

上品 (4770 TT) ASC

客戶擴張腳步提供更高的獲利能見度

買進 (研究員異動)

目標價 (12 個月) : NT\$470.0

收盤價 (2024/07/10) : NT\$405.5
隱含漲幅 : 15.9%

營收組成 (2Q24)

氟素內襯設備 76%、氟素應用材料 14%、工程收入 10%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	470.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	6.3	--
2024年EPS	22.4	--

交易資料表

市值	NT\$32,440百萬元
外資持股比率	11.4%
董監持股比率	25.2%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$103.72
負債比	32.0%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	6,138	5,692	6,252	6,806
營業利益	2,132	2,003	2,094	2,357
稅後純益	1,776	1,683	1,789	1,972
EPS (元)	22.54	21.22	22.42	24.72
EPS YoY (%)	61.7	-5.9	5.7	10.2
本益比 (倍)	18.0	19.1	18.1	16.4
股價淨值比 (倍)	4.8	4.4	3.9	3.5
ROE (%)	29.0	23.8	21.6	21.5
現金殖利率 (%)	3.0%	3.0%	3.3%	3.6%
現金股利 (元)	12.00	12.00	13.50	14.50

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

◆ 台系半導體新訂單配合美系客戶重啟拉貨將成為 24/25 年成長主軸。

◆ 半導體資本支出重返成長、供應鏈在地化、先進製程推升化學品用量和潔淨度要求，為支撐上品長期成長之三大趨勢。

◆ 在手訂單自谷底回升，加上主要客戶後續眾多擴廠計畫提升其獲利能見度，給予買進評等，目標價 470 元。

中國市場競爭壓力與產品組合轉差，預期 2Q24 毛利率下滑

上品 2Q24 營收 16 億元(季增 7%/年增 9%)，美系客戶槽車訂單於年初重啟拉貨、台系半導體客戶先進製程擴廠及供應鏈化學品廠持續拉貨；預期毛利率季減 3.2 百分點至 42.0%，主因 1)中國市場競爭激烈，公司降價保市占率及維持開工率(目前嘉興廠開工率 95-100%)；2) 產品組合轉差，毛利率較低之工程營收佔比上升至 10%；預期 2Q24 EPS 5.19 元(季減 16%/年增 9%)。

受益於客戶擴廠計畫，營運隨半導體資本支出回升走出谷底

上品在手訂單已自谷底回升(6M24 58 億元 vs. 5M24 52 億元)，新增訂單主要來自台系半導體客戶先進製程擴廠計畫，加上美系半導體/化工客戶重啟拉貨，支持彰濱廠開工率由年初 75%提升至 2Q24 85%，預期 2H24 將進一步拉升至 90% (嘉興廠預計於 2024 年維持 95%以上)，帶動上品 2024 年營收年增 9.8%至 62.5 億元；展望 2025 年，上品營收成長主要仍受益於台系半導體客戶於各國之擴產計畫，預期年增 8.9%至 68.1 億元。獲利方面，儘管 2024 年中國市場受制於本土廠商削價競爭使毛利率承壓(估毛利率年減 3.1 百分點至 43.4%)，但隨其他地區客戶營收佔比於 2025 年進一步提升，估 2025 年毛利率將回升 1.2 百分點至 44.6%，整體而言，預估上品 2024/25 年 EPS 22.42 元/24.72 元(年增 5.7%/10.2%)。

看好上品獲利能見度提高且長線趨勢向上，給予買進評等

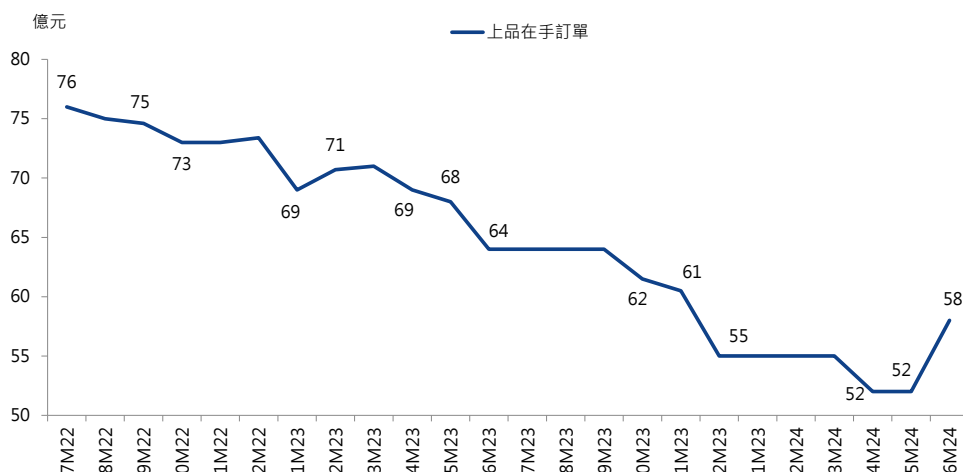
儘管我們認為市場共識之 2024 年毛利率仍未反應來自中國的價格壓力，使股價有下檔風險，但看好上品作為氟素樹脂材料及設備之龍頭廠商，並身處 1) 半導體資本支出重回成長軌道；2) 全球半導體供應鏈在地化，將使台系特化業者潛在市場和滲透率提升；3) 半導體製程演進，將持續推升化學品用量，同時對潔淨度要求提升，等長線趨勢上，給予買進評等，並以 19 倍之 2025 年 EPS (相當於歷史區間 10-20 倍之上緣，主因上品之主要客戶往後眾多之擴廠規劃，提升其後續獲利的能見度)，推得目標價 470 元，建議於財報後股價拉回時逢低買進。

上品營運隨半導體資本支出回升走出谷底，大客戶之擴張腳步提供更高的能見度

上品在手訂單於 2022 年間 76 億元一路下滑至 5M24 52 億元，我們認為主因全球半導體廠資本支出放緩和 1H22 有超額下單的問題，不過公司在手訂單已自谷底回升至 6 月底 58 億元，新增訂單主要來自台系半導體客戶先進製程擴廠計畫。展望未來，隨著半導體資本支出於 2024 年起進入上升週期(圖 1)，我們預期自 2H24 起上品在手訂單將重返上升軌道，而推升的動能主要來自 1) 台系客戶擴廠腳步加上在地化趨勢助攻，將帶動上品非中國地區營收；2) 往先進製程邁進將有利上品提升 ASP 和市佔；3) 美國地區受惠新舊客戶帶動，營收將重返成長；同時 4) 中國半導體自主化腳步未見放緩，預期嘉興廠開工率將維持 90%以上。

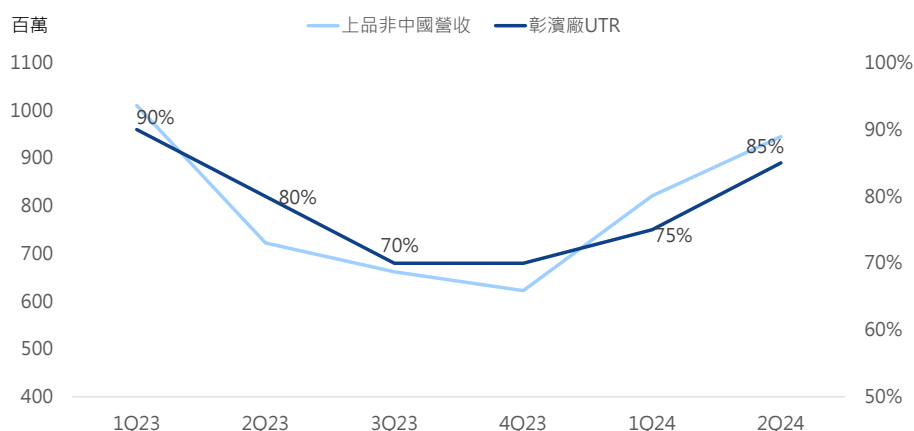
整體而言，隨著上品在手訂單落底回升與客戶拉貨回溫，預估 2024/25 年上品營收年增 9.8%/8.9%，加上台系半導體廠未來於各國仍有擴廠規劃，提升上品在後續獲利的能見度，對上品持正向看法。

圖 1：上品在手訂單趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 2：上品彰濱廠開工率與非中國區營收



資料來源：公司資料、元大投顧

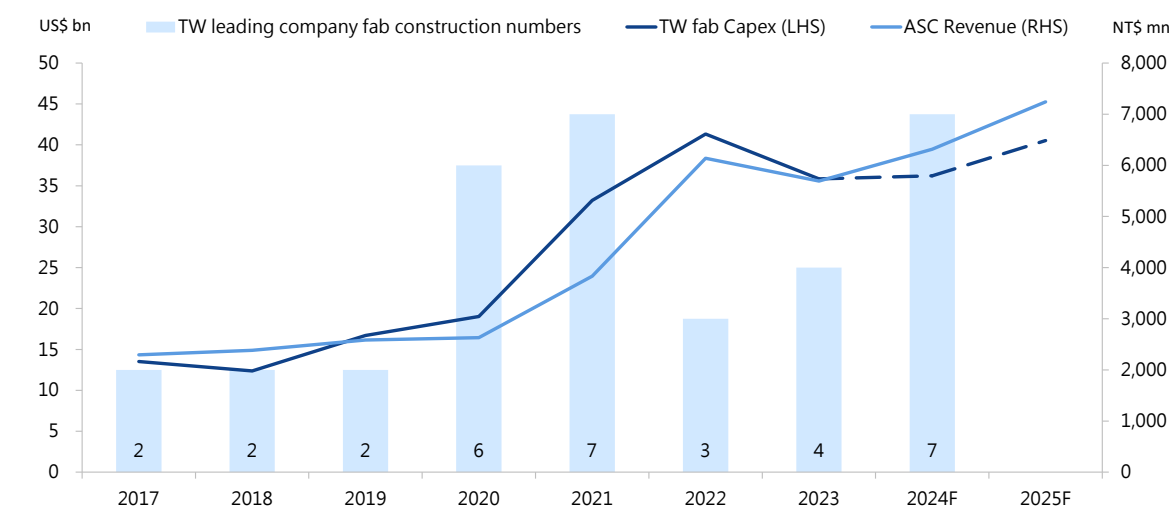
1) 台系半導體廠擴廠腳步加上在地化趨勢助攻，帶動上品非中國地區營收

半導體產業佔上品產業別營收約 90%，我們認為台系半導體廠擴廠腳步將推升上品營收，2024 年起台灣預計至少有 2-3 座先進製程之晶圓廠擴廠計畫(估計一座 2nm 廠鐵氟龍管線和設備約 3-5 億台幣)，同時因各國自建半導體供應鏈趨勢，台系半導體廠亦積極於海外擴張版圖，管理層預期該建廠計畫有望於今年底至 1Q25 發包，我們認為上品將持續受惠於半導體資本支出重返擴張的趨勢，並認為上述之擴廠計畫將可支撐上品在 2024-2026 年非中國區的營收成長。

同時，考量到未來因在地化將持續提升台系化學品廠用量，將有利於上品在後續半導體廠擴張計畫中取得更高的市佔；我們亦觀察到國內化工廠的擴廠計畫，可見半導體廠產能提升不僅會提升其本身訂單，亦將推升上品化學品客戶對鐵氟龍產品的需求(約 70%營收來自化學品供應商)。

綜上所述，預估台灣彰濱廠開工率將由 2H23 70%逐步上升至 2025 年 90-95%，並樂觀看待台系半導體廠產能擴張所帶來的效益，預估上品台灣營收 2024/25 年年增 21%/17%。此外，我們亦留意到台系半導體廠未來於台灣、日本等地仍有擴廠規劃，提升上品在後續業績的能見度和想像空間。

圖 3：上品營收與台系半導體廠 Capex



※TW fab Capex is the aggregation of TSMC / UMC / Vanguard / PSMC / Nanya Tech / Macronix annual Capex.

