

## 閎康 (3587 TT) MA-tek

營運面臨短期逆風，不過日本成長動能仍在

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$250.0

收盤價 (2025/03/07) : NT\$211.5  
隱含漲幅 : 18.2%

## 營收組成 (4Q24)

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

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	250	320
2025年營收 (NT\$/十億)	5.9	6.1
2025年EPS	11.8	14.0

## 交易資料表

市值	NT\$14,150百萬元
外資持股比率	12.2%
董監持股比率	20.9%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$89.87
負債比	43.1%
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	5,110	5,851	6,799
營業利益	790	705	956	1,211
稅後純益	686	688	783	981
EPS (元)	10.12	10.39	11.81	14.78
EPS YoY (%)	-0.4	2.7	13.6	25.2
本益比 (倍)	20.9	20.4	17.9	14.3
股價淨值比 (倍)	3.1	2.7	2.4	2.0
ROE (%)	17.1	13.3	13.1	14.1
現金殖利率 (%)	4.2%	3.7%	4.2%	5.2%
現金股利 (元)	8.93	7.79	8.85	11.09

陳娟娟

Chuanchuan.Chen@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

## 元大觀點

◆ 4Q24 EPS 低於預期 26%，主因整體檢測需求低於預期，尤其 OSAT 客戶之訂單相對先前預期減少。

◆ 雖下修 2025 年營收/獲利 4.5%/15.4%，不過仍看好北海道實驗室啟用以及新添購之 TEM 機台貢獻營收與獲利成長。

◆ 日本半導體政策帶動之下，預期閎康將為主要受惠者，目標價 250 元係基於 21 倍本益比與 2025 年 EPS NT\$11.8 元，維持買進。

## 4Q24 EPS 低於預期 26%，主因整體檢測需求較先前預期低

4Q24 閎康本業獲利季減 61%/年減 41%至 0.9 億元，低於本中心與市場預期 62%/63%，4Q24 EPS 低於預期 26%，低於預期幅度較本業獲利小，主因業外因認列中國租稅補貼挹注獲利(推估約 6 千多萬)。各地區營運皆低於本中心先前預期，其中台灣地區之 OSAT 客戶有進一步刪減委外檢測之訂單；中國則持續受同業價格競爭之影響；日本地區名古屋實驗室維持滿載，不過熊本實驗室之稼動率未如本中心先前預期回升。

## 2025 年主要成長動能來自日本地區北海道實驗室啟用

展望 2025 年，本中心預估閎康營收將年增 14%，相較先前 18%下修，以反映台灣檢測分析需求較預期疲弱，以地區別看，日本在 1)北海道實驗室將開始挹注營收以及 2)熊本實驗室 UTR 回升之下，預估將年增 63%，並將進一步帶動獲利表現成長；而台灣營收預估將年增 12%，相較之前 20%下修，主要來自先進製程與封裝之檢測分析需求；中國營收預估年增 8%，與先前相近。毛利率預估年增 1 個百分點至 33.9%，相較先前下修 4.8 個百分點，EPS NT\$11.8 元，相較先前下修 15.4%。2025 年成長機會在於 1) 北海道 Rapidus 2Q25 啟動試產線之檢測分析需求、2) 新添購之 TEM 機台(MA 檢測)貢獻營收。

## 仍看好日本地區與先進製程需求之貢獻，維持買進

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。本次下修閎康 2025 年 EPS 15.4%至 NT\$11.8 元，並將目標本益比由 23 倍下調至 21 倍，主因整體檢測分析需求低於本中心先前預期。目標價 250 元。不過本中心維持正向看待 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，營收與獲利成長，維持買進。

## 營運分析

### 4Q24 EPS 低於預期 26%，主因整體檢測需求較先前預期低，尤其 OSAT 客戶訂單低於預期

4Q24 閎康本業獲利季減 60.7%至 0.9 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，其中 OSAT 客戶有刪減委外檢測之預算，使營收成長性低於預期，推估營收約季減中個位數。
- 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，推估營收約季減中個位數。
- 日本：名古屋實驗室營運維持滿載，而熊本實驗室稼動率仍季持平左右，相較先前預期低。

毛利率 28.4%，季減 7.9 個百分點，營業費用率 21.6%，高於本中心與市場預期之 19.5%/18.2%，主因營收規模低於預期，營益率季減 9.8 個百分點至 6.8%，EPS NT\$ 2.11 元，季減 27%，低於預期 26%，低於預期幅度小於本業獲利主因業外認列中國租稅補貼優惠(本中心推估金額約為 6 千萬元)。

圖 1：2024 年第 4 季財務結果

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,232	1,345	1,292	-3.9%	4.9%	1,375	1,370	-6.1%	-5.7%
營業毛利	389	489	367	-24.9%	-5.7%	500	487	-26.6%	-24.7%
營業利益	149	224	88	-60.7%	-40.8%	232	238	-61.9%	-63.0%
稅前利益	168	238	99	-58.6%	-41.4%	237	231	-58.4%	-57.2%
稅後淨利	155	191	140	-26.6%	-9.5%	189	189	-26.0%	-25.9%
調整後 EPS (元)	2.44	2.88	2.11	-26.6%	-13.5%	2.85	2.85	-26.0%	-25.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	31.6%	36.3%	28.4%	-7.9	-3.2	36.4%	35.6%	-7.9	-7.2
營業利益率	12.1%	16.7%	6.8%	-9.8	-5.3	16.9%	17.4%	-10.0	-10.6
稅後純益率	12.6%	14.2%	10.9%	-3.4	-1.7	13.8%	13.8%	-2.9	-3.0

