

## 三福化 (4755 TT) San Fu

## 靜待 IC 級 TMAH 開花結果

持有-超越同業 (研究員異動)

目標價 (12 個月) : NT\$135.0

收盤價 (2024/11/07) : NT\$126.5  
隱含漲幅 : 6.7%

## 營收組成 (3Q24)

基礎化學品 23%、精密化學品 52%、新興化學品(TMAH) 25%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	--
目標價 (NT\$)	135.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	5.3	--
2024年EPS	4.4	--

## 交易資料表

市值	NT\$12,740百萬元
外資持股比率	30.7%
董監持股比率	36.9%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$45.21
負債比	43.1%
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	5,619	4,991	5,292	5,198
營業利益	930	558	547	652
稅後純益	849	444	441	534
EPS (元)	8.43	4.41	4.38	5.30
EPS YoY (%)	26.0	-47.6	-0.7	21.2
本益比 (倍)	15.0	28.7	28.9	23.9
股價淨值比 (倍)	2.8	2.9	2.8	2.7
ROE (%)	19.3	9.8	9.7	11.3
現金殖利率 (%)	4.7%	2.8%	2.4%	2.8%
現金股利 (元)	5.90	3.50	3.00	3.50

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

## 元大觀點

- 先進封裝用 **Stripper** 需求強勁，未來用量將隨主要客戶產能擴張保持高速成長，帶動半導體營收佔比提升至 2024/25 年 20%/23%。
- 三大產品線營收皆於 2025 年轉佳，惟佔比 50%之面板產業展望平淡，估 EPS 5.30 元，獲利難以重返高峰。
- 高毛利 IC 級 TMAH 出貨時程仍具不確定性，給予持有評等，以 25 倍 2025 年 EPS，推得目標價 135 元。

## 新廠稼動率不如預期及面板需求低迷，估 2024 年 EPS 4.38 元

三福化 3Q24 EPS 0.94 元(季減 14%/年減 13%)，毛利率季減 1.0 個百分點，主因認列較低毛利率的工程案、越南太陽能客戶面臨反傾銷逆風，稼動率下滑；4Q24 將認列 5 億元高壓氧艙營收，該標案毛利率低使產品組合轉差，預期營收 17.2 億元(季增 40%/年增 31%)、毛利率季減 4.7 個百分點至 16.1%，EPS 1.24 元。2024 年受新廠稼動率不如預期，及面板景氣拖累，估 EPS 4.38 元(年減 1%)。

## 先進封裝用 Stripper 需求強勁，仍難使獲利重返高峰

展望 2025 年，預估 1) 精密化學品營收年增 8%，主因應用於 CoWos 之 Stripper 需求強勁，1-3Q24 出貨量年增 251%，預期 2025 年再成長 100%；2) 新興化學品部門營收年增 10%，TMAH 回收工程逐步完工帶動回收量提高，亦有成熟製程及記憶體新客戶可期待；3) 基礎化學品營收年增 9%，PHBA 稼動率提高。儘管受惠先進封裝需求強勁，預期半導體營收佔比自 2024 年 20%提升至 2025 年 23%，然佔比 50%的面板產業需求展望平淡，且越南反傾銷案將使越南兩廠及台灣 N2O 廠稼動率較難提升，估 EPS 年增 21.2%至 5.30 元，仍低於 2021/22 年面板產業需求強勁時之 6.69/8.43 元。

## IC 級 TMAH 驗證未明朗，面板景氣成累贅，給予持有評等

管理層表示出貨給先進製程之 IC 級 TMAH 將於 2024 年底達到公司內部標準，預計最快於 3-4Q25 通過驗證，出貨時程具有不確定性，同時考量面板及太陽能景氣仍為公司獲利之累贅，因此給予持有評等，以歷史區間中值 25 倍之 2025 年 EPS，推得目標價 135 元，待 TMAH 驗證通過後將使公司獲利大幅成長，屆時評價將具上修空間。觀察半導體營收佔比>50%之台灣特化同業交易於 2025 年 EPS 的 14-33 倍、液體同業約為 19 倍，考量三福化半導體佔比僅 20-25%，認為目前評價未被低估。

## 營運分析

### 3Q24 EPS 低於市場預期 30%；4Q24 將認列一次性收益，估 EPS 季增 32%

三福化 3Q24 營收 12.3 億元(季增 2.6%/年增 1.6%)，季增主因 1)TMAH 工程收入 1.35 億元，較 2Q24 4,000 萬大幅成長，回收量由前季 4,700 噸上升至 5,100 噸，使新興化學品營收季增 43%、2) 基礎化學品營收季增 11%，PHBA 受惠客戶新產能開出營收季增 11%，然精密化學品營收季減 12%，主因越南太陽能客戶面臨反傾銷逆風，使材料廠稼動率下滑，以及面板客戶稼動率下滑；毛利率季減 1.0 個百點至 20.8%，主因認列較低毛利率的工程案，且折舊金額提高；營業利益 1.26 億元(季減 9.1%/年增 2.2%)、EPS 0.94 元(季減 14.4%/年減 13.7%)，低於市場預期 30%。

展望 4Q24，管理層表示將認列 5 億元國防部高壓氧艙營收，由於該標案毛利率低使產品組合轉差，預期營收 17.2 億元(季增 39.8%/年增 31%)、毛利率季減 4.7 個百分點至 16.1%；預期 4Q24 營業利益 1.5 億元(季增 19.8%/年減 27.5%)、稅後淨利 1.3 億元(季增 31.6%/年減 4.2%)，EPS 1.24 元。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	3Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	1,214	1,203	1,233	2.6%	1.6%	1,262	-2.3%
營業毛利	243	263	256	-2.5%	5.5%	296	-13.5%
營業利益	123	139	126	-9.1%	2.2%	174	-27.5%
稅前利益	149	153	126	-17.7%	-15.2%	187	-32.4%
稅後淨利	110	111	95	-14.4%	-13.7%	135	-29.9%
調整後 EPS (元)	1.09	1.10	0.94	-14.4%	-13.7%	1.34	-29.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	20.0%	21.8%	20.8%	-1.0	0.8	23.5%	-2.7
營業利益率	10.2%	11.5%	10.2%	-1.3	0.1	13.8%	-3.6
稅後純益率	9.1%	9.2%	7.7%	-1.5	-1.4	10.7%	-3.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2024 年第 4 季獲利預估

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	1,316	1,233	1,724	39.8%	31.0%	1,330	29.6%
營業毛利	320	256	277	8.2%	-13.4%	321	-13.7%
營業利益	208	126	151	19.8%	-27.5%	199	-24.1%
稅前利益	177	126	168	33.0%	-4.9%	211	-20.4%
稅後淨利	131	95	125	31.6%	-4.2%	152	-17.8%
調整後 EPS (元)	1.30	0.94	1.24	31.6%	-4.2%	1.51	-17.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	24.3%	20.8%	16.1%	-4.7	-8.2	24.1%	-8.1
營業利益率	15.8%	10.2%	8.8%	-1.5	-7.1	15.0%	-6.2
稅後純益率	9.9%	7.7%	7.3%	-0.4	-2.7	11.4%	-4.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 三大產品線營收皆於 2025 年轉佳，惟面板產業展望平淡，估 EPS 5.30 元

展望 2025 年，預期營收年減 1.8%至 52 億元，排除於 4Q24 認列之一次性國防訂單後則為年增 8.5%，基於 1) 精密化學品營收年增 8%，既有半導體化學品需求持續成長，其中應用於 CoWos 之 Stripper 需求強勁，預期將成長 100%，然佔比 50%的面板產業需求展望平淡；2) 半導體 TMAH 回收工程逐步完工，帶動回收量提高，亦有成熟製程及記憶體新客戶可期待，估新興化學品部門營收年增 10%；3)PHBA 隨終端通訊應用需求有望於 1H25 回升，且日本客戶於台灣新增產線已順利開出，估基礎化學品營收年增 9%。

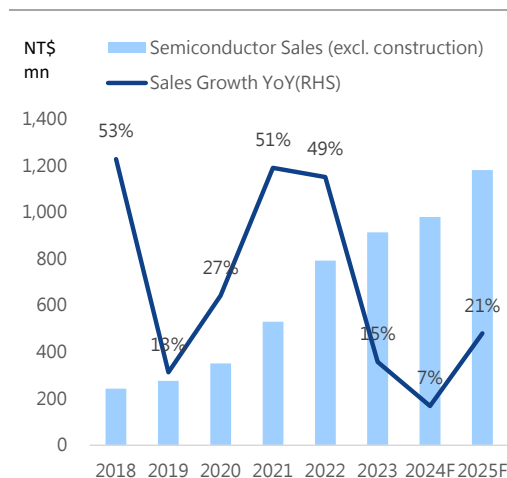
預期高毛利之半導體營收佔比提升至 2025 年 23%(vs 2024 年 20%)，惟考量電價上漲、新建之節電設備開始認列折舊，將抵銷部分產品組合轉佳而上升之毛利率，且越南反傾銷案將影響越南兩廠及台灣 N2O 廠稼動率較難提升，估毛利率年增 2.1 個百分點至 22.3%；估營業利益年增 19.2%至 7.2 億元，EPS 年增 21.2%至 5.30 元，惟仍低於 2021/22 年面板產業需求強勁時之 6.69/8.43 元。

圖 3：三大產品別營收預估(排除 4Q24 國防高壓氧艙一次性 5 億元營收)

產品	2021	2022	2023	2024(F)	2025(F)
基礎化學品	+23%	+9%	-23%	11.1 億(+7%)	12.1 億(+9%)
精密化學品	+48%	+18%	-12%	27.4 億(-10%)	29.4 億(+8%)
新興化學品	-29%	+30%	+13%	9.5 億(+4%)	10.4 億(+10%)

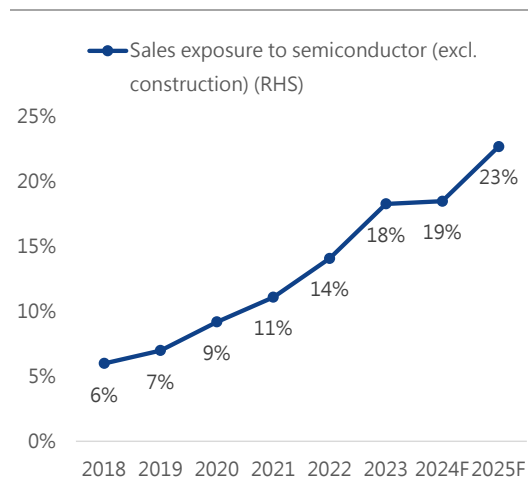
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 4：半導體化學品年營收持續提高



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 5：半導體化學品營收佔比提高



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：三福化新產能統整

新廠	投產時間	目前稼動率	營收佔比	獲利狀況	滿載產值	終端應用
越南材料廠	1Q22	3-40%	5%	虧損	合計 4-5 億	越南太陽能廠
越南氣體廠	1Q22	60%		虧損		越南電子廠
台灣 N2O 廠	2Q23	40%	<1%	小幅獲利	1-2 億	基礎化學品 越南太陽能廠
PHBA 擴建產線	2023	60%	3-5%	小幅獲利	5-6 億	電子、5G 軟板

