.7%	20.7%
季增率(%)										
營業收入	-2.1%	5.2%	6.0%	2.3%	-4.2%	16.2%	4.0%	5.8%		
營業利益	6.3%	47.5%	-4.1%	3.5%	-0.9%	27.8%	2.4%	8.0%		
稅後純益	-10.3%	57.5%	-12.8%	-0.9%	-1.1%	25.7%	3.4%	8.2%		
調整後每股盈餘	-10.2%	56.6%	-13.2%	-0.6%	-1.3%	25.9%	3.3%	8.3%		
年增率(%)										
營業收入	5.6%	4.5%	10.0%	11.6%	9.3%	20.8%	18.5%	22.5%	8.0%	18.0%
營業利益	-17.0%	-9.6%	17.1%	55.6%	45.1%	25.7%	34.3%	40.1%	7.3%	35.6%
稅後純益	-8.4%	5.6%	10.1%	22.2%	34.7%	7.5%	27.5%	39.2%	7.4%	26.1%
調整後每股盈餘	-13.7%	-1.5%	7.2%	21.4%	33.5%	7.4%	27.7%	39.1%	3.1%	25.6%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

### 閎康為國內檢測分析實驗室龍頭

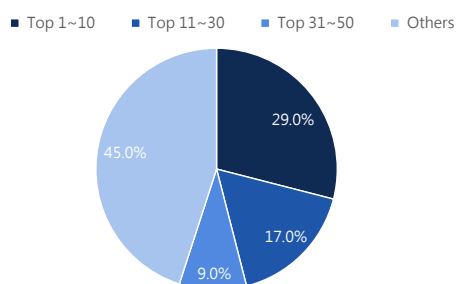
閎康成立於 2002 年，主要提供半導體產業之產品研發、製造及品質管理所需之分析服務，如材料分析(Materials Analysis ; MA)、故障分析(Failure Analysis ; FA)及可靠度分析(Reliability Analysis ; RA)，為台灣規模最大之材料分析實驗室，同時為亞太檢測分析龍頭。公司實驗室分布於台灣的新竹、台南，中國的上海、深圳、廈門與蘇州，近年則往日本擴展新版圖，目前以於名古屋、熊本與北海道設立實驗室，預估將為未來新成長動能。主要客戶包括國內外半導體業者，如：台積電、聯電、聯發科、高通、NXP、AMD、Nvidia 等。國內主要競爭對手為汎銓與宜特。

圖 39：前十大股東

Name	Holding %
Hsiang Hsuan Investment Co.	9.13
YA KO Technology and Consultant Co.	7.47
Shin Ming Industry Co.	3.32
Hsin Pei Industriad Co.	3.32
New Labor Pension Fund	3.25
Taishin INV TRU PHA 2	2.24
Fuh Hwa Investment Trust Co.	2.05
Vanguard Group	1.73
Taiwan Life Insurance	1.55
Hsieh Yong-Fen	1.50

