

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

| | |
|-------|----------|
| 前日收盤價 | 210.00 元 |
| 目標價 | |
| 3 個月 | 272.00 元 |
| 12 個月 | 272.00 元 |

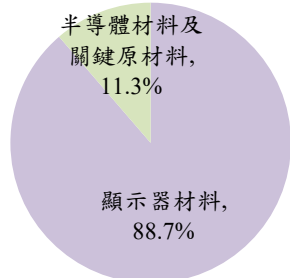
近期報告日期、評等及前日股價

| | | |
|------------|-------------|--------|
| 01/15/2025 | Buy | 204.50 |
| 09/19/2024 | Trading Buy | 248.50 |

公司基本資訊

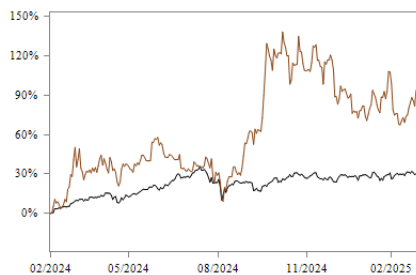
| | |
|------------|-------|
| 目前股本(百萬元) | 1,027 |
| 市值(億元) | 216 |
| 目前每股淨值(元) | 31.98 |
| 外資持股比(%) | 6.13 |
| 投信持股比(%) | 1.38 |
| 董監持股比(%) | 43.47 |
| 融資餘額(張) | 4,856 |
| 現金股息配發率(%) | 89.93 |

產品組合



股價相對大盤走勢

— 5234 — TWSE



達興材料(5234 TT)

Buy

考量半導體材料持續推升獲利向上，維持 Buy 評等。

投資建議：受惠新客戶、新產品效應，2025 年達興材顯示器材料營收展望轉佳，此外，觀察現階段半導體材料送樣認證進度，預估量產產品款數將由 2024 年底的 9 款增加至 2025 年的 12~14 款，相關營收成長性仍佳，故群益維持對達興材 Buy 的投資建議。

4Q24 稅後淨利 1.80 億元，QoQ+34.99%：4Q24 半導體材料出貨規模持續擴大，相關營收 1.31 億元，QoQ+29.08%，至於顯示器材料營收 9.11 億元，QoQ-3.55%，故達興材營收 10.67 億元，QoQ-0.56%。由於半導體材料營收比重提高至 12.23%，加上美元對台幣匯率升值，4Q24 毛利率提高至 37.74%，但年底費用較高，營業利益 QoQ-1.69%，惟業外表現因匯兌利益而轉佳，稅後淨利 1.80 億元，QoQ+34.99%。

半導體材料 2025 年出貨動能仍佳：展望 2025 年，半導體材料營收成長性仍佳。2024 年達興材量產中的半導體材料共 9 款(達興材自行開發者 4 款，與半導體化學品大廠合作開發者 4 款，與半導體大廠合作開發者 1 款)，出貨量多數係自 2024 年開始明顯放大，且預估 2025 年出貨規模擴大空間仍可期；此外，目前送樣中的新產品共 16 款(達興材自行開發者 8 款，與半導體化學品大廠合作開發者 1 款，與半導體大廠合作開發者 7 款)，觀察現階段認證進度，達興材預估其中 3~5 款將自 2025 年開始量產，群益預估，2025 年半導體材料的營收 YoY+78.85%，尤其，半導體材料的毛利率高於達興材平均水準，亦即出貨規模擴大對提升獲利的助益程度更勝營收。

