

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	164.00 元
目標價	
3 個月	180.00 元
12 個月	180.00 元

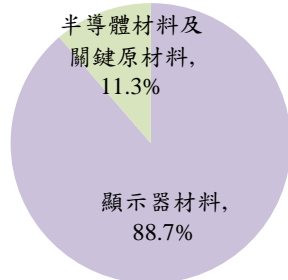
近期報告日期、評等及前日股價

02/27/2025	Buy	210.00
01/15/2025	Buy	204.50
09/19/2024	Trading Buy	248.50

公司基本資訊

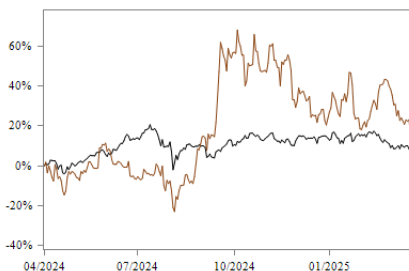
目前股本(百萬元)	1,027
市值(億元)	168
目前每股淨值(元)	31.98
外資持股比(%)	5.68
投信持股比(%)	1.11
董監持股比(%)	43.47
融資餘額(張)	4,142
現金股息配發率(%)	89.93

產品組合



股價相對大盤走勢

— 5234 — TWSE



達興材料(5234 TT)

Trading Buy

業績不確定性受景氣影響而提高，評等調整為 Trading Buy。

投資建議：雖然近期半導體材料新客戶、新產品效應持續發揮，不過，近期整體產業前景雜音增加，是否影響達興材對客戶滲透率提高進度亦尚待觀察，故群益將達興材的投資建議調整為 Trading Buy。

預估 1Q25 營收 QoQ+1.60%：4Q24 收 10.67 億元，QoQ-0.56%，其中，半導體材料出貨規模持續擴大，相關營收 1.31 億元，QoQ+29.08%。由於半導體材料營收比重提高至 12.23%，加上美元對台幣匯率升值，4Q24 毛利率提高至 37.74%，但年底費用較高，營業利益 QoQ-1.69%，惟業外表現因匯兌利益而轉佳，稅後淨利 1.80 億元，QoQ+34.99%。01~02/2025 營收 7.05 億元，YoY+16.40%，動能主要來自半導體材料，表現符合群益先前預估，在新產品、新客戶效應仍持續發揮下，03/2025 營收展望優於 02/2025，預估 1Q25 營收 10.85 億元，QoQ+1.60%。

2025 年營收動能來自半導體材料：展望 2025 年，半導體材料營收成長性仍佳。2024 年達興材量產中的半導體材料共 9 款(達興材自行開發者 4 款，與半導體化學品大廠合作開發者 4 款，與半導體大廠合作開發者 1 款)，出貨量多數係自 2024 年開始明顯放大，且預估 2025 年出貨規模擴大空間仍可期；此外，目前送樣中的新產品共 16 款(達興材自行開發者 8 款，與半導體化學品大廠合作開發者 1 款，與半導體大廠合作開發者 7 款)，觀察現階段認證進度，達興材預估其中 3~5 款將自 2025 年開始量產，群益預估，2025 年半導體材料的營收 YoY+78.85%，尤其，半導體材料的毛利率高於達興材平均水準，亦即出貨規模擴大對提升獲利的助益程度更勝營收。

此外，顯示器材料 2024 年營收 YoY-7.99%，主要係陸續淘汰數款競爭力欠佳產品所致，不過，2025 年展望則優於 2024 年，原因有二，(1)液晶配向膜打入新客戶供應鏈，並已自 2Q24 開始出貨，預估 2025 年有機會擴及該客戶的更多產品，(2)低溫製程材料、銅剝離液、FFS 液晶配向膜 PI 等新產品效應。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	4,118	4,590	4,932	949	1,028	1,073	1,067	1,085	1,159	1,199	1,147	1,161
營業毛利淨額	1,518	1,737	1,891	334	383	398	403	406	441	457	432	440
營業利益	607	777	898	120	150	170	167	177	199	218	183	205
稅後純益	571	696	795	114	144	133	180	154	186	190	166	178
稅後 EPS(元)	5.56	6.78	7.74	1.11	1.40	1.30	1.75	1.50	1.81	1.85	1.62	1.73
毛利率(%)	36.86%	37.84%	38.34%	35.22%	37.24%	37.08%	37.74%	37.44%	38.09%	38.13%	37.67%	37.92%
營業利益率(%)	14.74%	16.93%	18.21%	12.68%	14.60%	15.82%	15.64%	16.33%	17.17%	18.16%	15.94%	17.66%
稅後純益率(%)	13.86%	15.17%	16.12%	12.02%	13.98%	12.40%	16.84%	14.22%	16.02%	15.89%	14.47%	15.34%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-3.43%	11.46%	7.46%	-4.90%	8.37%	4.40%	-0.56%	1.60%	6.87%	3.44%	-4.31%	1.15%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	9.03%	22.02%	14.22%	4.75%	26.09%	-7.38%	34.99%	-14.20%	20.38%	2.61%	-12.87%	7.24%

