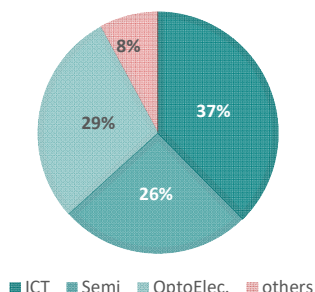


潛在漲幅	11.2%
前日收盤價	121.00 元
目標價	134.50 元
前次目標價	-
前次評等	-

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,594
市值(億元)	314
目前每股淨值(元)	85.75
外資持股比(%)	9.19
董監持股比(%)	9.89

營業比重



個股與大盤走勢(%)



張家瑜

Grace.chang@ctbcis.com

材料通路

華立 (3010 TT)

首次評等

增加持股(Overweight)

半導體及資通訊材料需求動能穩健

- 2024 年營收創新高無虞，規模經濟有望提高獲利水準
- 三大產品線穩定貢獻營收，資通訊及半導體材料需求強勁
- 光阻液需求隨大客戶量產提升，多元業務佈局完善

資通訊材料及半導體材料帶動公司 2024 年營收創新高：公司 2024 年前 11 月累計營收 725 億元，YoY+17.9%，營收規模超越 2023 年全年，2024 年營收將創下新高紀錄，其中 3Q24 營收 214 億元，我們估計為全年高峰。營運表現受惠資通訊材料及半導體材料需求強勁帶動，公司整體營收結構穩健。2024 年隨著產品組合優化及營運規模擴大，費用率從 4.5% 降至近 4%，帶動獲利能力提升。

華立聚焦三大產品線，營收雙位數成長帶動營運持穩：華立三大產品線展現強勁動能，2024 年前 11 月營收比重分別為資通訊材料 37.8%、半導體材料 26.2% 及光電材料 28.5%，三大業務較 2023 年同期均呈雙位數成長表現。其中，資通訊材料受惠於 AI 伺服器與通訊交換設備需求的快速增長，半導體材料則因先進製程材料高需求，持續推動銷量成長，而光電材料則因面板產業需求回溫以及電子載板產品應用材料拓展帶來顯著增幅。從地區分佈來看，營收仍以台灣市場為主，占比達 57%，中國市場占比 37%，隨著全球供應鏈逐步轉移至東南亞，公司於東南亞的早期佈局，目前東南亞市場營收占比已達 10%，未來新興市場具潛力空間。

先進封裝製程材料、電子元件材料訂單齊發，給予華立增加持股評等：展望 2025 年，我們預期主要客戶 2 奈米即將進入量產、中國地區成熟製程產能開出，以及 AI 伺服器、邊緣運算、通訊設備需求持續提升，皆有望帶動光阻液等先進製程材料、以及資通訊材料動能持續增溫，另外在自動化設備、物流中心等佈局完善，多項業務訂單並進，預估 2024/2025/2026 年 EPS 為 8.85/9.60/10.73 元，給予華立「增加持股」建議，目標價 134.5 元(2025 年 EPS x 14 倍本益比)。

- 風險因子：客戶晶片生產不如預期；代理品牌產品市占下降。

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	70,515	73,570	66,782	78,224	84,243	96,269
營業毛利淨額	5,983	5,567	5,526	5,872	6,656	7,599
營業利益	3,073	2,643	2,502	2,733	3,251	3,660
稅後純益	2,843	2,485	2,114	2,309	2,735	3,027
公告基本 EPS(元)	12.05	10.53	8.96	--	--	--
調整後 EPS(元)	12.05	10.53	8.95	8.85	9.60	10.73
營業收入 YoY(%)	19.35%	4.33%	-9.23%	17.13%	7.69%	14.27%
稅後純益 YoY(%)	52.94%	-12.61%	-14.93%	9.22%	18.48%	10.68%
本益比	7.41	7.15	10.63	13.82	11.48	10.37
本淨比	1.34	1.06	1.21	1.53	1.34	1.19
股息(元)	6.80	6.10	4.95	4.95	4.90	5.49
殖利率(%)	7.20%	6.97%	3.38%	4.09%	4.05%	4.54%
ROE(%)	19.90%	15.31%	11.97%	11.72%	12.38%	12.17%