資料來源：公司資料、元大投顧

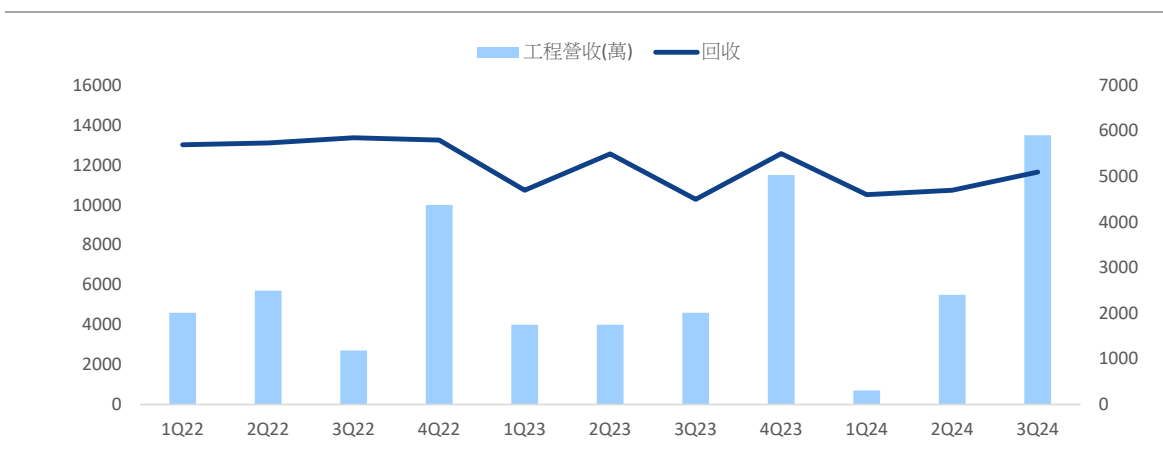
## TMAH 回收工程持續發酵，帶動新興化學品部門營收成長

TMAH 收入可分為 1)建廠工程費、2)TMAH 回收費、3)重製並純化為顯影劑再售出之收入，目前三福化電解年產能 12,200 噸(包括一廠 7,200 噸及二廠 5,000 噸)、後段純化年產能 5,000 噸。

2022 年/2023 年/1-3Q24 建廠工程收入分別為 2.3/2.4/1.97 億元，預期 2024 年將達 3 億元。展望 2025 年，管理層表示有望接到國際記憶體及半導體新客戶的建廠案，同時考量 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，台系半導體廠亦積極於海外擴張版圖，工程案量有望進一步提高，預估 2025 年工程收入 3-3.5 億元，而工程毛利率多介於 30-45%之間，高於公司平均毛利率 20%，挹注後續獲利表現。

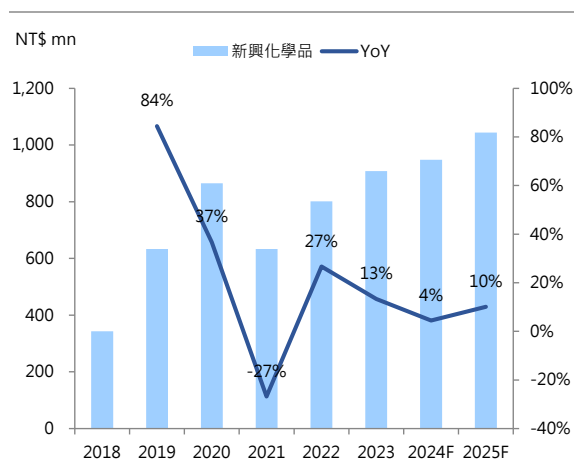
三福化 TMAH 單月平均回收量 2022/2023/1-3Q24 為 1,924/1,683/1,600 噸，面板回收量下滑抵銷半導體新建廠回收量，使整體回收量大致持平；展望後續，隨著半導體回收廠房陸續完工，我們預期整體回收量將逐年提高，同時搭配工程營收持續認列，預估將帶動新興化學品部門營收 2024/25 年達 9.5/10.5 億元(vs 2022/23 年 8 億/9 億元)。

圖 7：TMAH 工程營收及回收量



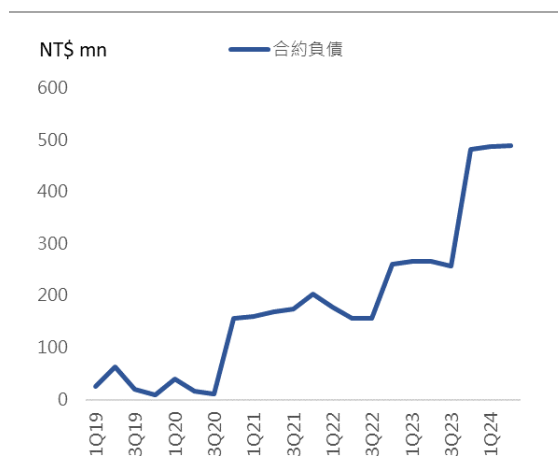
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：新興化學品年營收逐年走高



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 9：三福化合約負債逐年走高



資料來源：公司資料、元大投顧

## TMAH 開始送驗成熟製程客戶，惟高毛利先進製程驗證需待 2025 年底

三福化後段 5,000 噸純化產能已於 2023 年底完成，惟尚未送至半導體大客戶驗證，僅小量出貨給成熟製程及記憶體客戶，後續將待半導體大廠驗證過後再開 5,000 噸純化產線。售給先進製程之 TMAH 價格為面板級 TMAH 兩倍以上，成熟製程則介於兩者之間，因此待 TMAH 通過國內龍頭客戶驗證出貨後，將帶動毛利率及獲利大幅向上。

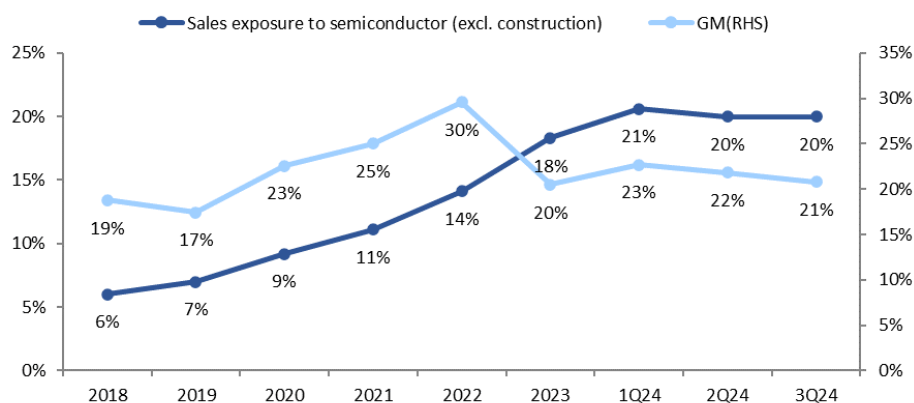
管理層表示出貨給先進製程客戶之 IC 級 TMAH 將於 2024 年底達到公司內部標準，後續將開始累積品管數據提供給主要客戶，時長需半年至一年，預計最快於 3-4Q25 通過半導體廠驗證並開始出貨。我們認為 IC 級 TMAH 出貨量將於 2025 年提升，並待 2026 年有望放量。

## 半導體營收佔比逐年提高，先進封裝用 Stripper 需求強勁

應用於先進封裝 CoWos 和 Info 製程的 Stripper(光阻剝離劑)需求強勁，2023 年僅占整體營收低個位數，1-3Q24 出貨量年增近 40%、純 CoWos 出貨量年增 251%，目前營收佔比已提升至中個位數，未來用量將隨主要客戶產能擴張保持高速成長，預期 2025/26 年用於 CoWos 之 Stripper 將成長 100%/50%。

除先進封裝應用外，三福化持續開發半導體級新品，並有多項產品已送驗，TMAH 亦逐步交貨給記憶體及成熟製程客戶，預期將帶動整體半導體化學品營收自 2022/2023 年 14%/18%，提升至 2024/2025 年 19%/23%(2024 年若排除國防訂單則為 20%)，後續待 TMAH 成功打入國內半導體龍頭廠供應鏈，將進一步推升營收佔比。

圖 10：半導體營收佔比提高帶動毛利率提升



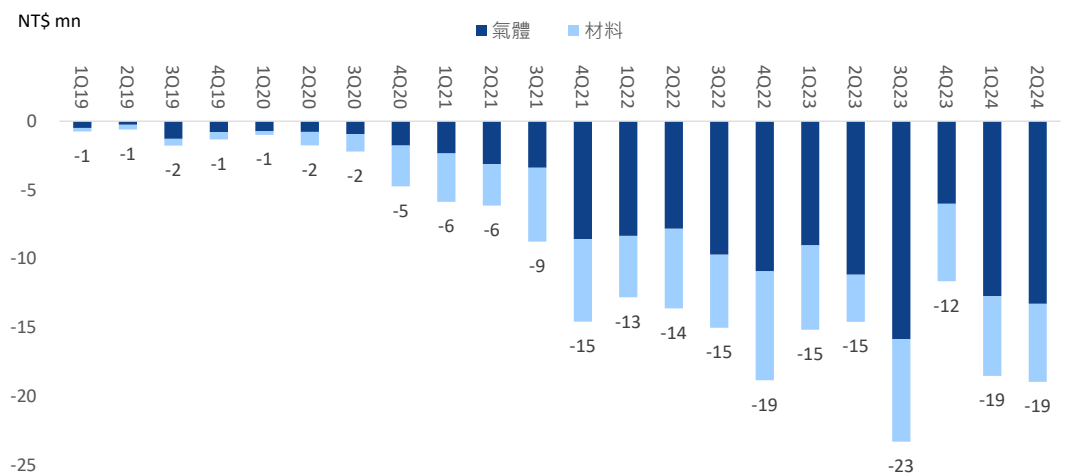
資料來源：公司資料、元大投顧

## 越南廠轉盈時點未明朗，下游太陽能業者將面臨反傾銷逆風

三福化越南兩廠於 2022 年投產，分別為材料廠(精密化學品)及氣體廠(基礎化學品)，材料廠主要生產 SiH<sub>4</sub>、POCL<sub>3</sub>，主要客戶為當地太陽能業者；氣體廠則為一般空分廠，主要產品包含液氮、液氧、液氫，空分廠主要客戶為周邊電子廠，亦有供應鋼鐵、營建材料、電子廠、醫院等產業。兩廠產能滿載產值共可達約 4 億元，其中材料廠佔 6 成、氣體廠佔 4 成。

1-3Q24 越南材料及空分廠營收合計 1.8 億元(佔比 5%)，1H24 合計虧損 0.65 億/0.37 億元；目前材料/空分廠稼動率分別為 3-40%/60%，相比 2023 年皆<40%，近期稼動率已有所改善，惟美國於 4Q24 將對東南亞四國，越南、泰國、柬埔寨和馬來西亞，的太陽能業者徵收反補貼及反傾銷關稅，管理層預期材料廠出貨量將減少 6-70%，對短期營收產生負面影響，後續致力開發未被制裁國家的太陽能廠商，並持續提高空分廠稼動率以彌補材料廠的下滑，預計 2024/25 年合計虧損介於 0.5-1 億元之間，轉盈時點尚未明朗。