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 10.27 億元計算。

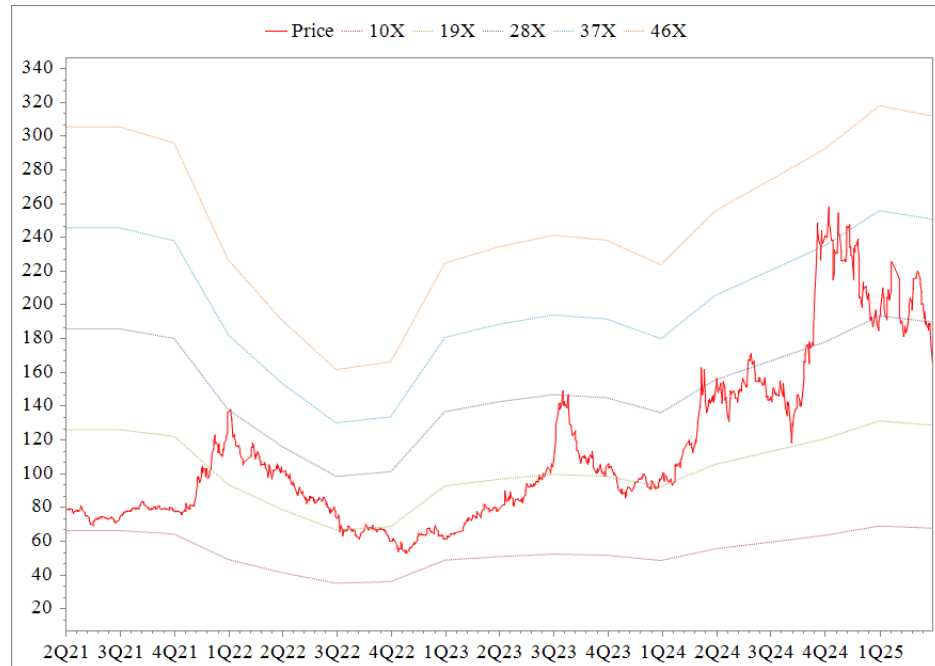
2025 年 4 月 1 日

企業 ESG 資訊揭露：

就溫室氣體排放而言，達興材相關管理策略主要有三，(1)組織面碳管理，每年依據 ISO14064-1 標準執行溫室氣體盤查與查證，並依循國際標準逐步增加盤查類別，提高碳資訊揭露透明度，作為推動節能減碳相關工作之基礎；(2)產品面碳管理，依據 ISO14067 標準執行主要產品碳盤查，掌握產品單位能耗及碳排放量，逐步建置內部產品碳足跡資料庫；(3)系統面碳管理，建置內部碳管理平台，將溫室氣體相關電子表單進行系統化管理，以做為定期檢討營運碳排的管理手段。

再就廢棄物管理政策或減量目標而言，達興材積極推動廢棄物回收及資源化，透過容器回收、溶劑回收以及能源回收來達到減量，相關目標主要有二，(1)廢溶劑回收率(含能源回收)目標為 90%；(2)洗釜溶劑重複利用率目標為 80%。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 4 月 1 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
資產總計	4,500	4,642	4,949	5,166	5,477
流動資產	2,690	2,902	3,259	3,345	3,458
現金及約當現金	211	244	195	238	227
應收帳款與票據	1,014	1,069	1,133	1,168	1,197
存貨	364	338	380	386	397
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	1,610	1,545	1,480	1,500	1,520
負債總計	1,551	1,507	1,665	1,699	1,738
流動負債	1,108	1,088	1,266	1,299	1,343
應付帳款及票據	476	420	510	521	537
非流動負債	443	420	399	389	369
權益總計	2,949	3,135	3,284	3,467	3,738
普通股股本	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027
保留盈餘	1,881	2,066	2,215	2,398	2,669
母公司業主權益	2,949	3,135	3,284	3,466	3,738
負債及權益總計	4,500	4,642	4,949	5,166	5,477

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業收入淨額	3,889	4,264	4,118	4,590	4,932
營業成本	2,643	2,785	2,600	2,853	3,041
營業毛利淨額	1,246	1,479	1,518	1,737	1,891
營業費用	808	868	911	960	993
營業利益	438	611	607	777	898
EBITDA	705	858	910	1,038	1,118
業外收入及支出	40	-20	-7	20	20
稅前純益	485	605	659	797	918
所得稅	59	82	88	101	123
稅後純益	426	523	571	696	795
稅後 EPS(元)	4.15	5.10	5.56	6.78	7.74
完全稀釋 EPS**	4.15	5.10	5.56	6.78	7.74

