

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價 204.50 元
目標價
3 個月 272.00 元
12 個月 272.00 元

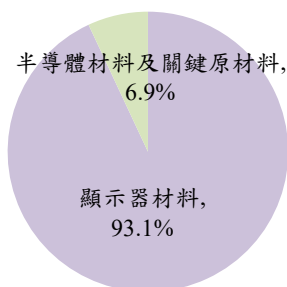
近期報告日期、評等及前日股價

09/19/2024 Trading Buy 248.50

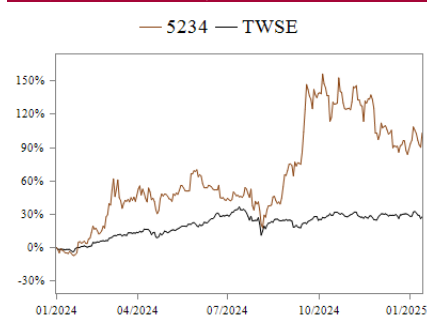
公司基本資訊

目前股本(百萬元) 1,027
市值(億元) 210
目前每股淨值(元) 30.23
外資持股比(%) 7.92
投信持股比(%) 2.34
董監持股比(%) 43.47
融資餘額(張) 5,108
現金股息配發率(F)(%) 79.42

產品組合



股價相對大盤走勢



達興材料(5234 TT)

Buy

考量 2025 年展望佳、半導體材料題材，評等調整為 Buy。

投資建議：受惠於先進封裝材料、晶圓製程材料等半導體材料出貨款數持續增加，估計 2H24 單季半導體材料營收比重提高至 8~10%，且預估 2025 年向上空間仍可期，此外，因中國家電「舊換新」補貼政策展延 1 年，加上新客戶效應逐漸發揮，預估顯示器材料 2025 年營收較 2024 年成長，故群益將達興材的投資建議調整為 Buy。

12/2024 營收 3.74 億元，MoM+10.00%，為 10/2023 迄今最高：

由於中國家電「舊換新」補貼政策原預計於 12/2024 月底到期，11~12/2024 當地電視需求隨之增溫，12/2024 達興材的營收增加至 3.74 億元，MoM+10.00%，且為 10/2023 迄今最高，但 10/2024、11/2024 基期不高，4Q24 達興材的營收 10.67 億元，QoQ-0.56%，然而，4Q 顯示器材料出貨量不及 3Q，估計半導體材料及關鍵原材料的營收仍維持成長趨勢，加上毛利率、匯兌損益未再受匯率不利走勢影響，估計 4Q24 稅後淨利 1.52 億元，QoQ+14.41%。

2025 年半導體材料出貨動能仍佳：展望 2025 年，預估半導體材料仍為達興材重要營收成長動能，由於 2H24 再新增 1 款量產產品，加上先前量產的 5 款產品出貨量持續增加，此外，達興材尚有超過 10 款產品(65%為晶圓製程材料，35%為先進封裝材料)送樣認證中，群益預估，2025 年半導體材料及關鍵原材料的營收 YoY+38.45%，尤其，半導體材料的毛利率較高，預估將帶動達興材 2025 年毛利率提高至 37.38%(2024 年估計為 36.71%)。