資料來源：Bloomberg、元大投顧整理

2) 往先進製程邁進將有利上品提升其 ASP 和市佔

隨著半導體製程演進，化學品品項和用量持續提升，將提高化學品廠對上品產品的需求；客戶亦對設備及化學品的潔淨度提出更高的要求，因此更傾向採用更耐腐蝕、使用年限更久的 PFA 材料(相對廣泛使用的 PTFE 材料 ASP+10-15%)製成的設備，將推升上品 ASP。同時，國內半導體大廠持續擴充先進封裝產能，由於先進封裝類似半導體前段的工藝有如蝕刻/清洗等製程，因此相較傳統封裝使用更多的鐵氟龍設備，不過目前先進封裝對上品營收貢獻尚佔低個位數。

上品目前於台灣先進製程市佔率已超過 50%，考量台系半導體客戶海外擴廠計畫將仍持續往先進製程移動，製程技術的推進也將有利台系化學品廠的市佔率提升，又主要競爭對手對於 PFA 材質涉略較少，皆有利於上品在後續半導體廠擴張計畫中取得更高的市佔。

3) 美國區受惠新舊客戶帶動，營收將重返成長

2023 年受制於半導體庫存調整之遞延需求(2023 年美國營收年減 53%)已於 2024 年重啟，如 1) 美系半導體廠遞延槽車訂單於 1Q24 開始重新出貨，預估將貢獻營收約 6 億元(佔 2024 營收 9.6%)；2) 台系和日系化學品廠重新開始規劃在美國的擴廠計畫，公司亦接到當地化學品廠小量訂單。

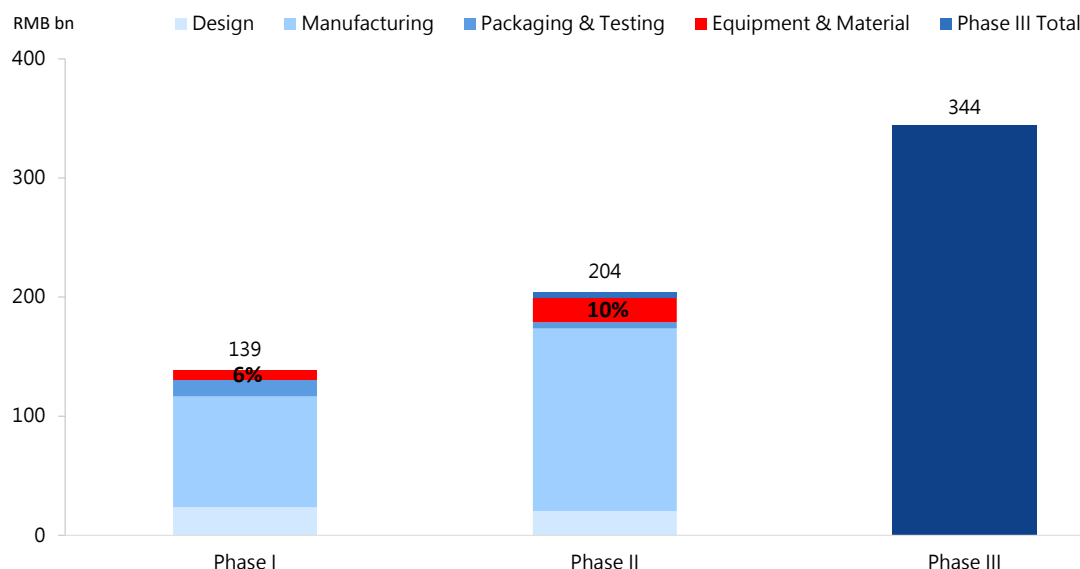
展望 2025 年，上品美國營收將受惠 1) 台系半導體客戶擴張；2) 美系記憶體新客戶訂單開始出貨，考量到新建產能技術更為先進，我們認為上品仍將為擴廠計畫之最主要的供應商；此外，台系半導體客戶亦於美國有新建廠計畫，對公司後續美國營運動能提供更長的能見度。我們亦觀察到台系半導體廠之美國廠區對於槽車需求相對台灣廠更多(主因備庫存、海運時間更常但運送不能間斷等)，將為營運帶來額外的動能。整體而言，受惠於新舊客戶的帶動，預估上品美國營收 2024/25 年將年增 25%/8%。

4) 中國半導體自主化腳步未見放緩，嘉興廠開工率維持 90%以上

在過去三年高速成長的半導體投資下，中國成熟製程產能似乎有逐漸飽和的跡象，不過根據 Trendforce 統計，中國目前仍有 22 座新建中之晶圓廠、10 座計畫中，預計未來 3 年將新增 60% 產能，而中國本土半導體龍頭廠商因對品質要求高，目前仍傾向沿用國際龍頭廠商之供應鏈；此外，中國半導體自主化的腳步亦在材料端積極展開，推估目前中國半導體材料自給率低於 20%，預期後續有提升空間，而中國化工廠配合國產國造的擴產計畫亦將有助於上品中國區營收。

整體而言，我們認為上品作為龍頭廠商(於中國化學品+半導體市佔約 70%)，將受惠中國半導體龍頭廠擴廠及半導體材料自給率的提升，管理階層表示 1H24 中國接單較去年同期成長，惟在競爭加劇下，公司以降價策略以維持高開工率並擴大市占率，使毛利率承壓。展望未來，公司認為國家政策(如 5/24 成立之國家大基金三期)仍一定程度支持中國的需求，並不需要過於悲觀。預估上品中國營收 2024/25 年將年持平/年減 6%。

圖 4：中國大基金對半導體設備材料投資金額及比例持續增加



資料來源：民生證券

營運分析

中國市場競爭壓力與產品組合轉差，預期 2Q24 毛利率下滑 3.2 百分點

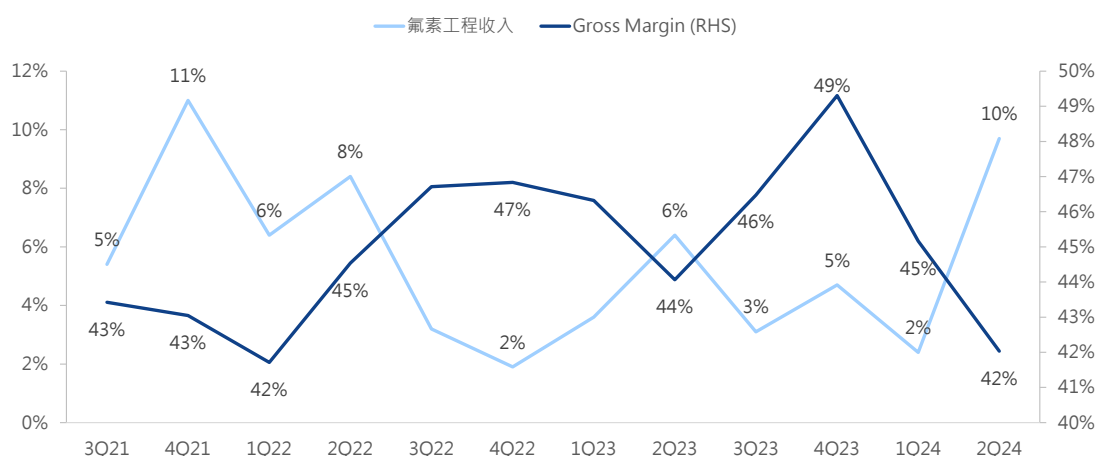
上品 2Q24 營收 15.9 億元(季增 7.4%/年增 8.5%)，低於市場預期 2%，其中美系客戶槽車訂單及化學品廠於年初重啟拉貨，營收季增 28%、台系半導體客戶先進製程擴廠及供應鏈化學品廠持續拉貨，營收季增 27%、中國營收季減 2%；預期毛利率季減 3.2 個百分點至 42.0%，主因 1) 中國市場競爭激烈，公司以降價保市占率及維持開工率(目前嘉興廠開工率 95-100%)；2) 產品組合轉差，毛利率較低之工程營收佔比上升至 10% (vs.1Q24 2%)，同時毛利率較高之氟素材料佔比下降至 14% (vs 1Q24 18%)；預期 2Q24 營業利益 5.0 億元(季減 5.5%/年增 4.1%)、稅後淨利 4.1 億元(季減 15.5%/年增 10.2%)，EPS 5.19 元(季減 15.5%/年增 9.2%)。

圖 5：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	1,465	1,479	1,589	7.4%	8.5%	1,621	-2.0%
營業毛利	646	668	668	0.0%	3.5%	717	-6.8%
營業利益	484	534	504	-5.5%	4.1%	552	-8.6%
稅前利益	494	583	524	-10.2%	6.2%	568	-7.7%
稅後淨利	376	490	414	-15.5%	10.2%	476	-13.0%
調整後 EPS (元)	4.75	6.14	5.19	-15.5%	9.2%	5.60	-7.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	44.1%	45.2%	42.0%	-3.2	-2.0	44.2%	-2.2
營業利益率	33.0%	36.1%	31.7%	-4.4	-1.3	34.0%	-2.3
稅後純益率	25.6%	33.1%	26.1%	-7.1	0.4	29.4%	-3.3

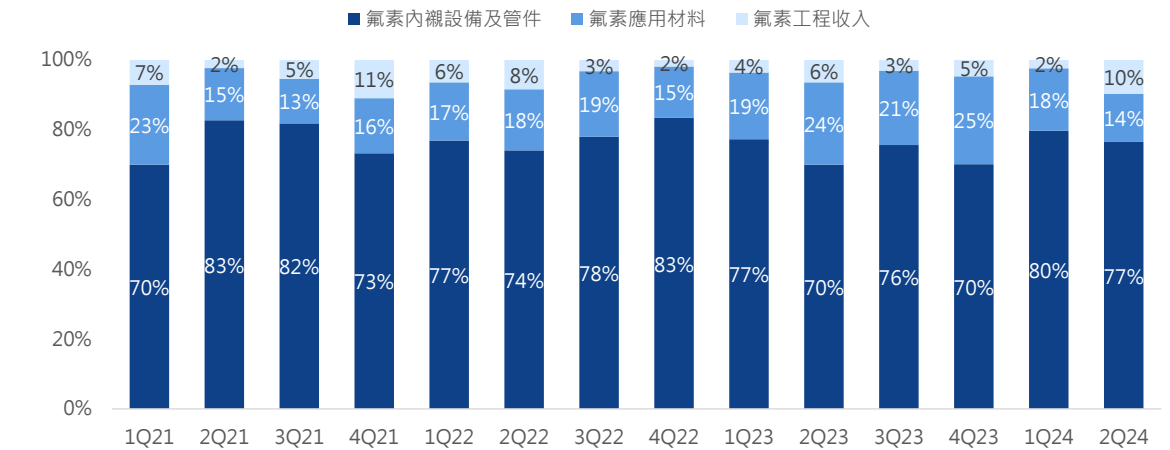
資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