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 10.27【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 10.27 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	-13.83%	9.64%	-3.43%	11.46%	7.46%
營業毛利淨額	-22.64%	18.70%	2.62%	14.42%	8.88%
營業利益	-42.93%	39.44%	-0.59%	27.95%	15.65%
稅後純益	-37.37%	22.82%	9.03%	22.02%	14.22%

獲利能力分析(%)

毛利率	32.04%	34.69%	36.86%	37.84%	38.34%
EBITDA(%)	18.12%	20.12%	22.11%	22.61%	22.67%
營益率	11.26%	14.32%	14.74%	16.93%	18.21%
稅後純益率	10.96%	12.27%	13.86%	15.17%	16.12%
總資產報酬率	9.47%	11.27%	11.53%	13.48%	14.52%
股東權益報酬率	14.45%	16.70%	17.37%	20.08%	21.27%

償債能力檢視

負債比率(%)	34.47%	32.47%	33.65%	32.89%	31.74%
負債/淨值比(%)	52.60%	48.09%	50.71%	49.00%	46.50%
流動比率(%)	242.72%	266.80%	257.47%	257.47%	257.47%

其他比率分析

存貨天數	49.75	46.04	50.38	49.00	47.00
應收帳款天數	109.58	89.15	97.62	91.50	87.50

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業活動現金	732	725	865	983	1,116
稅前純益	485	605	659	797	918
折舊及攤銷	221	260	271	275	279
營運資金變動	172	-85	-15	-30	-24
其他營運現金	-146	-55	-50	-58	-57
投資活動現金	-342	-329	-518	-321	-377
資本支出淨額	-229	-217	-189	-200	-200
長期投資變動	-110	-107	-326	-100	-100
其他投資現金	-3	-5	-3	-21	-77
籌資活動現金	-394	-365	-396	-539	-560
長借/公司債變動	159	-17	34	-10	-20
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-544	-339	-421	-514	-524
其他籌資現金	-8	-8	-9	-15	-16
淨現金流量	-4	33	-49	123	179
期初現金	215	211	244	195	318
期末現金	211	244	195	318	497

資料來源：CMoney、群益

2025 年 4 月 1 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	998	949	1,028	1,073	1,067	1,085	1,159	1,199	1,147	1,161	1,246	1,279
營業成本	647	615	645	675	665	678	718	742	715	720	765	785
營業毛利淨額	351	334	383	398	403	406	441	457	432	440	481	493
營業費用	213	214	233	228	236	229	242	239	249	235	250	248
營業利益	137	120	150	170	167	177	199	218	183	205	231	246
業外收入及支出	-15	13	14	-14	39	3	5	5	7	3	5	5
稅前純益	123	133	164	156	206	180	204	223	190	208	236	251
所得稅	14	19	20	23	26	26	18	32	24	30	29	36
稅後純益	109	114	144	133	180	154	186	190	166	178	207	215
最新股本	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027
稅後EPS(元)	1.06	1.11	1.40	1.30	1.75	1.50	1.81	1.85	1.62	1.73	2.02	2.09

獲利能力(%)

毛利率(%)	35.16%	35.22%	37.24%	37.08%	37.74%	37.44%	38.09%	38.13%	37.67%	37.92%	38.59%	38.59%
營業利益率(%)	13.78%	12.68%	14.60%	15.82%	15.64%	16.33%	17.17%	18.16%	15.94%	17.66%	18.51%	19.23%
稅後純益率(%)	10.91%	12.02%	13.98%	12.40%	16.84%	14.22%	16.02%	15.89%	14.47%	15.34%	16.62%	16.78%

QoQ(%)

營業收入淨額	-15.05%	-4.90%	8.37%	4.40%	-0.56%	1.60%	6.87%	3.44%	-4.31%	1.15%	7.35%	2.66%
營業利益	-26.45%	-12.48%	24.83%	13.10%	-1.69%	6.12%	12.36%	9.42%	-16.02%	12.04%	12.54%	6.65%
稅前純益	-36.66%	8.46%	23.29%	-5.12%	32.05%	-12.39%	13.26%	9.19%	-14.77%	9.49%	13.32%	6.51%
稅後純益	-34.31%	4.75%	26.09%	-7.38%	34.99%	-14.20%	20.38%	2.61%	-12.87%	7.24%	16.35%	3.61%

YoY(%)

營業收入淨額	8.76%	-1.37%	-9.03%	-8.59%	7.00%	14.31%	12.72%	11.69%	7.48%	7.01%	7.49%	6.68%
營業利益	31.80%	4.67%	-12.52%	-9.11%	21.48%	47.29%	32.57%	28.25%	9.56%	15.67%	15.86%	12.93%
稅前純益	21.22%	17.72%	-6.67%	-19.64%	67.53%	35.33%	24.32%	43.07%	-7.65%	15.41%	15.47%	12.64%
稅後純益	24.57%	15.75%	-4.40%	-19.64%	65.15%	35.27%	29.15%	43.07%	-7.66%	15.41%	11.54%	12.64%

註1：稅後EPS以股本10.27億元計算

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。