表一、3Q24 及 4Q24 營收及獲利成長性

損益表 (單位：百萬元)	3Q24			4Q24(F)		
	實際數	QoQ	YoY	中信預估	QoQ	YoY
營業收入	21,413	1.22%	12.59%	18,406	-14.04%	6.90%
營業毛利	1,622	7.91%	4.75%	1,426	-12.06%	3.77%
營業利益	818	18.47%	17.00%	666	-18.52%	7.00%
稅前純益	1,014	15.29%	1.97%	763	-24.78%	14.48%
稅後淨利	798	21.80%	2.56%	582	-27.07%	21.85%
EPS(元)	2.75	20.09%	-8.94%	2.01	-26.93%	11.64%

資料來源:公司、中信投顧預估

表二、季度財報與預估差異

損益表 (單位：百萬元)	4Q24(F)				
	調整前	調整後	差異	市場共識	差異
營業收入	-	18,406	-	19,857	-7.3%
營業毛利	-	1,426	-	1,509	-5.5%
營業利益	-	666	-	723	-7.8%
稅前純益	-	763	-	868	-12.1%
稅後淨利	-	521	-	581	-10.3%
EPS(元)	-	2.01	-	2.24	-10.3%
財務比率(%/百分點)					
毛利率	-	7.7%	-	7.6%	0.1 ppts
營益率	-	3.6%	-	3.6%	0.0 ppts
稅後淨利率	-	3.2%	-	2.9%	0.2 ppts

資料來源:公司、中信投顧預估

表三、年度財報與預估差異

損益表 (單位：百萬元)	2024(F)					2025(F)				
	調整前	調整後	差異	市場共識	差異	調整前	調整後	差異	市場共識	差異
營業收入	-	78,224	-	79,675	-1.8%	-	84,243	-	87,687	-3.9%
營業毛利	-	5,872	-	5,976	-1.7%	-	6,656	-	6,664	-0.1%
營業利益	-	2,733	-	2,789	-2.0%	-	3,251	-	3,356	-3.1%
稅前純益	-	3,328	-	3,432	-3.0%	-	3,599	-	3,956	-9.0%
稅後淨利	-	2,248	-	2,307	-2.6%	-	2,491	-	2,647	-5.9%
EPS(元)	-	8.85	-	8.89	-0.5%	-	9.60	-	10.20	-5.9%
財務比率(%/百分點)										
毛利率	-	7.5%	-	7.5%	0.0 ppts	-	7.9%	-	7.6%	0.3 ppts
營益率	-	3.5%	-	3.5%	0.0 ppts	-	3.9%	-	3.8%	0.0 ppts
稅後淨利率	-	2.9%	-	2.9%	0.0 ppts	-	3.0%	-	3.0%	-0.1 ppts

資料來源:公司、中信投顧預估

華立聚焦三大產品線，營收雙位數成長帶動營運持穩：華立三大產品線展現強勁動能，2024 年前 11 月營收比重分別為資通訊材料 37.8%、半導體材料 26.2%及光電材料 28.5%，三大業務較 2023 年同期均呈雙位數成長表現。其中，資通訊材料受惠於 AI 伺服器與通訊交換設備需求的快速增長，半導體材料則因先進製程材料高需求，持續推動銷量成長，而光電材料則因面板產業需求回溫以及電子載板產品應用材料拓展帶來顯著增幅。從地區分佈來看，營收仍以台灣市場為主，占比達 57%，中國市場占比 37%，隨著全球供應鏈逐步轉移至東南亞，公司於東南亞的早期佈局，目前東南亞市場營收占比已達 10%，未來新興市場具潛力空間。

