

2024 年 10 月 25 日

研究員：吳健鈺 A51755@cim.capital.com.tw

前日收盤價 132.50 元

目標價

3 個月 146.00 元

12 個月 146.00 元

三福化(4755 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

半導體相關營收占比達 25% 以上，TMAH 即將開始認證

投資建議：基於(1) 成功打入半導體供應鏈，先進封裝需求持續成長。(2) 基礎化學品 pHBA 應用於耐高溫高頻的通訊領域，2025 年將迎來漲價契機。(3) TMAH 預計 2H25 貢獻較大營收。(3) 預估 2025 年 EPS 5.85 元為評價基礎，建議 PER 24X，目標價 146 元。

3Q24 營收 12.4 億元，預估毛利率 21.5%，EPS1.12 元：

2024 年前三季營收 31.7 億元，YOY-3%，主要原因是 03/2024 停止代理毛利較低的光阻產品，若扣除影響營收實際 YOY+5%。停止代理業務使得毛利損失約 7%，通過優化產品結構，逐步彌補代理業務退出後的部分毛利損失。

展望 2025 年主要成長動能包括：TMAH 於 2H25 加速成長。CoWoS 和 InFO 等先進封裝需求強勁，預計 2025 年將持續成長，帶動三福化 Stripper 等相關產品銷售。若 2Q25 通訊產品需求回升，帶動 pHBA 需求，有機會調漲產品價格。

新興化學品 TMAH 回收成長迅速，二廠已開始出貨台系客戶，客戶驗證 2025 年底完成：TMAH 佔營收 13%，1H24 YOY+40%。回收量從 1Q 的 4,600 噸增長至 2Q 約 4,700 噸，1H24 總回收量達 9,300 噸。TMAH 銷售量從 1Q 的 2,600 噸增加至 2Q 約 2,700 噸，總銷售量達到 5,300 噸，預計 2H24 需求增加，回收與銷售都會增量。

TMAH 二廠目前已經開始向台系客戶出貨，但由於半導體製程對 QC 的要求非常嚴謹，二廠生產的 25% 與 2.38% 濃度的產品已經完成部分認證，預計 11/2024 達到全部規格要求。之後仍需進行長達 12 個月的驗證期，預計 2025 年底有望完成認證。

1H24 CoWoS 製程之剝離劑小量出貨，預計 1Q25 有機會放量生產，影響精密化學品的毛利率將從 20% 略微提升至 21% 左右。

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,007
市值(億元)	133
目前每股淨值(元)	42.99
外資持股比(%)	30.87
投信持股比(%)	0.33
董監持股比(%)	32.25
融資餘額(張)	1,233
現金股息配發率(%)	79.37

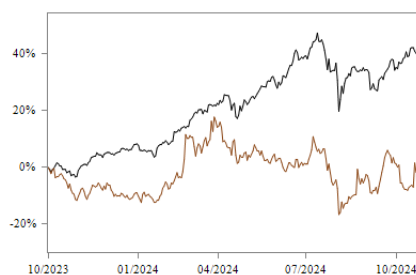
產品組合



■ 精密化學品: 79.09%
■ 基礎化學品: 20.91%

股價相對大盤走勢

— 4755 — TWSE



(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	4,991	4,782	5,260	1,214	1,316	1,132	1,203	1,235	1,212	1,166	1,329	1,382
營業毛利淨額	1,022	1,041	1,236	243	320	257	263	265	256	261	314	330
營業利益	558	545	741	123	208	131	139	142	134	138	190	206
稅後純益	444	442	589	110	131	111	111	113	107	110	151	164
稅後 EPS(元)	4.41	4.39	5.85	1.09	1.30	1.10	1.10	1.12	1.07	1.09	1.50	1.63
毛利率(%)	20.48%	21.78%	23.50%	20.00%	24.29%	22.74%	21.83%	21.46%	21.15%	22.42%	23.59%	23.91%
營業利益率(%)	11.18%	11.40%	14.08%	10.16%	15.81%	11.53%	11.53%	11.47%	11.06%	11.81%	14.30%	14.94%
稅後純益率(%)	8.91%	9.25%	11.20%	9.06%	9.92%	9.83%	9.20%	9.16%	8.86%	9.45%	11.36%	11.85%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-11.17%	-4.18%	10.00%	-3.67%	8.42%	-14.00%	6.24%	2.70%	-1.86%	-3.80%	13.99%	4.00%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-47.67%	-0.47%	33.13%	2.11%	18.61%	-14.78%	-0.58%	2.30%	-5.07%	2.60%	37.03%	8.52%