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 4.9%/年增 2%

展望 1Q25，預估閎康營收約 12.3 億元，季減 4.9%/年增 2%，主因為季節性淡季且工作天數較少。以地區別來看：台灣除先進製程與封裝之外，其他檢測需求仍相對疲弱；中國面臨地緣政治與同業競爭之不確定性；僅日本地區，因北海道實驗室開始貢獻營收，將挹注營收成長與毛利率部分改善。毛利率預估季增 0.8 個百分點至 29.2%，營益率季增 4.6 個百分點至 11.4%，主因 4Q24 認列員工獎金使用率較高，EPS 1.77 元，季減 16%。

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,206	1,292	1,229	-4.9%	1.9%	1,318	1,292	-6.7%	-4.9%
營業毛利	362	367	359	-2.1%	-0.9%	460	454	-22.0%	-21.0%
營業利益	159	88	140	59.1%	-11.7%	230	230	-38.8%	-39.0%
稅前利益	176	99	146	48.0%	-17.0%	235	227	-37.9%	-35.6%
稅後淨利	139	140	118	-16.1%	-16.0%	187	183	-37.1%	-35.6%
調整後 EPS (元)	2.11	2.11	1.77	-16.1%	-16.0%	2.82	2.75	-37.1%	-35.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	30.1%	28.4%	29.2%	0.8	-0.8	34.9%	35.2%	-5.7	-5.9
營業利益率	13.2%	6.8%	11.4%	4.6	-1.7	17.4%	17.8%	-6.0	-6.4
稅後純益率	11.5%	10.8%	9.6%	-1.3	-2.0	14.2%	14.1%	-4.6	-4.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

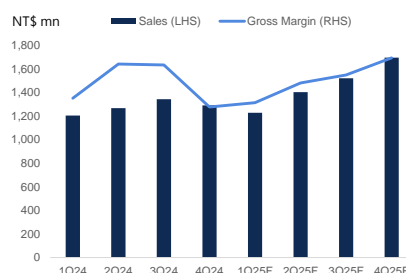
## 展望 2025 年日本地區將取代中國成為主要成長來源

展望 2025 年，預估閎康營收將年增 14%至 58.5 億元，相較之前年增 18%下修，主因整體消費性開案需求較預期低，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 MA 檢測之需求，預估將年增 12%，相較之前年增 20%下修，主因整體檢測分析需求較預期低。未來潛在成長機會在於 1) MA 檢測之 TEM 機台貢獻營收、2) 中美地緣政治下之轉單需求，而車用 RA 分析以及 High Power Burn in 測試服務則預估需至 1Q26 才有望貢獻營收。
- 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，此外也面臨中美地緣政治之不確定性，預估將年增 8%，與先前相當。
- 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 UTR 回升使營運持續成長，預估營收將年增 63%。

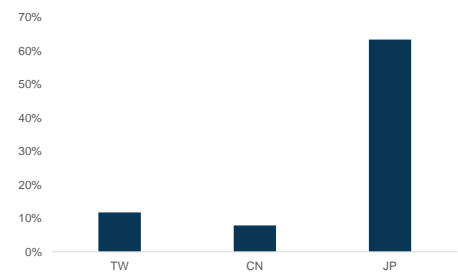
毛利率年增 1 個百分點至 33.9%，相較之前下修 4.8 個百分點，其中主要由高毛利之日本地區營收比重提升所帶動部分被設備折舊所抵銷，在擴張日本實驗室以及台灣地區添購 MA、RA 新機台之下，本中心預估 2025 年閎康折舊將年增 17%至 13.6 億元，此外預估日本地區營收比重將由 2024 年之高個位數提升至中低雙位數。營益率年增 2.5 個百分點至 16%，EPS NT\$11.8 元，年增 14%。

