

2024 年 10 月 15 日

研究員：—

前日收盤價 21.40 元
目標價

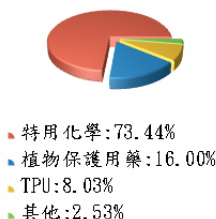
3 個月 23.00 元
12 個月 23.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

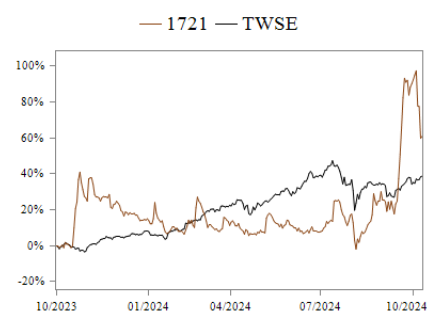
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,849
市值(億元)	40
目前每股淨值(元)	10.76
外資持股比(%)	7.43
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	9.36
融資餘額(張)	8,747
現金股息配發率(%)	0.00

產品組合



股價相對大盤走勢



三晃(1721 TT)

Trading Buy

中國低價競爭衝擊持續，期待 COWOS 相關應用表現。

投資建議：基於(1)短期財報難以獲利，積極開發新品以擺脫中國低價競爭。(2) CoWoS 供應鏈中，三晃的電子化學品出貨給上游板材廠，阻燃劑部分轉向 DOPO 衍生物。(3) 預估 2025 EPS -0.96 元，建議 PBR 2.5 倍，目標價 23 元。

1H24 EPS-0.66 元，預計 2H24 持續虧損：

1H24 營收佔比分別為：特用化學(抗氧化劑 31%、交聯劑 14%、電子化學品 9%、阻燃劑 8%、成核劑 2%)、植物保護用藥 16%、高分子產品 10%。營收 11.48 億元，毛利率-1.93%，EPS-0.66 元。三晃產品（泛用型磷系抗氧化劑、阻燃劑 DOPO、TPU）受到中國市場競爭影響，價格持續低迷。3Q24 起中國 TPU 產品開始降價銷售台灣，加劇市場競爭，導致整體毛利率受到侵蝕。

植物保護用藥 YOY+23%，由於客戶取得巴西農藥許可證，產品線需求增加推動營收。整體財務表現仍受限於全球石化產業的疲軟復甦，短期內轉虧為盈的壓力仍大。

COWOS 製程之中，KMARS 110 電子化學品用於印刷電路板黑化製程，具備成長潛力：

2025 年重點聚焦於開發高技術含量的電子化學品和阻燃劑，目前電子相關應用方面的主要產品包括(1)電子化學品：主要產品為二甲基胺硼烷 (K-MARS 110)，用於印刷電路板黑化製程，可避免製程中產生粉紅圈。(2)阻燃劑：包含 DOPO、DOPO 衍生物和磷腈類阻燃劑，主要添加於環氧樹脂，應用於銅箔基板、電路板和電子設備塑料的阻燃應用。公司未來將減少 DOPO 產量，轉向開發 DOPO 衍生物和新型 BMI 材料，以應用於高階電路板，避開與中國廠商的價格競爭單。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	2,186	2,448	2,693	523	588	540	608	648	652	648	644	680
營業毛利淨額	-62	-1	52	-41	38	-28	6	10	11	10	10	14
營業利益	-260	-198	-146	-95	-10	-76	-44	-39	-38	-39	-40	-36
稅後純益	-278	-214	-178	-77	-65	-81	-40	-47	-46	-47	-47	-44
稅後 EPS(元)	-1.50	-1.16	-0.96	-0.42	-0.35	-0.44	-0.22	-0.25	-0.25	-0.25	-0.26	-0.24
毛利率(%)	-2.85%	-0.05%	1.94%	-7.89%	6.40%	-5.16%	0.94%	1.58%	1.63%	1.59%	1.51%	2.04%
營業利益率(%)	-11.90%	-8.07%	-5.40%	-18.18%	-1.78%	-14.13%	-7.16%	-6.08%	-5.88%	-6.01%	-6.18%	-5.23%
稅後純益率(%)	-12.72%	-8.76%	-6.62%	-14.83%	-11.12%	-15.01%	-6.61%	-7.26%	-7.07%	-7.20%	-7.35%	-6.46%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-27.35%	12.00%	10.00%	4.57%	12.53%	-8.11%	12.51%	6.62%	0.56%	-0.51%	-0.74%	5.69%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