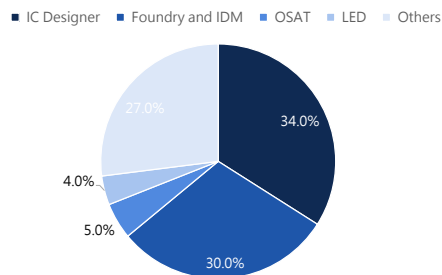
資料來源：公司資料、TEJ、Bloomberg

圖 40：閎康客戶群分散，前十大客戶營收比重約 30%



資料來源：公司資料、元大投顧

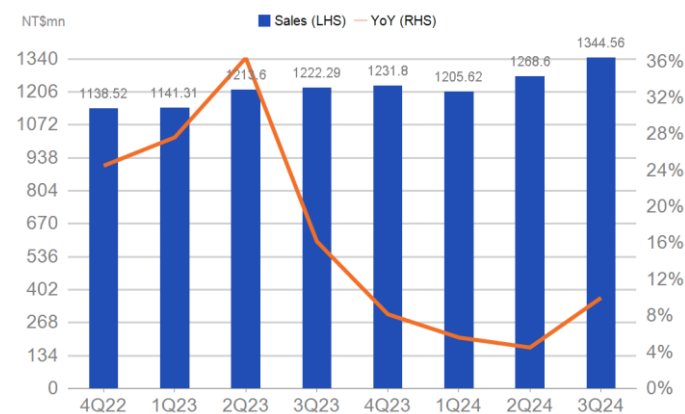
圖 41：IC 設計業者與晶圓廠佔閎康營收達 65%



資料來源：公司資料

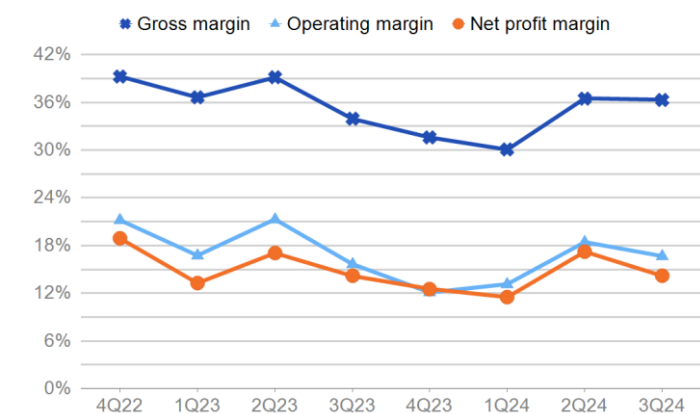


圖 42：營收趨勢



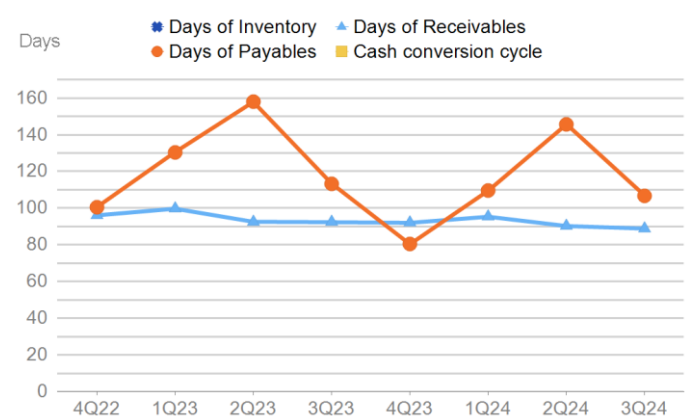
資料來源：CMoney、公司資料

圖 43：毛利率、營益率、淨利率



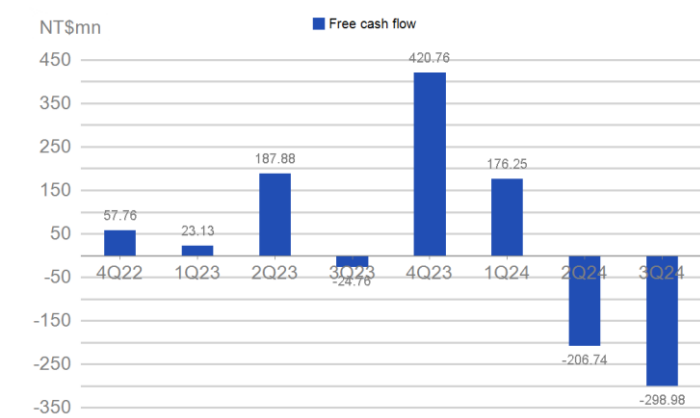
資料來源：CMoney、公司資料

圖 44：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 45：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

# ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：** 閱康整體的 ESG 風險評級為“中等風險”，在 Sustainalytics 覆蓋範圍內的其他公司中排名處於平均水平。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 閱康的整體曝險屬於中等水準，表現為子行業的平均水準。該子行業的公司通常面臨人力資本、資源利用和商業道德等重大 ESG 問題的最高風險。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 閱康在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。閱康採取了一些舉措來管理與重大 ESG 問題相關的風險，但這些舉措不足以管理其所有風險。

