

# 三福化 (4755 TT) San Fu

## 半導體成長強勁，三大產品線展望皆正向

買進 (調升評等)

目標價 (12 個月) : NT\$150.0

收盤價 (2024/12/17) : NT\$130.5  
隱含漲幅 : 14.9%

### 營收組成 (3Q24)

基礎化學品 23%、精密化學品 52%、新興化學品 25%。

### 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	150.0	135.0
2024年營收 (NT\$/十億)	5.3	5.3
2024年EPS	4.3	4.4

### 交易資料表

市值	NT\$13,140百萬元
外資持股比率	30.5%
董監持股比率	36.9%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$45.17
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	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	4,991	5,343	5,405	5,740
營業利益	558	543	731	799
稅後純益	444	437	599	649
EPS (元)	4.41	4.34	5.95	6.45
EPS YoY (%)	-47.6	-1.7	37.1	8.4
本益比 (倍)	29.6	30.1	21.9	20.2
股價淨值比 (倍)	3.0	2.9	2.7	2.6
ROE (%)	9.8	9.6	12.5	13.0
現金殖利率 (%)	2.7%	2.3%	2.7%	3.5%
現金股利 (元)	3.50	3.00	3.50	4.50

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

### 元大觀點

- ◆ PHBA 及越南廠稼動率優於預期，上修 4Q24/1Q25 營收 3%/5%，並有望帶動基礎化學品於 2025 年脫離虧損。
- ◆ 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，估半導體營收佔比自 18% 提升至 2025 年 22%。
- ◆ 上修三大產品線 2025 年營收，估 EPS 年增 37% 至 5.95 元，調升評等至買進，以 25 倍 2025 年 EPS，推得目標價 150 元。

### PHBA 及越南廠稼動率轉佳，上修 1Q25 營收 5%

三福化 11 月營收因認列高壓氧艙標案月增 129% 至 9.3 億元，創歷史新高；上修 4Q24 營收 3% 至 17.8 億元(季增 44%/年增 35%)，主因 11 月 PHBA 出貨量/價成長 100%/5%、越南兩廠稼動率提升約 5%，惟標案毛利率低於預期，EPS 下修 4% 至 1.19 元。上修 1Q25 營收 5% 至 12.6 億元(季減 29%/年增 12%)，預期毛利率季增 6.3 個百分點至 21.4%、1Q25 EPS 1.21 元。

### 三大產品線展望皆正向，上修 2025 年 EPS 12%

上修 2025 年營收 4.0% 至 54.1 億元(年增 1.2%)，排除於 4Q24 認列之一次性營收後為年增 12%：1) 基礎化學品營收年增 8%，PHBA 日本客戶於台灣新產線開出後拉貨動能強勁，預期 2025 年出貨量將年增 15%，且產品價格上調；2) 精密化學品營收年增 11%，除既有半導體化學品需求持續成長外，應用於 CoWoS 之 Stripper 需求強勁，預期將成長 70-100%，估增加營收 2.5 億元；3) 維持新興化學品營收年增 18% 之預估，儘管半導體大廠通過驗證時程未明朗，但有成熟製程及記憶體新客戶可期待，工程亦有半導體擴廠案件持續挹注，管理層預期 2025 年 TMAH 回收量將年增 13%。上修毛利率 0.8 個百分點至 23.1%，基礎化學品有望在 PHBA 稼動率提升下擺脫虧損、越南材料/空分廠稼動率 2025 年有望回升至 50-60%/80%(vs 目前 40%/65%)，上修 2025 年 EPS 12.2% 至 5.95 元(年增 37%)。

### 先進封裝需求強勁、半導體營收佔比持續提升，調升至買進

考量 1) 半導體大客戶持續擴產將帶動半導體營收成長，估半導體營收佔比自 2024 年 18% 提升至 2025 年 22%；2) 新廠稼動率持續拉升；3) TMAH 有成熟及記憶體新客戶可期待，三大產品線展望皆正向，上調三福化評等至買進，維持歷史中值 25 倍本益比，以 2025 年 EPS 5.95 元，給予目標價 150 元，後續待高毛利 IC 級 TMAH 驗證通過後，獲利及評價具上修空間。

## 營運分析

### 4Q24 認列高壓氧艙營收使營收大跳增，估 EPS 季增 27%至 1.19 元

三福化 11 月營收 9.33 億元(月增 129.1%/年增 141.2%)，創下歷史新高，達成我們前次/市場 4Q24 營收預期 77%/78%，主因認列 5.07 億元高壓氧艙標案營收，扣除該標案後營收為 4.23 億元(月增 4%/年增 10%)，月增主要來自於 1) TMAH 工程收入 2,700 萬元，相對 10 月 820 萬增加；2) PHBA 出貨量受惠客戶新產能開出成長近 100%，且公司上調產品價格約 5%；3) 越南材料/空分廠天災過後稼動率提升約 5%。上修營收 3.0%至 17.75 億元(季增 43.9%/年增 34.8%)，惟高壓氧艙毛利率低於預期，下修毛利率 1.0 個百分點至 15.1%，並下修 4Q24 營業利益 4.0%至 1.45 億元(季增 12.3%/年減 30.3%)、稅後淨利 4%至 1.2 億元(季增 26.8%/年減 8.1%)，估 EPS 1.19 元。

圖 1：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,316	1,233	1,775	43.9%	34.8%	1,724	1,710	3.0%	3.8%
營業毛利	320	256	268	4.7%	-16.2%	277	268	-3.2%	-0.1%
營業利益	208	129	145	12.3%	-30.3%	151	144	-4.0%	1.0%
稅前利益	177	126	162	28.2%	-8.3%	168	160	-3.6%	1.6%
稅後淨利	131	95	120	26.8%	-8.1%	125	119	-4.0%	0.8%
調整後 EPS (元)	1.30	0.94	1.19	26.8%	-8.1%	1.24	1.18	-4.0%	0.8%
<b>重要比率 (%)</b>				<b>百分點</b>	<b>百分點</b>			<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	24.3%	20.8%	15.1%	-5.6	-9.2	16.1%	15.7%	-1.0	-0.6
營業利益率	15.8%	10.5%	8.2%	-2.3	-7.6	8.8%	8.4%	-0.6	-0.2
稅後純益率	9.9%	7.7%	6.8%	-0.9	-3.1	7.3%	7.0%	-0.5	-0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### PHBA 及越南廠稼動率轉佳，上修 1Q25 營收 5%