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 18.49 億元計算。

2024 年 10 月 15 日

ESG：

未來短期內規劃特用化學品、高分子產品、植物及環境保護用藥著重於新產品開發及推廣，取得品牌商認證及擴大市場佔有率；生產面持續改善製程、推動自動化；行政管理為降低原料採購風險。長期業務則訂出「產業轉型」、「研究開發與技術服務」、「多角化經營」及「愛護地球、節能減碳」等四大發展計劃。

公司簡介：

三晃(1721 TT)成立於 1974 年，主要從事植物保護用藥、特用化學品、高分子塑膠粒及合成樹脂的製造與銷售。截至 2024 年，三晃擁有 472 名員工，產品線包括抗氧化劑、阻燃劑、交聯劑等，涵蓋石化及橡塑膠產業的中游與下游。

1H24 營收佔比分別為：特用化學(抗氧化劑 31%、交聯劑 14%、電子化學品 9%、阻燃劑 8%、成核劑 2%)、植物保護用藥 16%、高分子產品 10%。

1H24 營收 11.48 億元，毛利率-1.93%，EPS-0.66 元。由於中國產能持續擴張，導致市場供過於求，三晃產品（泛用型磷系抗氧化劑、阻燃劑 DOPO、TPU）受到中國市場競爭影響，價格持續低迷。3Q24 起中國 TPU 產品開始降價銷售台灣，加劇市場競爭。

2024 年上半年，抗氧化劑占總營收的 31%，植物保護用藥占 16%，高分子塑膠粒和阻燃劑分別占 10%和 14%。值得注意的是，抗氧化劑因中國市場的供應過剩及價格下滑，營收占比較 2023 年下降 4%。植物保護用藥業務則由於巴西市場需求增加，推動營收占比上升。

1H24 EPS-0.66 元，預計 2H24 持續虧損：

1H24 營收佔比分別為：特用化學(抗氧化劑 31%、交聯劑 14%、電子化學品 9%、阻燃劑 8%、成核劑 2%)、植物保護用藥 16%、高分子產品 10%。

1H24 營收 11.48 億元，毛利率-1.93%，EPS-0.66 元。由於中國產能持續擴張，導致市場供過於求，三晃產品（泛用型磷系抗氧化劑、阻燃劑 DOPO、TPU）受到中國市場競爭影響，價格持續低迷。3Q24 起中國 TPU 產品開始降價銷售台灣，加劇市場競爭，導致整體毛利率受到侵蝕。

植物保護用藥 YOY+23%，由於客戶取得巴西農藥許可證，產品線需求增加推動營收。整體財務表現仍受限於全球石化產業的疲軟復甦，短期內轉虧為盈的壓力仍大。

COWOS 製程之中，KMARS 110 電子化學品用於印刷電路板黑化製程，具備成長潛力：

2025 年重點聚焦於開發高技術含量的電子化學品和阻燃劑，特別是與半導體產業相關的應用。隨著台積電預計在 2025 年初大規模量產 3 奈米製程，CoWoS 封裝技術的需求將大幅增長，電子化學品業務將有轉機。

