



買進(維持評等)

出刊緣由：營收公佈

與前次比較：	上次	本次
評 等	買進	買進
目標價	350	385
EPS	23.26	23.98
收盤價	292.50	329.00
大盤指數	15408.78	15400.91

前次評等日期:2022/08/22

市值(億)	259.9
股本(億)	7.90
三個月平均成交金額(億)	4.98
淨負債/股東權益	42.33
董監持股比率	25.53
外資持股比率	13.44
投信持股比率	3.31

個股與大盤走勢



	近一個月	近三個月	近半年	近一年
加權指數報酬率	7.1	16.5	2.4	-14.0
個股股價報酬率	4.4	17.7	29.0	25.3

營收走勢圖



研究員/蔡爵丞 JASONTSAI@uni-psg.com

化學工業

上品 (4770.TT)

美國半導體擴廠挹注動能，2023 年營收獲利再創新高

對上品(4770)投資建議維持買進，目標價由 350 元上調至 385 元。考量：(1)上品(4770) 4Q22 營收 16.31 億元，成長 43.53%YOY，營收創單季新高，稅後 EPS 達 5.96 元，成長 62.85%YOY，獲利同創單季新高。2022 年營收 61.38 億元，成長 60.11%YOY，稅後 EPS 提升至 22.04 元，成長 79.18%YOY，營收獲利走高。(2)上品 2023 年 1 月營收 5.25 億元，成長 20.49%YOY，動能穩健，全球半導體業擴廠延續，提振上品營運表現。(3)中國客戶訂單展望保守，但影響可控，而上品訂單多來自先進製程，且美國地區半導體業產能擴張積極，挹注整體接單動能，預估 1Q23 營收 15.45 億元，成長 11.62%YOY，稅後 EPS 為 5.29 元，成長 16.17%YOY，預估 2023 年營收 69.31 億元，成長 12.92%YOY，稅後 EPS 提升至 23.98 元，成長 8.8%YOY，動能穩健向上等理由，建議買進，目標價 385 元 (16XPER)。

重點摘要：

1. 上品為氟素樹脂生產商，生產基地包括台灣彰濱工業區及中國浙江嘉興：

上品為各項氟素樹脂（又稱鐵氟龍PTFE）的生產商，提供塗層、酸洗槽，鐵氟龍管路系統等全方面氟素樹脂產品，提供用於高溫或腐蝕性化學液之生產、儲存、純化、輸送等功能之設備及材料，下游產業應用範圍涵蓋石化、特用化學，生技業，以及從機械業延伸到光電業、半導體產業。產品分類包括氟素樹脂材料、氟素樹脂內襯以及氟素設備工程等。目前生產基地包括台灣彰濱工業區共有一廠、二廠及2Q21落成的三廠，以及中國浙江嘉興一期廠及二期廠。上品也持續擴充產能，彰濱廠新的租賃廠房投產後，增加內襯槽車10%產能。彰濱新的A2廠進行產能小幅擴充，目前仍在彰化縣政府審查階段，推估最快2Q23產線才可完工投產，預計產能可再增加10%。至於嘉興三期廠擴建案，2022年底完工，2023投產，預計嘉興廠2023年產能可提升20%。另外上品也在中國及美國設立子公司，進行業務推廣。



2. 上品來自美國地區的營收比重穩定攀高，為營收成長動能來源：

上品2021年各地區營收分佈，台灣佔比52.3%，中國佔比43%，亞洲其他地區3.7%，美國0.8%，歐洲0.2%。2022年各地區營收分佈，台灣佔比降至34.55%，中國佔比降至34.27%，亞洲其他地區增至4.76%，美國佔比躍升至25.55%，歐洲佔比增至0.86%。其中美國地區1Q22佔比15.9%，2Q22佔比增至20.3%，3Q22及4Q22分別續增至31.5%及33.3%，2022年以來美國地區營收大幅成長，乃係上品順利打入美國當地晶圓廠的供應鏈，半導體客戶拉貨大增。由於台積電將在美國建廠，亦有相關電子化學廠將配合到美國設廠，上品來自美國地區的訂單成長可期，預估美國地區佔比可維持在30%水準。