圖 46：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	29.8
在 ESG 議題上的曝險 (A)	51.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	45.1
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	119

資料來源：Sustainalytics (2024/12/2)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

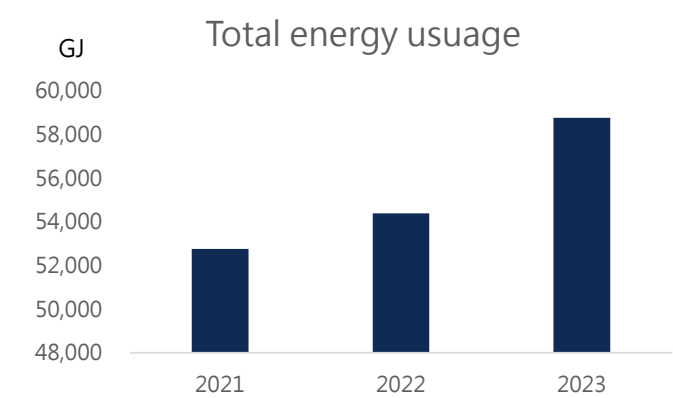
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

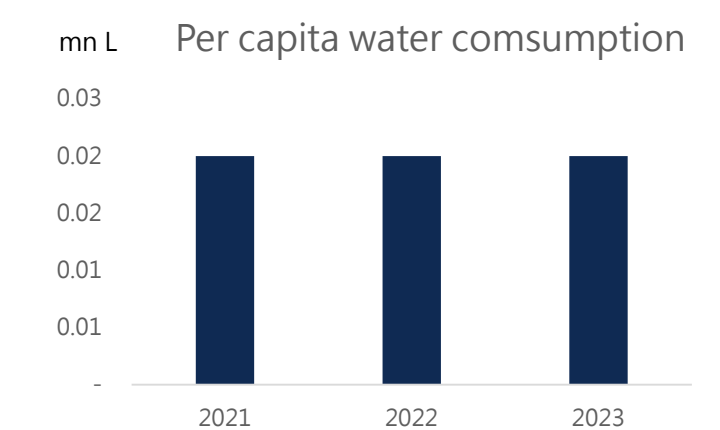
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 47：能源消耗量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 48：單位員工用水量



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	1,652	1,995	1,545	1,222	1,138
存貨	0	0	0	0	0
應收帳款及票據	1,277	1,252	1,479	1,743	2,156
其他流動資產	333	400	400	400	400
流動資產	3,262	3,647	3,425	3,366	3,694
採用權益法之投資	118	120	120	120	120
固定資產	3,012	3,327	3,792	4,203	4,494
無形資產	6	5	5	5	5
其他非流動資產	504	396	396	396	396
非流動資產	3,639	3,849	4,313	4,724	5,015
資產總額	6,901	7,496	7,738	8,091	8,709
應付帳款及票據	255	197	294	273	408
短期借款	81	397	397	397	397
什項負債	1,485	1,279	1,279	1,279	1,279
流動負債	1,822	1,873	1,970	1,949	2,083
長期借款	1,341	372	372	372	372
其他負債及準備	182	756	756	756	756
長期負債	1,523	1,129	1,129	1,129	1,129
負債總額	3,344	3,002	3,099	3,078	3,212
股本	623	663	663	663	663
資本公積	1,354	2,017	2,017	2,017	2,017
保留盈餘	1,653	1,965	2,110	2,485	2,968
什項權益	(88)	(152)	(152)	(152)	(152)
歸屬母公司之權益	3,543	4,494	4,639	5,013	5,497
非控制權益	14	0	0	0	0
股東權益總額	3,557	4,494	4,639	5,013	5,497