展望 1Q25，上修營收 5%至 12.6 億元(季減 28.8%/年增 11.6%)，扣除 4Q24 標案營收則為季持平，上修主因 PHBA 產線出貨以及越南兩廠稼動率優於預期；預期毛利率季增 6.3 個百分點至 21.4%，上修營業利益 11.5%至 1.5 億元(季持平/年增 11.1%)、稅後淨利 9.9%至 1.2 億元(季增 1.7%/年增 9.7%)，年增主要來自基礎化學品獲利狀況轉佳、半導體營收增加，估 1Q25 EPS 1.21 元。

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24F	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,132	1,775	1,264	-28.8%	11.6%	1,204	1,204	5.0%	5.0%
營業毛利	257	268	271	1.1%	5.3%	253	254	7.1%	6.7%
營業利益	131	145	145	0.0%	11.1%	130	128	11.5%	13.3%
稅前利益	155	162	164	1.2%	5.5%	149	144	10.1%	13.9%
稅後淨利	111	120	122	1.7%	9.7%	111	107	9.9%	14.0%
調整後 EPS (元)	1.10	1.19	1.21	1.7%	9.7%	1.10	1.07	9.9%	14.0%
<b>重要比率 (%)</b>				<b>百分點</b>	<b>百分點</b>			<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	22.7%	15.1%	21.4%	6.3	-1.3	21.0%	21.1%	0.4	0.3
營業利益率	11.5%	8.2%	11.5%	3.3	-0.1	10.8%	10.6%	0.7	0.8
稅後純益率	9.8%	6.8%	9.7%	2.9	-0.2	9.2%	8.9%	0.4	0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 上修三大產品線 2025 年營收、Stripper 需求強勁，估 EPS 年增 37%至 5.95 元

管理層於法說會表示受惠 CoWoS 需求強勁和其於精密化學品成長，預期 2025 年營收將成長 5-6% 至 55-56 億元，本中心上修 2025 年營收 4.0%至 54.1 億元(年增 1.2%)，排除於 4Q24 認列之一次性標案營收後則為年增 12%，我們分別對於三大產品線做出以下調整：1) 基礎化學品營收年增 8% 至 12.8 億元(上修 6%)，主因 PHBA 日本客戶於台灣新產線開出後拉貨動能強勁，觀察 11 月出貨量大幅跳增，預期 2025 年出貨量將年增 15%，且公司持續上調產品價格；2) 精密化學品營收年增 11%至 30.3 億元(上修 3%)，除既有半導體化學品需求持續成長外，其中應用於 CoWoS 之 Stripper 需求強勁，預期將成長 70-100%，增加營收 2.5 億元；3) 大致維持新興化學品營收年增 18%至 10.8 億元之預估，儘管半導體大廠通過驗證時程未明朗，但有成熟製程及記憶體新客戶可期待，工程亦有半導體擴廠案件持續挹注，管理層預期 2025 年 TMAH 回收量將年增 13%。

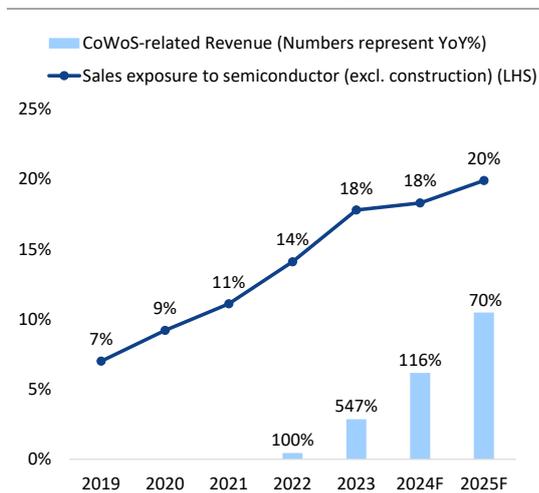
上修毛利率 0.8 個百分點至 23.1%，主因基礎化學品有望在 PHBA 稼動率提升下擺脫虧損、越南材料/空分廠稼動率緩步提升到目前 40%/65%，2025 年有望回升至 50-60%/80%，同時考量高毛利之半導體營收佔比提升至 2025 年 22% (vs 2024 年 18%)；估營業利益年增 34.6%至 7.3 億元，上修 2025 年 EPS 12.2%至 5.95 元(年增 37%)。

圖 3：三大產品別營收預估(排除 4Q24 高壓氧艙標案 5 億元營收)

產品	2021	2022	2023	2024(F)	2025(調整前)	2025(調整後)
基礎化學品	+23%	+9%	-23%	11.8 億(+14%)	12.1 億	12.8 億(+8%)
精密化學品	+48%	+18%	-12%	27.4 億(-10%)	29.4 億	30.3 億(+11%)
新興化學品	-29%	+30%	+13%	9.3 億(+2%)	10.4 億	10.8 億(+18%)

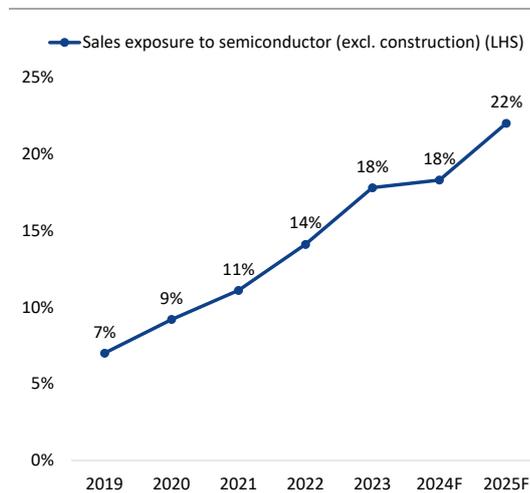
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 4：CoWoS 營收成長強勁(公司預估)