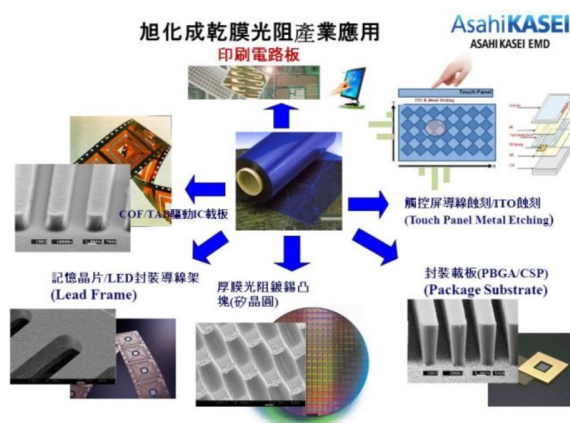
圖一、華立產品比重變化



資料來源：公司、中信投顧整理

高階工程塑膠與 PCB 耗材雙驅動，資通訊材料動能強勁：華立資通訊材料主要以高階工程塑膠及 PCB 產業耗材為主。其中高階工程材料佔比約 75%，主要應用於電動車零組件，包括連接器、繼電器、線束、馬達及煞車卡鉗等，產品亦涵蓋 AI 伺服器 Socket 機構件，華立代理材料具耐高溫需求。PCB 產業耗材則佔約 25%，包括高解析乾墨(Dry Film)及銅箔基板等，公司代理的 Asahi Kasei 高解析乾墨具有全球競爭優勢，主要供應 AI 伺服器、雲端伺服器及資料中心高階電路板層數以及精度的提升需求。此外，華立為台灣區獨家代理的 Panasonic 銅箔基板，具備 Low DK、Low DF 等特性，適用於更高階的應用。整體來看，資通訊材料受益於 AI 伺服器、高階通訊設備及消費性電子復甦，未來在低軌衛星及 AI 邊緣運算等創新應用帶動下，具成長潛力。

圖二、Dry Film 應用



資料來源：公司、中信投顧整理

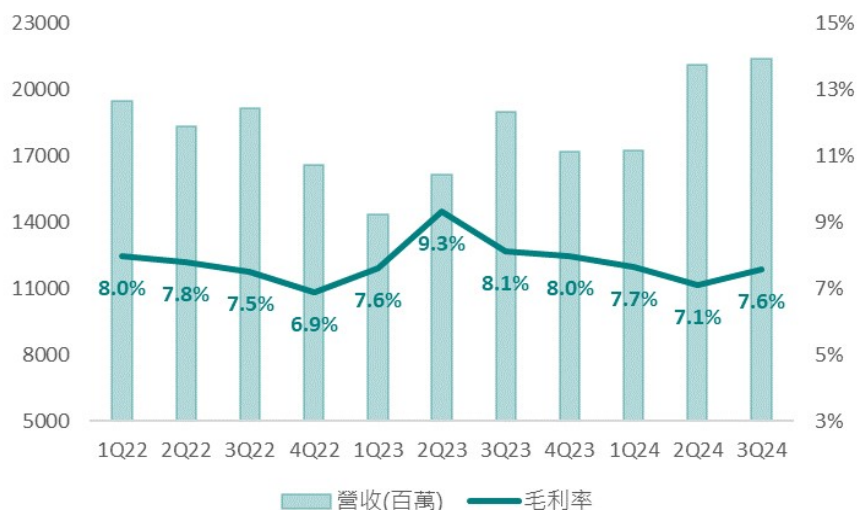
2025/01/08

聚焦光阻液與 CoWoS 材料，華立半導體材料強化競爭優勢：半導體材料涵蓋多元產品類別，包括光阻液、研磨液、電子級化學品、特殊氣體(如氬氣)及先進封裝材料。半導體業務由光阻液及先進封裝材料帶動營收動能強勁，而公司代理之光阻液市場高度集中，目前代理公司 2 奈米產品進度如期近期，且目前為 JSR 與信越兩家主導，具有優勢地位；先進封裝材料(如 CoWoS 厚膜光阻)受高階晶片需求驅動，公司憑藉對日本龍頭 JSR 的大中華區域獨家代理權，鞏固市場領先地位。此外，公司積極佈局氬氣製造領域，為晶片製程雷射氣體的關鍵原料，有望成為下一階段公司營運成長動能。