資料來源：公司資料、元大投顧預估

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	627	686	737	929	1,180
折舊及攤提	877	1,093	1,218	1,389	1,509
本期營運資金變動	(324)	(55)	(130)	(286)	(278)
其他營業資產 及負債變動	118	119	0	0	0
營運活動之現金流量	1,298	1,842	1,825	2,032	2,411
資本支出	(1,833)	(1,235)	(1,682)	(1,800)	(1,800)
本期長期投資變動	0	2	0	0	0
其他資產變動	33	(104)	0	0	0
投資活動之現金流量	(1,800)	(1,337)	(1,682)	(1,800)	(1,800)
股本變動	0	40	0	0	0
本期負債變動	910	(202)	0	0	0
現金增減資	0	700	0	0	0
支付現金股利	(312)	(499)	(592)	(554)	(696)
其他調整數	(157)	(152)	0	0	0
融資活動之現金流量	441	(112)	(592)	(554)	(696)
匯率影響數	26	(50)	0	0	0
本期產生現金流量	(34)	342	(449)	(323)	(85)
自由現金流量	(534)	607	143	232	611

資料來源：公司資料、元大投顧預估

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	3,974	4,809	5,194	6,129	7,416
銷貨成本	(2,507)	(3,112)	(3,380)	(3,900)	(4,677)
營業毛利	1,467	1,697	1,814	2,229	2,738
營業費用	(733)	(907)	(966)	(1,079)	(1,262)
推銷費用	(207)	(229)	(247)	(305)	(356)
研究費用	(223)	(266)	(307)	(329)	(385)
管理費用	(291)	(390)	(425)	(429)	(501)
其他費用	(11)	(22)	13	(17)	(20)
營業利益	734	790	848	1,150	1,477
利息收入	17	21	20	20	20
利息費用	(28)	(37)	(25)	(28)	(28)
利息收入淨額	(11)	(16)	(5)	(8)	(8)
投資利益(損失)淨額	(1)	4	0	0	0
匯兌損益	19	12	16	0	0
其他業外收入(支出)淨額	46	46	26	30	30
稅前純益	785	837	885	1,172	1,499
所得稅費用	(158)	(151)	(148)	(243)	(319)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	627	686	737	929	1,180
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,686	1,964	(370)	(239)	(33)
調整後每股盈餘 (NT\$)	10.12	10.81	11.15	14.00	17.78

資料來源：公司資料、元大投顧預估

主要財務報表分析

年初至 12 月	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	18.2	21.0	8.0	18.0	21.0
營業利益	9.5	7.7	7.3	35.6	28.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	13.3	16.5	--	--	--
稅後純益	7.1	9.4	7.4	26.1	27.0
調整後每股盈餘	6.6	6.8	3.1	25.6	27.0
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	36.9	35.3	34.9	36.4	36.9
營業利益率	18.5	16.4	16.3	18.8	19.9
稅前息前淨利率	19.1	16.6	16.3	18.8	19.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	42.4	40.8	(7.1)	(3.9)	(0.4)
稅前純益率	19.8	17.4	17.0	19.1	20.2
稅後純益率	15.8	14.3	14.2	15.2	15.9
資產報酬率	10.3	9.5	9.5	11.5	13.6
股東權益報酬率	18.4	17.1	15.9	18.5	21.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	94.0	66.8	66.8	61.4	58.4
淨負債權益比(%)	(6.5)	(27.3)	(16.7)	(9.0)	(6.7)
利息保障倍數 (倍)	28.9	23.6	37.0	42.9	54.5
流動比率 (%)	179.1	194.7	173.8	172.7	177.3
速動比率 (%)	169.7	185.9	173.8	172.7	177.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(230)	(1,225)	(775)	(453)	(368)
調整後每股淨值 (NT\$)	56.87	67.78	69.90	75.54	82.83
評價指標 (倍)					
本益比	25.3	23.7	23.0	18.3	14.4
股價自由現金流量比	--	27.8	118.2	72.8	27.7
股價淨值比	4.5	3.8	3.7	3.4	3.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	10.0	8.6	--	--	--
股價營收比	4.3	3.5	3.3	2.8	2.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

閎康 (3587 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並

獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.