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



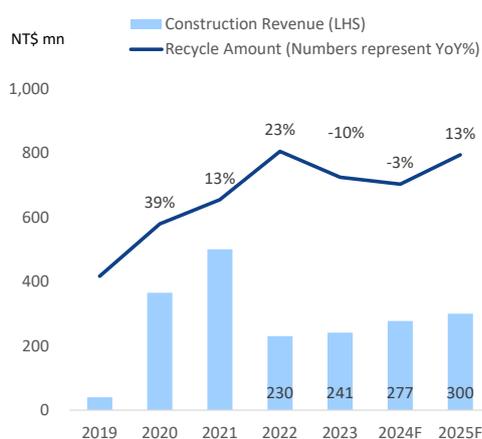
資料來源：公司資料、元大投顧預估

## 成熟製程及記憶體客戶帶動 TMAH 出貨量成長，大客戶驗證通過尚待 2025 年底

管理層於法說會上預期 2024/2025 年 TMAH 回收量分別年減 3%/年增 13%，2024 年面板及半導體 TMAH 用量皆略微減少，2025 年則受惠成熟製程及記憶體客戶帶動用量提升、面板用量則預計年持平；建廠工程方面，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，維持預估 2025 年工程收入 3-3.5 億元。整體而言，預期新興化學品部門營收 2024/25 年達 9.3/10.8 億元(vs 2022/23 年 8 億/9 億元)。

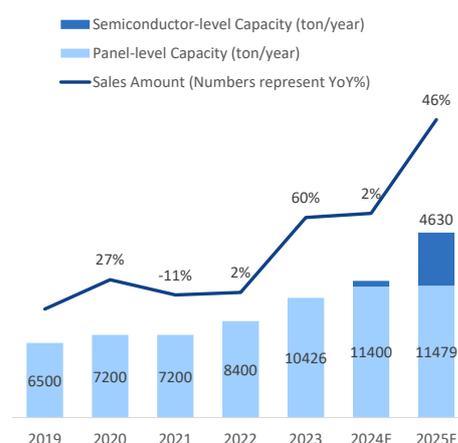
出貨給先進製程客戶之 IC 級 TMAH 預計於 2024 年底達到公司內部標準，後續將開始累積品管數據提供給主要客戶，時長需半年至一年，預計最快於 3-4Q25 通過半導體廠驗證並開始出貨，我們維持原先預估之 IC 級 TMAH 出貨量待 2026 年有望放量。

圖 6：TMAH 工程案量及回收量年增率



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：公司 TMAH 產能及出貨量預估



資料來源：公司資料、元大投顧預估

## PHBA 出貨量於 11 月翻倍成長，估 2025 年出貨量年增 15%

PHBA 佔營收約 5%，主應用於 5G 軟板用 LCP 液晶高分子中間體，配合日系客戶於台灣擴產之 1,500 噸產能已於 2023 年完成，目前合計產能 5,000-5,500 噸。觀察三福化 11 月 PHBA 出貨噸數月增 98%，主因日系客戶於台灣產能開出後拉貨力道轉強，同時隨終端通訊應用需求有望於 1H25 回升，預期 2025 年出貨量有望成長 15%至 3500-3600 噸，配合公司陸續調漲產品售價，有望帶動整體基礎化學品於 2025 年擺脫虧損。

圖 8：三福化新產能統整

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	40%	5%	虧損	合計 4-5 億	越南太陽能廠
越南氣體廠	1Q22	65%		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

## 產業概況

### 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 and 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。

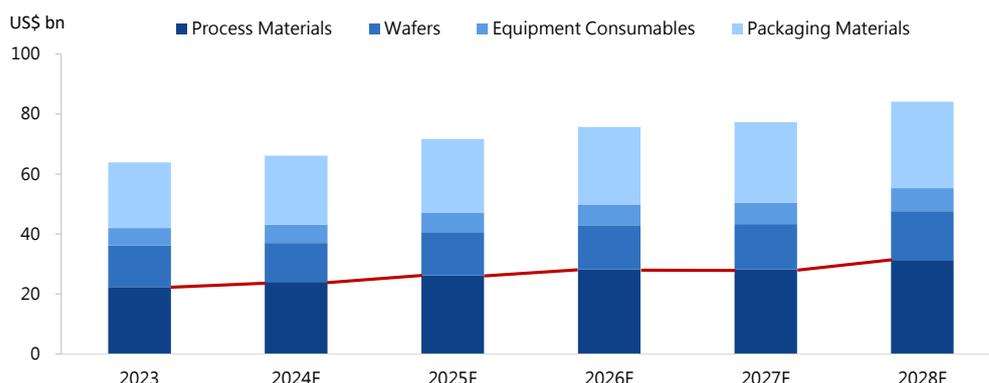
而台灣擁有 46% 的全球半導體代工產能和眾多封裝基地，已連續 14 年成為全球最大半導體材料消費市場，目前約佔 29% 的消費量(2023 年為 192 億美元)，我們預期由於台灣半導體廠先進製程擴廠較大，且因擁有龍頭廠商相較其他地區將有更多技術革新，將驅使台灣半導體材料需求成長高於全球產業平均，又多數台灣特用化學品廠商以內銷為主，將更能受惠此波復甦紅利。

圖 9：2024/2025 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 10：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

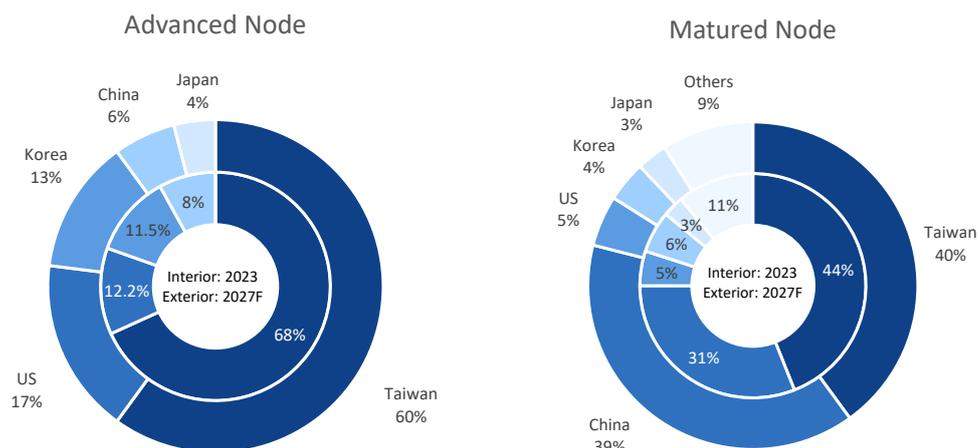
## 全球半導體供應鏈在地化趨勢，將使台系特化業者潛在市場和滲透率雙雙提升

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 11：區域化產能建置趨勢使半導體產能地區集中度降低



※Advanced/Matured Node is defined as including process under 16/14nm /above 28nm.