圖 6：上品毛利率與氟素工程收入占比呈現負相關



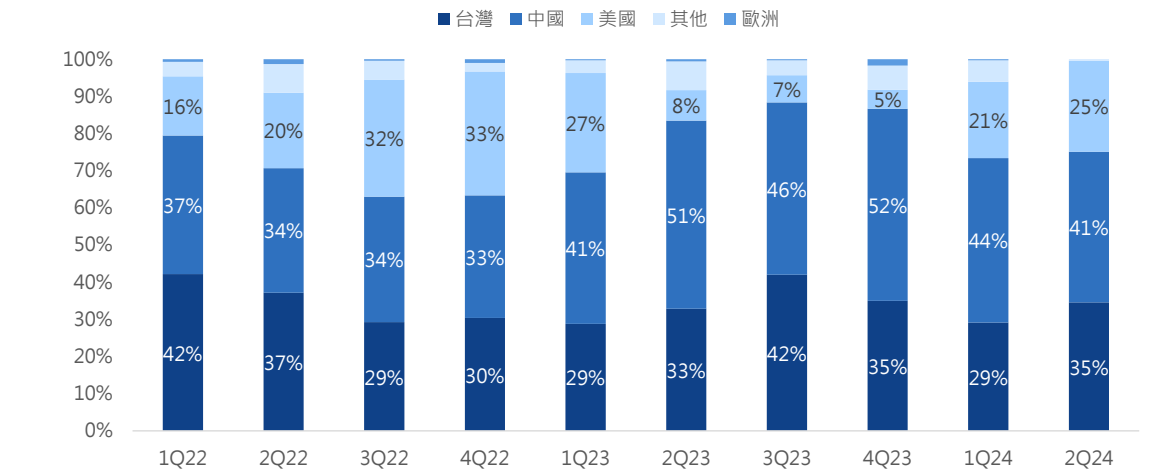
資料來源：公司資料

圖 7：上品營收產品別



資料來源：公司資料

圖 8：上品營收地區別



資料來源：公司資料

受益於台系半導體客戶擴廠計畫，預期 2024/25 年 EPS 年增 5.6%/10.3%

綜合成長動能所述，考量上品在手訂單已自谷底回升(6M24：58 億元 vs. 5M24：52 億元)，新增訂單主要來自半導體客戶先進製程擴廠計畫，加上美國地區半導體/化工客戶重啟拉貨，支持彰濱廠開工率由年初 75%到提升至 2Q24 85%，預期 2H24 進一步拉升至 90%，將帶動上品 2024 年台灣/美國營收年增 21%/25%；中國部分，雖預期嘉興廠開工率維持 95%以上，但受制於當地廠商的競爭且因基期較高，預估營收年持平 (vs.公司財測年持平)。預期上品 2024 年營收年增 9.8%至 62.5 億元；獲利能力方面，因中國市場削價競爭使毛利率承壓，預期毛利率年減 3.1 百分點至 43.4%。預期 2024 年營業利益 20.9 億元(年增 4.5%)、EPS 22.42 元(年增 5.7%)。

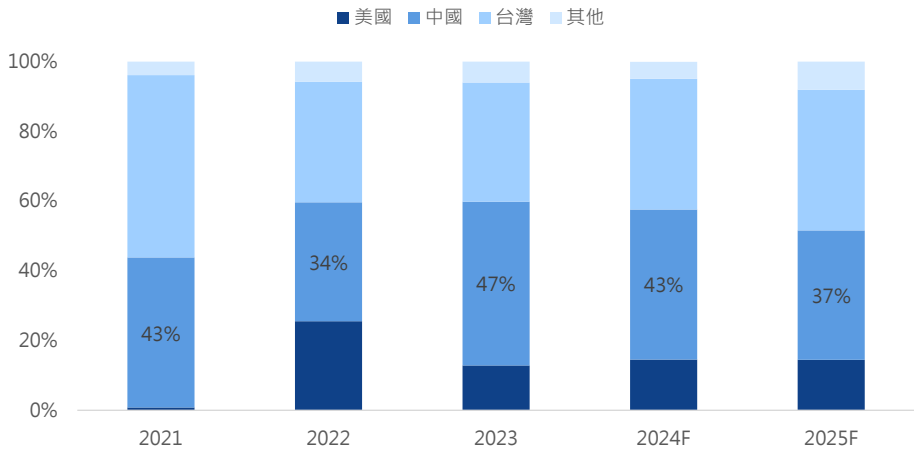
展望 2025 年，上品營收成長主要仍受益於台系半導體客戶於各國之擴產計畫，預估台灣營收年增 17%、美國地區受惠於新客戶和台系半導體業者擴廠計畫，營收小幅年增 8%，因此，預期彰濱廠開工率有望於 2Q25-3Q25 間拉升至 95-100%；中國則持續受制於加劇的競爭格局而呈小幅衰退。整體而言，預期 2025 營收將年增 8.9%至 68.1 億元；毛利率部分，隨非中國地區營收佔比進一步提升(2024 年 57%vs.2025 年 63%)，推估 2025 年毛利率將年增 1.2 百分點至 44.6%。預期 2025 年營業利益 23.6 億元(年增 12.6%)、EPS 24.72 元(年增 10.2%)。

圖 9：2024 和 2025 年財務預估

(百萬元)	2024F		2025F		預估差異	
	元大預估	市場預估	元大預估	市場預估	2024F	2025F
營業收入	6,252	6,525	6,806	7,014	-4.2%	-3.0%
營業毛利	2,715	2,918	3,034	3,181	-6.9%	-4.6%
營業利益	2,094	2,261	2,357	2,458	-7.4%	-4.1%
稅前利益	2,187	2,353	2,405	2,514	-7.1%	-4.3%
稅後淨利	1,789	1,989	1,972	2,107	-10.1%	-6.4%
調整後 EPS (元)	22.42	24.04	24.72	25.53	-6.7%	-3.1%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	43.4%	44.7%	44.6%	45.4%	-1.3	-0.8
營業利益率	33.5%	34.7%	34.6%	35.0%	-1.2	-0.4
稅後純益率	28.6%	30.5%	29.0%	30.0%	-1.9	-1.1

資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

圖 10：預期上品中國區營收佔比逐年下滑



資料來源：公司資料

公司與產品介紹




上品為氟素樹脂材料/設備龍頭，主要供應半導體產業

上品為氟素樹脂材料及設備供應商，業務模式包括氟半成品材料生產、氟內襯設備加工，延伸至最終的工程服務，為少數能同時滿足設備、製造、研發、創新、設計等完整服務的氟素樹脂企業。而從設計到安裝的一條龍服務，再加上產品多元化，可以不同方案應對不同化學品的需求、滿足客戶廠區內所有鐵氟龍設備，達成垂直整合。2Q24 產品別營收佔比：氟素內襯設備(槽車、槽桶等) 76%、氟素應用材料(管材、板材等) 14%、氟素工程收入 10%。

高純電子化學品為半導體製程良率的關鍵，因此半導體產業嚴格要求相關化學品潔淨度，從供應商提供化學品到廠的裝運槽車、充填機台、運輸管道，到存放/反應化學品及特殊氣體之設備器材，再到製程端的管路，所有接觸到化學品的管線及設備皆須採用具耐腐蝕、高潔淨不析出特性之材料製作。而氟素材料具有抗臭氧性、高潔淨且無析出等特性，使得氟素樹脂產品在電子化學品製造商及半導體晶圓廠有極關鍵的地位。1Q24 產業別營收佔比：半導體 94%/化工 5%/面板及太陽能 1%。

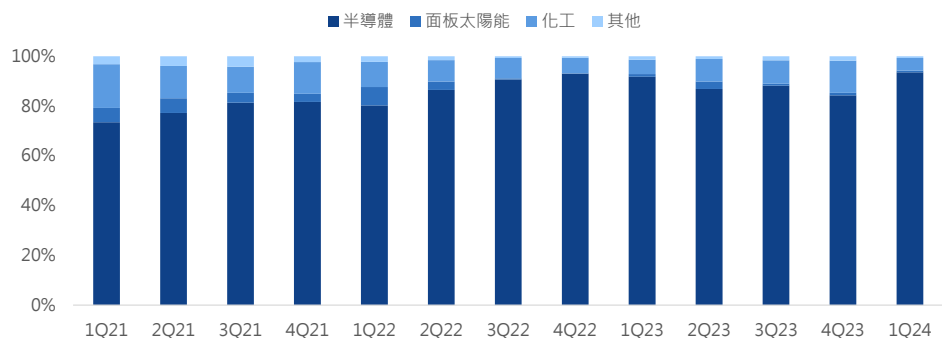
上品在台灣(彰化廠)及中國(嘉興廠)設有生產據點，台灣負責全球業務、中國負責接洽當地化工客戶，配合半導體廠先進製程的持續推升、各地區半導體在地化供應鏈政策影響下，國內外知名半導體廠及相關供應鏈皆為上品客戶，2Q24 地區別營收佔比：中國 41%/台灣 35%/美國 25%。

圖 11：上品主要產品

產品分類	圖示	產品品項
氟素樹脂材料		<ul style="list-style-type: none">● 各式 Teflon 內襯板材● 內襯直管用管材● PFA 厚棒/圓棒/密封接頭
氟素樹脂內襯		<ul style="list-style-type: none">● 存放化學品用的內襯桶槽● 工廠內輸送化學品用的內襯管道/塔節● 運輸化學品的內襯槽車● 用於過濾強酸強鹼的內襯過濾裝置
氟素工程		<ul style="list-style-type: none">● 提供基本產品/產線/工廠整合的客製化解決方案

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：上品營收產業別



資料來源：公司資料

圖 13：上品產品多元化，且擁有將氟素樹脂原料加工成型技術



資料來源：公司資料

氟素樹脂(PTFE)材料市場較為寡占，進入障礙高

氟素樹脂(PTFE，俗稱鐵氟龍)是一種使用氟來取代聚乙烯(PE)中所有氫原子的人工合成高分子材料，具備抗酸鹼、抗各種有機溶劑(不溶於所有的溶劑)、耐高溫、耐低溫、自潤滑性的特點，成為許多器具、設備內層的理想塗料，同時優良的化學穩定性，能廣泛應用於石化工業、機械、電子電器等傳統應用領域，以及 5G 高速/高頻基板、射頻線纜、半導體設備內襯塗料、鋰電池、新能源等高端應用領域。PTFE 主要製備方法是透過三氯甲烷(CHCl_3)與氫氟酸(HF)合成氟二氯甲烷(俗稱 R22，常用作製冷劑)，再透過氯化、熱裂解生成四氟乙烯(TFE)後聚合為 PTFE。

上品主要產品為採用氟素樹脂(PTFE)材料的相關製品，PTFE 加工產品進入障礙高，主因原料加工時具有高失敗率，上品擁有將原料製成鐵氟龍材料的成形技術，從設計到最後的安裝一條龍服務，再加上產品多元化，滿足客戶廠區內所有鐵氟龍設備，達成垂直整合。由於公司與化學廠從工業級應用開始便配合多年，客戶黏著度高，製程溝通與設備客製化成為高進入門檻。隨半導體本土化趨勢確立，本土化學廠打入半導體先進製程供應鏈，上品得以快速拓展鐵氟龍設備與材料於半導體之市佔率(公司於台灣化學品+半導體市佔率>50%，中國>70%)。

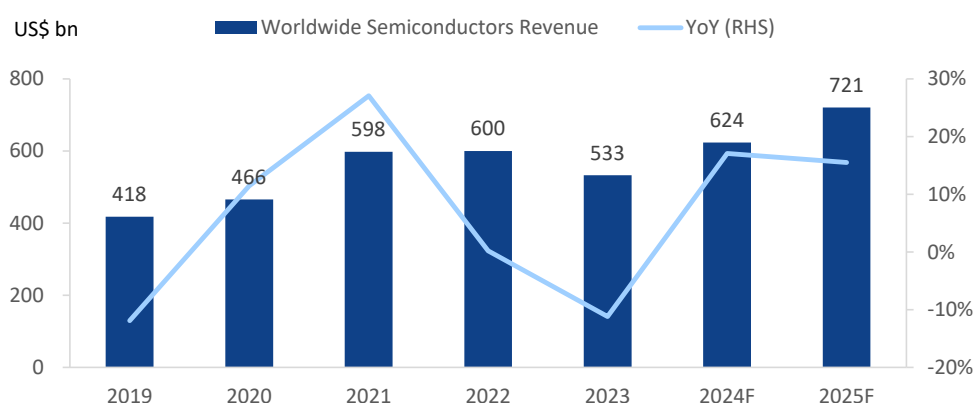
全球半導體市場復甦，帶動半導體材料需求回升

根據 Gartner 統計，全球半導體產值於 2023 年受總經環境轉差、記憶體市況拖累衰退 11% 至 5,330 億美元，不過 2024 年起，由於 1) HPC 強勁成長；2) PC/手機出貨溫和成長；3) AI 在伺服器 and 消費型產品的滲透率提升將帶動半導體價值含量增加；4) 記憶體市場的強勁復甦，Gartner 預估 2024/25 年全球半導體產值將分別年增 16.8%/15.5%。