光電材料受惠 5G 與車載應用，公司深化自動化與物流布局：光電材料為 LCD 上下游材料及相關半成品，包括偏光板、導光板及彩色光阻，廣泛應用於平面顯示器、智能家電及車載設備。近年來，公司積極拓展電子載板應用市場，尤其在歐美市場推廣的電子白板已逐步取代傳統黑板與投影機。受面板需求回溫與智能家居設備升級驅動，光電材料業務持續成長，未來隨著 5G 及車載應用的普及，市場需求有望進一步提升。華立布局智能工廠已久，逐步切入 PCB、半導體及電子代工領域，代理盟立等廠商的機器手臂與線邊倉減料系統等，協助客戶提升供應鏈韌性，隨客戶擴產計畫。而 2H25 公司將啟用南部全新物流中心，支持客戶設廠需求並改善化學品與材料儲運問題。

資通訊材料及半導體材料帶動公司 2024 年營收創新高：公司 2024 年前 11 月累計營收 725 億元，YoY+17.9%，營收規模超越 2023 年全年，將創下新高紀錄，其中 3Q24 營收 214 億元，我們估計為全年高峰。營運表現受惠資通訊材料及半導體材料需求強勁帶動，公司整體營收結構穩健。2024 年隨著產品組合優化及營運規模擴大，費用率從 4.5%降至近 4%，帶動獲利能力提升。

圖三、華立營收及毛利率



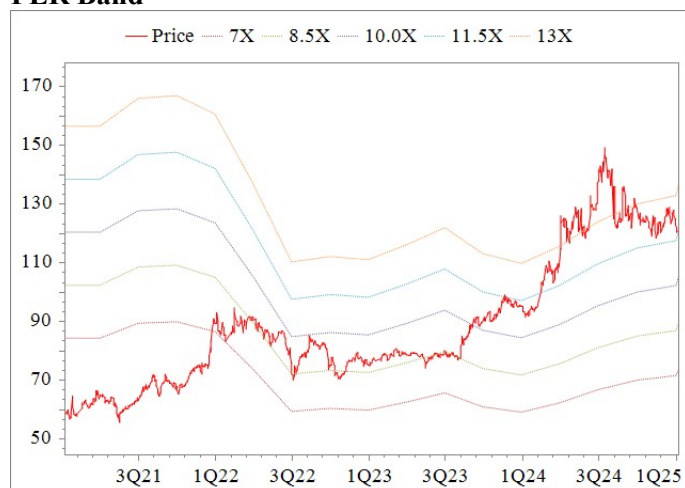
資料來源：公司、中信投顧整理

先進封裝製程材料、電子元件材料訂單齊發，給予華立增加持股評等：展望 2025 年，我們預期主要客戶 2 奈米即將進入量產、中國地區成熟製程產能開出，以及 AI 伺服器、邊緣運算、通訊設備需求持續提升，皆有望帶動光阻液等先進製程材料、以及資通訊材料動能持續增溫，另外在自動化設備、物流中心等佈局完善，多項業務訂單並進，預估 2024/2025/2026 年 EPS 為 8.85/9.60/10.73 元，給予華立「增加持股」建議，目標價 134.5 元(2025 年 EPS x 14 倍本益比)。

公司簡介：華立專注於代理日本高階材料，為半導體、資通訊及光電材料領域的重要通路商。公司以深厚的專業知識與完善的供應鏈管理，提供尖端材料及技術支持，廣泛服務於半導體製程、PCB 產業及相關電子應用領域。在半導體材料領域，華立擁有日本龍頭廠商 JSR 的大中華區域獨家代理權，供應光阻液、先進封裝材料及研磨液等核心材料，廣泛應用於先進製程與封測製程。JSR 產品在市場中具有高度競爭力，尤其在 2 奈米製程等前沿技術中佔有領先地位。此外，華立在 PCB 產業也具有顯著優勢，為日本 Panasonic 銅箔基板的台灣區獨家代理商，產品為高階伺服器及通訊設備的重要材料，深受客戶認可。公司營運策略著重於高附加價值的技術支持與高效物流服務，配合自有 FAE 工程團隊，協助客戶解決製程問題，並提供即時交貨的 JIT 倉儲管理模式，進一步鞏固市場領先地位。