圖 11：越南廠損益



資料來源：公司資料、元大投顧

## 台灣新廠獲利不如預期，PHBA 產線 2025 年稼動率有望進一步提升

台灣新產能部分，台南 N2O 新廠(基礎化學品)已於 2Q23 投入運作，主要客戶為越南太陽能廠、國內半導體材料廠，產能滿載年產值約 1-2 億，目前稼動率約 40%、佔整體營收約 1%，仍陷虧損(稼動率 6-70%達獲利水準)，主因越南太陽能面臨反傾銷壓力且新廠折舊費用高，預期於 2025 年獲利表現持平。

PHBA 佔營收約 5%，主應用於 5G 軟板用 LCP 液晶高分子中間體，亦有出貨給電子及少量食品廠，配合日系客戶於台灣擴產之 1,500 噸產能已於 2023 年完成，合計產能 5,000-5,500 噸，產能滿載年產值約 5-6 億。1-3Q24 PHBA 出貨量年增近 40%，預估全年將維持 40%的成長率，低於公司 2023 年底法說會預期 2024 全年將年增 50%以上之水準，主因手機 5G 滲透率低於預期，目前稼動率約 60%；展望 2025 年，管理層表示隨終端通訊應用需求有望於 1H25 回升，同時日本客戶於台灣新增產線已順利開出，將提高對三福化 PHBA 需求，挹注 2025 年訂單。



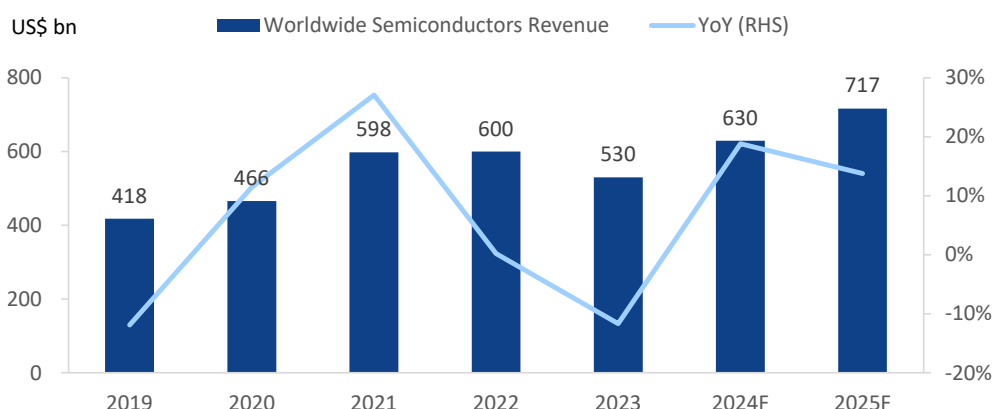
### 全球半導體市場復甦，帶動半導體材料需求回升

根據 Gartner 統計，2023 年受總經環境轉差、記憶體市況拖累，全球半導體產值衰退 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 18.8%/13.8%。

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 12% 至 639 億美元；不過如前文所述，半導體市場將於 2024 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 3-4%，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 5.6% 的 CAGR 自 2023 年的 639 億美元成長至 2028 年的超越 840 億美元。

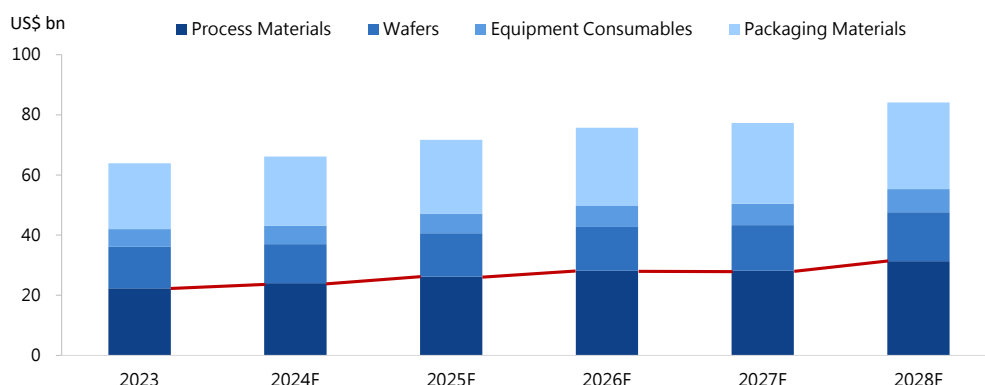
而台灣擁有 46% 的全球半導體代工產能和眾多封裝基地，已連續 14 年成為全球最大半導體材料消費市場，目前約佔 29% 的消費量(2023 年為 192 億美元)，我們預期由於台灣半導體廠先進製程擴廠較大，且因擁有龍頭廠商相較其他地區將有更多技術革新，將驅使台灣半導體材料需求成長高於全球產業平均，又多數台灣特用化學品廠商以內銷為主，將更能受惠此波復甦紅利。

圖 12：2024/2025 年全球半導體營收預估年增 18.8%/13.8% 達 6,298 億/7,167 億美元



資料來源：Gartner、元大投顧

圖 13：全球半導體材料市場 2023-2028 年 CAGR 達 5.6%



資料來源：TECHCET、元大投顧

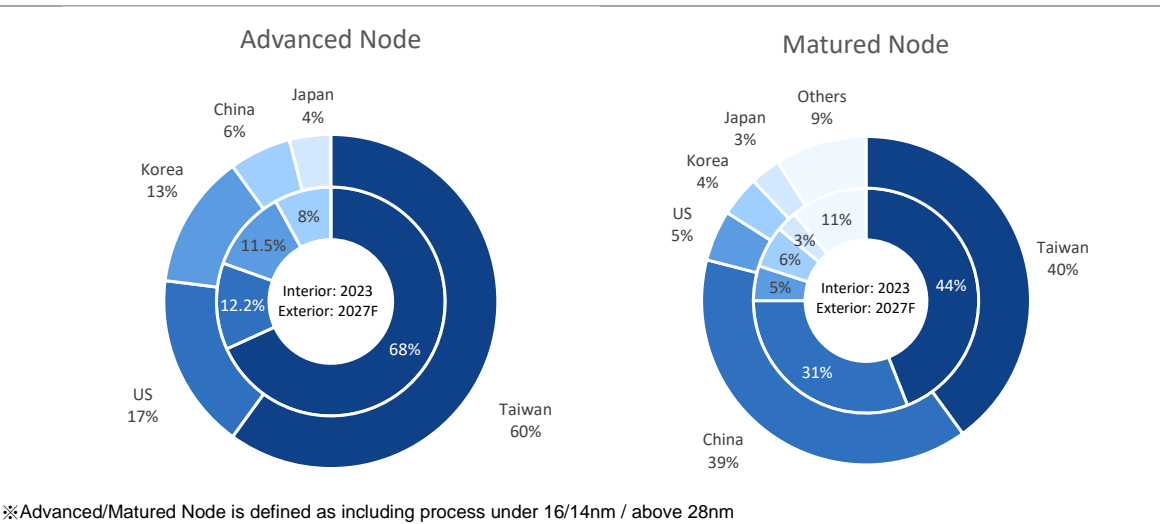
全球半導體供應鏈在地化趨勢，將使台系特化業者潛在市場和滲透率雙雙提升

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 14：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

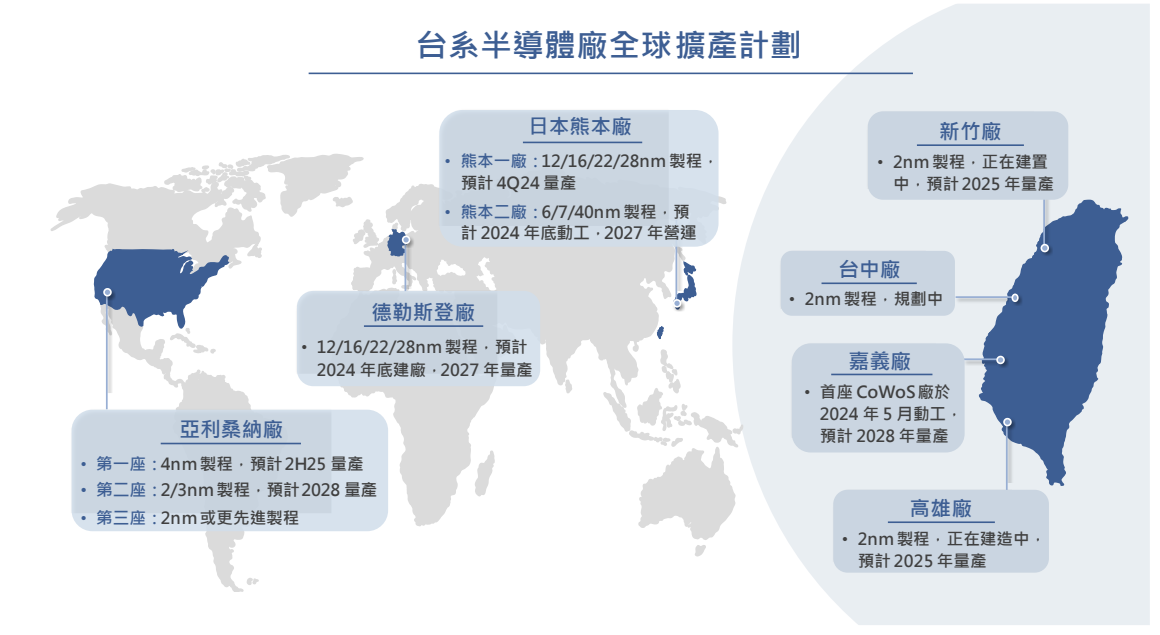
圖 15：各國積極推動半導體補貼政策

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 16：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 17：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

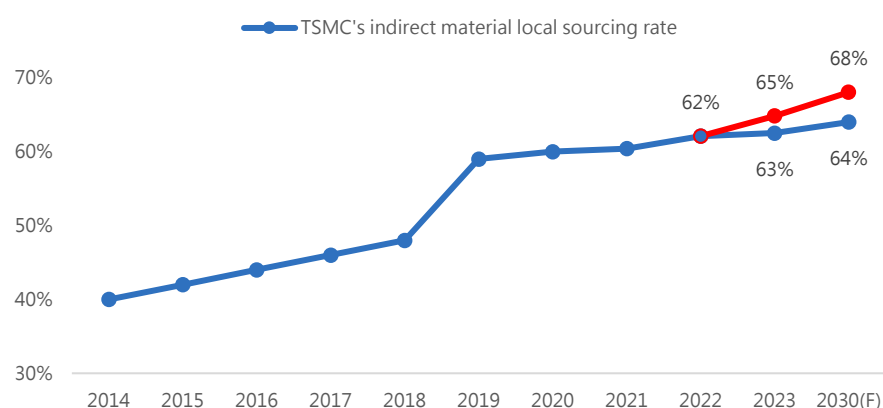
資料來源：元大投顧整理

## 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%，2023 更達 64.8%、超越原訂 62.5% 目標，同步將 2030 年目標由 64% 上修至 68%。

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 18：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、元大投顧

