

上品(4770)

Downgrade to HOLD

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 鄭羽涵 Michelle Cheng
yuhancheng@masterlink.com.tw

評等

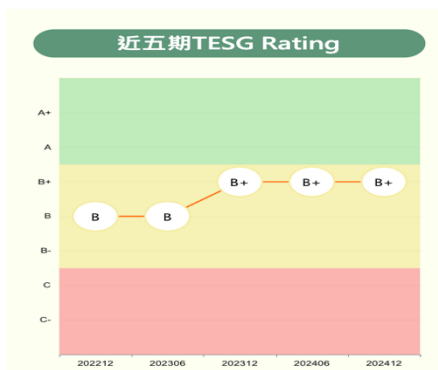
日期: 2025/3/19
目前收盤價 (NT\$): 327.0
目標價 (NT\$): 360
52 週最高最低(NT\$): 267.5-458.5
加權指數: 22271.67

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 800
市值 (NT\$/mn): 26,160
市值 (US\$/mn): 872
20 日平均成交量(仟股): 1,691
PER (2025): 17.82
PBR (2025): 3.13
外資持股比率: 10.46
TCRI: 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-1.2	7.7	-6.0
加權指數報酬率	-5.9	-3.9	2.7

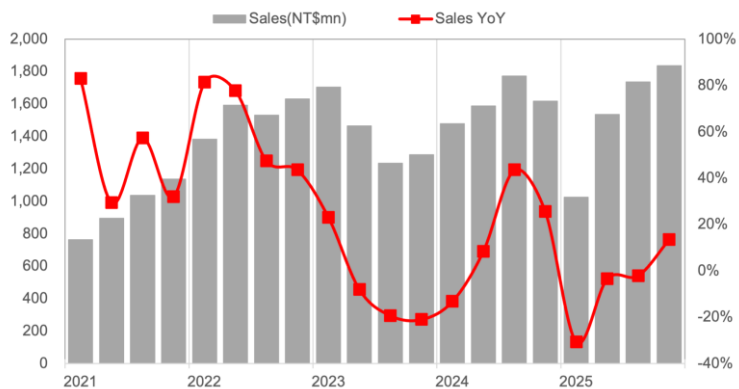
2025 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	BUY
目標價 (NT\$)	360	370
營業收入 (NT\$/mn)	6,132	6,500
毛利率 (%)	39.3	38.8
營益率 (%)	29.1	28.6
EPS (NT\$)	18.35	19.03
BVPS(NT\$)	104.35	104.35



預期 2025 年僅台灣地區出現成長

- **4Q24 毛利率未見起色，稅後 EPS 5.26 元：**4Q24 營收 16.17 億元，QOQ-9%，YOY+26%；毛利率 38.5%，季增 0.2 個百分點，年減 10.8 個百分點，2H24 開始公司接單量減少，影響稼動率，且中國競價持續；單季稅後 EPS 5.26 元，合計 2024 年 EPS 21.69 元。
- **預期 2025 年台灣高個位數成長、美國持平、中國衰退，推估稅後 EPS 18.35 元：**2025 年台灣地區成長主要來自半導體廠商、電子化學品廠商擴建，預估台灣地區營收 YOY+9%；2025 年中國地區開始啟動晶圓代工、記憶體等建廠案，惟中國市場競價未解，預估中國地區營收將衰退，YOY-26%；2025 年美國地區訂單將來自半導體建廠需求、台灣與美國化學品廠商擴建需求，然 AZ 廠相關進度時程仍待確認，且 2024 年因 I 公司出貨較多，導致基期較高，預估美國地區營收 YOY+0%；綜上所述，預估 2025 年營收 61.32 億元，YOY-5%，毛利率 39.3%，推估稅後 EPS 18.35 元。
- **調降至中立評等，下調目標價至 360 元：**美國 AZ 廠拉貨貢獻時點仍不確定，且認為 2025 年毛利率較難回到 40%以上水準，故評價給予過往本益比區間中緣，評等由買進轉中立，目標價調整至 360 元。

Exhibit 1: 營收與營收 YoY



Sources: Masterlink

Exhibit 2: TEGS 企業永續指標



Sources: TEJ - Masterlink

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

上品為國內鐵氟龍製造商，主要客戶來自半導體產業、化學品廠商

上品成立於 1981 年，為國內鐵氟龍製造商，主要生產氟素樹脂材料(板材、管材等)、氟素樹脂內襯(內襯設備、槽車等)、氟素樹脂塗裝等產品，提供自氟半成品材料生產、氟內襯設備加工至工程的一條龍整合服務(氟原料來自 Chemours、DAIKIN 等國際大廠)，下游客戶以半導體產業客戶為主，其次為化學品廠商客戶，2024 年地區銷售佔比：台灣 41%、中國 39%、美洲 16%、歐洲 0%、其他 3%。公司生產基地位於台灣和中國，包含彰濱工業區的一、二、三廠，與中國浙江嘉興的一、二、三期廠。

