

2024 年 9 月 18 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 370.50 元  
目標價  
3 個月 407.00 元  
12 個月 407.00 元

## 上品(4770 TT)

Trading Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元) 800  
市值(億元) 296  
目前每股淨值(元) 93.35  
外資持股比(%) 10.79  
投信持股比(%) 2.62  
董監持股比(%) 25.23  
融資餘額(張) 1,704  
現金股息配發率(%) 56.55

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢

— 4770 — TWSE



上品在半導體先進製程供應鏈中具備特殊地位，2025 年迎來穩定成長。

**投資建議：**基於(1)2H24-1H25 主要動能來自台灣市場，隨半導體先進製程產能增加成長，毛利率維持穩定在四成以上。(2)美國市場 1H25 成長，僅中國市場產業洗牌影響毛利率。(3)預估 2025 年 EPS23.93 元為評價基礎，建議 PER 17X，目標價 407 元。

### 2H24 預計持平，1H25 隨 2nm 建廠進度成長：

2Q24 營收 15.88 億元，QOQ+7.4%、YOY+8.4%。毛利率降至 41.5%，主要是受到產品組合變動與中國市場激烈競爭的影響。稅後淨利 4 億元，與 1Q 相比減少 18.3%，但 YOY+7%，營業利率在 32%左右。

目前在手訂單約 46 億元，展望 2H24 預計營收與 1H24 相當，1H25 保持穩定成長，2H25 可能較緩。毛利率可能下滑但維持在 40% 以上。台灣廠稼動率 2Q-3Q 接近滿載，預計 4Q 達 90% 以上。中國嘉興廠 3Q 滿載，4Q 稼動率約為 90%。

### 台灣市場為主要成長動能，整體毛利率維持高檔：

2025 年台灣市場為主要成長動力，2nm 製程擴建計畫帶動化學品和內襯設備的需求上升，理論上可以提升毛利率。然而 T 公司會要求供應鏈保持價格競爭力。因此即便需求量增加，仍需在價格上保持競爭力。

### 美國 1H25 穩定回升，中國競爭激烈 2H24-2025 持續洗牌：

美國市場記憶體廠訂單回升帶動業績成長，1H25 公司參與 DRAM 廠大型建案，電子級化學品設備的需求增加，2H25 則取決於大型建廠專案的進度和是否能夠順利推進。

中國毛利率低 3-4%，競爭主要集中在電子級化學品領域，大量本土廠商湧現內卷嚴重，2H24 至 2025 年初上品在中國的毛利率可能下降。隨著市場洗牌，電子級化學品需求將更加集中。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	5,692	6,380	7,030	1,465	1,235	1,288	1,479	1,589	1,642	1,671	1,854	1,778
營業毛利淨額	2,644	2,687	2,887	646	574	635	668	660	673	686	764	731
營業利益	2,003	2,093	2,270	484	408	476	534	509	518	532	610	576
稅後純益	1,683	1,776	1,914	376	383	386	490	400	437	449	514	485
稅後 EPS(元)	21.04	22.20	23.93	4.70	4.79	4.82	6.12	5.00	5.47	5.61	6.43	6.07
毛利率(%)	46.45%	42.11%	41.07%	44.07%	46.47%	49.30%	45.16%	41.53%	41.00%	41.05%	41.20%	41.10%
營業利益率(%)	35.19%	32.80%	32.29%	33.05%	33.07%	36.91%	36.07%	32.03%	31.56%	31.84%	32.93%	32.38%
稅後純益率(%)	29.57%	27.84%	27.23%	25.64%	31.05%	29.95%	33.12%	25.20%	26.64%	26.86%	27.75%	27.30%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-7.26%	12.08%	10.19%	-14.03%	-15.70%	4.34%	14.81%	7.40%	3.33%	1.77%	10.96%	-4.07%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-5.22%	5.53%	7.76%	-30.21%	2.08%	0.64%	26.94%	-18.27%	9.23%	2.63%	14.61%	-5.63%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 8.00 億元計算。

