

2023年12月22日

檳傑科達 | 01665.HK
獨特競爭優勢的半導體產業參與者

評級

買入

目標價

HK\$ 1.23

檳傑科達(01665.HK)主要為汽車、半導體、電訊、電子消費品、醫療行業的跨國製造商提供自動化技術及解決方案。2023年首9個月，檳傑科達(01665.HK)實現總收入約5.2億元令吉，其中68.5%及31.5%分別來自於自動化檢測設備(ATE)及工廠自動化解決方案(FAS)業務。

走在正確的賽道之上：檳傑科達(01665.HK)為注重於研發的輕資產企業，公司約七成的員工為研發人員。集團具經驗的管理團隊、科技導向與客製化解決方案的營運模式集團帶來靈活性以應對市場的轉變。2018年，其積極研發3D感測相關的解決方案，而3D感測為當時手機市場重要的升級與催化劑之一。至2020年，得益於ADAS及新能源汽車快速上升的滲透率，汽車行業成為主要的收益來源之一。我們相信檳傑科達(01665.HK)能夠持續遞交強勁的業績並非偶然，管理層的決策與集團的營運模式扮演着非常重的角色，協助集團跑在正確的賽道上。

未來成長動力：醫療業務分部為檳傑科達(01665.HK)訂單重要的組成部份之一，集團亦成功從醫療業務分部建立三個主要收入來源，包括 i) 通過指定及認可分銷商出售機械器材、ii) 為客戶提供工廠自動化解決方案、iii) 製造單用途醫療儀器。此外，檳傑科達(01665.HK)成功進入汽車半導體參與者的全球供應鏈，令集團直接受益於電動車滲透率提升及技術的提升。

預測及估值：我們估計檳傑科達(01665.HK)未來三年收入增長幅度約為16.2% - 23.4%，並估計集團能夠於2025年實現逾10億令吉之總收入。根據我們的預測，本年度檳傑科達(01665.HK)有可能實現約1.4億令吉的淨利潤水平，同比增長6.8%。我們相信折舊及員工成本會短期削弱集團的盈利能力，但在第三期廠房完工後淨利潤率有望回升至~21% - ~22%。我們首次覆蓋檳傑科達(01665.HK)並給予「買入」評級，目標價每股1.23港元，相當於2023年/2024年/2025年12.0x/9.3x/7.7x 預測市盈率。

首次覆蓋報告

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

香港上環德輔道中199號無限極廣場2701-2703室

檳傑科達 (01665.HK)

 評級 買入

 目標價 HK\$ 1.23

 現價 HK\$ 0.98

 52-周波幅 HK\$ 0.70 - 1.17

 市值 (港元, 十億) HK\$ 2.4

令吉, 百萬	2022	2023	2024	2025
	(A)	(E)	(E)	(E)

收入	600.6	698.2	861.7	1,009.8
----	-------	-------	-------	---------

毛利	185.5	209.4	267.4	319.3
----	-------	-------	-------	-------

毛利率	4.9%	7.8%	8.5%	8.2%
-----	------	------	------	------

淨利潤	133.2	142.4	184.2	221.5
-----	-------	-------	-------	-------

股本回報率	19.4%	18.1%	20.2%	20.6%
-------	-------	-------	-------	-------

股價表現	1個月	3個月	半年	一年
------	-----	-----	----	----

絕對值	3.2%	-2.0%	-2.0%	31.3%
-----	------	-------	-------	-------

相對恒指	9.4%	3.9%	11.5%	44.6%
------	------	------	-------	-------



目錄

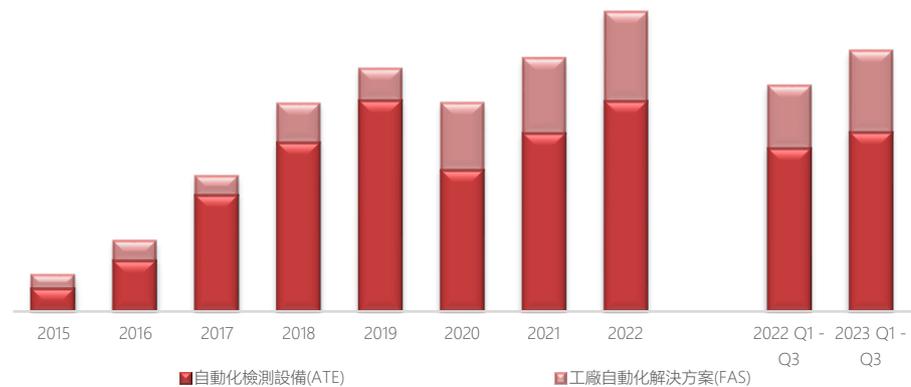
業務概覽	3
自動化檢測設備(ATE)	4
工廠自動化解決方案(FAS)業務	6
生產設施	8
公司背景	10
行業概覽	12
自動化檢測設備(ATE)市場	12
工廠自動化解決方案(FAS)市場	12
投資亮點	14
走在正確的賽道之上	14
橫向與縱向發展	15
未來成長動力	18
控股股東持續增持	18
預測及估值	19
預測	19
估值	20
同業比較	21
風險因素	21
財務報表	22

業務概覽

檳傑科達(01665.HK)主要為汽車、半導體、電訊、電子消費品、醫療行業的跨國製造商提供自動化技術及解決方案。集團成立於馬來西亞，其足跡遍佈美國、中國、日本、新加坡及德國等多個地區，並計劃於印尼及中東成立辦公室。

2023年首9個月，檳傑科達(01665.HK)實現總收入約5.2億元令吉，其中68.5%及31.5%分別來自於自動化檢測設備(ATE)及工廠自動化解決方案(FAS)業務。

