



研究報告

牧德(3563.TT)

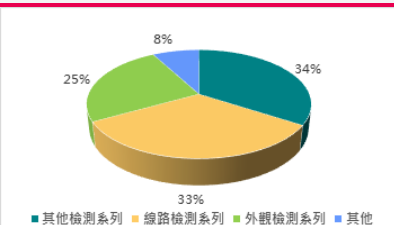
產業：電子-光電

PCB 及半導體檢測需求同步成長，訂單能見度達 1H27

增加持股・維持評等

目標價 (NT\$)	960.00
收盤價 (NT\$)	778.00
上漲空間	23.39%

產品營收比重



交易資訊

市值 (NT\$百萬元)	49,762
流通在外股數(百萬股)	64
董監持股 (%)	31.04
外資持股 (%)	6.55
投信持股 (%)	2.55
52 週高價	997.00
52 週低價	420.00
3M 平均成交量(百萬股)	1.84
融資使用率 (%)	46.09

個股與大盤走勢比較圖



資料來源：CMoney・玉山投顧

程靖翔

aaronchengkz-72011@esunsec.com.tw

投資評價與建議

預估牧德2026、2027年稅後EPS為25.56元、40.38元，過去Forward PER多落在20-30倍區間，參考目前PCB檢測同業Forward PER約為18-24倍，而半導體檢測同業約落於25-35倍，基於2027年稅後EPS，給予牧德24倍之本益比。

重點評論分析

2H26-2027年受惠PCB擴產及光模組需求成長：PCB檢測部分，公司2H26-2027年營運動能將同步受惠PCB大幅擴產、光模組mSAP及IC載板檢測需求成長，公司於PCB AOI多項檢測設備包括盲孔、線路及外觀檢測，市占率皆為全球最大，主要客戶涵蓋勝宏、欣興、金像電等Tier 1 PCB廠，隨板廠於2026-2027年逐年平均擴產40%以上，將帶動需求穩健成長，此外，近期市場上光模組mSAP需求快速升溫，公司於相關檢測設備市占率達80%，目前2027年在手訂單已逾20億元，客戶包括臻鼎、深南電路等，4Q26將顯著放量出貨，目前公司整體設備交期已由過去2-3個月拉長至6個月，呈嚴重供不應求。

跨入半導體封裝檢測，佔比逐年提升推動獲利轉佳：公司近年積極拓展Wafer AVI及Packaged IC AVI項目，隨2026年多項新產品上市、大尺寸封裝檢測方案導入，以及近期刊月等客戶積極拉貨，訂單能見度已達1H27，研究部預估2027年半導體營收占比將由2025年約12%提升至16%，並受惠其毛利率達60-70%，使獲利結構改善。產能方面，2H26崑山二期、新竹三廠及曼谷一廠將陸續投產，滿載年產值可達60億元以上，較公司2025年營收規模翻倍成長。

投資風險

新廠產能開出進度不如預期。

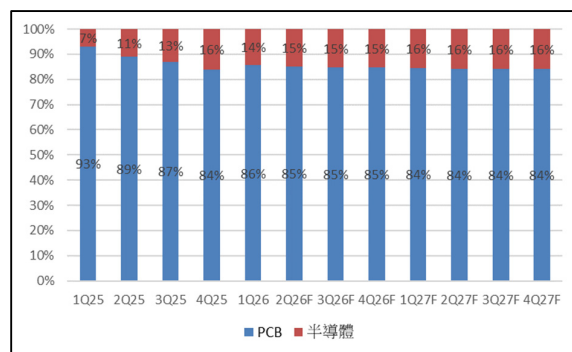
主要財務數據及預估值

(單位:百萬元)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
營業收入	2,102	1,761	1,532	3,191	4,577	6,585
營業毛利	1,214	1,045	882	1,955	2,837	4,323
毛利率(%)	57.76	59.34	57.59	61.27	61.98	65.65
營業利益	634	458	253	1,162	1,896	3,079
營益率(%)	30.14	26.03	16.55	36.41	41.42	46.75
稅前盈餘	734	506	393	1,278	2,069	3,252
稅後EPS(元)	13.35	8.21	5.02	15.80	25.56	40.38
每股股利(元)	10.00	7.00	6.00	13.00	21.03	33.22
營收成長率(%)	-23.56	-16.25	-12.99	108.34	43.43	43.86
盈餘成長率(%)	-29.77	-31.02	-22.40	225.30	61.91	57.17

