

精測(6510)

HOLD

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 許婷婷 Sarena Hsu

sarenahsu@masterlink.com.tw

評等

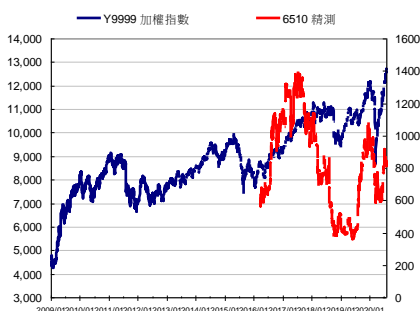
日期:	2020/8/6
目前收盤價 (NT\$):	845
目標價 (NT\$):	800
52 週最高最低(NT\$):	508-1095
加權指數:	12664.8

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	328
市值 (NT\$/mn):	27,650
市值 (US\$/mn):	922
20 日平均成交量(仟股):	1,523
PER (2020):	31.4X
PBR (2020):	4.1X
外資持股比率:	10.25
TCRI	0

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	3.7	28.7	-12.2
加權指數報酬率	9.0	15.2	4.5

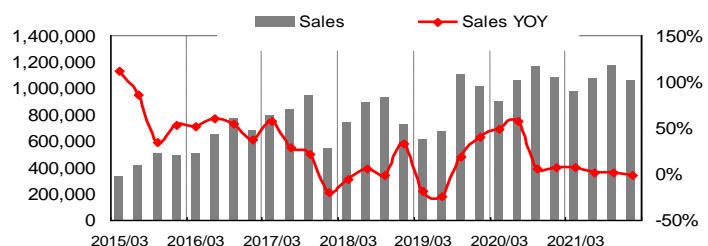
2020 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	800	650
營業收入 (NT\$/mn)	4,194	4,428
毛利率 (%)	53.00	52.44
營益率 (%)	26.41	26.97
EPS (NT\$)	26.90	28.47
BVPS(NT\$)	202	202



關注 2021 年是否有新探針卡客戶貢獻

- **維持中立：**精測 2021 年挑戰較高，包括中系手機 AP 客戶受美禁令減少訂單，美系手機客戶市占下滑，因此需要觀察 2021 年探針卡是否有新產品與新客戶挹注，特別是美系客戶自製 ARM CPU 與美系 CPU/GPU 外包商機。預估 2020 EPS 26.9 元，2021 EPS 24.3 元，TP800 元。
- **第二季 EPS7.11 元，YOY98%，優於預期，Q3 營收預估季增雙位數字：**精測第二季營收 10.57 億元，QOQ17%，YOY58%，毛利率從上季 52.59% 提升至 54.1%，優於預期，毛利率提升主要因為高毛利率的晶圓測試卡營收占比達八成以上，加上費用率從上季 28.4% 降為 25.4%，稅後獲利 2.33 億元，QOQ30%，YOY98%，EPS 7.11 元，創歷史次高。精測七月營收 3.85 億元，MOM6.8%，YOY12.7%，累計 YOY44.7%，優於預期，公司預估第三季營收季增 10-20%，第三季主要動能在於台系和美系客戶在應用處理器和系統單晶片訂單轉強，中高階 5G 需求持續增溫。公司預估 2020 年營收 YOY20-30%，全年毛利率 50-55%，費用率 26-29%，RD 佔營收比重 16-19%。公司 2020 年資本支出 7 億元，機器設備 3 億元，廠房 4 億元，預估 2020 年折舊 3.4 億元，較年初預估 3.6 億元，主要因為驗收較慢，從今年第四季延後到明年初。
- **探針卡業務大幅起飛，1H20 探針卡營收已超越 2019 年，CPU/GPU 大電流開案中：**精測探針卡 2019 年佔比 13%，2020 年第二季佔比達 25%，預估 2020 年全年 20-25%。精測探針卡業務有很大精進，1H20 營收已超過 2019 全年，主要因為台系手機 AP 全系列探針卡皆採用精測產品，外加美系 RF 產品。精測探針卡的布局從原本的手機 AP，朝向大電流的 HPC ASIC，開發出 CPU/GPU 與 FPGA 也可以。元富認為此相當重要，因為美系客戶自製 ARM CPU 與美系 CPU/GPU 外包商機將於 2021-2023 年從晶圓廠啟動，預期晶圓測試卡與探針卡商機值得關注。