圖 19：化學品台灣擴廠計畫

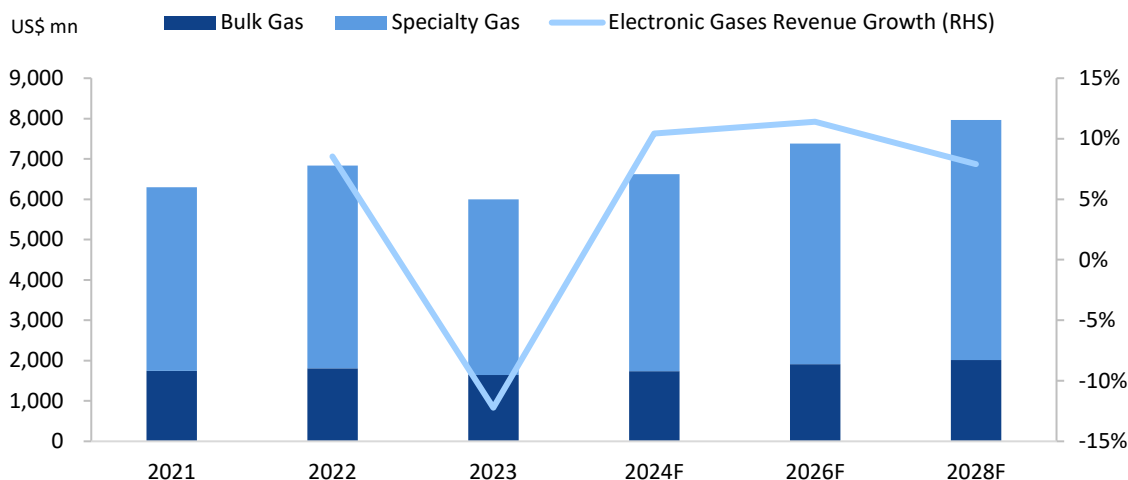
公司	地點	項目
勝一化工	台灣	● PM (丙二醇甲醚)二廠
中華化	台灣	● 電子級硫酸第五產線
中鋼+聯華林德	台灣	● 電子級氖氣
聯華氣體	高雄/桃園	● 高雄/桃園新廠房
Merck	高雄	● 薄膜/圖案化製程材料廠
法國液空(亞東工業氣體)	台灣	● 電子級氮氣/氧氣/氫氣廠(3 座)

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

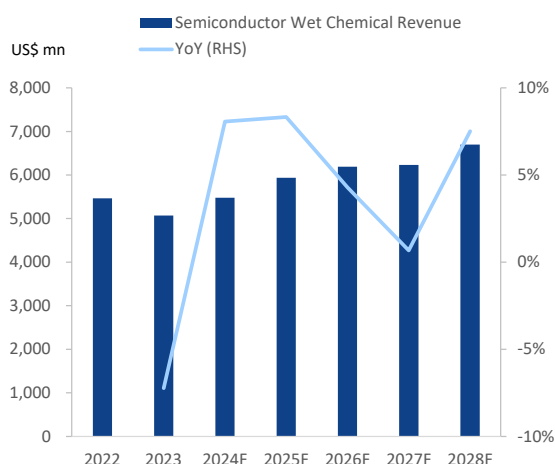
根據 TECHCET 預估，全球半導體材料市場將以 5.4% 的 CAGR 自 2023 年的 667 億美元成長至 2027 年的 870 億美元，其中氣體/液體化學品市場將在 2023-2028 年以約 5.8%/5.7% 的 CAGR 成長，增速略為高於整體材料產業，占半導體材料市場比重將由原先的 16% 提升至 18%，我們認為推升氣體等特用化學品占半導體材料市場比重的動力，主要在於晶片自身設計複雜化和半導體製程的微縮：隨著製成演進光罩層數不斷增加(由 7nm 的 4-5 層增加至 3nm 的 23-25 層)，同步帶動半導體製作過程中工序和層數的增加、整個晶圓製造過程中，反覆的清洗、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 20：全球電子級氣體市場 2023-2028 年 CAGR 5.8%



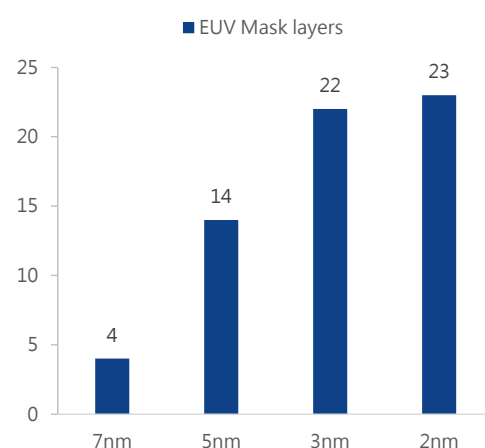
資料來源：TECHCET、元大投顧整理

圖 21：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 22：台積電光罩層數隨製程演進提高



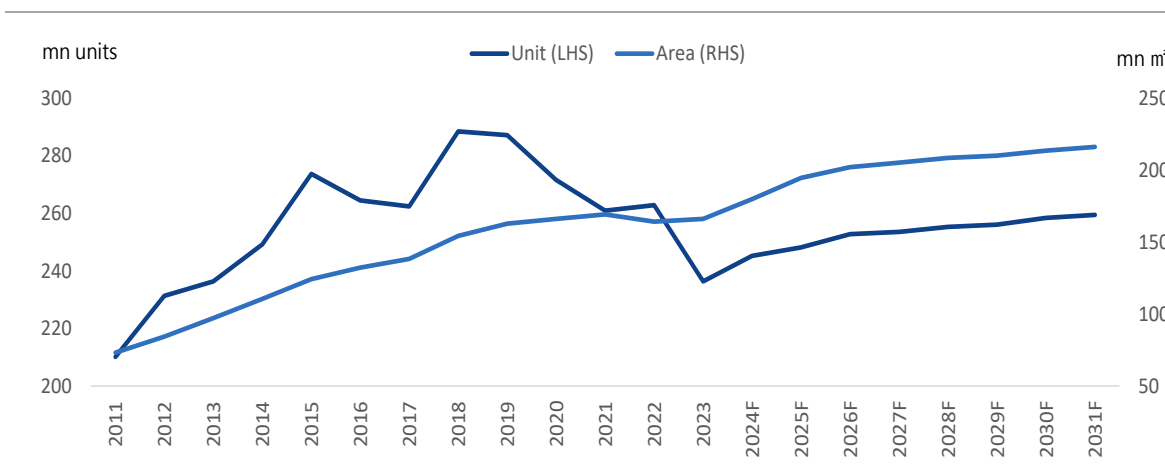
資料來源：元大投顧整理

## 全球 TV 面板出貨成長幅度受限，展望平淡

面板產業在 2022 年受到高通膨及烏俄戰爭等事件影響、下游各產業應用需求急速下滑，全球廠商面臨高庫存及產能過剩壓力，儘管下半年廠商大力降價促銷，LCD TV 面板出貨數僅年持平，2023 年持續受高通膨、經濟疲軟、中國/歐美等主要銷售地區狀況不如預期，及庫存調整拖累，全球 TV 面板出貨數年減 10%至 2.37 億台。2024 年雖庫存調整逐漸結束、經濟逐漸復甦，不過在奧運效應及中國銷售不如預期下，根據 Omdia 統計 1H24 全球 TV 面板出貨量僅年持平達 1.23 億台，出貨面積則在電視朝向大尺寸邁進趨勢下年增 5.6%至 8,727 萬平方公尺，整體產業僅些微復甦。

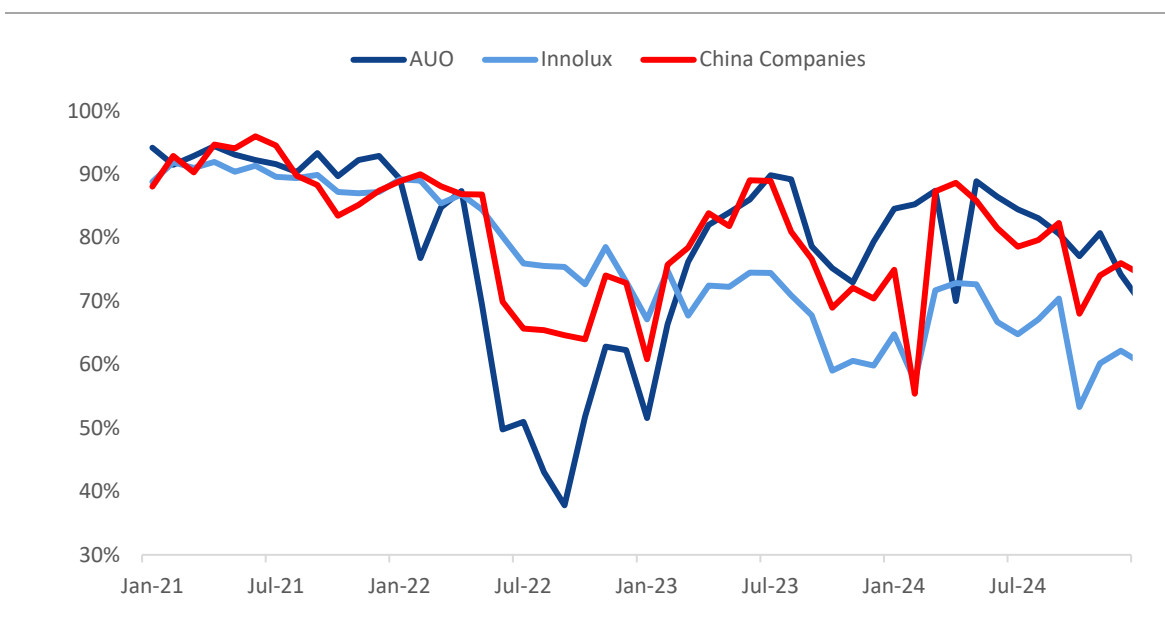
展望後續，1)出貨數方面，中國 2018-2019 年共計銷售 4.5 億台 32-55 吋之 LCD 電視，但原預計落在 2024-2025 年之汰換潮部分分散至疫情期間，在 2024 年回補庫存、為銷售季鋪貨結束後，Omdia 預計 2025-2030 年之 TV 面板出貨數年增率僅 1%；2)出貨面積部分，自 2022 年底開始，由於價格下滑，尺寸在 55 吋以上之 TV 面板逐漸成為主流，預估整體出貨面積將於 2025 年達到 2 億平方公尺(2023-2025 CAGR 10%)，但後續將放緩，預估 2023-2030 年將以 CAGR 4.4%速度成長至 2.25 億平方公尺。

圖 23：TV 面板出貨量/出貨面積



資料來源：OMDIA、元大投顧

圖 24：面板廠 TV 面板稼動率



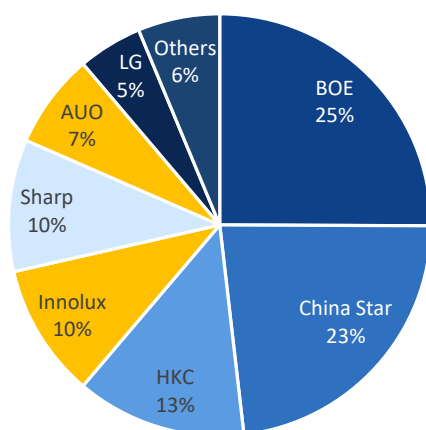
資料來源：OMDIA、元大投顧

## 中國掌握 TV 面板將近 7 成市佔，台灣業者稼動率難拉升

市佔率方面，根據 Omdia 統計，1-8M24 全球面板市佔率前三名京東方(BOE)、華星光(China Star)、惠科(HKC)皆為中國廠商，合計市佔率高達 61%，加上其他規模較小業者，中國業者幾乎占據 TV 面板市場約 7 成市佔，台灣業者友達及群創雖合計占比達 17%，仍難以在競爭激烈的 TV 面板市場中取得價格話語權；價格方面，在 2021 年因疫情使供應鏈大亂造成缺料、產能因需求強勁吃緊下，TV 面板價格曾一度漲至每平方公尺 250-300 美元，但後續 2022-2023 年在需求消退、擴充產能逐步上線、庫存堆積等因素拖累下，各尺寸面板價格一度跌破 100 美元，2023 年中至今則穩定維持在 120-150 美元不等；稼動率部分，3-5M24 受到年終運動賽事及 618 購物節等需求帶動，整體 TV 面板產業稼動率來到 88%，但因後續需求不振，後續產業稼動率已回落至 8M24 的 83%。