至於在顯示器材料的部份，4Q24 全球面板產能利用率受中國家電「舊換新」補貼政策到期前買氣加速釋出而提高，由於中國政府宣布補貼政策展延 1 年，2025 年以來中國電視品牌廠積極備料，根據研調機構 IDC 預估，1Q25 全球 TV 面板出貨量 QoQ+1.3%，整體面板產業產能利用率維持在 80%以上，2025 年將有好的開始，加上達興材液晶配向膜打入新客戶供應鏈，並已自 2Q24 開始出貨，預估有機會擴及該客戶的更多產品，故群益預估，2025 年顯示器材料營收 YoY+5.78%。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	4,118	4,510	4,678	998	949	1,028	1,073	1,067	1,068	1,162	1,192	1,087
營業毛利淨額	1,512	1,686	1,758	351	334	383	398	397	394	440	450	402
營業利益	610	725	775	137	120	150	170	170	163	194	207	161
稅後純益	543	698	739	109	114	144	133	152	142	176	235	145
稅後 EPS(元)	5.29	6.80	7.20	1.06	1.11	1.40	1.30	1.48	1.38	1.71	2.29	1.41
毛利率(%)	36.71%	37.38%	37.59%	35.16%	35.22%	37.24%	37.08%	37.17%	36.89%	37.85%	37.75%	36.98%
營業利率(%)	14.81%	16.09%	16.57%	13.78%	12.68%	14.60%	15.82%	15.90%	15.25%	16.70%	17.37%	14.84%
稅後純益率(%)	13.19%	15.48%	15.80%	10.91%	12.02%	13.98%	12.40%	14.27%	13.30%	15.14%	19.73%	13.33%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-3.43%	9.51%	3.74%	-15.05%	-4.90%	8.37%	4.40%	-0.56%	0.08%	8.78%	2.56%	-8.78%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	3.79%	28.49%	5.87%	-34.31%	4.75%	26.09%	-7.38%	14.41%	-6.75%	23.84%	33.68%	-38.39%

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 10.27 億元計算。

2025 年 1 月 15 日

企業 ESG 資訊揭露：

就溫室氣體排放而言，達興材相關管理策略主要有三，(1)組織面碳管理，每年依據 ISO14064-1 標準執行溫室氣體盤查與查證，並依循國際標準逐步增加盤查類別，提高碳資訊揭露透明度，作為推動節能減碳相關工作之基礎；(2)產品面碳管理，依據 ISO14067 標準執行主要產品碳盤查，掌握產品單位能耗及碳排放量，逐步建置內部產品碳足跡資料庫；(3)系統面碳管理，建置內部碳管理平台，將溫室氣體相關電子表單進行系統化管理，以做為定期檢討營運碳排的管理手段。

再就廢棄物管理政策或減量目標而言，達興材積極推動廢棄物回收及資源化，透過容器回收、溶劑回收以及能源回收來達到減量，相關目標主要有二，(1)廢溶劑回收率(含能源回收)目標為 90%；(2)洗釜溶劑重複利用率目標為 80%。

受惠於中國家電「舊換新」補貼政策，12/2024 營收 3.74 億元，MoM+10.00%，為 10/2023 迄今最高：

達興材為 LCD 面板材料廠，為友達(2409 TT)、長興(1717 TT)合資設置，產品包括彩色濾光片(color filter)感光間隙材料(全球市佔率第 1)、液晶(cell)配向膜、array 銅蝕刻液(主打高階產品市場，在 8K 面板維持領先地位)等，並配合友達集團跨足巨量轉移暫時接著膠、白色光阻等 Micro LED 面板材料領域，近幾年合計營收比重均超過 90%。

此外，達興材亦進軍半導體材料(晶圓級/面板級先進封裝、先進/成熟製程材料)、綠能(電動車電池、高階工具機材料電池材料)市場，並以半導體材料出貨潛力較佳。首先，在先進封裝材料的部份，產品除包括有機離型層、光阻剝離液、高選擇比銅蝕刻液等間接材外，亦佈局高解析感光介電材、低溫低介電感光介電材、耐高溫接著膠等直接材(永久材)；其次，在晶圓製程材料的部份，產品則包括特用高純度溶劑(成熟製程，供維護、清洗高階管線之用)、光阻剝離液(成熟製程)、高選擇比銅蝕刻液(先進製程)、高純度高分子(成熟製程)、底部抗反射層剝離液(成熟製程)等。

達興材擁有中科廠、中港 1 廠、2 廠，達興材賴以起家的面板材料生產機台係設置於中科廠、中港 1 廠，至於近期出貨規模持續擴大的半導體材料除少數機台設置於中科廠、中港 1 廠外，後續新機台則均規畫設置於中港 2 廠(半導體材料所需的無塵室等級多數高於面板材料)，此外，達興材尚規劃配合客戶需求於高雄橋頭設廠，待完工後可就近供貨。

