

傳產2Q25年展望—— 戰事已經進入尾端 產業趨勢拐點將至

- 原物料散裝及鋼鐵產業兼具基本面及題材面
- 順水推舟的永續水資源政策
- 國防預算持續增加有利航太軍工
- 台積電供應鏈在地化商機

研究部
03/25/2025

群益投顧



2Q25傳產投資主軸

產業	主軸	重點個股
原物料	俄烏戰爭將至尾聲，下半年原物料需求持續回溫，散裝及鋼鐵產業兼具基本面及題材面	裕民(2606 TT)、新興(2605 TT)、中航(2612 TT)、中鋼(2002 TT)、中鴻(2014)、大成鋼(2027)、允強(2034 TT)。
水資源	順水推舟的永續水資源政策	國統(8936 TT)、雲豹能源(6869 TT)。
航太軍工	國防預算持續增加有利航太軍工	亞航(2630 TT)、長榮航太(2645 TT)、豐達科(3004 TT)、JPP-KY(5284 TT)、漢翔(2634 TT)。
半導體特化	台積電供應鏈在地化商機	新應材(4749 TT)、上品(4770 TT)、東聯(1710 TT)。

散裝產業展望

--市場運力受限，運價逐步墊高

群益投顧



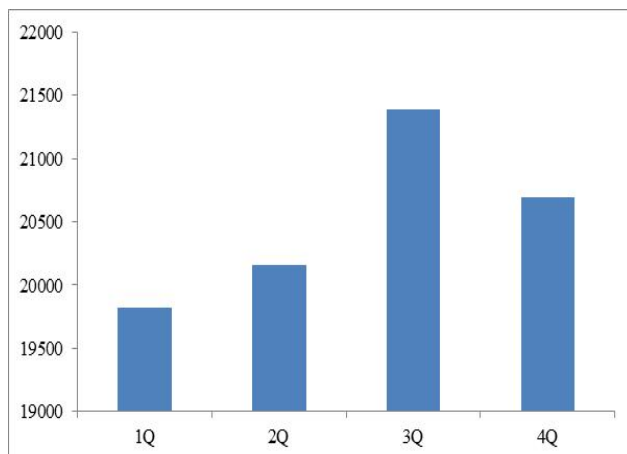
簡報大綱

- 供給面：新增訂單增速維持低檔、環保法規趨嚴提高拆船意願及降低船速，將成為散裝產業向上周期的主要驅動來源
- 需求面：俄烏停戰後重建對於散裝市場屬於中長期利多
- 各類船型中，看好海岬型船舶運價表現
- 重點股：裕民(2606 TT)、新興(2605 TT)、中航(2612 TT)

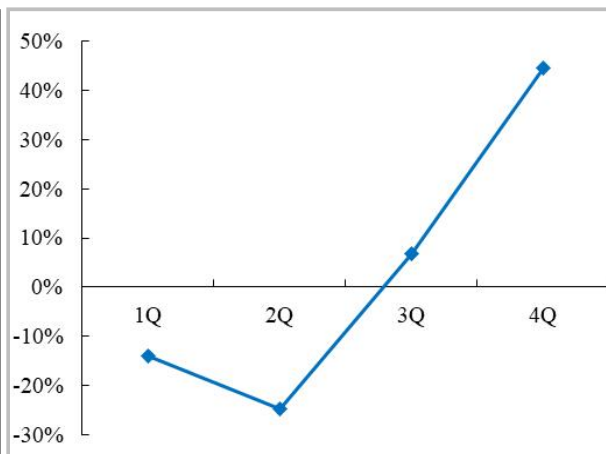
下半年進入傳統需求旺季

- 觀察歷年來中國鐵礦砂平均季度進口量分布，1Q向來為進口需求淡季，2H開始進口量逐漸回溫。
- 美國為全球主要穀物出口國，按其往年四季穀物出口量分布的狀況來看，穀物平均出口量QoQ通常於下半年回升。

中國鐵礦砂季度平均進口量分布



美國穀物出口QoQ



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

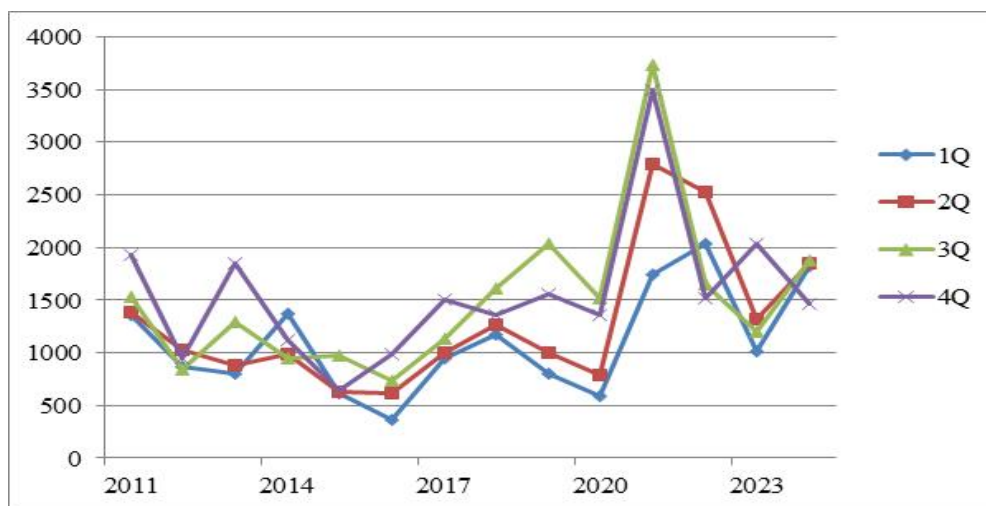
5

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

1Q25有望為運價谷底

- 觀察歷史BDI指數走勢，2H通常為鐵礦砂出貨旺季，帶動運價表現優於1H。
- 1Q25海岬型船舶運價一度跌破航商現金成本，過低的租金水準通常持續時間不會太久。

BDI指數四季度走勢



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

6

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海



◆ 烏克蘭可停靠大船的港口有限，倘若重建規模較大的話，由小船運送鋼材的可能性較高，鋼材需求回升亦有利於鐵礦砂需求提升，故重建商機對於整體散裝市場需求具有正面效益。

◆ 戰爭導致他國對俄羅斯制裁→煤炭貿易型態的改變讓航程運距拉長，停戰後若制裁解除，俄羅斯恢復正常的煤炭出口路線，則運距可能因而縮短。

◆ 烏克蘭為穀物主要出口國，戰後烏克蘭穀物輸出逐漸恢復，故停戰後對於穀物貿易需求的刺激有限。

烏克蘭重建需求評估

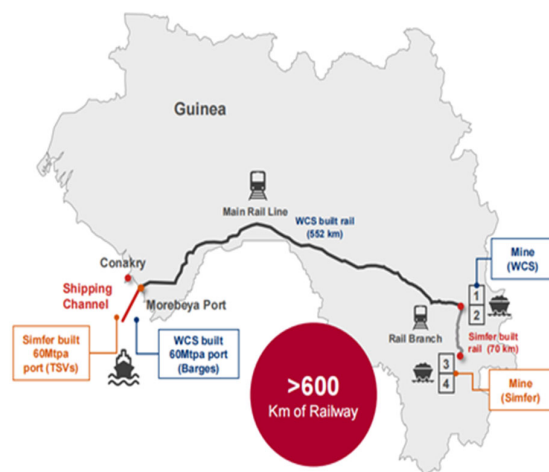
- 根據烏克蘭政府、世界銀行集團及歐盟委員會、聯合國等組織共同發布的報告顯示，烏克蘭未來十年的復甦及重建總成本預計達5,240億美元。
- 若以投入固定資產所需資金占整體資金比重5%~40%、以及重建所需時間約3~10年等假設條件估算，則重建所需鐵礦砂占散裝整體貿易需求比重約0.3%~1.9%。

重建時間/建設資金比重	5%	10%	20%	30%	40%
3年	0.5%	1.0%	1.9%	2.9%	3.9%
5年	0.3%	0.6%	1.2%	1.8%	2.3%
8年	0.2%	0.4%	0.7%	1.1%	1.5%
10年	0.1%	0.3%	0.6%	0.9%	1.2%

中國企業與力拓(Tinto)於西非合資開發的西芒度鐵礦項目有望於4Q25年開始產出，預計於2028年1.2億噸的產能有望全能開出。

西芒度鐵礦項目未來應用途徑可能有二：

1. 取代中國境內品位較低的鐵礦砂：西芒度鐵礦為高品位鐵礦，若透過進口鐵礦取代中國境內鐵礦，則相當於市場需要新增170艘海岬型船舶。
2. 降低對於澳洲鐵礦依賴程度：中非運輸路程較中澳遠，可望進一步消耗市場運力，有利運價表現。



資料來源：群益投顧彙整

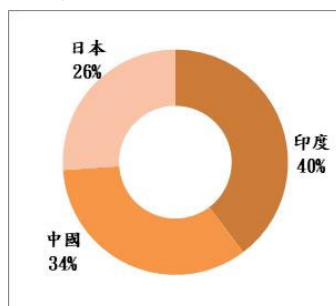
群益投顧

9

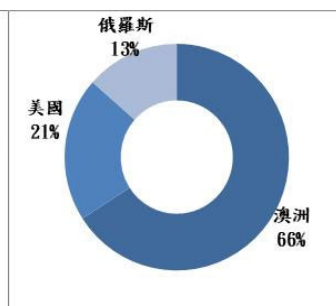
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美中關稅影響

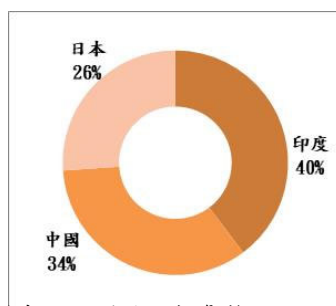
煉焦煤主要進口國



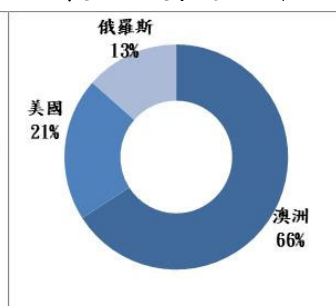
煉焦煤主要出口國



穀物主要進口國



穀物主要進口國



- 美國為煉焦煤第二大及穀物第二大出口國
- 美中關稅對於散裝市場影響較大者在於中國可能降低自美國進口煉焦煤及穀物，改由其他國家進口，進而拉長運輸距離。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

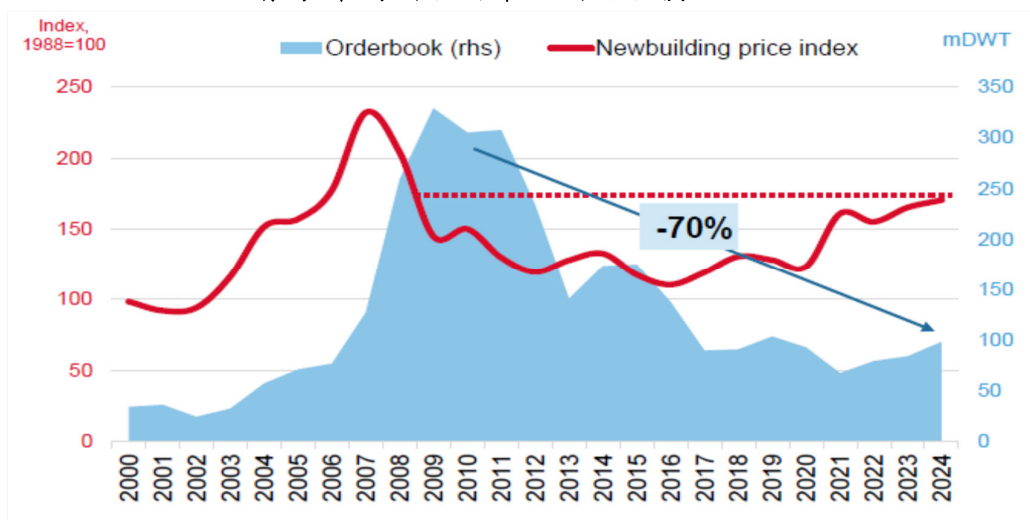
10

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

供給面將成為推升運價向上的動力

- 新造船價高+因應環保法規船型尚未底定→航商不願積極下新船訂單→未來2~3年內市場新增運力有限。

散裝市場新船訂單及新造船價格指數



資料來源：裕民法說簡報，群益投顧彙整

群益投顧

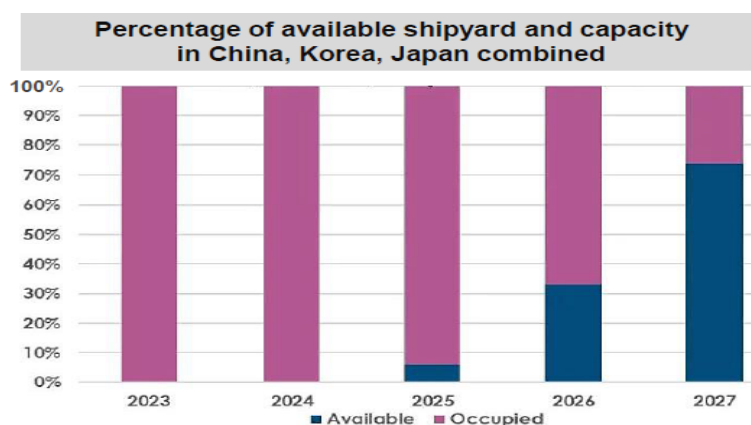
11

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

散裝市場三年內出現運力大幅增長機率不高

- 2024~2025年造船廠產能幾乎處於滿載狀態，訂單以LNG、LPG及貨櫃船為主。
- 目前平均交船期約3~4年，在散裝新船訂單仍低的情況下，顯示未來三年內散裝市場新增運力出現大幅增長的機率較低。

造船廠產能滿載



資料來源：裕民法說簡報，群益投顧彙整

群益投顧

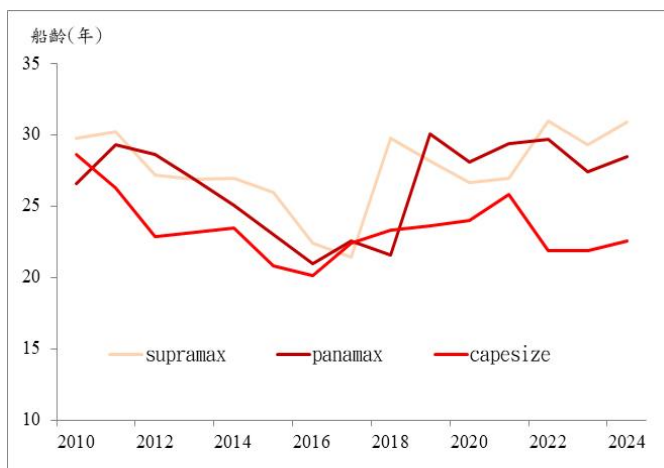
12

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

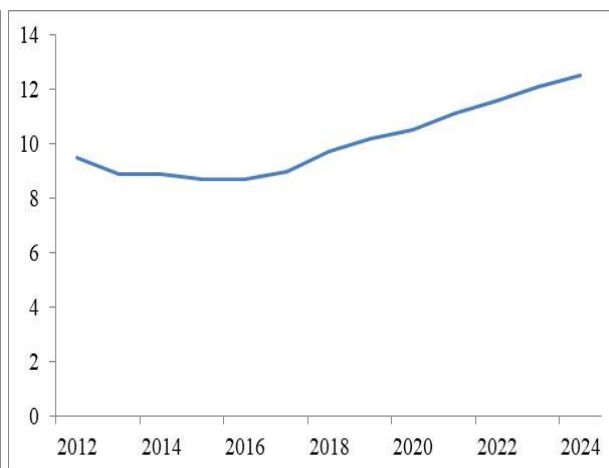
近年來大船拆船船齡略有降低

- 近年來大船在環保法規趨嚴之下，拆船船齡持續下降。
- 新船下水減少→平均船齡逐年增加。

散裝市場拆船船齡



散裝船平均船齡

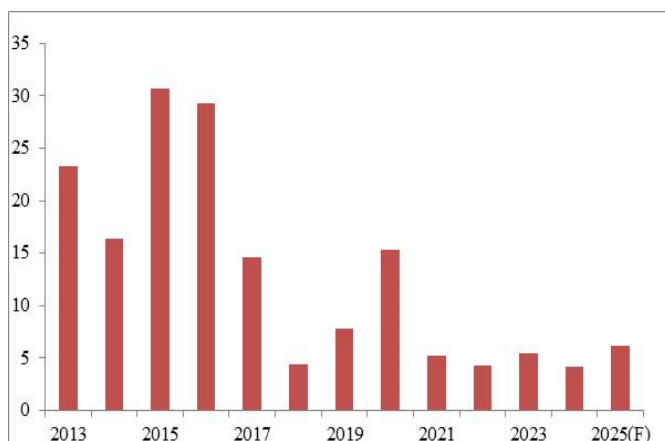


資料來源：群益投顧彙整

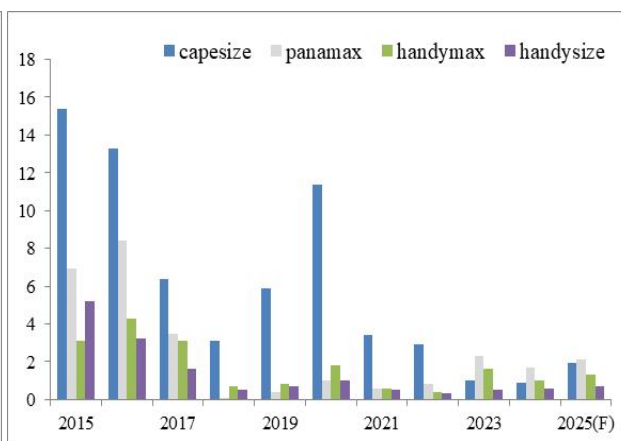
大船拆船量有望回升

- 往年散裝拆船量大約於2015~2016年達到高峰。
- 海岬型船舶2025年拆船量呈現回升。

市場拆船量(百萬噸)



各船型拆船量(百萬噸)

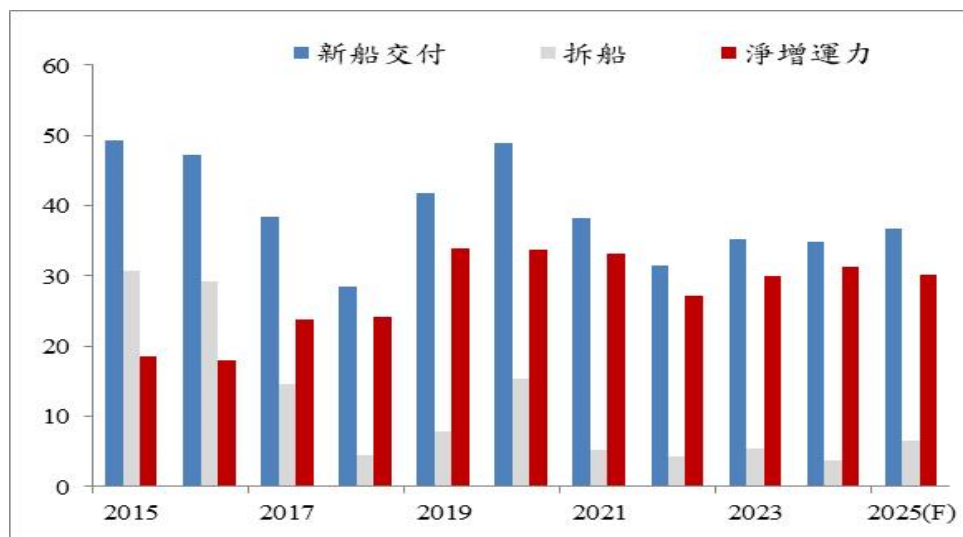


資料來源：群益投顧彙整

2025年市場淨增運力

- 2025年散裝市場淨增運力將較2024年略呈下滑，主要受惠於海岬型船舶新增運力的減少。

散裝市場淨增運力變化



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

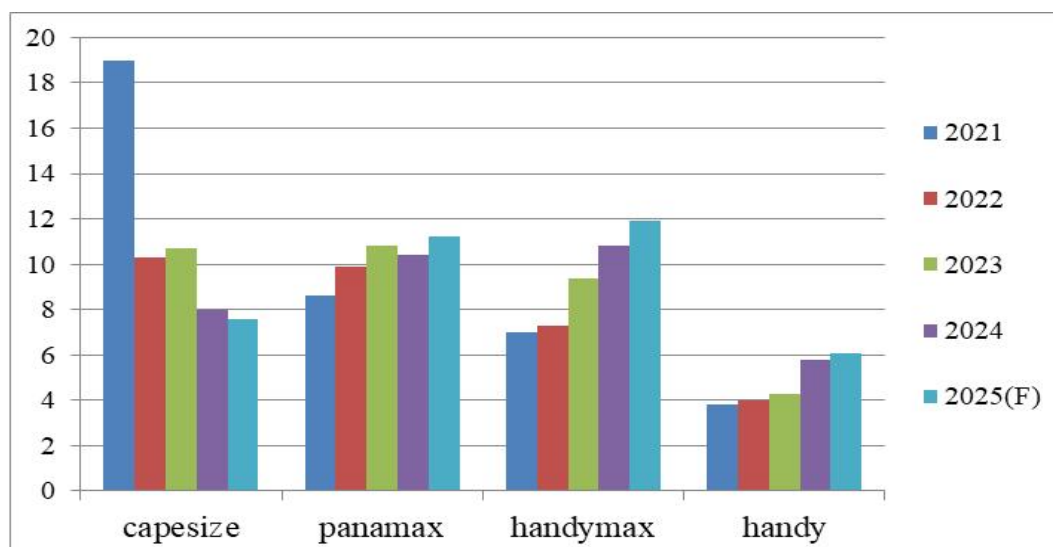
15

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

海岬型船舶新增運力持續下滑

- 近年來海岬型船舶新增運力顯著下滑，中小型船舶新增運力則略有提升。

各船型運力變化(單位:百萬載重噸)