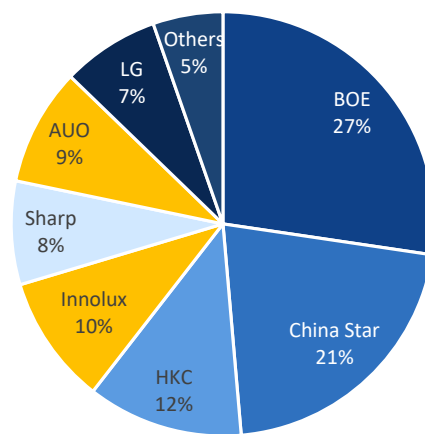
展望後續，在年中運動賽事結束後面板需求平淡，電視品牌業者也因上半年業績普遍低於預期而對面板業者施加價格壓力，預期面板價格將繼續微幅下跌，中國面板廠商則預計在 10 月進行為時 2 周的停工以控制稼動率及穩定面板價格，需觀察 1Q25 起需求是否能受惠電視品牌補庫及中國電器舊換新政策刺激而提升。

圖 25：1-8M24 TV 面板市占率



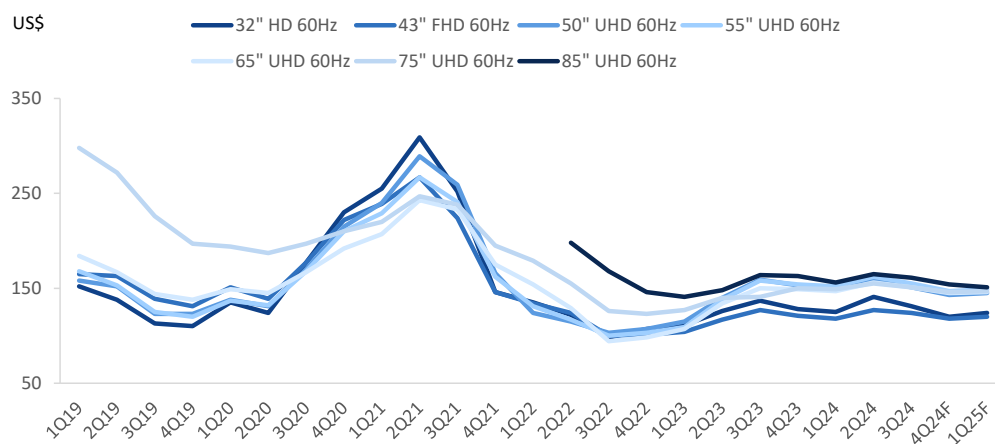
資料來源：OMDIA、元大投顧

圖 26：1-8M24 大尺寸面板市占率



資料來源：OMDIA、元大投顧

圖 27：TV 面板價格



資料來源：OMDIA、元大投顧

## 產品結構分析

### 三大化學產品線，應用領域橫跨半導體、面板、食品、化工等產業

三福化為化學品製造商，產品分為基礎化學品、精密化學品、新興化學品等三大產品線，基礎化學品包括化工產品原料、食品原料；精密化學品廣泛用於半導體、面板及太陽能產業，包含顯影劑、蝕刻液、剝離液、稀釋液等；新興化學品則為 TMAH 回收工程及再製成顯影液售出收入，目前主要供給面板廠客戶。

2023 年基礎/精密/新興佔比各為 20%/61%/19%，毛利率範圍為 5-10%/20-35%/30-40%；終端應用別佔比，面板/半導體/太陽能及其他為 50%/20%/30%，其中以半導體化學品毛利率最高，因此三福化毛利率與半導體及新興化學品營收佔比呈現正相關。

圖 28：三福化產品種類

產品種類	產品項目	說明
精密化學品	顯影劑、蝕刻液、剝離液、稀釋液、清洗液	<ul style="list-style-type: none"><li>● 顯影劑：KOH、NaOH</li><li>● 蝕刻液：草酸蝕刻液、王水蝕刻液、鋁蝕刻液(磷酸/硝酸/醋酸)、銅蝕刻液、HF (氫氟酸)、HCl (鹽酸)</li><li>● 剝離液：BM-73 (BDG/MEA)、MD-73 (MEA/DMSO)、DMSO (二甲亞基磺)、BDG (二乙二醇單乙醚)、MEA (單乙醇胺)、HMDS (六甲基二矽氣烷)、RGB rework、ITO rework、銅剝離液、封測剝離液</li><li>● 光阻稀釋劑與洗邊劑：苯甲醇、EBR (洗邊劑)等</li></ul>
	VMT	<ul style="list-style-type: none"><li>● 研磨液代工</li></ul>
基礎化學品	化工產品原料	<ul style="list-style-type: none"><li>● 苯甲酸(鈉)、磺胺酸、環己胺、雙環己胺、苯胺、對羥基苯甲酸、對羥基甲酸酯類、草酸、葡萄糖酸鈉、六偏磷酸鈉、間苯二甲酸</li></ul>
	食品添加物	<ul style="list-style-type: none"><li>● 甜味劑：山梨醇、甘露醇、蔗糖素、醋磺內酯鉀、紐甜、糖精鈉、糖蜜素、甜菊糖苷。</li><li>● 酸味劑：檸檬酸(單水/無水)、檸檬酸鈉(鉀)、乳酸、乳酸鈉(鈣)。</li><li>● 防腐劑：苯甲酸(鈉)、己二烯酸鉀。</li><li>● 其他：無水氯化鈣、碳酸氫鈉(小蘇打)、磷酸。</li></ul>
	食品原料	<ul style="list-style-type: none"><li>● 葡萄糖(無水/單水)、麥芽糊精、海藻糖、高麥芽糖粉、玉米澱粉等</li></ul>
新興化學品	TMAH 回收	<ul style="list-style-type: none"><li>● TMAH 回收工程及再製成顯影劑售出</li></ul>

資料來源：公司資料

**精密化學品(60%)**：三福化主要透過外購原料生產顯影劑(Developer)、蝕刻液(Etching)、剝離劑(Stripper)、清洗液(Cleaner)等面板和半導體製程相關化學品，精密化學品營收自 2022 年 36 億元下滑至 2024(F)年 27 億元，主因面板用化學品持續衰退。未來隨既有半導體化學品需求提升、新品開發有望打入供應鏈，預期精密化學品部門營收有望重返成長。

在晶片製造製程中，各種化學品用途分別為：1)顯影劑(Developer)：在黃光製程中，依照正行光阻或逆行光阻，去除曝光後或未曝光區域之光阻，將電路顯露；2)蝕刻液(Etching)：將晶圓往下蝕刻一定深度以構建電路；3)剝離劑(Stripper)：在曝光完成後去除未反應之光阻；4)清洗液(Cleaner)：顯影製程完成前後皆需要清洗晶圓。目前三福化重點發展產品為剝離劑中的 bumping stripper，主要針對半導體覆晶封裝(flip-chip packaging)中之凸塊製程(bumping)，除目前已大量供貨之成熟製程外，亦開始應用於 CoWoS/InFo 先進封裝技術，未來用量將隨主要客戶產能擴張保持高速成長，預估 2025 年精密化學品部門營收成長 8%。



圖 29：精密化學品上下游關係



資料來源：公司資料、元大投顧

**基礎化學品(20%)**：三福化基礎化學品產品用途廣泛，包含食品、化工、美妝等多種產業，多為外購原料生產模式，基礎化學品年營收多維持在 10-12 億之間，2025 年隨新廠 N2O、PHBA 稼動率提升，估營收成長 9%。

民生產業原料及添加劑：主要產品為 1) 環己胺(CHA)，為糖蜜素原料，糖蜜素為代糖之一，常作為蔗糖及玉米糖漿替代品以降低熱量；2) 單水檸檬酸(CAM)，食品及飲料之酸味添加劑及保鮮劑；3) 安息香酸鈉(BNA)，防腐劑，常見於蜜餞、碳酸飲料中；4) 對羥苯甲酸酯類(Paraben)，防腐劑，被廣泛使用在藥品及化妝品產業中。化工原料：主要產品為 1)環己胺(CHA)，水處理劑中的腐蝕抑制劑、或支氣管擴張藥物合成中促進劑的前軀體成分；2) 雙環己胺(DCHA)，鋼鐵防鏽劑；3) 對羥基苯甲酸(PHBA)，為 5G 軟板用 LCP 薄膜之液晶高分子中間體材料，為三福化近期主力產品。

除化工及食品原料外，三福化同時也具備可供食品/工業/電子業之氣體產線，包含台南柳營的一氧化二氮(N2O)廠，以及越南的空氣分離廠，主要向當地供應氮氣(N2)、氧氣(O2)、氬氣(Ar)等氣體。

圖 30：基礎化學品上下游關係

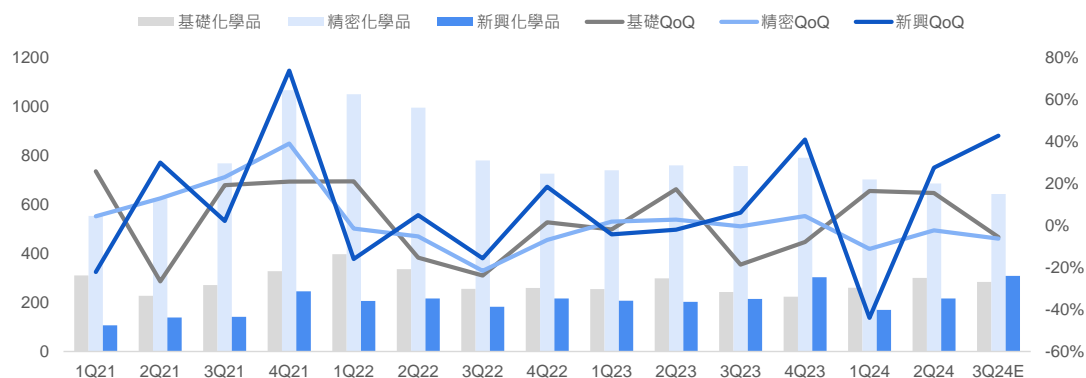


資料來源：公司資料、元大投顧

**新興化學品(20%)**：三福化之新興化學品主要為 TMAH(四甲基氫氧化銨)相關業務，TMAH 為劇毒物質，處理不易且對生物環境衝擊大，因此面板及晶圓廠多建設 TMAH 再循環系統，目前國內供應 TMAH 回收解決方案的供應商包括北部為主的長春石化、南部為主的三福化，三福化 TMAH 事業營運模式為於客戶廠區內建置回收設備的前處理，產生無毒、材積小的化學品後運至三福化 TMAH 廠區，並透過電解系統生產 LCD 級 TMAH 送回給面板客戶，再經純化成 IC 級 TMAH 送交給半導體客戶，回收再製比例約為 2:1。

