

研究員：吳健鈺 A51755@cim.capital.com.tw

前日收盤價 331.00 元

目標價

3 個月 407.00 元

12 個月 407.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

09/18/2024 Trading Buy 370.5

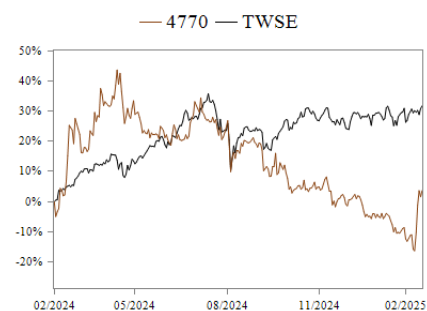
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	800
市值(億元)	265
目前每股淨值(元)	99.37
外資持股比(%)	10.44
投信持股比(%)	1.41
董監持股比(%)	25.13
融資餘額(張)	2,044
現金股息配發率(F)(%)	53.89

產品組合



股價相對大盤走勢



上品(4770 TT)

Buy

2025 年業績穩定成長谷底已過

投資建議：基於(1)1H25 主要動能來自台灣市場，隨半導體先進製程產能增加成長，毛利率維持穩定在四成以上。(2)美國市場 1H25 成長，Intel 狀況好轉有助於上品業績表現。(3)預估 2025 年 EPS+23.96 元為評價基礎，建議 PER 17X，目標價 407 元。

1H25 隨 2nm 建廠進度成長，台灣市場為主要成長動能：

2024 在手訂單約 46 億元，1H25 保持穩定成長。1Q25 預期營收與 4Q24 相當，毛利率上升由於台灣營收佔比提高，台灣主要客戶新廠可填補中國業績下滑缺口，2H25 電子化學品廠商在地化等新需求貢獻，帶動業績穩定成長。

2025 年台灣市場為主要成長動力，2nm 製程擴建計畫帶動化學品和內襯設備的需求上升，理論上可以提升毛利率。然而 T 公司會要求供應鏈保持價格競爭力。因此即便需求量增加，仍需在價格上保持競爭力。

美國 1H25 穩定回升，中國市場影響淡化：

美國市場記憶體廠訂單回升帶動業績成長，1H25 公司參與 DRAM 廠大型建案，電子級化學品設備的需求增加，2H25 則取決於大型建廠專案的進度和是否能夠順利推進。

中國毛利率低 3-4%，競爭主要集中在電子級化學品領域，大量本土廠商湧現內卷嚴重，2H24 至 2025 年初上品在中國的毛利率可能下降。隨著市場洗牌，電子級化學品需求將更加集中。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
營業收入淨額	6,457	7,009	7,270	861	763	896	1,038	1,136	1,384	1,593	1,530	1,631
營業毛利淨額	2,622	2,940	3,057	341	341	377	451	489	577	709	715	764
營業利益	2,003	2,274	2,386	268	241	279	346	329	424	564	545	599
稅後純益	1,695	1,917	2,011	223	192	209	278	287	359	444	467	505
稅後 EPS(元)	21.19	23.96	25.13	2.79	2.40	2.62	3.47	3.59	4.49	5.55	5.84	6.32
毛利率(%)	40.60%	41.95%	42.05%	39.59%	44.62%	42.00%	43.42%	43.05%	41.71%	44.54%	46.71%	46.83%
營業利益率(%)	31.02%	32.44%	32.82%	31.11%	31.59%	31.10%	33.30%	28.94%	30.66%	35.40%	35.64%	36.71%
稅後純益率(%)	26.25%	27.35%	27.66%	25.92%	25.12%	23.34%	26.78%	25.30%	25.97%	27.88%	30.52%	30.99%
營業收入 YoY/QoQ(%)	13.44%	8.54%	3.72%	30.47%	-11.32%	17.41%	15.77%	9.48%	21.84%	15.07%	-3.94%	6.57%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	0.72%	13.08%	4.89%	109.13%	-14.05%	9.11%	32.80%	3.43%	25.07%	23.57%	5.15%	8.21%

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 8.00 億元計算。

2025 年 2 月 19 日

ESG：

上品制定多項 ESG 目標，並逐年強化執行。2023 年，公司透過智能化水資源管理系統，節省超過 27,300 噸的水，並在節能方面減少 184 萬度的電力消耗。公司同時推動自發自用的太陽能發電計劃，預計 2024 年將建設 252kW 的太陽能系統，並在 2025 年進一步擴大其太陽能自發電的使用比例。

上品公司簡介：

上品專注於鐵氟龍內襯設備的生產與加工，產品線涵蓋鐵氟龍內襯設備、管件及應用材料等，2Q24 鐵氟龍內襯設備的營收占比達 69.4%，管件占 7.1%，其他應用材料占 13.8%，工程收入占 9.7%。

營收來自台灣 34.6%、中國 40.5%、美國 24.5%。半導體產業是上品的核心客戶，占總營收的 88.1%，其次為化工產業占 10.5%，並逐漸擴展至更多電子級化學品及半導體封裝應用。