2024 年 9 月 18 日

## ESG：

上品制定多項 ESG 目標，並逐年強化執行。2023 年，公司透過智能化水資源管理系統，節省超過 27,300 噸的水，並在節能方面減少 184 萬度的電力消耗。公司同時推動自發自用的太陽能發電計劃，預計 2024 年將建設 252kW 的太陽能系統，並在 2025 年進一步擴大其太陽能自發電的使用比例。

## 上品公司簡介：

上品(4770 TT)專注於鐵氟龍內襯設備的生產與加工，產品線涵蓋鐵氟龍內襯設備、管件及應用材料等，2Q24 鐵氟龍內襯設備的營收占比達 69.4%，管件占 7.1%，其他應用材料占 13.8%，工程收入占 9.7%。

2Q24 營收占比來自台灣 34.6%、中國 40.5%、美國 24.5%。半導體產業是上品的核心客戶，占總營收的 88.1%，其次為化工產業占 10.5%，並逐漸擴展至更多電子級化學品及半導體封裝應用。

## 2H24 預計持平，1H25 隨 2nm 建廠進度成長：

2Q24 營收 15.88 億元，QOQ+7.4%、YOY+8.4%。毛利率降至 41.5%，較 1Q 下降 3.6 個百分點，主要是受到產品組合變動與中國市場激烈競爭的影響。稅後淨利 4 億元，與 1Q 相比減少 18.3%，但 YOY+7%。整體營業利率在 32% 左右，營業費用約占營收的 10%，相對穩定。業外收入 2900 萬元，主要來自利息收入與匯兌利益，整體來說保持相對穩定的盈利能力。

目前在手訂單約 46 億元，展望 2H24 預計營收與 1H24 相當，毛利率可能下滑但維持在 40% 以上。台灣廠稼動率 2Q-3Q 接近滿載，預計 4Q 達 90% 以上。中國嘉興廠 3Q 滿載，4Q 稼動率約為 90%，現有產能將通過調整班次和擴大運作時數以應對需求。

預期 1H25 保持穩定成長，2H25 可能較緩。根據市場預測，全球半導體晶圓產能在 2024 年與 2025 年將分別增長 6% 與 7%，受益於全球半導體產能的擴張，尤其是台灣 2nm 製程擴產將帶來大量需求，為營收主要成長動能，毛利率方面預期維持在 40% 以上。

另外，美國市場在記憶體廠的訂單回升後，DRAM 設備需求增加預計，1H25。中國市場競爭激烈，毛利率比台灣市場低 3-4%，隨著產業洗牌過後，高品質 PFA 供應鏈仍可維持穩定獲利。

## 台灣市場為主要成長動能，整體毛利率維持高檔：

台灣市場在 2025 年將成為公司最重要的成長動力，2nm 製程擴建計畫，預計會帶動化學品和內襯設備的需求上升。2nm 製程品質要求更高，隨著建廠進度推進，需求量在 2025 年將進一步上升。

2nm 製程將帶來大量高端需求，理論上可以提升毛利率。然而 T 公司作為主要客戶，成本控制非常嚴格，並且會要求供應鏈保持價格競爭力。因此，即便需求量增加，公司也不能過於樂觀，仍需在價格上保持競爭力

## 美國市場 1H25 穩定回升：

美國市場在 2024 年已經顯現復甦跡象，記憶體廠訂單回升帶動業績成長。

2024 年 9 月 18 日

1H25 公司參與 DRAM 廠大型建案，電子級化學品設備的需求增加，2H25 則取決於大型建廠專案的進度和是否能夠順利推進。

## 中國 PFA 市場競爭激烈，2H24-2025 持續洗牌：

中國市場毛利率比台灣市場低 3-4%，競爭主要集中在電子級化學品領域，隨著大量本土廠商的湧現，市場內卷嚴重。2H24 至 2025 年初，由於中國本土廠商進入市場，上品在中國的毛利率可能進一步下降。儘管如此，預計隨著 2025 年市場的洗牌，電子級化學品需求將更加集中於具備技術實力的廠商。

