

頌勝科技材料 (7768 TT) PVI

頌以匠心，勝以遠見

未評等

收盤價 (2025/03/27) : --

簡明損益表

年初至12月(千元)	2022	2023	2024
營業收入	1,831,122	1,639,092	1,921,588
營業毛利	781,507	675,904	888,151
營業利益	266,075	92,359	254,944
稅後淨利	244,974	74,174	238,318
EPS (元)	2.83	0.90	4.42
YoY			
營業收入	3.7%	-10.5%	17.2%
營業利益	7.8%	-65.3%	176.0%
稅後淨利	-9.0%	-69.7%	221.3%
獲利比率			
毛利率	42.7%	41.2%	46.2%
營業利益率	14.5%	5.6%	13.3%
稅後利益率	13.4%	4.5%	12.4%

陳娟娟

Chuanchuan.Chen@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

- ◆ **PU 配方、產品技術研發為頌勝主要利基，公司為目前國內唯一能供應半導體晶圓廠 CMP Pad 之廠商。**
- ◆ **展望 2025 年，傳統醫療鞋墊持續提供穩定現金流，CMP Pad 隨主力客戶晶圓廠擴張，公司市佔率成長空間大。**
- ◆ **中長期 AI/HPC 應用成熟帶動先進封裝相關設備耗材需求強勁，供應鏈在地化亦提供後續成長動能。**

頌勝為目前國內唯一能供應半導體晶圓廠 CMP Pad 之廠商

頌勝專注於 PU 配方、產品，應用自醫療保健鞋墊延伸至半導體 CMP 研磨墊、周邊耗材及綠色環保接著劑等，前者主要供應全球最大廠 Dr.Scholl's 為公司提供穩定現金流，後者則為營運主要成長動能。公司競爭優勢在於開發 PU 材料、專利設計，且因供應鏈驗證時間長加上客戶 cost down 要求，為國內唯一能提供半導體研磨墊之廠商。2024 年半導體研磨墊由杜邦、英特格、Fujibo 寡佔市場約八成，公司市佔率 3-4%，主要客戶包括台灣及中國晶圓廠。隨著主力客戶晶圓、先進封裝廠擴張，市佔率成長空間大。

先進製程封裝導入 CMP 製程，半導體業務成長強勁

隨製程演進，CMP 所需要研磨拋光道數將提升，先進封裝亦導入 CMP 製程，用於 Interposer TSV 對位、拋光、平坦化，以利後續多層晶片堆疊。隨著 AI/HPC 新興應用帶動半導體先進封裝、新材料開發及內容價值提升，加上台積電持續擴大海外廠相關投資、中國新晶圓廠陸續開出，對原材料亦具推升效果。根據 24 Market Reports 預估 2023-2030 年 CMP 研磨墊市場 CAGR 約 6.1%，公司隨著主力客戶產能擴張、市佔率提升，2024 年半導體業務成長 37%，大幅優於產業成長率，預期 2025 年半導體亦將強勁增長。

客戶產能擴張、新增產線帶動 2025 年營收成長雙位數

2024 年營收年增 17%至 19.2 億元，營收占比為半導體 56%、運動醫療 36%、原物料 9%；EPS 年增 391%至 4.42 元。2025 年主要成長來自 1) 晶圓廠產能擴張，包括主力中國客戶擴產約 4 成、晶圓大廠 CoWoS 產能倍增；2) 此外建立 CMP Soft Pad 新產線，未來有機會取代外商擴大相關應用；3) 醫療運動業務庫存調整最差狀況已過，逐步恢復動能，預估 2025 年將重回增長軌道。整體而言 2025 年營收有望增長雙位數、毛利率趨勢向上，而中長期先進製程、自主供應鏈為半導體設備耗材主要二大成長動能。

頌勝為目前國內唯一能供應半導體晶圓廠 CMP Pad 之廠商

頌勝科技成立於 1984 年，前身為久昌化工行，以 PU 配方及產品的技術研發起家，主要從事化工原料(PU 發泡料)及 PU 專用機械設備製造與買賣；1992 年成立久陞昌企業有限公司，專注功能性健康鞋墊的開發與生產；於 2002 年跨足半導體領域，成立智勝科技股份有限公司，專注於開發生產電子零組件、半導體晶片研磨耗材生產與國際貿易、製造輸出業等。頌勝科技目前主要營運項目分為三大主軸：1) 化學原料產業；2) 健康與醫療產業；3) 半導體 CMP 研磨墊和周邊耗材。