圖 3：北海道實驗室將帶動 2H25 營運回溫



資料來源：SEMI、元大投顧預估

圖 4：預期 2025 年成長主要來自日本地區



資料來源：元大投顧預估

## 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。

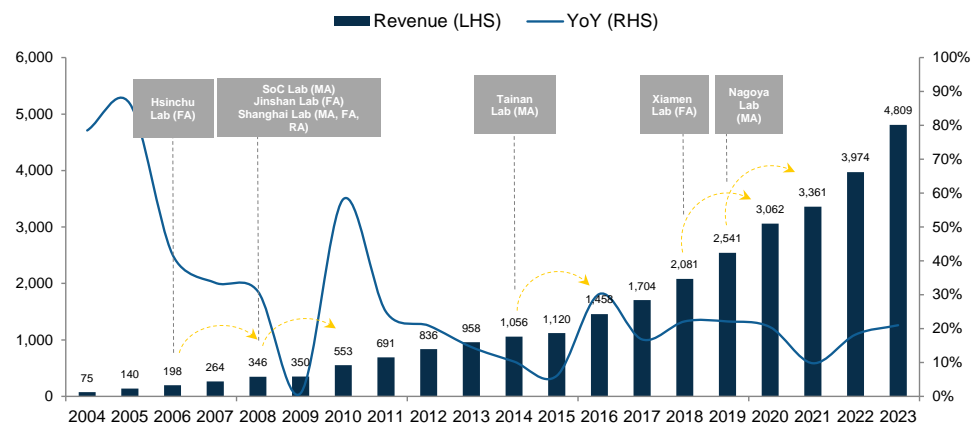
折舊費用部分，因閎康採取 5 年折舊策略，相對同業 6-10 年之折舊年限較短，故投資前期成本壓力較重，但也可更快速擺脫折舊負擔，根據本中心預估 2025 年折舊費用將年增 17%，占整體營業成本約 35%。

圖 5：閎康全球實驗室分布



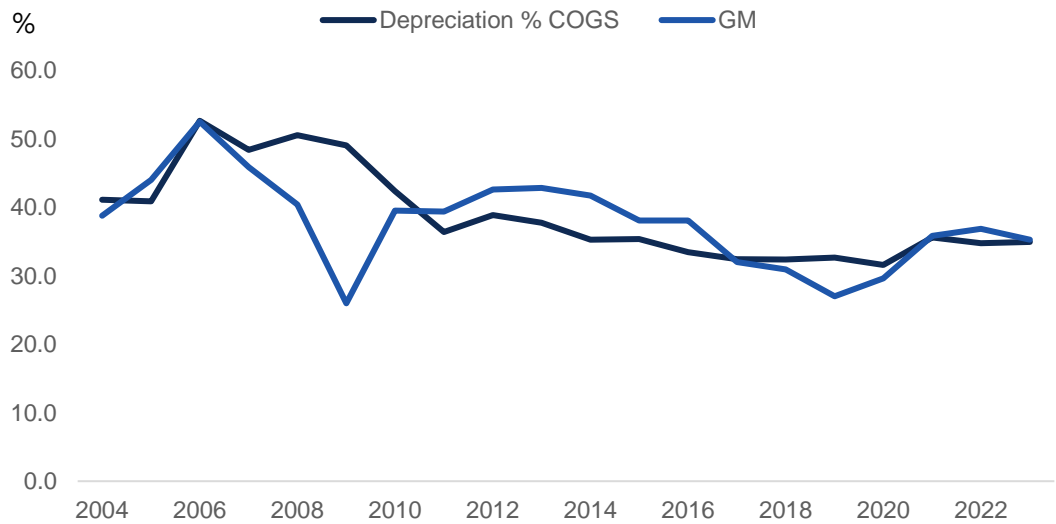
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：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 7：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



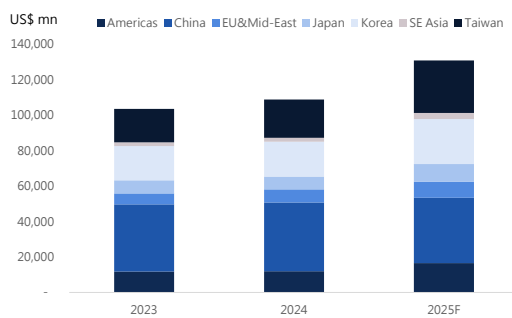
資料來源：TEJ、元大投顧預估

### 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。

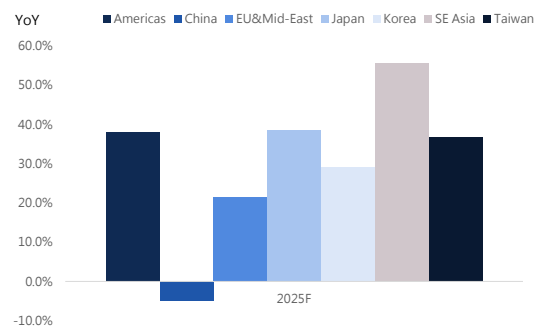
而在日本設備與化學材料業者之研發費用也預估在 2025 年年增 9.6%至 28 億美元，以因應先進製程與先進封裝技術研發之需求。此外因其汽車產業發達，過往檢測分析廠商多提供 RA 服務為主，MA/FA 分析多在客戶 In-house 之實驗室進行。不過隨近年日本半導體在地化政策推動半導體廠商擴大研發與投資，IDM、設備商之檢測分析需求也有所提升，預期閱康 2025 年將為日本半導體政策推動之下，台股半導體實驗室主要之受惠者。