目前正在開發新型 BMI 材料和阻燃劑衍生物，將應用於高階電路板，能夠提升電路板的耐熱性與阻燃性，適用於高效能運算設備與數據中心。

2024 年 10 月 15 日

與客戶合作開發的 Triazine 系列抗 UV 劑，預計將在 2025 年於歐美市場推出，針對電子設備有顯著延長壽命效果。

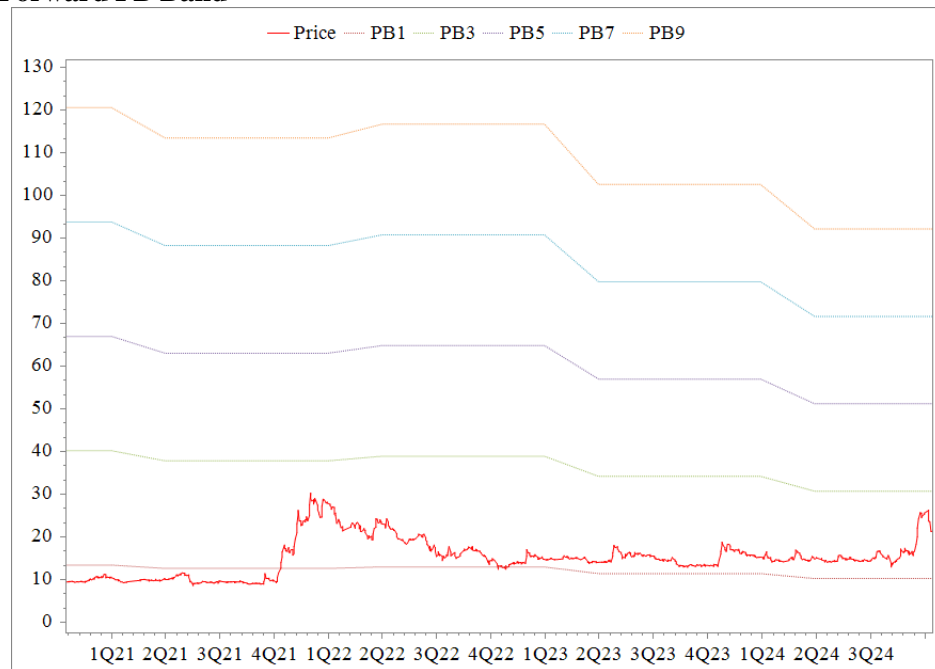
CoWoS 技術預計在未來五年內需求強勁增長，特別是在高效能計算和數據處理領域。三晃目前沒有直接參與 CoWoS 供應鏈，主要客戶是晶片廠上游的板材廠，而非晶片廠本身。板材廠會將三晃的化學品用於生產符合特定規格的板材，但不清楚板材最終流向，也無法得知客戶是否將其應用於 CoWoS 製程。

雖然沒有直接參與 CoWoS 供應鏈，但不排除未來開發半導體相關產品的可能性，將配合下游客戶需求進行開發。

目前電子相關應用方面的主要產品包括(1)電子化學品：主要產品為二甲基胺硼烷 (K-MARS 110)，用於印刷電路板黑化製程，可避免製程中產生粉紅圈。(2)阻燃劑：包含 DOPO、DOPO 衍生物和磷腈類阻燃劑，主要添加於環氧樹脂，應用於銅箔基板、電路板和電子設備塑料的阻燃應用。公司未來將減少 DOPO 產量，轉向開發 DOPO 衍生物和新型 BMI 材料，以應用於高階電路板，避開與中國廠商的價格競爭。

投資建議：基於(1)短期財報難以獲利，積極開發新品以擺脫中國低價競爭。(2) CoWoS 供應鏈中，三晃的電子化學品出貨給上游板材廠，阻燃劑部分轉向 DOPO 衍生物。(3)預估 2025 EPS -0.96 元，建議 PBR 2.5 倍，目標價 23 元。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 10 月 15 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	4,091	4,184	3,724	1,893	3,344
流動資產	2,030	2,248	1,888	-2,146,826	-2,146,826
現金及約當現金	383	454	518	-2,146,826	-2,146,826
應收帳款與票據	770	569	434	-434	1,657
存貨	813	1,062	880	-880	3,195
採權益法之投資	12	6	0	-2,146,826	-2,146,826
不動產、廠房設備	1,664	1,557	1,478	1,478	1,560
負債總計	1,760	1,786	1,616	0	1,629
流動負債	1,067	1,087	772	-2,146,826	-2,146,826
應付帳款及票據	329	297	185	-185	765
非流動負債	693	699	844	-2,146,826	-2,146,826
權益總計	2,332	2,398	2,108	1,893	1,715
普通股股本	1,890	1,849	1,849	1,849	1,849
保留盈餘	442	510	216	2	-177
母公司業主權益	2,331	2,398	2,108	1,893	1,714
負債及權益總計	4,091	4,184	3,724	1,893	3,344

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	2,851	3,009	2,186	2,448	2,693
營業成本	2,723	2,753	2,248	2,449	2,641
營業毛利淨額	128	256	-62	-1	52
營業費用	224	223	198	196	198
營業利益	-96	33	-260	-198	-146
EBITDA	229	353	-17	0	-20
業外收入及支出	40	38	-39	-21	-44
稅前純益	-54	71	-296	-219	-190
所得稅	16	10	-18	-4	-12
稅後純益	-70	61	-278	-214	-178
稅後 EPS(元)	-0.38	0.33	-1.50	-1.16	-0.96
完全稀釋 EPS**	-0.38	0.33	-1.50	-1.16	-0.96