全球半導體材料市場和半導體市場具有高度關聯，但材料市場的波動性不若半導體市場來得劇烈，我們認為主因半導體材料相較半導體的價格更為穩定所致。2023 年由於半導體行業整體放緩，全球半導體材料營收亦隨之下滑 8.2% 至 667 億美元；不過如前文所述，半導體市場將於今年迎來復甦，根據 TECHCET 預估，2024 年全球半導體材料市場將同步反彈 7%，除了行業景氣的復甦之外，新產能持續的擴充和整體半導體產業的技術革新(如 EUV 滲透率提升和更高層數的 3D NAND) 都將成為推升半導體材料市場的動能。展望未來，TECHCET 認為半導體材料市場將以 5.4% 的 CAGR 自 2023 年的 667 億美元成長至 2028 年的 880 億美元。

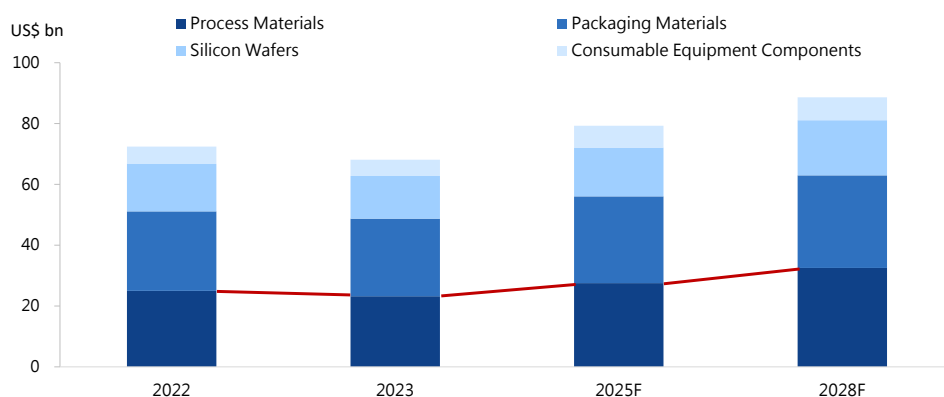
而台灣擁有 46% 的全球半導體代工產能和眾多封裝基地，已連續 14 年成為全球最大半導體材料消費市場，目前約佔 29% 的消費量(2023 年為 192 億美元)，我們預期由於台灣半導體廠先進製程擴廠較大，且因擁有龍頭廠商相較其他地區將有更多技術革新，將驅使台灣半導體材料需求成長高於全球產業平均，又多數台灣特用化學品廠商以內銷為主，將更能受惠此波復甦紅利。

圖 14：2024/2025 年全球半導體營收預估年增 17%/16% 達 6,240 億/7,210 億美元



資料來源：Gartner、元大投顧

圖 15：全球半導體材料市場 2023-2028 年 CAGR 達 5.4%

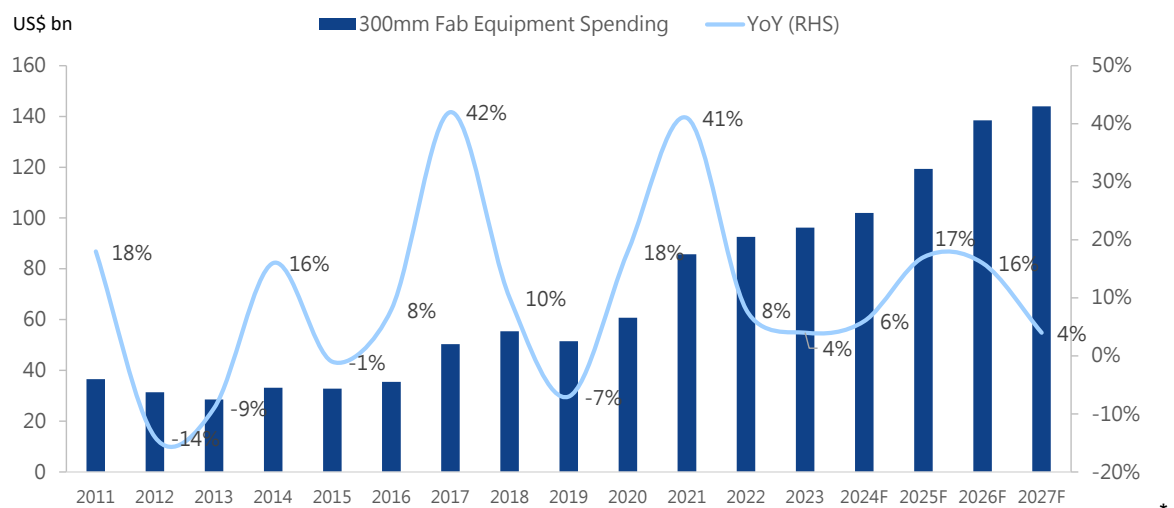


資料來源：TECHCET、元大投顧

2025-2026 年半導體設備支出將迎來強勁成長

觀察過去 10 年全球 12 吋半導體設備支出，半導體設備為循環性極強的產業，通常由 2 年上行和 2 年下行所組成。回顧上一循環，2020-2021 年基於 1) 半導體終端需求大幅提升；2) 疫情後總經環境改善；3) 台系半導體廠大幅擴張；和 4) 地緣政治因素促使各國自建供應鏈，刺激半導體設備支出年增 18%/41%後，全球 12 吋半導體設備支出的成長隨全球半導體營收在 2022-2023 年進入下行；而隨著半導體終端市場將於今年復甦，SEMI 預期 2023-2026 年全球 12 吋半導體設備支出將以 13% 的 CAGR 成長，並於 2025-2026 年迎來強勁成長，我們認為推升下一循環的動能主要來自 1) 先進製程的建置與技術推進；2) 各國政府的政策使半導體廠朝區域化發展和 3) 半導體需求回溫。

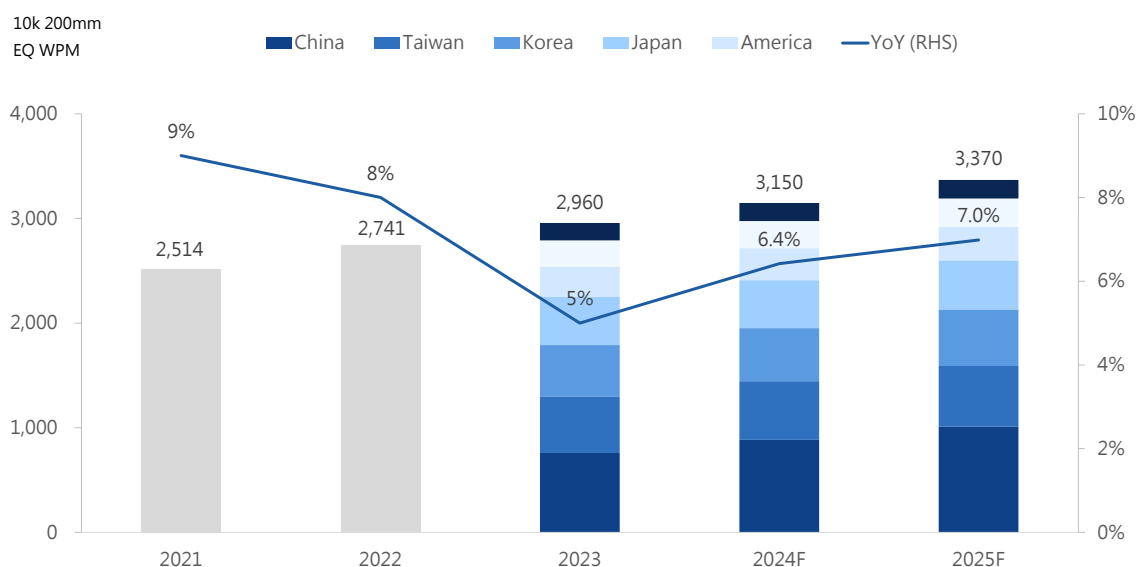
圖 16：全球 12 吋晶圓廠設備支出 2025 年將年增 17%



資料來源：SEMI、元大投顧

根據 SEMI 預估，2024 年將有 42 座新的半導體廠進入生產(vs. 2022/23 年 29/11 座)，約當 8 吋產能將由 2023 年 2,960 萬片上升至 2024/25 年 3,150/3,370 萬片(年增 6.4%/7%)，呼應半導體設備龍頭 ASML 認為產能建置仍為 2024/25 年推升半導體設備支出的重要動能之一，將使上品等主要跟隨產能建置的台系半導體供應鏈受惠。

圖 17：全球半導體約當 8 吋晶圓產能



資料來源：SEMI、元大投顧

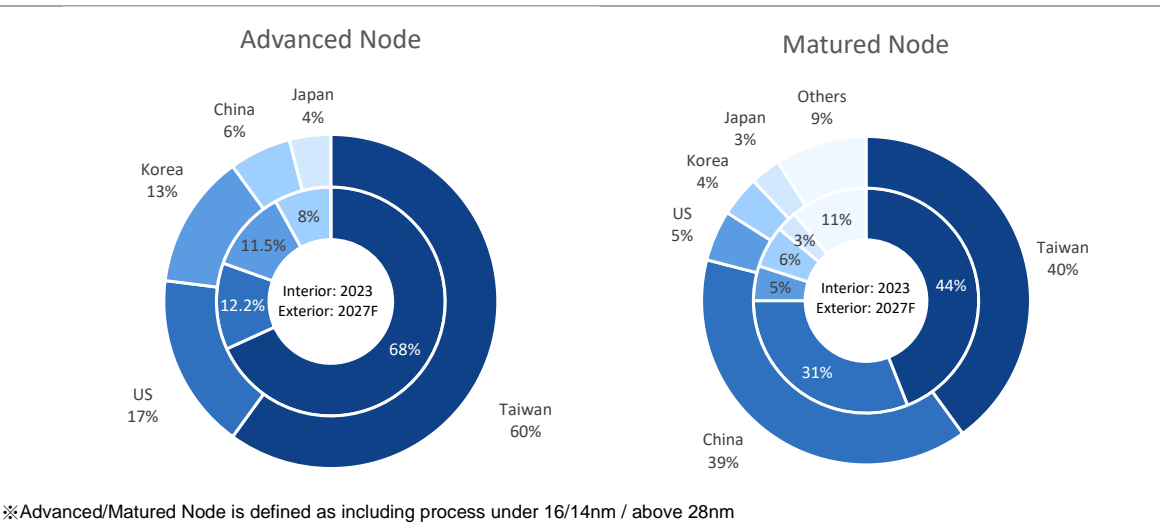
全球半導體供應鏈在地化趨勢，將使台系特化業者潛在市場和滲透率雙雙提升

自 2019 年起經歷疫情、美中科技戰、地緣政治等變化影響，各國意識到自建完整半導體供應鏈能帶來提高自主性、安全性和可控性，紛紛提出各項補助和扶植政策，將半導體產業從原本的全球化、供應鏈功能協作，朝向多區域、多生態競爭發展，我們認為半導體供應鏈在地化的趨勢對台系業者影響分為兩個面向：1) 建置更多區域化半導體產能，將提升既有半導體供應鏈潛在市場；2) 台系半導體廠積極推動供應鏈在地化，使本土供應鏈廠商滲透率提升。