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

16

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海



海岬型船舶運價走勢有望
優於其他船型

新船下
水較少

拆船船
齡較低

非洲鐵
礦項目
帶來新
增需求

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

17

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

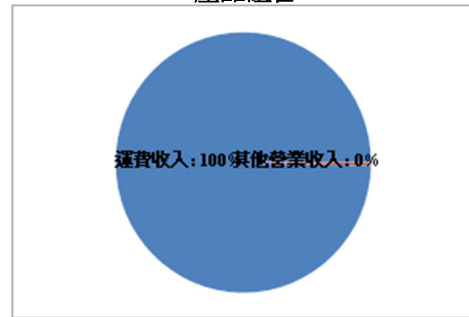
結論

- 供給面：新增訂單增速維持低檔、環保法規趨嚴提高拆船意願及降低船速，將成為散裝產業向上周期的主要驅動來源。
- 需求面：有利市場運力去化；俄烏停戰後重建對於散裝市場屬於中長期利多。
- 2025年市場淨增運力有限。
- 各類船型中，看好海岬型船舶運價表現。
- 重點股:裕民(2606 TT)、新興(2605 TT)、中航(2612 TT)

重點股：裕民(2606 TT)

- 公司海岬型船舶比重約三成，2024年受惠於新船下水及運價上漲，稅後獲利46.81億元，稅後EPS 5.54元。
- 預估裕民2025年稅後獲利45.35億元，稅後EPS 5.37元。

產品組合



單位：百萬元	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	16,343	17,214	17,705	3,970	3,845	4,164	4,469	3,865	3,650	4,359	4,580	4,625
營業毛利淨額	5,221	5,333	5,821	1,178	1,052	1,280	1,763	1,126	711	1,392	1,593	1,638
營業利益	4,485	4,558	5,025	968	887	1,021	1,588	989	546	1,196	1,387	1,429
稅後純益	4,681	4,535	4,945	882	988	1,214	1,556	923	498	1,145	1,514	1,378
稅後EPS(元)	5.54	5.37	5.85	1.04	1.17	1.44	1.84	1.09	0.59	1.35	1.79	1.63
毛利率(%)	31.95%	30.98%	32.88%	29.67%	27.37%	30.74%	39.46%	29.12%	19.47%	31.92%	34.78%	35.41%
營業利益率(%)	27.44%	26.48%	28.38%	24.38%	23.06%	24.52%	35.53%	25.60%	14.97%	27.42%	30.28%	30.91%
稅後純益率(%)	28.65%	26.35%	27.93%	22.22%	25.70%	29.15%	34.83%	23.89%	13.65%	26.26%	33.06%	29.79%
營業收入YoY/QoQ(%)	13.68%	5.33%	2.86%	1.76%	-3.13%	8.28%	7.32%	-13.51%	-5.57%	19.45%	5.06%	0.98%
稅後純益YoY/QoQ(%)	70.92%	-3.13%	9.04%	15.40%	12.03%	22.82%	28.22%	-40.67%	-46.03%	129.74%	32.25%	-9.03%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本84.51億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

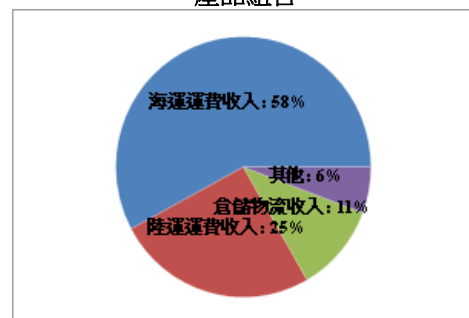
19

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

重點股：中航(2612 TT)

- 4Q24認列海岬型船舶出售利益，2024年稅後獲利YoY+208.47%，稅後EPS 5.13元。
- 業外無售船收益下，預估中航2025年稅後獲利6.41億元，稅後EPS 3.24元。

產品組合



單位：百萬元	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	4,638	5,083	5,206	1,060	1,016	1,128	1,221	1,273	1,242	1,253	1,277	1,310
營業毛利淨額	1,185	1,385	1,516	243	230	270	313	372	319	333	350	383
營業利益	693	886	1,018	121	110	155	199	229	196	210	225	255
稅後純益	1,013	641	753	40	128	183	117	584	138	150	163	189
稅後EPS(元)	5.13	3.24	3.81	0.20	0.65	0.93	0.59	2.96	0.70	0.76	0.83	0.96
毛利率(%)	25.54%	27.25%	29.12%	22.98%	22.60%	23.94%	25.63%	29.22%	25.66%	26.55%	27.41%	29.27%
營業利益率(%)	14.94%	17.42%	19.55%	11.46%	10.84%	13.76%	16.29%	17.98%	15.76%	16.75%	17.61%	19.47%
稅後純益率(%)	21.84%	12.60%	14.46%	3.73%	12.61%	16.26%	9.61%	45.86%	11.14%	12.00%	12.77%	14.41%
營業收入YoY/QoQ(%)	15.52%	9.60%	2.43%	1.44%	-4.16%	11.02%	8.30%	4.28%	-2.46%	0.91%	1.87%	2.62%
稅後純益YoY/QoQ(%)	208.47%	-36.75%	17.55%	-38.90%	224.04%	43.14%	-36.00%	397.70%	-76.32%	8.73%	8.44%	15.75%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本19.75億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

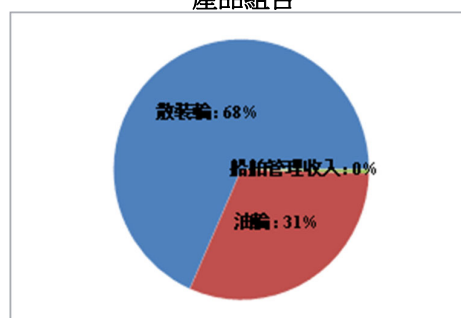
群益投顧

20

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

- 散裝及油輪產業結構趨正向發展，有利公司營運表現。
- 預估新興2025年稅後獲利11.64億元，稅後EPS 1.99元。

產品組合



單位:百萬元	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	4,412	4,535	5,125	1,082	1,140	1,205	1,100	1,024	899	1,164	1,223	1,249
營業毛利淨額	1,330	1,414	1,983	165	405	408	307	228	132	385	436	461
營業利益	982	1,066	1,590	90	315	295	219	171	61	294	341	370
稅後純益	1,499	1,164	1,634	113	353	701	244	200	94	317	362	391
稅後EPS(元)	2.56	1.99	2.79	0.19	0.60	1.20	0.42	0.34	0.16	0.54	0.62	0.67
毛利率(%)	30.13%	31.18%	38.70%	15.21%	35.58%	33.89%	27.90%	22.30%	14.66%	33.07%	35.66%	36.94%
營業利益率(%)	22.25%	23.50%	31.03%	8.27%	27.68%	24.45%	19.94%	16.71%	6.76%	25.27%	27.86%	29.64%
稅後純益率(%)	33.97%	25.67%	31.89%	10.43%	31.02%	58.22%	22.20%	19.51%	10.46%	27.24%	29.62%	31.30%
營業收入YoY/QoQ(%)	9.52%	2.77%	13.02%	6.33%	5.28%	5.73%	-8.66%	-6.97%	-12.18%	29.50%	5.00%	2.13%
稅後純益YoY/QoQ(%)	237.39%	-22.34%	40.38%	8.76%	212.93%	98.47%	-65.17%	-18.24%	-52.90%	237.04%	14.20%	7.94%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本58.54億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

21

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國製造、俄烏停戰對鋼產業的利多

--短期漲多已可停利，長期觀察回檔後市況

- 國際鋼鐵市場結構的轉變
- 川普新政帶來的可能影響
- 俄烏戰爭結束後的重建需求
- 2025年中國鋼鐵需求
- 重點股：中鋼(2002 TT)、中鴻(2014)、大成鋼(2027)、允強(2034 TT)

2025年全球鋼鐵需求可望回升

- 在經歷三年的下滑後，2025年全球的鋼鐵需求可望落底回升。

WSA對全球鋼鐵需求成長預測

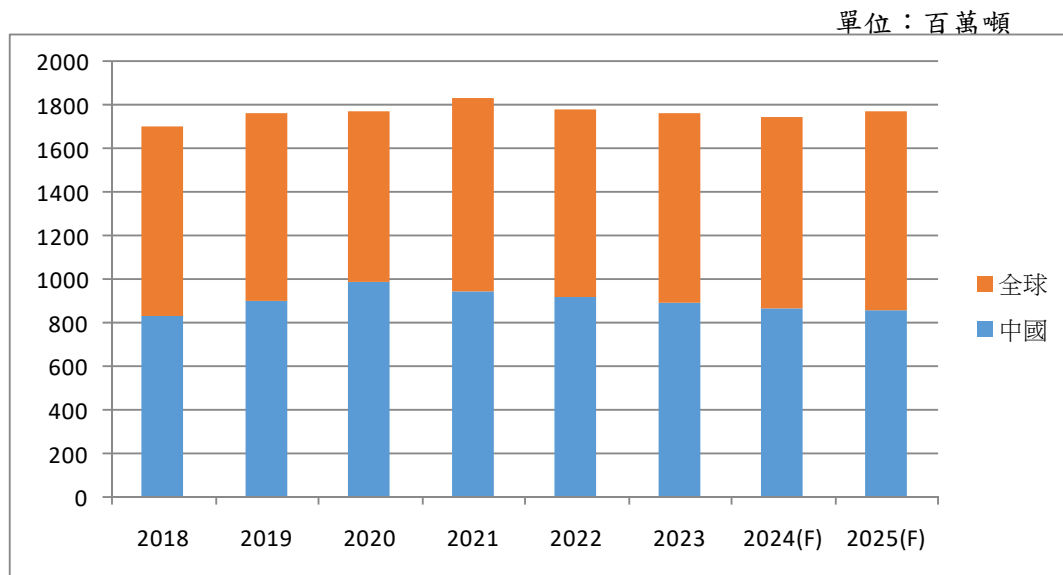
單位：%

地區	2023	2024F	2025F
全球	-0.8	-0.9	1.2
歐盟加英國	-8.7	-1.5	3.5
獨立國協(+烏克蘭)	11.5	0.3	-0.8
中國	-3.3	-3	-1
美國	-4.2	-1.5	2
印度	14.4	8	8.5
東盟五國	-2.2	4.5	3.5
新興發展中經濟體 (中印除外)	7.4	6.8	6.8

中國需求下滑的影響漸輕

- 中國需求下滑一直是影響全球鋼鐵市場的主因，但全球其它市場的成長逐漸彌補其負面影響，2025年有機會成為逆轉的一年。

全球鋼鐵需求量



資料來源：WSA、群益投顧彙整

群益投顧

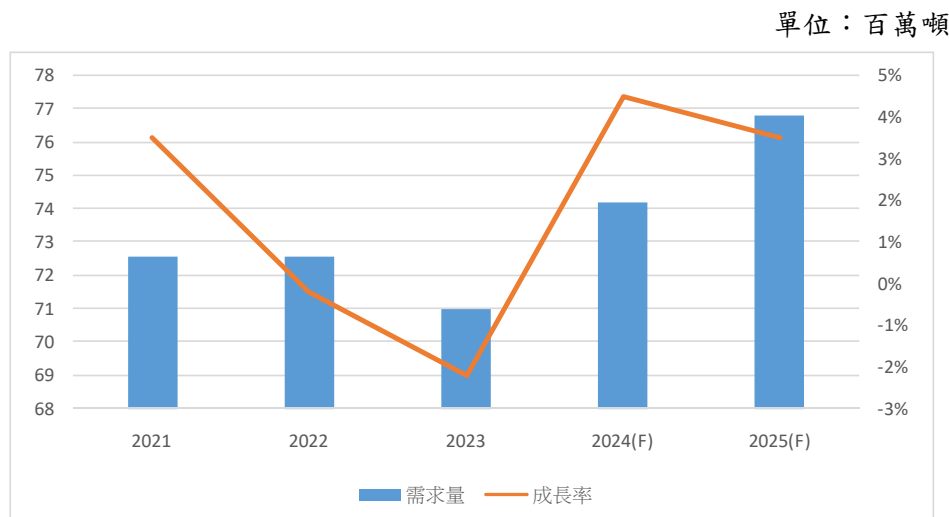
25

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

東協鋼鐵需求可望回升

- 東協是中國製造業外移的主要受惠地區之一，2022~2023年因基期拉高等因素使鋼鐵需求量下滑，但今明兩年預期都將恢復成長。

東協五國鋼鐵需求量



資料來源：WSA、群益投顧彙整

群益投顧

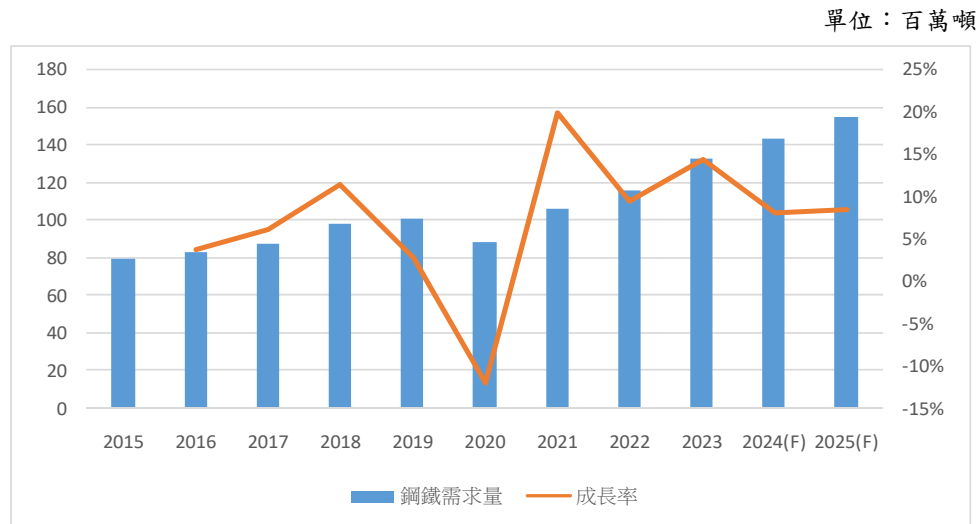
26

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

印度鋼鐵需求維持高成長

- 印度的鋼鐵消費量近十年持續成長(除2020年受疫情影響)，印度持續投入資金充實基礎建設，製造業的增加可讓印度未來鋼鐵需求持續成長。

印度鋼鐵需求量



資料來源：WSA、群益投顧彙整

群益投顧

27

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

川普二十條承諾提升鋼鐵需求

- 預期在美國總統川普將實行關稅政策及美國進入降息循環雙重因素帶動下，將會從以下幾個層面提高美國本土的鋼鐵需求量。

封鎖邊境，阻止移民入侵

重建包括首都在內的各大城市，恢復安全、清潔、美麗

使美國成為迄今為止世界上最主要的能源生產國

停止外包，使美國成為製造業超級大國

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

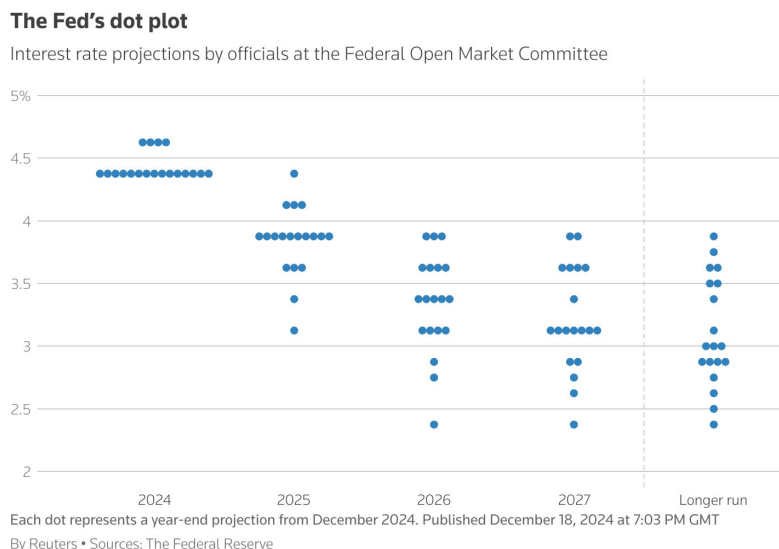
28

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國進入降息循環有利鋼需回升

- 雖然12月因為擔憂通膨預期上升，令2025年的降息空間縮小，但美國仍在降息循環中。隨著美國名目利率降低，有助於不動產、設備投資等項目成長，進而推升美國鋼鐵需求。

美國FED利率點陣點



資料來源：FED

群益投顧

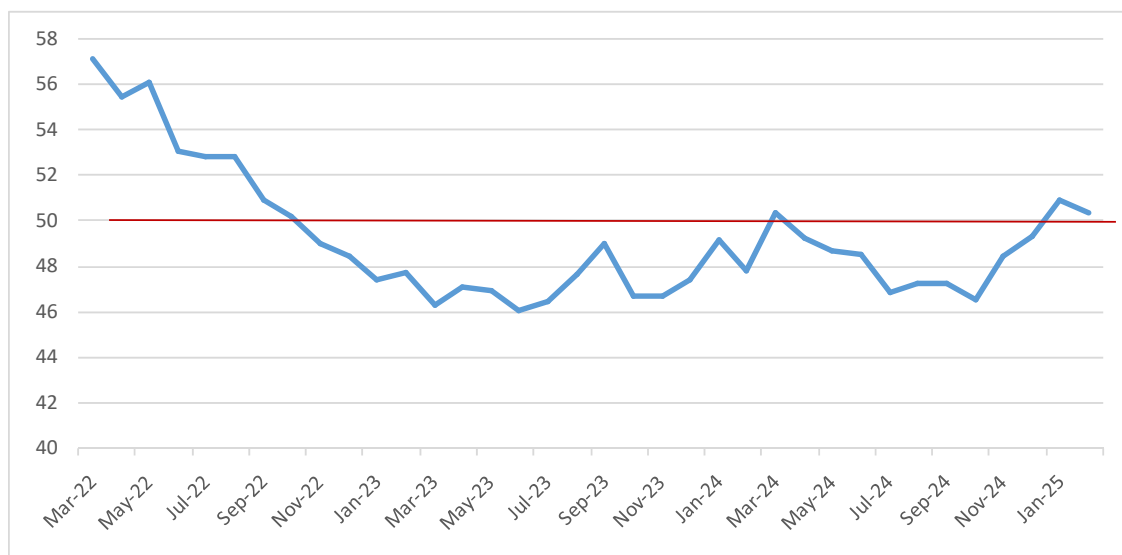
29

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國製造業2025年恢復擴張

- 美國製造業偏弱已維持約二年，但在進入降息循環及川普上任後，製造業2025年可望恢復擴張。

美國製造業PMI



資料來源：Bloomberg、群益投顧彙整

群益投顧

30

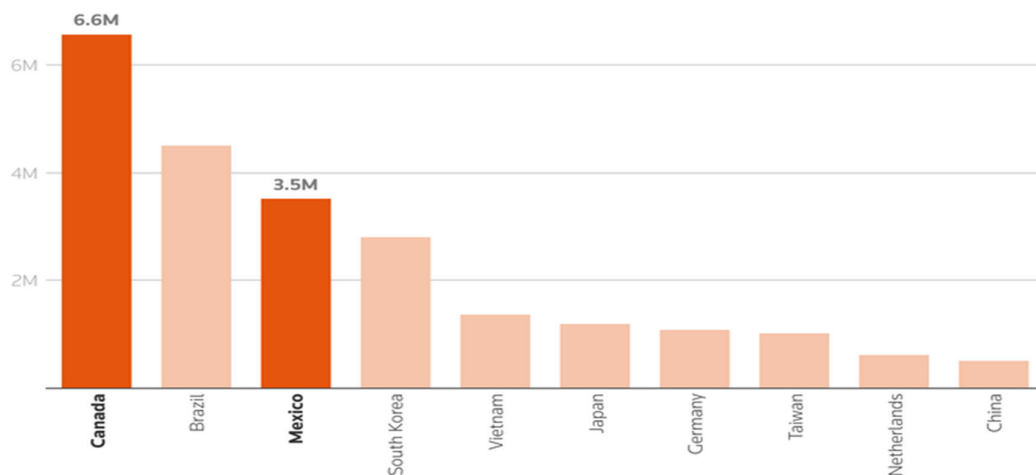
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美以鋼鋁關稅壓迫加墨進行關稅談判

- 加墨兩國為美國鋼鐵的主要進口國，占比達40%，而中國只占1.8%。認為川普的鋼鋁關稅目的是壓迫加墨兩國接受美國新的貿易條件的手段之一，最終稅率將低於目前喊價，很可能回到北美自貿區框架下，形成川普希望的「北美堡壘」。