公司簡介

牧德成立於1998年，是全球唯一一家光學檢測設備一條龍供應商，公司持續研發自動光學檢測的三大核心技術：2D/3D量測、線路檢查、外觀瑕疵檢查，過去業務以FPCB、RPCB、Substrate為主，5~6年前開始布局封裝的AOI設備，2023年日月光投控(3711)旗下日月光半導體以每股新台幣161.50元取得其私募普通股1,341萬8000股，對牧德持股比例約23.1%，成為第一大股東，目的為長期策略性投資，2024年透過日月光集團引領下，與光學檢測領域的錫友益合作，共同佈局半導體封裝及先進封裝AOI設備開發。主要產品營收比重為外觀檢測系列佔29%，線路檢查系列佔33%，其它檢測系列佔22%。世界前十大PCB廠商皆為公司長期銷售客戶，其客戶包含台積電、欣興、南亞、敬鵬、健鼎、日月光、金像電、中國深南、中國景旺等業者。

圖表、終端應用營收比重



資料來源：牧德

圖表、新產品發展概況



資料來源：牧德

營運概況

1Q26高階PCB、半導體設備同步成長，營收及獲利結構轉佳：1Q26營收季增30.12%至8.63億元，成長主要來自AI需求挹注，PCB及半導體檢測業務皆成長，隨高階設備出貨佔比提升，毛利率季增0.72ppts至60.58%，營益率季增8.85ppts至38.68%，其中管理、銷售、研發費用皆下滑，稅後EPS 4.61元。

2H26-2027 年將隨 PCB 大幅擴產及光模組 mSAP 需求成長：2025 年為公司「雙軌四線」元年，「雙軌」包括 PCB 及半導體封裝業務，「四線」則為四個產品線 (PCB AOI、四線電測、Packaged IC AOI、Wafer AOI)，四個產品線市場年需求量皆超過百億，尤其 Wafer AOI 市場需求已達幾百億以上。

PCB AOI 業務部分，公司在多項設備檢測之市占率為全球第一，包括盲孔檢測、線路檢查等，全球前十大 PCB 廠皆為公司主要客戶，包括勝宏、欣興、金像電、超穎電子、景旺等，而近年板廠皆積極擴充 AI 高階 PCB 產能，其中如大客戶勝宏即預計 2026 年產值將自 450 億元提升至 1,150 億元以上、2027 年達 1,600 億元，研究部預估前幾大 PCB 板廠擴產幅度於 2026-2027 年平均皆將達 40%以上，進而推動牧德 PCB 檢測設備需求穩健上升；公司 2025 年新堆出四線測試機 (PCB 4W ATE)，並已成功分食國內外競爭對手市占率，2025 年已有 12 台 PCB AOI 在市場上販售、2 台為正在研發的新機種，2026 年已上市的 PCB AOI 設備機種將達約 17-18 台。

近期市場上光模組 mSAP 檢測設備需求快速升溫，公司於外觀檢查機、埋孔檢查機、線路檢查機等相關設備市占率約達 80-90%，目前 2027 年光模組設備在手訂單金額已超過 20 億元，來自 4-5 家客戶，包括臻鼎、深南電路等，下單狀況積極，預計 4Q26 開始出貨，2027 年接單規模可望進一步擴大，而相對一般消費型 PCB 線路約

50μm(1.8-2mil)，但光模組相關 mSAP 設備線路需縮減至 12μm，線路更細且密度更高，客戶認證門檻高。除硬板外，全球多家 IC 載板龍頭廠均已向公司下正式訂單至 2027 年，公司市占率為全球第一。