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 18.49【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 18.49 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	3.56%	5.54%	-27.35%	12.00%	10.00%
營業毛利淨額	-8.07%	99.64%	N.A	N.A	N.A
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

獲利能力分析(%)

毛利率	4.49%	8.50%	-2.85%	-0.05%	1.94%
EBITDA(%)	8.05%	11.74%	-0.80%	0.00%	-0.74%
營益率	-3.37%	1.08%	-11.90%	-8.07%	-5.40%
稅後純益率	-2.45%	2.04%	-12.72%	-8.76%	-6.62%
總資產報酬率	-1.71%	1.47%	-7.46%	-11.33%	-5.33%
股東權益報酬率	-3.00%	2.56%	-13.19%	-11.33%	-10.40%

償債能力檢視

負債比率(%)	43.01%	42.69%	43.40%	0.00%	48.72%
負債/淨值比(%)	75.47%	74.49%	76.67%	0.00%	95.00%
流動比率(%)	190.32%	206.75%	244.56%	100.00%	100.00%

其他比率分析

存貨天數	102.01	124.34	157.65	0.00	160.00
應收帳款天數	83.58	81.20	83.70	0.00	82.86

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	-148	294	120	-2,146,826	-2,146,826
稅前純益	-54	71	-296	-219	-190
折舊及攤銷	273	266	262	0	272
營運資金變動	-308	-79	205	2,257	-5,215
其他營運現金	-60	35	-51	-2,148,865	-2,141,694
投資活動現金	244	-239	-26	-2,146,826	-2,146,826
資本支出淨額	-338	-140	-133	0	-130
長期投資變動	600	-100	100	0	0
其他投資現金	-19	1	8	-2,146,826	-2,146,696
籌資活動現金	-472	15	-30	-2,146,826	-2,146,826
長借/公司債變動	-97	46	162	-2,146,826	-2,146,826
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-92	0	-18	0	0
其他籌資現金	-283	-31	-173	0	0
淨現金流量	-377	71	64	-2,146,826	-2,146,826
期初現金	760	383	454	518	-2,146,826
期末現金	383	454	518	-2,146,826	-2,146,826

資料來源：CMoney、群益

2024 年 10 月 15 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	500	523	588	540	608	648	652	648	644	680	720	681
營業成本	555	564	550	568	602	638	641	638	634	666	702	668
營業毛利淨額	-56	-41	38	-28	6	10	11	10	10	14	18	12
營業費用	47	54	48	48	49	50	49	49	50	49	49	45
營業利益	-102	-95	-10	-76	-44	-39	-38	-39	-40	-36	-31	-33
業外收入及支出	6	11	-45	0	0	-11	-11	-11	-11	-11	-12	0
稅前純益	-97	-84	-55	-76	-43	-50	-49	-50	-50	-47	-43	-33
所得稅	-16	-7	10	5	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
稅後純益	-80	-77	-65	-81	-40	-47	-46	-47	-47	-44	-40	-30
最新股本	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849
稅後EPS(元)	-0.43	-0.42	-0.35	-0.44	-0.22	-0.25	-0.25	-0.25	-0.26	-0.24	-0.22	-0.16
獲利能力(%)												
毛利率(%)	-11.14%	-7.89%	6.40%	-5.16%	0.94%	1.58%	1.63%	1.59%	1.51%	2.04%	2.55%	1.81%
營業利益率(%)	-20.51%	-18.18%	-1.78%	-14.13%	-7.16%	-6.08%	-5.88%	-6.01%	-6.18%	-5.23%	-4.32%	-4.87%
稅後純益率(%)	-16.04%	-14.83%	-11.12%	-15.01%	-6.61%	-7.26%	-7.07%	-7.20%	-7.35%	-6.46%	-5.61%	-4.42%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-13.17%	4.57%	12.53%	-8.11%	12.51%	6.62%	0.56%	-0.51%	-0.74%	5.69%	5.90%	-5.50%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
YoY(%)												
營業收入淨額	-41.55%	-19.86%	-16.57%	-6.11%	21.64%	24.03%	10.84%	20.01%	5.89%	4.97%	10.54%	5.00%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

註1：稅後EPS以股本18.49億元計算

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。