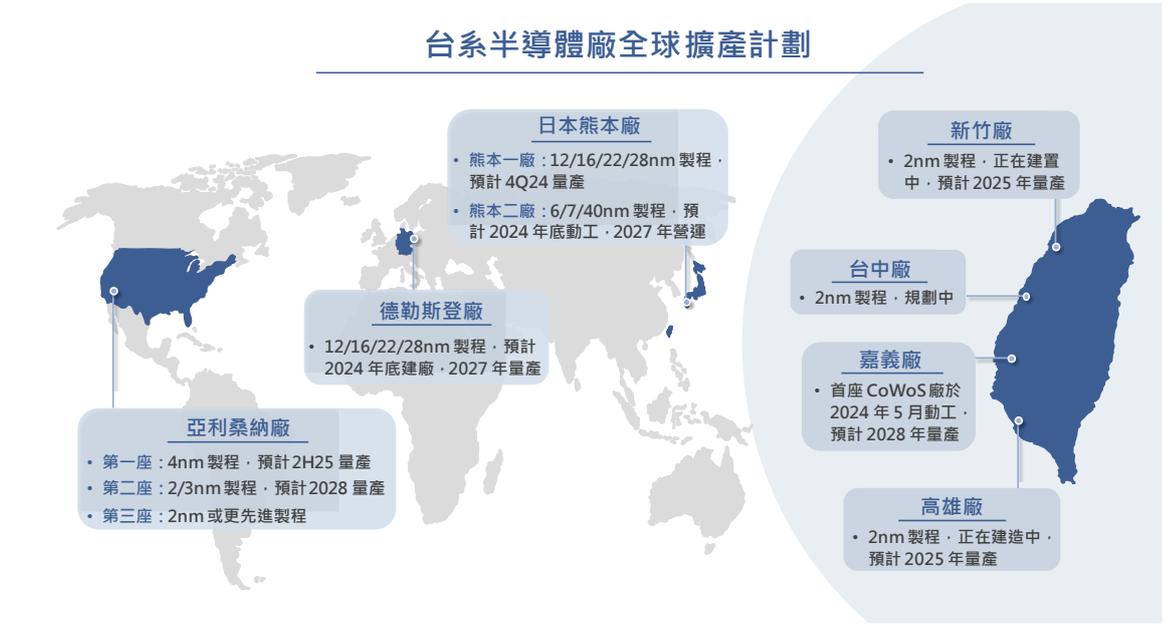
資料來源：TrendForce、元大投顧整理

圖 12：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 13：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。

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 14：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

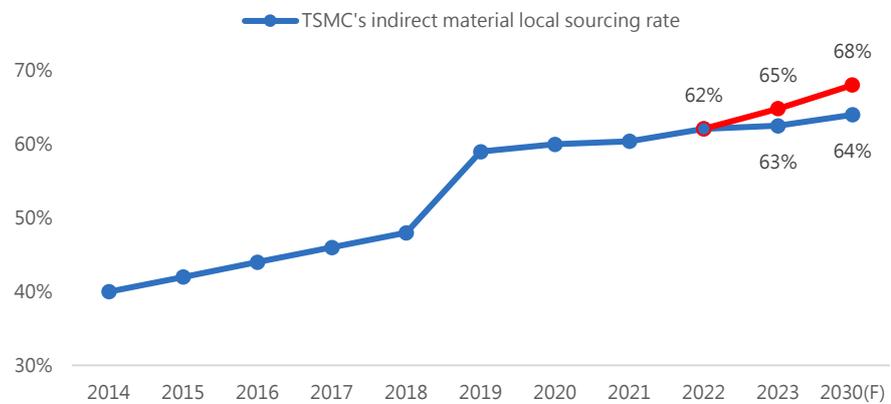
資料來源：元大投顧整理

## 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 年更達 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 16)。

圖 15：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 16：化學品台灣擴廠計畫

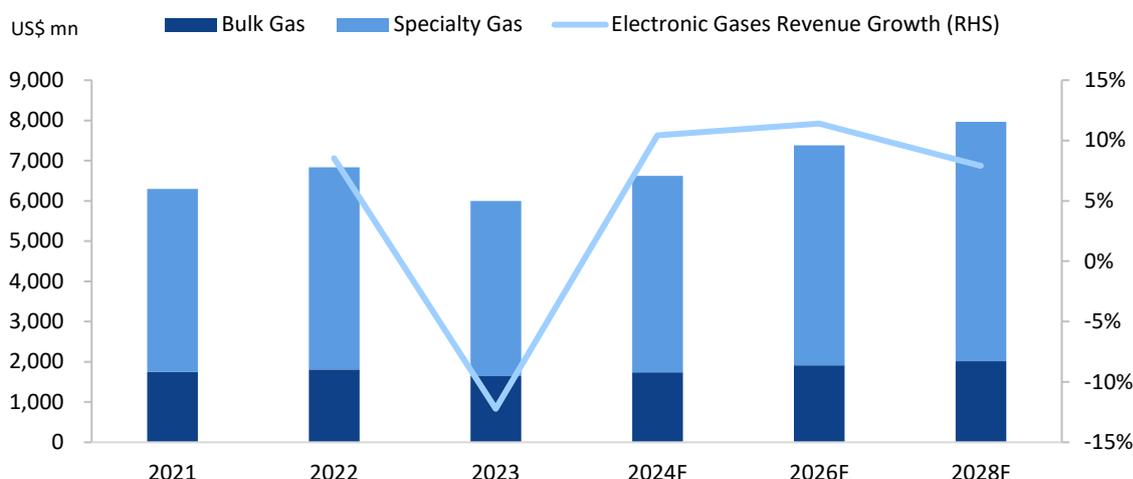
公司	地點	項目
勝一化工	台灣	● PM (丙二醇甲醚)二廠
中華化	台灣	● 電子級硫酸第五產線
中鋼+聯華林德	台灣	● 電子級氖氣
聯華氣體	高雄/桃園	● 高雄/桃園新廠房
Merck	高雄	● 薄膜/圖案化製程材料廠
法國液空(亞東工業氣體)	台灣	● 電子級氮氣/氧氣/氬氣廠(3 座)