美國鋼材進口來源國

單位：百萬噸



資料來源：Reuters、群益投顧彙整

群益投顧

31

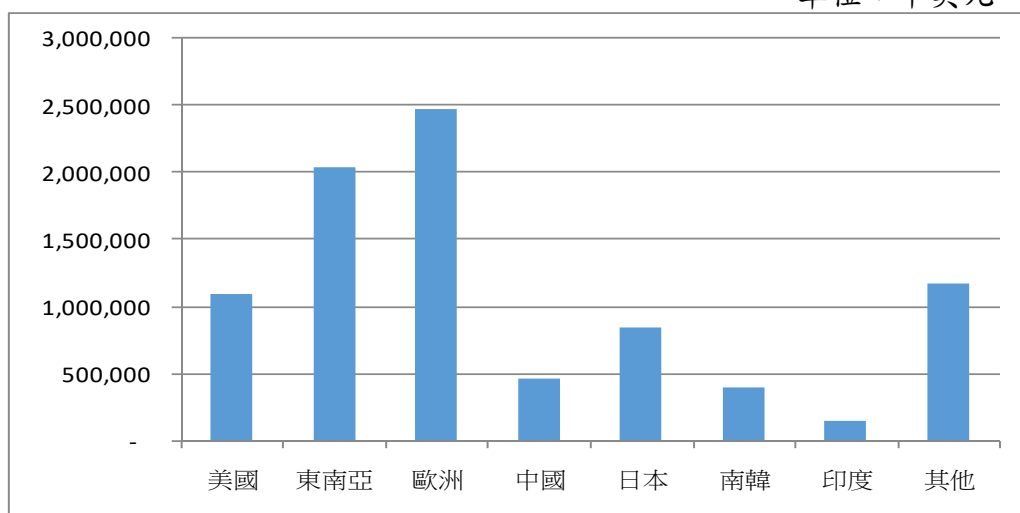
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

台灣出口北美鋼材比例偏低

- 台灣鋼材主要出口地為東南亞及日韓，占比達四成，其次為歐洲占比26%，美國過往占比都在一成上下，2024年為12%。台灣出口美國鋼鐵的比例偏低。

2024年台灣鋼材出口地區及國家

單位：千美元



資料來源：台灣關務署、群益投顧彙整

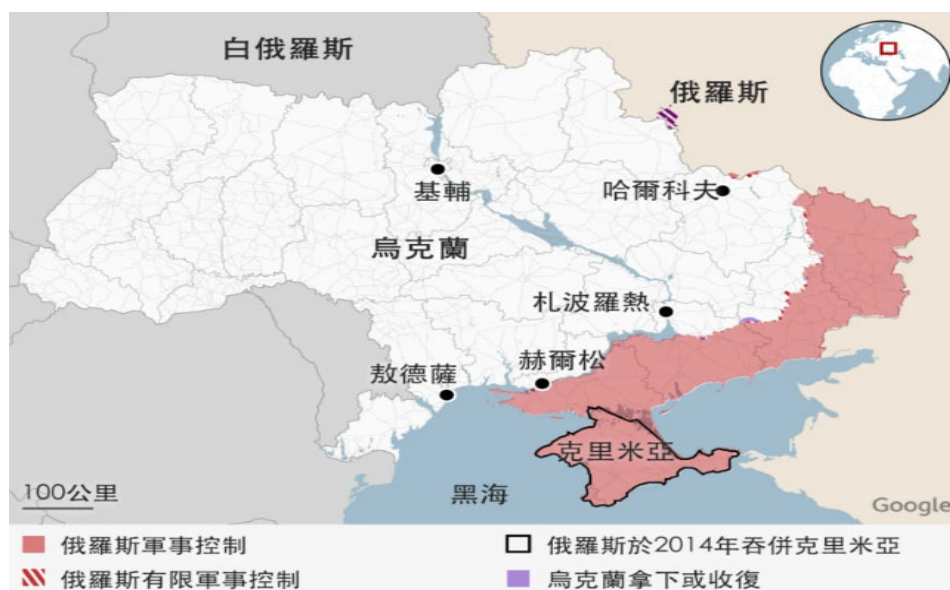
群益投顧

32

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

預期俄烏戰爭將在今年結束

- 久戰不下加上曠日持久雙方都有停止戰爭的動機。川普就任後也積極推動和談，目標是讓美國集中力量在太平洋地區，失去美援後戰事難以維持。



資料來源：戰爭研究所，BBC，群益投顧彙整

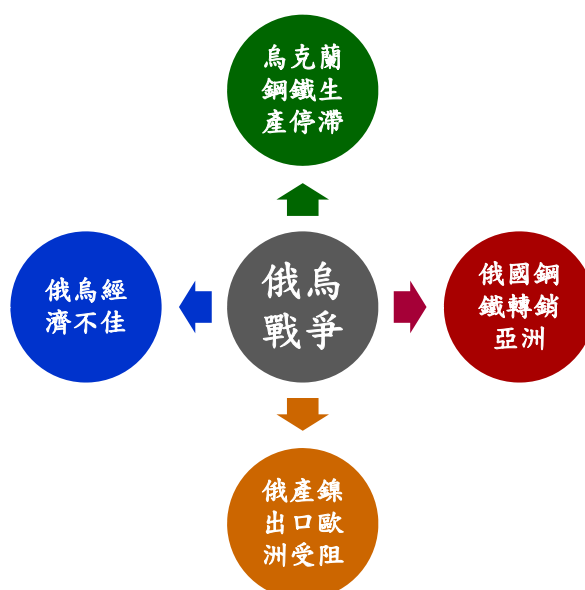
群益投顧

33

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

俄烏戰爭對鋼鐵業的影響

- 俄烏戰爭開始至今超過兩年，由於俄烏皆為鋼鐵、原料的出口大國，因此對鋼鐵業的影響不小。未來若真的停戰，則以下的影響將消失。



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

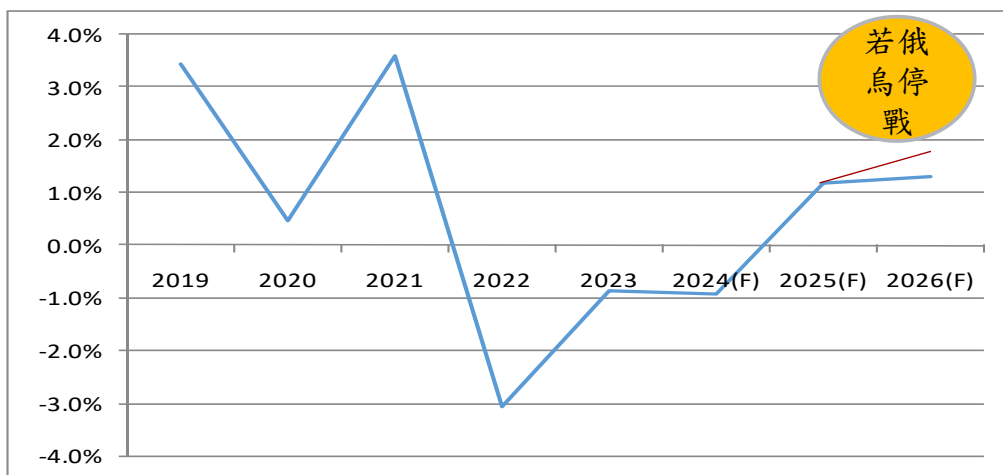
34

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

烏克蘭重建將提升全球鋼鐵需求

- 根據世界銀行（World Bank）、歐洲聯盟（EU）、聯合國（UN）與烏克蘭政府的聯合評估結果，烏克蘭需要將近5000億美元才夠支付遭俄羅斯入侵的重建費用。估算烏克蘭重建將在未來10年每年提升全球的鋼鐵需求0.3~0.4個百分點。

全球鋼鐵需求成長率



資料來源：群益投顧彙整

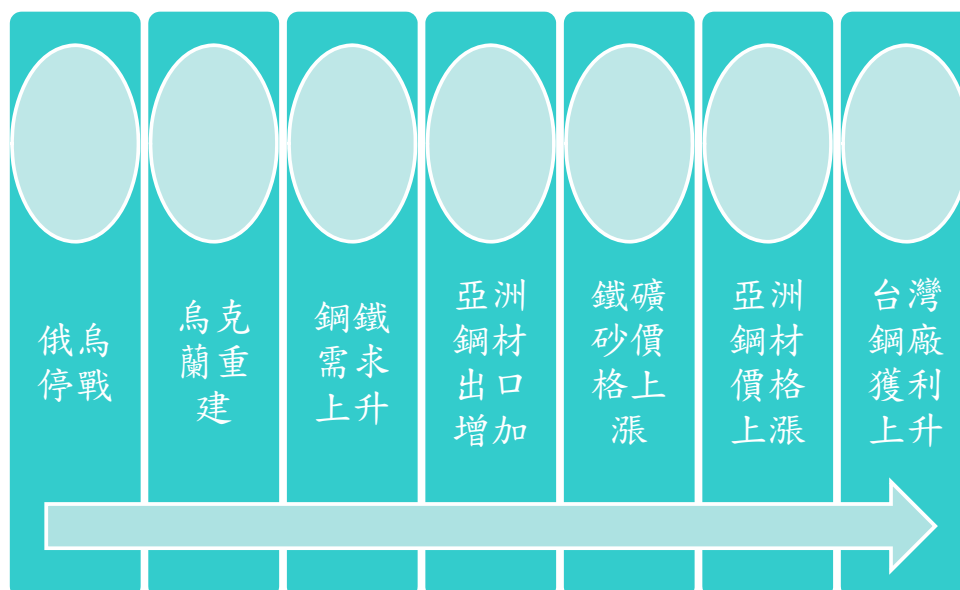
群益投顧

35

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

烏克蘭重建對台灣鋼鐵業的影響

- 台灣鋼鐵股領先上漲，但鐵礦砂價格卻沒漲，傳導鏈出現斷層。



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

36

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

國際鎳價快速下跌

- 鎳價在回落到15000美元後隨即反彈，目前報價約16000美元/噸左右。觀察全年價格變化2024年中雖有短暫拉高報價但隨後即快速下跌，整個2024年的鎳價相對2022~2023年屬於平穩水準。

國際鎳價格



資料來源：群益投顧彙整，CMONEY

群益投顧

37

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

中國經濟刺激政策

提振消費、全方位擴大內需

推動標誌性改革措施落地見效完成國營企業改革
深化提升行動，推出民營經濟促進法。

單位：美元/噸

推動房市止跌回穩，加力實施城中村和危舊房改造，
充分釋放剛性及改善性住宅需求潛力。

推動新型城鎮化和鄉村全面振興，促進城鄉融合
發展。

保障和改善民生力道，促進重點群體就業

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

38

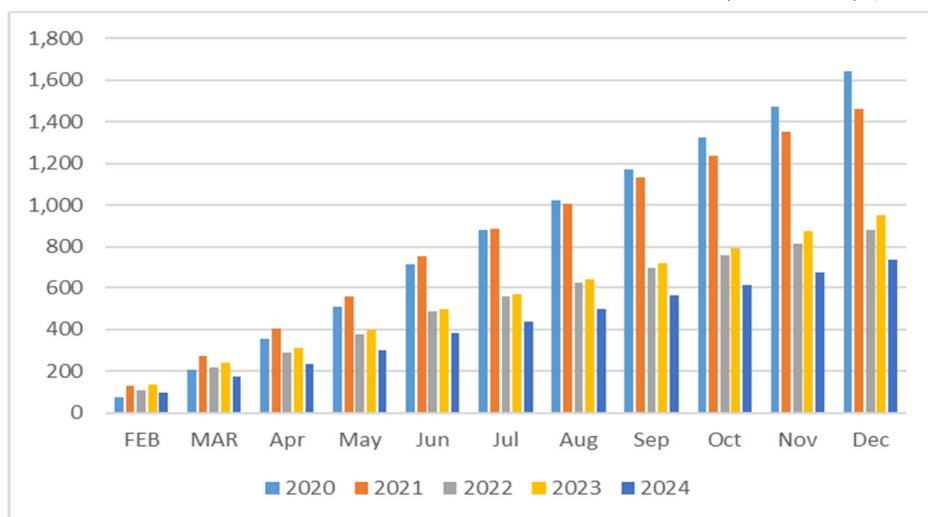
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

中國固定資產投資

- 2024年中國的房地產新開工面積持續下降，YOY-22.5%，房地產的疲弱顯示中國鋼需疲軟。

中國房屋新開工面積

單位：百萬平方米



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

39

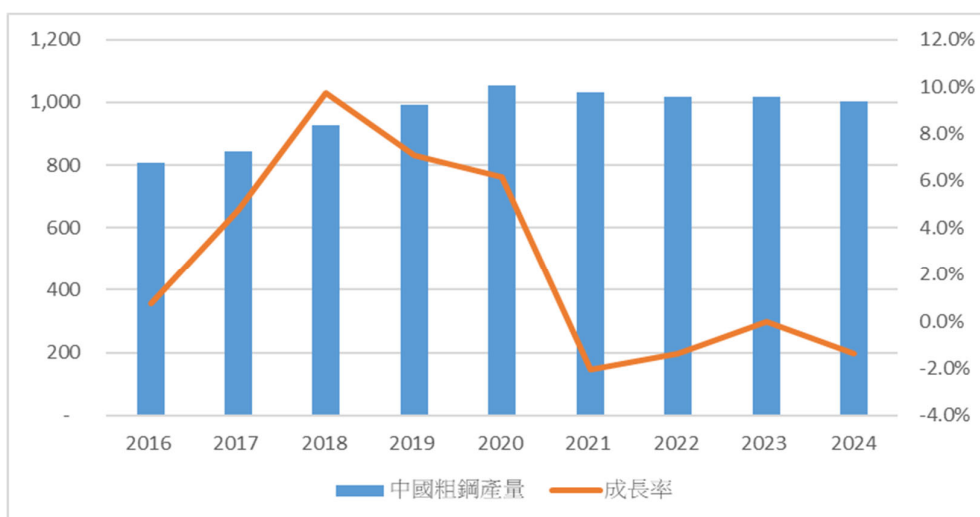
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

中國粗鋼產量已由增轉降

- 中國的鋼鐵產量已由增轉降，產能去化是中國鋼鐵業目前的主軸，2025年預期可回到2019年的水準，對鋼鐵業未來有利。

中國粗鋼生產量

單位：百萬噸



資料來源：中鋼協、群益投顧彙整

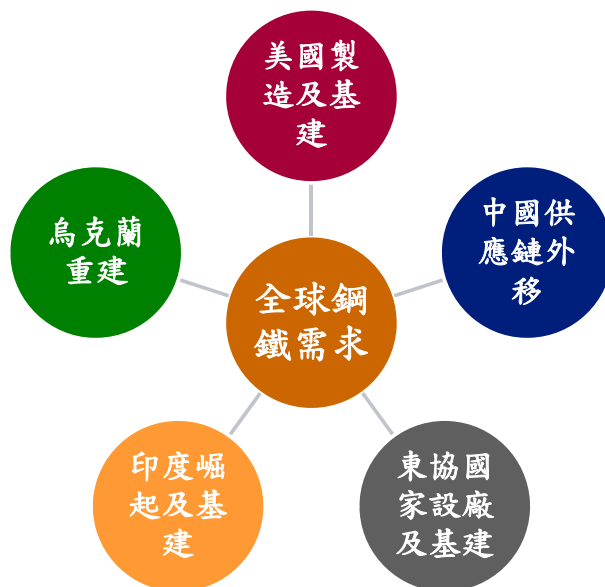
群益投顧

40

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

鋼鐵需求長期看增但短期仍冷

- 未來十年全球的鋼鐵需求可望轉佳，主要動能來自國際局勢的轉變，包括中、美、印度、印尼、越南等國家相繼推動基建，及烏克蘭的重建都會帶動鋼鐵需求增加。



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

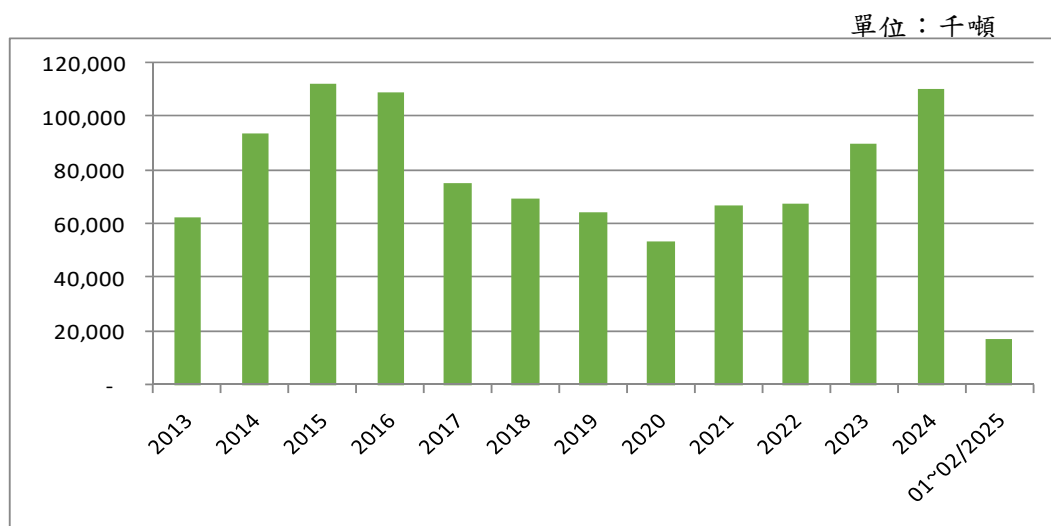
41

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

中國國內需求不佳鋼材出口增

- 中國國內需求不佳為消化產能故持續增加鋼材外銷，產能過剩供給外溢成為亞洲鋼市價格不佳的主因。今年前二個月鋼材出口量仍較去年同期成長6.7%。

中國歷年鋼材出口量



資料來源：中國海關總署、群益投顧彙整

群益投顧

42

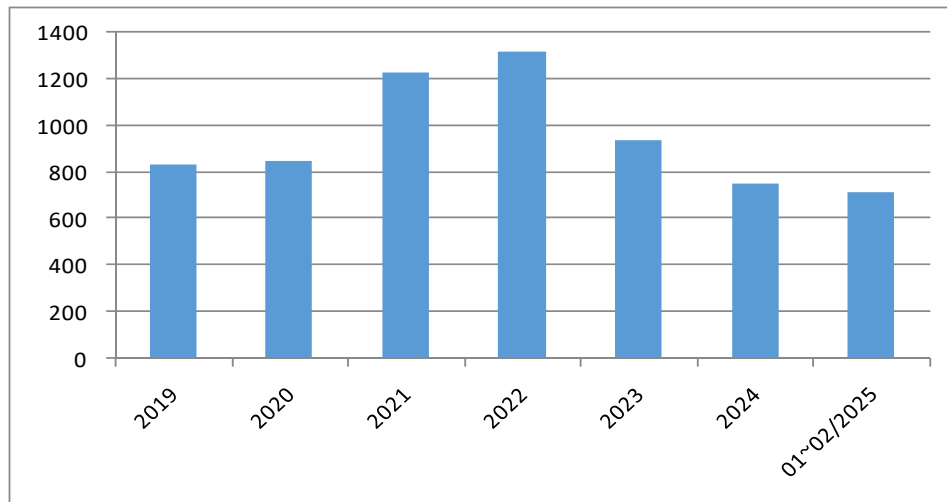
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

中國出口鋼材價格仍弱

- 從價格來看，01~02/2025，中國出口鋼材均價713美元/噸，YoY-9.9%，也低於2024年均價755美元/噸。將對亞洲鋼價造成壓力。

中國歷年鋼材出口均價

單位：美元/噸



資料來源：中國海關總署、群益投顧彙整

群益投顧

43

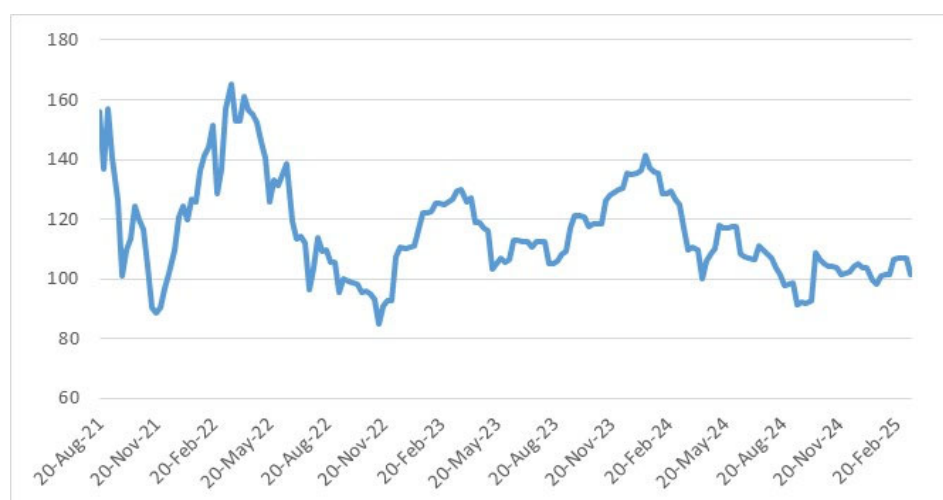
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

目前鐵礦砂價格未上漲

- 台灣鋼鐵股雖然上漲，但鐵礦砂價格卻沒動，顯示國際對鋼鐵需求前景並不樂觀，短期上漲過高的台灣鋼鐵股風險已經與11/2024時不同。

鐵礦砂價格

單位：美元/噸



資料來源：Bloomberg、群益投顧彙整

群益投顧

44

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

2025年鋼廠獲利可望谷底回升

- 隨著俄烏停戰後的重建需求及美國關稅拉抬，全球鋼鐵需求2025年可望回升，大部份鋼廠的獲利可望在2024年落底，2025年回升。

個股	2024年EPS	2025年EPS	目前股價
中鋼(2002)	0.13	0.39	24.30
中鴻(2014)	-0.62	0.47	24.20
大成鋼(2027)	1.28	3.10	51.10
大國鋼(8415)	2.35	2.57	38.20