圖 8：預估 2025 年全球半導體前端設備支出將年增 20%



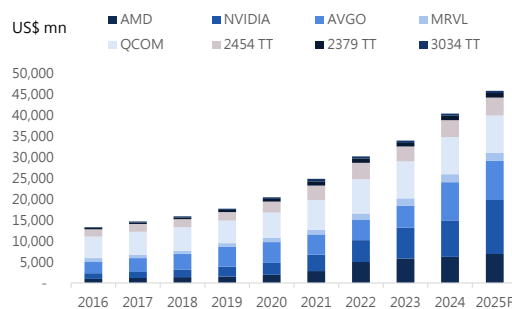
資料來源：SEMI、元大投顧預估

圖 9：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



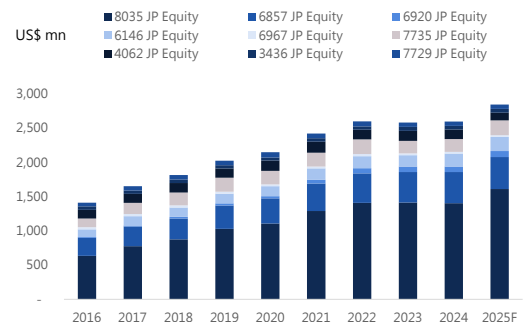
資料來源：元大投顧預估

圖 10：2025 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 11：2025 年日本半導體設備與化材業者 R&D 費用將年增 9.6%



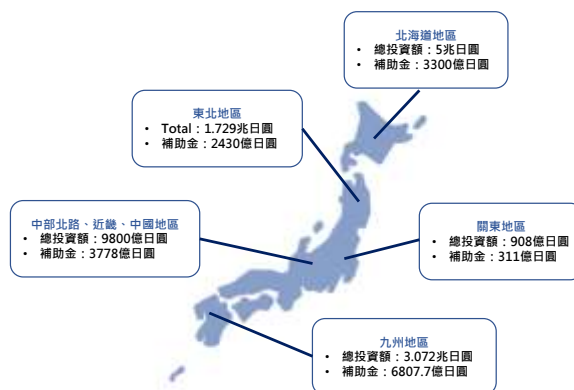
資料來源：Bloomberg、元大投顧預估



## 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(Kioxia、Western Digital)、東北地區之岩手縣(Kioxia、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)、Kioxia 與 Western Digital(47 億美元) 與 Rohm(38 億美元)。

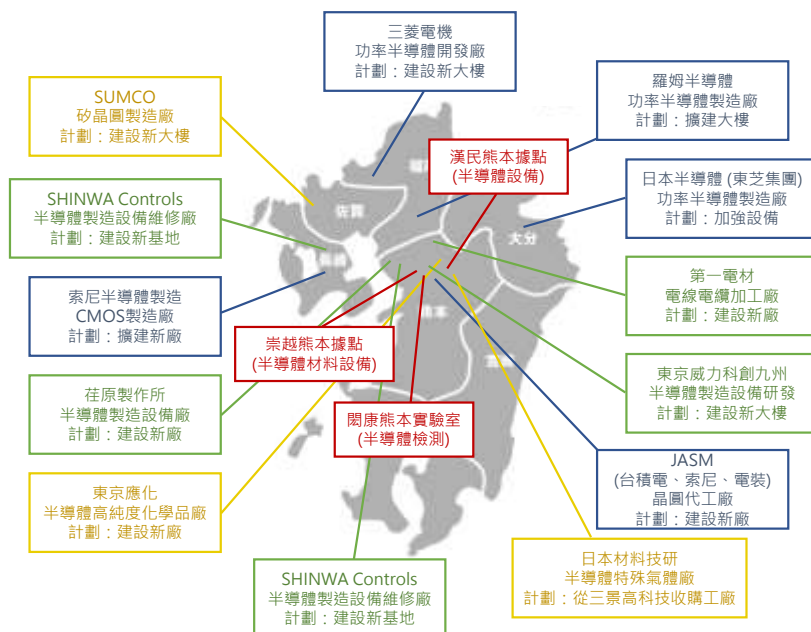
圖 12：日本各地半導體投資規劃，2022-2024 年為止日本政府已核准補貼 jasm、Kioxia、WD、Micron。



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。

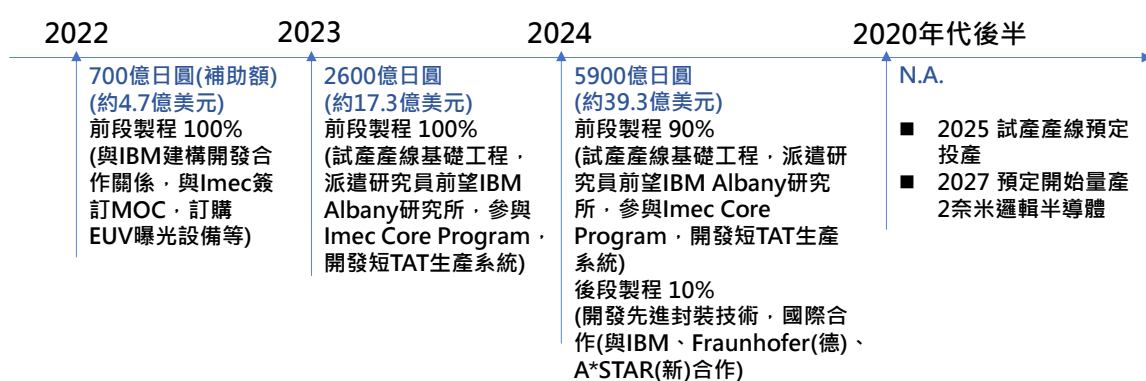
圖 13：台積電於熊本設廠後，帶動周邊供應鏈擴廠



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 14：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