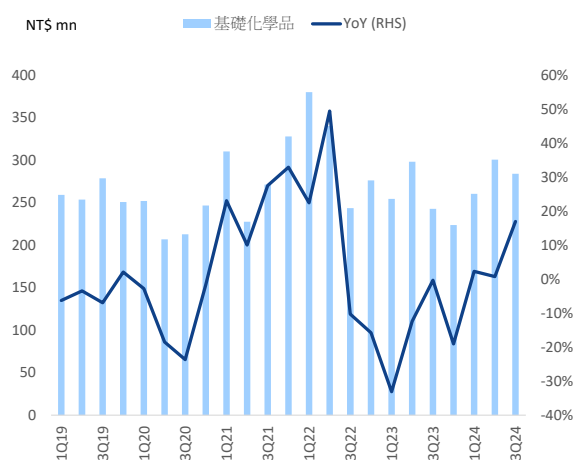
新興化學品營收自 2021 年 6.3 億元持續成長至 2023 年 9.1 億元，隨半導體回收廠房陸續完工，我們預期整體回收量將逐年提高，同時搭配工程營收持續認列，預估部門營收 2024/25 年達 9.5/10.5 億元。

圖 31：三福化產品產品營收趨勢



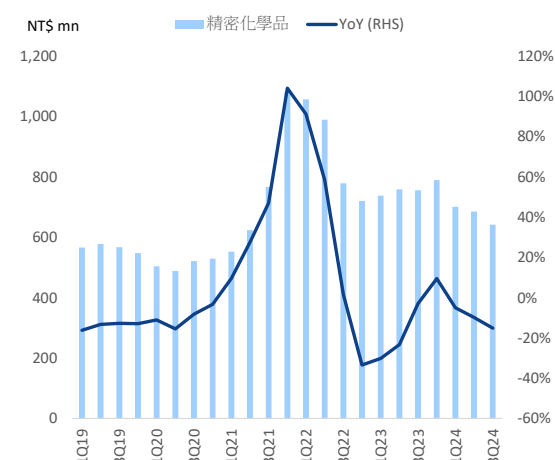
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 32：基礎化學品營收&YoY(約佔 20%)



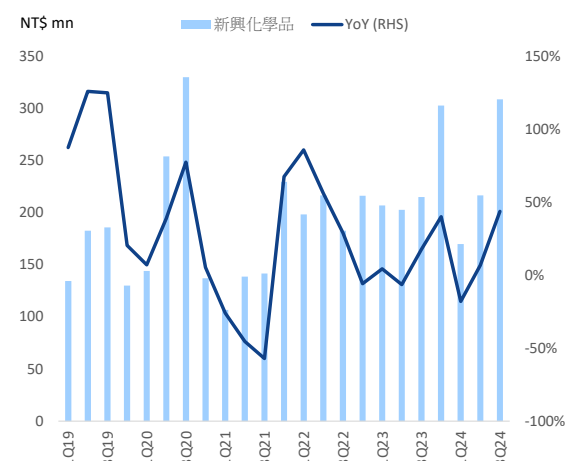
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 33：精密化學品營收&YoY(約佔 60%)



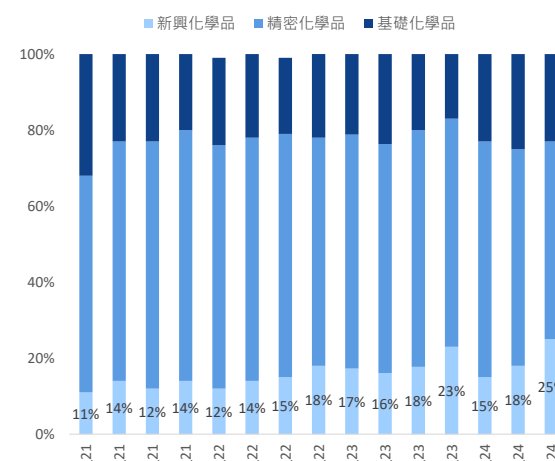
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 34：新興化學品營收&YoY(約佔 20%)



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 35：新興化學品佔比持續提高



資料來源：公司資料、元大投顧整理

## 股票評價

### 靜待高毛利 IC 級 TMAH 通過驗證，給予持有評等，目標價 135 元

儘管預期三大產品線營收皆將於 2025 年成長，且半導體營收佔比自 2024 年 20% 提升至 23%，但考量越南新廠客戶面臨逆風使轉盈時點未明朗、高毛利 IC 級 TMAH 驗證時程仍具不確定性，且佔比 50% 的面板產業需求展望平淡，預期 2025 年 EPS 5.30 元(年增 21.2%)，市場獲利預估共識 6.75 元有下修空間，對三福化看法中性。

三福化 3 年本益比位於 14-34 倍之間(平均 24 倍)，給予歷史中值 25 倍本益比，以 2025 年 EPS 5.30 元，推得目標價 135 元，給予持有評等，待 TMAH 驗證通過後將使公司獲利大幅成長，屆時評價將具上修空間。

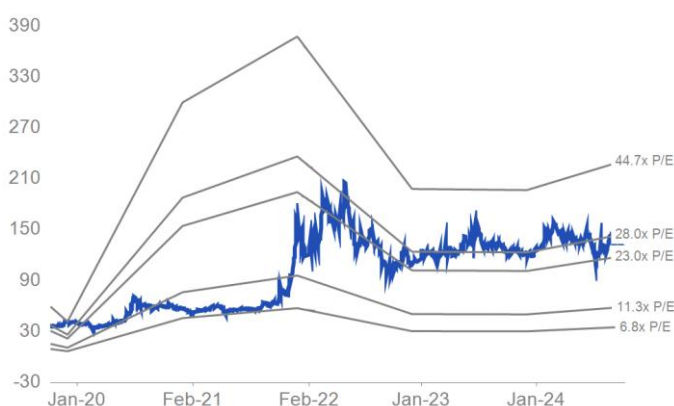
三福化目前股價交易於 24 倍 2025 年 EPS，觀察半導體營收佔比>50% 之台灣特化同業交易於 2025 年 EPS 的 14-33 倍、液體同業約為 19 倍，其國外特化同業則交易在 2025 年預期 EPS 的 12-24 倍，考量三福化半導體佔比僅 20-25%，認為評價享同業區間中值尚屬合理。

圖 36：2024 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	5,292	5,017	5,198	5,594	5.5%	-7.1%
營業毛利	1,053	1,147	1,159	1,365	-6.9%	-15.1%
營業利益	547	654	652	842	-14.2%	-22.6%
稅前利益	603	707	718	890	-10.3%	-19.3%
稅後淨利	441	528	534	679	-13.6%	-21.4%
調整後 EPS (元)	4.38	5.42	5.30	6.75	-16.4%	-21.5%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	19.9%	22.9%	22.3%	24.4%	-3.0	-2.1
營業利益率	10.3%	13.0%	12.5%	15.1%	-2.7	-2.6
稅後純益率	8.3%	10.5%	10.3%	12.1%	-2.2	-1.9

資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

圖 37：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 38：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
三福化	4755 TT	持有-超越 同業	126.5	398	4.41	4.38	5.30	28.7	28.9	23.9	(47.6)	(0.7)	21.2
國內同業													
勝一	1773 TT	未評等	170.0	1,327	6.3	7.3	8.8	28.2	24.4	20.1	(13.5)	15.5	21.3
晶呈科	4768 TT	未評等	211.5	300	2.6	4.1	6.3	80.8	52.3	33.9	(49.8)	54.3	54.4
上品	4770 TT	買進	338.0	834	21.2	22.4	24.7	16.2	15.3	13.9	(5.9)	5.7	10.3
台特化	4772 TT	未評等	170.5	789	1.1	2.5	3.5	153.6	69.5	49.0	(25.2)	121.1	41.8
達興材	5234 TT	未評等	232.5	726	5.1	5.2	7.2	48.4	47.1	34.4	22.8	2.7	36.9
國內同業平均					7.3	8.3	10.1	65.4	41.7	30.3	(14.3)	39.9	32.9
國際同業													
Air Products	APD	未評等	306.4	68,110	10.3	12.3	13.3	29.7	24.8	23.0	2.1	19.6	7.9
Air Liquide	AI FP	未評等	166.3	104,606	5.4	6.3	6.8	31.0	26.6	24.3	11.6	16.6	9.5
BASF SE	BAS GR	未評等	44.1	42,764	0.3	3.4	3.8	174.8	13.0	11.7	(136.3)	1239.8	11.6
3M Co	MMM	未評等	126.5	68,898	(12.6)	7.3	7.9	--	17.4	16.0	(223.7)	--	8.6
國際同業平均					0.8	7.3	8.0	78.5	20.5	18.8	(86.6)	425.3	9.4

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 39：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
三福化	4755 TT	持有-超越 同業	126.5	398	9.8	9.7	11.3	43.83	45.21	47.02	2.9	2.8	2.7
國內同業													
勝一	1773 TT	未評等	170.0	1,327	18.9	19.8	21.3	34.8	43.4	--	4.9	3.9	--
晶呈科	4768 TT	未評等	211.5	300	7.7	--	--	40.7	--	--	5.2	--	--
上品	4770 TT	買進	338.0	834	23.8	21.6	21.5	93.3	103.7	115.0	3.6	3.3	2.9
台特化	4772 TT	未評等	170.5	789	9.0	--	--	12.7	--	--	13.4	--	--
達興材	5234 TT	未評等	232.5	726	17.2	17.5	17.1	30.5	--	--	7.6	--	--
國內同業平均					15.3	19.6	20.0	42.4	73.6	115.0	6.9	3.6	2.9
國際同業													
Air Products	APD	未評等	306.4	68,110	18.3	17.9	17.8	64.4	69.4	75.2	4.8	4.4	4.1
Air Liquide	AI FP	未評等	166.3	104,606	12.8	13.6	14.6	42.4	45.4	48.9	3.9	3.7	3.4
BASF SE	BAS GR	未評等	44.1	42,764	6.6	7.5	8.8	39.5	39.2	39.9	1.1	1.1	1.1
3M Co	MMM	未評等	126.5	68,898	52.2	68.6	89.7	8.7	8.0	11.1	14.6	15.8	11.4
國際同業平均					22.5	26.9	32.7	38.7	40.5	43.8	6.1	6.2	5.0

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 40：季度及年度簡明損益表 (合併)