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

45

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

結論

- 2025年全球的鋼鐵需求可望落底回升。
- 美以鋼鋁關稅壓迫加墨進行關稅談判，有利於美國製造廠商。
- 烏克蘭需要將近5,000億美元重建費用。在未來10年每年推升全球的鋼鐵需求0.3~0.4個百分點。
- 未來十年全球的鋼鐵需求可望轉佳，包括中、美、印度、印尼、越南等國家相繼推動基建。
- 重點股：中鋼(2002 TT)、中鴻(2014)、大成鋼(2027)、允強(2034 TT)。

群益投顧

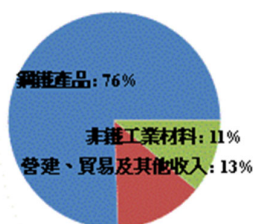
46

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：中鋼(2002 TT)

- 中鋼為台灣最大的高爐煉鋼廠，約66%內銷、34%外銷，中鋼亦投資在物流運輸、建設工程、工業材料等領域，但仍以鋼鐵業務為最主要營運項目。
- 長期鋼鐵需求增加，中國推動碳中和及鋼鐵限產、限制出口，有助於國際鋼鐵供需結構轉佳，鋼鐵價格可擺脫過去十年的弱勢局面。

產品組合



單位：百萬元	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	360,536	366,781	388,174	88,394	93,754	94,572	85,616	86,594	84,800	98,015	92,552	91,413
營業毛利淨額	15,061	20,793	31,728	5,886	4,107	4,765	1,891	4,299	4,138	5,234	5,433	5,988
營業利益	1,792	7,751	18,438	2,668	769	1,304	-1,223	942	942	1,919	2,129	2,761
稅後純益	1,978	6,150	15,593	2,117	641	1,324	-81	95	760	1,490	2,104	1,795
稅後EPS(元)	0.13	0.39	0.99	0.13	0.04	0.08	-0.01	0.01	0.05	0.09	0.13	0.11
毛利率(%)	4.18%	5.67%	8.17%	6.66%	4.38%	5.04%	2.21%	4.96%	4.88%	5.34%	5.87%	6.55%
營業利益率(%)	0.50%	2.11%	4.75%	3.02%	0.82%	1.38%	-1.43%	1.09%	1.11%	1.96%	2.30%	3.02%
稅後純益率(%)	0.55%	1.68%	4.02%	2.40%	0.68%	1.40%	-0.10%	0.11%	0.90%	1.52%	2.27%	1.96%
營業收入YoY/QoQ(%)	-0.77%	1.73%	5.83%	0.19%	6.06%	0.87%	-9.47%	1.14%	-2.07%	15.58%	-5.57%	-1.23%
稅後純益YoY/QoQ(%)	17.64%	210.84%	153.57%	N.A	-69.75%	106.72%	N.A	N.A	702.13%	95.91%	41.23%	-14.70%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本1577.31億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

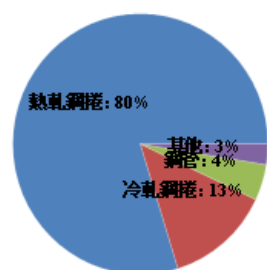
群益投顧

47

重點股：中鴻(2014 TT)

- 中鴻為國內鋼鐵單軋廠，屬於中鋼集團的一份子。主要產品為各式鋼捲，熱軋鋼捲約占營收77%、冷軋鋼捲16%、鍍鋅鋼捲6%、鋼管1%。
- 印度、東協等新興發展經濟體的鋼鐵需求持續成長，已逐漸淡化中國需求疲軟的影響，樂觀看待2025年鋼鐵業前景。

產品組合



單位：百萬元	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	30,462	30,808	32,753	9,105	9,148	8,160	6,705	6,448	6,844	7,672	8,119	8,173
營業毛利淨額	-746	1,321	2,537	185	183	-212	-718	1	188	326	396	411
營業利益	-1,241	818	1,996	56	51	-332	-834	-126	73	199	266	280
稅後純益	-892	668	1,653	88	60	-267	-609	-75	65	115	221	267
稅後EPS(元)	-0.62	0.47	1.15	0.06	0.04	-0.19	-0.42	-0.05	0.05	0.08	0.15	0.19
毛利率(%)	-2.45%	4.29%	7.75%	2.03%	2.00%	-2.60%	-10.70%	0.02%	2.74%	4.25%	4.88%	5.03%
營業利益率(%)	-4.07%	2.65%	6.09%	0.61%	0.56%	-4.07%	-12.44%	-1.95%	1.07%	2.59%	3.28%	3.42%
稅後純益率(%)	-2.93%	2.17%	5.05%	0.97%	0.66%	-3.27%	-9.08%	-1.17%	0.95%	1.50%	2.72%	3.26%
營業收入YoY/QoQ(%)	-19.34%	1.14%	6.32%	-3.14%	0.47%	-10.80%	-17.83%	-3.84%	6.14%	12.11%	5.82%	0.67%
稅後純益YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	147.56%	N.A	-31.95%	N.A	N.A	N.A	N.A	76.76%	91.29%	20.79%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本143.55億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

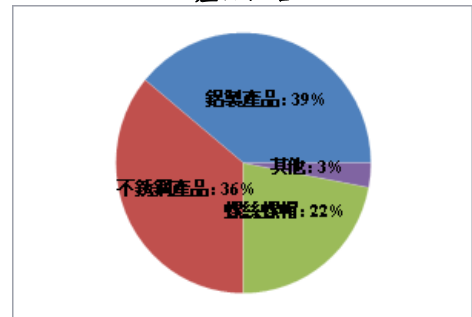
群益投顧

48

重點股：大成鋼(2027 TT)

- 大成鋼為不銹鋼、鋁及扣件等金屬產品的大型通路商，主要銷售地區為美國，占營收比重超過九成。
- 隨著美國提高關稅及FED處於降息循環，將會提高美國本土的製造業設廠需求，廠房、機械設備等需求量的增加，將有利於大成鋼的銷售成長。

產品組合



單位：百萬元	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	90,398	98,178	105,414	21,711	23,225	24,135	21,740	21,298	23,674	25,158	25,121	24,225
營業毛利淨額	17,088	21,285	22,730	3,577	3,983	4,765	4,222	4,116	4,872	5,552	5,647	5,213
營業利益	6,112	10,047	11,055	979	1,363	2,065	1,451	1,233	2,092	2,699	2,823	2,433
稅後純益	3,538	5,734	6,804	454	1,083	917	290	1,249	1,267	1,603	1,554	1,310
稅後EPS(元)	1.45	2.36	2.79	0.19	0.44	0.38	0.12	0.51	0.52	0.66	0.64	0.54
毛利率(%)	18.90%	21.68%	21.56%	16.47%	17.15%	19.74%	19.42%	19.33%	20.58%	22.07%	22.48%	21.52%
營業利益率(%)	6.76%	10.23%	10.49%	4.51%	5.87%	8.56%	6.67%	5.79%	8.84%	10.73%	11.24%	10.04%
稅後純益率(%)	3.91%	5.84%	6.45%	2.09%	4.66%	3.80%	1.33%	5.86%	5.35%	6.37%	6.19%	5.41%
營業收入YoY/QoQ(%)	-10.72%	8.61%	7.37%	-10.32%	6.97%	3.92%	-9.92%	-2.03%	11.16%	6.27%	-0.15%	-3.57%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-33.63%	62.05%	18.67%	-64.05%	138.27%	-15.32%	-68.42%	331.35%	1.41%	26.54%	-3.06%	-15.71%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本243.43億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

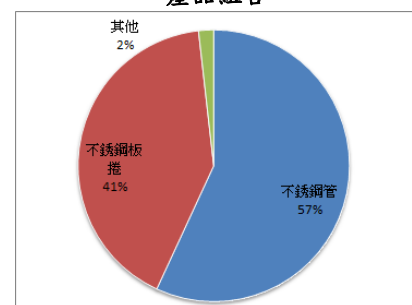
49

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：允強(2034 TT)

- 允強的營運已逐漸走出谷底，近幾個月的營收呈現年成長，可望帶動獲利回升。
- 允強為擴展歐洲市場銷售建立土耳其廠。土耳其的工業用不銹鋼配管廠已經完工，若再加上先前已經投產的不銹鋼裁剪廠及不銹鋼構造管廠，估計此三座廠約可提升允強產能約5成。

產品組合



單位：百萬元	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	14,522	16,033	17,074	3,458	3,099	3,539	3,797	4,088	3,608	4,013	4,223	4,188
營業毛利淨額	1,731	2,333	2,755	12	445	455	471	360	483	611	650	590
營業利益	637	1,222	1,626	-168	220	184	177	56	222	330	365	305
稅後純益	-103	670	997	-281	48	30	3	-184	136	179	195	161
稅後EPS(元)	-0.20	1.29	1.91	-0.54	0.09	0.06	0.01	-0.35	0.26	0.34	0.37	0.31
毛利率(%)	11.92%	14.55%	16.13%	0.36%	14.36%	12.85%	12.40%	8.82%	13.38%	15.22%	15.39%	14.08%
營業利益率(%)	4.38%	7.62%	9.53%	-4.86%	7.11%	5.20%	4.65%	1.36%	6.16%	8.23%	8.63%	7.29%
稅後純益率(%)	-0.71%	4.18%	5.84%	-8.11%	1.56%	0.84%	0.07%	-4.51%	3.76%	4.45%	4.62%	3.84%
營業收入YoY/QoQ(%)	-4.66%	10.40%	6.50%	-14.97%	-10.38%	14.19%	7.28%	7.67%	-11.72%	11.21%	5.24%	-0.85%
稅後純益YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	48.71%	N.A	N.A	-38.99%	-90.52%	N.A	N.A	31.70%	9.14%	-17.41%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本52.10億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

50

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

2Q25水資源產業展望

--順水推舟的永續水資源政策

群益投顧

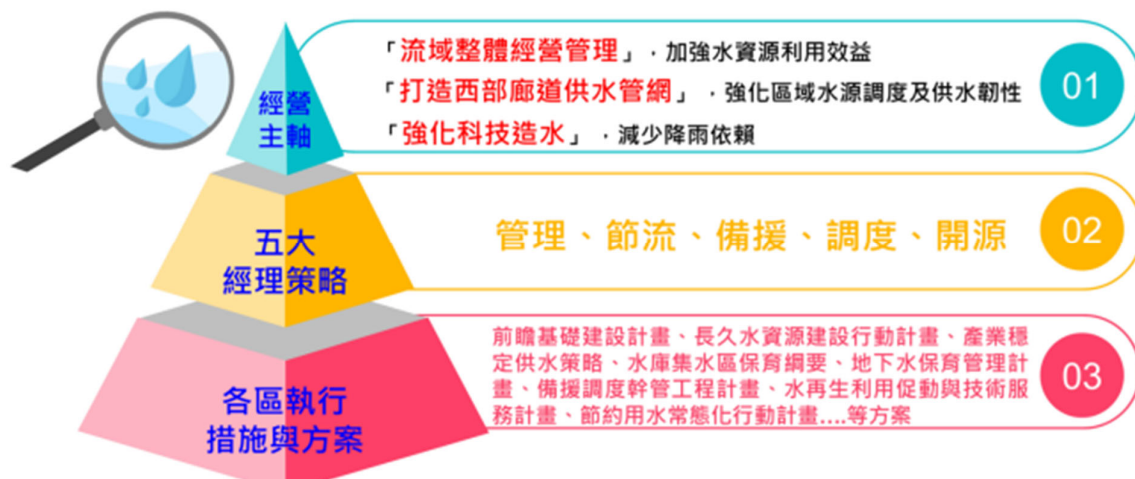


簡報大綱

- 水資源政策的背景。
- 水資源政策的永續目標與政策落實情形。
- 極端氣候造成的水資源政策滾動式調整-2023年核定新增2個海淡項目。
- 既有水資源專案對近年預算影響，與未來水資源預算觀點。
- 重點股：國統(8936 TT)、雲豹能源(6869 TT)

水資源政策朝永續經營需求邁進

- 行政院於2016-2017年陸續核定全台各區的水資源經理基本計畫，並於每4-6年滾動檢討，目前政策方向朝2036年永續經營推動，預期推動方向將往科技造水減少降雨依賴的海淡、再生水需求(建廠)、以及打造西部廊道供水管網的各水源調度需求(管材)。



資料來源：水利署。

群益投顧

53

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

水的永續目標-海淡 再生水 節水 管材

- 國發會於2018年完成「臺灣永續發展目標」，並將水資源經理計畫納入台灣永續發展核心目標 6中「確保環境品質及永續管理環境資源」的因應政策，使得海水淡化廠、再生水等科技造水與節約用水需求逐漸被重視，帶動水資源廠務的建置，並延伸至管材需求。

	自來水供水普及率	自來水漏水率	公共汙水下水道普及率	汙水處理率	工業區內廠商用水回收率	二級處理放流水回收再利用率	水資源經理計畫滾動調整
2021	95.1%	13.6%	39.3%	66.9%	73.5%	6.6%	
2023	95.6%	12.5%	42.4%	70.0%	73.9%	9.8%	2023年第一次滾動調整，核定2座海淡廠
2025F	96.5%	12.3%	44.5%	70.8%	73.5%	上修	
2030F	97.1%	10.4%	50.8%	76.0%	75.0%		

資料來源：國發會，群益投顧彙整。

群益投顧

54

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

自來水普及率政策預算創23年新高

- 政府持續頒布自來水普及率政策，提高自來水普及率，但2023年自來水普及率95.6%，距離目標2025年96.5%、2050年97.1%，仍有差距，加上氣候變遷提高自來水系統損害機率，使得政府於2025年推出無自來水地區供水改善計畫第五期，編列106億元預算，年均預算達21.2億元，為23年新高水準，推升未來管材與工程需求。

自來水普及率政策		決算金額 (百萬元)	年均預算	受益戶數 (萬戶)
偏遠地區供水改善計畫	2002-2005	903.0	225.8	1.50
無自來水地區供水改善計畫	2006-2009	1208.7	302.2	1.26
加強辦理無自來水地區供水改善計畫	2009-2011	1900.0	475.0	2.20
無自來水地區供水改善計畫第二期	2012-2016	3687.9	737.6	5.00
無自來水地區供水改善計畫第三期	2017-2021	8281.1	1656.2	12.44
無自來水地區供水改善計畫第四期	2022-2024	3152.0	1050.7	4.97
無自來水地區供水改善計畫第五期	2025-2029	10600.0	2120.0	6.00
	合計	29732.7		

資料來源：立法院，群益投顧彙整。

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

55

46.9%管線逾年限，提升管材長期需求

- 2023年總台水漏水率12.5%，已抵達2025年目標的12.3%，但考量全台水管高達46.9%超過使用年限，增加未來漏水機率，未來管材需求仍有望提升。

縣市	逾使用年限管長(km)	總管長	逾使用比例	漏水率
基隆市、新北市	1452	4015	36.2%	-
桃園市	3720	6900	53.9%	11.8%
新竹縣市、苗栗縣	2557	5757	44.4%	11.3%
台中市、南投縣	3986	9617	41.4%	14.9%
雲林縣、嘉義縣	4032	8399	48.0%	11.8%
台南市	4504	8260	54.5%	7.6%
高雄市、澎湖縣	5430	8353	65.0%	7.7%
宜蘭縣	1176	2919	40.3%	13.0%
花蓮縣	488	2040	23.9%	16.1%
台東縣	241	1701	14.2%	17.0%
彰化縣	2293	5681	40.4%	12.1%
屏東縣	1603	3504	45.7%	20.0%
總台水	31482	67146	46.9%	12.5%

資料來源：台水，群益投顧彙整。

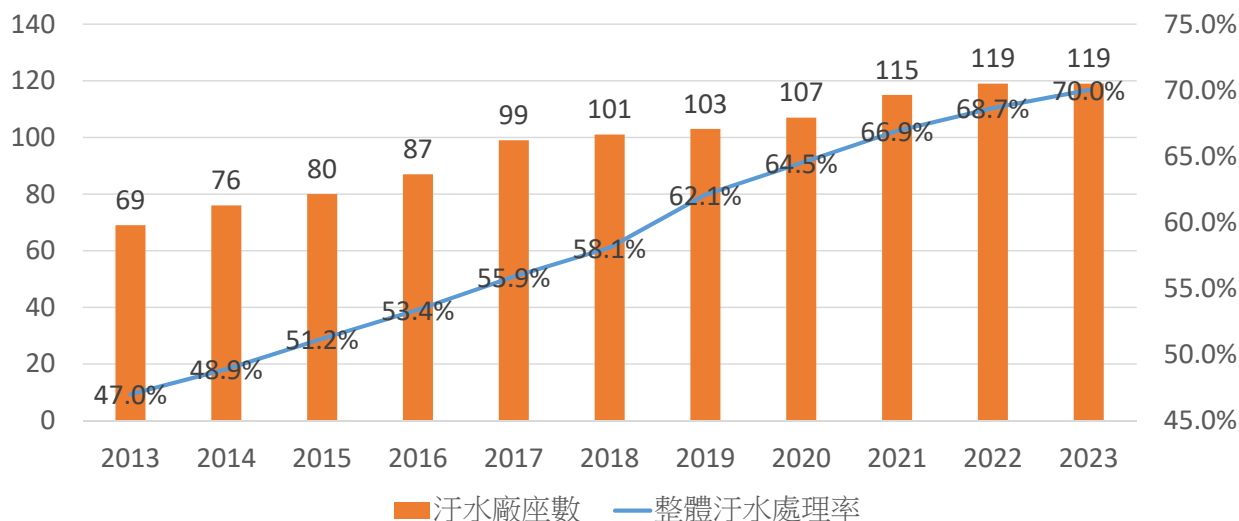
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

56

4年建置103處下水道，推升管材需求

- 2023年全台共有119座污水處理廠、污水處理率為70.0%，隨著公共污水處理率預計在2025年70.8%、2030年76.0%，後續規劃在2021-2026年期間花費771.63億元，建置103處污水下水道系統，帶動污水處理廠與管材建置需求。



資料來源：內政部；污水下水道統計要覽；群益投顧彙整。

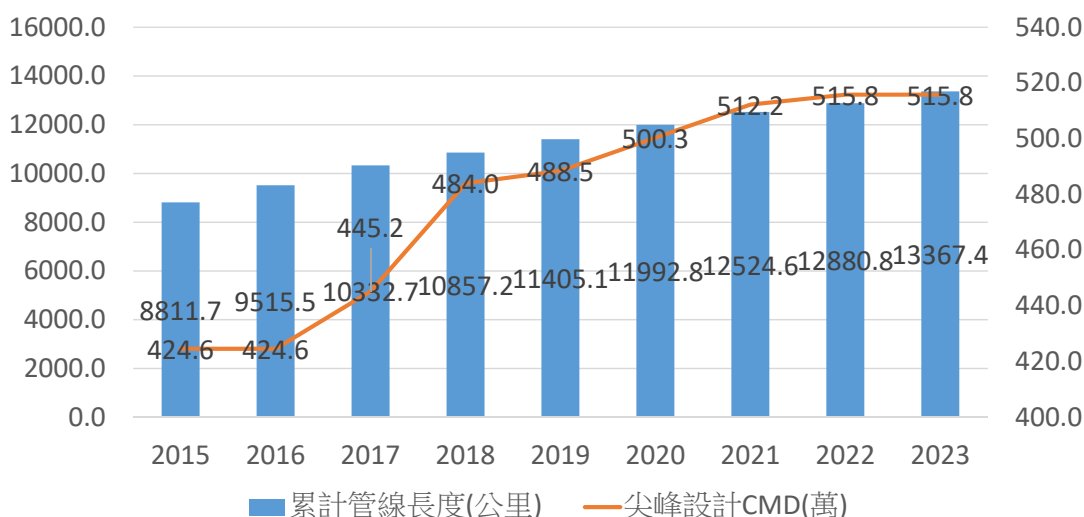
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

57

持續建置103處下水道系統，推升需求

- 目前台灣污水下水道已累積建置13367.4公里的管材、日尖峰可處理515.8萬噸污水，隨著後續建置103處污水下水道系統，以每年接管13萬戶為目標，預計2026年公共污水下水道普及率將達46%，帶動污水處理廠與管材建置需求。



資料來源：內政部；污水下水道統計要覽；群益投顧彙整。

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

58

廠內用水回收成本低廉，已抵達目標

- 2023年工業區內廠商用水回收率73.9%，已抵達2025年目標的73.5%，考量廠內回收用水成本約為5.78-6.5元，較2023年台水平均售價11.06元便宜，與一般水有替代效果。

水回收設施案例	集水量 (CMD)	廠房面積 (平方公尺)	設置距離 (公尺)	建置成本 (千)	單位產水成本 (元/度)
A廠	8	7861	774	72.1	6.5
B廠	12	10554	953	100.4	5.78
合計	20	18415	1727	172.5	