## 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。



## 獲利調整與股票評價

### 在整體新開案需求低預期之下，下修獲利 15.4%，2025 年主要成長將來自日本

展望 2025 年，預估閎康營收季增 14%至 58.5 億元，毛利率年增 1 個百分點至 33.9%，EPS NT\$ 11.8 元，年增 14%。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成長，如 2nm、CoWoS、FOPLP、SoIC。

### 下修目標價至 250 元，仍看好北海道實驗室挹注營收與獲利成長，維持買進評等

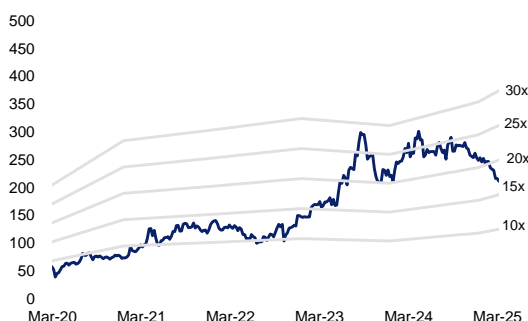
目前閎康股價交易於 2025 年預估每股盈餘之 18 倍本益比，落於過往五年 10~25 倍區間之中緣，低於國外同業/低於國內同業之 20/22 倍，即便中國地區因產能擴張放緩並出現價格競爭，不過預期日本實驗室在政府政策推動與當地半導體業者積極投入研發與擴產之下，將帶動閎康 2025 年營收與獲利成長，根據 2025 年 EPS NT\$11.8 元，給予過往區間中上緣之 21 倍本益比(相對前次 23 倍下調)，目標價 250 元，給予買進。

圖 15：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	5,110	5,194	5,851	6,129	-1.6%	-4.5%
營業毛利	1,681	1,814	1,985	2,229	-7.3%	-10.9%
營業利益	705	848	956	1,146	-16.9%	-16.6%
稅前利益	747	885	979	1,168	-15.6%	-16.2%
稅後淨利	689	738	783	926	-6.7%	-15.4%
調整後 EPS (元)	10.41	11.15	11.81	13.96	-6.6%	-15.4%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	32.9%	38.0%	33.9%	38.7%	-5.1	-4.8
營業利益率	13.8%	19.4%	16.3%	19.3%	-5.6	-3.0
稅後純益率	13.5%	15.6%	13.4%	15.5%	-2.1	-2.1

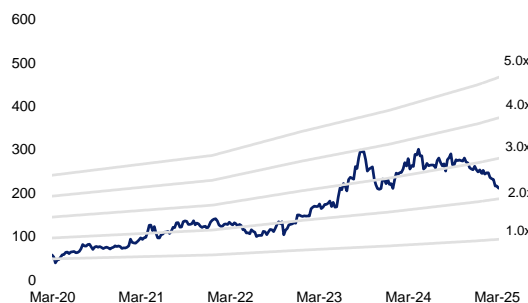
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：TEJ、元大投顧預估

圖 17：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：TEJ、元大投顧預估

圖 18：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(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
閎康	3587 TT	買進	211.5	428	10.39	11.81	14.78	20.4	17.9	14.3	2.7	13.6	25.2
Global													
Eurofins Scientific SE	ERF FP	未評等	51.7	10,770	3.1	3.5	4.0	16.9	14.8	13.0	15.8	14.1	14.4
Intertek Group PLC	ITRK L	未評等	5210.0	10,841	238.5	261.4	284.4	21.8	19.9	18.3	7.0	9.6	8.8
SGS SA	SGS SA	未評等	88.6	18,844	3.6	4.0	4.3	24.7	22.3	20.5	3.0	11.0	8.7
華測檢測	300012 CH	未評等	13.3	3,064	0.6	0.7	0.7	23.4	20.5	18.1	4.1	13.9	13.1
蘇軾試驗	300416 CH	未評等	12.9	889	0.5	0.6	0.7	26.7	22.0	18.1	(21.7)	21.1	21.4
Global 平均					49.2	54.0	58.8	22.7	19.9	17.6	1.6	13.9	13.3
Local													
汎銓	6830 TT	未評等	138.0	222	2.3	4.9	--	60.8	28.2	--	(58.9)	115.4	--
宜特	3289 TT	未評等	128.5	296	6.9	7.9	10.5	18.6	16.2	12.2	36.6	14.9	32.2
Local 平均					4.6	6.4	10.5	39.7	22.2	12.2	(11.2)	65.2	32.2

