

2025 年 4 月 7 日

研究員：吳健鈺 [A51755@cim.capital.com.tw](mailto:A51755@cim.capital.com.tw)

前日收盤價	274.00 元
目標價	
3 個月	280.00 元
12 個月	280.00 元

## 上品(4770 TT)

Neutral

### 近期報告日期、評等及前日股價

02/19/2025	Buy	319.0
09/18/2024	Trading Buy	370.5

### 2025 年業績穩定成長谷底已過

**投資建議：**考慮美國對等關稅影響可能造成經濟衰退，因此調整評等至 Neutral。

### 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。

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	800
市值(億元)	219
目前每股淨值(元)	104.32
外資持股比(%)	10.20
投信持股比(%)	3.22
董監持股比(%)	25.13
融資餘額(張)	1,475
現金股息配發率(%)	55.35

### 產品組合



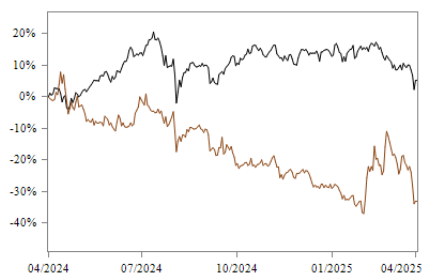
### 美國 1H25 穩定回升，中國市場影響淡化：

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。

### 股價相對大盤走勢

— 4770 — TWSE



(百萬元)	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	6,457	6,458	7,201	1,479	1,589	1,772	1,617	870	1,392	1,949	2,247	1,768
營業毛利淨額	2,630	2,624	2,949	668	660	679	623	331	559	802	933	723
營業利益	2,004	1,978	2,286	534	509	510	452	244	420	607	708	557
稅後純益	1,733	1,673	1,930	490	400	422	420	207	355	513	598	471
稅後 EPS(元)	21.66	20.91	24.13	6.12	5.00	5.28	5.25	2.59	4.44	6.42	7.47	5.88
毛利率(%)	40.73%	40.63%	40.95%	45.16%	41.53%	38.30%	38.54%	38.00%	40.14%	41.16%	41.50%	40.90%
營業利益率(%)	31.04%	30.63%	31.74%	36.07%	32.03%	28.75%	27.96%	28.00%	30.14%	31.16%	31.50%	31.51%
稅後純益率(%)	26.83%	25.91%	26.80%	33.12%	25.20%	23.82%	26.00%	23.78%	25.51%	26.33%	26.61%	26.62%
營業收入 YoY/QoQ(%)	13.44%	0.01%	11.50%	14.81%	7.40%	11.57%	-8.76%	-46.20%	60.00%	40.00%	15.31%	-21.32%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	2.94%	-3.44%	15.36%	26.94%	-18.27%	5.43%	-0.41%	-50.79%	71.64%	44.52%	16.51%	-21.30%

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 4 月 7 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。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 4 月 7 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	9,529	9,970	10,696	11,890	13,229
流動資產	7,667	8,101	8,728	8,270	10,619
現金及約當現金	3,365	3,363	3,530	3,387	4,321
應收帳款與票據	1,734	1,972	3,055	1,565	3,591
存貨	2,037	2,425	1,712	2,871	2,153
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	1,706	1,725	1,713	1,701	1,688
<b>負債總計</b>	<b>2,799</b>	<b>2,527</b>	<b>2,350</b>	<b>2,808</b>	<b>3,121</b>
流動負債	2,325	2,007	1,941	1,937	2,486
應付帳款及票據	552	441	483	560	588
非流動負債	473	521	410	793	530
<b>權益總計</b>	6,730	7,443	8,345	9,082	10,108
普通股股本	790	798	800	800	800
保留盈餘	3,939	4,680	5,463	6,200	7,226
母公司業主權益	6,730	7,443	8,345	9,082	10,108
<b>負債及權益總計</b>	<b>9,529</b>	<b>9,970</b>	<b>10,696</b>	<b>11,890</b>	<b>13,229</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	875	829	1,473	2,554	1,693
稅前純益	2,182	2,081	2,134	2,069	2,386
折舊及攤銷	118	168	186	174	173
營運資金變動	-1,287	-736	-328	409	-1,281
其他營運現金	-138	-684	-520	-97	415
<b>投資活動現金</b>	-456	-6	-317	-1,894	765
資本支出淨額	-381	-189	-231	-229	-232
長期投資變動	55	5	0	0	0
其他投資現金	-131	179	-86	-1,665	997
<b>籌資活動現金</b>	-791	-846	-1,035	-804	-1,524
長借/公司債變動	-128	88	-72	383	-263
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-628	-948	-960	-936	-904
其他籌資現金	-34	15	-3	-251	-357
<b>淨現金流量</b>	-355	-3	167	-143	934
<b>期初現金</b>	3,720	3,365	3,363	3,530	3,387
<b>期末現金</b>	3,365	3,363	3,530	3,387	4,321