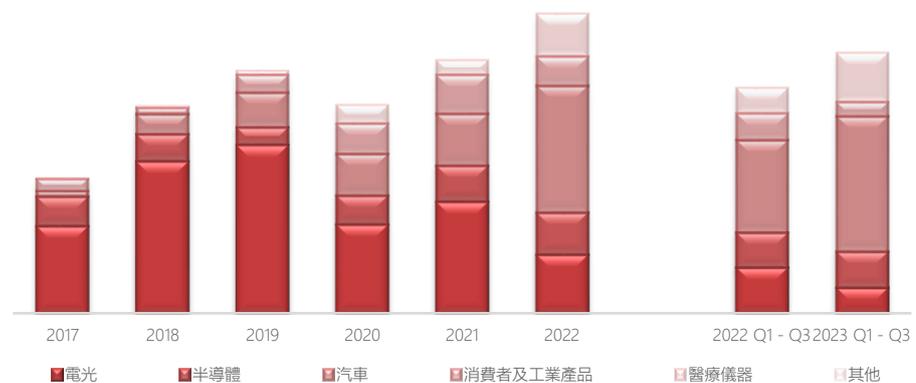
圖：按業務劃分之收入



資料來源：公司資料、西牛證券

2023年首三季，從汽車行業分部產生的收入同比增長46.5%至2.7億元令吉，佔同期總收入約52.0%。期間電光業務分部、消費者及工業產品業務分部仍然疲弱，收入較2022年同期分別下跌44.2%及46.5%。

圖：按客戶行業劃分之收入



資料來源：公司資料、西牛證券

自動化檢測設備(ATE)

自動化檢測設備(ATE)業務一般包含設計、開發及製造標準及非標準自動化設備，例如應用於 i) 智能傳感器、功率模塊和 IC 的半導體電子組件測試設備、ii) 晶圓級器件及模塊老化專利測試設備及 iii) 成品測試之設備。同時，集團的檢測解決方案主要提供於從事汽車、半導體及電訊相關行業的客戶。

■ MEMS 及半導體檢測解決方案

設備	主要用途
檢測解決方案	
離散器件與集成線路	<i>Electrical Test, Functional Test, Open Short Test, Ambient Hot Test and Vision Test, CMOS Image Sensor Test, Electrical Functional Test, Stimulus Test, Vision Inspection, Active Die Inspection, 2D Pad Measurement, 3D Measurement</i>
DBC 基板	<i>High Voltage / Power Test, Ambient Hot Temperature Test</i>
功率元件	<i>Electrical Test, Functional Test, Open Short Test, Ambient Hot Test & Vision Test</i>
功率模組	<i>Lead, Mark and Package Inspection, Stress Test</i>
動作傳感器	<i>Axis Test</i>
自動化視覺檢測解決方案	
<i>Vision Inspection, Laser Marking, Sorting, Cosmetic Inspection, Dimension Inspection, Die Inspection, Package Inspection, Pre-wafer Alignment, Wafer Saw Line Inspection</i>	
設備裝配解決方案	
激光標識	<i>Mark Inspection, Laser Alignment, Wafer Alignment, Package Inspection</i>
激光切割	<i>Dimension Inspection, Vision Alignment</i>
主動對準	<i>Active Alignment, Far Field Test, Light Current-Voltage Sweep Test, Cosmetic Inspection</i>
功率模組	<i>Active Alignment, Cosmetic Inspection, Mark Inspection</i>

資料來源: 公司資料、西牛證券

■ 光學傳感器解決方案

設備	主要用途
檢測解決方案	
結構光傳感器	Far Field Test, Light Current-Voltage Sweep Test, 2D Matrix Inspection, 6-sided AOI
接近傳感器	Light Current-Voltage Sweep Test, Angular & Module Reflectance Test, PD Test
飛行時間傳感器	Far Field Test, Light Current-Voltage Sweep Test, 2D Matrix Inspection
環境光傳感器	Electrical Functional Test, Optical Alignment Test, Light Leakage Test, Sensor Calibration
影像傳感器	Electrical Test, Functional Test
光譜傳感器	Electrical Test, Functional Test
微發光二極體顯示器	DUT Alignment, 2DBC Scanning, Colrimeter Image Test, Electrical Functional Test
光學雷達	Tests for the emitter, optical lenses and receivers
晶圓級 VCSEL	Light Current-Voltage Sweep Test, Near Field Test, Far Field Test, Burn-in Test
繞射式光學元件	Far Field Test, Image Test, Vision Alignment, 2D Matrix Inspection, Laser Beam Transmission

LED 檢測及老化檢測

Bun-in Test of LED products in tile form or wafer form

資料來源: 公司資料、西牛證券

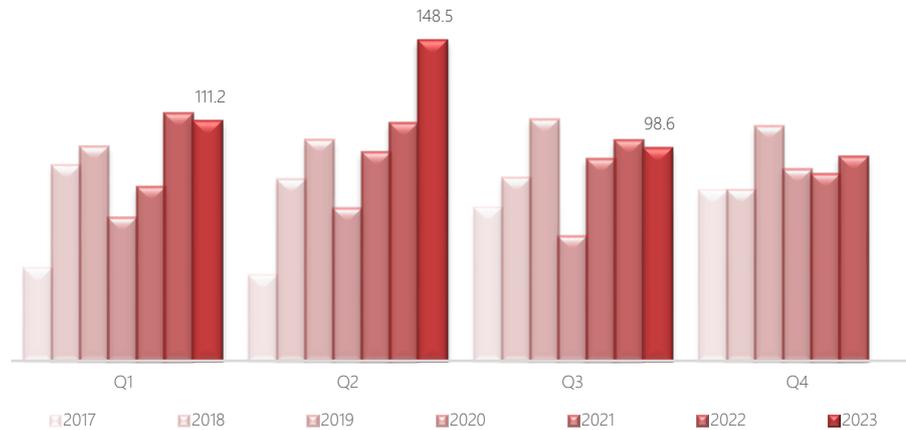
圖: 檳傑科達(01665.HK)提供的自動化檢測設備



資料來源: 公司資料

儘管檳傑科達(01665.HK)的自動化檢測設備(ATE)業務於 2023 年第三季承壓，首 9 個月累計集團在該業務的表現依然亮麗，合計實現 3.6 億元令吉的分部收入，其中汽車分部為主要收入來源。

