

華立(3010)

BUY

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 蘇建彰 Steven Su
stevensu@masterlink.com.tw

評等

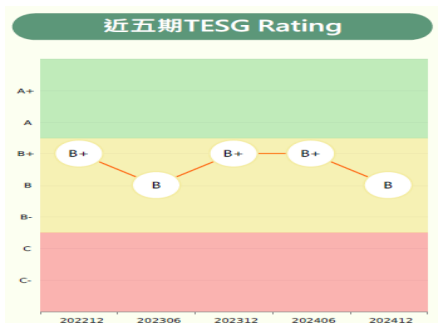
日期: 2024/11/21
目前收盤價 (NT\$): 120
目標價 (NT\$): 143
52 週最高最低(NT\$): 94.7-154.5
加權指數: 22688.36

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 2,594
市值 (NT\$/mn): 31,130
市值 (US\$/mn): 1,038
20 日平均成交量(仟股): 1,160
PER (2024): 13.5
PBR (2024): 1.39
外資持股比率: 9.62
TCRI 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-3.2	-5.5	-9.8
加權指數報酬率	-3.4	1.2	6.7

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	143	147
營業收入 (NT\$/mn)	79,675	76,036
毛利率 (%)	7.48	8.02
營益率 (%)	3.50	3.69
EPS (NT\$)	8.89	9.83
BVPS(NT\$)	86.49	81.90



長期營運隨大客戶成長

- 儘管半導體和資通訊業務穩健成長，但平面顯示器營收貢獻減少，3Q24 營收 214.3 億元(QoQ+1.2%)，在產品組合轉佳下，毛利率 7.57%優於前季之 7.1%·營業利益 8.18 億元(QoQ+22.5%)低於預估值 6%·EPS 2.75 元符合預期。
- 因應 AI Server 高成長趨勢·半導體業務中 COWOS 先進封裝材料受惠於晶圓代工龍頭廠大幅擴張產能，預期今年明年營收皆可望倍數成長，且隨該客戶先進製程產能利用率向上亦帶動光阻劑、研磨液、化學品以及特殊氣體相關需求·預期半導體業務長期成長性將優於公司平均。資通訊業務方面，高階工程塑膠占銷售八成，可應用 GPU 和 AI ASIC Socket 生產，至於 PCB 材料占資通訊銷售二成，因應高階 Server 熱絡需求可望推升 Panasonic 的低介電質 CCL 代理業務需求。由於半導體和資通訊業務屬於毛利率較佳產品線，AI 趨勢將有助於長期產品組合優化。
- 先前俄烏戰爭造成特殊氣體如疝氣飆漲，因應客戶要求建立在地供應鏈，公司與同業於屏南產業園區合資建立疝氣純化廠，預期 1H25 通過客戶認證並開始量產出貨。此外，公司目前物流中心皆位於北部，因應客戶於南部擴產需求以及南部眾多製造業委外化學品物流倉儲商機，在台南佳里興建 1.2 萬坪物流中心並規劃七座各種溫層化學品倉庫，預計該物流中心可望於明年底啟用。
- 預估 2024 和 2025 年 EPS 分別為 8.89 元和 10.2 元，公司擴大海內外布局，長期營運隨大客戶成長，維持買進評等，TP 143 元。