圖 1：主要產品



CMP研磨墊和週邊耗材



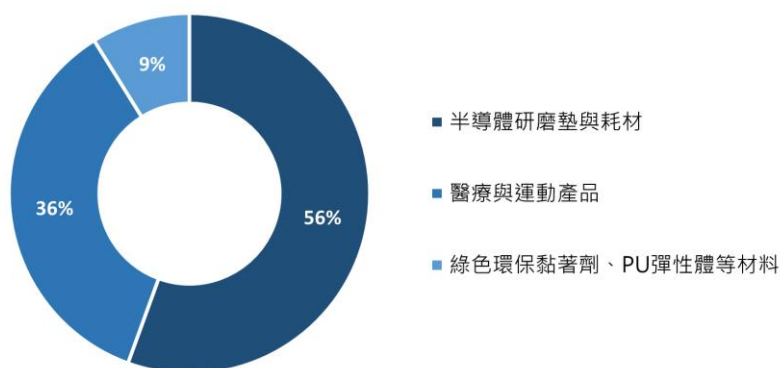
醫療保健與運動產品



綠色環保接著劑

資料來源：公司資料

圖 2：2024 年營收占比



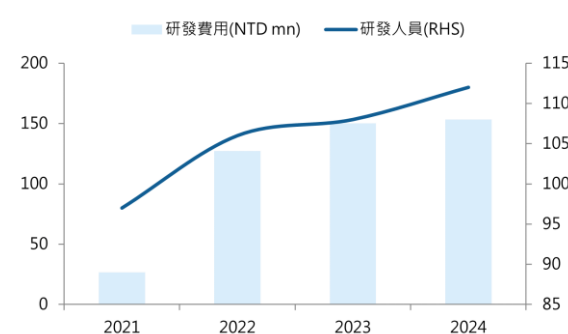
資料來源：公司資料、元大投顧

由上游原料至下游產品，掌握一條龍之自主研發、生產

公司以 PU 配方及產品的技術研發起家，自行掌握原料之核心技術及配方，早期主要應用由醫療保健鞋墊、運動滑板延伸至半導體 CMP 研磨墊、周邊耗材及綠色環保接著劑等，公司目前為國內唯一有能力提供半導體級研磨墊之廠商，主要競爭優勢在於從最上游 PU 材料掌握、自主開發、專利設計等。

行業進入門檻包含品質要求、驗證時間長、客戶 cost down 要求等。頌勝在跨入半導體領域後積極佈局專利建立技術壁壘，並且切入原先由前三大外商杜邦、英特格、Fujibo 寡佔約 8 成市佔率的 CMP Pad 市場。公司擁有百人研發團隊及研發中心，目前公司研發人員佔比達 25%，並積極與設備商合作開發生產機台，滿足客戶之客製化研磨墊需求。由原料至產品的一條龍生產、累積多年的技術配方、全面的專利佈局使得頌勝在目前的半導體 CMP 研磨墊市場取得一席之地。

圖 3：智勝(頌勝子公司)歷年研發費用



資料來源：公司資料

圖 4：頌勝專利佈局

國家	總數	發明	新型
台灣	61	52	9
美國	39	39	0
中國	36	26	10
新加坡	1	1	0
韓國	1	1	0
總計	138	119	19

資料來源：公司資料、元大投顧

半導體先進封裝、新材料開發趨勢有利公司營運向上

公司 CMP Pad 主要客戶包含中國及台灣晶圓廠，隨著 AI/HPC 新興應用帶動半導體先進封裝、新材料開發及內容價值提升，搭配中國新晶圓廠陸續開出，對原材料亦具推升效果。根據 24 Market Reports 預估 2023-2030 年 CMP 研磨墊市場 CAGR 約 6.1%，公司跟隨著主力客戶產能擴張、市佔率提升，2024 年營收年增 17%至 19.2 億元，其中半導體業務成長 37%，大幅優於產業成長率，亦為公司主要成長動能來源。預期 2025 年半導體將持續強勁增長，帶動營收成長雙位數，中長期動能來自於因應客戶需求新增之產線、研發中心擴充。