牧德在 PCB 硬板、IC 載板、封裝領域皆配合 Tier1 客戶進行設備研發，過去公司訂單能見度約 2.5-3 個月，目前因訂單滿載，交期已延長至 6 個月，客戶下單積極，訂單能見度已排至 1H27，產能上面臨嚴重供不應求，2H26 開始公司營收將顯著逐季成長，並正式自 2026 年 5 月開始調整設備價格，整體報價調升 8-15%，實際成交价格約提升 5-8%，以反應材料漲價，而因公司設備具獨特性及技術門檻，市占率亦為領先，將可持續進行成本轉嫁。此外，公司目前訂單方面，已開始要求客戶於出貨前預付 2-3 成訂金，1Q26 約達 2.5 億元，後續合約負債亦將逐季成長。

跨入半導體封裝檢測，佔比將逐年提升推動獲利轉佳：近年公司積極從下游的 PCB 檢測，往上游跨入半導體檢測領域，其業務包含晶圓檢測與封裝檢測，受惠日月光於 2023 年入股，使其進入 VIPack 生態系，牧德可提供客製化、成本較低之 AOI/AVI 檢測機台，提高日月光先進封裝技術之良率，其中 Wafer AOI 部分，2025 年僅受惠一項設備上市，2026 年已加入兩項新產品；Packaged IC 部分目前則尚未有產品上市，2025 年第一代專案雖已認證過，但考量目前 CoWoS 尺寸持續放大，2026 年起公司轉往大尺寸的 Packaged IC 進行二代設計，尺寸為 4~5CM 以上，隨多項新產品於 2026 年加入貢獻、CoWoS 切割顆數上升以及大股東日月光等多家封裝廠訂單挹注，3Q26 起公司半導體拉貨比重將顯著拉升，研究部預估公司半導體檢測業務營收比重將自 2025 年約 12% 提升至 2027 年達 16%，而目前半導體檢測設備毛利率約 60-70%，高於 PCB 設備約 55-65% 的毛利率水準，將帶動公司整體毛利率逐年轉佳，未來公司亦將以毛利率 60% 以上設備為接單門檻，產品營收比重上，則目標朝 PCB/載板/封測各約佔 60%/20%/20% 發展。

2H26 三廠新產能同步開出，整體營收量能將倍增：公司擴產計劃上，2026 年 8 月崑山總部將新增生產空間，主要因應量產型 PCB 設備需求，2026 年 9 月、10 月則分別預計擴建竹科三廠、曼谷一廠，其中曼谷一廠為東協組織，將有關稅豁免，並已通過曼谷政府免稅九年條款，將支應後續訂單需求，目前台灣整體產能利用率約 80-90%，大陸則約 50%，後續隨崑山二期、新竹三廠開出，滿載產值即可達 60 億元，較 2025 年營收量能翻倍成長。

研究部預估公司 2026 年營收將年增 43.43% 至 45.77 億元，毛利率年增 0.71ppts 至 61.98%，稅後 EPS 25.56 元；2027 年營收年增 43.86% 至 65.85 億元，毛利率年增 3.67ppts 至 65.65%，稅後 EPS 40.38 元。

季度主要財務數據及預估值										
(單位:百萬元)	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2026	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	2027
營業收入	863	1,042	1,253	1,419	4,577	1,535	1,617	1,683	1,750	6,585
營業毛利	523	637	779	898	2,837	984	1,058	1,114	1,167	4,323
毛利率(%)	60.58	61.12	62.20	63.27	61.98	64.12	65.40	66.24	66.66	65.65
營業利益	334	410	529	623	1,896	695	755	796	833	3,079
營業率(%)	38.68	39.31	42.25	43.90	41.42	45.31	46.65	47.32	47.56	46.75
稅前盈餘	377	453	573	666	2,069	739	798	839	876	3,252
稅後EPS(元)	4.61	5.61	7.09	8.25	25.56	9.15	9.88	10.40	10.95	40.38
營收成長率(%)	9.02	7.58	63.29	113.87	43.43	77.77	55.20	34.31	23.35	43.86
盈餘成長率(%)	2.58	51.41	97.55	107.44	61.91	95.86	76.10	46.61	31.46	57.17

圖 1：營收趨勢 (單位：百萬元，%)