Exhibit 1: 營收與營收 YOY



Sources: Masterlink

Exhibit 2: TSG 企業永續指標

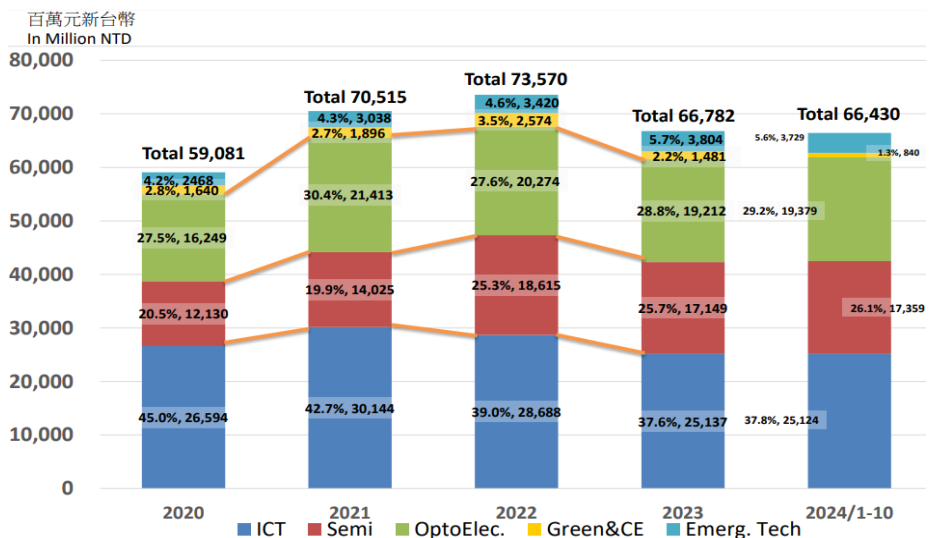


Sources: TEJ

華立主要代理日系品牌電子材料，半導體和資通訊產品線毛利率較佳

華立成立於 1968 年，公司擁有多家日系品牌電子材料於大中華區域代理權。主要產品線可區分為半導體(光阻液、化學品、特殊氣體、去光阻液和 CMP 研磨液)、資通訊(高機能工程塑膠、CCL 和高解析度乾膜光阻)、平面顯示器(面板製程化學品以及電子白板)、綠能(太陽能電廠)以及其他，2024 年前三季營收比重分別為 26%、38%、29%、1%和 6%，其中半導體和資通訊產品線毛利率較佳。華立毛利率約 7-9%高於 IC 通路商 3-5%，主因在於代理產品部分為危險化學品，需用特殊方式運輸，公司在供應鏈中提供 FAE 工程師、倉儲物流以及庫存管理等附加價值。若以銷售地區區分，台灣營收佔比 58%，大陸佔 36%，其餘營收來自東南亞。

華立產品組合



Source : Company

產品組合轉佳致使毛利率回升，3Q24 EPS 2.75 元符合預期

儘管半導體和資通訊業務穩健成長，但平面顯示器營收貢獻減少，3Q24 營收 214.3 億元(QoQ+1.2%)，在產品組合轉佳下，毛利率 7.57%優於前季之 7.1%，營業利益 8.18 億元(QoQ+22.5%)低於預估值 6%，業外認列收益 1.97 億元，稅後純益 7.12 億元(QQ+22.5%)，EPS 2.75 元符合預期。

華立 3Q24 營收獲利

	2Q24	3Q24 (A)	3Q24 (E)	較預期相比	QOQ	YoY	累計 YOY
Net sales	21,154	21,413	21,235	1%	1.2%	12.6%	20.7%
Margin %	7.10%	7.57%	7.99%				
Operating profit	690	818	868	-6%	18.5%	17.0%	10.0%
Total non-ope inc.	190	197	190				
Pre-tax profit	880	1,014	1,058				
Net profit	581	712	713	0%	22.5%	0.0%	2.1%
EPS	2.24	2.75	2.75				

Source : Company、Masterlink

**進入傳統淡季，估計 4Q24 EPS
2.24 元**

由於進入傳統淡季，半導體、資通訊以及平面顯示器三大業務營收皆季減，估計 4Q24 營收 198.5 億元(QoQ-7.3%)，因毛利率較低之平面顯示器營收降幅較高，毛利率將續增至 7.64%，稅後純益 5.81 億元(QoQ-18.5%)，EPS 2.24 元。

AI 趨勢增加資通訊和半導體業務需求，將有助於長期產品組合優化

受惠於半導體、資通訊以及平面顯示器三大業務營收皆有雙位數以上成長，華立 2024 年營收可望創下新高，惟 2023 年有一次性存貨跌價損失迴轉利益，加計今年低毛利電子白板出貨較多，致使 2024 年營業利益成長性不及營收成長性亮眼。

AI 趨勢對於華立營運助益主要在半導體以及資通訊業務，因應 AI Server 高成長趨勢，半導體業務中 COWOS 先進封裝材料受惠於晶圓代工龍頭廠大幅擴張產能，預期今年明年營收皆可望倍數成長，且隨該客戶先進製程產能利用率向上亦帶動光阻劑、研磨液、化學品以及特殊氣體相關需求，預期半導體業務長期成長性將優於公司平均。資通訊業務方面，高階工程塑膠占銷售八成，可應用 GPU 和 AI ASIC Socket 生產，至於 PCB 材料占資通訊銷售二成，因應高階 Server 熱絡需求可望推升 Panasonic 的低介電質 CCL 代理業務需求。由於半導體和資通訊業務屬於毛利率較佳產品線，AI 趨勢將有助於長期產品組合優化。