資料來源：公司資料、元大投顧、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 19：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)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
閎康	3587 TT	買進	211.5	428	13.3	13.1	14.1	78.08	89.87	104.65	2.7	2.4	2.0
Global													
Eurofins Scientific SE	ERF FP	未評等	51.7	10,770	11.6	12.4	13.1	26.9	28.7	31.4	1.9	1.8	1.7
Intertek Group PLC	ITRK L	未評等	5210.0	10,841	27.3	29.5	30.3	897.5	913.9	993.7	5.8	5.7	5.2
SGS SA	SGS SA	未評等	88.6	18,844	103.9	72.4	63.9	3.5	5.4	6.3	25.5	16.6	14.0
華測檢測	300012 CH	未評等	13.3	3,064	14.0	13.9	14.0	4.2	4.7	5.3	3.2	2.8	2.5
蘇軾試驗	300416 CH	未評等	12.9	889	8.8	10.0	10.9	5.3	5.9	6.5	2.4	2.2	2.0
Global 平均					33.1	27.6	26.4	187.5	191.7	208.7	7.8	5.8	5.1
Local													
汎銓	6830 TT	未評等	138.0	222	4.5	8.9	--	--	--	--	--	--	--
宜特	3289 TT	未評等	128.5	296	12.7	13.1	15.7	--	--	--	--	--	--
Local 平均					8.6	11.0	15.7	--	--	--	--	--	--

資料來源：公司資料、元大投顧、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 20：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	1,292	1,229	1,404	1,521	1,697	5,110	5,851
銷貨成本	(843)	(805)	(856)	(925)	(870)	(942)	(997)	(1,058)	(3,429)	(3,867)
營業毛利	362	463	489	367	359	462	524	639	1,681	1,985
營業費用	(204)	(229)	(264)	(279)	(219)	(250)	(265)	(295)	(976)	(1,029)
營業利益	159	234	224	88	140	212	259	344	705	956
業外利益	18	0	14	11	6	6	6	6	42	23
稅前純益	176	233	238	99	146	218	265	350	747	979
所得稅費用	(37)	(15)	(48)	41	(28)	(43)	(53)	(71)	(58)	(195)
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	140	118	175	212	279	688	783
調整後每股盈餘(NT\$)	2.11	3.30	2.88	2.11	1.77	2.64	3.19	4.20	10.39	11.81
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%	28.4%	29.2%	32.9%	34.4%	37.7%	32.9%	33.9%
營業利益率	13.2%	18.4%	16.7%	6.8%	11.4%	15.1%	17.0%	20.3%	13.8%	16.3%
稅前純益率	14.6%	18.4%	17.7%	7.6%	11.9%	15.5%	17.4%	20.6%	14.6%	16.7%
稅後純益率	11.5%	17.2%	14.2%	10.9%	9.6%	12.5%	13.9%	16.4%	13.5%	13.4%
有效所得稅率	21.2%	6.4%	20.0%	-41.4%	19.2%	19.7%	20.0%	20.3%	7.8%	19.9%
季增率(%)										
營業收入	-2.1%	5.2%	6.0%	-3.9%	-4.9%	14.2%	8.3%	11.6%		
營業利益	6.3%	47.5%	-4.1%	-60.7%	59.1%	51.4%	22.2%	32.8%		
稅後純益	-10.3%	57.5%	-12.8%	-26.6%	-16.1%	48.3%	21.1%	31.6%		
調整後每股盈餘	-13.6%	56.6%	-12.9%	-26.6%	-16.1%	49.0%	20.9%	31.5%		
年增率(%)										
營業收入	5.6%	4.5%	10.0%	4.9%	1.9%	10.7%	13.1%	31.3%	6.3%	14.5%
營業利益	-17.0%	-9.6%	17.1%	-41.0%	-11.7%	-9.3%	15.5%	290.9%	-10.8%	35.6%
稅後純益	-8.4%	5.6%	10.1%	-9.5%	-16.0%	-19.9%	11.2%	99.3%	0.3%	13.8%
調整後每股盈餘	-13.7%	-1.5%	7.5%	-13.5%	-16.0%	-20.1%	10.9%	98.9%	2.7%	13.6%

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

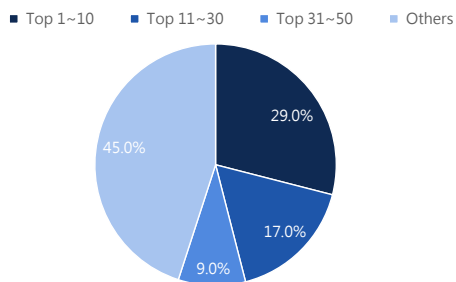
閎康成立於 2002 年，主要提供半導體產業之產品研發、製造及品質管理所需之分析服務，如材料分析(Materials Analysis ; MA)、故障分析(Failure Analysis ; FA)及可靠度分析(Reliability Analysis ; RA)，為台灣規模最大之材料分析實驗室，同時為亞太檢測分析龍頭。公司實驗室分布於台灣的新竹、台南，中國的上海、深圳、廈門與蘇州，近年則往日本擴展新版圖，目前以於名古屋、熊本與北海道設立實驗室，預估將為未來新成長動能。主要客戶包括國內外半導體業者，如：台積電、聯電、聯發科、高通、NXP、AMD、Nvidia 等。國內主要競爭對手為汎銓與宜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

圖 21：前十大股東

Name	Holding %
Hsiang Hsuan Investment Co.	9.10
YA KO Technology and Consultant Co.	7.53
Shin Ming Industry Co.	3.32
Hsin Pei Industriad Co.	3.32
New Labor Pension Fund	3.24
Vanguard Group	3.20
Taishin INV TRU PHA 2	2.24
Taiwan Life Insurance	1.54
Fuh Hwa Investment Trust Co.	1.53
Hua Nan Commercial Bank	1.34