Exhibit 1: 營收 YOY



精測主要從事高階晶圓測試板

中華精測主要從事晶圓測試板，與 IC 測試板。晶圓測試板為半導體測試介面，其核心產品「薄膜多層有機載板」(Thin Film Multi-Layer Organic；以下簡稱 TF-MLO) 可大幅增加效率。探針卡 (Probe card) = stiffener+Probe PCB+Interposer(TF-MLO/MLO)+Probe head，過去精測僅有從事前三者，於 2015 年第四季正式跨入整組探針卡製造。

2Q20 晶圓測試卡比重 81 % (QOQ22%，YOY99%)，IC 測試板佔比 13%(QOQ0%，YOY-13%)，技術服務(大客戶的測試驗證板)6%(QOQ8%，YOY-23%)。

以產品線來看，第二季 AP 營收佔比 50.4%(YOY127%)，RF 佔比 16.3%(YOY84%)，HPC 佔比 1.6%(YOY-58%)，PMIC 佔比 1%(YOY-70%)，Modem 佔比 1.5%(YOY-47%)，ASIC 佔比 2.3%(YOY-5%)，工程驗證佔比 4.7%(YOY-37%)。

Exhibit 2: 產品組合

sales %	4Q19	1Q20	2Q20	QOQ	YOY	累計 YOY
晶圓測試板	74%	79%	81%	22%	99%	77%
IC 測試板	16%	15%	13%	0%	-13%	10%
技術服務	9%	6%	6%	8%	-23%	-17%
Total	100%	100%	100%	17%	58%	53%

營收佔比%	2019	1Q20	2Q20	QOQ	YOY	累計 YOY
AP	48.3%	57.3%	50.4%	3%	127%	88%
RF	14.1%	10.8%	16.3%	77%	84%	64%
Network(HPC)	3.1%	6.5%	1.6%	-71%	-58%	19%
PMIC	3.2%	1.9%	1.0%	-38%	-70%	-50%
Modem/BBP	5.5%	2.3%	1.5%	-23%	-47%	6%
ASIC	2.5%	1.5%	2.3%	80%	-5%	8%
Engineering verification	7.0%	5.7%	4.7%	-3%	-37%	-26%
others	15.2%	14.0%	22.2%	86%	0%	86%

精測第二季 EPS7.11 元，
YOY98%，優於預期

精測第二季營收 10.57 億元，QOQ17%，YOY58%，毛利率從上季 52.59% 提升至 54.1%，優於預期，毛利率提升主要因為高毛利率的晶圓測試卡營收占比達八成以上，加上費用率從上季 28.4% 降為 25.4%，稅後獲利 2.33 億元，QOQ30%，YOY98%，EPS7.11 元，創歷史次高，並高於我們預估 6.6 元。上半年營收 YOY53%，本業獲利 102%，稅後獲利 95%，主要受惠大客戶的終端北美手機客戶新製程放量，帶動精測晶圓測試卡營收第二季營收 YOY99%。

精測七月營收 3.85 億元，MOM6.8%，YOY12.7%，累計 YOY44.7%，優於預期，公司預估第三季營收季增 10-20%，第三季主要動能在於台系和美系客戶在應用處理器和系統單晶片訂單轉強，中高階 5G 需求持續增溫。公司預估 2020 年營收 YOY20-30%，全年毛利率 50-55%，費用率 26-29%，RD 佔營收比重

16-19%。

公司 2020 年資本支出 7 億元，機器設備 3 億元，廠房 4 億元，預估 2020 年折舊 3.4 億元，較年初預估 3.6 億元，主要因為驗收較慢，從今年第四季延後到明年初。

精測 (6510)							
unit : NT \$ mn	1Q20(A)	2Q20(A)	2Q20(F)	較預期相比	QOQ	YOY	累計 YOY
Net sales	900	1,057	1,053	0%	17%	58%	53%
Margin %	52.59%	54.14%	52.98%				
Operating profit	218	296	270	9%	36%	112%	102%
Total non-ope inc.	8	(7)	1				
Pre-tax profit	227	289	271	7%	28%		
Net profit	179	233	217	7%	30%	98%	95%