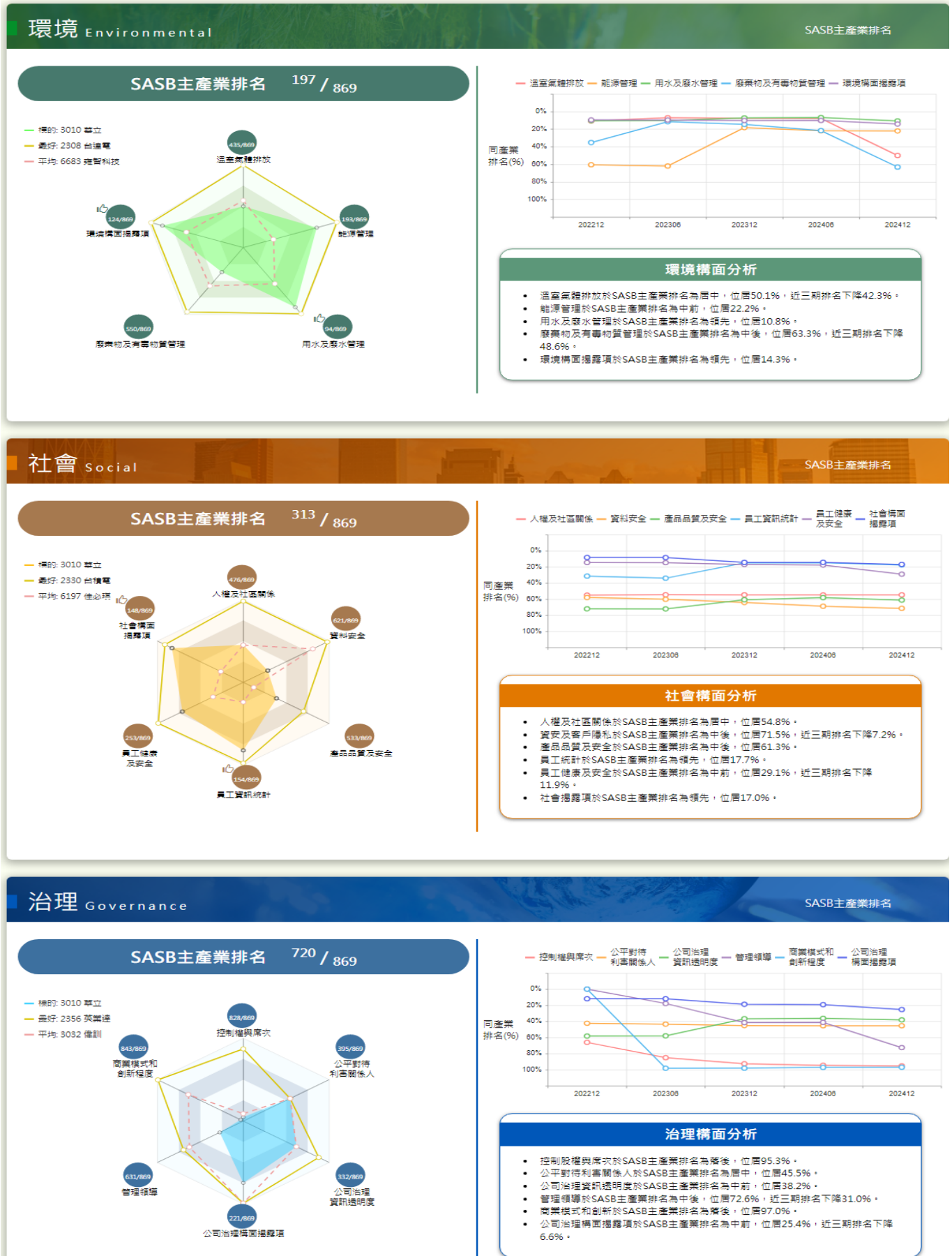
跟隨大客戶擴大海內外布局，合資疝氣純化廠以及南部物流中心 2025 年將挹注營運

華立已跟隨大客戶腳步前往美國和日本設點並開始出貨特殊氣體，目前美日營收貢獻仍低，至於歐洲據點則在評估規劃階段。至於在台灣布局方面，先前俄烏戰爭造成特殊氣體如疝氣飆漲，因應客戶要求建立在地供應鏈，公司與同業於屏南產業園區合資建立台灣首家疝氣純化廠，預期 1H25 通過客戶認證並開始量產出貨。此外，公司目前物流中心皆位於北部，因應客戶於南部擴產需求以及南部眾多製造業委外化學品物流倉儲商機，在台南佳里興建 1.2 萬坪物流中心並規劃七座各種溫層化學品倉庫，預計該物流中心可望於明年底啟用。