1) 建置更多區域化半導體產能，將提升既有半導體供應鏈潛在市場

2023 年台灣和韓國分別佔全球半導體代工產能 46%/12%，為世界高度依賴的半導體製造據點，然在前段提及原因影響下，政府的激勵政策和補貼措施促使中國、美國和日本等國家進行大規模產能建置：美國政府的補貼政策及客戶邀約驅使台積電、三星和 Intel 等半導體大廠在當地進行先進製程佈局，TrendForce 預估美國先進製程代工產能市占率將由 2023 年 12%上升至 2027 年 17%、中國雖然在先進製程發展遭遇阻力，但在國家政策、大基金和內需市場的推動提升中國的晶片國產化能力下，成熟製程和記憶體產能發展快速，TrendForce 預估中國成熟製程產能市占率將由 2023 年 31%提升至 2027 年 39%、同時眾多半導體代工廠前往日本設立合資廠，均為各國建置區域化的半導體產能的實例，使台灣和韓國半導體代工產能市占率於 2027 年下滑至 41%/10%。

圖 18：區域化產能建置趨勢使半導體產能地區集中度降低



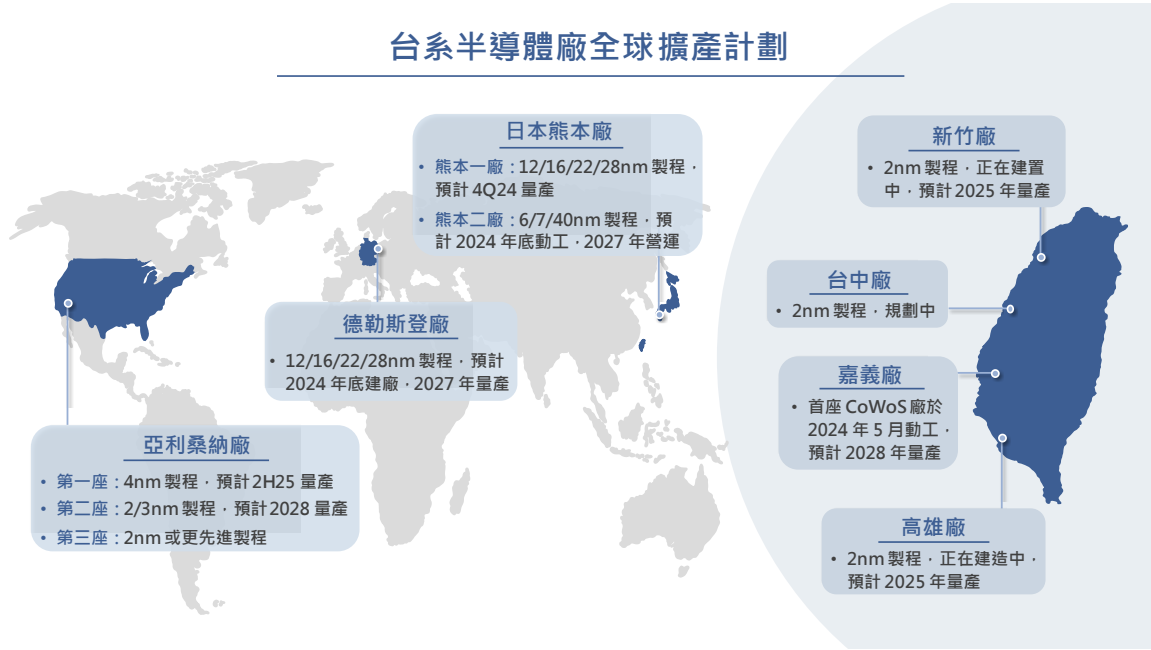
資料來源：TrendForce、元大投顧整理

圖 19：各國積極推動半導體補貼政策

國家	研發投資獎勵	租稅優惠	建廠補助
美國	●	●	●
中國	●	●	
歐盟	●		
日本	●		●
韓國	●	●	
印度	●		●
台灣	●	●	

資料來源：MIC、元大投顧

圖 20：台系半導體廠全球擴產計畫



資料來源：元大投顧整理

我們認為在各國建置自身半導體產能初期，由於當地供應鏈尚不完善或未符合高標準，仍將仰賴台灣、韓國等地已被龍頭廠採用之供應鏈，將帶動台灣化學品廠需求，待具經濟規模之後，台灣特用化學品廠亦有在當地設廠之意願和計畫(圖21)。

舉例而言，Intel 自 2019 年起積極發展晶圓代工事業，我們認為 Intel 為提升良率和優化成本，將更廣泛的接納台系半導體龍頭廠供應鏈，為台灣半導體設備/材料廠商帶來助益，尤其根據供應鏈訪談，美國化工產業品質較不穩定，為台灣廠商的競爭優勢。我們亦看到台灣特化廠商近年來有赴美設廠或是成立服務據點的趨勢，以在美國建立在地化半導體供應鏈支應台積電和 Intel 等大客戶生產據點。

圖 21：台灣化學品美國擴廠計畫

公司	地點	項目
李長榮化工	亞利桑那	● EIPA (電子級異丙醇)廠
長春石化	亞利桑那	● 亞利桑那廠區
關東鑫林	亞利桑那	● 亞利桑那廠區

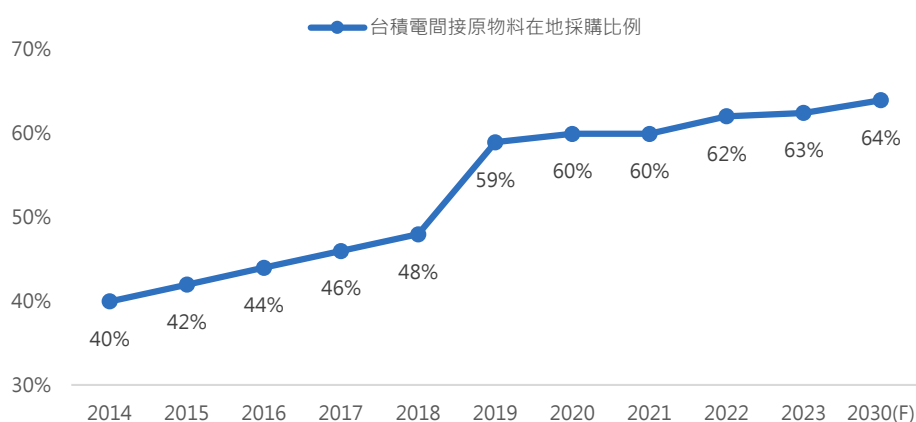
資料來源：元大投顧整理

2) 台系半導體廠積極推動供應鏈在地化，本土供應鏈廠商滲透率提升

我國經濟部長郭智輝表示，半導體攸關國安及經濟安全，隨著先進製程及封裝需求不斷擴大，將協助國內業者開發半導體關鍵設備、零組件及材料，目標於 2028 年先進封裝設備自主率達 25%，半導體材料自主率達 35%。以台積電為例，為提升供貨彈性、縮短新產品開發時間、減少不必要成本以確保對客戶的服務品質，自 2019 年起推行供應鏈在地化，扶持在地化設備、耗材供應商，根據其 CSR 報告，2018-2022 年間接原物料在地化採購比例自 48% 逐漸提升至 62%，目標至 2030 年達 64%。

受惠在地化趨勢，本土特化廠持續提升產品在國內半導體大廠的供貨占比，同時台灣半導體市場持續成長，亦推升相關供應鏈需求，我們觀察到台灣特化廠商近年展開擴廠計畫以因應大幅提升的需求(圖 22)。

圖 22：台積電間接原物料在地採購占比逐年提升



資料來源：台積電 CSR 報告書

圖 23：化學品台灣擴廠計畫

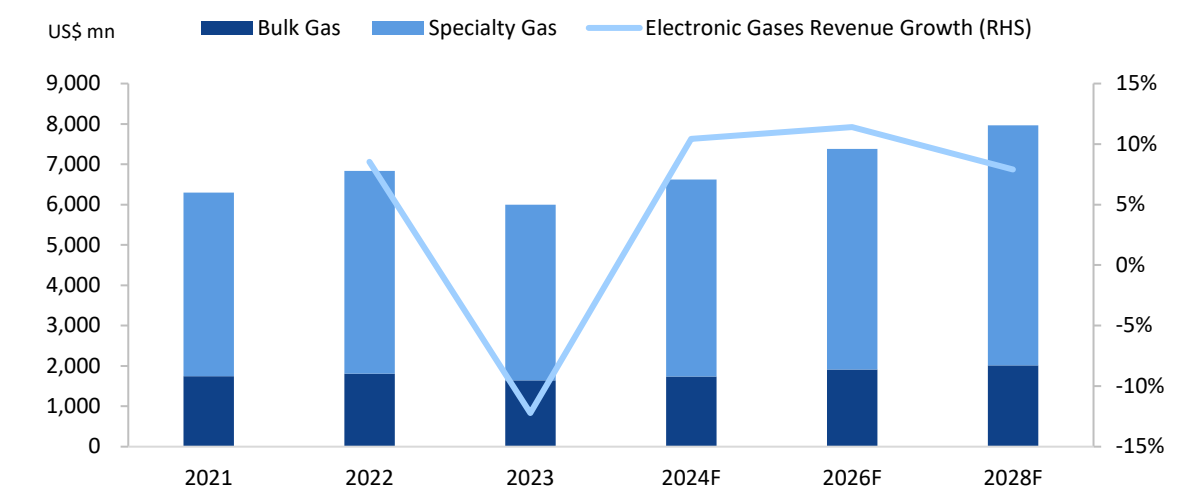
公司	地點	項目
勝一化工	台灣	● PM (丙二醇甲醚)二廠
中華化	台灣	● 電子級硫酸第五產線
中鋼+聯華林德	台灣	● 電子級氖氣
聯華氣體	高雄/桃園	● 高雄/桃園新廠房
Merck	高雄	● 薄膜/圖案化製程材料廠
法國液空(亞東工業氣體)	台灣	● 電子級氮氣/氧氣/氫氣廠(3 座)

資料來源：元大投顧整理

半導體產能擴充和製程演進，將持續推升特用化學品用量

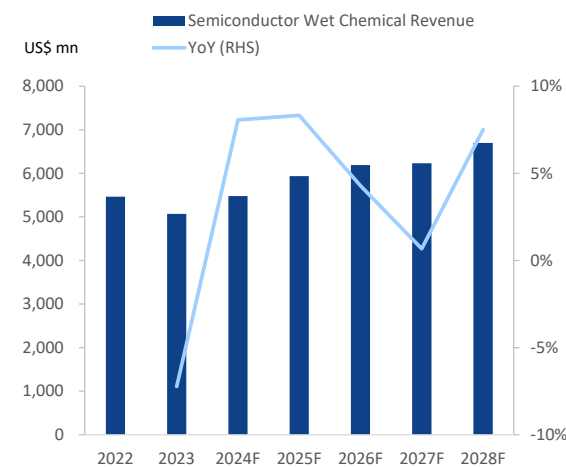
根據 TECHCET 預估，全球半導體材料市場將以 5.4% 的 CAGR 自 2023 年的 667 億美元成長至 2027 年的 870 億美元，其中氣體/液體化學品市場將在 2023-2028 年以約 5.8%/5.7% 的 CAGR 成長，增速略為高於整體材料產業，占半導體材料市場比重將由原先的 16% 提升至 18%，我們認為推升氣體等特用化學品占半導體材料市場比重的動力，主要在於晶片自身設計複雜化和半導體製程的微縮：隨著製成演進光罩層數不斷增加(由 7nm 的 4-5 層增加至 3nm 的 23-25 層)，同步帶動半導體製作過程中工序和層數的增加、整個晶圓製造過程中，反覆的清洗、曝光、蝕刻等工藝流程，均需要特用化學品進行相關處理，使各式化學品品項和用量持續提升，而隨著線寬微縮所帶來的高精確度要求，亦看到製造廠商對化學品的精確度、平滑度、耐熱度、潔淨度等等品質提出更高的標準，並對化學品要求具有更高的潔淨度。

