

中砂 (1560 TT) Kinik

短期營運最差狀況已過 中長期展望不看淡

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$315.0

收盤價 (2025/02/26) : NT\$273.5
隱含漲幅 : 15.2%

營收組成 (4Q24)

ABU 10%、DBU 34%、SBU 50%、Others 6%。

本次報告更新重點

| 項目 | 本次 | 前次 |
|-------------------|-----|------|
| 評等 | 買進 | 買進 |
| 目標價 (NT\$) | 315 | 375 |
| 2025年營收 (NT\$/十億) | 7.8 | 8.5 |
| 2025年EPS | 8.7 | 10.7 |

交易資料表

| | |
|------------------------|---------------|
| 市值 | NT\$39,900百萬元 |
| 外資持股比率 | 22.0% |
| 董監持股比率 | 14.8% |
| 調整後每股淨值 (2025F) | NT\$51.66 |
| 負債比 | 32.8% |
| 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 | 2024A | 2025F | 2026F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 營業收入 | 6,381 | 7,019 | 7,755 | 9,692 |
| 營業利益 | 989 | 1,155 | 1,494 | 2,239 |
| 稅後純益 | 852 | 1,035 | 1,292 | 1,959 |
| EPS (元) | 5.87 | 7.10 | 8.75 | 13.27 |
| EPS YoY (%) | -32.6 | 20.9 | 23.2 | 51.6 |
| 本益比 (倍) | 46.6 | 38.5 | 31.3 | 20.6 |
| 股價淨值比 (倍) | 6.4 | 5.9 | 5.3 | 4.5 |
| ROE (%) | 13.7 | 15.5 | 17.3 | 22.4 |
| 現金殖利率 (%) | 1.5% | 1.4% | 1.8% | 2.7% |
| 現金股利 (元) | 4.00 | 3.90 | 4.81 | 7.30 |

陳娟娟

Chuanchuan.Chen@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q24 EPS 1.62 元，預估 1Q25 營收季減個位數、2025 年營收年增 8-10%，低於原先預期。

◆ 隨著半導體製程往 N3/N2 推進，有助於鑽石碟、再生晶圓內容價值、市佔率進一步提升，先進製程、自主供應鏈將為中長期營運動能。

◆ 2025 年預估 EPS 8.75 元，下修 18%，短期展望低於預期，然看好先進製程、晶背供電帶動營運新高，維持買進評等。

4Q24 EPS 1.62 元，預估 1Q25 營收季減個位數，低於預期

4Q24 營收 QoQ-1%、YoY+15%，毛利率季增 0.8 個百分點達 30.9%，EPS 1.62 元，低於本中心/市場預期 18%/9%，主要差異在於費用率季增 1.2 百分點達 14.8%，使得本業獲利低於預期，此外業外淨收入季減 38%約 1,320 萬元，雖然匯兌利益約挹注 2,000 萬，然遭提列商譽損失所抵銷。展望 1Q25，考量淡季、工作天數，加上地震造成客戶生產端受到影響，預估營收 QoQ-8%，毛利率季減 0.6 個百分點，EPS 季減 3%至 1.57 元。

先進製程帶動鑽石碟、再生晶圓內容價值進一步提升

隨著先進製程 CMP 研磨層數增加，平均每世代內容價值提升 5-10%，N2 晶背供電較前一代估計再提升 2-3 成。預期 N3 鑽石碟市佔率 7 成，N2 進一步提升至 8 成。4Q24 鑽石碟來自最大客戶 N3/N2 營收佔比分別為 40%/4%，QoQ 分別成長 11%/369%。再生晶圓往更先進製程發展、光罩層數增加，N5/N2 每投片 10 萬片對再生晶圓需求約為 2.2/2.6 倍，惟晶背供電 Carrier Wafer 初期以 Prime Wafer 為主。公司 Carrier wafer 主要供應美系記憶體廠 HBM，供應比重於 5 成，2024 年佔 SBU 營收比重 1 成，今年有機會倍增。

預估 2025 年營收年增 10.5%，毛利率趨勢向上

預估 2025 年營收年增 10.5%，其中 ABU 小幅成長，主要來自傳產應用緩步回升、高階砂輪、ABF 客戶數之增加；鑽石碟動能來自大客戶 N3/N2 佔比提升、記憶體廠利用率提升，估計營收年增雙位數；SBU 方面，再生晶圓產能滿載、ASP 持平，3Q25 將新增 3 萬片產能，營收預計將成長高個位數。毛利率受到產品組合好轉、高價矽晶棒消耗完畢，材料成本降低等因素而趨勢向上，預估 2025 年 EPS 8.75 元，較前次預估下修 18%係因 1Q25 及全年營收展望低於原先預期，且美系 IDM 廠進度落後。

營運分析

4Q24 EPS 1.62 元，低於本中心/市場預期 18%/9%

4Q24 營收 18.34 億元，QoQ-1%、YoY+15%，低於本中心/市場預期 2.4%/0.5%；毛利率季增 0.8 個百分點達 30.9%，大致符合預期；營業利益 2.94 億元，QoQ -3.7%、YoY +7.6%，低於預期主因費用率季增 1.2 百分點達 14.8%。業外淨收入季減 38%約 1,320 萬元，雖然匯兌利益約挹注 2,000 萬，然遭提列商譽損失所抵銷；稅後淨利 2.39 億元，QoQ -16.1%、YoY +49.6%，EPS 1.62 元，低於本中心/市場預期約 18%/9%。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

| (百萬元) | 4Q23A | 3Q24A | 4Q24A | 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 | 1,594 | 1,859 | 1,834 | -1.4% | 15.0% | 1,879 | 1,843 | -2.4% | -0.5% |
| 營業毛利 | 510 | 559 | 566 | 1.3% | 11.0% | 574 | 560 | -1.3% | 1.1% |
| 營業利益 | 273 | 305 | 294 | -3.7% | 7.6% | 324 | 307 | -9.1% | -4.1% |
| 稅前利益 | 202 | 327 | 307 | -6.0% | 52.3% | 338 | 317 | -9.0% | -3.1% |
| 稅後淨利 | 160 | 285 | 239 | -16.2% | 49.4% | 291 | 263 | -17.7% | -8.9% |
| 調整後 EPS (元) | 1.10 | 1.96 | 1.62 | -16.2% | 49.4% | 2.00 | 1.78 | -17.7% | -8.9% |
| 重要比率 (%) | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 32.0% | 30.1% | 30.9% | 0.8 | -1.1 | 30.5% | 30.4% | 0.3 | 0.5 |
| 營業利益率 | 17.1% | 16.4% | 16.0% | -0.4 | -1.1 | 17.2% | 16.6% | -1.2 | -0.6 |
| 稅後純益率 | 10.0% | 15.3% | 13.0% | -2.3 | 3.0 | 15.5% | 14.2% | -2.4 | -1.2 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

預估 1Q25 營收季減個位數，低於原先預期

展望 1Q25，考量到淡季及工作天數較少，加上地震造成客戶生產端受到影響，預估營收季減 8%、年增 6%至 16.9 億元，下修 9%；毛利率預估季減 0.6 個百分點至 30.3%，下修 1.3 個百分點；營業利益 2.6 億元，季減 11%、年持平，下修 24%；稅後淨利預估季減 3%、年減 10%至 2.3 億元，EPS 1.57 元，下修 26%。

