

閎康(3587)

櫃半導體檢驗商(上游)

目標價：222 元

隱含漲幅：56%

2022/11/18 收盤：142 元

· 獲利亮眼，動能維持

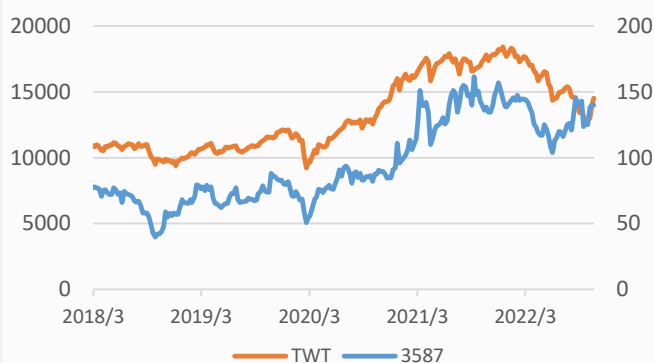
Q3 EPS 2.95(歷史 2 高)，營收獲利成長動能穩定，料 Q4 獲利再創新高。

· 不受禁令，消費性市場疲弱影響

美對中晶片禁令(先進)與公司在中國發展業務(成熟)幾無重疊，對公司業務不受影響。

· 目標價以 2023EPS 之本益比 17 倍做估計。

走勢比較



· 獲利亮眼，動能維持

自公司掛牌以來，公司營收獲利成長動能穩定，估計 2022 整年 EPS 可達 9.2 元。此成長動能(近 5 年 CAGR 23.76%)能預計在 2023-2024 因業務擴大(日本實驗室增設與中國成熟製程推進)而可以更加樂觀視之。

· 不受禁令，消費性市場疲弱影響

今年 10 月，美國祭出對中國先進半導體製程的禁令，主要涵蓋任何使用美國設備製造的先進製程晶片出口至中國。但公司已表明在中國深耕的業務內容多為成熟製程與中國政策大力扶植之第三代半導體為主，因此在經營上與禁令上之產品內容沒有重疊之處。除此外，公司在其他國家業務上多以先進製程為主，受到半導體、消費電子衰弱等影響甚微。

· 設備投資積極穩定，貢獻長期獲利

自公司投資現金流淨流出以及固定資產規模顯示，公司對於未來業務樂觀且持續擴大公司營業規模。並考量現階段公司穩健現金流保持正面態度，故將對公司評價之預估本益比上調至 17 倍(歷年平均值)。

| | |
|------------|------------------|
| 市值 | 88.48 億元 |
| 股本 | 6.231 億元 |
| 本益比 | 14.76 (EPS：9.62) |
| 本淨比 | 2.61 (淨值：54.4) |
| 持股 1000 張比 | 30.85% |
| 近一季平均周轉 | 0.908 億元 |
| 自由流通股數比例 | 65.4% |

公司簡介：

閎康主要經營全球積體電路、化合物半導體、平面顯示器等產業客戶所需之材料分析(MA)、故障分析(FA)及可靠度分析(RA)。主要大客戶涵蓋台灣晶圓雙雄：台積電、聯電，中國海思半導體以及美國高通、德州儀器以及輝達公司，並且表示整體客戶數量亦持續的快速成長(現今已近 1000 家)，且產品業務承做數量亦高達 8500 件以上。

推薦主因：

1. 遵循淘金潮思維中，因礦工本身需要承擔的是否能順利發現金礦的風險，但是同樣參與市場的十字鎬廠商就相對可以獲得穩定且可預見的獲利。
2. 加上自 2019 年中，美國陸續對中國實施半導體業之管制，近期更是猛烈，可以發掘該行業競爭關係將更為激烈，顯示背後的相關半導體產業的供應商將可搭上此順風車。

營收表現：

(2022H1)：MA 材料分析 50%、FA 故障分析 30%、RA 可靠度分析 20%。

(2021H1)：MA 材料分析 36%、FA 故障分析 32%、RA 可靠度分析 32%。

其中，MA 檢測業務佔比成長迅速，且其為閎康起家之主要業務之一，毛利相對較高。且預估至 2024 年為止，MA 之營收業務佔比將維持與 2022 大致相同(>50%)。

業務地圖：(新台幣千元)

| 2021H1 | 2022H1 |
|-----------|---------------------------------|
| 台灣(51.2%) | 790,614 台灣(52.0%) 926,699(+17%) |
| 中國(44.8%) | 690,358 中國(42.1%) 751,688(+9%) |
| 日本(4.0%) | 60,701 日本(5.9%) 105,296(+73%) |
| 合計 | 1,541,672 合計 1,783,683(+16%) |