Exhibit 3: 上品三大地區營收

Sales(NT\$mn)	2023	%	YoY	2024	%	YoY	2025(F)	%	YoY
台灣	1,942	34%	-8%	2,679	41%	38%	2,922	48%	9%
中國	2,675	47%	27%	2,533	39%	-5%	1,877	31%	-26%
美洲	731	13%	-53%	1,035	16%	42%	1,033	17%	0%
歐洲	40	1%	-25%	29	0%	-27%	40	1%	41%
其他	304	5%	4%	182	3%	-40%	259	4%	43%
合計	5,692	100%	-7%	6,457	100%	13%	6,132	100%	-5%

Sources: Company - Masterlink

4Q24 毛利率未見起色，稅後 EPS 5.26 元

上品 4Q24 營收 16.17 億元，QOQ-9%，YOY+26%，產業營收佔比：半導體 92.4%、化學品 6.9%、LCD/太陽能+其他 0.7%，至於地區銷售佔比：台灣 59.8%、中國 29.2%、美國 5.4%、歐洲+其他 5.5%；獲利方面，毛利率 38.5%(還原減損損失後，毛利率為 39.5%)，季增 0.2 個百分點，年減 10.8 個百分點，2H24 開始公司接單量減少，影響工廠稼動率，雖 4Q24 中國營收佔比下降至 30%以下，然中國競價持續，故毛利率未見起色；業外 5100 萬元，其中 5700 萬元來自匯兌利益貢獻；稅前淨利 5.03 億元，歸屬母公司稅後淨利 4.2 億元，QOQ-11%，YOY-5%，單季稅後 EPS 5.26 元，合計 2024 年 EPS 21.69 元。

預期 2025 年台灣高個位數成長、美國持平、中國衰退，推估全年稅後 EPS 18.35 元

上品公告 2 月份營收 3.01 億元，MOM+25%，YOY-12%，合計 1-2 月份營收 5.42 億元，累計 YOY-38%，低於預期，係因 2H24 以來公司接單狀況不理想，營運持續低迷至 1Q25，目前在手訂單維持 40 億元；春節工作天數較少，彰濱廠、嘉興廠稼動率僅 70-75%，預計 2Q24 起彰濱廠、嘉興廠稼動率將逐步回升。展望後市，元富預估 1Q25 營收 10.25 億元，QOQ-37%，YOY-31%；獲利方面，預估毛利率 39.1%，季增 0.6 個百分點，年減 6 個百分點；稅前淨利 3.04 億元，歸屬母公司稅後淨利 2.5 億元，QOQ-41%，YOY-49%，推估單季稅後 EPS 3.13 元。2025 年三大地區展望方面，台灣地區成長動能主要來自半導體廠商建廠、電子化學品廠商擴建，預估台灣地區營收 YOY+9%；2H24 中國地區較無大規模建廠案，2025 年中國地區開始啟動晶圓代工、記憶體等建廠案，惟中國市場競價未解，預估中國地區營收將衰退，YOY-26%；美國地區半導體產業加大投資，上品中長期將受惠赴美擴廠需求，訂單將來自半導體建廠需求、台灣與美國化學品廠商擴建需求，然 AZ 廠相關進度時程仍待確認，且 2024 年美國地區因 I 公司出貨較多，導致基期較高，預估美國地區營收 YOY+0%；綜上所述，元富預估 2025 年營收 61.32 億元，YOY-5%，毛利率 39.3%，推估稅後 EPS 18.35 元。

評等由買進轉中立

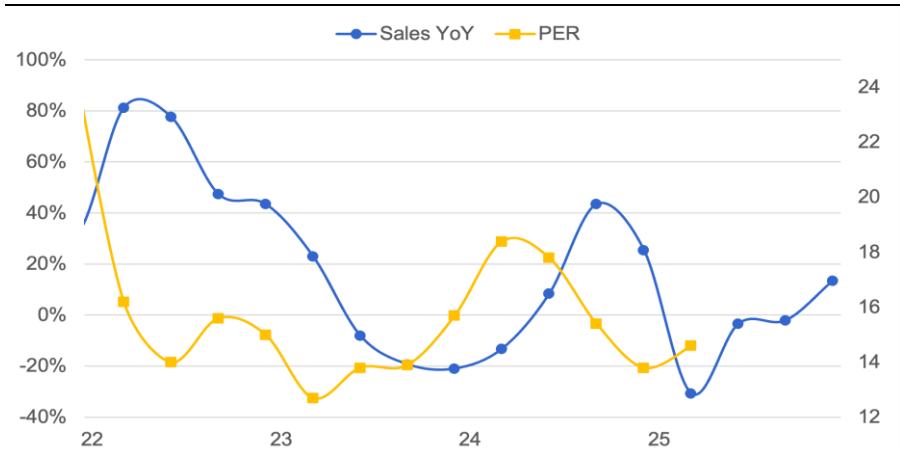
預估 2025 年稅後 EPS 18.35 元；股利政策，公司預計配發 12 元現金股利，殖利率 3.67%；評價方面，美國 AZ 廠拉貨貢獻時點仍不確定，預估 2025 年營收個位數衰退，其中三大地區僅台灣出現成長，且認為 2025 年毛利率較難回到 40% 以上水準，故評價給予過往本益比區間中緣，評等由買進轉中立，目標價調整至 360 元。