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

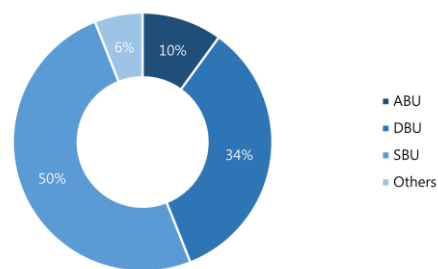
| (百萬元) | 1Q24A | 4Q24F | 1Q25F | 季增率 | 年增率 | 1Q25F | | 預估差異 | |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| | | | | | | 元大預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 |
| 營業收入 | 1,595 | 1,834 | 1,689 | -7.9% | 5.9% | 1,854 | 1,886 | -8.9% | -10.5% |
| 營業毛利 | 516 | 566 | 512 | -9.6% | -0.8% | 587 | 602 | -12.7% | -15.0% |
| 營業利益 | 261 | 294 | 262 | -11.0% | 0.2% | 347 | 346 | -24.4% | -24.4% |
| 稅前利益 | 321 | 307 | 275 | -10.5% | -14.4% | 342 | 368 | -19.5% | -25.3% |
| 稅後淨利 | 257 | 239 | 232 | -2.9% | -9.6% | 315 | 307 | -26.3% | -24.5% |
| 調整後 EPS (元) | 1.77 | 1.62 | 1.57 | -2.9% | -9.6% | 2.16 | 2.08 | -26.3% | -24.5% |
| 重要比率 (%) | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 32.4% | 30.9% | 30.3% | -0.6 | -2.1 | 31.6% | 31.9% | -1.3 | -1.6 |
| 營業利益率 | 16.4% | 16.0% | 15.5% | -0.5 | -0.9 | 18.7% | 18.4% | -3.2 | -2.9 |
| 稅後純益率 | 16.1% | 13.0% | 13.7% | 0.7 | -2.4 | 17.0% | 16.3% | -3.2 | -2.5 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

傳統砂輪製造跨足至半導體製程及晶圓再生產業

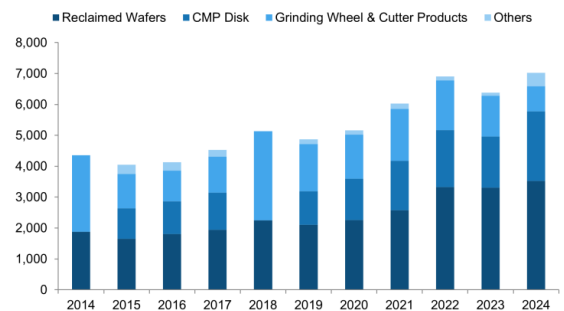
中砂原為專業的砂輪製造廠，近年由於傳統產業轉型之需要，轉往從事衍生性鑽石製品的研發創新及進行企業改造，並跨足高科技晶圓再生產業，公司優勢在於客製化，因為自有切割設備，可以做非標準厚度的晶圓，相較而言，國際大廠很難因為少量訂單做規格更改。目前中砂在再生晶圓及鑽石碟業務方面取得了顯著的成績，市占率分別達 15-20%及 20-25%，為該領域的全球領先者之一。

圖 3：4Q24 營收占比 (部門別)



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：產品營收占比

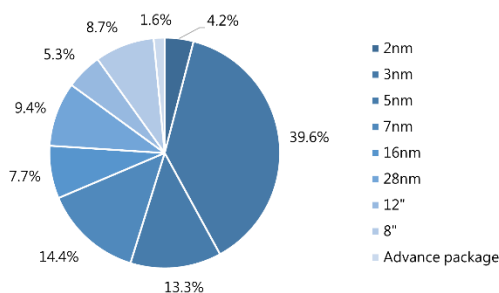


資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧

晶圓代工客戶 3nm 製程產能提升帶動鑽石碟銷售增加

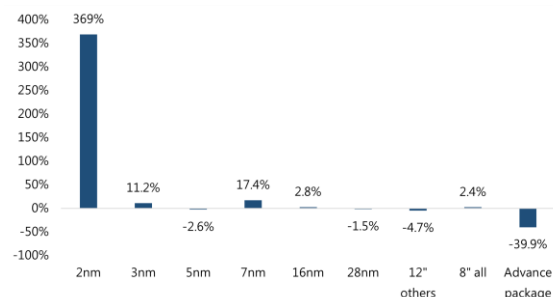
中砂在鑽石碟技術已取得顯著進展，過去中砂在 5nm 製程的產品市佔率低於 5 成，但進到 3nm 製程後市占率提升至 7 成，超越國際大廠 3M，整體產品已能夠在中砂完成各式測試後交貨給客戶，大幅提升產品品質、效率，滿足客戶需求。目前隨台積電 3nm 製程產能逐步增加，預估中砂鑽石碟出貨量將隨之成長。未來中砂在台積電 N2 鑽石碟供貨比將有望拉升至 8 成以上，技術優勢逐漸顯現，且製程進入 2nm 後，對於鑽石碟所要求的品質提高、消耗量增加，先進製程鑽石碟內涵價值平均增加約 5-10%、且用量也會增加，將對中砂鑽石碟產品的價量有正面影響，帶動其鑽石碟業務之動能。

圖 5：4Q24 鑽石碟銷售比例 (單一最大客戶)



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：4Q24 鑽石碟營收季增率



資料來源：元大投顧預估

晶背供電帶動鑽石碟、再生晶圓內容價值進一步提升，IDM 具成長潛力

為了達到晶背供電的技術，晶圓薄化為關鍵角色，需將晶圓打磨到足夠薄之後，才可實現對電晶體直接供電，此舉將會使 CMP 需求提升，先進製程鑽石碟市占率極高的中砂為潛在受惠者。

中砂之大客戶先進製程持續往 N3/N2 推進，CMP 研磨層數更為增加，對鑽石碟規格要求提升及使用量亦增加，估計 N3 轉 N2 對公司鑽石碟的內容價值提升約 1-2 成，亦使得公司在在大客戶供應比持續提升，過往公司在 N5 鑽石碟對台積電供應比<5 成，N3 提升至 7 成，預期 N2 將達 8 成，已開始小量出貨。除了台積電以外，Intel 目前多款鑽石碟在驗證中。

圖 7：三大晶圓代工廠晶背供電佈局

| | TSMC | Intel | Samsung |
|------|------------------|----------|---------|
| 技術名稱 | Super Power Rail | PowerVia | - |
| 採用製程 | A16 | 20A | SF2Z |
| 推出時間 | 2026 | 2024 | 2027 |

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：再生晶圓用量隨製程微縮而增加

| | 65 nm | 28 nm | 5 nm | 2nm |
|-------------------|-------|-------|---------|---------|
| Prime Wafer (k) | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Reclaim Wafer (k) | 60 | 80 | 220-230 | 260-270 |