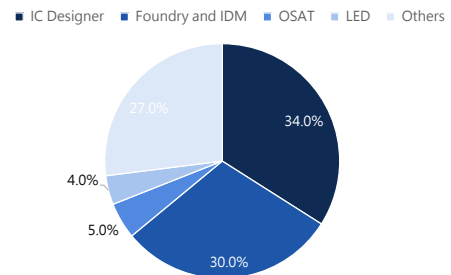
資料來源：公司資料、TEJ、Bloomberg

圖 22：閎康客戶群分散，前十大客戶營收比重約 30%



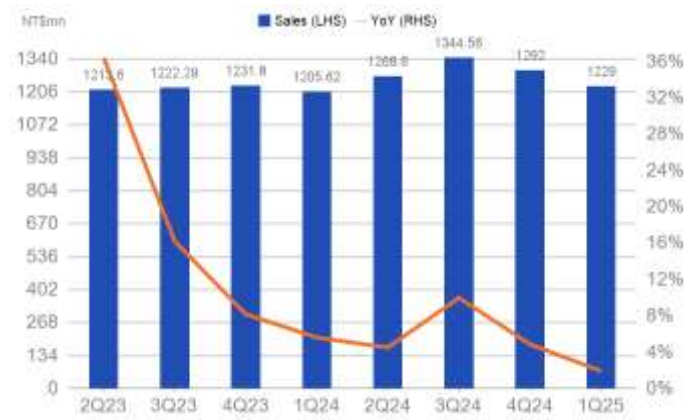
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 23：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 24：營收趨勢



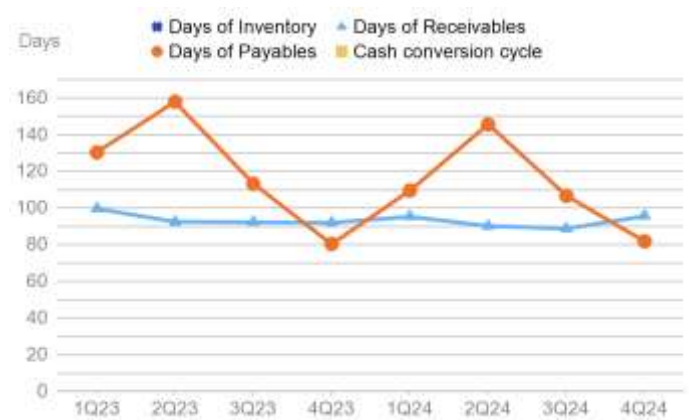
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：毛利率、營益率、淨利率



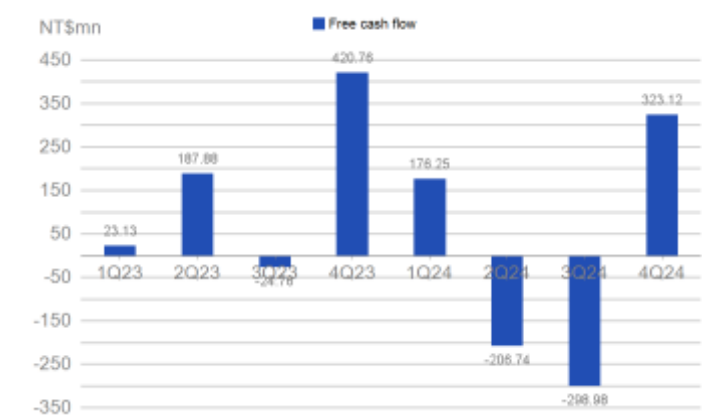
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：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 28：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 (2025/3/9)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

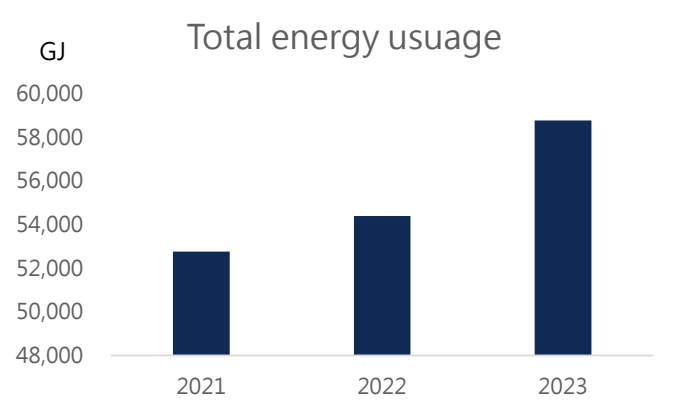
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