傳統 PU 部門最差狀況已過，將重返成長軌道

醫療運動部門最大客戶為美國醫療保健鞋墊龍頭品牌商，該客戶在全球市佔率達近兩成。根據 Mordor Intelligence，預估 2024-2029 年 PU 市場規模複合年成長率為 5.4%，其中汽車、鞋類、家具等消費用途在疫情後顯著復甦，頌勝醫療運動部門過去受運動滑板庫存調整影響，近兩年呈現衰退趨勢，然最差狀況已過，預期 2025 年恢復成長軌道，預估個位數增長。綠色環保黏著劑、PU 彈性體主要產品為汽車避震及防撞 PU 發泡、空氣過濾 PU 密封件，近期公司 PU 材料已獲得全球第一大濾芯、濾材等淨水設備的代工大廠訂單，2025 年將逐步放量。

圖 5：頌勝合併綜合損益表

NT\$仟元	2021	2022	2023	2024
營業收入	1,765,493	1,831,122	1,639,092	1,921,588
營業成本	1,072,917	1,049,615	963,188	1,033,437
營業毛利	692,576	781,507	675,904	888,151
營業費用	445,727	515,432	583,545	633,207
營業利益	246,849	266,075	92,359	254,944
營業外收益及支出	53,648	47,739	17,023	69,821
稅前淨利	300,497	313,814	109,382	324,765
所得稅費用	31,329	68,840	35,208	86,447
本期淨利	269,168	244,974	74,174	238,318
調整後每股盈餘(元)	6.39	2.83	0.90	4.42

資料來源：TEJ、元大投顧

圖 6：頌勝合併資產負債表

NT\$仟元	2021	2022	2023	2024
流動資產	1,273,352	1,385,350	1,513,454	1,648,663
現金及約當現金	486,259	378,881	538,382	608,680
應收票據及帳款	403,640	365,701	303,991	345,875
存貨	360,147	390,593	373,288	340,581
非流動資產	977,128	993,779	929,608	975,017
不動產、廠房及設備	693,268	727,389	708,242	699,523
其他非流動資產	283,860	266,390	221,366	275,494
資產總額	2,250,480	2,379,129	2,443,062	2,623,680
流動負債	969,511	1,039,161	1,275,877	1,310,624
短期借款	574,719	607,098	879,765	859,653
合約負債 - 流動	2,773	1,202	1,515	2,515
應付帳款	194,558	165,486	138,619	142,548
其他應付款	145,322	174,628	185,578	230,793
其他流動負債	52,139	90,747	70,400	75,115
非流動負債	273,209	216,913	213,604	202,601
長期借款	104,197	83,003	110,747	82,122
遞延所得稅負債	0	1,318	1,287	29,906
租賃負債 - 非流動	157,082	130,693	101,570	90,573
負債總額	1,242,720	1,256,074	1,489,481	1,513,225
權益	1,007,760	1,123,055	953,581	1,110,455
普通股股本	100,000	519,920	519,920	519,920
資本公積	0	390,466	350,126	291,960
保留盈餘	88,066	76,866	70,927	269,883
其他權益	0	-1,718	-716	6,163
負債與權益總額	2,250,480	2,379,129	2,443,062	2,623,680

資料來源：TEJ、元大投顧

圖 7：頌勝合併現金流量表

NT\$仟元	2021	2022	2023	2024
本期純益	300,497	313,814	109,382	324,765
折舊及攤提	71,338	81,778	99,539	97,596
其他	-301,605	-43,517	9,591	-21,264
營運活動之現金流量	70,230	352,075	218,512	401,097
資本支出	-104,290	-88,276	-36,743	-54,615
其他資產變動	-131,141	-232,006	-36,219	-60,011
投資活動之現金流量	-235,431	-320,282	-72,962	-114,626
短期借款增加	259,207	27,197	272,624	-20,824
短期借款減少	-5,645	-2,868	1,254	-120
發行現金股利	-128,452	-184,628	-83,188	-103,984
現金增資	97,009	53,985	0	0
其他調整數	6,544	-38,131	-168,220	351,893
融資活動之現金流量	228,663	-144,445	22,470	226,965
匯率影響數	725	5,274	-8,519	10,792
本期產生現金流量	64,187	-107,378	159,501	70,298
自由現金流量	-34,060	263,799	181,769	346,482