此外，顯示器材料 2024 年營收 YoY-7.99%，主要係陸續淘汰數款競爭力欠佳產品所致，不過，2025 年展望則優於 2024 年，原因有二，(1)液晶配向膜打入新客戶供應鏈，並已自 2Q24 開始出貨，預估 2025 年有機會擴及該客戶的更多產品，(2)低溫製程材料、銅剝離液、FFS 液晶配向膜 PI 等新產品效應。

| (百萬元) | 2024 | 2025F | 2026F | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 營業收入淨額 | 4,118 | 4,590 | 4,932 | 998 | 949 | 1,028 | 1,073 | 1,067 | 1,085 | 1,159 | 1,199 | 1,147 |
| 營業毛利淨額 | 1,518 | 1,737 | 1,891 | 351 | 334 | 383 | 398 | 403 | 406 | 441 | 457 | 432 |
| 營業利益 | 607 | 777 | 898 | 137 | 120 | 150 | 170 | 167 | 177 | 199 | 218 | 183 |
| 稅後純益 | 571 | 696 | 795 | 109 | 114 | 144 | 133 | 180 | 154 | 186 | 190 | 166 |
| 稅後 EPS(元) | 5.56 | 6.78 | 7.74 | 1.06 | 1.11 | 1.40 | 1.30 | 1.75 | 1.50 | 1.81 | 1.85 | 1.62 |
| 毛利率(%) | 36.86% | 37.84% | 38.34% | 35.16% | 35.22% | 37.24% | 37.08% | 37.74% | 37.44% | 38.09% | 38.13% | 37.67% |
| 營業利益率(%) | 14.74% | 16.93% | 18.21% | 13.78% | 12.68% | 14.60% | 15.82% | 15.64% | 16.33% | 17.17% | 18.16% | 15.94% |
| 稅後純益率(%) | 13.86% | 15.17% | 16.12% | 10.91% | 12.02% | 13.98% | 12.40% | 16.84% | 14.22% | 16.02% | 15.89% | 14.47% |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | -3.43% | 11.46% | 7.46% | -15.05% | -4.90% | 8.37% | 4.40% | -0.56% | 1.60% | 6.87% | 3.44% | -4.31% |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | 9.03% | 22.02% | 14.22% | -34.31% | 4.75% | 26.09% | -7.38% | 34.99% | -14.20% | 20.38% | 2.61% | -12.87% |

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 2 月 27 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%。

4Q24 受惠於毛利率提高、匯兌利益，稅後淨利 1.80 億元，QoQ+34.99%：

達興材為顯示器材料廠，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 80%。

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。

4Q24 營收 10.67 億元，QoQ-0.56%，其中，顯示器材料營收 9.11 億元，QoQ-3.55%，但半導體材料出貨規模持續擴大，相關營收 1.31 億元，QoQ+29.08%。由於半導體材料營收比重提高至 12.23%(3Q24 為 9.42%)，加上美元對台幣匯率升值，4Q24 毛利率提高至 37.74%(3Q24 為 37.08%)，但年底費用較高，營業利益 QoQ-1.69%，惟業外表現因匯兌利益而轉佳，稅後淨利 1.80 億元，QoQ+34.99%。