資料來源：公司資料、元大投顧

特殊晶圓取得進展，已開始出貨記憶體客戶

承載晶圓(Carrier Wafer)為一種高度客製化的特殊晶圓產品，主要用途為在晶圓減薄的製程中，須有承載晶圓暫時貼合進行薄晶圓之支撐，而在製程之後須將承載晶圓移除並將殘膠清除乾淨。中砂之特殊晶圓與客戶合作多年，今年起看到美系記憶體客戶承載晶圓需求增加，目前營收歸類在 12 吋測試晶圓類別，為測試晶圓中毛利最佳之產品，預期下半年需求逐步增加，並且明年出貨量展望更佳。由於晶背供電需要將晶圓薄化，將使用承載晶圓作為載體，預估隨著各大先進晶圓代工廠進入 2 nm 製程，將推升特殊晶圓的需求，中砂將具有潛在受惠機會。

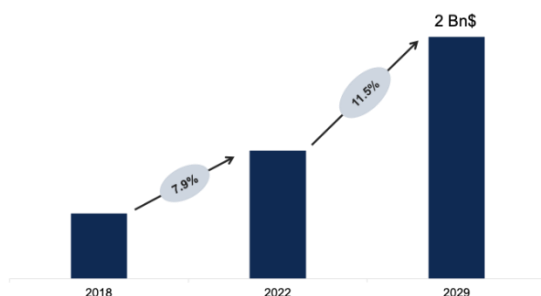
產業概況

先進製程演進大幅增加再生晶圓用量，成長力道優於整體矽晶圓產業

隨先進製程推進，製程容錯空間縮小，監控頻率相應提高，正片生產所需之再生晶圓比例持續提升，製程越先進其量產所需的檔控片數量越多，N65 每投入 10 萬片正片約需要 6 萬片擋控片，但 N3 需求量則大幅增加至 22 萬片，N2 製程用量則更將進一步提升至約 26-27 萬片，故預期未來正片生產所需之再生晶圓由 20-25% 逐步提升至 25-30%。

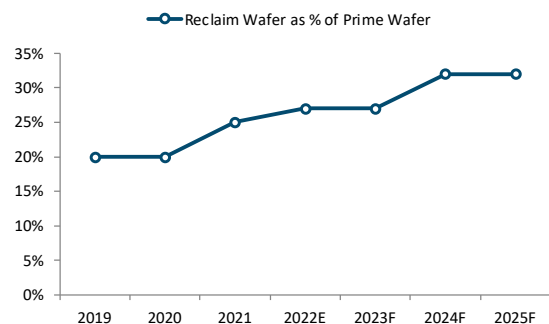
再生晶圓除受惠原矽晶圓需求增加動能外，更可望受惠整體製程往前推進所帶動之測試晶圓需求，我們認為再生晶圓成長力道將超越整體矽晶圓產業。根據 QYResearch 預估，預計 2029 年全球再生晶圓市場規模將達到約 20 億美元，未來幾年年複合增長率達 11.5%。

圖 9：2022-29 年再生晶圓市場規模 CAGR 達 11.5%



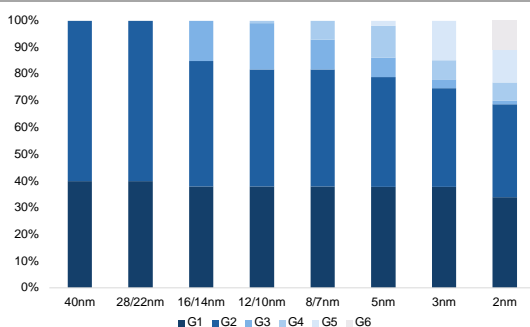
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 10：正片相對應所需要之再生晶圓比率持續提升



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：2nm 製程下高規格再生晶圓需求佔比提升 (G1~G6 為低規格到高規格)



資料來源：昇陽半導體、元大投顧

圖 12：再生晶圓用量隨製程微縮而增加

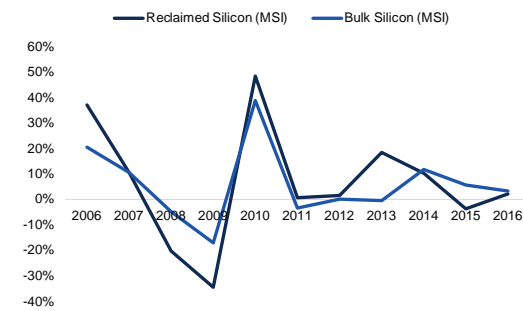
| | 65 nm | 28 nm | 5 nm | 2nm |
|-------------------|-------|-------|---------|---------|
| Prime Wafer (K) | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Reclaim Wafer (K) | 60 | 80 | 220-230 | 260-270 |

資料來源：公司資料、元大投顧

再生晶圓表現與晶圓廠稼動率高度相關

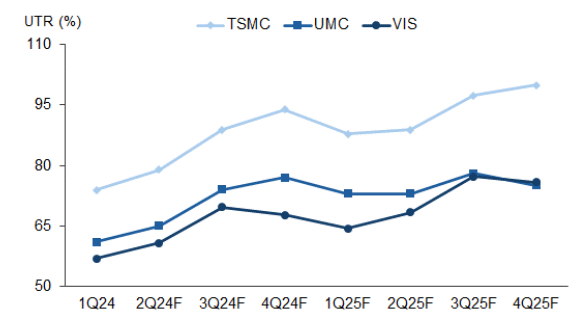
擋控片與在製程驗收、試產所扮演的角色極為重要，因此再生晶圓的需求會跟著下游晶圓廠產能利用率，其需求及拉貨趨勢與矽晶圓需求保持高度的一致性。根據 Semi 過去所統計的資料顯示，矽晶圓及再生晶圓需求年增率呈現高度相關，我們預期隨著下游晶圓代工以及記憶體大廠產能利用率逐漸攀升，再生晶圓營運將更進一步提升。

圖 13：矽晶圓/再生晶圓需求年增率高度相關



資料來源：Semi、元大投顧

圖 14：台系晶圓廠稼動率將於今年逐季回溫

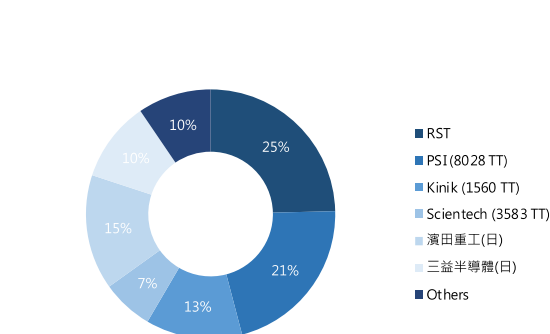


資料來源：元大投顧預估

全球產能集中於台灣、日本，廠商擴廠態度積極

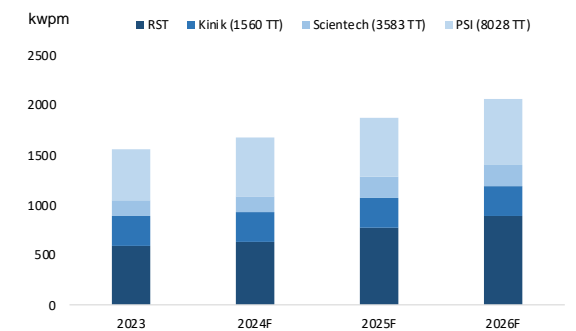
日系與台系廠商市佔率達約 8-9 成，再生晶圓廠需要跟晶圓代工廠密切合作，故產業地緣性非常明顯，據本中心預估，RST 市佔約達三成，整體日廠市占率約達 50%，而昇陽半、中砂、辛耘市佔約 40%。RST 目前 12 吋產能約 66 萬片/月，預計 2026 年擴產至 89 萬片/月；昇陽半目前新竹+台中廠產能約 51 萬片/月，規劃 2024、2026 年底產能分別達 59 萬片/月、66 萬片/月；辛耘 12 吋產能 16 萬片/月，預計 2025 年擴產至 21-22 萬片/月；中砂當前 12 吋產能 30 萬片/月、8 吋產能 15 萬片/月，擴產態度相對保守。