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

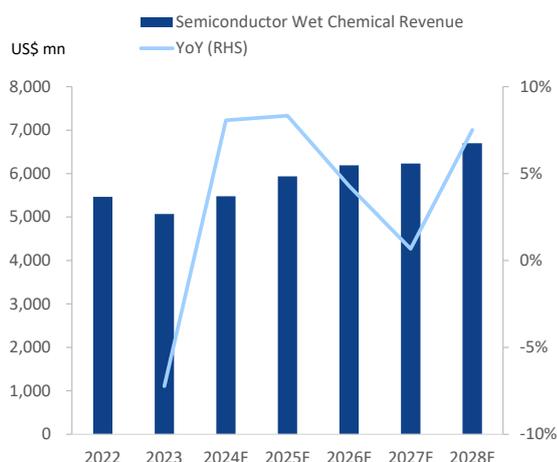
根據 TECHCET 預估，全球半導體材料市場將以 5.4% 的 CAGR 自 2023 年的 667 億美元成長至 2027 年的 870 億美元，其中氣體/液體化學品市場將在 2023-2028 年以約 5.8%/5.7% 的 CAGR 成長，增速略為高於整體材料產業，占半導體材料市場比重將由原先的 16% 提升至 18%，我們認為推升氣體等特用化學品占半導體材料市場比重的動力，主要在於晶片自身設計複雜化和半導體製程的微縮：隨著製成演進光罩層數不斷增加(由 7nm 的 4-5 層增加至 3nm 的 23-25 層)，同步帶動半導體製作過程中工序和層數的增加、整個晶圓製造過程中，反覆的清洗、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 17：全球電子級氣體市場 2023-2028 年 CAGR 5.8%



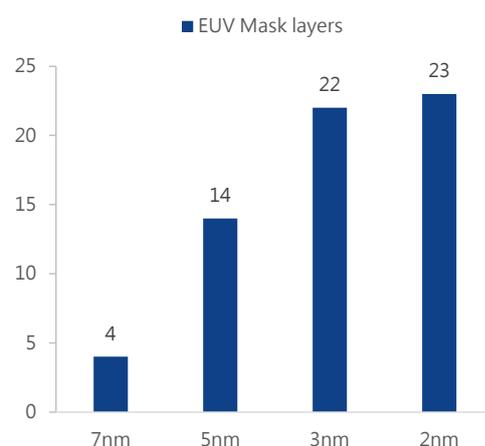
資料來源：TEHCET、元大投顧整理

圖 18：全球液體化學品市場 2023-2028 年 CAGR 5.7%



資料來源：TEHCET、元大投顧整理

圖 19：台積電光罩層數隨製程演進提高



資料來源：元大投顧整理

## 獲利調整與股票評價

### 上修 2025 年 EPS 12%至 5.95 元，上調評等至買進，目標價 150 元

大致維持 2024 年之獲利預估；上修 2025 年營收 4.0%、毛利率 0.8 個百分點，主因 PHBA/越南空分及材料廠稼動率提升優於預期，有望帶動基礎化學品於 2025 年擺脫虧損、2024 年 CoWoS 用之 Stripper 營收佔比高於預期，但維持 2025 年 100%之成長率，上修 2025 年營收貢獻，上修 2025 年 EPS 12%至 5.95 元。

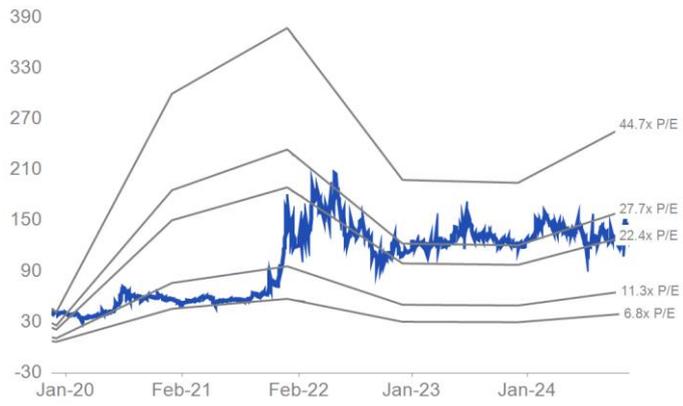
考量 1) 半導體大客戶持續擴產將帶動半導體營收成長，估半導體營收佔比自 2024 年 18%提升至 2025 年 22%；2) 新廠稼動率持續拉升；3) TMAH 有成熟及記憶體新客戶可期待，三大產品線展望皆正向，因此上調三福化評等至買進，維持歷史中值 25 倍本益比，以 2025 年 EPS 5.95 元，給予目標價 150 元，後續待高毛利 IC 級 TMAH 驗證通過後，獲利及評價具上修空間。

圖 20：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	5,343	5,292	5,405	5,198	1.0%	4.0%
營業毛利	1,044	1,053	1,247	1,159	-0.9%	7.6%
營業利益	543	547	731	652	-0.7%	12.1%
稅前利益	597	603	806	718	-1.0%	12.3%
稅後淨利	437	441	599	534	-0.9%	12.2%
調整後 EPS (元)	4.34	4.38	5.95	5.30	-1.0%	12.2%
<b>重要比率 (%)</b>					<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	19.6%	19.9%	23.1%	22.3%	-0.4	0.8
營業利益率	10.2%	10.3%	13.5%	12.5%	-0.2	1.0
稅後純益率	8.2%	8.3%	11.1%	10.3%	-0.2	0.8