預估將在 2023~2024 持續投入在日本(高階產品)以及中國(成熟製程)之半導體檢驗業務。搭配上表，可以得知在台灣的业务佔比較高者為 MA，此業務為先進製程使用佔比較高者。另外在中國業務部分，正因為第三代半導體以及其他成熟製程產品佔比較高，而有 RA 在中國更有發揮的空間。

相關同業比較：

電子類 – 檢測驗證類

| | 營業毛利率 | 營業利益率 | 稅後淨利率 | 每股淨值 | EPS | ROE |
|----------------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| 2459 敦吉 | 26.9 | 16.41 | 11.93 | 48.22 | 2.19 | 5.34 |
| 3138 耀登 | 45.22 | 10.77 | 19.72 | 30.69 | 1.96 | 6.43 |
| 3289 宜特 | 31.1 | 13.31 | 13.46 | 43.81 | 1.83 | 3.96 |
| 3587 閎康 | 34.87 | 19.07 | 17.4 | 54.38 | 2.97 | 5.58 |
| 6146 耕興 | 57.79 | 39.49 | 36.02 | 48.68 | 4.7 | 9.85 |
| 6830 汎銓 | 41.79 | 24.19 | 17.01 | 52.85 | 1.8 | 3.65 |

資料來源：產業相關公司比較-C023081 (entrust.com.tw)

首先，可以發現閎康在 2022Q3 資料中，相較於其他公司皆表現亮眼，但是耕興在獲利表現上更為優秀。不論是毛利率或是在 EPS 上都表現長期優於其他公司，不過可以知道耕興主要檢測範圍是手機 5G 以及 Wifi 產品部分，知道耕興業務範圍與閎康多有不同。且考量於現在的面板報價或是 Driver IC 等市場趨勢仍無起色，以較保守態度觀望之。

另外在敦吉與耀登部分業務性質也與閎康相去甚遠，故在此專選三間性質相近之檢測公司做比較，分別是閎康、宜特以及汎銓。

宜特部分，公司特點在於新的業務 -- 國內首間影像感測器以及記憶體模組廠商輻射驗測。此將會應用在未來太空產業領域以及低軌衛星相關產品之檢測。

汎銓部分，公司近期掛牌，業務範圍較無有特別之處，後續再行觀察。

潛在優劣：

美國晶片法案 公司營運不受美國商務部禁令、消費性市場不振影響。

政策直接影響解讀



美國於 10 月 7 日宣布擴大對於中國晶片及設備出口限制。此命令大力限制了美國對中國出口的晶片技術，尤其若是應用於人工智慧(AI)、超級電腦運算(HPC)之產品均須取得許可，半導體設備亦同，使用美國技術在他國製造的晶片同受限制。

<https://technews.tw/2022/10/24/which-company-is-impacted-by-us-ban-the-most/>

根據公司表示，由於這次禁令範圍限於先進製程，與閎康目前在中國積極拓展之成熟製程、第三代半導體業務並不相同，營運並未受到影響，甚至部分客戶擔憂禁令未來將進一步擴大至成熟製程領域，目前已積極追單，將有利公司後續營運動能。

而近期半導體產業因受消費性需求不振影響，但由於閎康處於產業上游，訂單多以製程、產品開發等需求為主，較不受景氣下行影響。

目前包括中、日系客戶皆維持強勁需求，除先前規畫之上海四廠、深圳實驗室皆已加入營運貢獻行列外，熊本實驗室為配合客戶需求，預估將提前於 1H23 完成裝機，並於 2H23 帶動營運向上。

產品多元化

上面提到中國在受到禁令之後，由於禁令以負面表列為主，意指本次法規明列之禁止生產的項目之外皆不在管轄之下，換句話說，中國半導體廠需主動證明自身公司產品並非先進製程方可繼續營業。且加上中國於 2020 所提出的十四五計畫，其中將大力扶植成熟半導體製程與第三代半導體，實際投入金額約為 10 兆人民幣。為此，未來兩年內（扶植計畫內）將可以期待貢獻相當高速成長的獲利表現。

檢測流程：

產品之檢測流程大致可以以下流程圖表示之



[MA-tek 閎康科技-MA-tek 閎康科技 \(matek.com\)](http://MA-tek.com)

公司檢測服務：

二次離子質譜

二次離子質譜（**Secondary Ion Mass Spectroscopy, SIMS**）是用來分析固體表面或者是薄膜的化學成分的技術，其用一束聚焦的離子束濺射待測品表面，並通過檢測轟擊出的二次離子的荷質比確定距表面深度 1-2 奈米厚的薄層的元素、同位素與分子的組成。.....SIMS 是一種非常靈敏的表面分析方法，它在有機高分子分析方面的應用近年來獲得迅速的發展。現代的綜合能譜儀上常附有 SIMS 的裝置。