3Q24 營收 10.73 億元，QoQ+4.40%，其中，顯示器材料營收 9.45 億元，QoQ+1.68%，半導體材料及關鍵原材料的營收 1.29 億元，QoQ+29.97%，雖然匯率走勢不利於毛利率表現，但 3Q24 產品結構優於 2Q24，故 3Q24 毛利率仍維持 37%以上的相對高水準，稅後淨利 1.33 億元，QoQ-7.38%。

由於中國家電「舊換新」補貼政策原預計於 12/2024 月底到期，11~12/2024 當地電視需求隨之增溫，12/2024 達興材的營收增加至 3.74 億元，MoM+10.00%，且為 10/2023 迄今最高，但 10/2024、11/2024 基期不高，4Q24 達興材的營收 10.67 億元，QoQ-0.56%，然而，4Q 顯示器材料出貨量不及 3Q，估計半導體材料及關鍵原材料的營收仍維持成長趨勢，加上毛利率、匯兌損益未再受匯率不利走勢影響，估計 4Q24 稅後淨利 1.52 億元，

2025 年 1 月 15 日

QoQ+14.41%。

受惠於新產品效應持續發酵，2025 年半導體材料出貨動能仍佳：

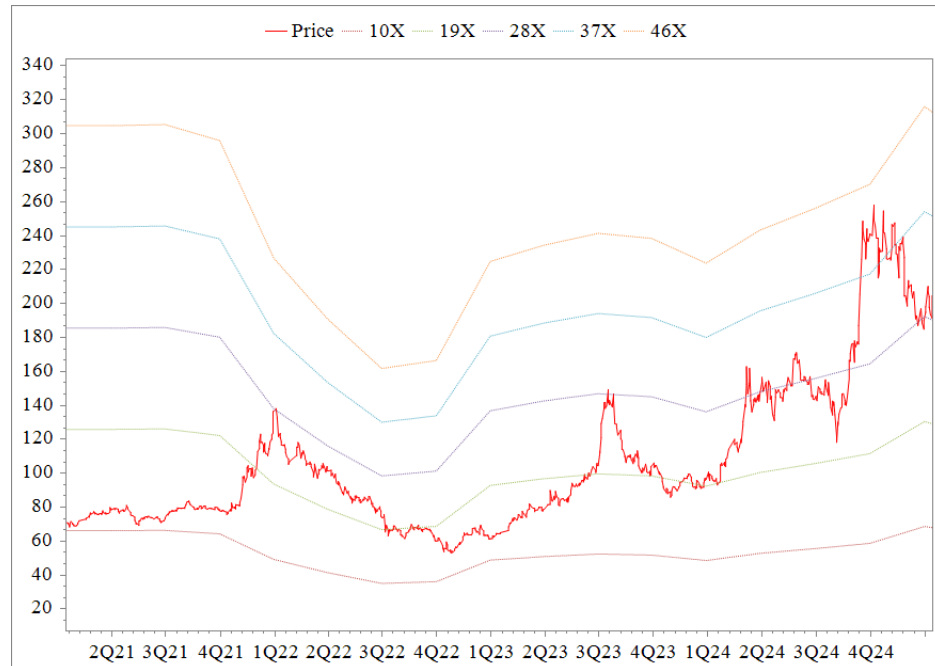
展望 2025 年，預估半導體材料仍為達興材重要營收成長動能，由於 2H24 再新增 1 款量產產品，加上先前量產的 5 款產品出貨量持續增加，此外，達興材尚有超過 10 款產品(65%為晶圓製程材料，35%為先進封裝材料)送樣認證中，群益預估，2025 年半導體材料及關鍵原材料的營收 YoY+38.45%，尤其，半導體材料的毛利率較高，預估將帶動達興材 2025 年毛利率提高至 37.38%(2024 年估計為 36.71%)。