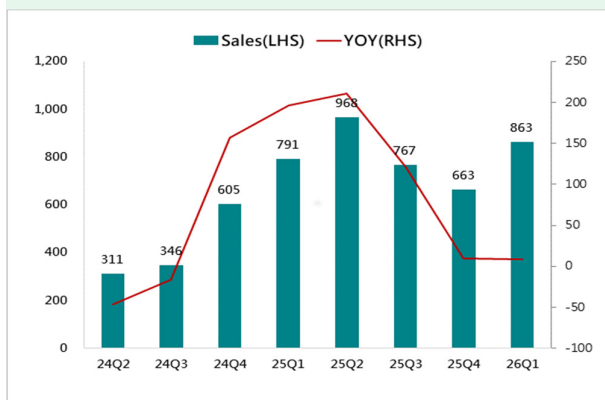


圖 2：毛利率、營益率、淨利率 (單位：百萬元，%)

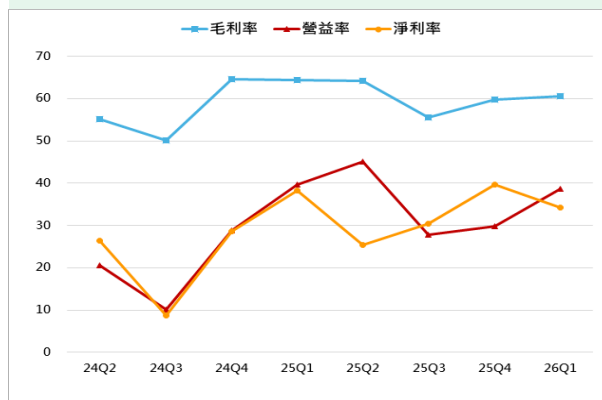


圖 3：經營能力 (單位：天)

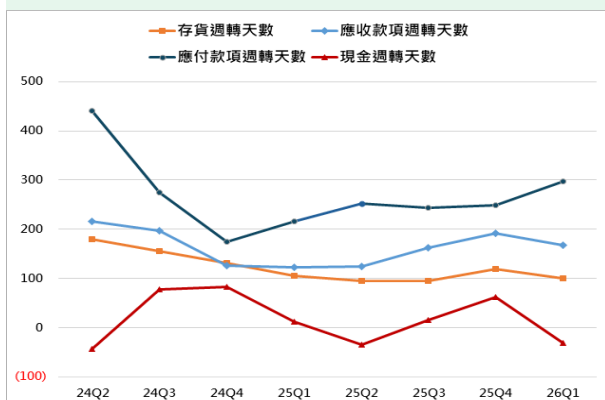


圖 4：自由現金流量 (單位：百萬元)