3. 上品氟素樹脂產品線包括材料、內襯設備及工程，占比以內襯設備最高：

氟素樹脂材料乃因應半導體及各產業所需的氟素樹脂（包括PTFE、M-PTFE、PFA、PFA-HP、PFA HP PLUS等產品），上品也研發並製造氟素樹脂內襯板材與焊接材料。乃因半導體製程中，所有進來的原料都必須避開金屬離子，需大量使用氟素材料的純化系統（可避免溫度交換、反應或吸收）。上品的產品線包括內襯板材與素板，內襯直管用管材，以及客製化射出件。氟素樹脂內襯產品廣泛應用於半導體設備、生化科技，製藥及精密化學業等高純度要求的桶槽、槽車和所有藥液接觸的容器，以及客製化的熱交換器、溢流槽與治具。產品線包括槽車、TEFPASS內襯管，過濾器、TEFPASS蛇管，塔節，閥件，內襯桶槽/設備，與熱交換器等。氟素工程則因應半導體及各產業所需，提供流體力學計算，高純化學品設備系統之設計規劃，製造及安裝等一套完整服務。上品的競爭優勢為鐵氟龍下游應用的研發能力強，產品自製率高達80-90%，可依據不同的材料特性進行調整，開發下游客戶所需的新產品，拓展新市場。2021年營收分佈，內襯設備佔比64.42%，內襯管件佔比12.74%，氟素樹脂材料佔比16.21%，工程收入6.67%。2022年營收分佈，內襯設備佔比增至69.61%，內襯管件佔比降至8.54%，氟素樹脂材料佔比略增至16.90%，工程收入佔比降至4.93%。



4. 上品的產品線下游應用以半導體業占比最大，成長性也最佳：

上品的下游應用產業營收分佈，2020年半導體佔比66.26%，化工業18.6%，面板太陽能10.35%，能源環保及其他4.79%。2021年分佈，半導體業佔比續增至78.93%，化工業降至13.15%，面板太陽能降至4.55%，能源環保及其他降至3.37%。2022年分佈，半導體佔比提升至85.74%，面板及太陽能佔比降至2.71%，化工業佔比降至9.52%，其他降至2.04%。由此觀察，上品近幾年成長動能都來自於半導體業的帶動。展望未來，化學試劑安全庫存備貨量由以往的2-3週，拉長至2-3個月，使得客戶端儲槽需求增加，帶動氟素儲槽設備的訂單量成長。電子級化學品運輸也需符合道路運輸安全規範，運輸至客戶端，並直接將化學品打進客戶儲槽，需符合clean chemical delivery原則，亦帶動運輸設備訂單增長。另外循環經濟趨勢之下，半導體廠的電子化學品回收系統也要求將各種化學品分流回收，各自進入其內襯儲槽，同步提升儲槽設備的需求。整體而言，由備庫存、運輸及循環經濟等需求帶動，上品中長期成長趨勢確立。

5. 全球半導體產業擴產，為上品營收成長的驅動力量，以美國市場成長潛力最大：

全球半導體產業進入擴產循環，各國政府已將半導體產業拉高至國安層級，均積極鼓勵半導體業投資設廠，新晶圓廠建置帶動設備支出增加，2022年全球晶圓廠設備支出推估達1000億美元，2023年亦將維持在1000億美元以上，2024年則可上看1200億美元。儘管2H22以來，全球消費性電子需求進入去庫存循環，景氣下行，拖累半導體相關晶片庫存提高，部分晶圓代工廠商下修資本支出，不過這些半導體廠商的晶圓代工廠擴建案仍在進行，先進製程的晶圓代工廠之建廠進度受到的影響較輕微。半導體電子級化學品供應商，擴充產能步伐也沒有受到干擾，均是維繫上品營運動能之來源。至於上品在美國市場的發展方面，晶圓代工廠及記憶體廠的擴建地點包括紐約州、德州、亞利桑那州及俄亥俄州等，美國整體半導體產業鏈建廠速度很快，而上品在美國的客戶主要還是台積電及台積電供應鏈相關的廠商為主，2023年來自美國市場的訂單成長可達20%YOY。上品也積極接觸美國當地半導體業者，有利中長期訂單成長，預期上品中長期美國地區營收佔比將落在30-35%。



6. 美國禁令造成上品來自中國訂單保守，但仍可維持成長格局：

上品嘉興廠在中國市場的接單展望相對保守，乃因美國加大对中國半導體技術及設備的輸出管制力道，日本及荷蘭也加入限制半導體先進設備出口至中國的行列，造成中國記憶體廠商建廠進度預計遞延至4Q23，對上品的訂單則延後3-6個月，部分建廠計畫也因此停擺。不過由於成熟製程的設備並未列入禁令中，中國晶圓代工廠的建廠計畫都如期進行，相關的中國電子化學品廠商建廠規劃也延續，受美國設備禁令影響程度小。整體而言，美國對中國的半導體設備輸出禁令雖干擾中國記憶體廠建廠，造成上品部分訂單遞延，但整體衝擊可控，預計上品2023年來自中國地區訂單成長仍可維持10%YOY。另外中國嘉興新廠預計2023年中量產，以嘉興原有產能為基礎計算，新廠產能可增加20-25%。