**投資建議：**基於(1)2H24-1H25 主要動能來自台灣市場，隨半導體先進製程產能增加成長，毛利率維持穩定在四成以上。(2)美國市場 1H25 成長，僅中國市場產業洗牌影響毛利率。(3)預估 2025 年 EPS23.93 元為評價基礎，建議 PER 17X，目標價 407 元。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 9 月 18 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	8,152	9,529	9,970	11,383	12,369
流動資產	6,614	7,667	8,101	8,491	10,860
現金及約當現金	3,720	3,365	3,363	3,623	4,572
應收帳款與票據	1,029	1,734	1,972	1,724	2,805
存貨	1,380	2,037	2,425	2,374	3,629
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	1,428	1,706	1,725	1,638	1,614
<b>負債總計</b>	<b>2,615</b>	<b>2,799</b>	<b>2,527</b>	<b>3,071</b>	<b>3,153</b>
流動負債	1,982	2,325	2,007	2,254	2,707
應付帳款及票據	477	552	441	739	607
非流動負債	633	473	521	518	280
<b>權益總計</b>	<b>5,537</b>	<b>6,730</b>	<b>7,443</b>	<b>8,312</b>	<b>9,216</b>
普通股股本	<b>785</b>	<b>790</b>	<b>798</b>	<b>800</b>	<b>800</b>
保留盈餘	2,792	3,939	4,680	5,549	6,453
母公司業主權益	5,537	6,730	7,443	8,311	9,215
<b>負債及權益總計</b>	<b>8,152</b>	<b>9,529</b>	<b>9,970</b>	<b>11,383</b>	<b>12,369</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	3,834	6,138	5,692	6,380	7,030
營業成本	2,177	3,373	3,048	3,693	4,143
<b>營業毛利淨額</b>	1,657	2,765	2,644	2,687	2,887
營業費用	463	633	641	594	617
<b>營業利益</b>	1,194	2,132	2,003	2,093	2,270
<b>EBITDA</b>	1,273	2,273	2,199	2,193	2,201
業外收入及支出	-6	19	23	125	97
稅前純益	1,188	2,182	2,081	2,217	2,367
所得稅	222	406	398	441	452
稅後純益	966	1,776	1,683	1,776	1,914
稅後 EPS(元)	12.08	22.20	21.04	22.20	23.93
完全稀釋 EPS**	12.08	22.20	21.04	22.20	23.93

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 8.00【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 8.00 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	45.72%	60.11%	-7.26%	12.08%	10.19%
營業毛利淨額	69.31%	66.90%	-4.39%	1.61%	7.46%
營業利益	78.83%	78.55%	-6.06%	4.47%	8.48%
稅後純益	83.57%	83.80%	-5.22%	5.53%	7.76%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	43.22%	45.05%	46.45%	42.11%	41.07%
EBITDA(%)	33.22%	37.03%	38.63%	34.37%	31.31%
營益率	31.15%	34.74%	35.19%	32.80%	32.29%
稅後純益率	25.21%	28.93%	29.57%	27.84%	27.23%
總資產報酬率	11.85%	18.64%	16.88%	15.61%	15.48%
股東權益報酬率	17.45%	26.39%	22.62%	21.37%	20.77%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	32.08%	29.37%	25.35%	26.98%	25.49%
負債/淨值比(%)	47.24%	41.58%	33.96%	36.94%	34.21%
流動比率(%)	333.67%	329.71%	403.70%	376.70%	401.24%