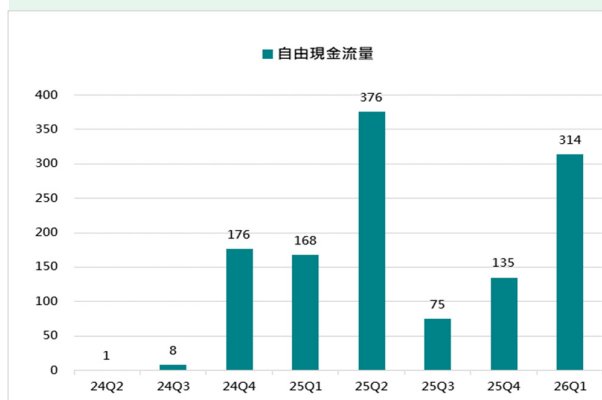


圖 5：本益比區間

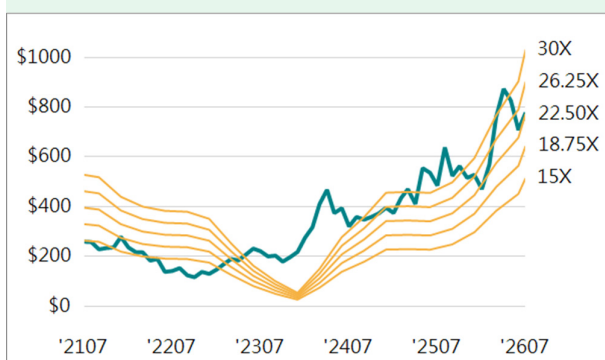
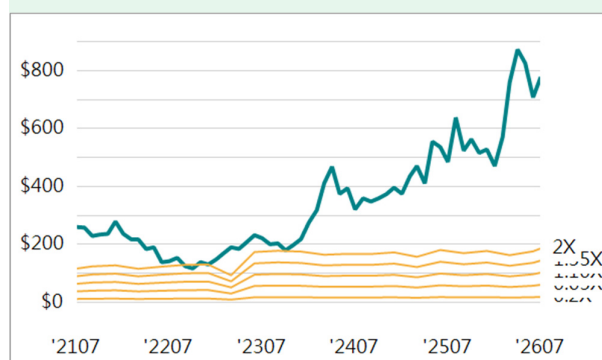


圖 6：股價淨值比



年損益表	(單位：百萬元・%)			
	2024	2025	2026(F)	2027(F)
營業收入	1,532	3,191	4,577	6,585
營業成本	650	1,236	1,740	2,262
營業毛利	882	1,955	2,837	4,323
營業費用	629	794	941	1,245
營業利益	253	1,162	1,896	3,079
營業外收支淨額	139	116	173	173
稅前淨利	393	1,278	2,069	3,252
稅後淨利	321	1,011	1,650	2,602
普通股股本	581	640	640	640
每股盈餘(元)	5.02	15.80	25.56	40.38
年成長率				
營收	-12.99	108.34	43.43	43.86
營業利益	-44.68	358.37	63.17	62.38
稅前淨利	-22.40	225.30	61.91	57.17
母公司稅後淨利	-24.68	215.06	63.24	57.68

資產負債表	(單位：百萬元)			
	2022	2023	2024	2025
流動資產	3,230	5,166	4,889	5,926
現金及約當現金	1,855	845	770	1,051
存貨	330	260	313	358
應收帳款及票據	1,023	793	871	1,421
其他流動資產	22	3,268	2,935	3,096
長期投資	15	15	341	436
固定資產	244	240	240	257
其他資產	472	341	313	271
資產總額	3,961	5,762	5,783	6,890
流動負債	691	498	585	988
應付帳款及票據	179	103	244	277
短期借款	0	0	0	0
什項負債	0	0	0	0
非流動負債	253	86	105	103
負債總額	944	584	690	1,092
普通股股本	447	581	581	639
資本公積	121	2,006	1,948	1,835
保留盈餘	2,350	2,509	2,479	3,197
股東權益總額	3,017	5,177	5,093	5,798

現金流量表	(單位：百萬元)			
	2022	2023	2024	2025
稅前淨利	733	506	392	1,277
折舊及攤提費用	42	41	36	34
本期營運資金變動	290	144	-16	-432
其他項目	-322	-188	-73	-23
營運活動之現金流量	744	503	339	856
資本支出	-4	-24	-24	-54
本期長期投資變動	0	0	-274	0
其他項目	-13	-3,223	291	-166
投資活動之現金流量	-17	-3,247	-7	-221
短期借款及票券變動	0	0	0	0
舉措/償還長期借款	-203	0	0	0
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	0	2,167	0	0
發行現金股利	-626	-415	-407	-348
其他項目	-19	-16	-8	-11
融資活動之現金流量	-848	1,736	-415	-359
匯率影響數	0	-2	9	4
本期現金流量	-121	-1,009	-74	280
期末現金及約當現金	1,855	845	770	1,051

重要財務比率	(單位：%)			
	2024	2025	2026(F)	2027(F)
毛利率	57.59	61.27	61.98	65.65
營業利益率	16.55	36.41	41.42	46.75
稅前淨利率	25.65	40.04	45.20	49.38
稅後淨利率	20.94	31.67	36.04	39.51
現金股利殖利率	1.04	1.93	2.70	4.27

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站(www.esunconsulting.com.tw)取閱。

投資評等說明

買進：未來六個月內潛在漲幅 25%以上。

增加持股：未來六個月內潛在漲幅 10~25%(含)。

中立：未來六個月內漲跌幅-10~10%(含)。

降低持股：未來六個月內潛在跌幅 10%以上。

未評等：無。

研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。