晶圓測試板目前主要間距為 80-89um，但明年沒有提升，預期流失客戶訂單

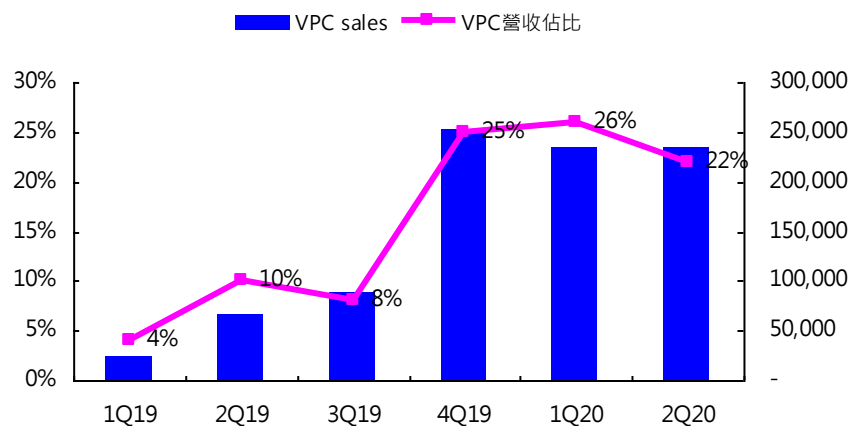
晶圓測試卡目前主流間距為 80-90um，第一季 80um 營收佔比達到 56%，第二季達 60%，顯示大客戶新晶片開始量產。根據大客戶製程 roadmap，2020 最新製程微 5 奈米，但 3 奈米要在 2022 才會量產，代表 2021 年大客戶製程將會停留在 5 奈米，預期晶圓測試板間距也會維持在 80-89um，競爭者採用較低的價格搶單就容易成功，因此精測流失 2021 又流失大客戶訂單，此情況與 2019 年相同(製程停滯三年，導致客戶搶單)。

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
<79um	9%	1%	9%	13%	8%
80-89um	45%	64%	32%	56%	60%
90-100um	7%	19%	39%	12%	8%
101-124um	4%	1%	0%	5%	3%
125-150um	12%	3%	4%	3%	9%
>150um	23%	13%	16%	11%	13%

探針卡業務大幅起飛，1H20 探針卡營收已超越 2019 年，CPU/GPU 大電流開案中

探針卡市場規模為 17.5 億美元，2020-2025 年 CAGR 為 7%，其中 MEMS 探針卡佔比達 66%，佔整體市場最大份額，2020-2025 年 MEMS 探針卡 CAGR10%。精測探針卡 2019 年佔比 13%，2020 年第二季佔比達 25%，預估 2020 年全年 20-25%。精測探針卡業務有很大精進，1H20 營收已超過 2019 全年，主要因為台系手機 AP 全系列探針卡皆採用精測產品，外加美系 RF 產品。精測探針卡的布局從原本的手機 AP，朝向大電流的 HPC ASIC，開發出 CPU GPU 與 FPGA 也可以。元富認為此相當重要，因為美系客戶 ARM CPU 與美系 CPU /GPU 外包商機將於 2021-2023 年從晶圓廠啟動，預期晶圓測試卡與探針卡商機值得關注。

探針卡比重	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
AP	68%	8.7%	7%	59%	63%	40%
HPC	15%	26%	21%	1%	19%	0%
RF	3%	37%	46%	25%	12%	51%
ASIC	15%	28%	12%	12%	5%	8%
others	0%	1%	15%	4%	1%	1%