1H25 隨 2nm 建廠進度成長，台灣市場為主要成長動能：

2H24 台灣廠稼動率 2Q-3Q 接近滿載，預計 4Q 達 90% 以上。中國嘉興廠 3Q 滿載，4Q 稼動率約為 90%，現有產能將通過調整班次和擴大運作時數以應對需求。

2024 在手訂單約 46 億元，1H25 保持穩定成長。1Q25 預期營收與 4Q24 相當，毛利率上升由於台灣營收佔比提高，台灣主要客戶新廠可填補中國業績下滑缺口，2H25 電子化學品廠商在地化等新需求貢獻，帶動業績穩定成長。

2025 年台灣市場為主要成長動力，2nm 製程擴建計畫帶動化學品和內襯設備的需求上升，理論上可以提升毛利率。然而 T 公司會要求供應鏈保持價格競爭力。因此即便需求量增加，仍需在價格上保持競爭力。

根據市場預測，全球半導體晶圓產能在 2024 年與 2025 年將分別增長 6% 與 7%，受益於全球半導體產能的擴張，尤其是台灣 2nm 製程擴產將帶來大量需求，為營收主要成長動能，毛利率方面預期維持在 40% 以上。

另外，美國市場在記憶體廠的訂單回升後，DRAM 設備需求增加預計，1H25。中國市場競爭激烈，毛利率比台灣市場低 3-4%，隨著產業洗牌過後，高品質 PFA 供應鏈仍可維持穩定獲利。

台灣市場為主要成長動能，整體毛利率維持高檔：

台灣市場在 2025 年將成為公司最重要的成長動力，2nm 製程擴建計畫，預計會帶動化學品和內襯設備的需求上升。2nm 製程品質要求更高，隨著建廠進度推進，需求量在 2025 年將進一步上升。

2nm 製程將帶來大量高端需求，理論上可以提升毛利率。然而 T 公司作為主要客戶，成本控制非常嚴格，並且會要求供應鏈保持價格競爭力。因此，即便需求量增加，公司也不能過於樂觀，仍需在價格上保持競爭力。

美國市場 1H25 穩定回升：

美國市場在 2024 年已經顯現復甦跡象，記憶體廠訂單回升帶動業績成長。1H25 公司參與 DRAM 廠大型建案，電子級化學品設備的需求增加，2H25 則取決於大型建廠專案的進度和是否能夠順利推進。

中國 PFA 市場競爭激烈，2H24-2025 持續洗牌：

中國市場毛利率比台灣市場低 3-4%，競爭主要集中在電子級化學品領域，隨著大量本土廠商的湧現，市場內卷嚴重。2H24 至 2025 年初，由於中國本土廠商進入市場，上品在中國的毛利率可能進一步下降。儘管如此，預計隨著 2025 年市場的洗牌，電子級化學品需求將更加集中於具備技術實力的廠商。

投資建議：基於(1)1H25 主要動能來自台灣市場，隨半導體先進製程產能增加成長，毛利率維持穩定在四成以上。(2)美國市場 1H25 成長，Intel 狀況好轉有助於上品業績表現。(3)預估 2025 年 EPS+23.96 元為評價基礎，建議 PER 17X，目標價 407 元。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 2 月 19 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	9,529	9,970	11,381	12,676	14,007
流動資產	7,667	8,101	8,615	9,653	9,401
現金及約當現金	3,365	3,363	3,676	4,065	3,983
應收帳款與票據	1,734	1,972	1,676	2,377	1,865
存貨	2,037	2,425	2,391	2,868	2,622
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	1,706	1,725	1,611	1,520	1,433
負債總計	2,799	2,527	3,150	3,442	3,795
流動負債	2,325	2,007	2,330	2,569	2,491
應付帳款及票據	552	441	793	512	843
非流動負債	473	521	468	801	902
權益總計	6,730	7,443	8,231	9,234	10,212
普通股股本	790	798	798	798	798
保留盈餘	3,939	4,680	5,468	6,472	7,449
母公司業主權益	6,730	7,443	8,230	9,234	10,211
負債及權益總計	9,529	9,970	11,381	12,676	14,007

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	6,138	5,692	6,457	7,009	7,270
營業成本	3,373	3,048	3,836	4,069	4,213
營業毛利淨額	2,765	2,644	2,622	2,940	3,057
營業費用	633	641	619	667	671
營業利益	2,132	2,003	2,003	2,274	2,386
EBITDA	2,273	2,199	2,100	2,156	2,143
業外收入及支出	19	23	101	96	100
稅前純益	2,182	2,081	2,105	2,370	2,486
所得稅	406	398	409	453	475
稅後純益	1,776	1,683	1,695	1,917	2,011
稅後 EPS(元)	22.20	21.04	21.19	23.96	25.13
完全稀釋 EPS**	22.20	21.04	21.19	23.96	25.13