圖 15：再生晶圓廠商產能比重



資料來源：RST、元大投顧預估

圖 16：2024-26 年 RST、昇陽半擴廠態度相對積極



資料來源：公司資料、元大投顧

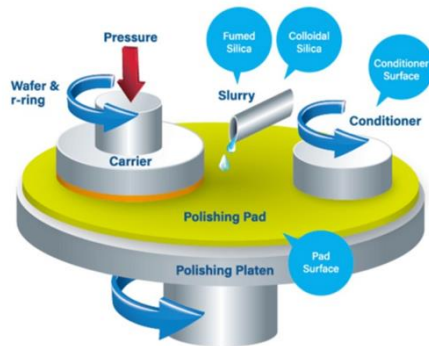
製程微縮大幅增加 CMP 步驟道數，帶動鑽石碟及 CMP 耗材用量提升

CMP 製程在研磨機台中的研磨墊上方注入研磨液進行研磨，目的是將晶圓上的介電層(Oxide Layer)與金屬層(Metal Layer)磨平，為了接下來的高解析度的微影製程，使晶圓全面平坦化以達到高品質的多層佈線，同時降低缺陷密度，使製程良率得以提升達到量產水準。

在矽晶圓進行 CMP 製程時，會將晶圓倒蓋在拋光墊上，鑽石碟在旁邊做修整的動作，功用為清理旁邊研磨下來的材料，以避免二次刮傷，另外因為研磨過程中溫度會上升，因此研磨墊會出現變質層，鑽石碟能夠將變質層研磨掉，使其保持研磨的品質，並延長拋光墊的壽命。

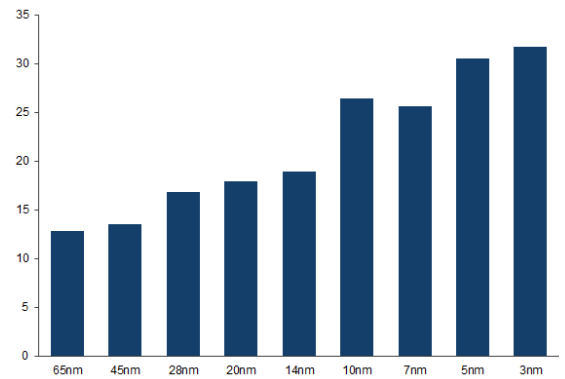
隨製程不斷微縮，CMP 為新電晶體構造與新封裝型態的重要製程，從 45nm 節點需求的十多層佈線，加倍至 7nm 節點的二十多層佈線。長期來看，隨製程持續微縮化，品質要求日漸提高，**CMP 步驟數將提升**，且每個機台對於研磨用到的化學品或零組件要求都有**客製化趨勢的需求**，將使打磨/研磨平坦化產值提升，帶動 CMP 設備與耗材需求增加。

圖 17：CMP 製程



資料來源：機械工業網、元大投顧

圖 18：先進製程演進推動 CMP 步驟數量提升



資料來源：公司資料、元大投顧

晶背供電將線路轉移至晶圓背面，改善晶片性能並減少訊號干擾

隨晶片堆疊層數增加，為了將電力從封裝傳輸至晶片中的晶體管，電子必須經由金屬導線和通孔，穿過 10-20 層堆疊才能為下方電晶體提供電源和數據訊號，然而越接近晶體管，寬線和通孔就越窄，電阻值因而上升，使電子在向下傳輸的過程，出現 IR 壓降現象，導致電力損失產生，此外電源線在佈線複雜的後段製程中(BEOL)，占用至少 20%的繞線資源，因此**晶背供電(Backside Power Delivery Network；BSPDN)**將線路轉移至晶片背面，**緩解 IR 降壓並大幅改善晶片性能**，幫助邏輯晶片持續微縮，也使下層金屬層間距更為寬鬆，減少 EUV 光刻次數，進而降低成本。

晶圓代工大廠如 Intel 宣布於 2024 年量產的 20A (2nm)晶片開始導入晶背供電技術(Powervia)，為客戶提供晶背供電技術服務；台積電則宣布於 2026 年量產的 N2P 製程採用晶背供電技術，將性能提高 10-12%，並將晶片面積減少 10-15%；三星則是預計於 2027 年將晶背供電技術用於 1.4nm 製程。

*IR 降壓：系統級電路中電壓下降和升高的一種表現，電壓提供不足或超過都會造成晶片無法正常運行。

獲利調整與股票評價

先進製程推升公司營運向上趨勢不變，目標本益比 35 倍

元大最新預估中砂 2025/26 年 EPS 分別為 8.75/13.27 元，係因 1Q25 及全年營收展望低於原先預期，且美系 IDM 廠進度落後，因此下修 2025 年營收 9%至 77.6 億元，毛利率預估年增 1.6 個百分點至 32.8%，預期產品組合好轉、高價砂晶棒消耗完畢有助毛利率改善。儘管短期營收展望低於預期，中長期趨勢正向，尤其看好公司隨著大客戶先進製程展望樂觀亦使營運動能更為強勁，其中鑽石碟、再生晶圓皆可望受惠更先進製程帶動內容價值提升、需求的成長，預估鑽石碟業務 2025/2026 年營收成長 17%/59%，再生晶圓營收年成長 9%/9%。

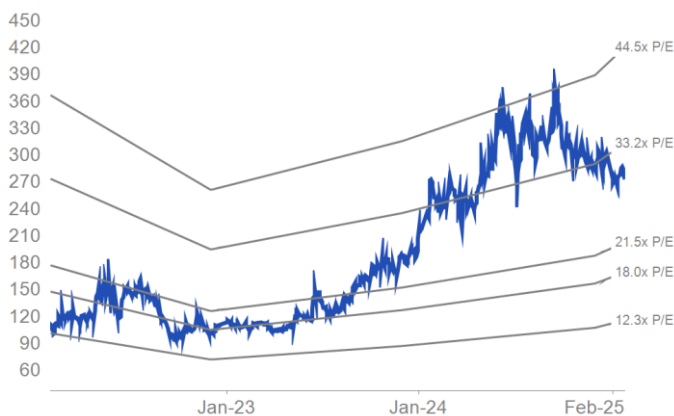
整體而言 2025-2026 年營運展望更趨樂觀，主要成長來自景氣全面復甦、AI/HPC/車用新興應用帶動半導體新材料的開發及內容價值提升、新產能挹注營運動能更為強勁。根據 2025/2026 年預估獲利換算本益比為 31/21 倍，落於歷史區間 12-50 倍之中緣，與國外同業平均本益比 31 倍為相同水準，反映市場看好 2025-2026 年先進製程趨勢推升公司中長期營運動能，主要成長來自內容價值、市佔率提升及公司為少數有機會受惠晶背供電技術之廠商，維持買進評等，評價基礎以 35 倍本益比、2025 年 EPS，推得目標價 315 元。