維持中立

精測 2021 年挑戰較高，包括中系手機 AP 客戶受美禁令減少訂單，美系手機客戶市占下滑，因此需要觀察 2021 年探針卡是否有新產品與新客戶挹注。

Comprehensive income statement					NT\$m	Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20F	FY21F		Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	3,279	3,387	4,194	4,267		Cash	3,528	2,255	1,736	739	
COGS	1,532	1,587	1,971	2,125		Marketable securities	0	0	0	0	
Gross profit	1,747	1,799	2,223	2,142		A/R & N/R	539	908	896	912	
Operating expense	848	929	1,115	1,147		Inventory	268	453	448	483	
Operating profit	899	871	1,108	995		Others	82	93	93	93	
Total non-operate. Inc.	19	-81	4	4		Total current asset	4,417	3,710	3,173	2,226	
Pre-tax profit	918	790	1,111	999		Long-term invest.	0	0	0	0	
Total Net profit	716	625	882	799		Total fixed assets	2,701	3,893	4,793	5,693	
Minority	0	0	0	0		Total other assets	78	151	151	151	
Net Profit	716	625	891	799		Total assets	7,196	7,754	8,117	8,070	
EPS (NT\$)	21.83	19.06	26.90	24.36							
Y/Y %	FY18	FY19	FY20F	FY21F		Short-term Borrow	0	0	0	0	
Sales	5.4	3.3	23.9	1.7		A/P & N/P	544	282	513	553	
Gross profit	1.4	3.0	23.6	(3.7)		Other current liab.	501	1,005	696	364	
Operating profit	0.2	(3.1)	27.2	(10.2)		Total current liab.	1,044	1,288	1,209	917	
Pre-tax profit	1.1	(14.0)	40.8	(10.1)		L-T borrows	0	0	0	0	
Net profit	(2.8)	(12.7)	42.4	(10.3)		Other L-T liab.	1	22	0	0	
EPS	(7.1)	(12.7)	41.1	(9.4)		Total liability.	1,045	1,310	1,209	917	
Margins %	FY18	FY19	FY20F	FY21F							
Gross	53.3	53.1	53.0	50.2		Common stocks	328	328	328	328	
Operating	27.4	25.7	26.4	23.3		Reserves	3,926	3,926	3,926	3,926	
EBITDA	22.8	16.7	18.6	15.6		Retain earnings	1,897	2,190	2,654	2,899	
Pre-tax	28.0	23.3	26.5	23.4		Total Equity	6,151	6,444	6,908	7,153	
Net	21.8	18.5	21.2	18.7		Total Liab. & Equity	7,196	7,754	8,117	8,070	

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20		Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
							IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	900	1,057	1,159	1,078		Net income	716	625	891	799	
Gross profit	474	572	617	561		Dep & Amort	-169	-224	-331	-332	
Operating profit	218	296	314	272		Investment income	0	0	0	0	
Total non-ope inc.	8	-7	1	1		Changes in W/C	-97	-461	248	-10	
Pre-tax profit	227	289	315	273		Other adjustment	411	567	0	0	
Net profit	179	233	252	218		Cash flow – ope.	862	507	807	457	
EPS	5.46	7.11	7.68	6.66		Capex	-723	-1,394	-900	-900	
Y/Y %	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20		Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Net sales	48.5	57.7	5.1	7.0		Other adjustment	-11	-32	0	0	
Gross profit	54.4	64.5	2.1	3.7		Cash flow – inve.	-733	-1,426	-900	-900	
Operating profit	91.2	111.6	1.6	(11.5)		Free cash flow	139	-887	-93	-443	
Net profit	90.0	98.2	1.7	31.7		Inc. (Dec.) debt	0	0	0	0	
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20		Cash dividend	-328	-328	-426	-554	
Net sales	(10.6)	17.4	9.6	(7.0)		Other adjustment	0	-22	0	0	
Gross profit	(12.4)	20.9	7.7	(9.1)		Cash flow – Fin.	-328	-349	-426	-554	
Operating profit	(29.0)	35.5	6.1	(13.3)		Exchange influence	1	-5	0	0	
Net profit	8.0	30.3	7.9	(13.3)		Change in Cash	-198	-1,273	-519	-997	
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20							
Gross	52.6	54.1	53.2	52.0		Ratio Analysis					
Operating	24.2	28.0	27.1	25.2		Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
Net	19.9	22.1	21.7	20.3		ROA	10.33	8.36	11.22	9.87	
						ROE	12.02	9.93	13.34	11.37	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2020 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.