圖 24：全球電子級氣體市場 2023-2028 年 CAGR 5.8%



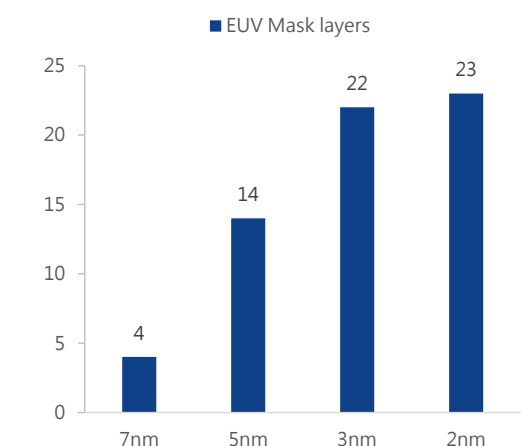
資料來源：TECHCET、元大投顧整理

圖 25：全球液體化學品市場 2023-2028 年 CAGR 5.7%



資料來源：TECHCET、元大投顧整理

圖 26：台積電光罩層數隨製成演進提高



資料來源：元大投顧整理

獲利調整與股票評價

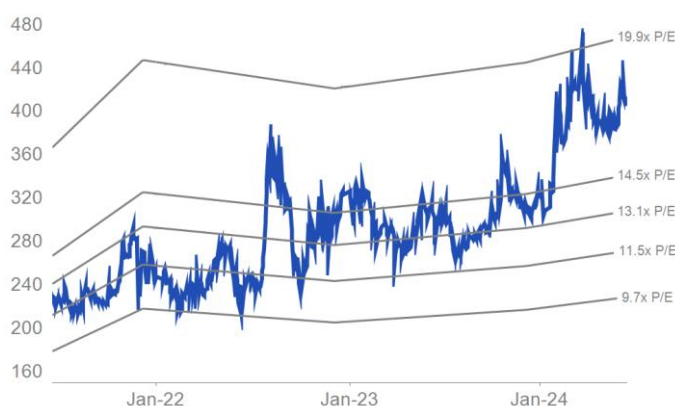
看好上品長線趨勢向上，給予買進評等，目標價 470 元

對上品持正面看法，主因 1) 台系客戶擴廠腳步加上在地化趨勢助攻，將帶動上品非中國地區營收；2) 往先進製程邁進有利上品提升其 ASP 和市佔；3) 美國地區受惠新舊客戶帶動，營收將重返成長；加上 4) 中國半導體自主化腳步未見放緩，預期嘉興廠開工率將維持 90%以上，將替其近期營運帶來動能；同時看好上品處於 1) 半導體資本支出重回成長軌道；2) 全球半導體供應鏈在地化，將使台系特化業者潛在市場和滲透率提升；和 3) 半導體製程演進，將持續推升特用化學品用量，同時對潔淨度要求提升，等長線趨勢上。

上品過去 3 年本益比位於 10-20 倍(平均 16 倍)，目前股價位於 16 倍 2025 年 EPS，考量上品在手訂單已自谷底回升，並預期 EPS 複合年增長率將在 2023-25 年呈 7.9%增長，2024/25 年 EPS 分別為 22.42/24.72 元，給予 19 倍本益比(相當於歷史區間上緣)，推得目標價 470 元，給予買進評等。

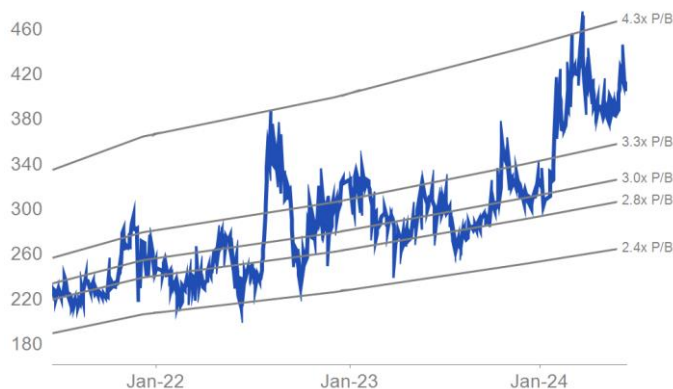
目前上品的台灣特化同業交易在 2025 年 EPS 的 16-24 倍，其國外特化同業則交易在 2025 年預期 EPS 的 10-31 倍。上品目前交易於 2025 年 EPS 的 16 倍，仍未高於國內外同業，我們相信上品和其台灣同業同樣將受益於供應鏈在地化趨勢，及台系客戶擴張軌跡使後續能見度提升，認為給予上品 19 倍的目標本益比當屬合理。

圖 27：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 28：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 29：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
上品	4770 TT	買進	405.5	983	21.22	22.42	24.72	19.1	18.1	16.4	(5.9)	5.7	10.2
國內同業													
光洋科	1785 TT	未評等	74.0	1,386	1.8	2.6	3.1	40.4	28.0	23.9	(22.0)	44.2	17.4
三福化	4755 TT	未評等	144.5	455	4.4	6.4	9.0	32.7	22.7	16.0	(47.7)	44.2	41.9
信紘科	6667 TT	未評等	209.5	315	7.2	8.6	9.3	29.2	24.5	22.6	40.5	19.5	8.1
國內同業平均					4.5	5.9	7.1	34.1	25.1	20.8	(9.7)	36.0	22.4
國際同業													
Air Products	APD	未評等	254.7	56,170	10.3	12.3	13.4	24.7	20.7	19.0	2.1	19.6	8.8
Air Liquide	AI FP	未評等	160.8	102,400	5.4	6.9	7.7	30.0	23.2	20.9	1.4	29.3	10.8
BASF	BAS GR	未評等	44.2	43,532	0.3	3.5	4.4	175.4	12.7	10.1	(136.3)	1277.5	25.5
DuPont	DD	未評等	78.5	33,026	1.1	3.4	4.2	71.5	22.9	18.6	(45.9)	212.9	22.7
3M	MMM	未評等	99.7	56,067	(12.6)	9.6	7.8	--	10.4	12.9	(223.7)	--	(18.9)
Entegris	ENTG	未評等	140.2	20,977	1.2	3.3	4.5	116.4	42.3	31.4	(17.9)	175.2	34.7
Valqua	7995 JP	未評等	3690.0	422	381.6	302.0	392.6	9.7	12.2	9.4	39.3	(20.9)	30.0
國際同業平均								71.3	20.6	17.5	(54.4)	282.3	16.2

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 30：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
上品	4770 TT	買進	405.5	983	23.8	21.6	21.5	93.27	103.72	115.02	4.4	3.9	3.5
國內同業													
光洋科	1785 TT	未評等	74.0	1,386	8.4	--	--	21.8	--	--	3.4	--	--
三福化	4755 TT	未評等	144.5	455	9.9	9.2	--	43.8	47.3	51.9	3.3	3.1	2.8
信紘科	6667 TT	未評等	209.5	315	22.1	21.1	21.2	33.9	--	--	6.2	--	--
國內同業平均					13.5	15.1	21.2	33.2	47.3	51.9	4.3	3.1	2.8
國際同業													
Air Products	APD	未評等	254.7	56,170	18.3	17.8	18.0	64.4	70.1	75.2	4.0	3.6	3.4
Air Liquide	AI FP	未評等	160.8	102,400	12.8	13.5	13.8	42.4	50.5	54.4	3.8	3.2	3.0
BASF	BAS GR	未評等	44.2	43,532	6.6	8.2	10.2	39.5	38.4	38.1	1.1	1.2	1.2
DuPont	DD	未評等	78.5	33,026	6.2	6.0	7.2	54.0	59.3	58.8	1.5	1.3	1.3
3M	MMM	未評等	99.7	56,067	52.2	80.4	67.7	8.7	11.8	14.4	11.5	8.4	6.9
Entegris	ENTG	未評等	140.2	20,977	12.0	12.5	16.2	22.7	24.9	28.4	6.2	5.6	4.9
Valqua	7995 JP	未評等	3690.0	422	16.3	11.5	--	2556.3	2757.3	2974.7	1.4	1.3	1.2
國際同業平均					17.8	21.4	22.2				4.2	3.5	3.1

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 31：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	1,479	1,589	1,543	1,641	1,621	1,705	1,728	1,753	6,252	6,806
銷貨成本	(811)	(921)	(875)	(929)	(911)	(955)	(948)	(958)	(3,537)	(3,772)
營業毛利	668	668	667	712	709	749	781	795	2,715	3,034
營業費用	(135)	(164)	(159)	(164)	(164)	(172)	(171)	(170)	(621)	(677)
營業利益	534	504	508	548	546	577	609	625	2,094	2,357
業外利益	50	20	12	12	12	12	12	12	93	48
稅前純益	583	524	520	560	558	589	621	637	2,187	2,405
所得稅費用	(94)	(110)	(88)	(106)	(89)	(124)	(106)	(115)	(398)	(433)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	490	414	431	453	468	466	516	522	1,789	1,972
調整後每股盈餘(NT\$)	6.14	5.19	5.41	5.69	5.87	5.84	6.47	6.55	22.42	24.72
調整後加權平均股數(百萬股)	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
重要比率										
營業毛利率	45.2%	42.0%	43.3%	43.4%	43.8%	44.0%	45.2%	45.3%	43.4%	44.6%
營業利益率	36.1%	31.7%	32.9%	33.4%	33.7%	33.9%	35.3%	35.6%	33.5%	34.6%
稅前純益率	39.4%	33.0%	33.7%	34.1%	34.4%	34.6%	36.0%	36.3%	35.0%	35.3%
稅後純益率	33.1%	26.1%	28.0%	27.6%	28.9%	27.3%	29.9%	29.8%	28.6%	29.0%
有效所得稅率	16.0%	21.0%	16.9%	18.9%	15.9%	21.1%	17.1%	18.1%	18.2%	18.0%
季增率(%)										
營業收入	14.8%	7.4%	-2.9%	6.4%	-1.2%	5.2%	1.3%	1.4%		
營業利益	12.2%	-5.5%	0.8%	7.9%	-0.4%	5.7%	5.5%	2.6%		
稅後純益	26.9%	-15.5%	4.1%	5.1%	3.3%	-0.4%	10.7%	1.2%		
調整後每股盈餘	26.3%	-15.5%	4.2%	5.1%	3.3%	-0.6%	10.8%	1.2%		
年增率(%)										
營業收入	-13.2%	8.5%	24.9%	27.4%	9.6%	7.3%	12.0%	6.8%	9.8%	8.9%
營業利益	-16.0%	4.1%	24.4%	15.2%	2.3%	14.5%	19.9%	14.1%	4.5%	12.6%
稅後純益	-9.0%	10.2%	12.4%	17.4%	-4.5%	12.6%	19.7%	15.2%	6.3%	10.2%
調整後每股盈餘	-9.8%	9.2%	12.2%	17.0%	-4.3%	12.5%	19.6%	15.1%	5.7%	10.2%

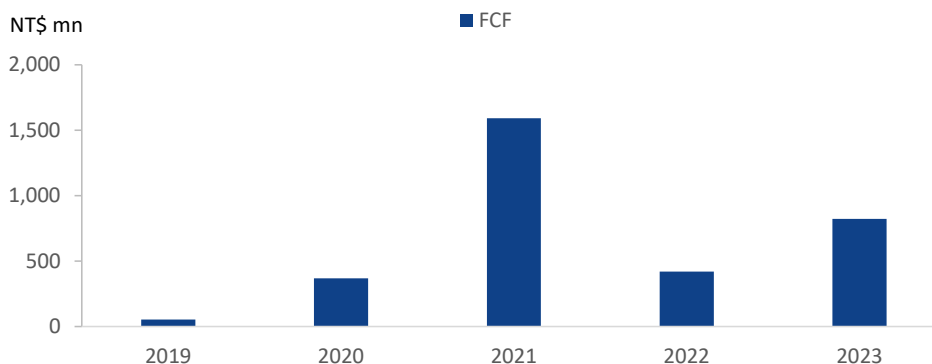
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