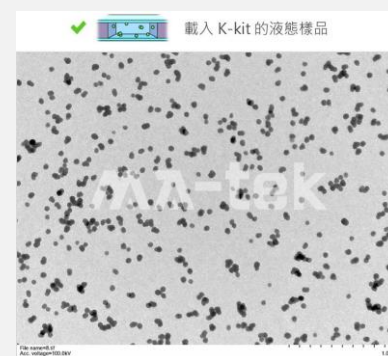
<https://zh.wikipedia.org/zh-tw/二次离子质谱>

K-kit

閎康科技獨家專利開發的產品技術「**K-kit**」，可實現高品質的液態樣品電子顯微鏡影像觀測，無論是液態樣品在最終產品的實際樣態、或是一般乾燥樣品，皆可直接進行觀察及分析，為產業應用提供最佳解決方案，滿足液態奈米材料檢測的各式需求！

K-kit 晶片是採用單體式結構設計，內部的儲液通道可藉由毛細力作用快速地載入溶液，在使用操作上十分簡單方便。

利用 **K-kit** 觀察未經稀釋化學機械研磨溶液 (CMP Slurry) 的 TEM 影像結果差別比較圖。



[MA-tek 閎康科技 \(matek.com\)](http://MA-tek.com)

財務估值

| 本業獲利 | 2023F | | 2022F | | 2022Q4F | | 2022Q3 | | 2022Q2 | | 2022Q1 | |
|-----------|-------|------|-------|------|---------|------|--------|------|--------|-------|--------|------|
| | 金額 | % | 金額 | % | 金額 | % | 金額 | % | 金額 | % | 金額 | % |
| 營業收入 | 46.29 | 100 | 39.23 | 100 | 10.87 | 100 | 10.52 | 100 | 8.9 | 100 | 8.94 | 100 |
| 營業成本 | 29.25 | 63.2 | 25.22 | 64.3 | 7.06 | 65.0 | 6.85 | 65.1 | 5.82 | 65.4 | 5.49 | 61.4 |
| 營業毛利 | 17.03 | 36.8 | 14.00 | 35.7 | 3.81 | 35.0 | 3.67 | 34.9 | 3.07 | 34.6 | 3.45 | 38.6 |
| 營業費用 | 7.76 | 16.8 | 7.29 | 18.6 | 2.02 | 18.6 | 1.66 | 15.8 | 1.65 | 18.6 | 1.96 | 21.9 |
| 營業利益 | 9.27 | 20.0 | 6.71 | 17.1 | 1.79 | 16.5 | 2.01 | 19.1 | 1.42 | 16 | 1.49 | 16.7 |
| 業外損益 | 2023F | | 2022F | | 2022Q4F | | 2022Q3 | | 2022Q2 | | 2022Q1 | |
| | 金額 | % | 金額 | % | 金額 | % | 金額 | % | 金額 | % | 金額 | % |
| 利息收入 | 0.12 | 0.3 | 0.17 | 0.4 | 0.04 | 0.4 | 0.034 | 0.33 | 0.042 | 0.47 | 0.048 | 0.54 |
| 財務成本 | 0.20 | 0.4 | 0.21 | 0.5 | 0.05 | 0.5 | 0.057 | 0.54 | 0.056 | 0.63 | 0.045 | 0.5 |
| 業外損益合計 | 0.80 | 1.7 | 0.61 | 1.6 | 0.19 | 1.8 | 0.24 | 2.27 | 0.078 | 0.88 | 0.1 | 1.15 |
| 淨損益 | 2023F | | 2022F | | 2022Q4F | | 2022Q3 | | 2022Q2 | | 2022Q1 | |
| | 金額 | % | 金額 | % | 金額 | % | 金額 | % | 金額 | % | 金額 | % |
| 稅前淨利 | 10.07 | 21.8 | 7.32 | 18.7 | 1.98 | 18.2 | 2.24 | 21.3 | 1.5 | 16.9 | 1.6 | 17.8 |
| 所得稅費用 | 1.96 | 4.2 | 1.60 | 4.1 | 0.39 | 3.6 | 0.41 | 3.94 | 0.48 | 5.37 | 0.32 | 3.62 |
| 稅後淨利 | 8.11 | 17.5 | 5.71 | 14.6 | 1.59 | 14.7 | 1.83 | 17.4 | 1.02 | 11.5 | 1.27 | 14.2 |
| 其他綜合損益合計 | 0.07 | 0.2 | 0.68 | 1.7 | 0.07 | 0.6 | 0.19 | 1.81 | -0.36 | -4.06 | 0.78 | 8.72 |
| 綜合損益 | 8.18 | 17.7 | 6.39 | 16.3 | 1.66 | 15.3 | 2.02 | 19.2 | 0.66 | 7.44 | 2.05 | 22.9 |
| 每股稅後盈餘(元) | 13.07 | | 9.20 | | 2.57 | | 2.95 | - | 1.64 | - | 2.04 | - |