圖 19：2025 和 2026 年財務預估調整

| (百萬元) | 2025 估 | | 2026 估 | | 預估差異 | |
|-------------|--------|-------|--------|-----|--------|------|
| | 調整後 | 調整前 | 調整後 | 調整前 | 2025 | 2026 |
| 營業收入 | 7,755 | 8,520 | 9,692 | - | -9.0% | - |
| 營業毛利 | 2,544 | 2,832 | 3,359 | - | -10.2% | - |
| 營業利益 | 1,494 | 1,782 | 2,239 | - | -16.2% | - |
| 稅前利益 | 1,547 | 1,817 | 2,280 | - | -14.9% | - |
| 稅後淨利 | 1,292 | 1,555 | 1,959 | - | -16.9% | - |
| 調整後 EPS (元) | 8.75 | 10.71 | 13.27 | - | -18.3% | - |
| 重要比率 (%) | | | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 32.8% | 33.2% | 34.7% | - | -0.4 | - |
| 營業利益率 | 19.3% | 20.9% | 23.1% | - | -1.6 | - |
| 稅後純益率 | 16.7% | 18.3% | 20.2% | - | -1.6 | - |

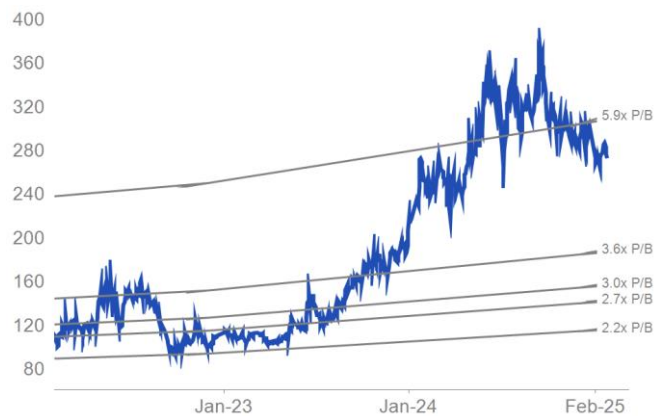
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 21：12 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 22：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(%) | | |
|-----------------|--------------|-----|---------|--------------|---------|--------|--------|--------|-------|------|---------------|------|-------|
| | | | | | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 |
| 中砂 | 1560 TT | 買進 | 273.5 | 1,209 | 7.10 | 8.75 | 13.27 | 38.5 | 31.3 | 20.6 | 22.1 | 19.8 | 50.5 |
| 國內 | | | | | | | | | | | | | |
| 昇陽半 | 8028 TT | 未評等 | 170.0 | 896 | 2.9 | 4.5 | -- | 58.6 | 37.8 | -- | 46.4 | 55.2 | -- |
| 辛耘 | 3583 TT | 未評等 | 356.0 | 873 | 11.9 | 18.2 | 21.4 | 30.0 | 19.6 | 16.7 | 46.8 | 53.1 | 17.4 |
| 環球晶 | 6488 TT | 買進 | 381.5 | 5,569 | 26.6 | 33.9 | -- | 14.4 | 11.2 | -- | 41.4 | 27.8 | -- |
| 台勝科 | 3532 TT | 未評等 | 96.3 | 1,140 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 合晶 | 6182 TT | 未評等 | 26.4 | 462 | 0 | 0.1 | -- | 878.3 | 527.0 | -- | 97.1 | 66.7 | -- |
| 國內平均 | | | | | 10.3 | 14.2 | 21.4 | 245.3 | 148.9 | 16.7 | 57.9 | 50.7 | 17.4 |
| 國外 | | | | | | | | | | | | | |
| RS Technologies | 3445.T | 未評等 | 3435.0 | 609 | 293.8 | 356.4 | 398.1 | 11.7 | 9.6 | 8.6 | 0.4 | 21.3 | 11.7 |
| Disco Corp | 6146.T | 未評等 | 41100.0 | 29,894 | 736.2 | 1135.4 | 1336.1 | 55.8 | 36.2 | 30.8 | 3.8 | 54.2 | 17.7 |
| 3M Co | MMM | 未評等 | 146.5 | 79,557 | 7.3 | 7.8 | 8.4 | 20.1 | 18.8 | 17.4 | -- | 7.2 | 8.0 |
| ShinEtsu | 4063.T | 未評等 | 4632.0 | 61,700 | 271.5 | 285.8 | 314.5 | 17.1 | 16.2 | 14.7 | -- | 5.3 | 10.0 |
| Sumco Corp | 3436.T | 未評等 | 1199.5 | 2,819 | 59.5 | 18.3 | 69.6 | 20.2 | 65.7 | 17.2 | -- | 69.3 | 281.0 |
| Siltronic | WAFGn.D E | 未評等 | 49.5 | 1,524 | 2.4 | 1.3 | 2.4 | 20.3 | 39.7 | 20.9 | 60.4 | 48.8 | 89.7 |
| 國外平均 | | | | | 228.5 | 300.8 | 354.9 | 24.2 | 31.0 | 18.3 | 21.5 | 34.3 | 69.7 |

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 23：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) | | |
|-----------------|--------------|-----|---------|--------------|------------|-------|------|--------|--------|--------|----------|------|------|
| | | | | | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 |
| 中砂 | 1560 TT | 買進 | 273.5 | 1,209 | 15.5 | 17.3 | 22.4 | 46.26 | 51.66 | 60.77 | 5.9 | 5.3 | 4.5 |
| 國內 | | | | | | | | | | | | | |
| 昇陽半 | 8028 TT | 未評等 | 170.0 | 896 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 辛耘 | 3583 TT | 未評等 | 356.0 | 873 | 21.5 | 27.0 | 26.8 | 60.9 | 73.7 | 87.0 | 5.9 | 4.8 | 4.1 |
| 環球晶 | 6488 TT | 買進 | 381.5 | 5,569 | 17.7 | 20.1 | -- | 160.4 | 185.6 | -- | 2.4 | 2.1 | -- |
| 台勝科 | 3532 TT | 未評等 | 96.3 | 1,140 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 合晶 | 6182 TT | 未評等 | 26.4 | 462 | 0.1 | 0.2 | -- | 26.2 | 26.3 | -- | 1.0 | 1.0 | -- |
| 國內平均 | | | | | 13.1 | 15.8 | 26.8 | 82.5 | 95.2 | 87.0 | 3.1 | 2.6 | 4.1 |
| 國外 | | | | | | | | | | | | | |
| RS Technologies | 3445.T | 未評等 | 3435.0 | 609 | 13.5 | 14.9 | 14.9 | 2377.3 | 2698.8 | 3064.3 | 1.4 | 1.3 | 1.1 |
| Disco Corp | 6146.T | 未評等 | 41100.0 | 29,894 | 21.9 | 27.9 | 27.2 | 3555.2 | 4410.7 | 5166.2 | 11.6 | 9.3 | 8.0 |
| 3M Co | MMM | 未評等 | 146.5 | 79,557 | 84.7 | 106.8 | 94.8 | 8.5 | 8.8 | 11.1 | 17.2 | 16.7 | 13.2 |
| ShinEtsu | 4063.T | 未評等 | 4632.0 | 61,700 | 13.5 | 13.0 | 13.5 | 2099.8 | 2314.5 | 2483.6 | 2.2 | 2.0 | 1.9 |
| Sumco Corp | 3436.T | 未評等 | 1199.5 | 2,819 | 3.7 | 0.6 | 3.7 | 1678.3 | 1678.1 | 1714.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| Siltronic | WAFGn.D E | 未評等 | 49.5 | 1,524 | 3.9 | 0.2 | 2.7 | 64.9 | 62.5 | 63.1 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 國外平均 | | | | | 23.5 | 27.2 | 26.1 | 1630.7 | 1862.3 | 2083.8 | 5.6 | 5.1 | 4.3 |