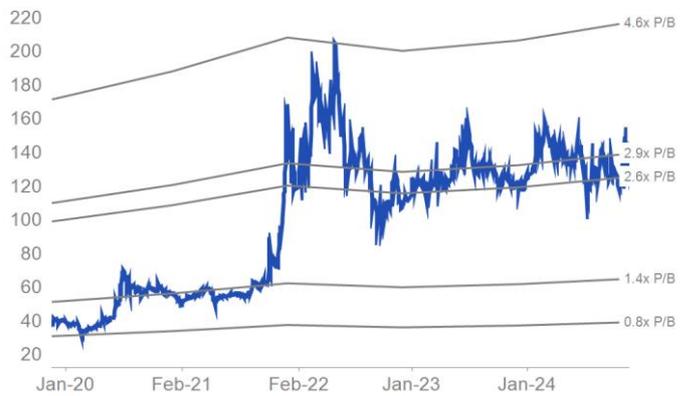
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 22：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 23：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	買進	130.5	398	4.41	4.34	5.95	29.6	30.1	21.9	(47.6)	(1.7)	37.1
國內同業													
勝一	1773 TT	未評等	160.5	1,235	6.3	7.3	8.8	25.4	22.0	18.2	(13.5)	15.5	21.3
晶呈科	4768 TT	未評等	177.0	246	2.6	--	--	67.3	--	--	(49.9)	--	--
上品	4770 TT	買進	306.0	753	21.2	22.4	24.7	14.4	13.7	12.4	(5.9)	5.7	10.3
台特化	4772 TT	未評等	159.5	725	1.1	--	--	141.7	--	--	(25.2)	--	--
達興材	5234 TT	未評等	193.0	610	5.1	5.2	7.2	37.9	36.9	26.9	22.8	2.7	36.9
國內同業平均					7.3	11.7	13.6	57.3	24.2	19.2	(14.3)	8.0	22.8
國際同業													
Air Products	APD	未評等	306.7	68,209	10.3	12.3	12.8	29.7	24.9	23.9	2.1	19.6	4.1
Air Liquide	AI FP	未評等	158.5	96,741	5.4	6.2	6.8	29.6	25.6	23.3	11.6	15.4	10.0
BASF SE	BAS GR	未評等	43.8	41,036	0.3	3.4	3.7	173.8	12.7	12.0	(136.3)	1266.4	6.4
3M Co	MMM	未評等	129.5	70,504	(12.6)	7.3	7.9	--	17.8	16.4	(223.7)	--	8.2
國際同業平均					0.8	7.3	7.8	77.7	20.2	18.9	(86.6)	433.8	7.2

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 24：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	買進	130.5	398	9.8	9.6	12.5	43.83	45.17	47.62	3.0	2.9	2.7
國內同業													
勝一	1773 TT	未評等	160.5	1,235	18.9	21.3	21.3	34.8	44.1	--	4.6	3.6	--
晶呈科	4768 TT	未評等	177.0	246	7.7	--	--	40.7	--	--	4.4	--	--
上品	4770 TT	買進	306.0	753	23.8	21.6	21.5	93.3	103.7	115.0	3.3	3.0	2.7
台特化	4772 TT	未評等	159.5	725	9.0	--	--	12.7	--	--	12.6	--	--
達興材	5234 TT	未評等	193.0	610	17.2	17.5	17.1	30.5	--	--	6.3	--	--
國內同業平均					15.3	20.1	20.0	42.4	73.9	115.0	6.2	3.3	2.7
國際同業													
Air Products	APD	未評等	306.7	68,209	18.3	17.9	16.6	64.4	69.4	80.4	4.8	4.4	3.8
Air Liquide	AI FP	未評等	158.5	96,741	12.8	14.3	14.6	42.4	45.4	48.8	3.7	3.5	3.3
BASF SE	BAS GR	未評等	43.8	41,036	6.6	7.7	8.8	39.5	39.2	39.7	1.1	1.1	1.1
3M Co	MMM	未評等	129.5	70,504	52.2	65.0	89.2	8.7	8.6	10.6	14.9	15.1	12.2
國際同業平均					22.5	26.2	32.3	38.7	40.6	44.9	6.1	6.0	5.1

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 25：季度及年度簡明損益表 (合併)

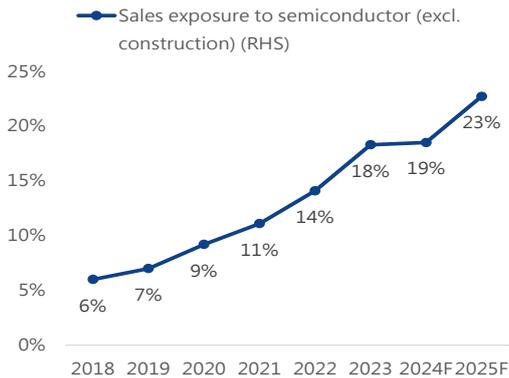
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	1,132	1,203	1,233	1,775	1,264	1,288	1,403	1,451	5,343	5,405
銷貨成本	(875)	(940)	(977)	(1,506)	(993)	(997)	(1,073)	(1,095)	(4,299)	(4,158)
營業毛利	257	263	256	268	271	291	330	355	1,044	1,247
營業費用	(127)	(124)	(127)	(123)	(126)	(126)	(130)	(134)	(501)	(516)
營業利益	131	139	129	145	145	165	200	221	543	731
業外利益	25	15	(3)	17	19	19	19	19	54	75
稅前純益	155	154	126	162	164	184	219	240	597	806
所得稅費用	(45)	(44)	(32)	(42)	(43)	(48)	(57)	(62)	(163)	(210)
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	120	122	137	162	178	437	599
調整後每股盈餘(NT\$)	1.10	1.10	0.94	1.19	1.21	1.36	1.61	1.77	4.34	5.95
調整後加權平均股數(百萬股)	101	101	101	101	101	101	101	101	101	101
<b>重要比率</b>										
營業毛利率	22.7%	21.8%	20.8%	15.1%	21.4%	22.6%	23.5%	24.5%	19.6%	23.1%
營業利益率	11.5%	11.5%	10.5%	8.2%	11.5%	12.8%	14.3%	15.2%	10.2%	13.5%
稅前純益率	13.7%	12.8%	10.2%	9.1%	13.0%	14.3%	15.6%	16.5%	11.2%	14.9%
稅後純益率	9.8%	9.2%	7.7%	6.8%	9.7%	10.6%	11.6%	12.3%	8.2%	11.1%
有效所得稅率	29.0%	28.4%	25.6%	25.9%	26.2%	26.1%	26.0%	25.8%	27.3%	26.1%
<b>季增率(%)</b>										
營業收入	-14.0%	6.2%	2.6%	43.9%	-28.8%	1.9%	8.9%	3.4%		
營業利益	-37.3%	6.3%	-6.9%	12.3%	0	13.8%	21.2%	10.5%		
稅後純益	-14.8%	-0.6%	-14.4%	26.8%	1.7%	12.3%	18.2%	9.9%		
調整後每股盈餘	-14.8%	-0.6%	-14.4%	26.8%	1.7%	12.0%	18.9%	9.5%		
<b>年增率(%)</b>										
營業收入	-5.7%	-4.6%	1.6%	34.8%	11.6%	7.1%	13.7%	-18.3%	7.1%	1.2%
營業利益	13.2%	24.9%	4.6%	-30.3%	11.1%	18.9%	54.9%	52.4%	-2.7%	34.6%
稅後純益	15.8%	2.6%	-14.0%	-8.1%	9.7%	23.9%	71.2%	48.3%	-2.2%	37.6%
調整後每股盈餘	15.8%	2.6%	-14.0%	-8.1%	9.7%	23.5%	71.7%	47.8%	-1.7%	37.1%