圖：按季度劃分之自動化檢測設備(ATE)業務收入 (百萬，令吉)



資料來源：公司資料、西牛證券

工廠自動化解決方案(FAS)業務

工廠自動化解決方案(FAS)業務主要包括設計、開發及安裝集成自動化製造解決方案。檳傑科達(01665.HK)透過結合自動化組裝及檢測模組、材料處理設備、機器人技術、自動化檢驗及 MES 來定制製造流程並加以自動化。

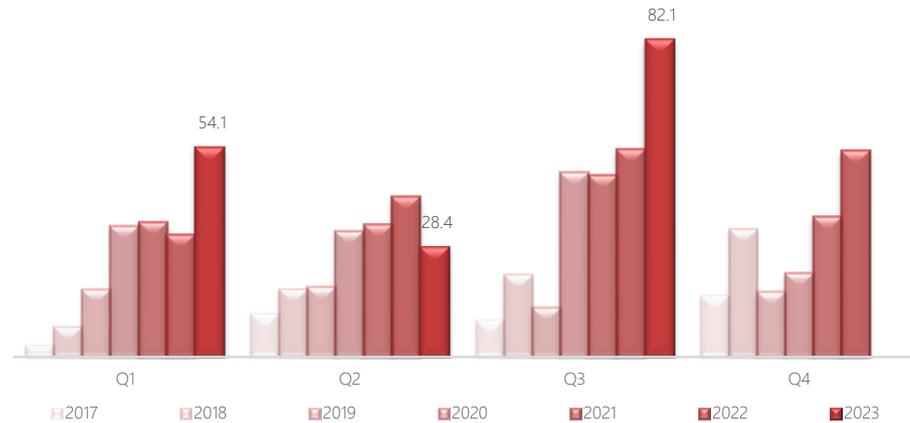
■ 工廠自動化解決方案

解決方案	描述
i-ARMS	集成 FAS 模塊視覺設備、傳感器設備和 RFID 等其他技術組件的各種組合的工廠自動化系統
食品與飲料自動化生產線	自動化瓶裝填充和包裝生產、自動化罐裝填充和包裝生產
自動導引車	
物料處理設備系統	輸送機, 工業起重機
i-Work Bench	
自動換捲包裝機	換捲自動化
醫療器械自動化裝配解決方案	組裝及生產自動化

資料來源：公司資料、西牛證券

2023 年度首三季度，檳傑科達(01665.HK)從工廠自動化解決方案(FAS)業務獲得 1.6 億元令吉的收入，相當於同期總收入 31.5%。受惠於醫療設備分部的貢獻，單計第三季度集團取得 8,207.0 萬元令吉的分部收入，為單季度最佳的成績。

圖：按季度劃分之工廠自動化解決方案(FAS)業務收入 (百萬，令吉)

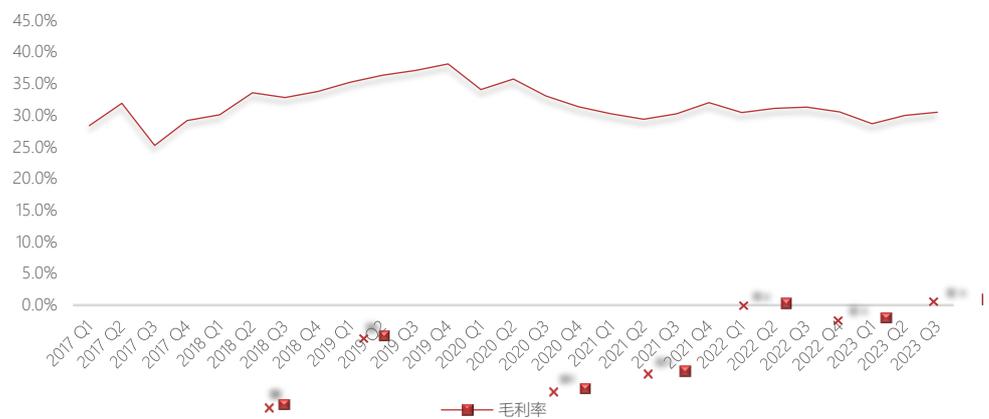


資料來源：公司資料、西牛證券

毛利率

檳傑科達(01665.HK)於 2023 年第三季度實現 30.5% 毛利率，自動化檢測設備(ATE)業務毛利率輕微下滑被毛利率較佳的工廠自動化解決方案(FAS)業務抵銷。此外，2023 年首季度集團毛利率下挫至 28.7%，主要受累於員工薪酬的調升，第二及第三季度毛利率回升顯示員工成本的上升已逐漸被業務成長所吸收。

圖：檳傑科達(01665.HK)季度毛利率



資料來源：公司資料、西牛證券

生產設施

檳傑科達(01665.HK)的總部及廠房位於馬來西亞檳城，集團亦正積極建設建築面積約 72 萬平方呎的第三座廠房。新廠房主要用於支持工廠自動化解決方案(FAS)業務及醫療設備相關分部，廠房第一期建設預期於 2023 年內完成，而第二期則預期於 2024 年上半年完成。