Exhibit 4: 股利政策

4770 上品	2021	2022	2023	2024	2025	2026(F)
EPS(t-1)	7.65	13.93	22.53	21.22	21.69	18.35
現金股利(元)	4.30	8.00	12.00	12.00	12.00	10.21
現金股利配發率(%)	56%	57%	53%	57%	55%	56%
殖利率(%)	1.48%	2.49%	3.69%	3.95%	3.67%	3.06%

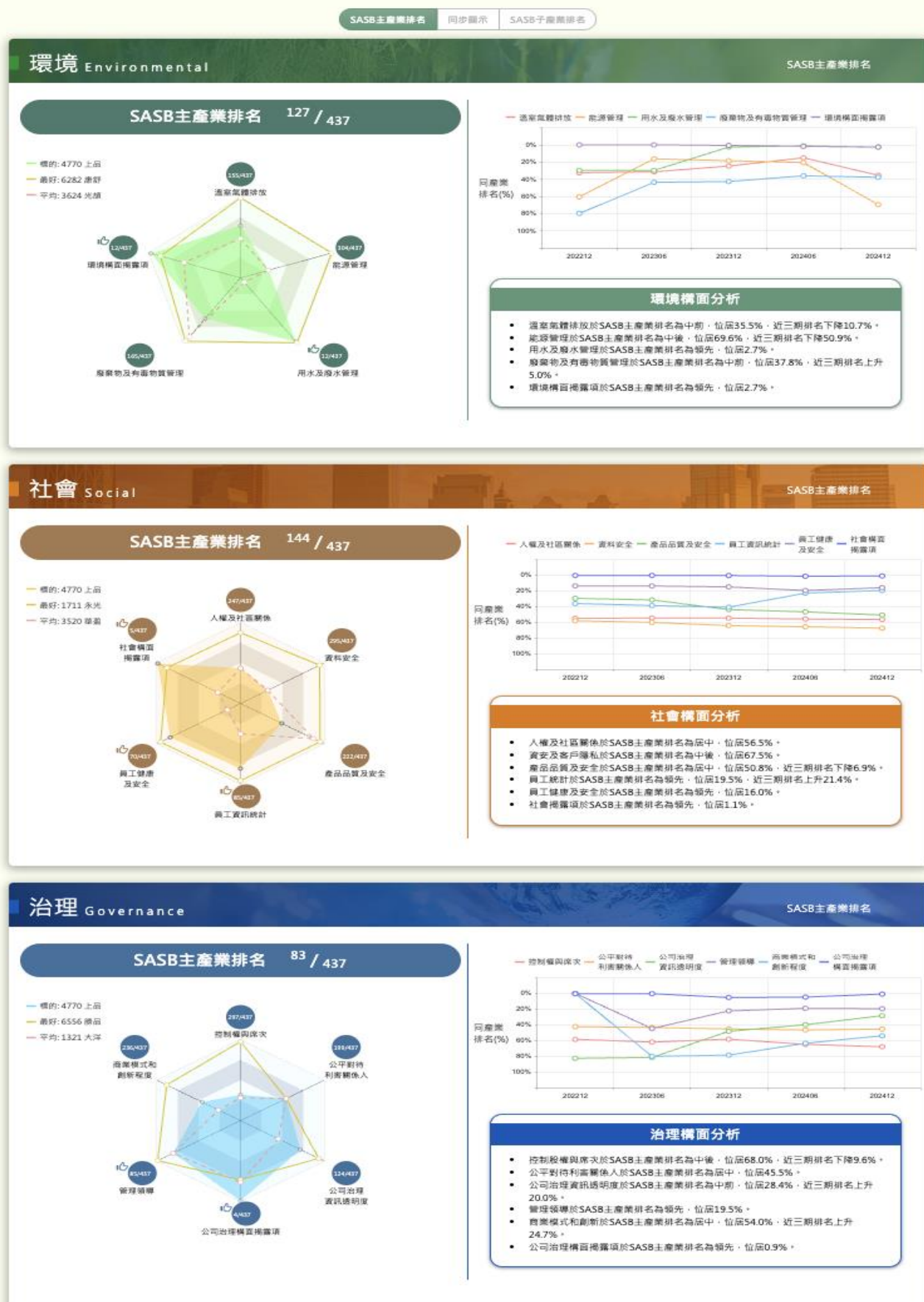
Sources: Company、Masterlink

Exhibit 5: PER



Sources: Company、Masterlink

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 4 of 5

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	6,138	5,692	6,457	6,132		Cash	3,365	5,051	6,743	8,177	
COGS	3,373	3,048	3,827	3,721		Marketable securities	0	80	92	57	
Gross profit	2,765	2,644	2,630	2,410		A/R & N/R	552	380	422	458	
Operating expense	633	641	626	628		Inventory	2,037	1,280	1,389	1,522	
Operating profit	2,132	2,003	2,004	1,782		Others	1,712	1,389	1,354	1,359	
Total non-operate. Inc	50	78	130	27		Total current asset	7,667	8,180	10,000	11,573	
Pre-tax profit	2,182	2,081	2,134	1,809		Long-term invest.	5	6	5	5	
Total Net profit	1,776	1,683	1,733	1,468		Total fixed assets	1,706	1,224	1,365	1,431	
Minority	0	0	0	0		Total other assets	1,862	1,394	1,504	1,575	
Net Profit	1,776	1,683	1,733	1,468		Total assets	9,529	9,575	11,504	13,147	
EPS (NT\$)	22.53	21.22	21.69	18.35							
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25 F		Short-term Borrow	0	211	87	99	
Sales	60.1	-7.3	13.4	-5.0		A/P & N/P	552	380	422	458	
Gross profit	66.9	-4.4	-0.5	-8.3		Other current liab.	1,773	4,129	5,638	6,694	
Operating profit	78.5	-6.1	0.1	-11.1		Total current liab.	2,325	4,720	6,147	7,251	
Pre-tax profit	83.6	-4.6	2.6	-15.3		L-T borrows	371	329	373	403	
Net profit	83.8	-5.2	2.9	-15.3		Other L-T liab.	102	102	97	98	
EPS	61.7	-5.8	2.2	-15.4		Total liability.	2,799	5,151	6,617	7,753	
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25 F		Common stocks	790	738	750	766	