資料來源：經濟部產業發展署；群益投顧彙整。

群益投顧

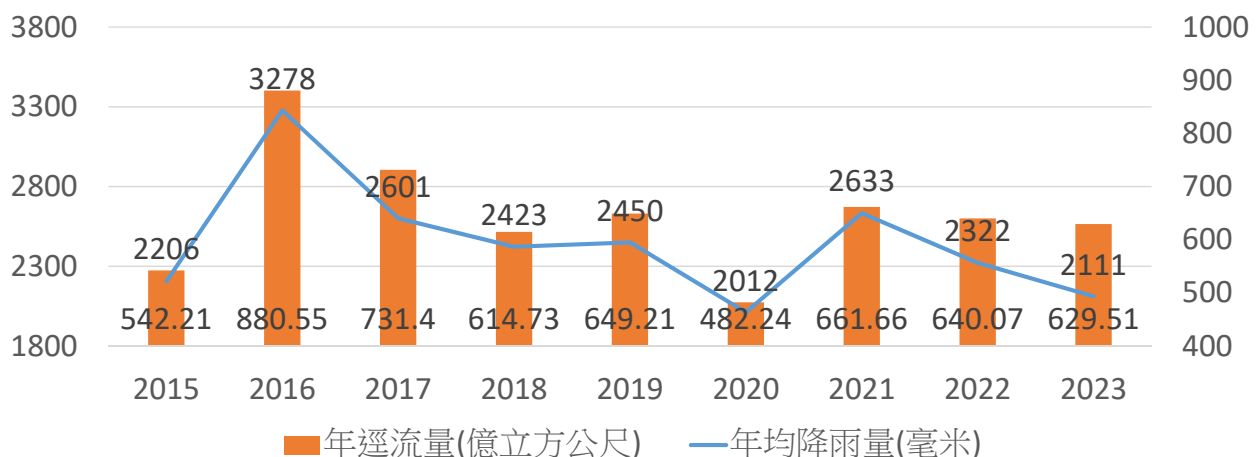
59

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

極端氣候，政府積極布局科技造水

- 受惠近年極端氣候加劇，2020年台灣年均降雨量僅有2012毫米，使得全年逕流量剩484.24億立方公尺，造成台灣水情吃緊，也使得台灣後續開始上修二級汙水處理(再生水)、並新增核定海水淡化廠的建置需求。

台灣歷年降雨概況



資料來源：水利署；群益投顧彙整。

群益投顧

60

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

極端氣候，政府上修二級汙水處理KPI

- 極端氣候加劇，內政部上修2021-2026年期間的公共汙水處理廠再生水推動計畫預算，目前預算251億元，較原計畫152.73億元成長64.34%；上修2026年二級處理放流水回收供應工業區及科學園區再生水至24萬CMD，較原計畫15萬CMD成長60%。預算完成後，2026年供水量達28.5萬CMD。
- 此次除了擴大既有再生水廠供水量外，並持續新建/整併7座再生水廠。

已規劃再生水廠	CMD(萬)	擴建完工	管線長度(公里)	經費(百萬元)	水價(元/度)
鳳山	4.50+0.52	2024	5.6	3088.2	20.69
台南永康	0.8+0.75+0.45	2024-2026	9.51	3300.0	23.67
高雄臨海	3.30	2021	9.7	4552.0	19.82
台中豐原	1.00	2028	13.8	14.73	-
台中福田	5.80	2026	28.4	4239.0	3.5
台南安平	3.75+2.25	2026	22.42	4450.0	30.92
台中水湳	1.00	2024	6.6	514.0	15
台南仁德	0.80	2024	2.9	1116.0	28.26
桃園桃北	1+4+4	2025-2029	28.97	4728.0	19.92-23.11
新竹聯合(竹北)	6.71(合計)	2027-	36.45(合計)	14191.0(合計)	-
楠梓	0+4+7	2027-2028	6.5	9000.0	-
合計	40.9		142.88	49192.93	

資料來源：內政部；群益投顧彙整。

群益投顧

61

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

二級汙水處理需求推升2027年後預算

- 政府持續新建/整併7座再生水廠，預期編列至少209.23億元，加上部分再生水廠專案工程落在公共汙水處理廠再生水推動計畫期間後，2027年後仍須編列445.9億元的建設經費，較此次專案251億元成長77.65%。

主計畫	未來規劃再生水廠	CMD(萬)	預計完工	管線長度(公里)	經費(百萬元)
新竹聯合	新竹客雅	3.71	2028-2030	6.75	-
	新竹竹東	0.5	2028	7.74	
	高雄橋頭	3.0	2026	8.7	4952.0
	桃園文青	0.53	完成可行性評估	0.28	1185.0
	桃園中壢	2.2	規劃中	5.2+4.0	2861.0
台中聯合	台中聯合 (福田+文山+ 豐原+烏日)	10.0	完成可行性評估	17.3	11500.0
	嘉義擴大縣治	0.45	可行性評估中	3.3	425.0
	合計	20.39		53.27	20923.0

資料來源：內政部；群益投顧彙整。

群益投顧

62

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

科技造水新選項-海水淡化

- 基於2021年台灣遭遇百年大旱，政府於2023年將海水淡化開發納入水資源經理計畫重大策略，初期先規畫新竹、台南海淡廠計畫，後續將規畫嘉義、南高雄、北高雄、台中等海淡廠評估，協助台灣枯水期產水需求，提升用水韌性。



資料來源：水利署；群益投顧彙整。

群益投顧

63

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

執行中的海淡廠工程

- 目前已有台南一期與新竹海淡廠開始施工，預計2028年前完工，推動國統、中鼎等統包商後續工程與維運需求，並隨著未來嘉義、高雄、台中等海淡廠陸續招標，將持續推升相關公司在手訂單規模。

再生水廠	得標廠商	CMD(萬)	預計完工	管線長度(公里)	經費(百萬元)	水價(元/度)
台南一期	國統等	10.0	2028	10.0	20965	11.5
新竹	中鼎等	10.0	2028	9.7	17707	11.5
合計		20.0		19.7	38672	

資料來源：水利署；群益投顧彙整。

群益投顧

64

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

科技造水需求推升水利署中長期預算

- 漏水率持續改善推升水利署既有預算規模，加上已編列的再生水廠、汙水下水道、海淡廠等科技造水需求陸續建置，目前已經看到水利署跨年期計算預算開始向上，預計2026年後水利署跨年期投資達668.13億元，已較2023年前成長92.39%，並在未來隨著更多新建的再生水廠(例如：新竹聯合、台中聯合等)、海淡廠的建置(例如：嘉義、南高雄、北高雄、台中等)，預期後續水利署等國內水資源主管機關預算將持續上升，替國內廠商帶來更多訂單需求。

水利署跨年期計畫						
億元	開源	管理	調度	備援	其他	合計
2023年前	24.83	6.94	24.79	0.00	290.71	347.27
2024年	37.58	5.50	18.34	2.53	96.30	160.25
2025年	67.59	6.17	81.06	14.92	155.72	325.46
2026年後	223.37	0.00	176.61	90.33	177.82	668.13

資料來源：水利署；群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

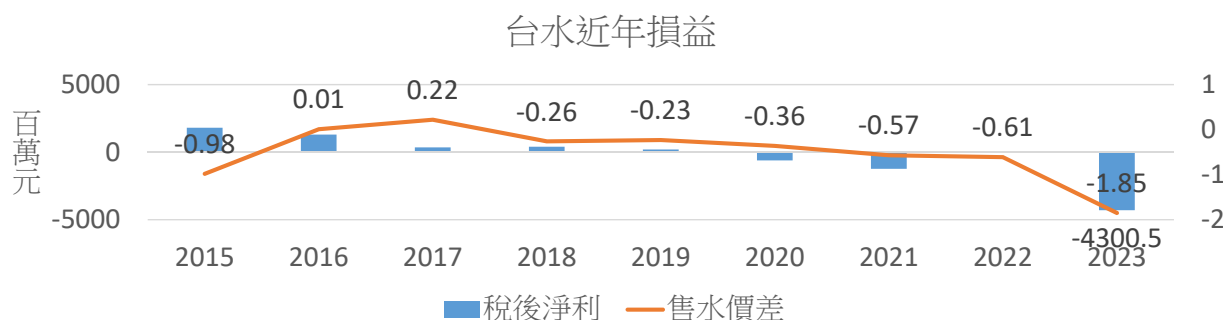
群益投顧

65

水資源開發成本提高、水價長期看漲

- 因新興科技造水(海淡、再生水等)開發成本較高，價格至少高於20元/度，加上2018年起因科技造水需求上升，推升自來水公司成本，但水價自1994年後維持近30年不動，造成台水2023年虧損達43.005億元，隨著未來海淡廠建置後，自來水公司的成本壓力可能持續增加，並受惠傳統用水與科技造水價差收斂後，再度推升科技造水需求與提升自來水公司現金流。

2023年台水售價	2023年台水成本	海淡廠開發成本	再生水開發成本	水庫(人工湖)開發成本	伏流水開發成本
11.06	12.9	30~35	20	12~18	10~65



資料來源：立法院；水利署；台水；群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

66

- 永續經營是水資源的政策支持背景，並訂定多項永續指標，其中，工業區內工廠用水回收率、自來水漏水率已達到2025年目標，但自來水供水普及率、污水處理率仍需仍需持續投入預算才能達到2025年目標。
- 此外，因為近年極端氣候加劇，政府陸續上修二級處理放流水回收再利用率的KPI與新建置海淡廠，作為水源供應的另一個選項。
- 受惠多項水資源永續指標的持續投入，已經明顯提升台灣中長期的水資源預算，預計2026年後水利署跨年期投資達668.13億元，較2023年前成長92.39%，加上部分因為極端氣候加劇而新增的水資源專案(海淡、再生水等)仍未完全編列於預算中，預期後續水利署等國內水資源主管機關預算將持續上升，替國內廠商帶來更多工程訂單與管材需求。
- 重點個股：國統(8936 TT)、雲豹能源(6869 TT)。

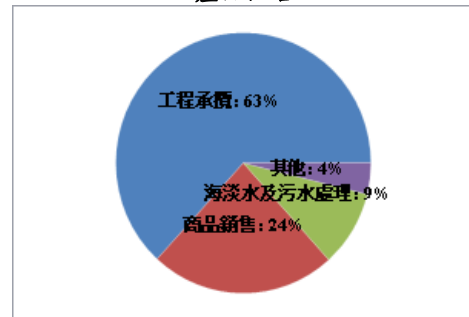
台灣水資源個股簡介

	主要題材	水資源佔比	非水資源佔比
國統 (8936 TT)	國內知名管材製造商，並取得210億元的台南海淡廠工程	100%	0%
山林水 (8473 TT)	取得80億元的楠梓再生水廠工程，以及永康&二林&福田&宜蘭水資中心、新竹污水處理廠	99%	1%
惠民 (6971 TE)	污水處理市占率第一，操作新竹客雅&柳營&大溪&仁德水資中心、仁德&內湖污水廠等	100%	0%
欣陸 (3703 TT)	操作鳳山&臨海&安平再生水廠、淡水&橋頭&埔頂&中壢污水廠等	26%	74%
雲豹能源 (6869 TT)	竹北水資中心、濱江水資中心、迪化街污水處理廠的統包商	17%	83%
中鼎 (9933 TT)	國內知名公共工程承攬商，並取得170億元的新竹海淡廠工程	2%	98%

重點股：國統(8936 TT)

- 國統做為國內少數擁有管材、水資源工程、維運等生產能力的廠商，具備產業領導地位。
- 台南海淡廠統包商，工程進度逐年提升，貢獻營運。

產品組合



單位：百萬元	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	5,246	6,956	8,347	1,337	1,146	1,471	1,194	1,434	1,278	1,647	1,771	2,260
營業毛利淨額	1,344	1,651	1,965	477	307	352	295	390	310	394	419	529
營業利益	1,097	1,373	1,673	424	245	288	242	322	244	330	350	448
稅後純益	837	1,037	1,253	211	175	213	180	269	178	250	265	342
稅後EPS(元)	3.37	4.18	5.05	0.85	0.71	0.86	0.73	1.08	0.72	1.01	1.07	1.38
毛利率(%)	25.62%	23.74%	23.54%	35.64%	26.80%	23.94%	24.70%	27.19%	24.23%	23.93%	23.64%	23.41%
營業利益率(%)	20.92%	19.74%	20.04%	31.74%	21.36%	19.60%	20.30%	22.45%	19.10%	20.05%	19.77%	19.84%
稅後純益率(%)	15.96%	14.90%	15.01%	15.76%	15.28%	14.50%	15.07%	18.75%	13.96%	15.21%	14.99%	15.14%
營業收入YoY/QoQ(%)	26.94%	32.61%	19.99%	21.15%	-14.28%	28.39%	-18.84%	20.05%	-10.84%	28.82%	7.58%	27.55%
稅後純益YoY/QoQ(%)	17.28%	23.81%	20.84%	-14.18%	-16.88%	21.83%	-15.67%	49.39%	-33.61%	40.36%	5.99%	28.90%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本24.81億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

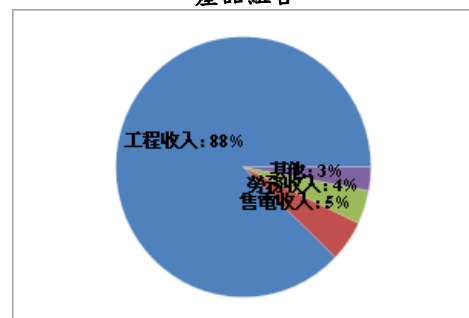
69

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：雲豹能源(6869 TT)

- 在手訂單開始轉化成營收，加上海外事業開始挹注營運，營運將恢復至過往水準。
- 水資源業務已取得迪化汙水處理廠、濱江水資中心等工程統包暨操作標案，陸續貢獻營運。

產品組合



單位：百萬元	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	3,793	9,068	10,557	1,227	1,002	1,013	619	1,159	998	3,169	3,107	1,794
營業毛利淨額	471	1,655	1,802	191	107	189	82	100	163	564	584	344
營業利益	-141	1,032	1,123	86	-15	18	-63	-82	-10	426	414	202
稅後純益	1,133	973	1,023	130	-2	134	7	994	47	370	365	191
稅後EPS(元)	8.22	7.06	7.42	0.94	-0.01	0.97	0.05	7.21	0.34	2.69	2.64	1.39
毛利率(%)	12.42%	18.25%	17.07%	15.21%	10.65%	17.63%	13.85%	8.63%	16.28%	17.81%	18.79%	19.19%
營業利益率(%)	-3.72%	11.38%	10.64%	7.00%	-1.47%	1.77%	-10.14%	-7.03%	-1.03%	13.45%	13.33%	11.24%
稅後純益率(%)	29.87%	10.73%	9.69%	10.56%	-0.20%	13.22%	1.19%	85.70%	4.67%	11.69%	11.74%	10.66%
營業收入YoY/QoQ(%)	-44.08%	139.06%	16.42%	-52.75%	-18.36%	1.14%	-38.97%	87.46%	-13.90%	217.46%	-1.97%	-42.24%
稅後純益YoY/QoQ(%)	11.78%	-14.13%	5.16%	-72.77%	N.A	N.A	-94.52%	13,443.70%	-95.31%	695.05%	-1.52%	-47.53%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本13.79億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

70

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

2Q25航太軍工產業展望

--川普與航太軍工的共伴效應

群益投顧



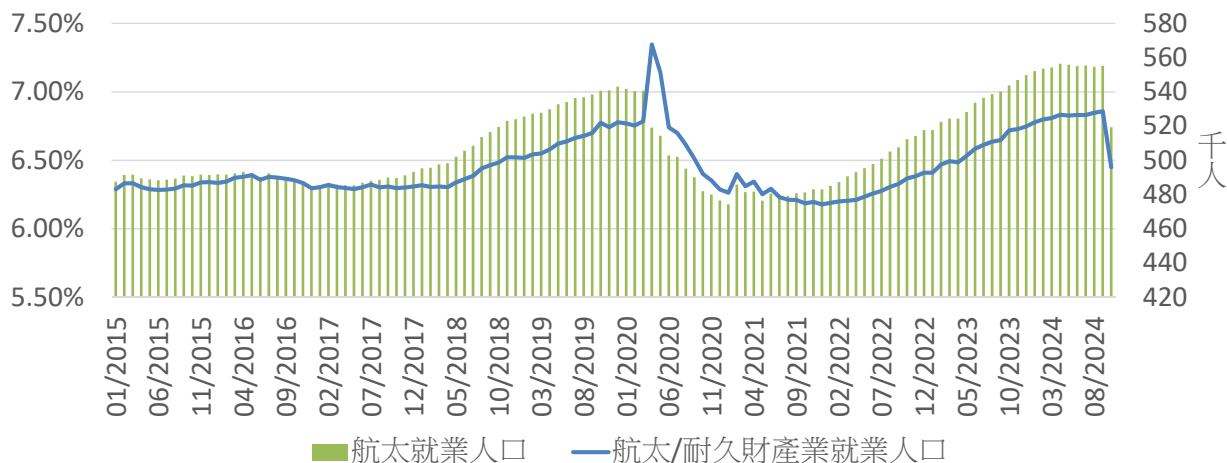
簡報大綱

- 川普上台對於美國航太產業影響
- 航太產業短期營運問題與台廠因應措施
- 川普1.0推升亞太地區國防預算
- 近年台灣國防預算布局重心
- 川普2.0+無人機成為AI應用後，2026年的國防預算焦點將轉向
- 重點股：亞航(2630 TT)、長榮航太(2645 TT)、豐達科(3004 TT)、JPP-KY(5284 TT)、漢翔(2634 TT)

川普執政、有利美國航太景氣復甦

- 過往川普於2017-2021年執政期間，加上產業新型LEAP引擎問世，改善油耗，推升美國航太就業人口最高至54.06萬人、最高占耐久財就業人口的7.35%。
- 隨著川普2.0來臨，製造業再度回美，有利航太景氣復甦。

航太產業就業概況



資料來源：Bloomberg；群益投顧彙整

群益投顧

73

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

波音體系問題逐步解決、靜候復甦

- 受波音與其供應鏈一連串問題影響，2024年新機製造恢復速度不如預期，但隨著問題逐漸解決，研究部預期1H25波音的737MAX產能逐步往38架/月靠攏，並靜待FAA放行後，交機量將突破38架/月的水準。

發生時間	事件
04/13/2023	勢必銳垂直尾翼問題
08/23/2023	勢必銳後壓艙壁緊固件問題
10/12/2023	波音擴大勢必銳產品檢查範圍
01/05/2024	波音艙門剝落
03/01/2024	波音被FAA要求提出90天品質改善計畫
05/30/2024	品質改善計畫結束，波音遞交後續計畫，靜待FAA恢復波音交機量上升規劃
09/13/2024	波音工人罷工
11/12/2024	罷工結束、工人復工

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

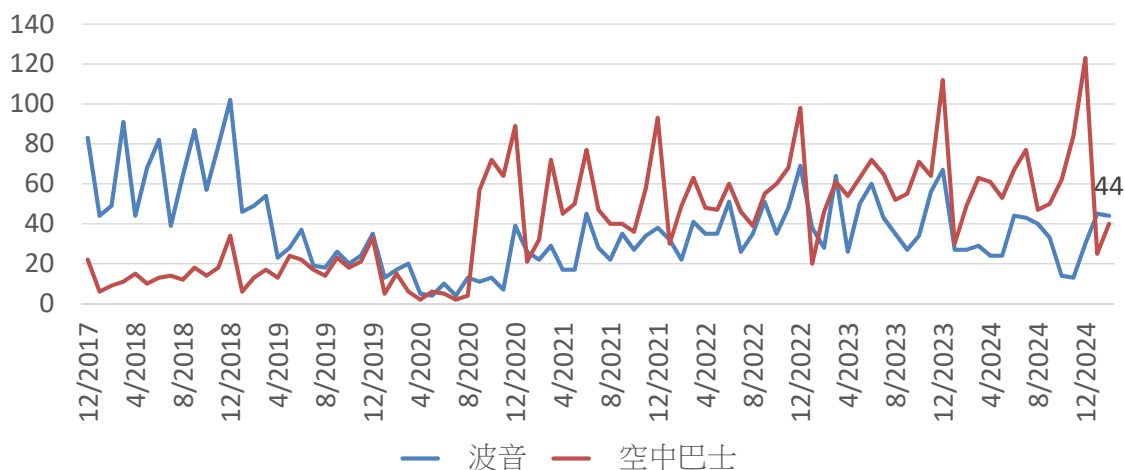
74

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

波音月交機近期概況

- 在2024年一連串事件影響結束後，開始受惠去庫存，02/2025交機量已恢復至44架，恢復到過往交機水準。

航太廠商月交機狀況



資料來源：Bloomberg；群益投顧彙整

群益投顧

75

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

波音法說會展望

- 隨著波音體系交機品質提升，交機量將從2024年的月均29.0架，長期逐步邁向50架水準。

		3Q24	4Q24	1Q25F	2025F	2026F
737系列	10/2024看法	27.3	38(年底)	-	2H25自由現金轉正	建立上升趨勢
	01/2025看法	27.3	12	逐月成長	42(年底)	優於2025年
787系列	10/2024看法	4.7	5(年底)	-	-	
	01/2025看法	4.7	5	5	7(年底)	-