圖：檳傑科達(01665.HK)的生產設施

	總部	第二廠房	第三廠房 (預計)
建築面積	140,310 平方呎	97,033 平方呎	720,000 sq. ft.
位置	檳城峇六拜	檳城峇都交灣	檳城峇都交灣
用途	原型設計、小容量到大容量的機器生產	機器製造和設備合同製造	支持工廠自動化解決方案(FAS)業務及醫療設備領域

資料來源：公司資料、西牛證券

圖：位於檳城峇六拜的總部



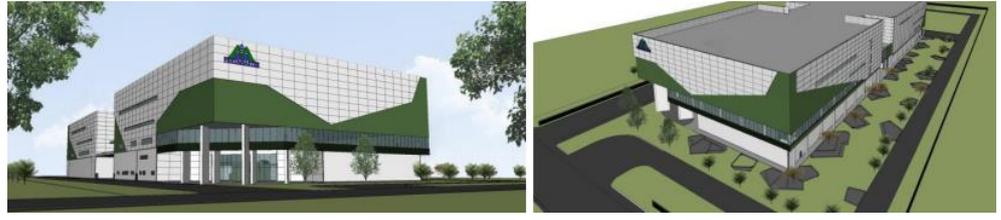
資料來源：公司資料

圖：位於檳城峇都交灣的第二廠房



資料來源：公司資料

圖: (預計)位於檳城峇都交灣的第三廠房



資料來源: 公司資料

公司背景

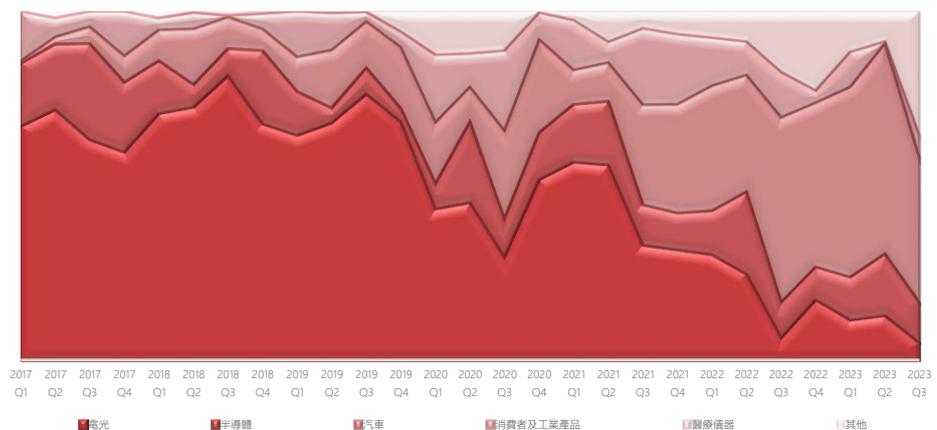
Chuah Choon Bin 先生與 Tan Boon Teik 先生共同於 1995 年創立 Pentamaster Technology，而現時檳傑科達(01665.HK)控股股東 Pentamaster Corporation Berhad (PCB) (PENT.MK)則於 2004 年在馬來西亞證交所主板上市。作為核心業務 - 自動化設備的延伸，Pentamaster Instrumentation 與 Pentamaster Equipment 分別於 2003 年及 2006 年成立，並分別開拓自動化檢測設備及高精度製造設備業務。

考慮到 i) 較清晰的業務分工及營運、ii) 企業形象及商譽提升、iii) 取得國際資本的渠道，檳傑科達(01665.HK)於 2018 年於香港獨立上市，作價每股 1.0 港元，當時估值約為 16 億港元。對比馬來西亞，香港股票市場擁有 i) 較大的市場深度、ii) 取得國際資本的渠道、iii) 毗鄰中國的優勢，因此當時集團選擇於香港進行融資上市。

上市後檳傑科達(01665.HK)的業務取得良好的進展，其於 2019 年收購從事一次性醫療儀器裝配和測試自動化設備設計及生產的 TP Concept，讓集團進一步分散業務至醫療設備分部。集團於 2020 年進一步成立 MediQ 進軍製造單用途醫療儀器市場，包括靜脈吻合器及雙安全注射筆專用針。

2021 年集團於中國及日本成立辦公室，擴展其於亞太地區的足跡，並積極發展汽車分部的業務，包括 i) SiC 及 GaN 等前沿試劑及 ii) 涵蓋電源管理集成電路(如 IGBT、直流/交流轉換器等)的後端解決方案。至 2023 年，晶圓級老化測試儀及混合動力電池組功率模塊的後端組裝及測試解決方案為汽車分部的主要增長動力。

圖：按客戶行業劃分之貢獻轉變



資料來源：公司資料、西牛證券

行業概覽

自動化檢測設備(ATE)市場

自動化檢測設備(ATE)泛指通過電腦自動化系統及設備檢測電子零件、電子設備及相關系統的功能性、性能、質量及可承受壓力等，該市場的成長要素包括 i) 採納第三方解決方案有效減少投入成本及時間、ii) 通過自動化檢測設備能夠改善產品性能、iii) 電子器材應用提升、iv) 產品設計與結構愈趨複雜。根據市場報告所指，2022 年自動化檢測設備(ATE)市場規模約為 70 – 80 億美元，預期複合增長率約為 5% - 6%，來自於汽車、醫療相關的需求增長預期較其他行業為快。

自動化檢測設備(ATE)市場主要分為四大類別，包括記憶體自動化檢測設備、非記憶體自動化檢測設備、分立自動化檢測設備及檢測處理器，其中非記憶體自動化檢測設備佔比最大，而積傑科達(01665.HK)則專注於非記憶體自動化檢測設備及檢測處理器。此外，自動化檢測設備(ATE)市場較為分散，Chroma (2360.TW)、Aeroflex、Astronics、Advantest (6857.JP)、Teradyne (TER.US)、Cohu (COHU.US)、STAr Technologies 和 Tesec (6337.JP)為主要市場參與者。而目前限制市場成長的因素主要包含 i) 研發成本高昂、ii) 高端設備價格昂貴、iii) 日漸高企的薪酬成本。