## 其他比率分析

存貨天數	187.74	184.94	267.15	237.10	264.41
應收帳款天數	92.68	82.16	118.80	105.71	117.58

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	1,484	875	829	2,477	1,555
稅前純益	1,188	2,182	2,081	2,217	2,367
折舊及攤銷	98	118	168	142	155
營運資金變動	-434	-1,287	-736	597	-2,469
其他營運現金	631	-138	-684	-480	1,502
<b>投資活動現金</b>	108	-456	-6	-1,370	1,163
資本支出淨額	-411	-381	-189	-261	-196
長期投資變動	176	55	5	0	0
其他投資現金	343	-131	179	-1,109	1,359
<b>籌資活動現金</b>	1,326	-791	-846	-847	-1,769
長借/公司債變動	138	-128	88	-2	-238
現金增資	1,995	0	0	0	0
發放現金股利	-296	-628	-948	-907	-1,010
其他籌資現金	-510	-34	15	63	-520
<b>淨現金流量</b>	2,915	-355	-3	260	949
<b>期初現金</b>	805	3,720	3,365	3,363	3,623
<b>期末現金</b>	3,720	3,365	3,363	3,623	4,572

資料來源：CMoney、群益

2024 年 9 月 18 日

## 季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	1,704	1,465	1,235	1,288	1,479	1,589	1,642	1,671	1,854	1,778	1,657	1,741
營業成本	915	819	661	653	811	929	969	985	1,090	1,047	979	1,026
營業毛利淨額	789	646	574	635	668	660	673	686	764	731	678	714
營業費用	154	161	165	160	135	151	155	154	153	155	154	154
營業利益	635	484	408	476	534	509	518	532	610	576	524	560
業外收入及支出	17	9	49	2	50	29	23	23	25	24	23	24
稅前純益	652	494	458	477	583	538	541	555	636	600	546	584
所得稅	114	118	74	92	94	138	103	106	122	115	104	112
稅後純益	538	376	383	386	490	400	437	449	514	485	442	472
最新股本	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800
稅後EPS(元)	6.73	4.70	4.79	4.82	6.12	5.00	5.47	5.61	6.43	6.07	5.52	5.91

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	46.32%	44.07%	46.47%	49.30%	45.16%	41.53%	41.00%	41.05%	41.20%	41.10%	40.91%	41.04%
營業利益率(%)	37.26%	33.05%	33.07%	36.91%	36.07%	32.03%	31.56%	31.84%	32.93%	32.38%	31.59%	32.18%
稅後純益率(%)	31.58%	25.64%	31.05%	29.95%	33.12%	25.20%	26.64%	26.86%	27.75%	27.30%	26.67%	27.14%

## QoQ(%)

營業收入淨額	4.50%	-14.03%	-15.70%	4.34%	14.81%	7.40%	3.33%	1.77%	10.96%	-4.07%	-6.79%	5.03%
營業利益	6.05%	-23.75%	-15.63%	16.43%	12.19%	-4.62%	1.81%	2.66%	14.77%	-5.70%	-9.04%	6.99%
稅前純益	9.15%	-24.33%	-7.24%	4.28%	22.20%	-7.78%	0.49%	2.63%	14.61%	-5.63%	-8.95%	6.91%
稅後純益	6.50%	-30.21%	2.08%	0.64%	26.94%	-18.27%	9.23%	2.63%	14.61%	-5.63%	-8.95%	6.91%

## YoY(%)

營業收入淨額	23.10%	-8.04%	-19.30%	-20.99%	-13.19%	8.44%	32.93%	29.66%	25.32%	11.93%	0.96%	4.20%
營業利益	49.59%	-14.14%	-25.10%	-20.56%	-15.96%	5.12%	26.86%	11.86%	14.42%	13.12%	1.06%	5.32%
稅前純益	46.46%	-12.28%	-20.53%	-20.10%	-10.55%	9.01%	18.09%	16.22%	9.00%	11.54%	1.06%	5.27%
稅後純益	49.73%	-15.43%	-17.89%	-23.63%	-8.98%	6.58%	14.04%	16.29%	5.00%	21.23%	1.06%	5.27%

註1：稅後EPS以股本8.00億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。



## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。