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。

## 公司簡介

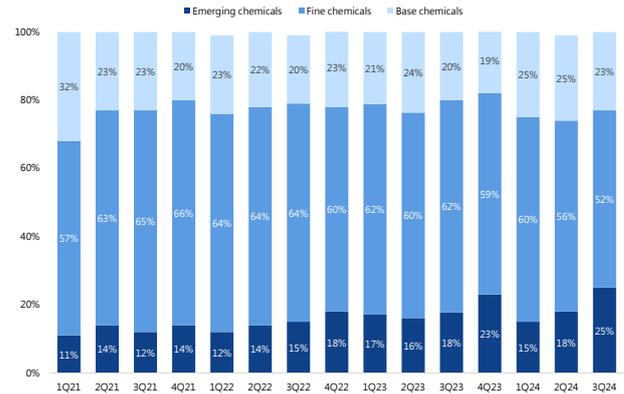
三福化主要產品為基礎化學品、精密化學品及新興化學品。精密化學品包括顯影劑、蝕刻液、剝離液、稀釋液、清洗液、研磨液等，下游客戶面板 60-70%，半導體 10%，其他 20~30% (LED、太陽能)；精密化學品廣泛用於 IC、TFT-LCD、LED、太陽能等光電產業；基礎化學品，主要功能為糖蜜素原料、食品酸味劑及防腐劑，用於塑料、食品、個人清潔用品及化妝品等產業。新興化學品包含 TMAH 工程及回收再製售出之顯影劑，主要供面板廠客戶。銷售地區方面，精密化學品及新興化學品主要為內銷，基礎化學品則有 3-4 成外銷(美、日、以色列、中國)。

圖 26：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 27：營收組成



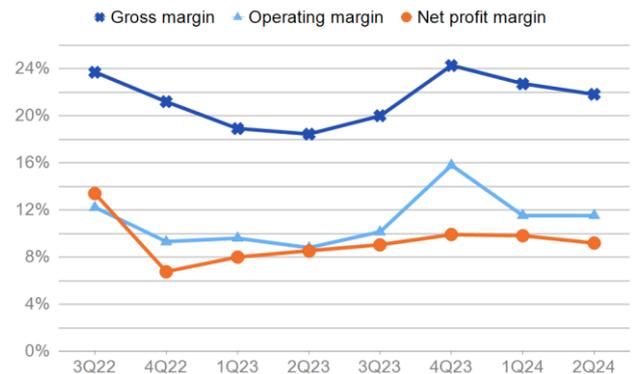
資料來源：公司資料

圖 28：營收趨勢



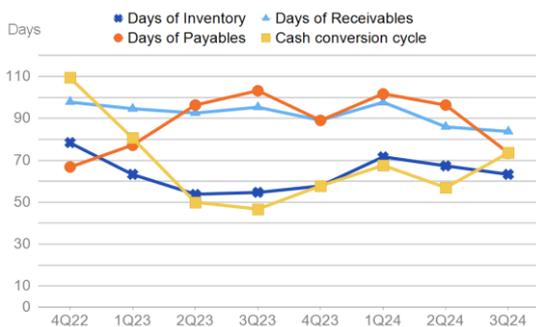
資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：毛利率、營益率、淨利率



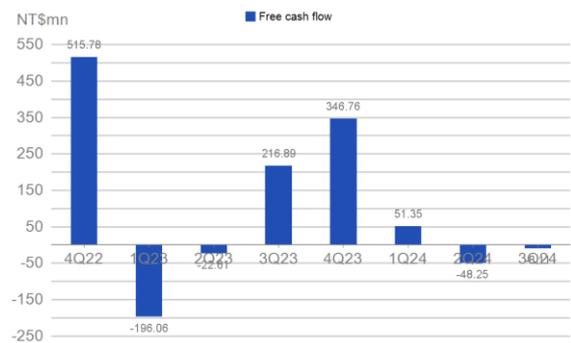
資料來源：CMoney、公司資料

圖 30：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 31：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 風險評級屬於中度風險，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 32：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 ★
同業排行(1~100, 1 為最佳)	25

資料來源：Sustainalytics (2024/12/17)

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

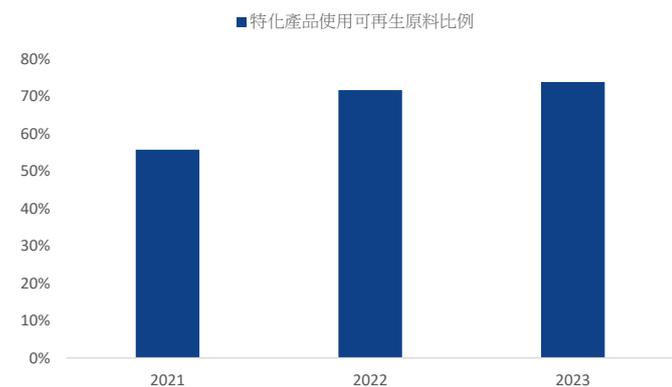
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

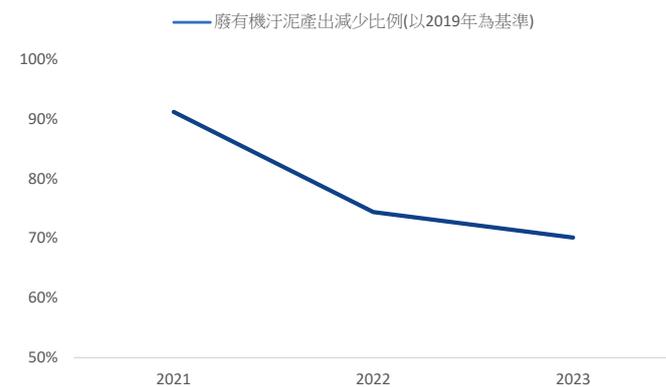
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 33：特化產品使用可再生原料比例