工廠自動化解決方案(FAS)市場

工業自動化市場可以分為流程自動化及工廠自動化兩大類別，前者專注於把原材料製作為成品的過程，一般採用不同的傳感器監測及管理工廠生產流程；後者則着重於通過電腦自動化加入生產過程進行自動化操作。

工廠自動化可進一步細分為剛性自動化、可程式自動化及柔性自動化三種，三者均旨於在生產過程及機械操作上減少人力資源投入，以優化成本、效率及精準度。剛性自動化主要應用於大量生產單一產品，設備不能夠作出任何改變以進行其他操作；可程式自動化與柔性自動化中的設備均可作出調整，前者對硬件調整的要求相對較高。

根據市場報告，工業自動化市場複合增長率預期為 8% - 9%，主要受惠於 i) 工人成本上升、ii) 工業 4.0 成為趨勢、iii) 機械設備滲透率提升及 iv) 地方政府支持等多項因素。

按部件劃分，市場可以分為傳感器、控制器、開關和繼電器、工業機械等不同細分領域，其中工業機械在廣泛採用的帶動下預期增長較快。此外，受惠於 i) 視覺系統及傳感器應用提升、ii) 應用於車身組裝的機械需求增長，汽車行業對工廠自動化的需求保持強勁。然而，目前市場仍然面對一定的挑戰，主要包括 i) 購買、安裝及維護自動化機械的資本開支高昂、ii) 操作機械的技術人員短缺。

工業自動化市場同樣較為分散，Siemens (SIE.GR)、ABB (ABBN.SW)、Schneider (SCHN.FR)、Rockwell Automation (ROK.US)、Fanuc (6954.JP)、Mitsubishi Electric (6503.JP) 為市場主流的參與者。

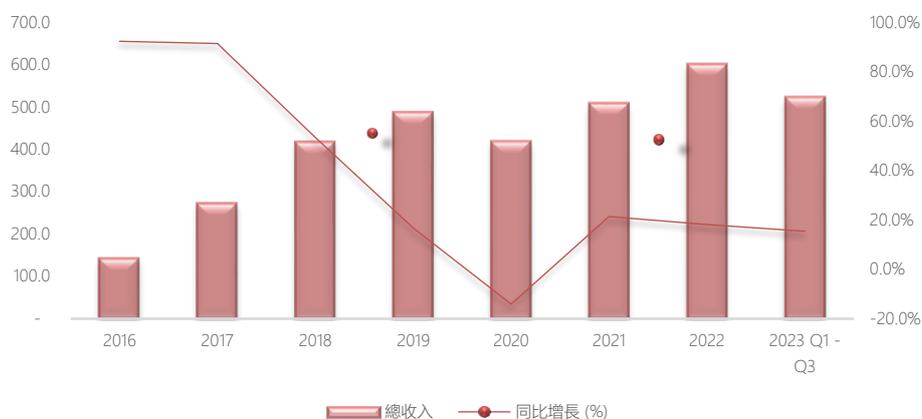
投資亮點

走在正確的賽道之上

■ 強勁的業績表現

檳傑科達(01665.HK)於 2022 年實現約 6.0 億元令吉的收入，2016 年 – 2022 年複合增長率相當於 27.2%，而 2023 年首三季度，集團總收入同比進一步成長約 15.4%至 5.2 億元令吉。

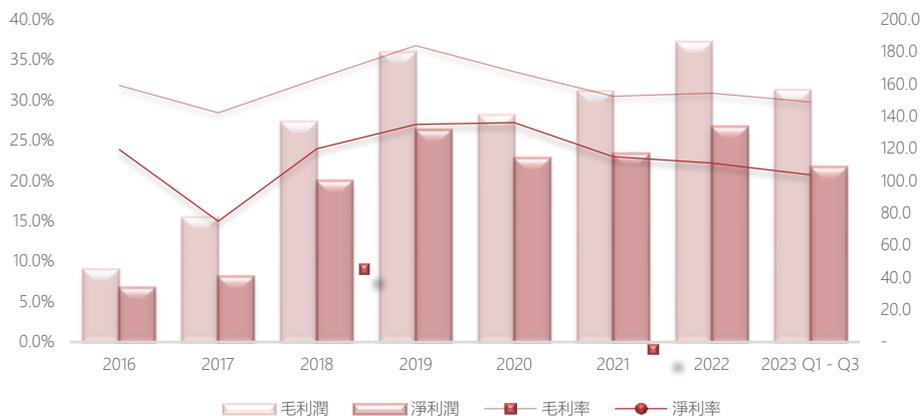
圖：檳傑科達(01665.HK)總收入(令吉, 百萬)及同比增長率



資料來源：公司資料、西牛證券

得益於高准入門檻的客製化解決方案，檳傑科達(01665.HK)能夠在整個半導體周期當中保持較為穩定的利潤率，而 2023 年第三季度為集團連續第十一個季度保持約 30%的毛利水平。

圖：檳傑科達(01665.HK)利潤(令吉, 百萬)及毛利率



資料來源：公司資料、西牛證券

■ 正確的方向是穩定成長的關鍵

檳傑科達(01665.HK)為注重於研發的輕資產企業，公司約七成的員工為研發人員。集團具經驗的管理團隊，科技導向與客製化解決方案的營運模式集團帶來靈活性以應對市場的轉變。