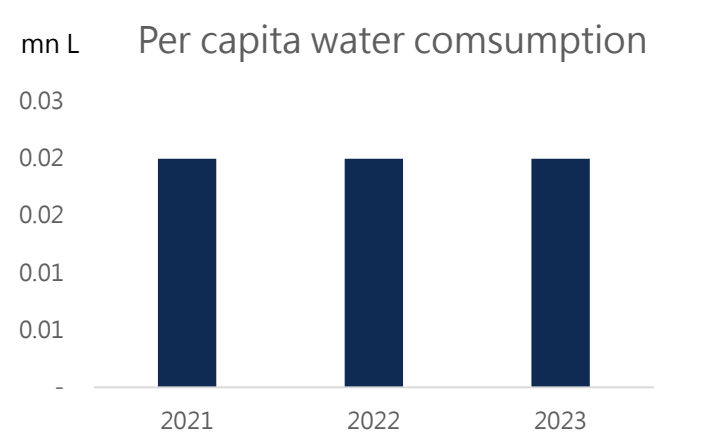
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 29：能源消耗量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 30：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	2,139	2,443	3,023
存貨	0	0	0	0	0
應收帳款及票據	1,277	1,252	1,435	1,642	1,934
其他流動資產	333	400	400	400	400
流動資產	3,262	3,647	3,974	4,485	5,357
採用權益法之投資	118	120	120	120	120
固定資產	3,012	3,327	3,792	4,023	4,252
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	4,544	4,774
資產總額	6,901	7,496	8,287	9,030	10,131
應付帳款及票據	255	197	302	261	382
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	1,978	1,937	2,058
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	3,106	3,066	3,187
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	2,653	3,436	4,416
什項權益	(88)	(152)	(152)	(152)	(152)
歸屬母公司之權益	3,543	4,494	5,181	5,964	6,945
非控制權益	14	0	0	0	0
股東權益總額	3,557	4,494	5,181	5,964	6,945

資料來源：公司資料、元大投顧

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	688	783	981
折舊及攤提	877	1,093	1,218	1,369	1,571
本期營運資金變動	(324)	(55)	(79)	(247)	(171)
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	1,827	1,905	2,381
資本支出	(1,833)	(1,235)	(1,682)	(1,600)	(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)	(1,600)	(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)	(1)	(1)	(1)
其他調整數	(157)	(152)	0	0	0
融資活動之現金流量	441	(112)	(1)	(1)	(1)
匯率影響數	26	(50)	0	0	0
本期產生現金流量	(34)	342	144	305	580
自由現金流量	(534)	607	145	305	581

資料來源：公司資料、元大投顧

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	5,110	5,851	6,799
銷貨成本	(2,507)	(3,112)	(3,429)	(3,867)	(4,420)
營業毛利	1,467	1,697	1,681	1,985	2,380
營業費用	(733)	(907)	(976)	(1,029)	(1,169)
推銷費用	(207)	(229)	(250)	(290)	(330)
研究費用	(223)	(266)	(311)	(314)	(356)
管理費用	(291)	(390)	(429)	(409)	(464)
其他費用	(11)	(22)	13	(16)	(18)
營業利益	734	790	705	956	1,211
利息收入	17	21	21	21	21
利息費用	(28)	(37)	(40)	(28)	(28)
利息收入淨額	(11)	(16)	(20)	(7)	(7)
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	45	30	30
稅前純益	785	837	747	979	1,234
所得稅費用	(158)	(151)	(58)	(195)	(253)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	627	686	688	783	981
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,686	1,964	(513)	(413)	(360)
調整後每股盈餘 (NT\$)	10.16	10.12	10.39	11.81	14.78

資料來源：公司資料、元大投顧

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	6.3	14.5	16.2
營業利益	9.5	7.7	(10.8)	35.6	26.7
稅前息前折舊攤銷前淨利	13.3	16.5	--	--	--
稅後純益	7.1	9.4	0.3	13.8	25.3
調整後每股盈餘	7.0	(0.4)	2.7	13.6	25.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	36.9	35.3	32.9	33.9	35.0
營業利益率	18.5	16.4	13.8	16.3	17.8
稅前息前淨利率	19.1	16.6	13.8	16.3	17.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	42.4	40.8	(10.0)	(7.1)	(5.3)
稅前純益率	19.8	17.4	14.6	16.7	18.1
稅後純益率	15.8	14.3	13.5	13.4	14.4
資產報酬率	10.3	9.5	8.3	8.7	9.7
股東權益報酬率	18.4	17.1	13.3	13.1	14.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	94.0	66.8	60.0	51.4	45.9
淨負債權益比(%)	(6.5)	(27.3)	(26.4)	(28.1)	(32.5)
利息保障倍數 (倍)	28.9	23.6	19.6	36.0	45.1
流動比率 (%)	179.1	194.7	201.0	231.6	260.3
速動比率 (%)	169.7	185.9	201.0	231.6	260.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(230)	(1,225)	(1,369)	(1,674)	(2,254)
調整後每股淨值 (NT\$)	56.87	67.78	78.08	89.87	104.65
評價指標 (倍)					
本益比	20.8	20.9	20.4	17.9	14.3
股價自由現金流量比	--	23.0	96.3	45.8	24.0
股價淨值比	3.7	3.1	2.7	2.4	2.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨	8.3	7.1	--	--	--
股價營收比	3.5	2.9	2.7	2.4	2.1

資料來源：公司資料、元大投顧；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

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股本變動調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

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

© 2025 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

© {2025} 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>.