



〔投資研究報告〕

2026/7/23

閎康：CPO 檢測開始變現

目錄

- 一、設備催化提前兌現，商業驗證正式開始
- 二、CPO 需求前置，2026 至 2027 年已是收穫期
- 三、2 奈米與 CPO 形成能力共振，資本門檻同時抬高
- 四、獲利修復成立，股本稀釋重寫估值

首套平台提前落地， 真正勝負轉向設備利用率與稀釋後 EPS

2026/7/23 新光投顧

閎康原訂 8 月前完成的首套矽光子晶圓與晶片分析驗證設備，已於 7 月 13 日完成建置並正式提供光電量測與失效分析服務。設備落地的二元風險消除，下一階段由接案量、平均單價、設備利用率與毛利率決定。8 月已失去「首次設備到位」的事件價值。

矽光子已形成實質收入。2025 年十大相關客戶貢獻 1.91 億元，占全年營收 55.45 億元約 3.44%；2026 年第一季相關業務年增 85%，遠高於公司營收 15.03% 的增速，並由公司列為主要成長引擎。CPO 對閎康的財務屬性已由遠期選擇權轉為小基期、高成長的現有業務。

檢測收入將早於 CPO 量產。2026 至 2027 年的材料選型、失效定位、良率改善與架構修改，均會產生高客製化 MA / FA 需求；2028 至 2030 年的規模量產則擴張可靠度與模組級檢測量。研發驗證期可能具有較高單價，量產期提供較大案件量，兩段需求共同構成收入曲線。

2 奈米與 CPO 共享部分高階分析設備、工程能力與客戶群。TEM、SIMS、FIB 及失效分析能力可同時支援 GAA 結構與矽光子異質整合，新光學平台進一步補足光訊號定位。設備、資料庫、工程師經驗與跨工具整合形成資本門檻；利用率不足時，同一批投資也會轉化為折舊壓力。

估值需要全面改採稀釋後口徑。固定股利總額 3.0167 億元下，每股股利由 4.5 元調整為 4.2083 元，反映流通股數約由 6,704 萬股增加至 7,168 萬股，增幅 6.93%。以相同淨利機械調整，原法人 EPS 12.48 至 12.72 元約降至 11.67 至 11.90 元；7 月 22 日收盤價 255.5 元對應前瞻本益比 21.5 至 21.9 倍。

部位定調維持基本面偏多、事件面中性。矽光子設備消息已經落地，設備題材缺乏新的追價依據；第二季毛利率、矽光子營收增速及第四季 200G / Lane 平台進度，才是下一輪重估條件。

目錄

- 一、設備催化提前兌現，商業驗證正式開始
- 二、CPO 需求前置，2026 至 2027 年已是收穫期
- 三、2 奈米與 CPO 形成能力共振，資本門檻同時抬高
- 四、獲利修復成立，股本稀釋重寫估值

一、設備催化提前兌現，商業驗證正式開始

閏康 6 月 18 日原規畫首套設備於 8 月前完成，第四季前導入 200G / Lane 頻率域測試設備，2027 年第二季前完成 CPO 封裝模組檢測平台。7 月 13 日公司官網已宣布第一階段建置完成，正式提供自動化光電量測、晶圓級缺陷定位與材料根因分析。

三階段能力仍有清楚差距：

時程	平台能力	財務含義
2026 年 7 月完成	晶圓 / 晶片光電量測、OFA 與材料分析	開始承接 PIC 與光元件研發驗證
2026 年第 4 季前	200G / Lane 頻率域、RF 及阻抗匹配	切入高速光電元件動態測試
2027 年第 2 季前	CPO 封裝模組級平台	擴張至光電共封裝整體驗證

第一階段完成只消除建置時程風險。200G / Lane 涉及更高頻率響應、射頻干擾、校正與阻抗匹配；模組級測試還需處理光、電、熱與封裝介面的交互失效。後兩階段的資本強度、設備相容性與人員訓練要求均高於單純光學失效定位。

公司尚未揭露 CPO 三階段各自的資本支出與折舊金額。經濟部另核准閏康在七處實驗室投資約 7 億元，投入 AI 檢測、數據管理與自動化設備；該計畫涵蓋整體實驗室升級，不能全部歸入 CPO。