2018年，電光分部為檳傑科達(01665.HK)核心的業務，集團提供一系列的手機相關的解決方案予手機產業鏈的參與者，同時積極研發3D感測相關的解決方案，而3D感測為當時手機市場重要的升級與催化劑之一。惟受到新冠疫情與手機市場轉向拖累，2020年為集團較為失色的一年。

上方提及，靈活的業務模式為集團提供基礎以即時應對市場轉變，舒緩手機市場增速放緩帶來的負面影響。汽車分部自2018年起錄得令人滿意的成長，其於2020年為集團帶來相當理想的成績，彌補同年手機業務分部帶來的逆風。特別是得益於ADAS及新能源汽車快速上升的滲透率，汽車行業成為主要的收入來源之一。

我們相信檳傑科達(01665.HK)能夠持續遞交強勁的業績並非偶然，管理層的決策與集團的營運模式扮演着非常重要的角色，協助集團跑在正確的賽道上。

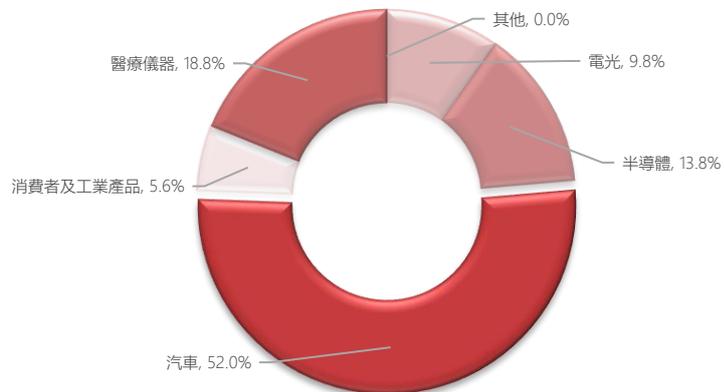
橫向與縱向發展

■ 擴闊業務廣度

檳傑科達(01665.HK)在上市期間相當依賴手機客戶，電光業務佔2017年/2018年/2019年總收入約64.2%/73.0%/69.3%。「得益」於手機產業受挫，檳傑科達(01665.HK)有效地降低業務集中度，並乘勢開拓包括汽車及醫療業務在內的其他產業市場。

集團目前的業務組合相對分散，汽車產業貢獻其接近一半的總收入，降低集團對下游產業波動的敏感度。

圖: 2023 年前三季度按客戶產業劃分之收入佔比



資料來源: 公司資料、西牛證券

■ 擴闊客戶基礎

由於手機及周邊產業的貢獻佔比高企，2020 年前檳傑科達(01665.HK)的客戶集中度相對偏高，特別是一家提供傳感器解決方案且位於瑞士證券交易所上市的企業及一家銷售手機與耳機等電子產品的美國企業。

受惠於業務集中度持續分散，集團同時亦成功擴大客戶基礎，2022 年度集團首五大客戶佔比下降至 41.9%。根據我們與集團的溝通，汽車產業鏈中大部份與晶圓相關的參與者均為集團的客戶。

圖: 最大客戶、第二大至第五大客戶佔比



資料來源: 公司資料、西牛證券

■ 擴大產品組合

在擴闊業務廣度後，檳傑科達(01665.HK)一般通過擴大產品組合以進一步滲透市場。

在香港上市前，檳傑科達(01665.HK)主力為電光分部與消費電子分提供有關於光傳感器、近距傳感器、麥克風、陀螺儀及加速度計等多款檢測解決方案。受惠於 iPhone 提供的 3D 面部識別功能，令 3D 感測成為手機市場中一個重要的升級，給予集團機會擴闊產品組合，提供有關於 VCSEL、3D 結構光、3D 飛行時間的檢測解決方案，如 ZETA 及 TROOPER。

在汽車分部方面，檳傑科達(01665.HK)於 2019 年主力交付用於 MLCC、IGBT、汽車電源管理和功率器件的測試處理設備。集團在翌年進一步擴大對 IGBT 的滲透並提供涵蓋從組裝到最終檢驗及測試的端到端解決方案，同時集團通過掌握涵蓋基於 SiC 及 GaN 複合動力模組的技術能力進一步滲透市場。2021 年，集團開發並交付 SiC 晶圓預燒系統，而其 SiC 晶圓級老化測試儀及其混合動力電池組功率模塊的後端組裝及測試解決方案則在 2023 年上半年取得相當理想的成績。

在醫療產品方面，檳傑科達(01665.HK)於 2019 年收購從事一次性醫療儀器裝配和測試自動化設備設計及生產的 TP Concept，是集團發拓醫療設備市場重要的一年。集團期後成立 MediQ 進軍製造單用途醫療儀器，同時投資生產線設備以生產包括靜脈吻合器及雙安全注射筆專用針在內的單用途醫療儀器，旨於以 OEM 及 ODM 形式開發及生產一次性醫療設備。

未來成長動力

■ 高速成長的醫療業務分部

醫療業務分部分別佔檳傑科達(01665.HK)於 2023 年第三季及 2023 年首三季 35.4%與 18.8%的總收入。根據最新的電話會議所指，醫療業務分部為未來訂單的重要組成部份之一。特別是集團成功從醫療業務分部建立三個主要收入來源，包括 i) 在 2019 年收購 TP Concept 後通過指定及認可分銷商向醫療機構及醫院出售機械器材、ii) 為客戶提供工廠自動化解決方案，其中一名主要客戶有可能進一步擴張並給予集團更多訂單、iii) 製造單用途醫療儀器，而目前處於起步階段該業務貢獻相對偏低。

■ 汽車業務分部的增長潛力

2023 年第三季，汽車業務分部佔檳傑科達(01665.HK)約 52.0%的總收入。截至 2023 年第三季，汽車業務分部及醫療業務分部的訂單合共佔據總訂單約七成的水平，為集團未來的重要成長動力。