資料來源：波音；群益投顧彙整

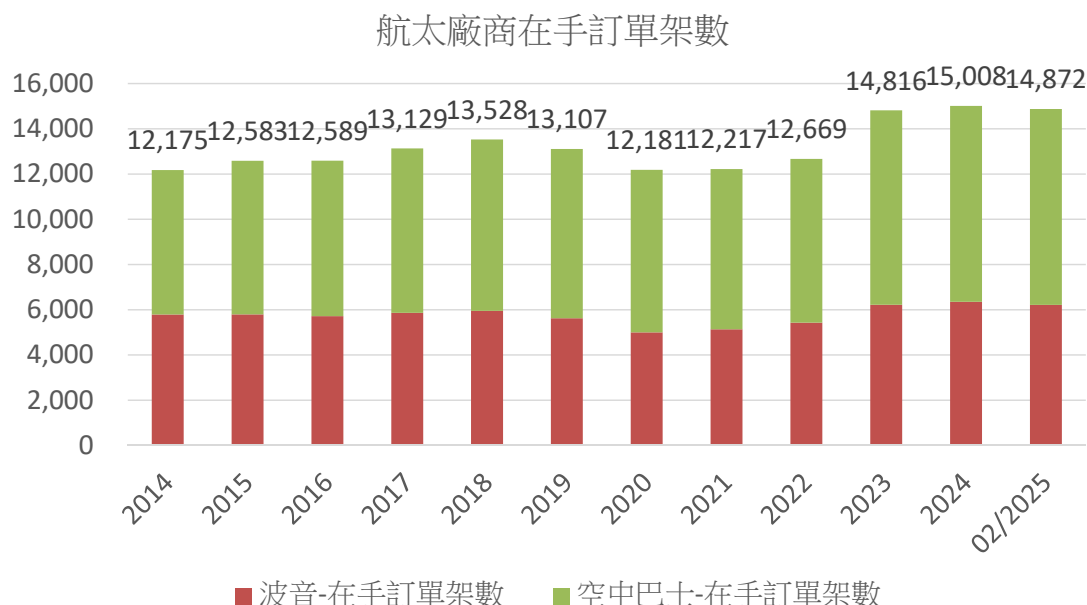
群益投顧

76

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

航太廠商在手訂單創11年新高

- 兩家航空系統整合公司2024年合計在手訂單來到15,008架，創11年新高。



資料來源：Bloomberg；群益投顧彙整

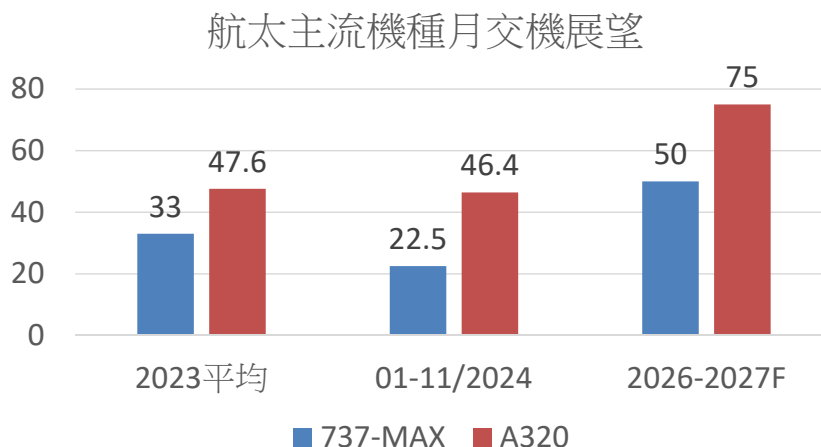
群益投顧

77

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

航太廠商擴產到2027年

- 廠商在手訂單來到近年高點，驅使廠商增產。
- 例如：波音規劃在FAA放行後，預計2025-2026年737-MAX的月產能上升至50架；空中巴士預計2027年A320的月產能上升至75架，波音的737-MAX與空中巴士的A320，產能規畫到2026-2027年，帶動相關供應鏈持續成長。



資料來源：Bloomberg；Boeing；空中巴士；群益投顧彙整

群益投顧

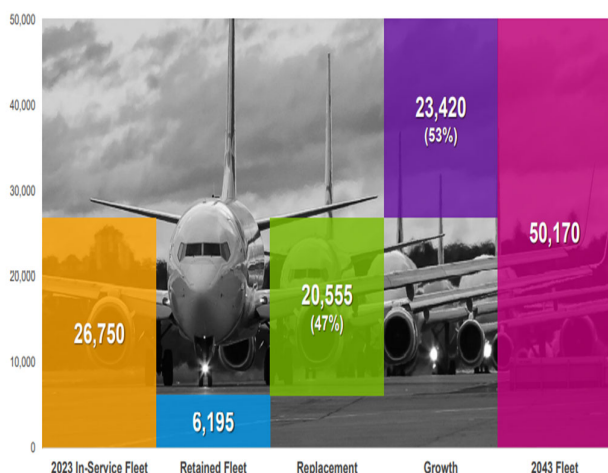
78

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

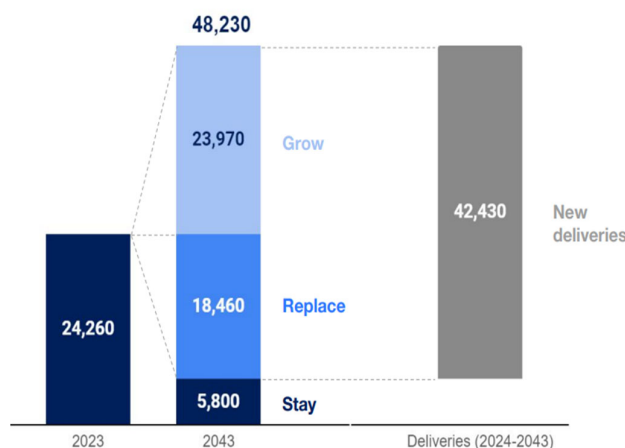
航太廠商樂觀看待未來20年需求

- 因疫後需求復甦與在手訂單持續增加，波音預計到2043年全球共有50,170架的波音飛機，CAGR換算3.19%；空中巴士預計到2043年全球共有48,230架的空巴飛機，CAGR換算3.50%。即航太廠商樂觀看待未來20年需求。

波音2043年交機展望



空中巴士2043年交機展望



資料來源：Boeing；空中巴士；群益投顧彙整

群益投顧

79

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

川普1.0時，波音股價最高上漲176.2%

- 川普1.0期間，波音股價最高漲幅176.2%，直至疫情期間股價才明顯下跌，預期川普2.0也有利波音與相關供應鏈股價上揚。

川普任期波音的股價表現



資料來源：Cmoney；群益投顧彙整。

群益投顧

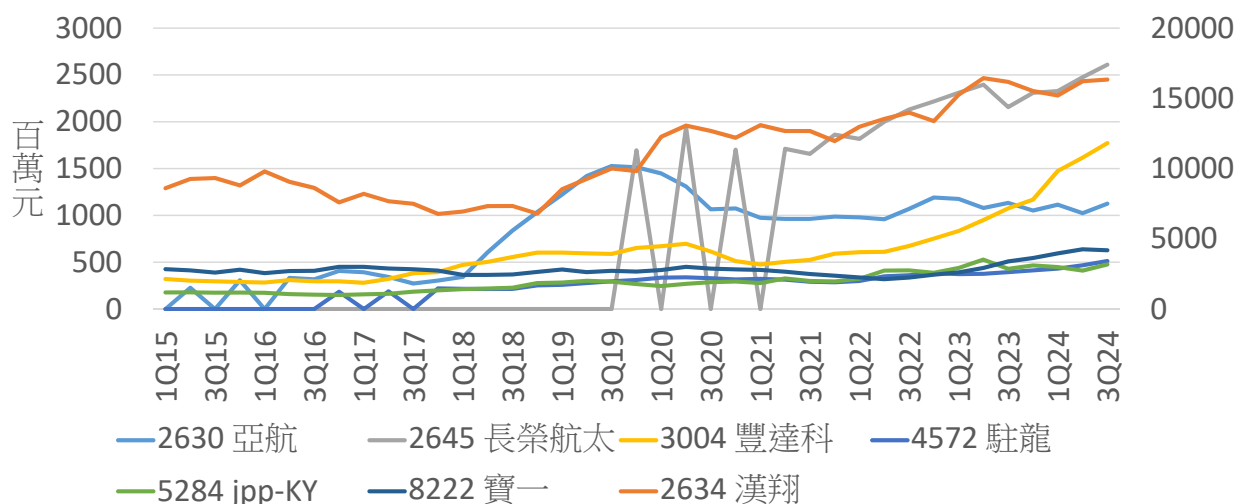
80

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

台灣航太廠商積極囤貨、等待復甦

- 因上游廠商仍有缺料問題，部分原料交期長達1年以上，使得豐達科(3004 TT)、駐龍(4572 TT)、寶一(8222 TT)等廠商積極備料，靜候景氣復甦。

台灣航太個股存貨概況



資料來源：Cmoney；群益投顧彙整

群益投顧

81

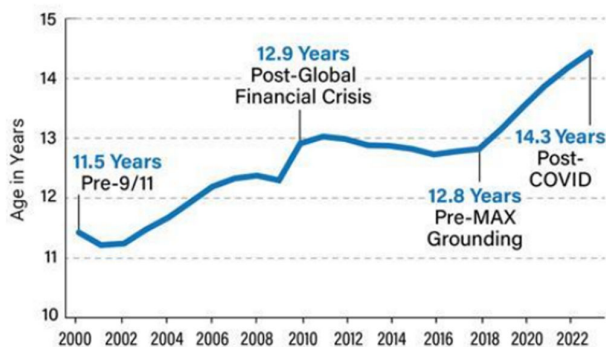
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

先前製造問題，機隊機齡創25年高點

- 因為疫情，造成近年飛機機齡從疫情前的12.8年持續攀升14.3年，提高飛機維修機會，預計未來機隊維護產值CAGR+3.5%，並至2043年產值達1,260億美元。

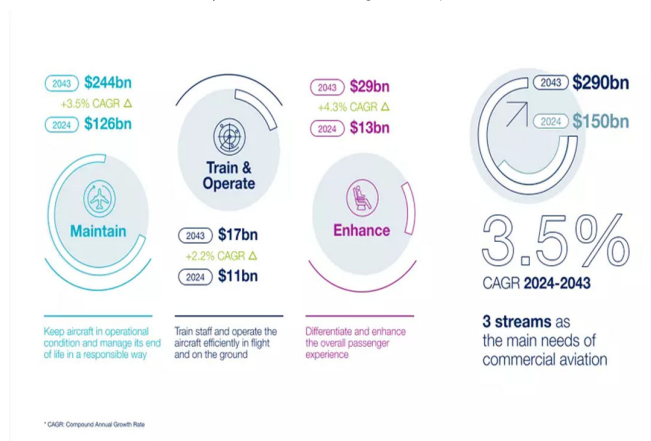
機隊平均機齡

Average Age of Air Transport Fleet



Source: CAPA

2043年航太周邊服務展望



資料來源：CAPA；長榮航太；空中巴士；群益投顧彙整

群益投顧

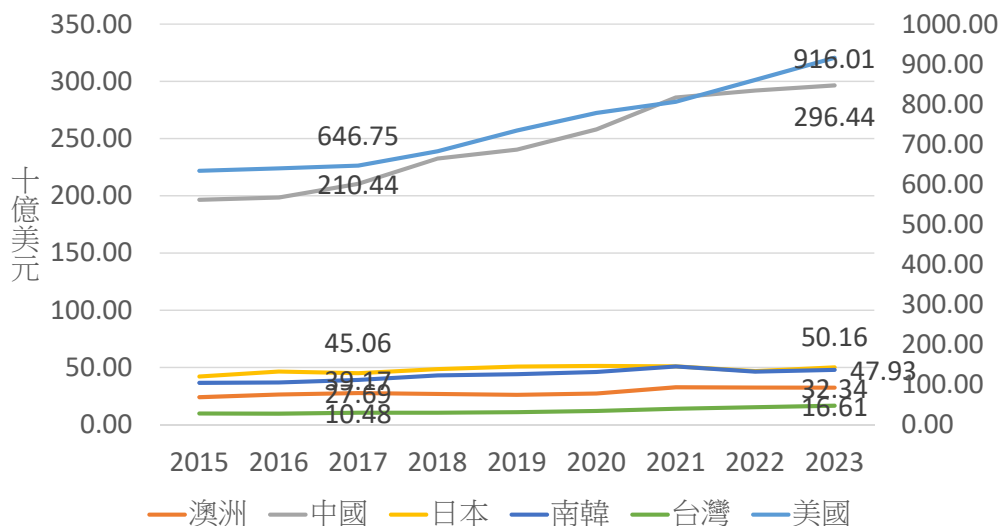
82

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

川普1.0國防預算已明顯上升

- 先前亞太各國已經為了因應美中戰略競爭關係，透過採購、自製軍備逐步增加國防預算，由美國領頭提高軍費支出，CAGR+4.45%。而台灣國防預算已經從2017年的100.48億美元上升至2023年的166.1億美元、CAGR+5.93%。

環太平洋主要國家國防預算



資料來源：斯德哥爾摩國際研究院；群益投顧彙整

群益投顧

83

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

近年國防重點-多款戰鬥機製造採購

- 台灣近年國防預算，主要為勇鷹高教機、F-16V戰鬥機的製造、升級等服務，其中勇鷹高教機為2024年空軍設備支出最大項，佔比47.5%。

專案	2024年預算(億元)	空軍設備支出佔比	目標
海空特別預算	493		自製艦艇與採購飛彈、防空系統等
新式戰機特別預算	453		共購買66架F-16V
勇鷹高教機	125.5	47.5%	共自製66架勇鷹高教機
F-16A/B性能提升	4.9	1.9%	升級F-16A/B系統與武器取得
F-16V遠距精準武器籌購	30.0	11.3%	強化F-16V遠距作戰能力
高高空無人機系統	4.0	1.5%	籌建長滯空、全時段監視、打擊能力的MQ-9B無人機共4架，預期2026年開始分兩批交機

註：2024年國防部空軍一般裝備支出總額為264.4億元
資料來源：國防部；群益投顧彙整

群益投顧

84

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

勇鷹高教機交機展望

- 台灣現有高教機、部訓機因為機齡已高，已經進入淘汰階段，未來由漢翔自製的勇鷹高教機替代，從2017年開始執行勇鷹高教機專案，帶動國內軍工產業成長。
- 2024年國防部編列勇鷹高教機預算125.5億元，預估交機18架，來到交機高峰，2025年起雖然交機量維持高檔，但預算已經開始下滑至61.8億元。

年度	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	期間合計
交機架數	2	8	17	18	18	3	66架
預算(億元)	76.5	64.6	65.5	125.5	61.8	61.8	455.7*

註：勇鷹高教機在2021-2026年交機期間預算455.7億元，整體專案預算為686億元，前後落差為尾款或研發費用。

資料來源：中國空軍；群益投顧彙整

群益投顧

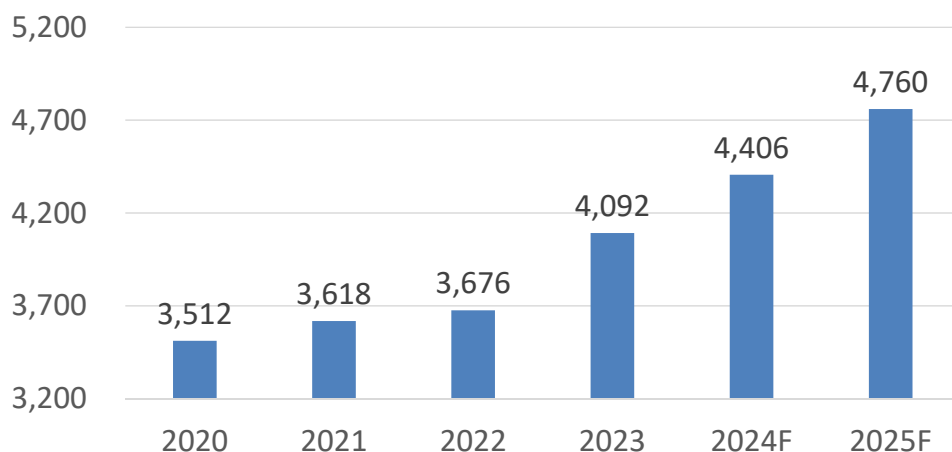
85

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

戰鬥機需求推升台灣國防預算創高

- 因應高教機等製造需求，近年國防預算持續創高，預估2025年預算預計將達4760億元，YoY+8.03%。

近年國防預算



資料來源：國防部；群益投顧彙整

群益投顧

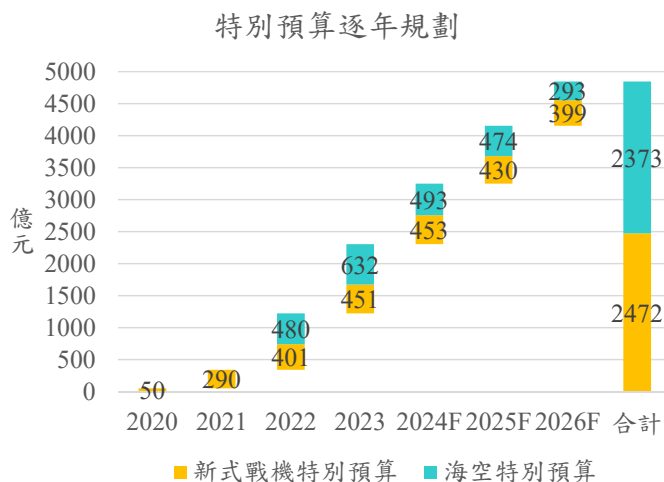
86

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

台灣編列特別預算近五千億元

- 除了因應國防自主之外，為了優化即時性，近年也編列兩筆特別預算，如：新式戰機與海空特別預算，兩筆特別預算合計4,845億元，於2026年前執行完畢，加速籌備台灣國防實力。

特別預算	規模(億元)	預算期間
新式戰機特別預算	2,472	2020-2026
海空特別預算	2,373	2022-2026
合計	4,845	2020-2026



資料來源：國防部；群益投顧彙整

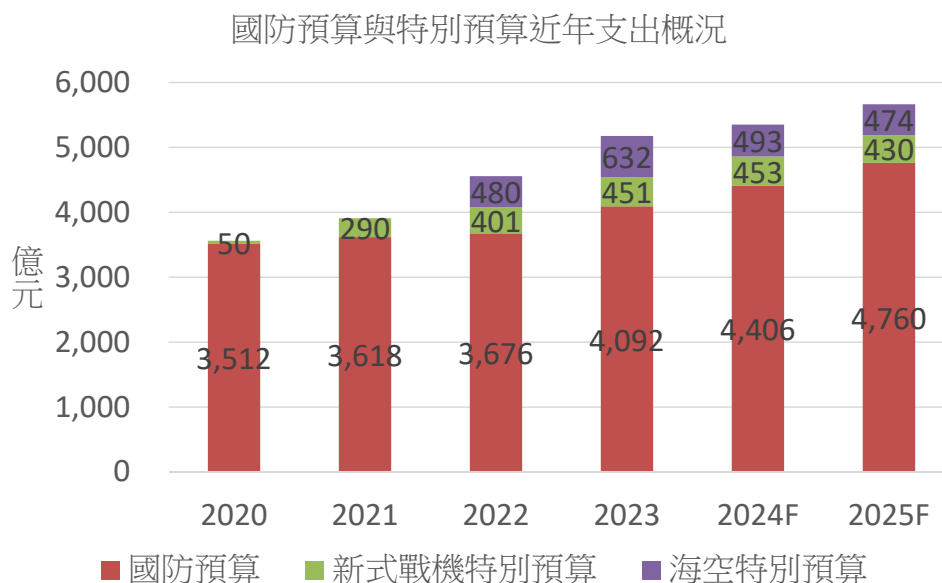
群益投顧

87

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

2025年台灣國防總預算達5,664億元

- 合計一般預算與兩筆特別預算，預計2025年國防總預算達5,664億元，YoY+5.83%。



資料來源：國防部；群益投顧彙整

群益投顧

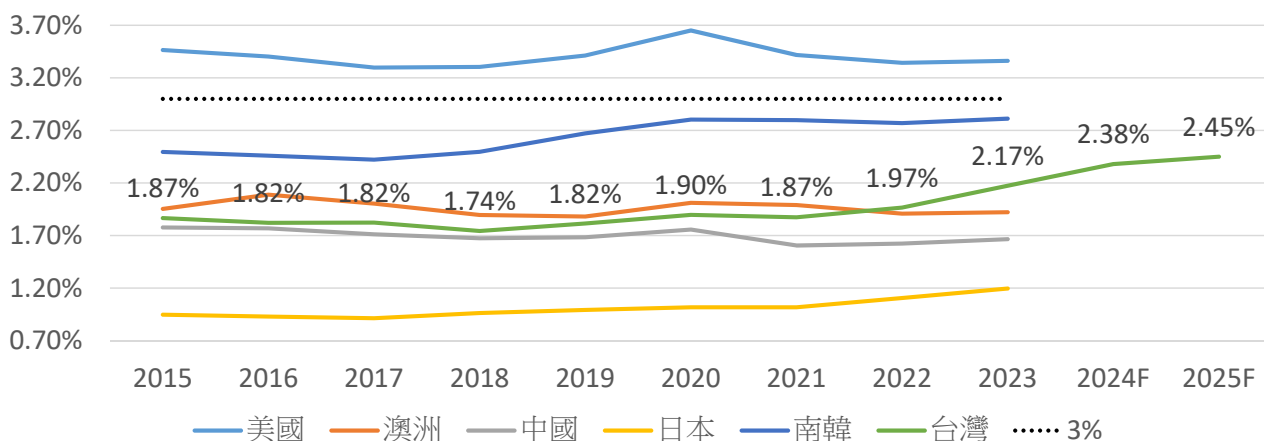
88

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

川普2.0，盟國國防目標GDP 3.0%

- 雖然環太平洋國家國防預算逐年上升，但美國官員皆陸續表示希望台灣、南韓、日本等盟國將國防預算拉高至GDP的3%，而台灣總統與國防部也表示長期希望將國防預算拉至3%，有利2026年後的台灣國防預算持續走揚。