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 10.07 億元計算。

2024 年 10 月 25 日

ESG：

三福化在 ESG 方面，TMAH（四甲基氫氧化銨）的回收再利用計畫，展現公司在環境保護與資源循環利用上的積極作為。透過先進的電解與純化流程，三福化工將半導體產業的廢棄物回收，轉化為可再利用的高純度 TMAH 供應給客戶，不僅大幅降低製造過程中的廢棄物產生，還有效減少碳排放。公司每年回收超過 2 萬噸廢料，並減少約 7100 噸二氧化碳的排放。每年回收的製程用水達到 135 萬公噸，對於減少水資源浪費和支持可持續製造具有重要意義。

公司簡介：

三福化工（4755 TT）專精於生產基礎與精密化學產品的公司，成立於 1999 年，並於 2013 年股票上市。產品主要分為三類：基礎化學品包括環己胺（CHA）、雙環己胺（DCHA）、單水檸檬酸（CAM）、安息香酸鈉（BNA）、對羥苯甲酸酯類（Paraben）、己六醇（Sorbitol）、對羥苯甲酸（PHBA）。精密化學品廣泛用於 IC、TFT-LCD、LED、太陽能等。

精密化學品方面，三福化工為半導體和電子行業提供高純度化學品，並特別針對回收和再利用技術進行研發。透過回收技術，將廢棄物轉化為可再利用的 TMAH（四甲基氫氧化銨，半導體黃光製程中的顯影劑），進一步提升產能，並對客戶進行供應。

營收占比	1Q24	2Q24	3Q24
精密化學品	61%	57%	52%
新興化學品	15%	18%	25%
基礎化學品	25%	25%	23%

09/2024 單月：精密化學品 59%，新興化學品 18%，基礎化學品 23%。

3Q24 營收 12.4 億元，預估毛利率 21.5%，EPS1.12 元：

2024 年前三季營收 31.7 億元，YOY-3%，主要原因是 03/2024 停止代理毛利較低的光阻產品，若扣除影響營收實際 YOY+5%。停止代理業務使得毛利損失約 7%，通過優化產品結構，逐步彌補代理業務退出後的部分毛利損失。

工程款歸類新興化學品，毛利率高於平均，2024 前三季分別為 700、5,500、10,300 萬元，預計 4Q 認列 5,000 到 8,200 萬元之間。

展望 2025 年主要成長動能包括：
TMAH 於 2H25 加速成長。

CoWoS 和 InFO 等先進封裝需求強勁，預計 2025 年將持續成長，帶動三福化 Stripper 等相關產品銷售。

若 2Q25 通訊產品需求回升，帶動 pHBA 需求，有機會調漲產品價格。

新興化學品 TMAH 回收成長迅速，二廠已開始出貨台系客戶：

半導體相關業務（包含 TMAH 和精密化學品）佔總營收 20%，加上工程收入占比 25%，預計佔營收比重可達 30%。

2024 年 10 月 25 日

TMAH 佔總營收 13%，1H24 YOY+40%。回收量從 1Q 的 4,600 噸增長至 2Q 約 4,700 噸，上半年總回收量達 9,300 噸。TMAH 銷售量從 1Q 的 2,600 噸增加至 2Q 約 2,700 噸，總銷售量達到 5,300 噸，預計下半年需求增加，回收與銷售都會增量。

TMAH 二廠生產的 25% 與 2.38% 濃度的產品已經完成部分認證。目前已有部分產品（25% 濃度）通過內部測試並送樣，另一款（2.38% 濃度）預計 10 月可達到規格要求。公司預計 10 月份 TMAH 產品可達到半導體大廠的規格要求，但後續仍需累積 12 個月的品管數據，才能獲得半導體大廠認證，2025 年底有望完成。

其他潛在客戶包含美光、聯電等，目前都在觀望半導體大廠的認證結果。若半導體大廠認證順利，預計 4Q25 開始放量出貨，屆時 TMAH 二廠的產能可能不足，公司將考慮擴產。

精密化學品方面，CoWoS 相關產品於 1H24 小量出貨，預計 1Q25 有機會放量生產：

精密化學品毛利率約為三成，高於其他產品線。

CoWoS 相關產品於 3Q24 營收 YOY+260%，預計 2025 年將持續成長。公司也積極開發其他先進封裝相關產品，例如 InFO，3Q 營收 YOY+ 37%。

基礎化學品在 pHBA 帶動之下，2025 年有望損益平衡：

基礎化學品的業務主要受到大陸市場競爭影響，處於虧損狀態。pHBA 主要應用於耐高溫和高頻的通訊產品領域，已於 08/2024 開始小量出貨，預計 1Q25 放量，銷售量將達到 3300 噸，並有機會調漲價格 10% 以內。

越南廠方面預計 2025 年好轉：

越南廠方面，材料業務於 06/2024 達到損益平衡，空分業務稼動率約為 60%，需要達到 80% 才能實現損益平衡。越南空分廠受到颱風影響，客戶設備受損拉貨力道減弱，預計 2025 年客戶需求才會回升。