7. 預估上品4Q22及2022年稅後EPS各增至5.96元及22.04元，持續創新高：

上品(4770)4Q22營收16.31億元，成長6.57%QOQ，成長43.53%YOY，營收創單季新高，動能優於預期，乃部分訂單由3Q22遞延至4Q22出貨所貢獻，稼動率提升，且上品可調漲產品售價轉嫁原物料成本，預估毛利率維持在46.7%，高於4Q21之43.05%，營益率改善0.14%至35.78%，營業利益5.83億元，成長6.99%QOQ，成長77.49%YOY，本業獲利創新高，稅後EPS達5.96元，成長0.8%QOQ，成長62.85%YOY，獲利創單季新高。2022年營收61.38億元，成長60.11%YOY，預估毛利率改善1.8%至45.02%，營益率改善3.34%至34.49%，營業利益增至21.17億元，成長77.28%YOY，稅後EPS提升至22.04元，成長79.18%YOY。

8. 預估1Q23及2023年稅後EPS各為5.29元及23.98元，穩健成長：

上品公布2023年1月營收5.25億元，滑落12.27%MOM，成長20.49%YOY，動能穩健。儘管美國對中國的半導體先進設備禁令，造成中國客戶訂單展望保守，且消費性電子需求進入去庫存循環，景氣下行，拖累半導體相關晶片庫存提高，展望保守。不過上品訂單多來自先進製程，整體接單依舊穩健，預估1Q23營收15.45億元，滑落5.25%QOQ，但成長11.62%YOY，



毛利率滑落2.2%至44.5%，但優於1Q22之41.71%，營益率滑落1.63%至34.15%，但優於1Q22之30.66%，營業利益5.28億元，滑落9.57%QOQ，成長24.33%YOY，稅後EPS為5.29元，滑落11.29%QOQ，成長16.17%YOY。預估2023年營收69.31億元，成長12.92%YOY，毛利率改善0.07%至45.09%，營益率改善0.05%至34.54%，營業利益增至23.94億元，成長13.09%YOY，稅後EPS提升至23.98元，成長8.8%YOY。



12 month Forward PE bands



12 month Forward PB bands



簡明損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021 (E)	2022 (E)	2023F
營業收入	1,384	1,593	1,530	1,631	1,545	1,738	1,786	1,862	3,833	6,138	6,931
營業毛利	577	709	715	762	688	787	804	847	1,656	2,764	3,126
營業費用	153	146	169	178	160	182	190	198	462	646	730
營業利益	424	564	545	583	528	604	614	649	1,194	2,117	2,395
業外收支	21	-1	31	5	4	5	5	5	-6	55	19
稅前純益	445	563	576	588	532	609	619	654	1,188	2,172	2,414
稅後純益	359	444	467	471	418	478	486	513	966	1,742	1,895
EPS	4.55	5.62	5.91	5.96	5.29	6.06	6.15	6.49	12.30	22.04	23.98
重要比率											
毛利率	41.7	44.5	46.7	46.7	44.5	45.3	45.0	45.5	43.2	45.0	45.1
費用率	11.1	9.1	11.1	10.9	10.4	10.5	10.6	10.6	12.1	10.5	10.5
營益率	30.7	35.4	35.6	35.7	34.2	34.8	34.4	34.9	31.2	34.5	34.6
淨利率	26.0	27.9	30.5	28.9	27.1	27.5	27.2	27.6	25.2	28.4	27.3
QoQ											
營業收入	21.8	15.1	-3.9	6.6	-5.3	12.5	2.8	4.3			
營業毛利	18.1	22.9	0.8	6.7	-9.7	14.4	2.2	5.3			
營業利益	29.1	32.9	-3.3	7.0	-9.4	14.4	1.7	5.7			
稅前純益	30.6	26.3	2.4	2.1	-9.5	14.5	1.6	5.7			
稅後淨利	25.1	23.6	5.2	0.9	-11.3	14.4	1.7	5.6			
YoY											
營業收入	81.3	77.7	47.5	43.6	11.6	9.2	16.7	14.2	45.7	60.1	12.9
營業毛利	69.5	88.4	58.6	55.8	19.2	11.0	12.6	11.2	69.3	66.9	13.1
營業利益	76.0	102.3	57.8	77.7	24.5	7.3	12.7	11.3	78.8	77.3	13.1
稅前純益	88.6	108.8	68.8	72.4	19.6	8.4	7.5	11.2	88.3	82.8	11.1
稅後淨利	87.4	112.3	68.1	64.1	16.4	7.7	4.1	8.9	83.6	80.3	8.8