因出貨規模持續擴大、新產品陸續通過認證，半導體材料 2025 年出貨動能仍佳：

展望 2025 年，半導體材料營收成長性仍佳。2024 年達興材量產中的半導體材料共 9 款(達興材自行開發者 4 款，與半導體化學品大廠合作開發者 4 款，

2025 年 2 月 27 日

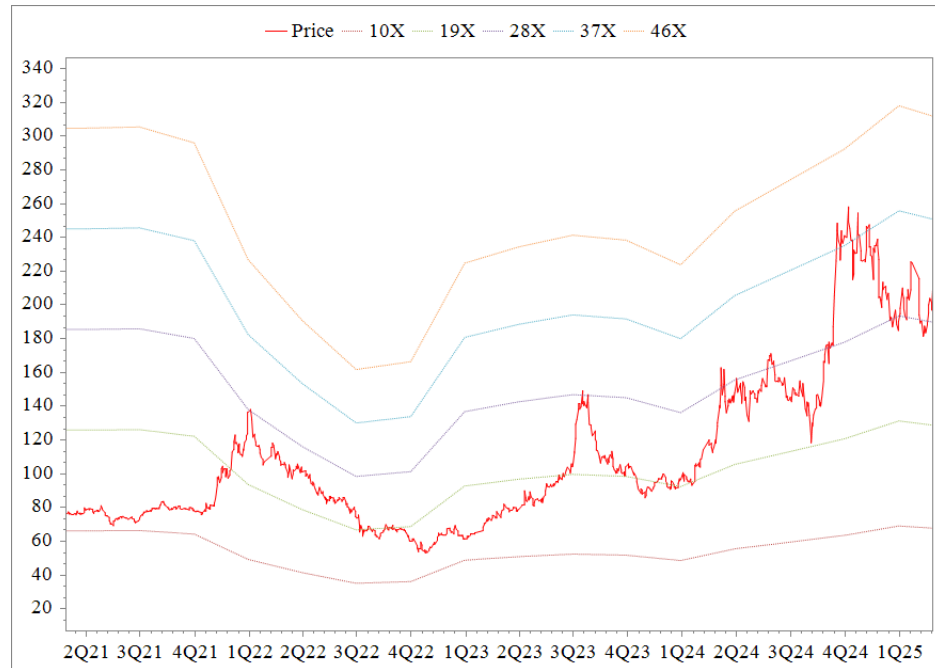
與半導體大廠合作開發者 1 款)，出貨量多數係自 2024 年開始明顯放大，且預估 2025 年出貨規模擴大空間仍可期；此外，目前送樣中的新產品共 16 款(達興材自行開發者 8 款，與半導體化學品大廠合作開發者 1 款，與半導體大廠合作開發者 7 款)，觀察現階段認證進度，達興材預估其中 3~5 款將自 2025 年開始量產，群益預估，2025 年半導體材料的營收 YoY+78.85%，尤其，半導體材料的毛利率高於達興材平均水準，亦即出貨規模擴大對提升獲利的助益程度更勝營收。

此外，顯示器材料 2024 年營收 YoY-7.99%，主要係陸續淘汰數款競爭力欠佳產品所致，不過，2025 年展望則優於 2024 年，原因有二，(1)液晶配向膜打入新客戶供應鏈，並已自 2Q24 開始出貨，預估 2025 年有機會擴及該客戶的更多產品，(2)低溫製程材料、銅剝離液、FFS 液晶配向膜 PI 等新產品效應。

考量半導體材料持續推升獲利向上，群益維持對達興材 Buy 的投資建議：

受惠新客戶、新產品效應，2025 年達興材顯示器材料營收展望轉佳，此外，觀察現階段半導體材料送樣認證進度，預估量產產品款數將由 2024 年底的 9 款增加至 2025 年的 12~14 款，相關營收成長性仍佳，故群益維持對達興材 Buy 的投資建議。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 2 月 27 日

資產負債表

| (百萬元) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 資產總計 | 4,500 | 4,642 | 4,949 | 5,166 | 5,477 |
| 流動資產 | 2,690 | 2,902 | 3,259 | 3,345 | 3,458 |
| 現金及約當現金 | 211 | 244 | 195 | 238 | 227 |
| 應收帳款與票據 | 1,014 | 1,069 | 1,133 | 1,168 | 1,197 |
| 存貨 | 364 | 338 | 380 | 386 | 397 |
| 採權益法之投資 | -- | -- | -- | 0 | 0 |
| 不動產、廠房設備 | 1,610 | 1,545 | 1,480 | 1,500 | 1,520 |
| 負債總計 | 1,551 | 1,507 | 1,665 | 1,699 | 1,738 |
| 流動負債 | 1,108 | 1,088 | 1,266 | 1,299 | 1,343 |
| 應付帳款及票據 | 476 | 420 | 510 | 521 | 537 |
| 非流動負債 | 443 | 420 | 399 | 389 | 369 |
| 權益總計 | 2,949 | 3,135 | 3,284 | 3,467 | 3,738 |
| 普通股股本 | 1,027 | 1,027 | 1,027 | 1,027 | 1,027 |
| 保留盈餘 | 1,881 | 2,066 | 2,215 | 2,398 | 2,669 |
| 母公司業主權益 | 2,949 | 3,135 | 3,284 | 3,466 | 3,738 |
| 負債及權益總計 | 4,500 | 4,642 | 4,949 | 5,166 | 5,477 |