美國對越南、柬埔寨和泰國進行的反傾銷調查，對越南廠的材料業務造成影響，公司計劃將產品銷售轉向其他未受影響的東南亞國家，例如新加坡。N2O 的出貨量並未出現顯著變動，主要供應半導體領域的客戶。

投資建議：基於(1)2H24 工程款已有預收 1.2 億元，單季 EPS+1.3 元以上；基礎化學品 pHBA 應用於耐高溫高頻的通訊領域，預計 1Q25 放量。(2)具題材性的 TMAH 回收業務預計 11/2024 開始認證，2025 年底完成；CoWoS 製程之剝離劑小量出貨，預計 1Q25 放量。(3)預估 2025 年 EPS+5.80 元為評價基礎，建議 PER 24X，目標價 139 元。

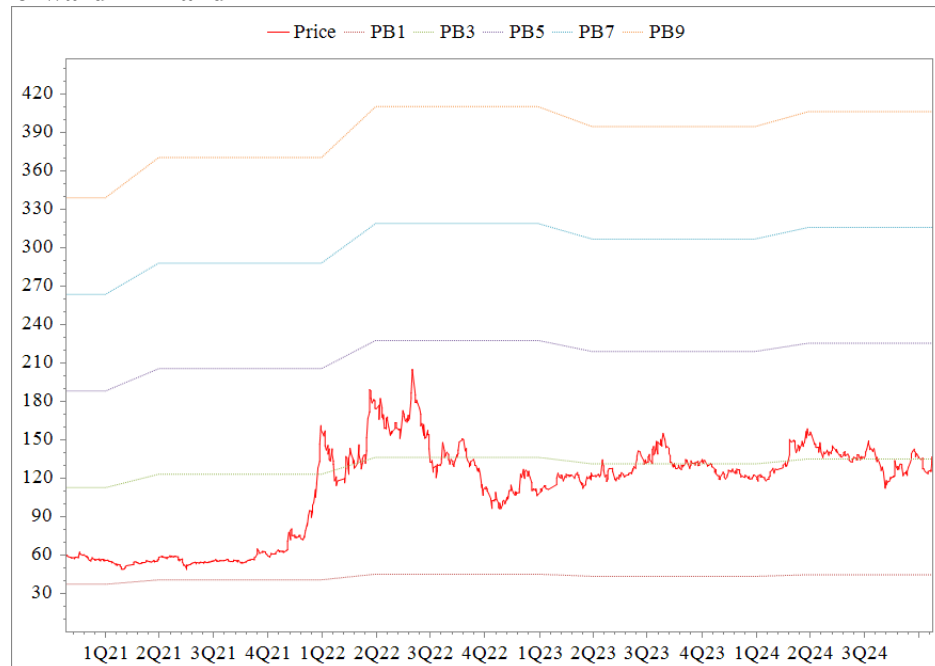
2024 年 10 月 25 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 10 月 25 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	6,576	7,221	7,790	7,955	8,247
流動資產	3,462	3,366	3,378	3,381	3,406
現金及約當現金	553	602	489	547	522
應收帳款與票據	1,581	1,239	1,341	1,114	1,621
存貨	720	717	679	629	789
採權益法之投資	456	505	475	796	1,084
不動產、廠房設備	2,278	3,018	3,415	2,905	2,568
負債總計	2,399	2,601	3,344	3,381	3,396
流動負債	2,206	2,212	2,993	3,131	2,988
應付帳款及票據	506	372	441	337	481
非流動負債	193	389	350	354	368
權益總計	4,177	4,620	4,446	4,575	4,851
普通股股本	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007
保留盈餘	2,302	2,864	2,914	3,043	3,319
母公司業主權益	4,145	4,588	4,414	4,545	4,824
負債及權益總計	6,576	7,221	7,790	7,955	8,247

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	4,780	5,619	4,991	4,782	5,260
營業成本	3,585	4,116	3,969	3,741	4,024
營業毛利淨額	1,195	1,503	1,022	1,041	1,236
營業費用	474	573	464	496	495
營業利益	721	930	558	545	741
EBITDA	1,121	1,397	997	997	997
業外收入及支出	107	136	16	51	26
稅前純益	829	1,073	581	596	767
所得稅	157	223	137	156	181
稅後純益	674	849	444	442	589
稅後 EPS(元)	6.69	8.43	4.41	4.39	5.85
完全稀釋 EPS**	6.69	8.43	4.41	4.39	5.85

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 10.07【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 10.07 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	25.17%	17.55%	-11.17%	-4.18%	10.00%
營業毛利淨額	38.79%	25.73%	-31.96%	1.87%	18.68%
營業利益	53.21%	28.87%	-40.00%	-2.31%	35.90%
稅後純益	68.63%	26.09%	-47.67%	-0.47%	33.13%