至於在顯示器材料的部份，4Q24 全球面板產能利用率受中國家電「舊換新」補貼政策到期前買氣加速釋出而提高，由於中國政府宣布補貼政策展延 1 年，2025 年以來中國電視品牌廠積極備料，根據研調機構 IDC 預估，1Q25 全球 TV 面板出貨量 QoQ+1.3%，整體面板產業產能利用率維持在 80%以上，2025 年將有好的開始，加上達興材液晶配向膜打入新客戶供應鏈，並已自 2Q24 開始出貨，預估有機會擴及該客戶的更多產品，故群益預估，2025 年顯示器材料營收 YoY+5.78%。

考量 2025 年營收展望佳、半導體材料題材，群益將達興材的投資建議調整為 Buy：

受惠於先進封裝材料、晶圓製程材料等半導體材料出貨款數持續增加，估計 2H24 單季半導體材料營收比重提高至 8~10%，且預估 2025 年向上空間仍可期，此外，因中國家電「舊換新」補貼政策展延 1 年，加上新客戶效應逐漸發揮，預估顯示器材料 2025 年營收較 2024 年成長，故群益將達興材的投資建議調整為 Buy。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 1 月 15 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	4,500	4,642	4,787	5,091	5,302
流動資產	2,690	2,902	2,981	3,032	3,103
現金及約當現金	211	244	242	251	254
應收帳款與票據	1,014	1,069	1,097	1,127	1,154
存貨	364	338	347	357	363
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	1,610	1,545	1,567	1,589	1,611
負債總計	1,551	1,507	1,531	1,568	1,594
流動負債	1,108	1,088	1,117	1,136	1,163
應付帳款及票據	476	420	430	444	452
非流動負債	443	420	403	407	399
權益總計	2,949	3,135	3,257	3,523	3,708
普通股股本	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027
保留盈餘	1,881	2,066	2,188	2,454	2,639
母公司業主權益	2,949	3,135	3,256	3,523	3,707
負債及權益總計	4,500	4,642	4,787	5,091	5,302

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	3,889	4,264	4,118	4,510	4,678
營業成本	2,643	2,785	2,606	2,824	2,920
營業毛利淨額	1,246	1,479	1,512	1,686	1,758
營業費用	808	868	902	960	983
營業利益	438	611	610	725	775
EBITDA	705	858	903	1,091	1,161
業外收入及支出	40	-20	15	78	78
稅前純益	485	605	625	803	853
所得稅	59	82	81	105	114
稅後純益	426	523	543	698	739
稅後 EPS(元)	4.15	5.10	5.29	6.80	7.20
完全稀釋 EPS**	4.15	5.10	5.29	6.80	7.20

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 10.27【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 10.27 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	-13.83%	9.64%	-3.43%	9.51%	3.74%
營業毛利淨額	-22.64%	18.70%	2.21%	11.52%	4.30%
營業利益	-42.93%	39.44%	-0.14%	18.93%	6.87%
稅後純益	-37.37%	22.82%	3.79%	28.49%	5.87%

獲利能力分析(%)

毛利率	32.04%	34.69%	36.71%	37.38%	37.59%
EBITDA(%)	18.12%	20.12%	21.92%	24.20%	24.82%
營益率	11.26%	14.32%	14.81%	16.09%	16.57%
稅後純益率	10.96%	12.27%	13.19%	15.48%	15.80%
總資產報酬率	9.47%	11.27%	11.35%	13.71%	13.94%
股東權益報酬率	14.45%	16.70%	16.68%	19.81%	19.93%

償債能力檢視

負債比率(%)	34.47%	32.47%	31.97%	30.80%	30.07%
負債/淨值比(%)	52.60%	48.09%	47.00%	44.50%	43.00%
流動比率(%)	242.72%	266.80%	266.80%	266.80%	266.80%