資料來源：公司資料及統一投顧預估



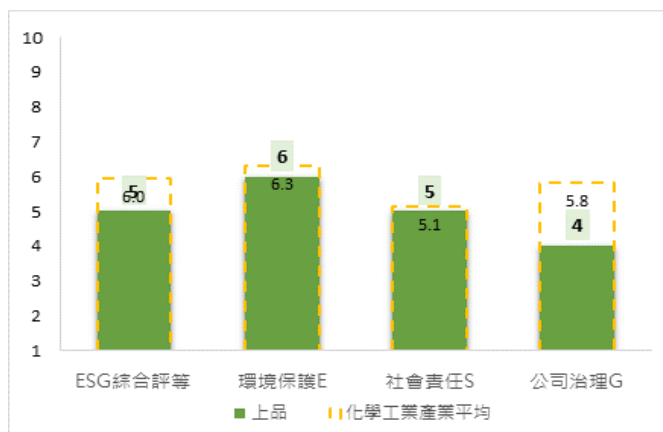
ESG 永續發展專區

CMoney Taiwan ESG Rating



CMoney ESG Rating	E 環境保護 Rating	S 社會責任 Rating	G 公司治理 Rating
5 / 10	6 / 10	5 / 10	4 / 10

交易所產業分類排名	交易所公司治理評鑑	永續報告書連結
31 / 43		https://www.alliedsupreme.com/tw/csr-116



資料來源：交易所、CMoney 及統一投顧整理

溫室氣體盤查數據

年度	排放總量 (公噸)	範疇一 (公噸)	範疇二 (公噸)
2021	6,325	270	6,055
2020	3,747	207	3,540
2019	3,721	164	3,557

企業用水量盤查數據

年度	用水總量 (公噸)	回收水量 (公噸)	排水量 (公噸)
2021	43,670	--	22,070
2020	25,100	--	11,930
2019	28,160	--	13,680

員工人數與福利

年度	員工人數 (人)	員工人數增減 (人)	福利費用 (千)
2022	--	--	--
2021	683	58	633,572
2018	18,028	-5,952	8,770,698

股權控制情形

年度	席次控制權 (%)	股份控制權 (%)	股權集中度
2022	7	11	0
2021	7	11	0
2018	55.56	10.45	0.0021

交易所公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊透明度	落實 企業社會責任
2022	不列入評鑑結果	不列入評鑑結果	0.20	0.33	0.26	0.21
2019	36%至 50%	B	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	51%至 65%	C+	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：交易所、CMoney 及統一投顧整理



附錄一：評等之標準

評等	定義
強力買進	預估未來 6 個月內的絕對報酬超過 25%以上
買進	預估未來 6 個月內的絕對報酬 10%以上
中立	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 10%~-10%
降低持股	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 (-10%) 以下
未評等	沒有足夠的基本資料判斷該公司評等

附錄二：免責宣言

© 2010 統一投資顧問股份有限公司版權所有。本公司提供之報告內容係根據本公司認可之資料來源，並基於特定日期所做之判斷，但不保證其完整性或正確性，報告中所有的意見及預估，如有變更恕不另行通知。

本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶做為一般投資參考，並非針對特定對象提供專屬之投資建議。文中所載資訊或任何意見，不構成任何買賣有價證券或其他投資標的之要約、宣傳或引誘等事項。對於本投資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財務狀況與投資條件，進一步諮詢財務顧問的意見。本投資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。本投資報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。本投資報告並非（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。本投資報告內容屬統一投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。



服務據點

台北

統一綜合證券股份有限公司

電話：886-2-2747-8266

地址：台北市松山東興路 8 號 1 樓

台北

統一證券投資顧問股份有限公司

電話：886-2-2748-8399

地址：台北市松山東興路 8 號 3 樓

香港

統一證券(香港)有限公司

電話：852-2956-3330

地址：香港中環德輔道中 199 號無限極廣場 26 樓 2603-6 室