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 24：季度及年度簡明損益表 (合併)

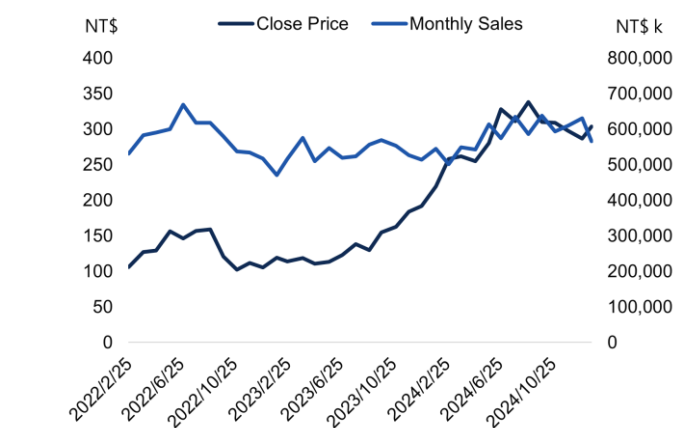
| (NT\$百萬元) | 1Q2024A | 2Q2024A | 3Q2024A | 4Q2024A | 1Q2025F | 2Q2025F | 3Q2025F | 4Q2025F | FY2024A | FY2025F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入 | 1,595 | 1,731 | 1,859 | 1,834 | 1,689 | 1,884 | 1,999 | 2,183 | 7,019 | 7,755 |
| 銷貨成本 | (1,079) | (1,184) | (1,300) | (1,268) | (1,177) | (1,271) | (1,326) | (1,437) | (4,832) | (5,211) |
| 營業毛利 | 516 | 547 | 559 | 566 | 512 | 613 | 673 | 747 | 2,188 | 2,544 |
| 營業費用 | (255) | (252) | (253) | (272) | (250) | (260) | (260) | (280) | (1,033) | (1,050) |
| 營業利益 | 261 | 294 | 305 | 294 | 262 | 353 | 413 | 467 | 1,155 | 1,494 |
| 業外利益 | 60 | 39 | 21 | 13 | 13 | 12 | 14 | 14 | 134 | 53 |
| 稅前純益 | 321 | 333 | 327 | 307 | 275 | 365 | 427 | 481 | 1,289 | 1,547 |
| 所得稅費用 | (52) | (74) | (42) | (68) | (43) | (81) | (55) | (106) | (236) | (285) |
| 少數股東權益 | 13 | 6 | (1) | 0 | 0 | (10) | (10) | (10) | 18 | (30) |
| 歸屬母公司稅後純益 | 257 | 254 | 285 | 239 | 232 | 294 | 382 | 385 | 1,035 | 1,292 |
| 調整後每股盈餘(NT\$) | 1.77 | 1.75 | 1.96 | 1.62 | 1.57 | 1.99 | 2.58 | 2.60 | 7.10 | 8.75 |
| 調整後加權平均股數(百萬股) | 144 | 144 | 144 | 144 | 144 | 144 | 144 | 144 | 144 | 144 |
| 重要比率 | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 32.4% | 31.6% | 30.1% | 30.9% | 30.3% | 32.5% | 33.7% | 34.2% | 31.2% | 32.8% |
| 營業利益率 | 16.4% | 17.0% | 16.4% | 16.0% | 15.5% | 18.7% | 20.7% | 21.4% | 16.5% | 19.3% |
| 稅前純益率 | 20.1% | 19.3% | 17.6% | 16.8% | 16.3% | 19.4% | 21.4% | 22.0% | 18.4% | 20.0% |
| 稅後純益率 | 16.1% | 14.7% | 15.4% | 13.0% | 13.7% | 15.6% | 19.1% | 17.6% | 14.7% | 16.7% |
| 有效所得稅率 | 16.2% | 22.1% | 12.9% | 22.1% | 15.6% | 22.2% | 12.9% | 22.0% | 18.3% | 18.4% |
| 季增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 0.1% | 8.5% | 7.4% | -1.4% | -7.9% | 11.5% | 6.1% | 9.2% | | |
| 營業利益 | -4.4% | 12.6% | 3.8% | -3.8% | -10.9% | 34.7% | 17.0% | 13.1% | | |
| 稅後純益 | 60.5% | -1.2% | 12.5% | -16.2% | -2.9% | 26.7% | 29.9% | 0.8% | | |
| 調整後每股盈餘 | 60.5% | -1.2% | 12.5% | -16.2% | -2.9% | 26.7% | 29.9% | 0.8% | | |
| 年增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 2.1% | 9.9% | 12.8% | 15.0% | 5.9% | 8.8% | 7.5% | 19.0% | 10.0% | 10.5% |
| 營業利益 | 24.1% | 30.6% | 9.1% | 7.5% | 0.2% | 20.0% | 35.2% | 58.8% | 16.8% | 29.4% |
| 稅後純益 | 43.6% | 14.6% | -2.3% | 49.4% | -9.6% | 15.9% | 33.9% | 61.1% | 22.1% | 19.8% |
| 調整後每股盈餘 | 43.6% | 14.6% | -2.3% | 49.4% | -9.6% | 15.9% | 33.9% | 61.1% | 22.1% | 19.8% |