環太平洋國家國防預算/GDP



資料來源：斯德哥爾摩研究院；群益投顧彙整

群益投顧

89

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

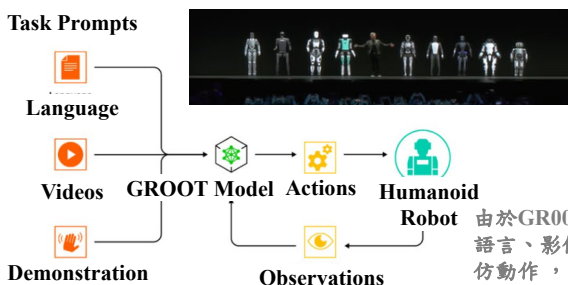
無人機有望成為量產的AI應用

- 黃仁勳於先前GTC大會發表軟硬體整合產品「Project GR00T」，並指出該產品為「創建人形機器人所需的技術」，並強調，「AI本質上就是機器人」。

nVIDIA用於人形機器人的技術GR00T

03/2024 nVIDIA GTC大會發表GB200 Grace Blackwell超級晶片系統、AI軟體(NIM微服務)、Omniverse雲端、Project GR00T(通用型機器人技術)等4個產品。

除展示GPU強大的功能、新一代「Blackwell」運算架構外，也表明以AI技術進軍人形機器人領域，這方面推出的相關產品包括Jetson Thor晶片、模擬平台(Isaac Sim)與人形機器人通用基礎模型(GR00T)。



GR00T係包括機器人所需的電腦和AI系統、生成式AI軟體，在該模型中，乃透過AI晶片提供算力，讓機器人學習各種狀態的應對，此外若遭遇事先無程式設定的狀況，機器人亦可立即自行學習解決。

由於GR00T驅動的機器人能理解自然語言、影像，透過觀察人類行為來模仿動作，以及進一步強化能力。

資料來源：nVIDIA、IEK(05/2024)，群益投顧彙整

群益投顧

90

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

2026年後國防重點，無人機 潛艦 通訊

- 雖然當前國防預算以戰鬥機採購製造為主，但隨著高教機預算即將結束、採購F-16V等特別預算將於2026年結案，預計下一周期的國防重點將轉向潛艦、無人機、通訊等其他產品，在國軍長期計畫中，預估2026年以後潛艦預算較2023年以前成長335.19%、無人機預算成長2695.56%、通訊預算成長109.16%。

國軍跨年期計畫							
(億元)	飛彈	通訊	無人機	防彈背心	陸軍	潛艦	戰鬥機
2023年以前	1,725.5	93.9	9.0	12.7	240.6	766.2	1,673.6
2024年	186.1	62.2	50.4	5.0	25.9	232.5	222.4
2025年	361.6	80.4	170.7	3.8	106.5	260.3	141.7
2026年以後	1,399.7	196.4	251.6	5.3	190.3	3,334.4	1,189.9

資料來源：國防部；群益投顧彙整

群益投顧

91

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

台灣航太軍工個股(一)

	個股	簡介
戰機	漢翔(2634 TT)	受國防高教機缺料，營運遞延，預期未來缺料問題將改善。並擔任台灣卓越無人機海外商機聯盟主席。
	亞航(2630 TT)	過往業務以軍機維修為主，近年與碳基合作取得銳鳶二代的無人機試產標，未來將持續開發FOG等新產品。
民航	駐龍(4572 TT)	最大客戶為波音供應商-勢必銳，並於疫情期間積極開發新產品，靜候民航交機復甦。
	豐達科(3004 TT)	近期取得普惠引擎認證，成為全球4大航太引擎供應商之一，並於馬來西亞設廠，積極開發新產品。
	寶一(8222 TT)	最大客戶為引擎廠商賽峰，因先前缺工、缺料問題，目前正積極趕工出貨。
	榮剛(5009 TT)	航太用鋼產能滿載，規劃2H25新產能投產，完善產品組合。
	精剛(1584 TT)	歐洲占比持續提升，未來也將擴大全球布局，打入美國、日本國防及航太剛材市場。
防彈背心	八貫(1342 TT)	近年積極拓展防彈背心、航太逃生梯等利基型產品，已取得新一輪歐美標案訂單。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

92

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

台灣航太軍工個股(二)

	個股	簡介
無人機	中光電(5371 TT)	轉投資「中光電智能機器人」訂單來源有二，(1)軍用商規產品，(2)ODM訂單，其中，軍用商規產品08/2024取得微型1,485架、監偵型1,552架的標案，於2H24、2025年貢獻營收；至於ODM訂單多數來自美國客戶，主要鎖定當地警消相關「美國國防授權法案(NDAA)」衍生商機，近日據傳美中貿易戰將擴及無人機，美國政府有意立法禁止大疆、道通智能2家中國業者出口至美國，「中光電智能機器人」亦有機會受惠。
	雷虎(8033 TT)	近期展示FPV自殺式無人機，並成功整合國內無人機供應鏈，可生產出100%台灣製造的無人機及零組件，為國軍與歐美潛在客戶提供無人機產品。
	長榮航太(2645 TT)	維修業務穩定，軍用商規產品獨拿4億元的艦載型無人機訂單。
	邑錡(7402 TT)	與雷虎合作生產無人機雲台、雙光相機模組等零組件，並積極布局美國軍工市場。
	隴華(2424 TT)	開發輕薄衛星傳輸設備用於無人機產品。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

93

台灣航太軍工個股(三)

	個股	簡介
AI+民航	jpp-KY(5284 TT)	伺服器產業耕耘有成，2024年取得AI新產品訂單，並於2H24起陸續出貨。
	晟田(4541 TT)	與漢翔共同生產引擎機匣，受惠半導體先進製程需求，2Q24起高毛利率半導體設備訂單開始出貨。
	百德(4563 TT)	先前受波音營運影響成長幅度，靜待波音恢復生產，此外預估2025年投入半導體設備，對碳化矽、氮化矽、氮化鎵進行雷射加工研究。
	千附精密(6829 TT)	與漢翔共同生產引擎機匣，並預計1Q25開始出貨歐系半導體檢測設備。
潛艦	台船(2208 TT)	過往為海鯤級潛艦的設計廠商，未來將受惠海鯤級潛艦進入量產後的訂單規模。
	龍德造船(2630 TT)	承接中科院沱江艦量產訂單，並進行無人船的海外研發計劃。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

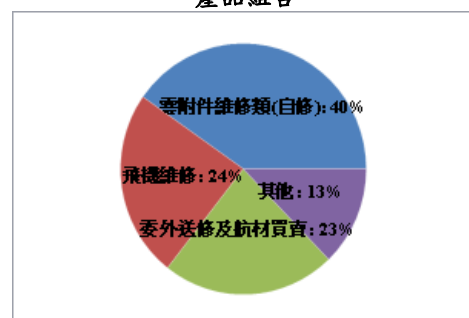
94

- 隨著波音問題逐漸改善後，加上川普執政帶動製造業回流美國，穩定航太就業市場，使得11年新高的在手訂單將在未來轉換成營收，有利波音營運與股價表現。
- 因應航太上游原物料出貨期間1年以上、下游波音營運即將復甦，豐達科(3004 TT)、駐龍(4572 TT)、寶一(8222 TT)等台廠目前正積極備料，等待復甦。
- 川普1.0時期，由美國領頭驅動日本、南韓、台灣等環太平洋國家國防預算開始上升，促使台灣進行勇鷹高教機、F-16V等戰鬥機完成採購生產。
- 川普2.0時期，美國與台灣相關官員紛紛表示希望相關國家再度拉高國防預算至GDP的3.0%，有利未來國防預算持續走揚。加上黃仁勳提及無人機未來可能成為能量產化的AI終端應用後，有望驅使2026年後台灣的國防預算重點從過往的戰鬥機，轉向成無人機、潛艦、通訊產品。
- 重點个股：亞航(2630 TT)、長榮航太(2645 TT)、豐達科(3004 TT)、jpp-KY(5284 TT)、漢翔(2634 TT)。

重點股：亞航(2630 TT)

- 銳二等軍規無人機新一輪訂單預計在2026年投標。
- 國防預算擴大投入，有望推升額外的無人機需求。
- 2025年新產品投入研發，營運略為修整。

產品組合



單位：百萬元	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	5,200	5,322	5,641	1,289	1,260	1,265	1,402	1,272	1,121	1,337	1,432	1,433
營業毛利淨額	462	463	527	109	111	127	117	108	106	141	106	110
營業利益	197	181	251	44	53	59	49	37	37	73	36	35
稅後純益	141	129	185	32	39	42	32	28	27	49	27	26
稅後EPS(元)	0.67	0.62	0.89	0.15	0.18	0.20	0.15	0.13	0.13	0.23	0.13	0.12
毛利率(%)	8.89%	8.70%	9.34%	8.45%	8.82%	10.02%	8.31%	8.47%	9.45%	10.58%	7.37%	7.69%
營業利益率(%)	3.80%	3.39%	4.45%	3.39%	4.18%	4.66%	3.51%	2.87%	3.30%	5.46%	2.50%	2.43%
稅後純益率(%)	2.70%	2.42%	3.29%	2.46%	3.06%	3.31%	2.31%	2.18%	2.44%	3.65%	1.91%	1.78%
營業收入YoY/QoQ(%)	6.92%	2.35%	6.00%	8.82%	-2.20%	0.35%	10.85%	-9.25%	-11.93%	19.29%	7.08%	0.10%
稅後純益YoY/QoQ(%)	146.16%	-8.30%	43.73%	-39.16%	21.62%	8.74%	-22.62%	-14.44%	-1.60%	78.76%	-43.99%	-6.66%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本20.94億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

重點股：長榮航太(2645 TT)

- 子公司-長異08/2024發生檢驗問題後，於2H24陸續認列召回成本。
- 2024年製造部門與多間子公司受波音問題，營運嚴重受到影響，預期2025年隨著波音問題解決，營運將明顯復甦。
- 本業維修棚廠營運穩定，具備高現金股利發放率題材。

產品組合



單位：百萬元	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	16,285	18,009	19,553	3,740	3,698	3,984	4,028	4,575	4,144	4,492	4,640	4,733
營業毛利淨額	3,120	3,773	4,101	536	727	752	892	749	865	940	975	994
營業利益	2,431	2,972	3,268	399	572	588	742	528	678	744	760	790
稅後純益	1,837	2,415	2,981	273	509	503	402	423	552	608	622	632
稅後EPS(元)	4.90	6.45	7.96	0.73	1.36	1.34	1.07	1.13	1.47	1.62	1.66	1.69
毛利率(%)	19.16%	20.95%	20.98%	14.32%	19.67%	18.87%	22.14%	16.38%	20.86%	20.93%	21.00%	21.00%
營業利益率(%)	14.93%	16.51%	16.71%	10.66%	15.48%	14.76%	18.43%	11.55%	16.36%	16.56%	16.39%	16.69%
稅後純益率(%)	11.28%	13.41%	15.24%	7.30%	13.76%	12.63%	9.98%	9.25%	13.31%	13.54%	13.41%	13.36%
營業收入YoY/QoQ(%)	10.17%	10.59%	8.57%	-5.06%	-1.12%	7.72%	1.11%	13.57%	-9.41%	8.39%	3.29%	2.01%
稅後純益YoY/QoQ(%)	0.22%	31.43%	23.45%	-56.45%	86.46%	-1.15%	-20.08%	5.22%	30.40%	10.24%	2.32%	1.63%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本37.46億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

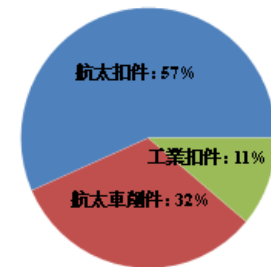
97

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：豐達科(3004 TT)

- 隨著波音逐步復甦，推升豐達科的營運增速。
- 2H25新廠開出，因應航太長期需求。

產品組合



單位：百萬元	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	3,502	4,221	4,990	864	835	866	868	932	878	884	1,079	1,380
營業毛利淨額	970	1,169	1,402	246	235	244	228	262	236	239	300	394
營業利益	468	568	732	111	122	113	107	126	111	104	146	207
稅後純益	376	461	592	97	104	94	71	106	83	85	121	171
稅後EPS(元)	6.87	8.43	10.82	1.76	1.90	1.72	1.31	1.94	1.52	1.56	2.22	3.13
毛利率(%)	27.69%	27.70%	28.09%	28.49%	28.15%	28.20%	26.25%	28.16%	26.88%	27.05%	27.82%	28.56%
營業利益率(%)	13.36%	13.46%	14.67%	12.80%	14.56%	13.09%	12.28%	13.53%	12.63%	11.74%	13.55%	15.02%
稅後純益率(%)	10.74%	10.92%	11.86%	11.17%	12.46%	10.88%	8.22%	11.40%	9.45%	9.64%	11.26%	12.42%
營業收入YoY/QoQ(%)	14.04%	20.54%	18.22%	8.34%	-3.32%	3.74%	0.22%	7.36%	-5.83%	0.72%	22.05%	27.91%
稅後純益YoY/QoQ(%)	22.23%	22.61%	28.40%	11.49%	7.86%	-9.47%	-24.23%	48.80%	-21.94%	2.72%	42.59%	41.11%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本5.47億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

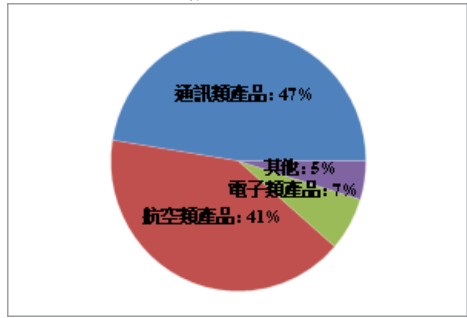
98

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：jpp-KY(5284 TT)

- 考量jpp-KY航太客戶應收帳款問題全數認列。
- AI伺服器產品已於4Q24開始出貨，加上2025年航太營運恢復成長動能，預期2025年將正式重回成長期。

產品組合



單位：百萬元	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	2,388	3,022	3,324	484	603	471	615	699	708	760	803	751
營業毛利淨額	817	1,012	1,110	145	212	146	199	261	238	255	268	251
營業利益	180	571	625	69	-99	39	115	125	132	157	161	121
稅後純益	49	457	500	3	-60	11	24	75	106	128	130	94
稅後EPS(元)	0.97	8.99	9.83	0.06	-1.19	0.22	0.47	1.47	2.08	2.51	2.55	1.84
毛利率(%)	34.22%	33.50%	33.40%	30.04%	35.13%	30.92%	32.40%	37.26%	33.61%	33.61%	33.41%	33.40%
營業利益率(%)	7.54%	18.90%	18.80%	14.32%	-16.40%	8.30%	18.65%	17.87%	18.61%	20.66%	20.09%	16.13%
稅後純益率(%)	2.06%	15.14%	15.05%	0.68%	-10.03%	2.37%	3.88%	10.68%	14.98%	16.84%	16.15%	12.48%
營業收入YoY/QoQ(%)	6.17%	26.53%	10.01%	-24.98%	24.60%	-21.87%	30.73%	13.64%	1.20%	7.35%	5.72%	-6.51%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-87.67%	828.93%	9.41%	-97.71%	N.A	N.A	113.64%	213.02%	41.97%	20.72%	1.37%	-27.75%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本5.09億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

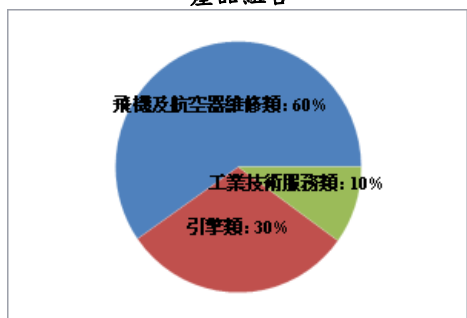
99

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

重點股：漢翔(2634 TT)

- 高教機進入量產後期，後續靜待國防預算擴大投入，推升新一輪的軍工新產品需求。

產品組合



單位：百萬元	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	39,338	41,030	39,307	9,640	10,576	8,802	8,639	11,321	9,608	10,347	10,497	10,577
營業毛利淨額	3,724	4,080	4,032	1,262	1,088	956	725	955	947	1,026	1,048	1,059
營業利益	2,218	2,546	2,483	710	769	622	429	399	647	653	708	539
稅後純益	2,168	2,261	2,210	269	804	571	245	548	589	605	599	467
稅後EPS(元)	2.30	2.40	2.35	0.29	0.85	0.61	0.26	0.58	0.63	0.64	0.64	0.50
毛利率(%)	9.47%	9.94%	10.26%	13.09%	10.28%	10.86%	8.39%	8.44%	9.85%	9.92%	9.99%	10.01%
營業利益率(%)	5.64%	6.21%	6.32%	7.37%	7.27%	7.07%	4.96%	3.52%	6.73%	6.31%	6.74%	5.10%
稅後純益率(%)	5.51%	5.51%	5.62%	2.79%	7.60%	6.48%	2.84%	4.84%	6.13%	5.85%	5.71%	4.42%
營業收入YoY/QoQ(%)	0.61%	4.30%	-4.20%	-3.40%	9.71%	-16.77%	-1.86%	31.05%	-15.13%	7.68%	1.45%	0.76%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-2.60%	4.27%	-2.23%	-59.24%	199.11%	-29.03%	-57.02%	123.38%	7.50%	2.78%	-1.07%	-21.98%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本94.19億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

100

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

半導體特用化學品產業

--台積電供應鏈在地化商機

研究部
3/14/2025

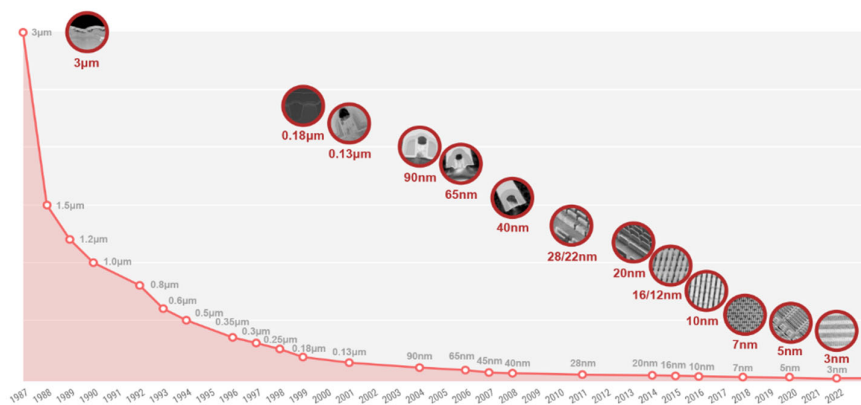
群益投顧



簡報大綱

- 隨著半導體產業持續朝向先進製程發展，特用化學品的需求將持續增長
- 半導體關鍵製程材料為寡占市場，台積電積極推動供應鏈在地化。
- 台積電全球擴廠時，台廠有望跟隨台積電切入海外供應鏈
- 重點个股：新應材(4749 TT)、上品(4770 TT)、東聯(1710 TT)。

先進製程材料需求加速增長



製程節點	量產時間	主要應用領域	技術特點
5奈米	2020年	智慧手機、HPC	FinFET結構，性能提升20%
3奈米	2022年	AI、5G、汽車電子	優化FinFET，功耗降低15%
2奈米	2025年（預計）	AI、HPC、先進行動裝置	GAA技術，密度提升35%以上

二奈米將量產，採用GAA技術

台積電2奈米（N2）技術開發依照計劃進行並且有良好的進展。N2技術採用第一代奈米片（Nanosheet）電晶體技術，提供全製程節點的效能及功耗進步，預計於民國一百一十四年開始量產。

主要客戶已完成2奈米矽智財設計，並開始進行驗證。台積電並發展低阻值重置導線層、超高效能金屬層間電容以持續進行2奈米製程技術效能提升。

台積電N2技術於民國一百一十四年開始量產時，將成為業界在密度和能源效率上最為先進的半導體技術。台積電N2技術採用領先的奈米片電晶體結構，其效能及功耗效率皆提升一個世代，以滿足節能運算日益增加的需求。N2及其衍生技術將因我們持續強化的策略，進一步擴大台積電公司的技術領先優勢。



台積電2奈米製程的主要生產基地將位於晶圓二十廠

- 2023年8月台積電高雄楠梓園區正式改為建置2奈米先進製程產線，原本28奈米廠工程在經過重新修改廠房設計後重新動工，預計將於2025年量產，量產曲線預計與3奈米製程相似。
- 高雄P1廠即將完工，預計2025年1月搬進機台設備，1Q25開始營運，正式進入2奈米製程世代。P2廠緊接著將於3Q25開始營運，由於高雄P1和P2廠建廠迅速，P3廠進度較原先超前。
- 2奈米製程首批客戶是蘋果，輝達、超微、高通與聯發科等未來也將陸續採用