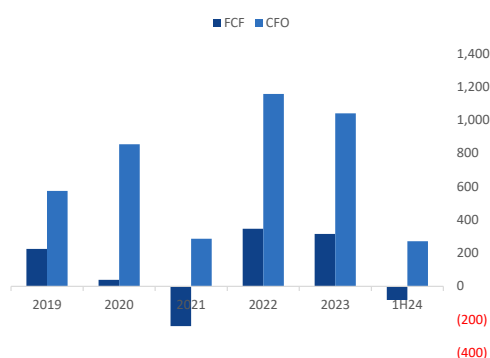
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	1,132	1,203	1,233	1,724	1,204	1,253	1,350	1,391	5,292	5,198
銷貨成本	(875)	(940)	(977)	(1,446)	(951)	(983)	(1,039)	(1,067)	(4,239)	(4,039)
營業毛利	257	263	256	277	253	270	311	324	1,053	1,159
營業費用	(127)	(124)	(130)	(126)	(126)	(126)	(126)	(130)	(506)	(507)
營業利益	131	139	126	151	128	144	185	194	547	652
業外利益	25	15	0	17	16	17	17	17	56	66
稅前純益	155	154	126	168	144	161	202	211	603	718
所得稅費用	(45)	(44)	(32)	(44)	(38)	(42)	(53)	(55)	(165)	(187)
少數股東權益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(3)	(2)
歸屬母公司稅後純益	111	111	95	125	107	120	150	157	441	534
調整後每股盈餘(NT\$)	1.10	1.10	0.94	1.24	1.07	1.19	1.49	1.56	4.38	5.30
調整後加權平均股數(百萬股)	101	101	101	101	101	101	101	101	101	101
重要比率										
營業毛利率	22.7%	21.8%	20.8%	16.1%	21.1%	21.5%	23.1%	23.3%	19.9%	22.3%
營業利益率	11.5%	11.5%	10.2%	8.8%	10.6%	11.5%	13.7%	14.0%	10.3%	12.5%
稅前純益率	13.7%	12.8%	10.2%	9.8%	12.0%	12.8%	15.0%	15.2%	11.4%	13.8%
稅後純益率	9.8%	9.2%	7.7%	7.3%	8.9%	9.5%	11.1%	11.3%	8.3%	10.3%
有效所得稅率	29.0%	28.4%	25.4%	26.2%	26.4%	26.1%	26.2%	26.1%	27.4%	26.0%
季增率(%)										
營業收入	-14.0%	6.2%	2.6%	39.8%	-30.2%	4.1%	7.7%	3.0%		
營業利益	-37.3%	6.3%	-9.1%	19.8%	-15.2%	12.5%	28.5%	4.9%		
稅後純益	-14.8%	-0.6%	-14.4%	31.6%	-14.4%	12.1%	25.0%	4.7%		
調整後每股盈餘	-14.8%	-0.6%	-14.4%	31.6%	-14.4%	12.1%	25.0%	4.7%		
年增率(%)										
營業收入	-5.7%	-4.6%	1.6%	31.0%	6.4%	4.2%	9.5%	-19.3%	6.0%	-1.8%
營業利益	13.2%	24.9%	2.2%	-27.5%	-1.9%	3.8%	46.8%	28.5%	-2.0%	19.2%
稅後純益	15.8%	2.6%	-13.7%	-4.2%	-3.8%	8.5%	57.9%	25.6%	-1.1%	21.2%
調整後每股盈餘	15.8%	2.6%	-13.7%	-4.2%	-3.8%	8.5%	57.9%	25.6%	-1.1%	21.2%

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。

### 雖流動比率持續下降，不過營運狀況及償債能力仍屬穩定

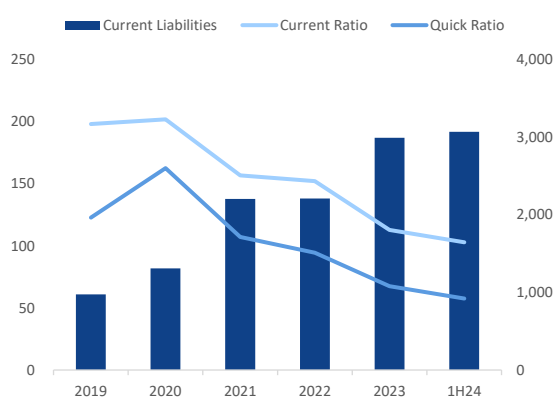
現金流方面，近年因半導體產業蓬勃發展，三福化在 2020-2023 年每年投資活動現金流皆達 5-8 億元，不過 2021 年因應收帳款及存貨大幅增加使營運現金流大幅降低、自由現金流轉為負數，然其餘年份皆為正數，且營運現金流也常年呈現正數，顯示三福化雖經歷產業逆風，營運尚屬穩健；資產負債表方面，三福化流動/速動比率自 2021 年起皆呈現持續下滑狀態，我們觀察到三福化短期借款持續上升，造成流動負債持續上升至近 3 億元，但流動資產並未明顯增加，推估主因公司持續針對設備做節電整改及優化產線；天數方面，雖 2019-2023 年三福化經歷產業快速發展及逆風，不過整體收現及付現天數皆維持穩定，整體無重大風險；償債能力部分，三福化負債比近 5 年持續提升至約 40% 水準，推測主因近年持續擴廠、興建產線，且去年遭遇產業逆風，不過我們認為其負債比對於成長中之公司尚屬合理，同時利息保障倍數雖為近年新低、仍有接近 20 倍之水準，財務結構尚屬健全。

圖 41：營運現金流持續為正



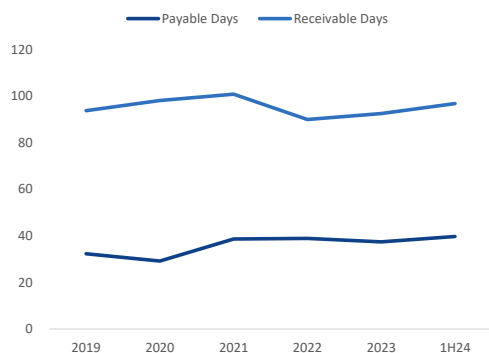
資料來源：TEJ、元大投顧

圖 42：流動/速動比率



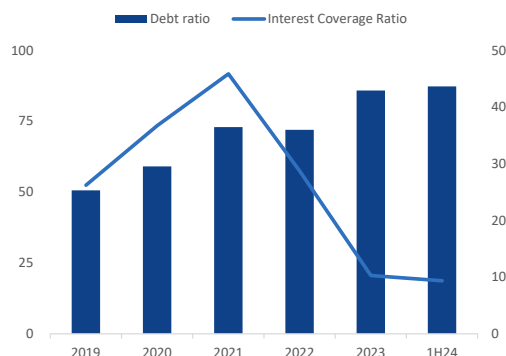
資料來源：TEJ、元大投顧

圖 43：收現/付現天數維持穩定



資料來源：TEJ、元大投顧

圖 44：負債比/利息保障倍數



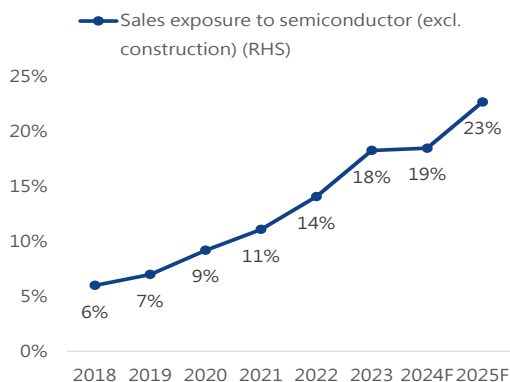
資料來源：TEJ、元大投顧



## 公司簡介

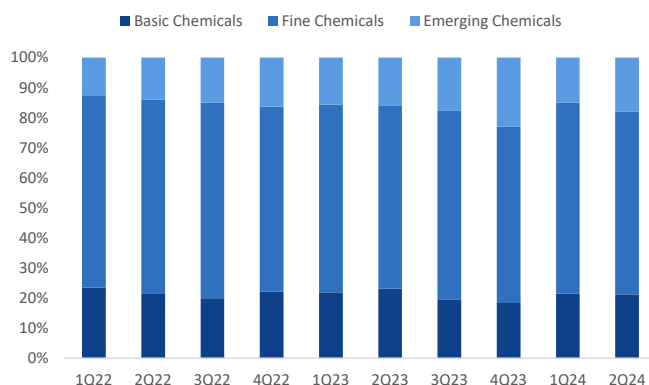
三福化主要產品為基礎化學品、精密化學品及新興化學品。精密化學品包括顯影劑、蝕刻液、剝離液、稀釋液、清洗液、研磨液等，下游客戶面板 60-70%，半導體 10%，其他 20~30% (LED、太陽能)；精密化學品廣泛用於 IC、TFT-LCD、LED、太陽能等光電產業；基礎化學品，主要功能為糖蜜素原料、食品酸味劑及防腐劑，用於塑料、食品、個人清潔用品及化妝品等產業。新興化學品包含 TMAH 工程及回收再製售出之顯影劑，主要供面板廠客戶。銷售地區方面，精密化學品及新興化學品主要為內銷，基礎化學品則有 3-4 成外銷(美、日、以色列、中國)。

圖 45：半導體化學品營收占比提高



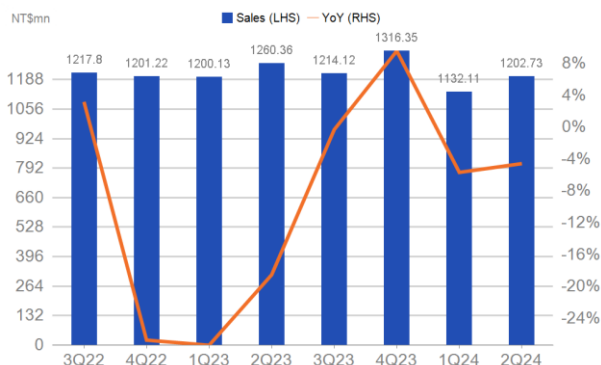
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 46：營收組成



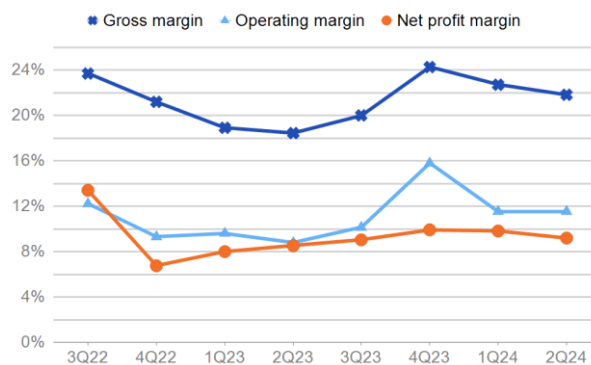
資料來源：公司資料

圖 47：營收趨勢



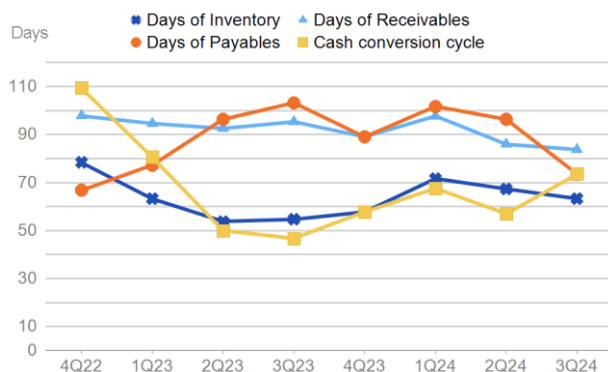
資料來源：CMoney、公司資料

圖 48：毛利率、營益率、淨利率



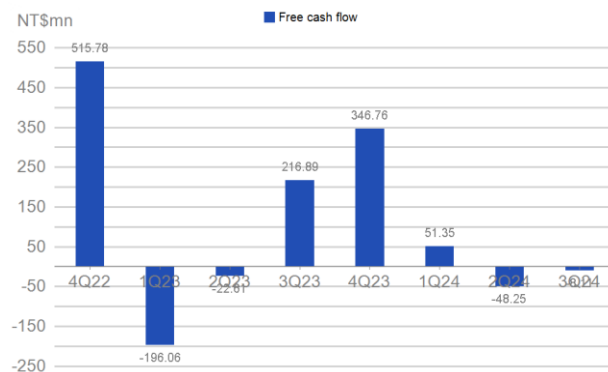
資料來源：CMoney、公司資料

圖 49：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 50：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：** 三福化整體的 ESG 風險評級屬於中風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行在略為領先的位置，亦於日用化學品業的公司中排名領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 三福化的整體曝險中等，略優於日用化學品業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的碳自身運作、商業道德以及排放、廢水和廢棄物等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 三福化在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力中等。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，但是，這些舉措不足以管理其所有風險。儘管如此，該公司尚未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 51：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	24.8
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)	49.2
風險評級	中 <span>★</span>
同業排行(1~100，1 為最佳)	25