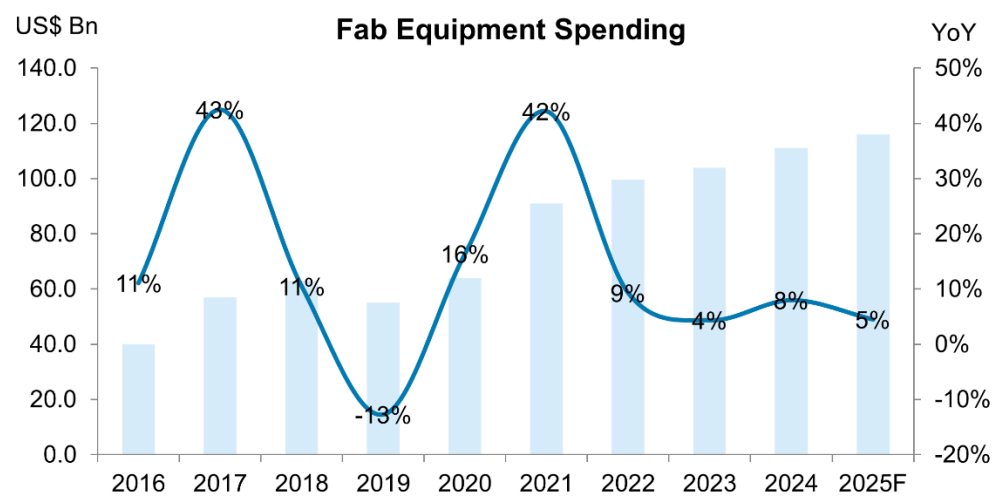
資料來源：TEJ、元大投顧

庫存調整進入尾聲，2025 年全球半導體設備有望重返高峰

2024 年隨半導體庫存調整結束，整體產業逐步走出低谷，預期 2025 年全球晶圓廠設備支出將迎來高峰，年增 5% 達 1,160 億美元，其中投資主要來自 12 吋晶圓廠，投資金額將年增 10% 達 650 億美元，全球晶圓廠產能近一步年增 11%；記憶體投資金額將年減 3% 至 330 億美元，全球產能則年增 3%。

據 SEMI 資料，2023 年全球半導體設備總銷售額衰退 1.4% 至約 1,059 億美元，2024 年重返成長趨勢，設備銷售額年增 7% 達 1,128 億美元，預估 2025/2026 年將分別年增 8%/15% 至 1,215/1,394 億美元。晶圓廠設備銷售也將於 2025/2026 年分別年成長 8%/11%。

圖 8：2025 年全球晶圓廠設備支出將年增 5%

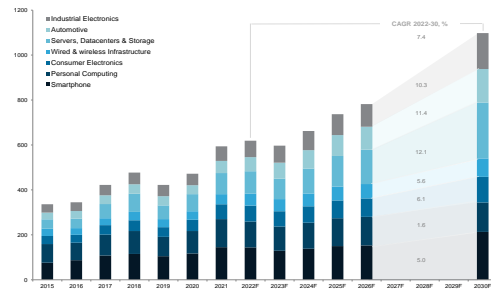


資料來源：SEMI、元大投顧整理

先進製程、供應鏈在地化仍為大勢所趨

近年來，數位轉型帶動 AI、HPC、5G、車用應用趨勢更為成熟，帶動先進製程/封裝相關設備/材料需求強勁，半導體晶圓廠與設備廠多看好先進製程趨勢及創新應用之成長潛力，台積電最新宣布加碼 1,000 億美元在美國投資興建三座新晶圓廠、兩座先進封裝廠，以及一間研發中心，整體在美投資金額高達 1,650 億美元；ASML 亦受惠先進製程演進，2020-2025F 年營收年複合增長率將達 20%，且高階曝光機仍持續供不應求，預期 2025 年 EUV 出貨目標較目前成長約 80% 以上。此外，近年因產能吃緊、地緣政治等因素所造成的晶片斷鏈，已促使世界各國開始重視自主供應鏈之建立，並積極推動補貼政策，盼建立更具彈性之供應鏈。展望中長期，本中心認為先進製程、自主供應鏈將成為推升半導體設備之重要成長動能。