作為電動車零部件測試設備的供應商，檳傑科達(01665.HK)成功進入汽車半導體參與者的全球供應鏈，令集團直接受益於電動車滲透率提升及技術的提升。更重要的是，集團擴大其產品組合至 SiC 相關測試設備，令其成為全球主要 SiC 晶圓預燒系統的設備提供商之一。截至 2023 年第三季，汽車業務分部當中約四成的收入來自於前端晶圓測試設備，其餘的主要來自於後端組裝、模塊及測試解決方案。

控股股東持續增持

檳傑科達(01665.HK)控股股東 Pentamaster Corporation Berhad (PCB) (PENT.MK)自 2023 年 11 月起多次增持於二級市場集團股份，顯示其對集團發展的信心。截至 2023 年 12 月 19 日，PCB 經已從二級市場(淨)買入 623.2 萬股股份，相當於已經發行股本約 0.3%，持股比例提升至 64.2%。

預測及估值

預測

■ 收入

我們估計檳傑科達(01665.HK)未來三年收入增長幅度約為 16.2% - 23.4%，並估計集團能夠於 2025 年實現逾 10 億令吉之總收入。成長動力主要來自於 i) 電動車滲透率增加、技術提升帶動的強勁需求、ii) 開拓醫療相關業務。但我們認為手機市場目前屬於小幅反彈，並非真正的恢復，因此很可能將繼續拖累集團的表現。

■ 毛利

我們預期集團的整體毛利率將維持平穩，主要是由於集團的定價策略所致。集團的產品方案組合是目前導致毛利率變動的主要原因，而我們不認為短期內會產生重大的不利因素導致利潤率大幅下滑。

■ 淨利潤

根據我們的預測，本年度檳傑科達(01665.HK)有可能實現約 1.4 億令吉的淨利潤水平，同比增長 6.8%。我們相信折舊及員工成本會短期削弱集團的盈利能力，但在第三廠房完工後淨利潤率有望回升至~21% - ~22%。

估值

我們採用折現現金流的估值模型及市盈率估值模型進行估值。我們首次覆蓋檳傑科達 (01665.HK) 並給予「買入」評級，目標價每股 1.23 港元，相當於 2023 年/2024 年/2025 年 12.0x/9.3x/7.7x 預測市盈率。

■ 折現現金流估值模型

我們對檳傑科達(01665.HK)的展望預期及集團高管的能力感到正面，因此我們預期集團將會錄得雙位數的收入成長，並認為集團的盈利能力在攤分固定成本後得到提升。然而，我們採用一個保守的風險溢價進行折現，主要因為 i) 較高的無風險利率、ii) 股份與香港股市的交投量偏低、iii) 香港股票市場負面情緒濃厚。我們認為投資者給予香港股市的估值與地區性風險是限制股份價格反映集團價值的核心因素。同時，宏觀環境的不確定性、汽車產業參與者釋出的負面訊號同為我們的關注之一。通過折現現金流模型估值並以下表作為主要假設，我們認為集團的公平值約為每股 1.17 港元。

圖：估值假設

折現現金流	23.4 億	長期債務權益比率	0.0%
終值	20.8 億	BETA	0.5
折現終值	13.8 億	長期無風險利率	4.0%
		風險溢價	10.8%
		長期股權成本	14.8%
		長期債務成本	0.0%
		長期債務成本(稅後)	0.0%
		WACC	14.8%
		長期增長率	5.0%

資料來源：西牛證券

■ 市盈率估值

我們給予檳傑科達(01665.HK)~10x 市盈率並認為其合理價值約為每股 1.28 港元。我們給予的市盈率較同業為低主要由於 i) 偏低的成交量、ii) 投資者給予香港股票市場較低的估值、iii) 集團規模較小、iv) 歷史記錄。

同業比較

		市值	市盈率	預測市盈率	市賬率	市銷率	總收入	毛利率	股本回報率
		(港元, 百萬)	(x)	(x)	(x)	(x)	(港元, 百萬)	(%)	(%)
00522.HK	ASM 太平洋科技	31,274.4	20.6	23.7	2.0	1.9	19,363.5	41.1	9.7
COHU.US	科休	12,780.5	29.7	29.0	3.2	2.4	6,364.5	47.2	5.7
ROK.US	洛克威爾	272,927.2	22.6	23.8	9.8	3.9	70,931.9	41.0	44.0
TER.US	泰瑞達	125,474.0	34.2	31.6	6.6	6.0	24,706.0	59.2	21.5
2360.TW	致茂電子	21,886.4	21.6	16.2	4.1	4.4	5,799.9	51.5	19.2
6337.JP	Tesec	748.0	7.9	-	1.0	1.5	506.9	46.8	13.1
6503.JP	三菱	232,510.9	16.2	15.4	1.2	0.8	290,122.0	28.1	8.0
6857.JP	愛德萬測試	205,522.9	42.8	47.8	9.1	7.2	32,480.7	57.0	22.9
6954.JP	發那科	222,916.1	26.0	30.6	2.3	4.7	49,397.7	38.2	9.1
300604.CH	長川科技	28,298.2	184.8	37.2	9.1	12.4	3,000.2	56.7	5.5
688001.CH	華興源創	16,142.7	68.0	-	3.8	7.4	2,701.5	52.1	5.7
SCHN.FR	Schneider	193,717.6	27.4	24.9	4.9	1.8	93,090.9	69.9	18.3
ABBN.SW	ABB	634,109.4	20.2	19.5	6.1	2.5	230,580.9	33.0	31.6
SIE.GR	西門子	1,113,800.0	16.2	15.1	2.7	1.6	650,354.2	38.1	16.4
GTB.MK	東益電子	1,848.6	34.6	43.4	3.6	7.8	320.8	42.1	10.6
VITRO.MK	VitroX	11,368.9	44.7	31.7	7.5	11.0	1,336.8	-	20.1
	平均值	195,332.9	38.6	27.8	4.8	4.8	92,566.2	46.8	16.3
01665.HK	檳傑科達	2,280.0	9.3	9.1	1.7	2.0	1,070.1	30.9	19.1