(百萬元)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入	17,251	21,154	21,413	18,406	18,106	20,994	22,947	22,196
營業成本	15,929	19,652	19,791	16,980	16,696	19,285	21,110	20,497
營業毛利	1,321	1,503	1,622	1,426	1,410	1,709	1,837	1,699
營業費用	763	813	804	760	724	867	904	910
營業利益	558	690	818	666	687	842	932	789
營業外收支淨額	112	190	197	97	96	84	81	88
稅前純益	671	880	1,014	763	782	926	1,013	878
所得稅	174	224	216	181	184	224	242	214
稅後純益	433	581	712	582	599	702	771	664
調整後 EPS(元)	1.67	2.24	2.75	2.01	2.07	2.47	2.74	2.32
毛利率(%)	7.66%	7.10%	7.57%	7.75%	7.79%	8.14%	8.00%	7.66%
營業利益率(%)	3.24%	3.26%	3.82%	3.62%	3.79%	4.01%	4.06%	3.56%
稅後純益率(%)	2.51%	2.75%	3.33%	3.16%	3.31%	3.34%	3.36%	2.99%
營業收入 QoQ(%)	0.19%	22.63%	1.22%	-14.04%	-1.63%	15.95%	9.30%	-3.27%
稅前純益 QoQ(%)	0.62%	31.20%	15.29%	-24.78%	2.55%	18.39%	9.36%	-13.36%

PER Band



資料來源：中信、CMoney

PBR Band



資料來源：CMoney

2025/01/08

資產負債表

(百萬元)	2020	2021	2022	2023	3Q24
資產總計	38,755	45,887	49,169	50,181	52,551
流動資產	27,941	32,846	34,342	34,732	35,938
現金及約當現金	3,053	3,275	6,715	6,457	4,824
應收帳款與票據	17,632	18,659	16,836	18,398	22,031
存貨	4,287	5,194	6,428	4,695	4,972
採權益法之投資	4,826	5,957	6,125	7,145	8,116
不動產、廠房設備	3,786	4,741	6,356	5,982	6,184
負債總計	23,847	28,170	30,628	29,758	28,297
流動負債	17,659	20,407	21,022	22,939	21,254
應付帳款及票據	7,168	8,437	8,019	8,456	9,226
非流動負債	6,188	7,763	9,606	6,818	7,043
權益總計	14,908	17,717	18,541	20,424	24,253
普通股股本	2,314	2,360	2,360	2,360	2,594
保留盈餘	9,869	11,832	12,807	13,483	14,158
母公司業主權益	12,878	15,698	16,756	18,575	22,245
負債及權益總計	38,755	45,887	49,169	50,181	52,551

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	73,570	66,782	78,224	84,243	96,269
營業成本	68,004	61,256	72,352	77,588	88,669
營業毛利淨額	5,567	5,526	5,872	6,656	7,599
營業費用	2,923	3,025	3,140	3,405	3,940
營業利益	2,643	2,502	2,733	3,251	3,660
EBITDA	4,223	3,816	4,021	4,058	4,443
業外收入及支出	892	577	595	349	323
稅前純益	3,536	3,079	3,328	3,599	3,983
所得稅	809	762	795	864	955
稅後純益	2,485	2,114	2,309	2,735	3,027
公告基本 EPS(元)	10.53	8.96	--	--	--
調整後 EPS(元)	10.53	8.95	8.85	9.60	10.73

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

現金流量表

(百萬元)	2020	2021	2022	2023	3Q24
營業活動現金	1,208	2,316	3,779	3,169	1,134
稅前純益	2,636	4,016	3,536	3,079	1,014
折舊及攤銷	319	364	455	456	120
營運資金變動	-1,083	-477	33	519	70
其他營運現金	-664	-1,586	-245	-885	-71
投資活動現金	-186	-2,888	-1,255	-913	-706
資本支出淨額	-211	-1,162	-1,832	-581	-114
長期投資變動	37	163	-572	64	-306
其他投資現金	-12	-1,889	1,149	-396	-287
籌資活動現金	-339	934	472	-2,226	-827
長借/公司債變動	-117	1,333	1,688	-731	-30
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-764	-1,018	-1,605	-1,440	0
其他籌資現金	541	619	389	-55	-797
淨現金流量	705	222	3,440	-259	-296
期初現金	2,349	3,053	3,275	6,715	5,120
期末現金	3,053	3,275	6,715	6,457	4,824