圖 9：2020-30 年半導體終端應用成長概況



資料來源：元大投顧整理

圖 10：各國積極推動補貼政策

國家	研發投資獎勵	租稅優惠	建廠補助
美國	●	●	●
中國	●	●	
歐盟	●		
日本	●		●
韓國	●	●	
印度	●		●
台灣	●	●	

資料來源：MIC、元大投顧

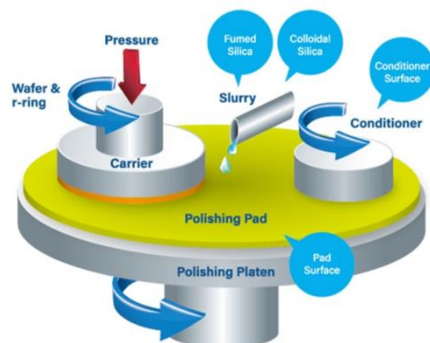
製程微縮大幅增加 CMP 步驟道數，帶動鑽石碟及 CMP 耗材用量提升

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。

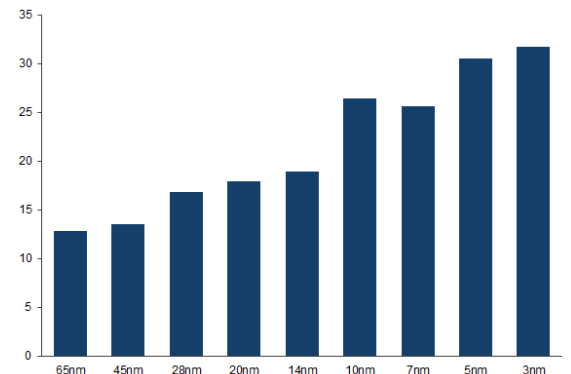
隨製程不斷微縮，CMP 為新電晶體構造與新封裝型態的重要製程，從 45nm 節點需求的十多層佈線，加倍至 7nm 節點的二十多層佈線。長期來看，隨製程持續微縮化，品質要求日漸提高，**CMP 步驟數將提升**，且每個機台對於研磨用到的化學品或零組件要求都有**客製化趨勢**的需求，將使打磨/研磨平坦化產值提升，帶動 CMP 設備與耗材需求增加。