資料來源：Sustainalytics (2024/11/7)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

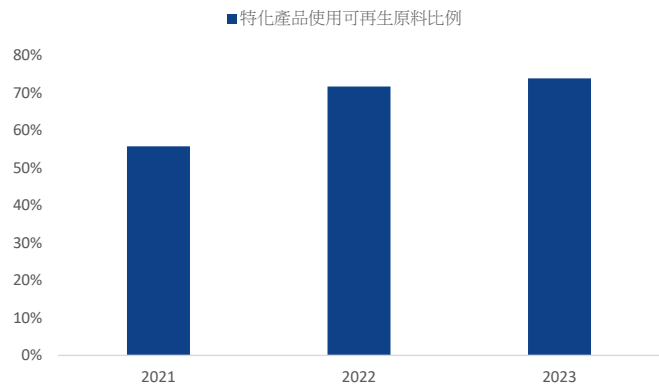
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

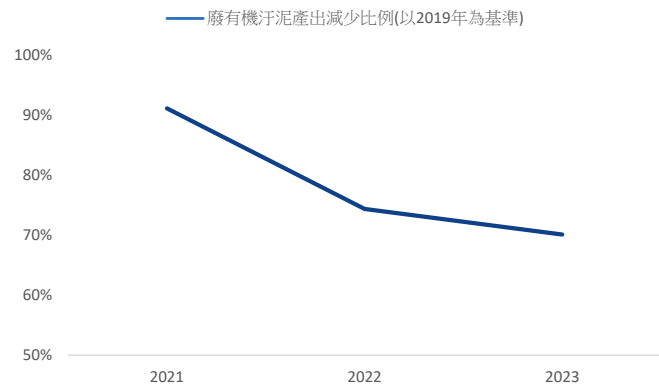
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 52：特化產品使用可再生原料比例



資料來源：公司資料、Reuters

圖 53：廢有機汙泥產出減少比例(以 2019 年為基準)



資料來源：公司資料、Reuters

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	553	602	489	897	1,010
存貨	720	717	679	599	596
應收帳款及票據	1,581	1,239	1,341	1,130	1,434
其他流動資產	609	807	869	661	447
流動資產	3,462	3,366	3,378	3,286	3,488
採用權益法之投資	456	505	475	658	689
固定資產	2,278	3,018	3,415	3,488	3,349
無形資產	0	0	139	129	118
其他非流動資產	379	333	382	178	135
非流動資產	3,113	3,856	4,412	4,453	4,292
資產總額	6,576	7,221	7,790	7,739	7,780
應付帳款及票據	506	372	441	418	467
短期借款	930	927	1,220	1,220	1,220
什項負債	771	913	1,332	1,332	1,332
流動負債	2,206	2,212	2,993	2,971	3,019
長期借款	104	325	225	225	225
其他負債及準備	89	64	125	125	125
長期負債	193	389	350	350	350
負債總額	2,399	2,601	3,344	3,321	3,370
股本	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007
資本公積	961	762	565	565	565
保留盈餘	2,302	2,864	2,914	3,054	3,235
什項權益	(125)	(45)	(72)	(72)	(72)
歸屬母公司之權益	4,145	4,588	4,414	4,553	4,735
非控制權益	32	32	32	29	27
股東權益總額	4,177	4,620	4,446	4,582	4,761

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	673	850	444	439	532
折舊及攤提	284	312	393	438	449
本期營運資金變動	(539)	186	(14)	263	(253)
其他營業資產 及負債變動	(131)	(190)	217	49	27
營運活動之現金流量	287	1,158	1,041	1,188	755
資本支出	(541)	(775)	(691)	(500)	(300)
本期長期投資變動	51	49	(30)	(21)	(31)
其他資產變動	(36)	(85)	(4)	43	43
投資活動之現金流量	(527)	(812)	(725)	(479)	(289)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	302	226	195	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(302)	(504)	(594)	(302)	(352)
其他調整數	(3)	(23)	(25)	0	0
融資活動之現金流量	(3)	(301)	(424)	(302)	(352)
匯率影響數	1	5	(5)	0	0
本期產生現金流量	(242)	49	(113)	408	113
自由現金流量	(255)	382	350	688	455

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	4,780	5,619	4,991	5,292	5,198
銷貨成本	(3,585)	(4,116)	(3,969)	(4,239)	(4,039)
營業毛利	1,195	1,503	1,022	1,053	1,159
營業費用	(474)	(573)	(464)	(506)	(507)
推銷費用	(257)	(286)	(215)	(254)	(260)
研究費用	(39)	(63)	(81)	(88)	(88)
管理費用	(173)	(223)	(169)	(164)	(160)
其他費用	(6)	0	0	0	0
營業利益	721	930	558	547	652
利息收入	1	7	8	11	13
利息費用	(9)	(19)	(30)	(30)	(29)
利息收入淨額	(8)	(12)	(22)	(18)	(16)
投資利益(損失)淨額	82	74	24	18	23
匯兌損益	(15)	45	(12)	38	34
其他業外收入(支出)淨額	49	37	34	19	26
稅前純益	829	1,073	581	603	718
所得稅費用	(157)	(223)	(137)	(165)	(187)
少數股權淨利	(1)	0	0	(3)	(2)
歸屬母公司之稅後純益	674	849	444	441	534
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,123	1,404	1,004	985	1,101
調整後每股盈餘 (NT\$)	6.69	8.43	4.41	4.38	5.30

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	25.2	17.5	(11.2)	6.0	(1.8)
營業利益	53.2	28.9	(40.0)	(2.0)	19.2
稅前息前折舊攤銷前淨利	45.4	25.0	(28.5)	(1.9)	11.8
稅後純益	68.4	26.3	(47.7)	(1.1)	21.2
調整後每股盈餘	627.5	26.0	(47.6)	(0.7)	21.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	25.0	26.7	20.5	19.9	22.3
營業利益率	15.1	16.6	11.2	10.3	12.5
稅前息前淨利率	17.2	18.8	11.1	10.3	12.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	23.5	25.0	20.1	18.6	21.2
稅前純益率	17.4	19.1	11.7	11.4	13.8
稅後純益率	14.1	15.1	8.9	8.3	10.3
資產報酬率	11.3	12.3	5.9	5.7	6.8
股東權益報酬率	16.9	19.3	9.8	9.7	11.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	57.4	56.3	75.2	72.5	70.8
淨負債權益比(%)	11.5	14.1	21.5	12.0	9.1
利息保障倍數 (倍)	91.7	57.5	20.6	21.4	25.7
流動比率 (%)	156.9	152.2	112.8	110.6	115.5
速動比率 (%)	112.2	97.6	70.8	90.5	95.8
淨負債 (NT\$百萬元)	481	650	956	548	435
調整後每股淨值 (NT\$)	41.16	45.56	43.83	45.21	47.02
評價指標 (倍)					
本益比	18.9	15.0	28.7	28.9	23.9
股價自由現金流量比	--	33.4	36.5	18.6	28.1
股價淨值比	3.1	2.8	2.9	2.8	2.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	11.4	9.1	12.7	13.0	11.6
股價營收比	2.7	2.3	2.6	2.4	2.5

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

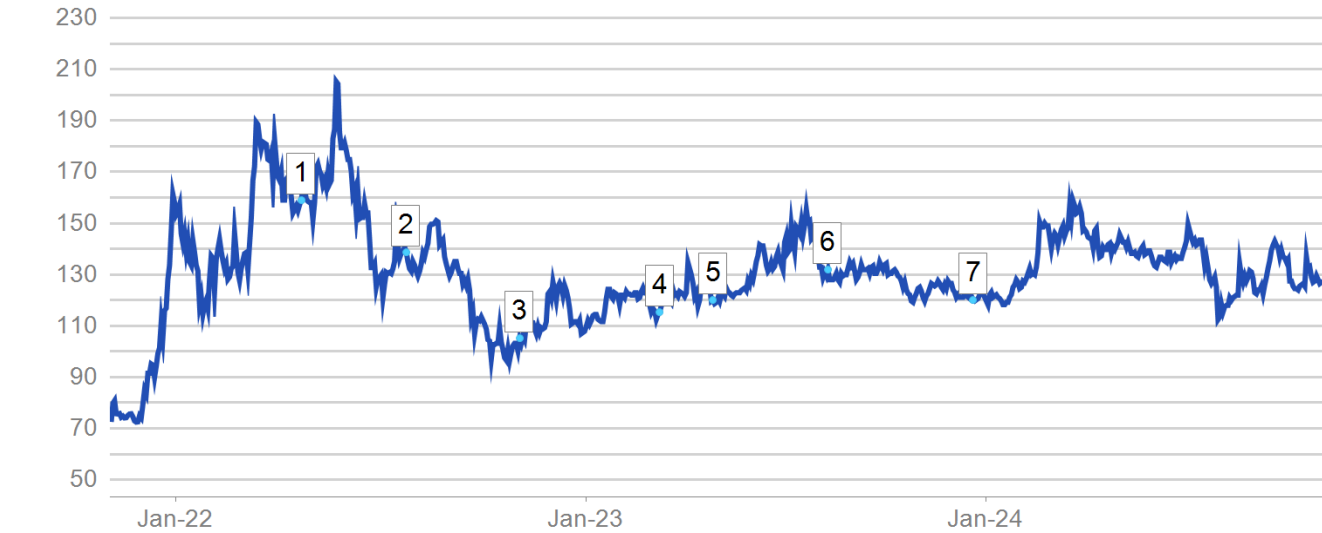
附錄：重要揭露事項

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。

三福化 (4755 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20220503	175.50	240.00	217.48	買進	李侃奇
2	20220801	150.00	154.00	144.48	持有-超越同業	李侃奇
3	20221107	107.00	90.00	84.44	持有-落後同業	楊凱宇
4	20230320	122.00	110.00	103.20	持有-落後同業	楊凱宇
5	20230509	127.50	110.00	103.20	持有-落後同業	楊凱宇
6	20230817	135.00	138.00	134.84	持有-超越同業	楊凱宇
7	20231221	124.50	127.00	124.09	持有-超越同業	楊凱宇

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 仁愛路三段 157 號 4 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>.