其他比率分析

存貨天數	49.75	46.04	48.00	45.50	45.00
應收帳款天數	109.58	89.15	96.00	90.00	89.00

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	732	725	837	1,027	1,084
稅前純益	485	605	625	803	853
折舊及攤銷	221	260	264	267	271
營運資金變動	172	-85	-26	-26	-26
其他營運現金	-146	-55	-25	-18	-14
投資活動現金	-342	-329	-324	-321	-318
資本支出淨額	-229	-217	-220	-220	-220
長期投資變動	-110	-107	-100	-100	-100
其他投資現金	-3	-5	-4	-1	2
籌資活動現金	-394	-365	-445	-428	-422
長借/公司債變動	159	-17	-16	4	-7
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-544	-339	-421	-431	-555
其他籌資現金	-8	-8	-7	-1	120
淨現金流量	-4	33	69	278	324
期初現金	215	211	244	312	591
期末現金	211	244	312	591	914

資料來源：CMoney、群益

2025 年 1 月 15 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	1,174	998	949	1,028	1,073	1,067	1,068	1,162	1,192	1,087	1,116	1,214
營業成本	748	647	615	645	675	671	674	722	742	685	701	752
營業毛利淨額	427	351	334	383	398	397	394	440	450	402	414	462
營業費用	240	213	214	233	228	227	231	246	243	241	236	251
營業利益	187	137	120	150	170	170	163	194	207	161	179	210
業外收入及支出	7	-15	13	14	-14	2	3	5	68	2	3	5
稅前純益	194	123	133	164	156	172	166	199	275	163	182	215
所得稅	28	14	19	20	23	19	24	23	40	18	26	27
稅後純益	166	109	114	144	133	152	142	176	235	145	156	188
最新股本	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027
稅後EPS(元)	1.61	1.06	1.11	1.40	1.30	1.48	1.38	1.71	2.29	1.41	1.52	1.83

獲利能力(%)

毛利率(%)	36.34%	35.16%	35.22%	37.24%	37.08%	37.17%	36.89%	37.85%	37.75%	36.98%	37.15%	38.03%
營業利益率(%)	15.91%	13.78%	12.68%	14.60%	15.82%	15.90%	15.25%	16.70%	17.37%	14.84%	16.03%	17.31%
稅後純益率(%)	14.11%	10.91%	12.02%	13.98%	12.40%	14.27%	13.30%	15.14%	19.73%	13.33%	13.95%	15.48%

QoQ(%)

營業收入淨額	3.89%	-15.05%	-4.90%	8.37%	4.40%	-0.56%	0.08%	8.78%	2.56%	-8.78%	2.62%	8.82%
營業利益	8.87%	-26.45%	-12.48%	24.83%	13.10%	-0.05%	-4.00%	19.14%	6.65%	-22.07%	10.87%	17.52%
稅前純益	10.19%	-36.66%	8.46%	23.29%	-5.12%	10.28%	-3.37%	20.00%	38.13%	-40.61%	11.34%	18.34%
稅後純益	10.19%	-34.31%	4.75%	26.09%	-7.38%	14.41%	-6.75%	23.84%	33.68%	-38.39%	7.45%	20.70%

YoY(%)

營業收入淨額	61.40%	8.76%	-1.37%	-9.03%	-8.59%	7.00%	12.60%	13.02%	11.04%	1.86%	4.44%	4.47%
營業利益	1018.81%	31.80%	4.67%	-12.52%	-9.11%	23.51%	35.47%	29.29%	21.92%	-4.95%	9.78%	8.29%
稅前純益	368.33%	21.22%	17.72%	-6.67%	-19.64%	39.92%	24.65%	21.32%	76.62%	-4.89%	9.60%	8.08%
稅後純益	368.33%	24.57%	15.75%	-4.40%	-19.64%	39.97%	24.60%	22.38%	76.63%	-4.89%	9.60%	6.82%

註1：稅後EPS以股本10.27億元計算

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。