圖 11：CMP 製程



資料來源：機械工業網、元大投顧

圖 12：先進製程演進推動 CMP 步驟數量提升

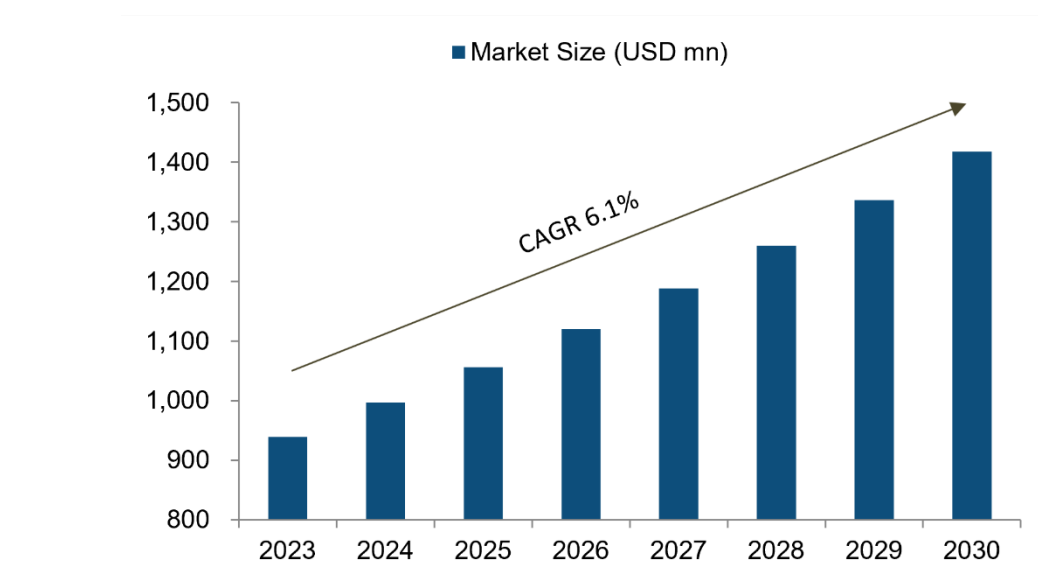


資料來源：公司資料、元大投顧

研磨墊供應商具備高度進入門檻

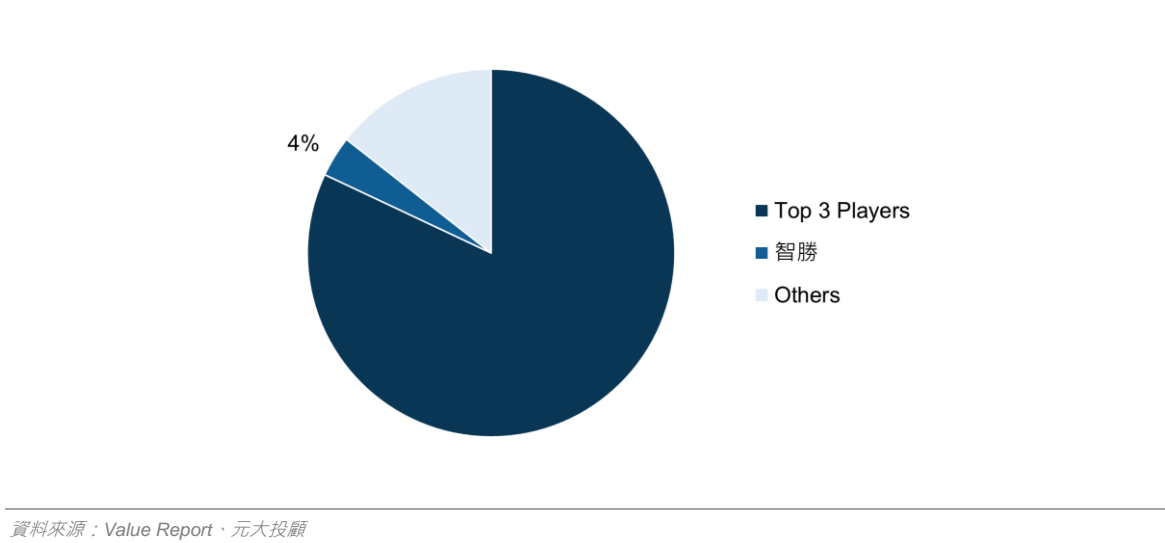
依據半導體製程的不同，CMP 製程所需要的研磨液配方以及懸浮粒子材料也有所不同，半導體代工廠需要依據製程需求搭配最具成本效益，且良率達到標準的配方，搭配包含研磨液、研磨墊、鑽石碟三者要素，尤其研磨墊由於會直接接觸到矽晶圓進行研磨，其重要度為重中之重，對於晶圓代工廠已經穩定的量產產線來說更換任一耗材的風險大且效益低，因此產業具高度先進者優勢。半導體研磨墊市場主要製造廠商包括 DuPont、Entegris (CMC Materials) 和 Fujibo 等，根據 Value Report，目前研磨墊前三大供應商市占約八成，智勝全球市占則約為 3-4%。根據 24 Market Reports，預計 CMP 研磨墊市場規模將從 2023 年的 9.4 億美元成長至 2030 年的 14.2 億美元，年複合成長率為 6.1%，預期隨著先進製程/封裝持續發展以及半導體自主供應鏈趨勢，研磨墊需求將持續推升。

圖 13：2023-2030 年研磨墊市場規模 CAGR 為 6.1%



資料來源：24 Market Reports、元大投顧預估

圖 14：2024 年 CMP 研磨墊市占率



資料來源：Value Report、元大投顧

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。

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