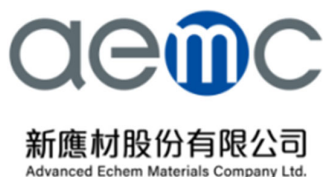
預估二奈米產能逐季成長

廠區/產線	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	2025年底 月總產能	2026年 Q1 月總產能	2026年Q3 後月總產 能
寶山 Fab20 P1	2.5-3萬 (量產)									
高雄 Fab22 P1	1月小量風 險試產	3,000- 3,500(試 產)		2.5-3萬 1萬						
寶山 Fab20 P2		機台進駐	3,000- 3,500		2.5-3萬					
高雄 Fab22 P2			機台進駐	3,000- 3,500		2.5-3萬				
高雄 Fab22 P3				機台進駐	3,000- 3,500		2.5-3萬			
月總產能 (預估)	2.5-3萬	2.8-3.35 萬	3.1-3.7萬	4.1-4.7萬	6.6-7.7萬	8.8-10.35 萬	11-13萬	4.1-4.7萬	6.6-7.7萬	11-13萬

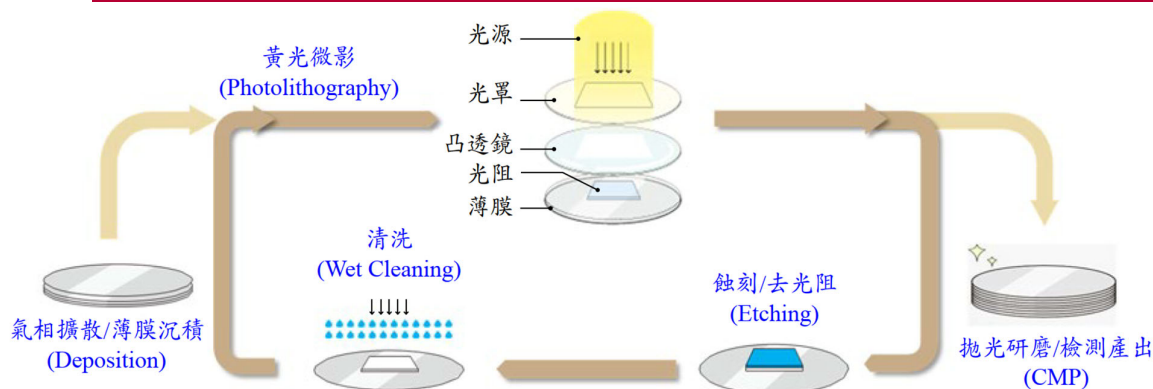
- 高雄P1廠分A、B兩區，A區12/2024開始裝機，目前進入試產；半導體業設備供應鏈傳出，B區03/2025開始裝機，估計4月底到5月之間可完成裝機，接續展開試產。
- 3/4/2025報載，供應鏈傳高雄P1廠4月起將投片量產，初期約3000片，投片量逐季增加，預計到2025年底，P1廠月量產二奈米製程產能規模將上看1萬片。
- 未來2奈米製程總產能可能上看18萬片，除寶山與高雄共六座廠外，也可能調度部分南科廠區空間供2奈米製程使用。規劃推出N2P製程技術，為2奈米家族延伸，預計2026下半年量產。

供應鏈在地化驅動成長

- 台積電在地採購目標，預計 2030 年將原物料的在地採購比例提高到 50%，零組件提高到 68%，後端設備提高到 38%
- 為實現這些目標，台積電積極輔導台灣本土的關鍵原物料供應商升級其技術和品質，成功推動光阻劑供應鏈的在地化，截至 2022 年 4 月，台灣第一家 EUV 光阻劑廠已生產超過一千瓶 EUV 光阻劑。
- 台灣的特用化學品公司，如長春石化、三福化工、永光化學、上品綜合工業、台灣特用化學品、新應材等，都受益於台積電的在地化策略，並積極擴展其在先進製程領域的能力。



- 根據工研院產科國際所的分析，2024 年台灣半導體產值將突破新台幣 5 兆元，年增長達 22%，超越全球市場平均表現。
- 隨著電晶體尺寸不斷微縮，製程複雜度也隨之提升，對特用化學品的純度、品質和穩定性要求也越來越高。在 2 奈米製程中，台積電導入GAA 架構和背面供電技術，製程難度的推升，光罩數量增加，都需要特用化學材料來支持。
- 半導體有五大製程（黃光、蝕刻、擴散、薄膜、化學機械研磨），製程工序而一顆晶片可能會需要經過百道甚至超過一千道工序黃光顯影次數大幅提升，配套之化學材料用量增加。



資料來源：工研院。

- 清洗(Cleaning)：去除晶圓表面的微粒、有機物、金屬離子等各種污染物。
- 光刻(Lithography)：將電路圖案轉移到晶圓表面。常用特用化學品包括：光阻劑 (Photoresist)、顯影劑 (Developer)、光阻去除劑 (Photoresist Stripper)。
- 蝕刻(Etching)：根據光刻形成的圖案，選擇性地移除晶圓表面的特定材料。
- 薄膜沉積 (Thin Film Deposition)：在晶圓表面形成特定厚度和性質的薄膜。
- 離子佈植 (Ion Implantation)：將特定種類的離子注入晶圓，改變其導電性。
- 化學機械研磨 (Chemical Mechanical Polishing, CMP)：將晶圓表面平坦化，以利後續製程。

氣體化學品

分類	製程/用途	主要氣體種類
大宗氣體	清洗、助燃、防氧化	F ₂ 、N ₂ 、He、H ₂ 、O ₂ 、Ar、CO ₂ 、C ₂ H ₂
	化學氣相沉積(CVD)	SiH ₄ 、Si ₄ Hg、SiHCl ₃ 、H ₂ SiCl ₂ 、ClF ₃ 、NF ₃ 、TEOS、GeH ₄
	雷射(Laser)氣體(曝光機台所用)	Ar/F ₂ /Ne、Kr/F ₂ /Ne、He、Ne Mix
特殊氣體	蝕刻(Etching)	C ₄ F ₆ 、C ₄ F ₈ 、C ₃ F ₈ 、CF ₄ 、CHF ₃ 、SF ₆ 、NF ₃ 、CO、BCl ₃ 、SiF ₄ 、CH ₂ F ₂
	摻雜(Doping)	AsH ₃ 、PF ₃ 、PF ₅ 、BF ₃ 、PF ₅
	擴散(Diffusion)	POCl ₃ 、B ₂ H ₆
	離子植入(Implant)	SiF ₄ 、PF ₃ 、AsH ₃ 、PH ₃ 、B ₂ H ₆ 、BF ₃ 、PF ₅ 、GeF ₄

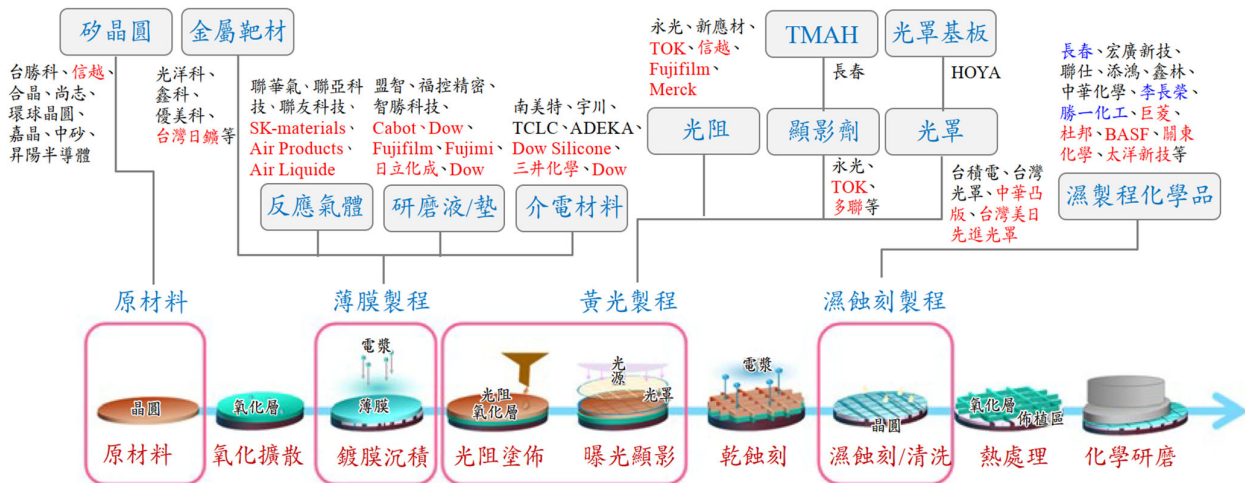
- 黃光顯影製程涉及多種特殊氣體，包括矽烷系列、清洗/蝕刻氣體和離子植入相關氣體：
- 矽烷系列氣體：用於化學氣相沉積(CVD)，主要供應商包括Shin-Etsu Chemical、REC Silicon和ACE Gases。Shin-Etsu以高純度和穩定供應聞名。
- 清洗/蝕刻氣體：如CF₄和CHF₃，主要供應商包括Air Products、Praxair (Linde) 和 Air Liquide。
- 離子植入氣體：如磷化氫(PH₃)和砷化氫(AsH₃)，供應商包括Air Products和 Showa Denko。

液體化學品

化學品名	用途
H ₂ SO ₄ /H ₂ O ₂ /H ₂ O (SPM)	常用於去除有機污染物
HF	當作二氧化矽蝕刻製程的蝕刻劑及清洗晶片表面金屬污染物
NH ₄ OH/HF/H ₂ O	緩衝溶液來蝕刻二氧化矽層
NH ₄ OH/H ₂ O ₂ /H ₂ O (APM)	去除微粒子與有機污染物
HCl/H ₂ O ₂ /H ₂ O (HPM)	去除晶圓表面的金屬污染物
Developer	光阻顯影液，提供各種正負光阻之顯影液
Thinner	光阻稀釋劑，讓光阻液於晶片表面達到最佳之均勻塗佈
IPA (異丙醇)	去除晶圓表面水分

- 濕式化學品包括顯影液、蝕刻液、去光阻液和清洗液，主要用於清潔和蝕刻。
- 主要供應商：BASF、DuPont、Merck、Fujifilm Electronic Materials，BASF和DuPont在市場中佔據領先地位。
- 市場佔比：北美市場佔2022年45.8%，亞太地區增長迅速，特別是中國和日本。價格和
- 毛利率：價格範圍為50-200美元/升，毛利率估計為35%-45%。

IC製造前段製程材料廠商結構



資料來源：工研院產科國際所

- **紅色**：外商駐台設廠供應。
- **藍色**：將隨台積電赴美設廠。

半導體光阻劑分類(依據曝光光源)

光阻種類	G-line / I-line	KrF	ArF	EUV
市佔率	15%	36%	46%	3%
產品單價	<100美元/Gal	100~1,000美元/Gal	>1,000美元/Gal	>1,000美元/Gal
毛利率(估計)	40~50%	45~55%	50~60%	55~65%
光源波長	436nm、365nm	248nm	193nm	13.5nm
製程線寬	≥250nm	250~130nm	130~32nm 45~7nm	≥ 7nm
主要應用製程	6吋晶圓	8吋/12吋晶圓	12吋晶圓	12吋晶圓
全球主要供應商	JSR 35% TOK 20% Dow Chem 15% Merck 10% Fujifilm 8% 永光 新應材	TOK 29% Shin Etsu 19% JSR 17% Dow Chem 14%	JSR 27% Shin Etsu 21% TOK 16% Sumitomo Chem 16% Fujifilm 7%	JSR 24% Shin Etsu 23% TOK 22% Sumitomo Chem 16% Fujifilm 9%

- 資料來源：日本富士總研、TEHCET、Digitimes
- 毛利率預估：<https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/photoresist-market/companies>
- 技術水準指標重點如下：
- Critical data：蝕刻後保留圖案的光阻材料寬度，CD越低材料等級越高
- Film Thickness：光阻材料越厚越難保持蝕刻均勻，FT越高且CD不變的材料等級越高

關鍵材料寡占，進口替代是趨勢

關鍵材料	第一大供應商全球市占			第二大供應商全球市占			第三大供應商全球市占			前三市占	全球市場(M USD)
EUV 光阻	東京應化(日)	42.7%	-台1	信越化學(日)	33.2%	-台1	JSR(日)	14.7%		90.6%	80.4
ArF 光阻	JSR(日)	26.2%		信越化學(日)	21.8%	-台1	東京應化(日)	15.8%	-台1	63.8%	894
KrF 光阻	東京應化(日)	31.7%	-台1	DuPont(美)	21.7%		信越化學(日)	20.8%	-台1	74.2%	605.9
G/I line光阻	東京應化(日)	26.0%	-台1	DuPont(美)	18.9%		JSR(日)	17.1%		62.0%	355.4

資料來源：工研院；群益投顧彙整

- 全球光阻劑市場由日本和美國公司主導，前五大廠商佔據約 87% 的高度集中市場。四大日本公司（JSR、TOK、信越化學和 Fujifilm）合計佔據 72.5% 的市場份額 88。高解析度 KrF/ArF 半導體光阻劑的核心技術由日本和美國公司掌握。
- 更先進的EUV光阻劑市場則完全由日本廠商主導，東京應化(TOK)、信越化學、JSR是市場領導者，前三大合計市占率達到90.6%。
- 價格和毛利率：EUV光阻價格較高（約500-1000美元/公斤），毛利率估計為55-65%。
- 國際供應商多在台灣設廠，但台積電在地化推動之下，台灣本地廠商有機會切入先進製程。**若在建廠初期切入，之後被替代的可能性非常低。**

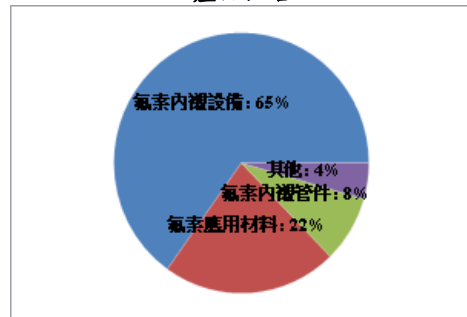
結論

- 隨著半導體產業持續朝向先進製程發展，特用化學品的需求將持續增長，在 AI、高效能運算和 5G 等新興應用的帶動下，高品質、高純度的特用化學品需求持續增長。
- 半導體關鍵製程材料為寡占市場，台積電積極推動**供應鏈在地化**，以提升供應鏈的穩定性和降低成本。台積電 ESG 報告指出，2030年目標是在地化採購比率達原物料 50%、零配件 68%、後端設備達 38%。供應鏈在地化衍生出相關耗材商機，例如特用化學品、特殊氣體等。
- 台積電全球擴廠時，美國、日本供應商具備在地供應優勢，技術門檻高的關鍵材料，才有望跟隨台積電切入海外供應鏈。
- 重點個股：新應材(4749 TT)、上品(4770 TT)、東聯(1710 TT)。

重點股：上品(4770 TT)

- 1Q25在手訂單約40億元，預期1H25保持穩定成長，毛利率有望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。

產品組合



單位：百萬元	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	6,457	6,780	8,001	1,288	1,479	1,589	1,772	1,617	1,213	1,455	1,965	2,147
營業毛利淨額	2,630	2,651	3,203	635	668	660	679	623	461	562	776	852
營業利益	2,004	2,005	2,543	476	534	509	510	452	304	403	612	686
稅後純益	1,733	1,697	2,146	386	490	400	422	420	259	342	517	579
稅後EPS(元)	21.66	21.22	26.82	4.82	6.12	5.00	5.28	5.25	3.24	4.28	6.46	7.24
毛利率(%)	40.73%	39.10%	40.04%	49.30%	45.16%	41.53%	38.30%	38.54%	38.00%	38.64%	39.48%	39.68%
營業利益率(%)	31.04%	29.58%	31.78%	36.91%	36.07%	32.03%	28.75%	27.96%	25.06%	27.70%	31.15%	31.96%
稅後純益率(%)	26.83%	25.03%	26.82%	29.95%	33.12%	25.20%	23.82%	26.00%	21.38%	23.52%	26.30%	26.96%
營業收入YoY/QoQ(%)	13.44%	5.00%	18.00%	4.34%	14.81%	7.40%	11.57%	-8.76%	-25.00%	20.00%	35.00%	9.28%
稅後純益YoY/QoQ(%)	2.94%	-2.05%	26.41%	0.64%	26.94%	-18.27%	5.43%	-0.41%	-38.31%	31.97%	51.01%	12.00%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本8.00億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

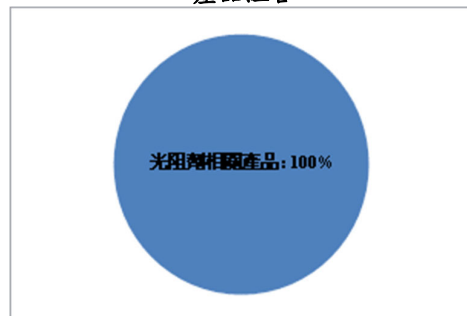
115

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：新應材(4749 TT)

- 2025-2026年將隨2nm產能開出大幅成長：3奈米製程持續增加：新應材在3奈米製程中已有多項產品導入量產，預計2025年將持續受惠於3奈米製程的需求增加。
- 2奈米製程開始量產：預計2奈米將於2H25開始量產，新應材的洗邊劑 (EBR) 和底部抗反射層 (BARC) 已打入2奈米供應鏈。
- 高雄廠二期完工：高雄廠二期預計於2024年底完工，並於2025年送半導體大廠驗證，預計可於2026年初正式量產。KrF光阻材料預計最快於2026年底開始出貨給晶圓廠。

產品組合



單位：百萬元	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	3,322	4,186	6,069	N.A	692	858	857	915	967	1,025	1,076	1,118
營業毛利淨額	1,205	1,628	2,467	N.A	207	326	323	349	372	397	420	439
營業利益	631	939	1,640	N.A	88	192	166	184	200	222	245	272
稅後純益	719	976	1,660	N.A	173	196	156	194	210	232	254	279
稅後EPS(元)	7.76	10.54	17.93	N.A	1.87	2.11	1.68	2.10	2.27	2.51	2.75	3.01
毛利率(%)	36.28%	38.90%	40.65%	N.A	29.98%	38.04%	37.66%	38.10%	38.44%	38.79%	39.06%	39.27%
營業利益率(%)	18.99%	22.44%	27.03%	N.A	12.76%	22.44%	19.38%	20.10%	20.66%	21.69%	22.80%	24.31%
稅後純益率(%)	21.64%	23.31%	27.36%	N.A	25.00%	22.81%	18.17%	21.24%	21.74%	22.66%	23.63%	24.96%
營業收入YoY/QoQ(%)	40.50%	26.00%	45.00%	N.A	N.A	23.97%	-0.12%	6.83%	5.62%	6.00%	5.00%	3.91%
稅後純益YoY/QoQ(%)	125.81%	35.72%	70.16%	N.A	N.A	13.11%	-20.43%	24.88%	8.07%	10.49%	9.50%	9.77%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本9.26億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

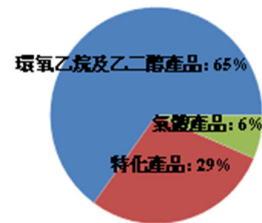
116

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：東聯(1710 TT)

- 東聯計劃三年完成轉型，目標EPS達2.5-3.0元，毛利率提升至三成。2024年整體稼動率約為60%-70%，產品乙二醇(EG)佔營收約六成為最大，未來三年目標將EG營收比重降至10%，轉而全力推動特化產品發展。
- 2Q25起高純度鋰電池電解液(HPEC)出貨，再加上CO2進入旺季，2Q25營收預計呈現季增年增。HPEC將在2Q開始量產，預期2025全年營收逐季成長。

產品組合



單位：百萬元	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	23,785	26,660	29,326	5,086	5,155	6,497	6,534	5,599	6,249	6,562	6,890	6,959
營業毛利淨額	1,094	1,622	2,229	88	226	333	406	130	325	407	442	449
營業利益	-71	406	998	-160	-24	15	96	-158	29	102	134	140
稅後純益	20	334	849	-140	23	15	52	-70	16	84	114	119
稅後EPS(元)	0.02	0.38	0.96	-0.16	0.03	0.02	0.06	-0.08	0.02	0.10	0.13	0.13
毛利率(%)	4.60%	6.08%	7.60%	1.73%	4.39%	5.12%	6.21%	2.32%	5.20%	6.20%	6.41%	6.45%
營業利益率(%)	-0.30%	1.52%	3.40%	-3.14%	-0.47%	0.24%	1.46%	-2.83%	0.47%	1.56%	1.95%	2.01%
稅後純益率(%)	0.08%	1.25%	2.90%	-2.74%	0.45%	0.23%	0.79%	-1.25%	0.25%	1.29%	1.66%	1.71%
營業收入YoY/QoQ(%)	14.26%	12.09%	10.00%	-3.47%	1.36%	26.03%	0.58%	-14.32%	11.62%	5.00%	5.00%	1.00%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-92.48%	1,568.96%	154.62%	N.A	N.A	-34.74%	238.33%	N.A	N.A	432.59%	35.20%	4.51%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本88.57億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

117

2Q25傳產投資主軸

產業	主軸	重點個股
原物料	俄烏戰爭將至尾聲，下半年原物料需求持續回溫，散裝及鋼鐵產業兼具基本面及題材面	裕民(2606 TT)、新興(2605 TT)、中航(2612 TT)、中鋼(2002 TT)、中鴻(2014)、大成鋼(2027)、允強(2034 TT)。
水資源	順水推舟的永續水資源政策	國統(8936 TT)、雲豹能源(6869 TT)。
航太軍工	國防預算持續增加有利航太軍工	亞航(2630 TT)、長榮航太(2645 TT)、豐達科(3004 TT)、JPP-KY(5284 TT)、漢翔(2634 TT)。
半導體特化	台積電供應鏈在地化商機	新應材(4749 TT)、上品(4770 TT)、東聯(1710 TT)。

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

118

投資評等及免責聲明

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 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

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。