假設與說明：

1. 稅率 19.5%(季平均值)，股本比率穩定。
2. 營收動能於 2023 因受限於美國晶片限制小，故預估營收成長動能維持，且略高於 2022 整年 (18%)。
3. 因 MA 業務佔比拉高，且半導體業亦預估於 2023H1 陸續出清庫存，故可以以較高水準估計(維持去年動能)稅前利潤之年成長率(45%)。
4. 業外收益部分佔比不高(2%內)，故以 2022 數字為參考。
5. 2022Q2 因上海封城，業務受到暫延。

18%成長率由個別地區業務推得

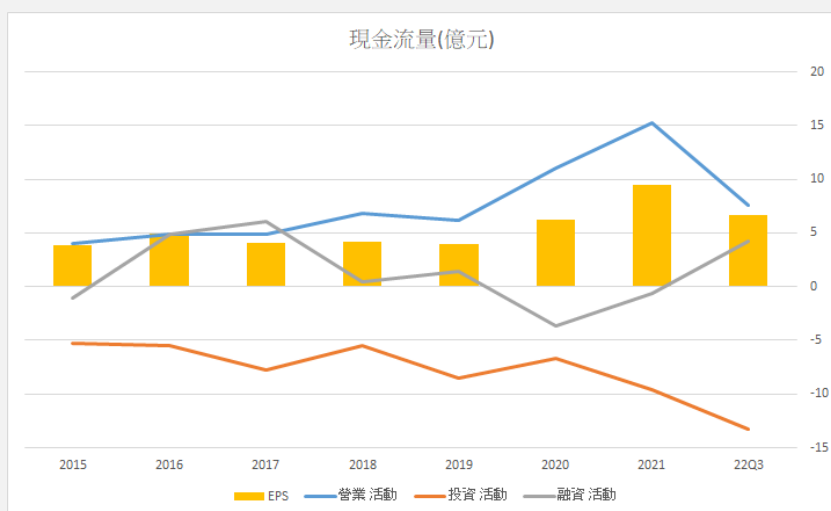
| percentage | 2022\$ | growth | forecast | f_growth | percent | overall_growth |
|------------|---------|--------|----------|----------|---------|----------------|
| TW0.52 | 926699 | 17% | 1088871 | 0.175 | 51.74% | 1.179862 |
| CN0.421 | 751688 | 9% | 841890.6 | 0.12 | 40.00% | |
| JP0.059 | 105296 | 73% | 173738.4 | 0.65 | 8.26% | |
| Sum | 1783683 | | 2104500 | 4209001 | 1 | |

本益比河流圖



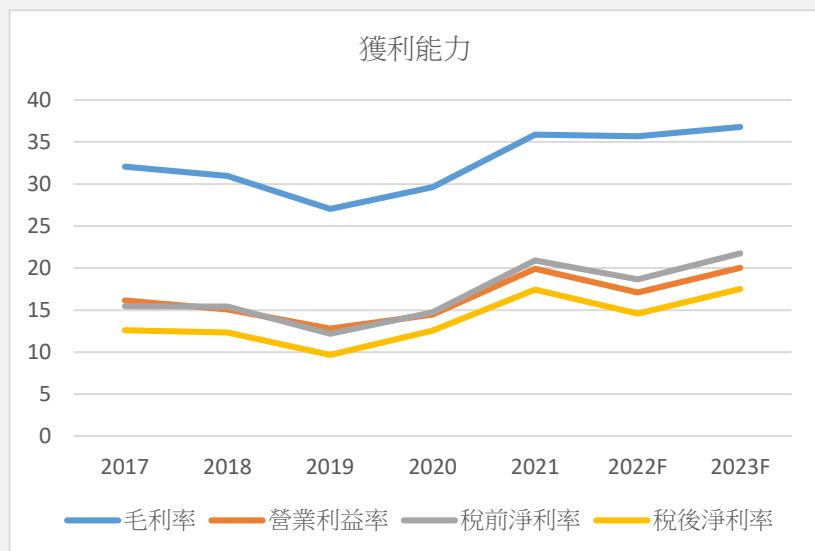
(3587) 閎康 本益比河流圖 - 週線 - Goodinfo!台灣股市資訊網

公司近五年表現，可以得知公司目前處在相對便宜之處。同時可以發現公司 EPS 逐年成長，入手相對穩定。



公司現金流如同教科書般的優等公司表現，持續且穩定的投資資出，並且在營業活動上也能看到實質的獲利。

公開資訊觀測站 (twse.com.tw)



公司獲利能力已在三家競爭公司中名列第一，且可以由圖發現公司獲利能力近期已漸創新高，考量未來半導體業景氣反轉向上時，該獲利表現更是可以期待。

公開資訊觀測站 (twse.com.tw)