資料來源：中信、CMoney

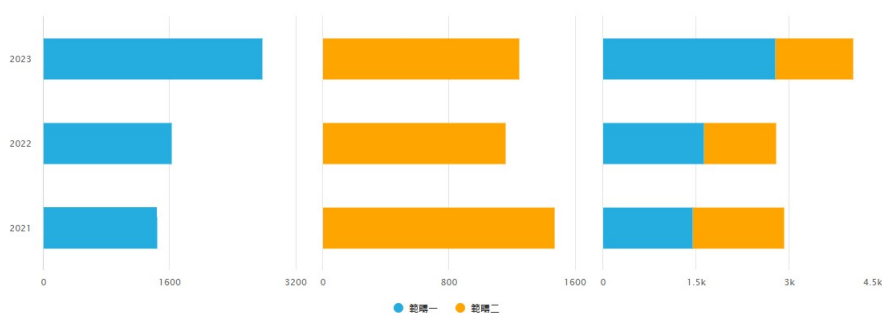
比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	4.33%	-9.23%	17.13%	7.69%	14.27%
營業毛利淨額	-6.95%	-0.72%	6.26%	13.34%	14.18%
營業利益	-13.97%	-5.37%	9.23%	18.97%	12.57%
稅後純益	-12.32%	-15.04%	9.22%	18.48%	10.68%
獲利能力分析(%)					
毛利率	7.57%	8.28%	7.51%	7.90%	7.89%
EBITDA(%)	5.74%	5.71%	5.14%	4.82%	4.62%
營益率	3.59%	3.75%	3.49%	3.86%	3.80%
稅後純益率	3.71%	3.47%	2.95%	3.25%	3.14%
ROE(%)	15.31%	11.97%	11.72%	12.38%	12.17%

ESG 資訊—環境保護(Environmental)