獲利能力分析(%)

毛利率	25.00%	26.74%	20.48%	21.78%	23.50%
EBITDA(%)	23.46%	24.86%	19.97%	20.84%	18.95%
營益率	15.09%	16.55%	11.18%	11.40%	14.08%
稅後純益率	14.09%	15.12%	8.91%	9.25%	11.20%
總資產報酬率	10.24%	11.76%	5.71%	5.56%	7.14%
股東權益報酬率	16.13%	18.38%	10.00%	9.67%	12.14%

償債能力檢視

負債比率(%)	36.48%	36.02%	42.93%	42.50%	41.18%
負債/淨值比(%)	57.44%	56.30%	75.21%	73.90%	70.00%
流動比率(%)	156.93%	152.15%	112.84%	108.00%	114.00%

其他比率分析

存貨天數	56.68	63.73	64.20	63.79	64.30
應收帳款天數	102.51	91.59	94.34	93.70	94.89

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	287	1,158	1,041	1,112	876
稅前純益	829	1,073	581	596	767
折舊及攤銷	284	312	393	324	302
營運資金變動	-551	211	5	173	-523
其他營運現金	-276	-438	61	19	330
投資活動現金	-527	-812	-725	-1,109	-1,022
資本支出淨額	-490	-838	-725	-755	-703
長期投資變動	-57	-10	-3	-3	-3
其他投資現金	21	36	3	-351	-316
籌資活動現金	-3	-301	-424	55	121
長借/公司債變動	-38	230	-100	3	13
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-302	-504	-594	-311	-309
其他籌資現金	337	-28	270	362	417
淨現金流量	-242	49	-113	58	-25
期初現金	795	553	602	489	547
期末現金	553	602	489	547	522

資料來源：CMoney、群益

2024 年 10 月 25 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	1,260	1,214	1,316	1,132	1,203	1,235	1,212	1,166	1,329	1,382	1,383	1,224
營業成本	1,028	971	997	875	940	970	956	905	1,016	1,052	1,052	944
營業毛利淨額	233	243	320	257	263	265	256	261	314	330	331	280
營業費用	122	119	112	127	124	123	122	124	123	124	124	124
營業利益	111	123	208	131	139	142	134	138	190	206	207	157
業外收入及支出	20	26	-32	25	15	6	6	6	7	7	7	6
稅前純益	131	149	177	155	153	147	140	144	197	213	213	163
所得稅	24	39	46	45	44	35	33	34	46	50	50	38
稅後純益	108	110	131	111	111	113	107	110	151	164	164	125
最新股本	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007
稅後EPS(元)	1.07	1.09	1.30	1.10	1.10	1.12	1.07	1.09	1.50	1.63	1.63	1.24

獲利能力(%)

毛利率(%)	18.46%	20.00%	24.29%	22.74%	21.83%	21.46%	21.15%	22.42%	23.59%	23.91%	23.91%	22.87%
營業利益率(%)	8.81%	10.16%	15.81%	11.53%	11.53%	11.47%	11.06%	11.81%	14.30%	14.94%	14.94%	12.78%
稅後純益率(%)	8.55%	9.06%	9.92%	9.83%	9.20%	9.16%	8.86%	9.45%	11.36%	11.85%	11.85%	10.20%

QoQ(%)

營業收入淨額	5.02%	-3.67%	8.42%	-14.00%	6.24%	2.70%	-1.86%	-3.80%	13.99%	4.00%	0.02%	-11.45%
營業利益	-3.70%	11.08%	68.71%	-37.29%	6.28%	2.13%	-5.34%	2.66%	38.02%	8.65%	0.04%	-24.22%
稅前純益	5.16%	13.61%	18.58%	-11.98%	-1.25%	-3.92%	-5.20%	2.66%	37.04%	8.49%	0.04%	-23.81%
稅後純益	12.18%	2.11%	18.61%	-14.78%	-0.58%	2.30%	-5.07%	2.60%	37.03%	8.52%	0.02%	-23.81%

YoY(%)

營業收入淨額	-18.53%	-0.30%	9.58%	-5.67%	-4.57%	1.73%	-7.92%	3.00%	10.52%	11.92%	14.06%	5.00%
營業利益	-63.89%	-17.25%	85.80%	13.18%	24.90%	14.84%	-35.56%	5.48%	36.98%	45.72%	54.00%	13.68%
稅前純益	-62.45%	-29.36%	66.73%	24.69%	17.08%	-0.98%	-20.84%	-7.67%	28.13%	44.69%	52.69%	13.32%
稅後純益	-61.20%	-32.65%	60.32%	15.77%	2.61%	2.80%	-17.72%	-0.94%	36.53%	44.83%	52.60%	13.33%

註1：稅後EPS以股本10.07億元計算

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。