資料來源：公司資料、Reuters

圖 34：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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	602	489	1,026	1,338	1,872
存貨	717	679	617	614	683
應收帳款及票據	1,239	1,341	1,153	1,512	1,319
其他流動資產	807	869	661	447	233
<b>流動資產</b>	<b>3,366</b>	<b>3,378</b>	<b>3,458</b>	<b>3,911</b>	<b>4,107</b>
採用權益法之投資	505	475	658	689	716
固定資產	3,018	3,415	3,489	3,352	3,375
無形資產	0	139	129	118	108
其他非流動資產	333	382	178	135	92
<b>非流動資產</b>	<b>3,856</b>	<b>4,412</b>	<b>4,454</b>	<b>4,295</b>	<b>4,291</b>
<b>資產總額</b>	<b>7,221</b>	<b>7,790</b>	<b>7,911</b>	<b>8,206</b>	<b>8,398</b>
應付帳款及票據	372	441	431	481	479
短期借款	927	1,220	1,220	1,220	1,220
什項負債	913	1,332	1,332	1,332	1,332
<b>流動負債</b>	<b>2,212</b>	<b>2,993</b>	<b>2,983</b>	<b>3,033</b>	<b>3,032</b>
長期借款	325	225	225	225	225
其他負債及準備	64	125	125	125	125
<b>長期負債</b>	<b>389</b>	<b>350</b>	<b>350</b>	<b>350</b>	<b>350</b>
<b>負債總額</b>	<b>2,601</b>	<b>3,344</b>	<b>3,333</b>	<b>3,384</b>	<b>3,382</b>
股本	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007
資本公積	762	565	565	565	565
保留盈餘	2,864	2,914	3,049	3,295	3,492
什項權益	(45)	(72)	(72)	(72)	(72)
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>4,588</b>	<b>4,414</b>	<b>4,549</b>	<b>4,795</b>	<b>4,991</b>
非控制權益	32	32	29	27	24
<b>股東權益總額</b>	<b>4,620</b>	<b>4,446</b>	<b>4,578</b>	<b>4,822</b>	<b>5,016</b>

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	850	444	434	597	647
折舊及攤提	312	393	437	447	388
本期營運資金變動	186	(14)	233	(305)	122
其他營業資產及負債變動	(190)	217	214	214	214
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>1,158</b>	<b>1,041</b>	<b>1,318</b>	<b>953</b>	<b>1,371</b>
資本支出	(775)	(691)	(500)	(300)	(400)
本期長期投資變動	49	(30)	(21)	(31)	(26)
其他資產變動	(85)	(4)	43	43	43
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(812)</b>	<b>(725)</b>	<b>(479)</b>	<b>(289)</b>	<b>(384)</b>
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	226	195	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(504)	(594)	(302)	(352)	(453)
其他調整數	(23)	(25)	0	0	0
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(301)</b>	<b>(424)</b>	<b>(302)</b>	<b>(352)</b>	<b>(453)</b>
匯率影響數	5	(5)	0	0	0
<b>本期產生現金流量</b>	<b>49</b>	<b>(113)</b>	<b>537</b>	<b>312</b>	<b>534</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>382</b>	<b>350</b>	<b>818</b>	<b>653</b>	<b>971</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入</b>	<b>5,619</b>	<b>4,991</b>	<b>5,343</b>	<b>5,405</b>	<b>5,740</b>
銷貨成本	(4,116)	(3,969)	(4,299)	(4,158)	(4,382)
<b>營業毛利</b>	<b>1,503</b>	<b>1,022</b>	<b>1,044</b>	<b>1,247</b>	<b>1,359</b>
營業費用	(573)	(464)	(501)	(516)	(560)
推銷費用	(286)	(215)	(245)	(252)	(273)
研究費用	(63)	(81)	(86)	(87)	(95)
管理費用	(223)	(169)	(170)	(177)	(192)
其他費用	0	0	0	0	0
<b>營業利益</b>	<b>930</b>	<b>558</b>	<b>543</b>	<b>731</b>	<b>799</b>
利息收入	7	8	10	13	13
利息費用	(19)	(30)	(31)	(29)	(29)
利息收入淨額	(12)	(22)	(21)	(16)	(16)
投資利益(損失)淨額	74	24	21	31	31
匯兌損益	45	(12)	29	34	34
其他業外收入(支出)淨額	37	34	25	26	26
稅前純益	1,073	581	597	806	874
所得稅費用	(223)	(137)	(163)	(210)	(227)
少數股權淨利	0	0	(3)	(2)	(2)
<b>歸屬母公司之稅後純益</b>	<b>849</b>	<b>444</b>	<b>437</b>	<b>599</b>	<b>649</b>
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,404	1,004	980	1,178	1,187
<b>調整後每股盈餘 (NT\$)</b>	<b>8.43</b>	<b>4.41</b>	<b>4.34</b>	<b>5.95</b>	<b>6.45</b>

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	17.5	(11.2)	7.1	1.2	6.2
營業利益	28.9	(40.0)	(2.7)	34.6	9.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	25.0	(28.5)	(2.4)	20.2	0.8
稅後純益	26.3	(47.7)	(2.2)	37.6	8.4
調整後每股盈餘	26.0	(47.6)	(1.7)	37.1	8.4
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	26.7	20.5	19.6	23.1	23.7
營業利益率	16.6	11.2	10.2	13.5	13.9
稅前息前淨利率	18.8	11.1	10.2	13.5	13.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	25.0	20.1	18.4	21.8	20.7
稅前純益率	19.1	11.7	11.2	14.9	15.2
稅後純益率	15.1	8.9	8.2	11.1	11.3
資產報酬率	12.3	5.9	5.5	7.3	7.7
股東權益報酬率	19.3	9.8	9.6	12.5	13.0
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	56.3	75.2	72.8	70.2	67.4
淨負債權益比 (%)	14.1	21.5	9.2	2.2	(8.5)
利息保障倍數 (倍)	57.5	20.6	20.2	28.7	31.0
流動比率 (%)	152.2	112.8	115.9	128.9	135.5
速動比率 (%)	97.6	70.8	95.2	108.7	112.9
淨負債 (NT\$百萬元)	650	956	419	107	(427)
調整後每股淨值 (NT\$)	45.56	43.83	45.17	47.62	49.56
<b>評價指標 (倍)</b>					
本益比	15.5	29.6	30.1	21.9	20.2
股價自由現金流量比	34.5	37.7	16.1	20.2	13.6
股價淨值比	2.9	3.0	2.9	2.7	2.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	9.4	13.1	13.5	11.2	11.1
股價營收比	2.4	2.6	2.5	2.4	2.3

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
8	20241108	126.50	135.00	135.00	持有-超越同業	陳映慈

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請。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，為於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>.