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 8.00【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 8.00 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	60.11%	-7.26%	13.44%	8.54%	3.72%
營業毛利淨額	66.90%	-4.39%	-0.84%	12.15%	3.96%
營業利益	78.55%	-6.06%	0.01%	13.52%	4.94%
稅後純益	83.80%	-5.22%	0.72%	13.08%	4.89%

獲利能力分析(%)

毛利率	45.05%	46.45%	40.60%	41.95%	42.05%
EBITDA(%)	37.03%	38.63%	32.52%	30.76%	29.48%
營益率	34.74%	35.19%	31.02%	32.44%	32.82%
稅後純益率	28.93%	29.57%	26.25%	27.35%	27.66%
總資產報酬率	18.64%	16.88%	14.90%	15.12%	14.36%
股東權益報酬率	26.39%	22.62%	20.60%	20.76%	19.69%

償債能力檢視

負債比率(%)	29.37%	25.35%	27.68%	27.15%	27.10%
負債/淨值比(%)	41.58%	33.96%	38.27%	37.28%	37.16%
流動比率(%)	329.71%	403.70%	369.70%	375.70%	377.44%

其他比率分析

存貨天數	184.94	267.15	229.16	235.93	237.84
應收帳款天數	82.16	118.80	103.10	105.54	106.50

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	875	829	2,363	2,091	2,703
稅前純益	2,182	2,081	2,105	2,370	2,486
折舊及攤銷	118	168	135	131	125
營運資金變動	-1,287	-736	681	-1,458	1,089
其他營運現金	-138	-684	-558	1,048	-997
投資活動現金	-456	-6	-1,293	-613	-1,930
資本支出淨額	-381	-189	-283	-265	-261
長期投資變動	55	5	0	0	0
其他投資現金	-131	179	-1,010	-348	-1,670
籌資活動現金	-791	-846	-756	-1,089	-854
長借/公司債變動	-128	88	-53	333	100
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-628	-948	-907	-914	-1,033
其他籌資現金	-34	15	204	-509	78
淨現金流量	-355	-3	313	389	-81
期初現金	3,720	3,365	3,363	3,676	4,065
期末現金	3,365	3,363	3,676	4,065	3,983

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 19 日

季度損益表

(百萬元)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
營業收入淨額	660	861	763	896	1,038	1,136	1,384	1,593	1,530	1,631	1,704	1,465
營業成本	457	520	423	520	587	647	807	884	815	867	915	819
營業毛利淨額	203	341	341	377	451	489	577	709	715	764	789	646
營業費用	72	73	100	98	105	160	153	146	169	165	154	161
營業利益	131	268	241	279	346	329	424	564	545	599	635	484
業外收入及支出	-11	-10	-5	-9	-4	12	21	-1	31	-1	17	9
稅前純益	120	258	236	269	341	341	445	563	576	598	652	494
所得稅	13	35	44	60	63	54	86	119	109	92	114	118
稅後純益	107	223	192	209	278	287	359	444	467	505	538	376
最新股本	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800
稅後EPS(元)	1.33	2.79	2.40	2.62	3.47	3.59	4.49	5.55	5.84	6.32	6.73	4.70

獲利能力(%)

毛利率(%)	30.72%	39.59%	44.62%	42.00%	43.42%	43.05%	41.71%	44.54%	46.71%	46.83%	46.32%	44.07%
營業利益率(%)	19.82%	31.11%	31.59%	31.10%	33.30%	28.94%	30.66%	35.40%	35.64%	36.71%	37.26%	33.05%
稅後純益率(%)	16.17%	25.92%	25.12%	23.34%	26.78%	25.30%	25.97%	27.88%	30.52%	30.99%	31.58%	25.64%

QoQ(%)

營業收入淨額	-4.73%	30.47%	-11.32%	17.41%	15.77%	9.48%	21.84%	15.07%	-3.94%	6.57%	4.50%	-14.03%
營業利益	-40.28%	104.80%	-9.95%	15.58%	23.95%	-4.86%	29.10%	32.85%	-3.28%	9.78%	6.05%	-23.75%
稅前純益	-39.04%	115.43%	-8.36%	14.10%	26.68%	-0.10%	30.59%	26.34%	2.39%	3.72%	9.15%	-24.33%
稅後純益	-31.38%	109.13%	-14.05%	9.11%	32.80%	3.43%	25.07%	23.57%	5.15%	8.21%	6.50%	-30.21%

YoY(%)

營業收入淨額	N.A	N.A	82.94%	29.41%	57.26%	31.96%	81.31%	77.71%	47.45%	43.53%	23.10%	-8.04%
營業利益	N.A	N.A	380.85%	27.29%	164.20%	22.74%	75.97%	102.26%	57.83%	82.10%	49.59%	-14.14%
稅前純益	N.A	N.A	312.86%	37.31%	185.35%	32.33%	88.57%	108.81%	68.77%	75.23%	46.46%	-12.28%
稅後純益	N.A	N.A	366.81%	34.57%	160.44%	28.81%	87.44%	112.27%	68.07%	75.83%	49.73%	-15.43%

註1：稅後EPS以股本8.00億元計算

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。