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

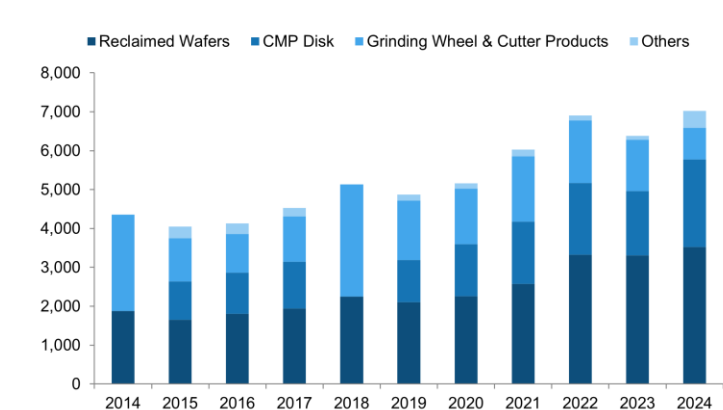
中國砂輪企業股份有限公司成立於 1964 年 7 月，總部位於台北鶯歌，主要從事生產及銷售砂輪、鑽石碟等研磨工具，並有晶圓再生業務。公司早期產品以應用於石材加工的傳統砂輪為主，後以鑽石碟產品切入半導體產業領域。目前為全球前三大的鑽石碟供應商及再生晶圓供應商。

圖 25：中砂股價與營收趨勢



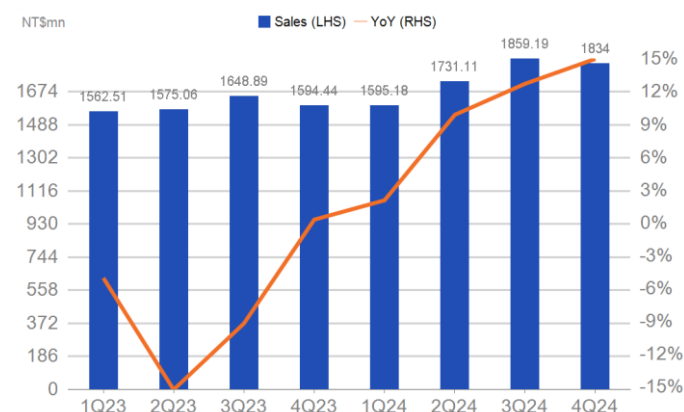
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 26：營收組成



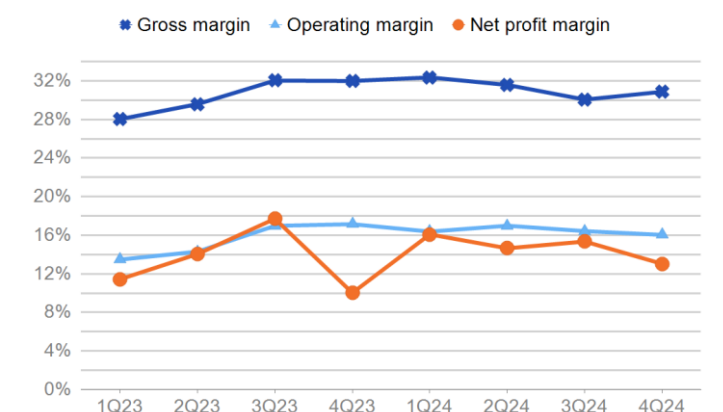
資料來源：公司資料

圖 27：營收趨勢



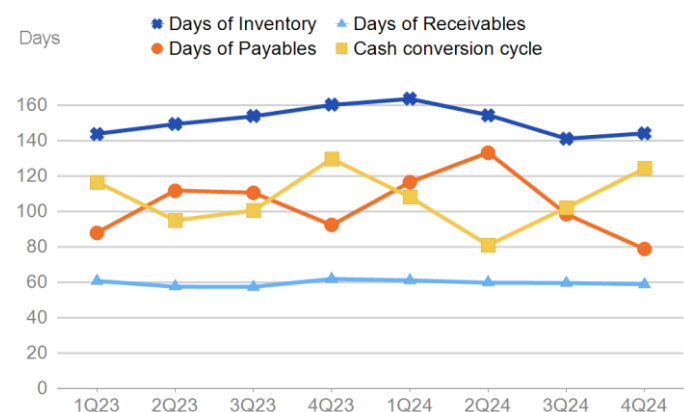
資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：毛利率、營益率、淨利率



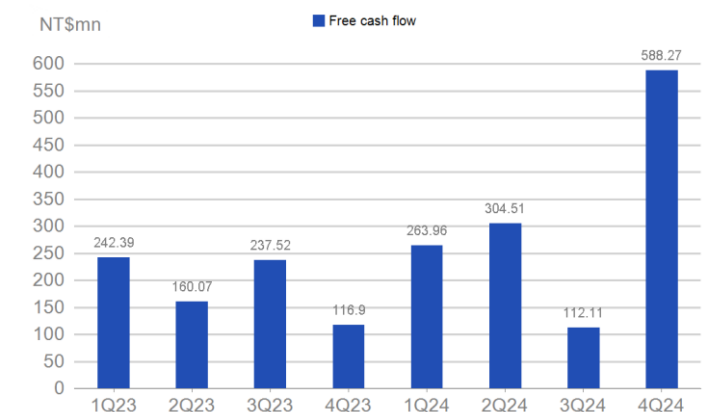
資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 30：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：** 中砂整體的 ESG 風險評級屬於中度風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略為落後的位置，但在機械設備行業中排名略為領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 中砂的整體曝險屬於中等水準，與機械設備行業的平均水準相當。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資本、產品管理及商業道德等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 中砂的整體曝險屬於中等水準，與機械設備行業的平均水準相當。公司較需要改善的 ESG 議題包含缺乏關鍵領域的政策和計劃。

圖 31：ESG 分析

| 分項 | 評分/評級 | |
|-----------------------|-------|---|
| ESG 總分 | 29.9 | |
| 在 ESG 議題上的曝險 (A) | 48.9 | |
| 個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B) | 40.5 | |
| 風險評級 | 中 | ★ |
| 同業排行(1~100，1 為最佳) | 55 | |

資料來源：Sustainalytics (2025/2/26)

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) |
|----------|-----------|------------|

資產負債表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 現金與短期投資 | 1,130 | 992 | 1,239 | 1,490 | 1,440 |
| 存貨 | 1,808 | 1,922 | 1,784 | 1,928 | 2,583 |
| 應收帳款及票據 | 1,090 | 1,078 | 1,230 | 1,320 | 1,867 |
| 其他流動資產 | 34 | 50 | 129 | 327 | 465 |
| 流動資產 | 4,062 | 4,042 | 4,382 | 5,064 | 6,355 |
| 採用權益法之投資 | 50 | 43 | 46 | 48 | 51 |
| 固定資產 | 4,559 | 4,239 | 4,130 | 3,972 | 3,759 |
| 無形資產 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 其他非流動資產 | 867 | 1,531 | 1,880 | 2,255 | 2,617 |
| 非流動資產 | 5,483 | 5,821 | 6,063 | 6,283 | 6,435 |
| 資產總額 | 9,545 | 9,863 | 10,445 | 11,348 | 12,790 |
| 應付帳款及票據 | 284 | 404 | 390 | 467 | 574 |
| 短期借款 | 100 | 955 | 955 | 955 | 955 |
| 什項負債 | 1,599 | 891 | 891 | 891 | 891 |
| 流動負債 | 1,983 | 2,251 | 2,236 | 2,313 | 2,421 |
| 長期借款 | 1,300 | 1,014 | 1,086 | 1,163 | 1,242 |
| 其他負債及準備 | 171 | 126 | 126 | 126 | 126 |
| 長期負債 | 1,471 | 1,140 | 1,212 | 1,288 | 1,368 |
| 負債總額 | 3,454 | 3,391 | 3,449 | 3,601 | 3,789 |
| 股本 | 1,437 | 1,449 | 1,449 | 1,449 | 1,449 |
| 資本公積 | 1,290 | 1,400 | 1,400 | 1,400 | 1,400 |
| 保留盈餘 | 3,049 | 3,334 | 3,789 | 4,515 | 5,778 |
| 什項權益 | (14) | (15) | 36 | 90 | 142 |
| 歸屬母公司之權益 | 5,762 | 6,168 | 6,675 | 7,454 | 8,769 |
| 非控制權益 | 329 | 304 | 322 | 292 | 232 |
| 股東權益總額 | 6,091 | 6,472 | 6,997 | 7,746 | 9,001 |