穩定的自由現金流入支撐上品健康之資產負債表

我們認為上品擁有健康的資產負債表，因公司自上市以來均擁有超過 10 億新台幣的淨現金，同時公司負債比呈現下降趨勢(2023 年 25% vs. 2018 年 39%)；預期 2025 年其淨現金部位將增至約 35.5 億新台幣(現金佔資產達 47% vs. 2018 年 14%)。與此同時，預期上品的資產負債表品質將逐步改善，主因該公司在我們的預測期內均能產生穩定的正自由現金流。

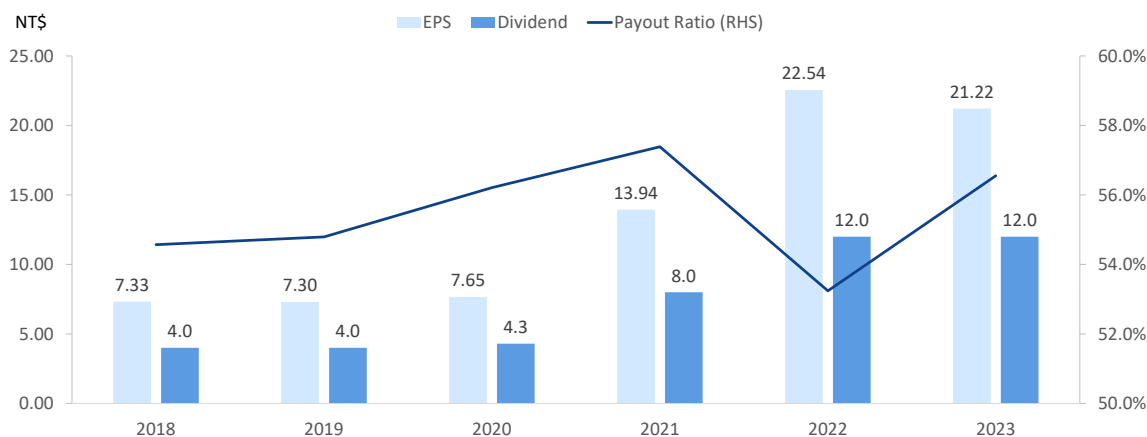
過去幾年間，隨著整體半導體產業和在地化趨勢的擴張，上品淨利以 19% CAGR 自 2018 年的 23.8 億元成長至 2023 年的 56.9 億元，中間雖經歷三次擴廠但公司廠房並非大型資本支出(於 18-23 年間均處於 0.5-5 億元間)，使上品始終維持自由現金流入，健康的自由現金流也支持上品的股利配發率於 2018-2023 年皆穩定維持在 54-57%區間。展望未來，隨著上品營運將於 2024-25 年重返成長，且公司短期內並沒有擴廠計畫，預期上品資本支出將低於前幾年平均 3 億水準，且整體仍呈自由現金流入，並預估 2024/2025 年配發股利將達 13.5 元/14.5 元。

圖 32：上品始終維持自由現金流入



資料來源：TEJ、元大投顧

圖 33：股利配發率穩定在 54%-57%區間

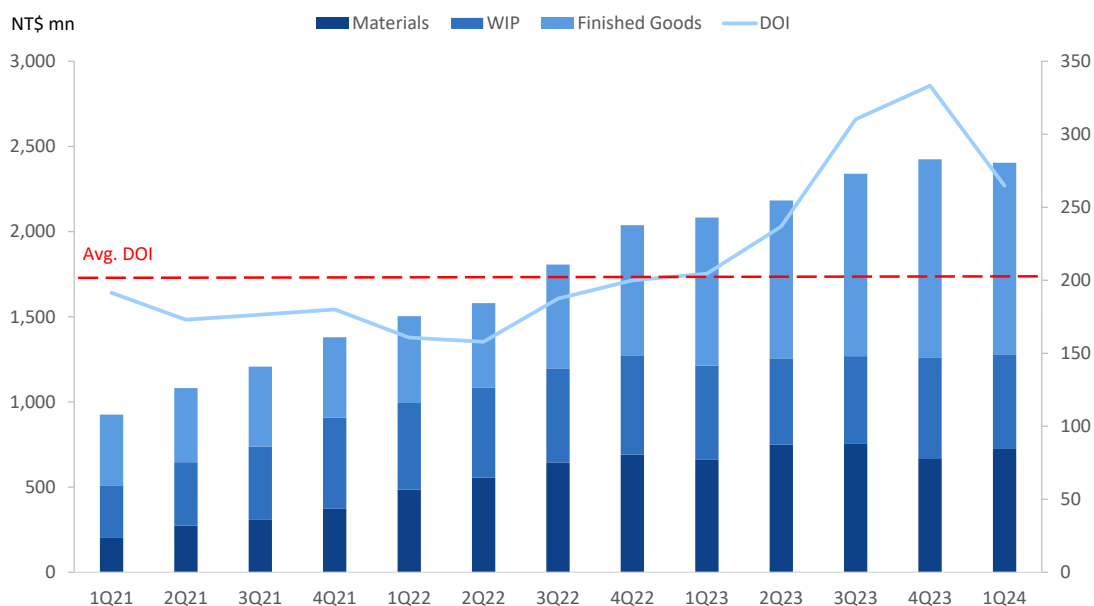


資料來源：TEJ、元大投顧

存貨週轉天數隨營運步出谷底已開始下降

上品存貨金額 1Q21 起緩步提高，天數卻維持穩定，主因營收受惠下游客戶擴廠及晶片需求提升帶來的化學品用量提升，帶動桶槽、槽車等內襯設備需求持續提升，然而自 1Q23 開始存貨週轉天數大幅上升，遠高於過去 5 年之平均 202 天，主因半導體客戶訂單受市況衰退而遞延出貨，使上品的製成品存貨金額 4Q22-4Q23 成長超過 50% (同期間原料/在製品存貨金額僅減少 4%/增加 3%)，存貨週轉天數一度超過 300 天，不過隨客戶於 1Q24 重啟拉貨，存貨週轉天數已見下降，預期後續將會隨遞延訂單持續去化、客戶重啟拉貨使存貨週轉天數回歸平均水準。

圖 34：存貨金額與存貨天數圖

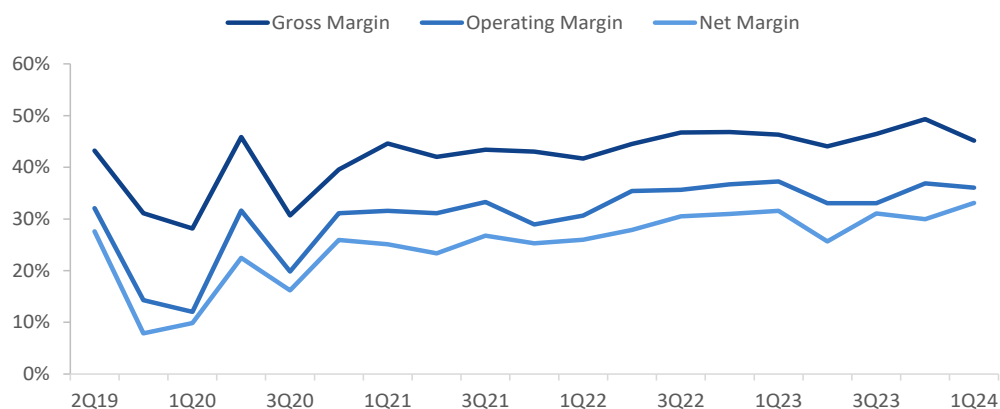


資料來源：TEJ、元大投顧

客製化和一條龍服務使其毛利率高於同業並具轉嫁能力

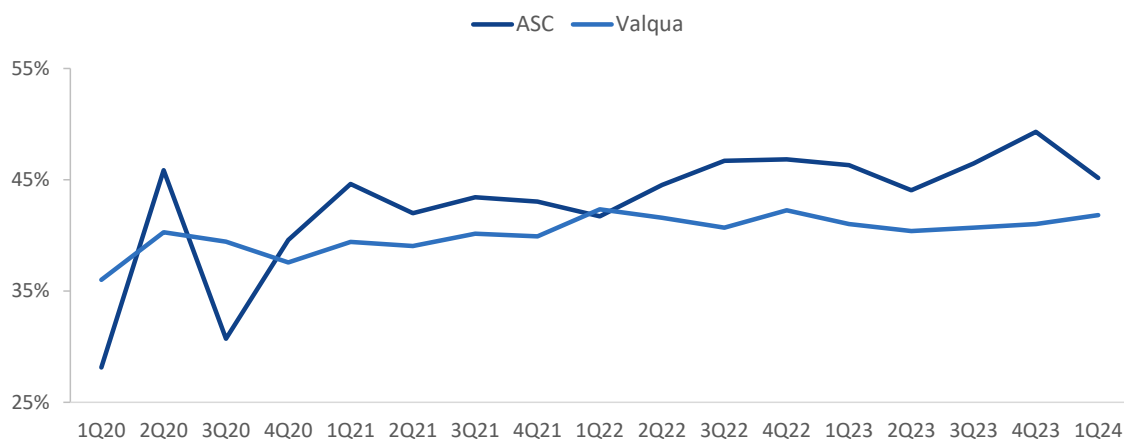
PTFE/PFA 和不鏽鋼等原材料各佔上品成本約 35%，所幸上品之產品多為客製化產品，公司於新接訂單時能反映最新原料價格，因此上品成本之毛利率鮮少受到原物料價格影響，我們認為產品組合及產能利用率仍為主要影響因素；此外，觀察上品營運進入一定規模後(1Q21 起單季營收皆超 8 億元)毛利率均可穩定維持 40% 以上，對比日本同業 Valqua 同期間毛利率僅能維持在約 40%，主因 1) 上品具有自鐵氟龍顆粒原料加工至終端產品的一條龍整合能力；2) 上品亦販售之半成品或材料(因缺少鐵件而毛利率較高)給予同業較佳之產品組合。

圖 35：上品三率維持良好水準並緩步爬升



資料來源：TEJ、元大投顧

圖 36：上品與 Valqua 毛利率比較

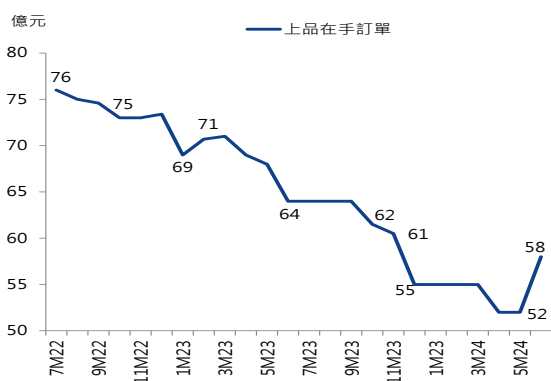


資料來源：TEJ、元大投顧

公司簡介

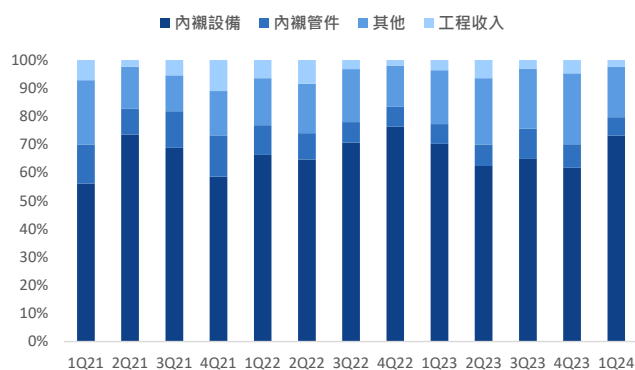
上品於 1981 年成立，該公司配合 IC 及 TFT-LCD 產業對電子級化學品嚴苛的品質需求，建構各等級的無塵室，提供各種氟素樹脂成型品，採用 PTFE、PFA、FEP、ETFE、PVDF 等材料，提供塗層(coating)、鋼鐵業酸洗槽(Tank lining)、石化工業鐵氟龍管路系統及零件(pipe & fitting lining)、射出零件(injection parts)、擠型(Extrusion)等產品，擁有國內氟素樹脂最多種類的成型技術，也獲得最多國內外專利。上品工廠位於桃園及彰濱，強大的研發及工程團隊，可提供 IC、TFT-LCD 及化工工廠各種廠務端設備、製程設備及零件、運送槽車、工程規劃與施工等。相較其他公司產品用途較為單一，上品競爭優勢在於研發鐵氟龍的應用端，自製率高達 80-90%，可望開創新應用、新市場。以 1Q24 應用占比而言，半導體相關佔比約 94%、化工 5%。銷售地區則為中國 44%/台灣 29%/美國 21%/其他 6%。