維持買進，目標價 143 元

預估 2024 和 2025 年 EPS 分別為 8.89 元和 10.2 元，公司擴大海內外布局，長期營運隨大客戶成長，維持買進評等，TP 143 元 (2025 PER x 14)。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	73,570	66,782	79,675	87,687		Cash	6,715	6,457	4,361	4,250	
COGS	68,004	61,256	73,712	81,015		Marketable securities	149	167	365	365	
Gross profit	5,567	5,526	5,963	6,672		A/R & N/R	16,836	18,398	20,967	21,922	
Operating expense	2,923	3,025	3,174	3,315		Inventory	6,428	4,695	5,670	6,232	
Operating profit	2,643	2,502	2,789	3,356		Others	3,591	4,137	4,137	4,137	
Total non-operate. Inc.	892	577	643	600		Total current asset	33,719	33,853	35,499	36,905	
Pre-tax profit	3,536	3,079	3,432	3,956		Long-term invest.	6,719	7,970	7,970	7,970	
Total Net profit	2,726	2,316	2,601	2,967		Total fixed assets	6,356	5,982	6,532	7,032	
Minority	241	202	294	320		Total other assets	1,303	1,116	1,116	1,116	
Net Profit	2,485	2,114	2,307	2,647		Total assets	49,169	50,181	51,117	53,023	
EPS (NT\$)	10.53	8.96	8.89	10.20		Short-term Borrow	9,767	9,296	8,796	8,796	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F		A/P & N/P	8,449	8,797	9,573	10,521	
Sales	4.3	(9.2)	19.3	10.1		Other current liab.	2,353	4,202	1,782	1,441	
Gross profit	(7.0)	(0.7)	7.9	11.9		Total current liab.	20,570	22,295	20,152	20,759	
Operating profit	(14.0)	(5.4)	11.5	20.3		L-T borrow s	0	0	150	150	
Pre-tax profit	(12.0)	(12.9)	11.5	15.3		Other L-T liab.	9,105	6,369	6,369	6,369	
Net profit	(12.6)	(14.9)	9.1	14.7		Total liability.	30,628	29,758	26,670	27,278	
EPS	(12.6)	(14.9)	(0.7)	14.7		Common stocks	2,360	2,360	2,594	2,594	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F		Reserves	2,037	2,092	3,889	3,889	
Gross	7.6	8.3	7.5	7.6		Retain earnings	12,359	14,120	17,963	19,261	
Operating	3.6	3.7	3.5	3.8		Total Equity	18,541	20,424	24,447	25,745	
EBITDA	5.5	5.8	5.3	5.5		Total Liab. & Equity	49,169	50,181	51,117	53,023	
Pre-tax	4.8	4.6	4.3	4.5							
Net	3.4	3.2	2.9	3.0							

Comprehensive Quarterly Income Statement						Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	17,251	21,154	21,413	19,857		Net income	2,485	2,114	2,307	2,647	
Gross profit	1,321	1,503	1,622	1,517		Dep & Amort	420	579	490	504	
Operating profit	558	690	818	723		Investment income	-880	-620	-753	-845	
Total non-ope inc.	112	190	197	145		Changes in W/C	23	637	-2,768	-568	
Pre-tax profit	671	880	1,014	868		Other adjustment	1,732	459	0	0	
Net profit	433	581	712	581		Cash flow – ope.	3,779	3,169	-724	1,738	
EPS	1.67	2.24	2.75	2.24		Capex	-1,832	-581	-550	-500	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F		Change in L-T inv.	-0	320	0	0	
Net sales	20.0	30.8	12.6	15.3		Other adjustment	578	-652	1,000	0	
Gross profit	20.8	(0.5)	4.7	10.4		Cash flow –inve.	-1,255	-913	450	-500	
Operating profit	29.6	(7.9)	17.0	16.1		Free cash flow	1,946	2,588	-1,274	1,238	
Net profit	49.8	(15.7)	0.0	37.2		Inc. (Dec.) debt	2,887	-572	-350	0	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F		Cash dividend	-1,605	-1,440	-1,284	-1,349	
Net sales	0.2	22.6	1.2	(7.3)		Other adjustment	-811	-214	-188	0	
Gross profit	(3.8)	13.7	7.9	(6.5)		Cash flow –Fin.	472	-2,226	-1,822	-1,349	
Operating profit	(10.3)	23.6	18.5	(11.6)		Exchange influence	445	-289	0	0	
Net profit	2.2	34.4	22.5	(18.5)		Change in Cash	3,440	-259	-2,096	-111	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F		Ratio Analysis					
Gross	7.7	7.1	7.6	7.6		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Operating	3.2	3.3	3.8	3.6		ROA	5.23	4.26	4.55	5.08	
Net	2.5	2.7	3.3	2.9		ROE	13.71	10.85	10.28	10.55	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.