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	6,138	5,692	6,457	6,458	7,201
營業成本	3,373	3,048	3,827	3,834	4,252
<b>營業毛利淨額</b>	2,765	2,644	2,630	2,624	2,949
營業費用	633	641	626	646	663
<b>營業利益</b>	2,132	2,003	2,004	1,978	2,286
<b>EBITDA</b>	2,273	2,199	2,282	2,255	2,258
業外收入及支出	19	23	31	90	101
稅前純益	2,182	2,081	2,134	2,069	2,386
所得稅	406	398	402	395	456
稅後純益	1,776	1,683	1,733	1,673	1,930
稅後 EPS(元)	22.20	21.04	21.66	20.91	24.13
完全稀釋 EPS**	22.20	21.04	21.66	20.91	24.13

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	2024	2025F	2026F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	60.11%	-7.26%	13.44%	0.01%	11.50%
營業毛利淨額	66.90%	-4.39%	-0.53%	-0.23%	12.37%
營業利益	78.55%	-6.06%	0.06%	-1.29%	15.54%
稅後純益	83.80%	-5.22%	2.94%	-3.44%	15.36%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	45.05%	46.45%	40.73%	40.63%	40.95%
EBITDA(%)	37.03%	38.63%	35.34%	34.92%	31.36%
營益率	34.74%	35.19%	31.04%	30.63%	31.74%
稅後純益率	28.93%	29.57%	26.83%	25.91%	26.80%
總資產報酬率	18.64%	16.88%	16.20%	14.07%	14.59%
股東權益報酬率	26.39%	22.62%	20.76%	18.42%	19.09%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	29.37%	25.35%	21.98%	23.62%	23.59%
負債/淨值比(%)	41.58%	33.96%	28.16%	30.92%	30.88%
流動比率(%)	329.71%	403.70%	449.72%	426.87%	427.09%

## 其他比率分析

存貨天數	184.94	267.15	197.25	218.12	215.60
應收帳款天數	82.16	118.80	142.06	130.56	130.68

2025 年 4 月 7 日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
營業收入淨額	1,288	1,479	1,589	1,772	1,617	870	1,392	1,949	2,247	1,768	1,791	1,879
營業成本	653	811	929	1,094	994	539	833	1,147	1,315	1,045	1,058	1,108
營業毛利淨額	635	668	660	679	623	331	559	802	933	723	733	772
營業費用	160	135	151	169	171	87	139	195	225	166	166	166
營業利益	476	534	509	510	452	244	420	607	708	557	567	606
業外收入及支出	2	50	29	0	51	12	19	27	31	25	25	26
稅前純益	477	583	538	510	503	256	439	635	739	582	592	632
所得稅	92	94	138	88	83	49	84	121	141	111	113	121
稅後純益	386	490	400	422	420	207	355	513	598	471	479	511
最新股本	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800
稅後EPS(元)	4.82	6.12	5.00	5.28	5.25	2.59	4.44	6.42	7.47	5.88	5.99	6.39

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	49.30%	45.16%	41.53%	38.30%	38.54%	38.00%	40.14%	41.16%	41.50%	40.90%	40.93%	41.06%
營業利益率(%)	36.91%	36.07%	32.03%	28.75%	27.96%	28.00%	30.14%	31.16%	31.50%	31.51%	31.68%	32.25%
稅後純益率(%)	29.95%	33.12%	25.20%	23.82%	26.00%	23.78%	25.51%	26.33%	26.61%	26.62%	26.76%	27.21%

## QoQ(%)

營業收入淨額	4.34%	14.81%	7.40%	11.57%	-8.76%	-46.20%	60.00%	40.00%	15.31%	-21.32%	1.28%	4.96%
營業利益	16.43%	12.19%	-4.62%	0.12%	-11.27%	-46.12%	72.23%	44.73%	16.56%	-21.30%	1.84%	6.83%
稅前純益	4.28%	22.20%	-7.78%	-5.27%	-1.28%	-49.17%	71.65%	44.52%	16.51%	-21.30%	1.82%	6.75%
稅後純益	0.64%	26.94%	-18.27%	5.43%	-0.41%	-50.79%	71.64%	44.52%	16.51%	-21.30%	1.82%	6.75%

## YoY(%)

營業收入淨額	-20.99%	-13.19%	8.44%	43.53%	25.51%	-41.18%	-12.38%	9.95%	38.96%	103.22%	28.63%	-3.56%
營業利益	-20.56%	-15.96%	5.12%	24.75%	-4.93%	-54.34%	-17.56%	19.17%	56.55%	128.67%	35.22%	-0.20%
稅前純益	-20.10%	-10.55%	9.01%	11.33%	5.39%	-56.16%	-18.40%	24.48%	46.91%	127.46%	34.93%	-0.34%
稅後純益	-23.63%	-8.98%	6.58%	10.08%	8.93%	-57.77%	-11.31%	21.58%	42.23%	127.46%	34.93%	-0.34%

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。