圖 37：上品在手訂單



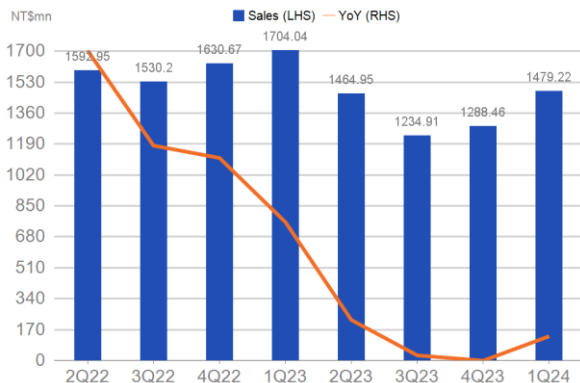
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 38：營收組成



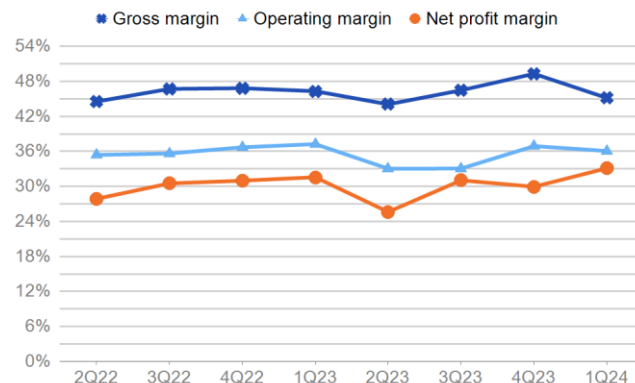
資料來源：公司資料

圖 39：營收趨勢



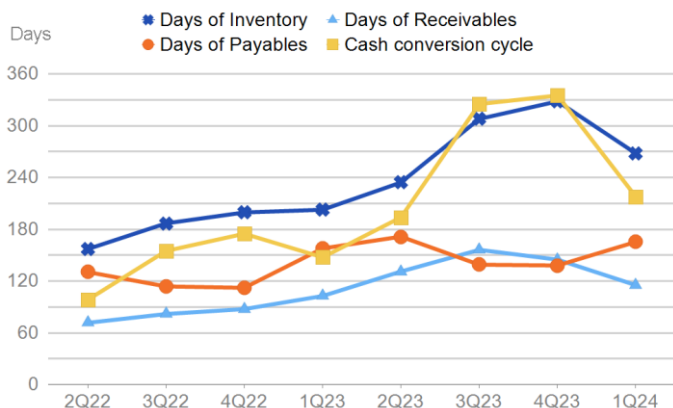
資料來源：CMoney、公司資料

圖 40：毛利率、營益率、淨利率



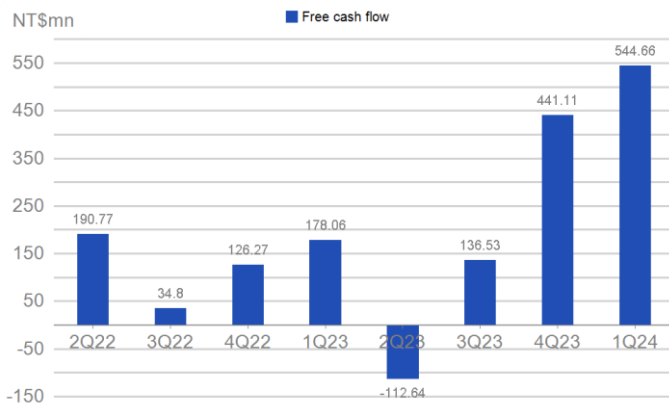
資料來源：CMoney、公司資料

圖 41：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 42：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- ▶ **ESG 總分**：上品整體的 ESG 風險評級屬於中度風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略為落後的位置，但在泛用化學品行業的公司中排名落在同業平均。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：上品的整體曝險屬於中等水準，與泛用化學品行業的平均水準相近。公司較需要改善的 ESG 議題包含商業道德以及排放、廢水和廢棄物問題。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：上品在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。該公司的資訊揭露力度很大，顯示該公司對投資者和公眾高度負責。它有一些舉措來管理與重大 ESG 議題相關的風險，但該公司缺乏關鍵領域的政策和計劃。儘管如此，該公司並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 43：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	29.0
在 ESG 議題上的曝險 (A)	44.1
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	38.4
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	49

資料來源：Sustainalytics (2024/7/10)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

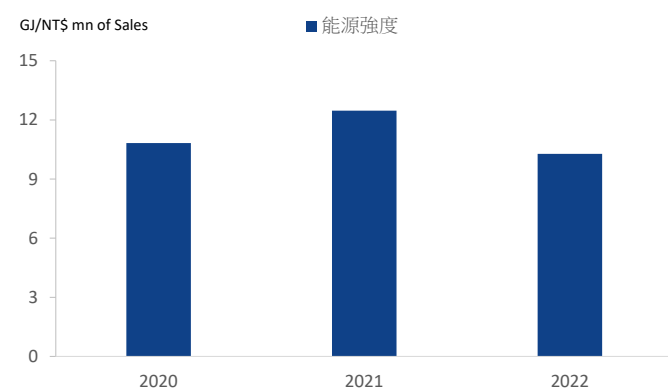
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

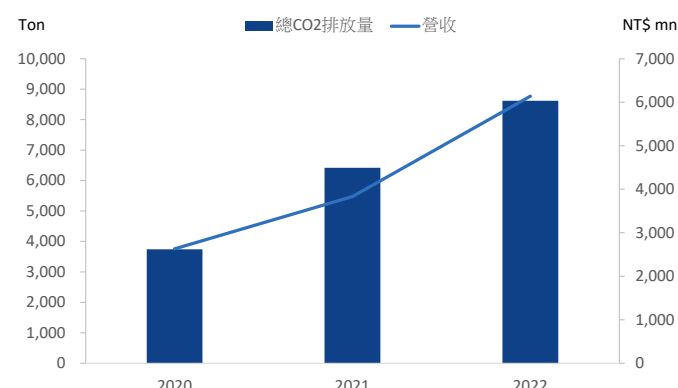
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 44：能源強度



資料來源：公司資料

圖 45：總 CO2 排放量



資料來源：公司資料

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	3,720	3,365	3,363	4,570	5,619
存貨	1,380	2,037	2,425	2,032	2,102
應收帳款及票據	1,029	1,734	1,972	2,139	2,149
其他流動資產	484	531	342	342	342
流動資產	6,614	7,667	8,101	9,083	10,211
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	1,428	1,706	1,725	1,741	1,724
無形資產	6	7	7	3	(2)
其他非流動資產	103	149	137	110	6
非流動資產	1,538	1,862	1,869	1,854	1,728
資產總額	8,152	9,529	9,970	10,937	11,939
應付帳款及票據	477	552	441	489	503
短期借款	50	0	0	0	0
什項負債	1,455	1,773	1,566	1,566	1,566
流動負債	1,982	2,325	2,007	2,055	2,069
長期借款	541	371	428	516	603
其他負債及準備	92	102	93	93	93
長期負債	633	473	521	608	696
負債總額	2,615	2,799	2,527	2,663	2,765
股本	785	790	798	798	798
資本公積	2,004	2,022	2,040	2,040	2,040
保留盈餘	2,792	3,939	4,680	5,511	6,412
什項權益	(45)	(21)	(75)	(75)	(75)
歸屬母公司之權益	5,537	6,730	7,443	8,273	9,175
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	5,537	6,730	7,443	8,273	9,175

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	966	1,776	1,683	1,789	1,972
折舊及攤提	98	118	168	168	197
本期營運資金變動	(406)	(1,229)	(360)	274	(66)
其他營業資產 及負債變動	826	210	(662)	0	0
營運活動之現金流量	1,484	875	829	2,230	2,102
資本支出	(428)	(383)	(186)	(180)	(175)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	536	(74)	180	27	104
投資活動之現金流量	108	(456)	(6)	(153)	(71)
股本變動	97	5	7	0	0
本期負債變動	(396)	(178)	88	88	88
現金增減資	1,995	0	0	0	0
支付現金股利	(296)	(628)	(948)	(958)	(1,071)
其他調整數	(74)	11	8	0	0
融資活動之現金流量	1,326	(791)	(846)	(870)	(983)
匯率影響數	(3)	17	20	0	0
本期產生現金流量	2,915	(355)	(3)	1,207	1,049
自由現金流量	1,056	493	643	2,050	1,927

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	3,834	6,138	5,692	6,252	6,806
銷貨成本	(2,177)	(3,373)	(3,048)	(3,537)	(3,772)
營業毛利	1,657	2,765	2,644	2,715	3,034
營業費用	(463)	(633)	(641)	(621)	(677)
推銷費用	(186)	(254)	(252)	(255)	(274)
研究費用	(107)	(158)	(154)	(153)	(165)
管理費用	(172)	(227)	(222)	(225)	(238)
其他費用	2	6	(13)	12	0
營業利益	1,194	2,132	2,003	2,094	2,357
利息收入	15	31	56	52	55
利息費用	(6)	(4)	(6)	(6)	(6)
利息收入淨額	10	27	50	46	49
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(14)	18	(1)	42	0
其他業外收入(支出)淨額	(1)	5	29	6	0
稅前純益	1,188	2,182	2,081	2,187	2,405
所得稅費用	(222)	(406)	(398)	(398)	(433)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	966	1,776	1,683	1,789	1,972
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,289	2,304	2,255	2,262	2,554
調整後每股盈餘 (NT\$)	13.94	22.54	21.22	22.42	24.72

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	45.7	60.1	(7.3)	9.8	8.9
營業利益	78.8	78.6	(6.1)	4.5	12.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	82.8	78.7	(2.1)	0.3	12.9
稅後純益	83.6	83.8	(5.2)	6.3	10.2
調整後每股盈餘	82.2	61.7	(5.9)	5.7	10.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	43.2	45.1	46.5	43.4	44.6
營業利益率	31.2	34.7	35.2	33.5	34.6
稅前息前淨利率	30.8	35.5	36.5	33.5	34.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	33.6	37.5	39.6	36.2	37.5
稅前純益率	31.0	35.5	36.6	35.0	35.3
稅後純益率	25.2	28.9	29.6	28.6	29.0
資產報酬率	15.0	20.1	17.3	16.4	16.5
股東權益報酬率	23.0	29.0	23.8	21.6	21.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	47.2	41.6	34.0	32.2	30.1
淨負債權益比(%)	(56.5)	(44.5)	(39.4)	(49.0)	(54.7)
利息保障倍數 (倍)	210.8	583.3	352.1	366.0	402.4
流動比率 (%)	333.7	329.7	403.7	442.0	493.7
速動比率 (%)	264.0	242.1	282.9	343.1	392.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(3,130)	(2,994)	(2,934)	(4,054)	(5,015)
調整後每股淨值 (NT\$)	70.53	85.19	93.27	103.72	115.02
評價指標 (倍)					
本益比	29.1	18.0	19.1	18.1	16.4
股價自由現金流量比	30.7	65.9	50.5	15.8	16.8
股價淨值比	5.8	4.8	4.4	3.9	3.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	25.2	14.1	14.4	14.3	12.7
股價營收比	8.5	5.3	5.7	5.2	4.8

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

上品 (4770 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.