設備落地後的定價主錨依序為：

1. 接案量是否隨平台啟用增加；
2. 高階案件占比能否推升毛利率；

3. 第四季 200G / Lane 設備是否準時完成；
4. 新增折舊能否由營收增量吸收。

「設備完成」已成為歷史資訊。缺少接單、利用率或獲利率改善的反彈，事件資訊含量偏低；將所有反彈直接定義為誘多，同樣超出現有證據

二、CPO 需求前置，2026 至 2027 年已是收穫期

矽光子與 CPO 仍處密集研發驗證期，正是 MA / FA 需求最分散、架構最不標準化的階段。公司指出，異質整合與新型態缺陷正在提高高階材料分析及失效分析需求，並有望承接更多高客製化、高單價案件。

閎康的收入週期可分成三段：

階段	主要工作	收入特性
研發驗證	材料選型、結構分析、失效定位	高單價、低批量、波動較高
工程導入	良率改善、製程窗口、可靠度驗證	案件增加、重複送樣提高
規模量產	批次異常、供應商驗證、模組抽測	量體放大、服務逐步標準化

2026 年第一季矽光子業務年增 85%，證明研發期需求已經進入損益表。85% 的增長不能線性外推，低基期及專案認列會造成季度波動；較具判別力的指標是相關業務能否連續維持 50% 以上成長，並把營收占比由 3.44% 推升至 5% 以上。

公司預估矽光子大規模量產落在 2028 至 2030 年，相關營收未來三年具翻倍潛力。若 2025 年的 1.91 億元在三年內翻倍至約 3.8 億元，以公司整體雙位數成長推算，占比可能提高至 5% 至 6%，尚未自然跨入兩位數；要達成兩位數占比，需要增速高於公司所稱的三年翻倍。

因此，矽光子的正確定性為：**已開始變現的高增長業務，短期仍不足以單獨主導公司 EPS。**

三、2 奈米與 CPO 形成能力共振，資本門檻同時抬高

2 奈米 GAA 與矽光子共用部分材料分析及失效定位能力。GAA 需要觀察閘極結構、材料介面、晶格缺陷與摻雜分布；矽光子則需分析波導、耦合器、矽鍺介面、光損失及材料根因。閎康既有 TEM、SIMS、FIB 與 FA 能力，可支援兩條產品線。

共振來源包含三項：

- **設備共用：** 高階材料分析設備可跨先進邏輯、光電元件與封裝案件使用。
- **客戶共用：** 晶圓代工、IC 設計、封裝與光元件客戶存在交集。
- **資料共用：** 製程缺陷資料庫與工程師經驗可縮短新案件分析時間。

這套共振提高競爭者的進入成本，尚不足以直接推導寡占。宜特、汎銓及國際實驗室仍可投資設備與人才；閎康的護城河需要以設備利用率、交付速度、重複送樣率與毛利率持續驗證。

架構變更對檢測業務具有雙向作用。新設計、材料更換與訊號問題可增加 FA / MA 急單；平台延期或 CPO 資本支出削減則會推遲模組級收入。短期案件增加與長期終端利用率下降可能同時發生。

判別重點落在客戶是否繼續投入下一代光互連研發。架構修改後，送樣頻率上升、檢測營收加速，屬正面；研發預算縮減、第四季設備遞延，則代表需求基礎弱化。

四、獲利修復成立，股本稀釋重寫估值

閎康 2024 年 EPS 為 10.39 元，2025 年降至 6.10 元；2026 年第一季 EPS 回升至 2.24 元。第一季營收 14.24 億元、毛利率 30.89%、營業利益率 12.70%，第二季營收 16.44 億元創高，上半年營收 30.68 億元、年增 17.47%。

法人預估 2026 年 EPS 約 12.48 至 12.72 元，相較 2025 年呈現翻倍；相較 2024 年只增加 20%至 22%，兩年年複合成長率約 10%。市場真正交易的是毛

利率由 2025 年的 28.51%修復至 32%附近，以及高階 MA / FA 案件對產品組合的改善。

已發生的 6.93%股本增加

公司固定配發現金股利 3.0167 億元，原每股 4.5 元，調整後每股 4.20831878 元。由股利總額反推，流通股數約由 6,704 萬股增至 7,168 萬股，增加約 465 萬股、增幅 6.93%。公司公告將原因歸於現金增資與可轉債轉換。