損益表

| (百萬元) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 營業收入淨額 | 3,889 | 4,264 | 4,118 | 4,590 | 4,932 |
| 營業成本 | 2,643 | 2,785 | 2,600 | 2,853 | 3,041 |
| 營業毛利淨額 | 1,246 | 1,479 | 1,518 | 1,737 | 1,891 |
| 營業費用 | 808 | 868 | 911 | 960 | 993 |
| 營業利益 | 438 | 611 | 607 | 777 | 898 |
| EBITDA | 705 | 858 | 910 | 1,038 | 1,118 |
| 業外收入及支出 | 40 | -20 | -7 | 20 | 20 |
| 稅前純益 | 485 | 605 | 659 | 797 | 918 |
| 所得稅 | 59 | 82 | 88 | 101 | 123 |
| 稅後純益 | 426 | 523 | 571 | 696 | 795 |
| 稅後 EPS(元) | 4.15 | 5.10 | 5.56 | 6.78 | 7.74 |
| 完全稀釋 EPS** | 4.15 | 5.10 | 5.56 | 6.78 | 7.74 |

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 | 2024 | 2025F | 2026F |
|------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 成長力分析(%) | | | | | |
| 營業收入淨額 | -13.83% | 9.64% | -3.43% | 11.46% | 7.46% |
| 營業毛利淨額 | -22.64% | 18.70% | 2.62% | 14.42% | 8.88% |
| 營業利益 | -42.93% | 39.44% | -0.59% | 27.95% | 15.65% |
| 稅後純益 | -37.37% | 22.82% | 9.03% | 22.02% | 14.22% |
| 獲利能力分析(%) | | | | | |
| 毛利率 | 32.04% | 34.69% | 36.86% | 37.84% | 38.34% |
| EBITDA(%) | 18.12% | 20.12% | 22.11% | 22.61% | 22.67% |
| 營益率 | 11.26% | 14.32% | 14.74% | 16.93% | 18.21% |
| 稅後純益率 | 10.96% | 12.27% | 13.86% | 15.17% | 16.12% |
| 總資產報酬率 | 9.47% | 11.27% | 11.53% | 13.48% | 14.52% |
| 股東權益報酬率 | 14.45% | 16.70% | 17.37% | 20.08% | 21.27% |

償債能力檢視

| | | | | | |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 負債比率(%) | 34.47% | 32.47% | 33.65% | 32.89% | 31.74% |
| 負債/淨值比(%) | 52.60% | 48.09% | 50.71% | 49.00% | 46.50% |
| 流動比率(%) | 242.72% | 266.80% | 257.47% | 257.47% | 257.47% |

其他比率分析

| | | | | | |
|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 存貨天數 | 49.75 | 46.04 | 50.38 | 49.00 | 47.00 |
| 應收帳款天數 | 109.58 | 89.15 | 97.62 | 91.50 | 87.50 |

現金流量表

| (百萬元) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| 營業活動現金 | 732 | 725 | 865 | 983 | 1,116 |
| 稅前純益 | 485 | 605 | 659 | 797 | 918 |
| 折舊及攤銷 | 221 | 260 | 271 | 275 | 279 |
| 營運資金變動 | 172 | -85 | -15 | -30 | -24 |
| 其他營運現金 | -146 | -55 | -50 | -58 | -57 |
| 投資活動現金 | -342 | -329 | -518 | -321 | -377 |
| 資本支出淨額 | -229 | -217 | -189 | -200 | -200 |
| 長期投資變動 | -110 | -107 | -326 | -100 | -100 |
| 其他投資現金 | -3 | -5 | -3 | -21 | -77 |
| 籌資活動現金 | -394 | -365 | -396 | -539 | -560 |
| 長借/公司債變動 | 159 | -17 | 34 | -10 | -20 |
| 現金增資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 發放現金股利 | -544 | -339 | -421 | -514 | -524 |
| 其他籌資現金 | -8 | -8 | -9 | -15 | -16 |
| 淨現金流量 | -4 | 33 | -49 | 123 | 179 |
| 期初現金 | 215 | 211 | 244 | 195 | 318 |
| 期末現金 | 211 | 244 | 195 | 318 | 497 |