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- 投資者給予香港市場(尤其是中小型企業)較低的估值
- 電動車需求下降
- 失去來自於醫療產業重要客戶的訂單
- 對於研發人員的競爭激烈
- 手機與消費電子產品需求低於預期

財務報表

損益表					資產負債表				
(令吉, 百萬)	2022 (A)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)	(令吉, 百萬)	2022 (A)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)
總收入	600.6	698.2	861.7	1,009.8	固定資產	134.6	247.8	365.7	418.8
<i>按年增長</i>	<i>18.2%</i>	<i>16.2%</i>	<i>23.4%</i>	<i>17.2%</i>	其他非流動資產	95.5	104.1	106.1	106.2
直接成本	(415.1)	(488.7)	(594.3)	(690.4)	非流動資產	230.2	351.9	471.9	525.0
毛利	185.5	209.4	267.4	319.3	庫存	170.9	177.2	182.9	190.3
其他收入	11.4	5.1	5.9	6.9	應收款項	237.9	206.6	233.6	273.2
經營開支	(60.4)	(68.9)	(83.4)	(95.9)	現金及現金等物	328.6	394.6	462.5	603.5
經營溢利	136.5	145.7	189.9	230.3	其他流動資產	34.0	37.3	35.9	36.2
淨財務成本	(0.1)	-	-	-	流動資產	771.5	815.6	914.8	1,103.1
聯營及合營公司	(1.6)	0.1	-	-	總資產	1,001.7	1,167.5	1,386.7	1,628.2
稅前利潤	134.8	145.8	189.9	230.3	長期借貸	-	-	-	-
稅項	(1.5)	(3.4)	(5.7)	(8.9)	其他非流動負債	3.8	4.6	4.6	4.6
淨利潤	133.3	142.4	184.2	221.5	非流動負債	3.8	4.6	4.6	4.6
<i>按年增長</i>	<i>14.2%</i>	<i>6.8%</i>	<i>29.4%</i>	<i>20.2%</i>	應付款項	121.5	129.4	147.5	154.6
					短期借貸	-	-	-	-
					其他流動負債	139.7	195.9	250.9	303.2
					流動負債	261.2	325.3	398.4	457.8
					總負債	264.9	329.9	403.0	462.4
					非控股股東權益	-	-	-	-
					控股股東權益	736.7	837.6	983.7	1,165.8
					總權益	736.7	837.6	983.7	1,165.8

現金流量表

(令吉, 百萬)	2022 (A)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)	財務比率				
					2022 (A)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)	
稅前溢利	134.8	145.8	189.9	230.3	毛利率	30.9%	30.0%	31.0%	31.6%
財務成本	0.1	-	-	-	經營溢利率	22.7%	20.9%	22.0%	22.8%
財務收入	(5.2)	(4.9)	(5.9)	(6.9)	淨利潤率	22.2%	20.4%	21.4%	21.9%
折舊及攤銷	8.4	17.9	37.5	51.8	股本回報比率	19.4%	18.1%	20.2%	20.6%
其他	4.3	5.6	6.0	4.4	資產回報比率	14.6%	13.1%	14.4%	14.7%
營運資金變動	(82.4)	65.6	20.6	(11.9)	流動比率	295.4%	250.7%	229.6%	241.0%
經營現金流	59.9	230.0	248.1	267.7	速動比率	218.4%	196.2%	183.7%	199.4%
					現金比率	125.8%	121.3%	116.1%	131.8%
淨資本開支	(44.6)	(136.1)	(157.6)	(105.1)	債務權益比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	5.4	4.8	5.9	6.9	淨債務權益比率	-44.6%	-47.1%	-47.0%	-51.8%
投資現金流	(39.2)	(131.3)	(151.7)	(98.2)	庫存周轉天數	106.8	130.0	110.6	98.6
					應收款項周轉天數	122.1	116.2	93.2	91.6
股份發行	-	-	-	-	應付款項周轉天數	87.5	93.7	85.0	79.9
淨借貸	(2.6)	-	-	-					
利息支出	-	-	-	-					
股息支出	(26.9)	(27.1)	(28.5)	(28.5)					
其他	(13.9)	(5.7)	-	-					
融資現金流	(43.3)	(32.8)	(28.5)	(28.5)					
股本自由現金流	12.8	93.9	90.5	162.6					
公司自由現金流	15.4	93.9	90.5	162.6					

資料來源: 公司資料、西牛證券

西牛證券是香港一家主要服務香港上市公司的券商，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式: Bloomberg、factset.com、Capital IQ、Refinitiv、Wind、Choice、慧博投研資訊及同花順。

西牛證券評級:

強烈買入	: 未來12個月絕對增長超過50%
買入	: 未來12個月絕對增長超過10%
持有	: 未來12個月絕對回報在-10%至+10%
沽售	: 未來12個月絕對下降超過10%
強烈沽售	: 未來12個月絕對下降超過50%

投資者應在閱讀本報告時假設西牛證券正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

分析員聲明: 本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

免責聲明:

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由西牛證券有限公司(簡稱為“西牛證券”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是西牛證券或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時西牛證券發佈，且可在不通知前提下予以變更。西牛證券或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。西牛證券和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票; (2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係; 和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由西牛證券發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫西牛證券在其當地所設立之分支機構。

西牛證券有限公司版權所有©。保留所有權利。