現金增資總股數為 187.5 萬股，每股 160 元；其中員工認購 18.75 萬股、公開承銷 18.75 萬股，其餘由原股東認購。187.5 萬股是全部現增規模，非公開申購股數。

股數增加約 465 萬股扣除現增 187.5 萬股後，約 277 萬股來自可轉債轉換，此為股利數字反推值。公司 5 月公告的其中一批轉換為 45.68 萬股，其餘轉換分批發生。

稀釋後估值壓力測試

以下假設淨利預估不變，且原法人 EPS 使用增資前股數；若個別法人已使用更新後加權平均股數，不應再次扣減。

估值口徑	EPS 區間	255.5 元本益比
原法人預估	12.48~12.72 元	20.1~20.5 倍
納入已發生 6.93%稀釋	11.67 ~ 11.90 元	21.5 ~ 21.9 倍
再假設私募 500 萬股全數發行	10.91 ~ 11.12 元	23.0 ~ 23.4 倍

公司已取得一年內私募不超過 500 萬股的授權，約相當於目前股數 7%。私募尚未執行，屬潛在稀釋；已發生的現增及可轉債轉換必須納入基準估值。近四季 EPS 為 7.51 元，以 255.5 元計算歷史本益比約 34 倍。市場已在交易 2026 年獲利修復，股價缺乏低基期保護。

估值情境

情境	稀釋後 EPS	合理倍數	價格區間	必要條件
保守	10.5 ~ 11.0 元	18 ~ 20 倍	189 ~ 220 元	毛利率停在 31%以下、折舊增加
基準	11.7 ~ 11.9 元	21 ~ 23 倍	246 ~ 274 元	營收雙位數成長、毛利率向 32% 修復
樂觀	12.5 ~ 13.0 元	24 ~ 26 倍	300 ~ 338 元	矽光子增速 50%以上、毛利率跨 33%

7 月 22 日收盤 255.5 元位於基準情境中段。估值已反映本業修復及部分 CPO 增長，尚未支付完整模組級平台成功溢價。

事件序列與驗證儀表板

時點 / 指標	多頭驗證	風險訊號
7 月 13 日首套平台	已正式提供服務	僅有建置、接案量不足
7 月 27 日除息	快速填息	貼息且量能萎縮
第二季毛利率	31.5%以上	低於 30%
矽光子業務增速	維持 50%以上	降至公司平均以下
矽光子營收占比	跨越 5%	長期停留 3%至 4%
第四季 200G / LANE	如期完成並取得客戶案	建置或認證遞延
新設備折舊	增量營收完全吸收	毛利率遭折舊侵蝕
完全稀釋 EPS	維持 11.7 元以上	私募與折舊壓至 11 元以下
2027 年 CPO 模組平台	2027Q2 前部署	客戶 CapEx 或平台延後

結論

閎康首套矽光子平台已於 7 月 13 日提前完成，設備催化正式兌現。8 月缺乏新的首次建置事件，股價定價轉向接案、利用率與毛利率。

矽光子已進入損益表。2025 年營收占比 3.44%，2026 年第一季業務年增 85%；研發驗證需求將在 2026 至 2027 年先行貢獻，高峰收入無須等待 2028 年量產。

2 奈米與 CPO 共享部分高階分析能力，形成設備、客戶與資料庫共振。第四季 200G / Lane 與 2027 年模組平台需要更高資本與技術投入，接案不足將把成長投資轉化為折舊侵蝕。

股本稀釋已經發生。配息調整反映流通股數增加 6.93%，原法人 EPS 經機械調整後約為 11.67 至 11.90 元，現價對應 21.5 至 21.9 倍；私募 500 萬股屬下一層潛在風險。部位戰略維持基本面偏多、估值中性。255.5 元已落在基準合理區間，設備新聞缺乏追價空間。第二季毛利率守住 31.5%、矽光子增速維持 50% 以上、第四季設備如期完成，可推動估值向樂觀區間移動；毛利率跌破 30%、設備利用率不足或完全稀釋 EPS 降至 11 元以下，股價將轉向保守情境。

[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告