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 27 日

季度損益表

| (百萬元) | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 營業收入淨額 | 1,174 | 998 | 949 | 1,028 | 1,073 | 1,067 | 1,085 | 1,159 | 1,199 | 1,147 | 1,161 | 1,246 |
| 營業成本 | 748 | 647 | 615 | 645 | 675 | 665 | 678 | 718 | 742 | 715 | 720 | 765 |
| 營業毛利淨額 | 427 | 351 | 334 | 383 | 398 | 403 | 406 | 441 | 457 | 432 | 440 | 481 |
| 營業費用 | 240 | 213 | 214 | 233 | 228 | 236 | 229 | 242 | 239 | 249 | 235 | 250 |
| 營業利益 | 187 | 137 | 120 | 150 | 170 | 167 | 177 | 199 | 218 | 183 | 205 | 231 |
| 業外收入及支出 | 7 | -15 | 13 | 14 | -14 | 39 | 3 | 5 | 5 | 7 | 3 | 5 |
| 稅前純益 | 194 | 123 | 133 | 164 | 156 | 206 | 180 | 204 | 223 | 190 | 208 | 236 |
| 所得稅 | 28 | 14 | 19 | 20 | 23 | 26 | 26 | 18 | 32 | 24 | 30 | 29 |
| 稅後純益 | 166 | 109 | 114 | 144 | 133 | 180 | 154 | 186 | 190 | 166 | 178 | 207 |
| 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 | 1.75 | 1.50 | 1.81 | 1.85 | 1.62 | 1.73 | 2.02 |

獲利能力(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率(%) | 36.34% | 35.16% | 35.22% | 37.24% | 37.08% | 37.74% | 37.44% | 38.09% | 38.13% | 37.67% | 37.92% | 38.59% |
| 營業利益率(%) | 15.91% | 13.78% | 12.68% | 14.60% | 15.82% | 15.64% | 16.33% | 17.17% | 18.16% | 15.94% | 17.66% | 18.51% |
| 稅後純益率(%) | 14.11% | 10.91% | 12.02% | 13.98% | 12.40% | 16.84% | 14.22% | 16.02% | 15.89% | 14.47% | 15.34% | 16.62% |

QoQ(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|-------|---------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | 3.89% | -15.05% | -4.90% | 8.37% | 4.40% | -0.56% | 1.60% | 6.87% | 3.44% | -4.31% | 1.15% | 7.35% |
| 營業利益 | 8.87% | -26.45% | -12.48% | 24.83% | 13.10% | -1.69% | 6.12% | 12.36% | 9.42% | -16.02% | 12.04% | 12.54% |
| 稅前純益 | 10.19% | -36.66% | 8.46% | 23.29% | -5.12% | 32.05% | -12.39% | 13.26% | 9.19% | -14.77% | 9.49% | 13.32% |
| 稅後純益 | 10.19% | -34.31% | 4.75% | 26.09% | -7.38% | 34.99% | -14.20% | 20.38% | 2.61% | -12.87% | 7.24% | 16.35% |

YoY(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|--------|----------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | 61.40% | 8.76% | -1.37% | -9.03% | -8.59% | 7.00% | 14.31% | 12.72% | 11.69% | 7.48% | 7.01% | 7.49% |
| 營業利益 | 1018.81% | 31.80% | 4.67% | -12.52% | -9.11% | 21.48% | 47.29% | 32.57% | 28.25% | 9.56% | 15.67% | 15.86% |
| 稅前純益 | 368.33% | 21.22% | 17.72% | -6.67% | -19.64% | 67.53% | 35.33% | 24.32% | 43.07% | -7.65% | 15.41% | 15.47% |
| 稅後純益 | 368.33% | 24.57% | 15.75% | -4.40% | -19.64% | 65.15% | 35.27% | 29.15% | 43.07% | -7.66% | 15.41% | 11.54% |

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。