Gross	45.1	46.4	40.7	39.3		Reserves	2,022	1,044	1,286	1,589	
Operating	34.7	35.2	31.0	29.1		Retain earnings	3,918	2,642	2,850	3,039	
EBITDA	37.1	42.3	36.5	33.0		Total Equity	6,730	4,424	4,886	5,394	
Pre-tax	35.5	36.6	33.1	29.5		Total Liab. & Equity	9,529	9,575	11,504	13,147	
Net	28.9	29.6	26.8	23.9							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	1,025	1,535	1,736	1,836		Net income	1,776	1,683	1,733	1,468	
Gross profit	401	602	683	724		Dep & Amort	112	320	216	210	
Operating profit	284	445	512	541		Investment income	0	0	0	0	
Total non-ope inc.	20	5	14	(13)		Changes in W/C	-1,229	-380	-475	-623	
Pre-tax profit	304	451	527	528		Other adjustment	216	268	335	410	
Net profit	250	345	435	438		Cash flow – ope.	875	1,892	1,809	1,465	
EPS	3.13	4.31	5.44	5.48		Capex	-380	-326	-408	-385	
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Net sales	-30.7	-3.4	-2.1	13.5		Other adjustment	-77	145	181	196	
Gross profit	-40.0	-8.7	0.6	16.2		Cash flow – inve.	-456	-181	-227	-189	
Operating profit	-46.8	-12.5	0.6	19.7		Free cash flow	-50	-165	-206	-297	
Net profit	-48.9	-13.9	3.0	4.2		Inc. (Dec.) debt	0	0	0	0	
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Cash dividend	0	-74	-92	-116	
Net sales	-36.6	49.7	13.1	5.8		Other adjustment	-741	350	437	608	
Gross profit	-35.7	50.2	13.4	6.1		Cash flow–Fin.	-791	111	138	196	
Operating profit	-37.2	56.9	15.1	5.6		Exchange influence	17	5	6	6	
Net profit	-40.5	37.7	26.1	0.8		Change in Cash	-355	1,686	1,692	1,435	
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Ratio Analysis					
Gross	39.1	39.2	39.3	39.4		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
Operating	27.7	29.0	29.5	29.5		ROA	20.1	17.6	16.4	11.9	
Net	24.4	22.5	25.0	23.9		ROE	26.4	30.2	35.5	28.6	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2025 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 5 of 5