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 | 2024A | 2025F | 2026F |
|------------------------|---------|-------|-------|-------|---------|
| 本期純益 | 1,274 | 862 | 1,053 | 1,262 | 1,899 |
| 折舊及攤提 | 618 | 607 | 657 | 723 | 795 |
| 本期營運資金變動 | (398) | (36) | (28) | (157) | (1,095) |
| 其他營業資產 及負債變動 | 455 | (144) | (79) | (198) | (138) |
| 營運活動之現金流量 | 1,950 | 1,289 | 1,603 | 1,630 | 1,461 |
| 資本支出 | (192) | (532) | (548) | (565) | (582) |
| 本期長期投資變動 | (1) | (7) | (2) | (2) | (2) |
| 其他資產變動 | (293) | (398) | (349) | (375) | (362) |
| 投資活動之現金流量 | (485) | (937) | (900) | (943) | (946) |
| 股本變動 | 11 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 本期負債變動 | (1,900) | 69 | 72 | 76 | 80 |
| 現金增減資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付現金股利 | (400) | (576) | (580) | (566) | (697) |
| 其他調整數 | 14 | 6 | 51 | 54 | 52 |
| 融資活動之現金流量 | (2,275) | (489) | (456) | (436) | (565) |
| 匯率影響數 | 21 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 本期產生現金流量 | (790) | (138) | 247 | 251 | (50) |
| 自由現金流量 | 1,758 | 757 | 1,054 | 1,066 | 880 |

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 | 2024A | 2025F | 2026F |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入 | 6,908 | 6,381 | 7,019 | 7,755 | 9,692 |
| 銷貨成本 | (4,379) | (4,439) | (4,832) | (5,211) | (6,332) |
| 營業毛利 | 2,528 | 1,942 | 2,188 | 2,544 | 3,359 |
| 營業費用 | (1,098) | (953) | (1,033) | (1,050) | (1,120) |
| 推銷費用 | (635) | (501) | (533) | (608) | (648) |
| 研究費用 | (164) | (157) | (163) | (157) | (167) |
| 管理費用 | (302) | (296) | (337) | (289) | (308) |
| 其他費用 | 3 | 1 | 0 | 3 | 3 |
| 營業利益 | 1,431 | 989 | 1,155 | 1,494 | 2,239 |
| 利息收入 | 6 | 61 | 69 | 85 | 75 |
| 利息費用 | (39) | (43) | (43) | (40) | (40) |
| 利息收入淨額 | (33) | 18 | 26 | 45 | 35 |
| 投資利益(損失)淨額 | (6) | (7) | (23) | (5) | (5) |
| 匯兌損益 | 109 | 28 | 80 | 0 | 0 |
| 其他業外收入(支出)淨額 | 57 | 32 | 51 | 13 | 11 |
| 稅前純益 | 1,557 | 1,060 | 1,289 | 1,547 | 2,280 |
| 所得稅費用 | (283) | (198) | (236) | (285) | (381) |
| 少數股權淨利 | 27 | 10 | 18 | (30) | (60) |
| 歸屬母公司之稅後純益 | 1,247 | 852 | 1,035 | 1,292 | 1,959 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 2,215 | 1,710 | 498 | 771 | 1,444 |
| 調整後每股盈餘 (NT\$) | 8.71 | 5.87 | 7.10 | 8.75 | 13.27 |

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 | 2024A | 2025F | 2026F |
|----------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 年成長率 (%) | | | | | |
| 營業收入 | 14.6 | (7.6) | 10.0 | 10.5 | 25.0 |
| 營業利益 | 53.2 | (30.9) | 16.8 | 29.4 | 49.9 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 42.2 | (22.8) | (70.9) | 54.8 | 87.3 |
| 稅後純益 | 76.6 | (32.3) | 22.1 | 19.8 | 50.5 |
| 調整後每股盈餘 | 76.6 | (32.3) | 22.1 | 19.8 | 50.5 |
| 獲利能力分析 (%) | | | | | |
| 營業毛利率 | 36.6 | 30.4 | 31.2 | 32.8 | 34.7 |
| 營業利益率 | 20.7 | 15.5 | 16.5 | 19.3 | 23.1 |
| 稅前息前淨利率 | 22.0 | 16.0 | 16.5 | 19.3 | 23.1 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率 | 32.1 | 26.8 | 7.1 | 10.0 | 14.9 |
| 稅前純益率 | 22.6 | 16.6 | 18.4 | 20.0 | 23.5 |
| 稅後純益率 | 18.1 | 13.4 | 14.7 | 16.7 | 20.2 |
| 資產報酬率 | 12.9 | 8.9 | 10.1 | 11.1 | 14.9 |
| 股東權益報酬率 | 22.9 | 13.7 | 15.5 | 17.3 | 22.4 |
| 穩定/償債能力分析 | | | | | |
| 負債權益比 (%) | 56.7 | 52.4 | 49.3 | 46.5 | 42.1 |
| 淨負債權益比(%) | 4.4 | 15.1 | 11.5 | 8.1 | 8.4 |
| 利息保障倍數 (倍) | 40.6 | 25.8 | 30.8 | 39.7 | 58.0 |
| 流動比率 (%) | 204.8 | 179.6 | 195.9 | 218.9 | 262.5 |
| 速動比率 (%) | 112.4 | 92.7 | 116.2 | 135.6 | 155.8 |
| 淨負債 (NT\$百萬元) | 270 | 977 | 802 | 627 | 757 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 40.10 | 42.57 | 46.26 | 51.66 | 60.77 |
| 評價指標 (倍) | | | | | |
| 本益比 | 31.4 | 46.6 | 38.5 | 31.3 | 20.6 |
| 股價自由現金流量比 | 22.4 | 52.0 | 37.4 | 37.0 | 44.8 |
| 股價淨值比 | 6.8 | 6.4 | 5.9 | 5.3 | 4.5 |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨 | 17.8 | 23.0 | 79.1 | 51.1 | 27.3 |
| 股價營收比 | 5.7 | 6.2 | 5.6 | 5.1 | 4.1 |

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。

中砂 (1560 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 | 20240807 | 290.50 | 350 | 350 | 買進 | 陳娟娟 |
| 2 | 20240920 | 325.50 | 350 | 350 | 買進 | 陳娟娟 |
| 3 | 20241030 | 323.50 | 375 | 375 | 買進 | 陳娟娟 |

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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2025 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

© {2025} 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>.