溫室氣體(範疇一/二)排放量

2023

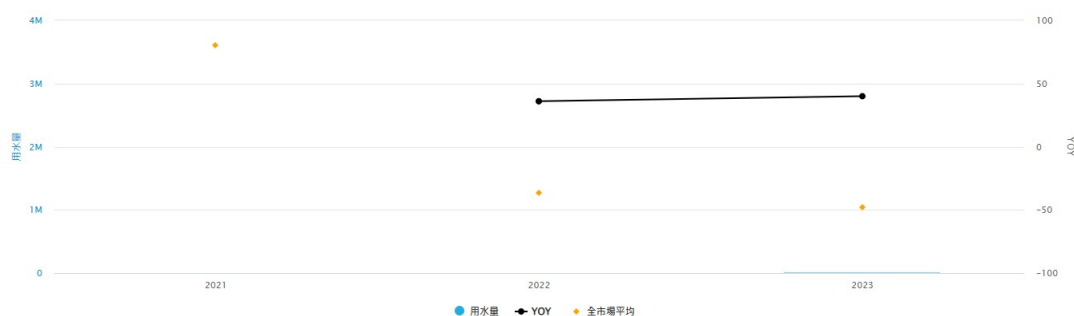


再生能源使用率

2023



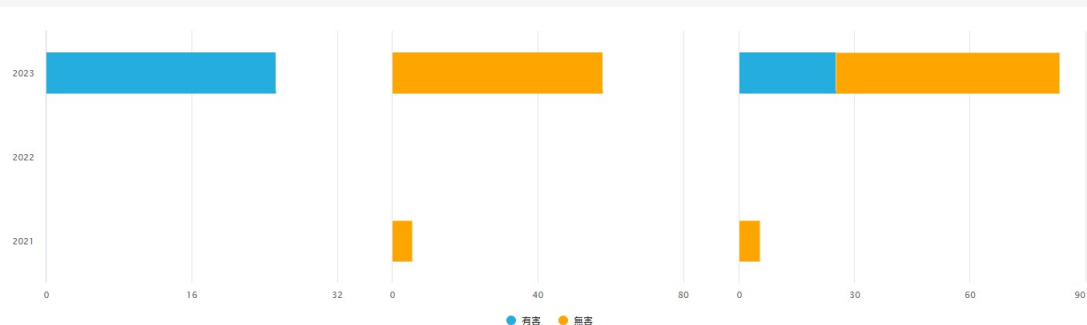
用水量



2023



廢棄物量



2023



密集度

2023

溫室氣體排放密集度

13

用水密集度

0.002

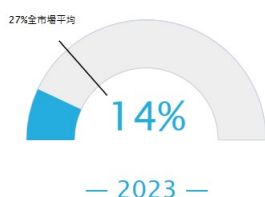
廢棄物密集度

0

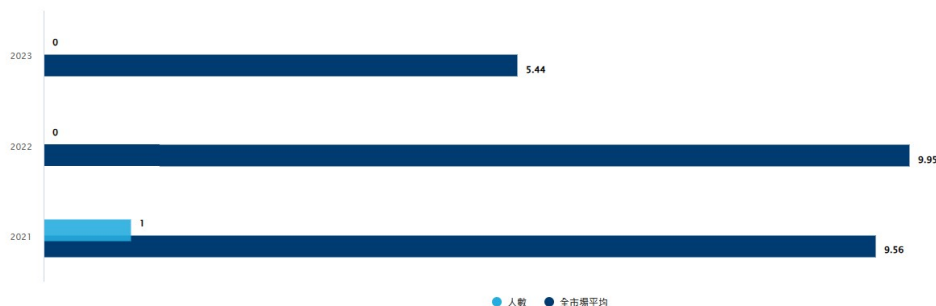
ESG 資訊—社會責任(Social)

管理職女性主管占比

2023



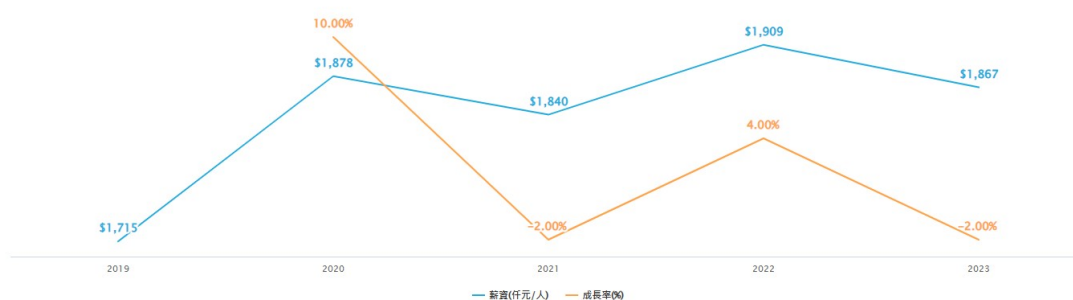
職業災害人數



2023



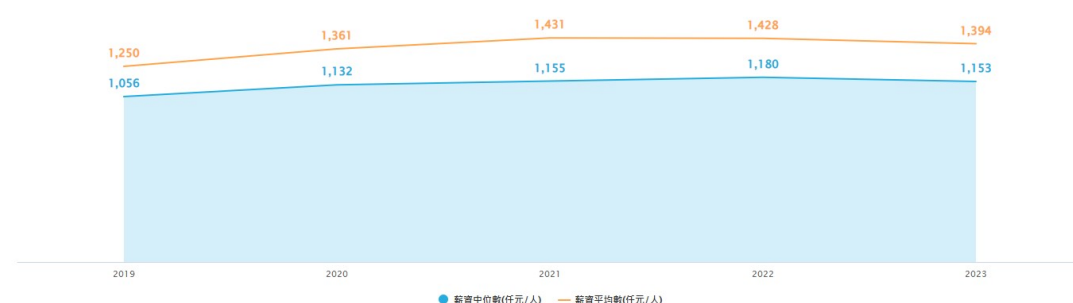
員工薪資年度趨勢



2023



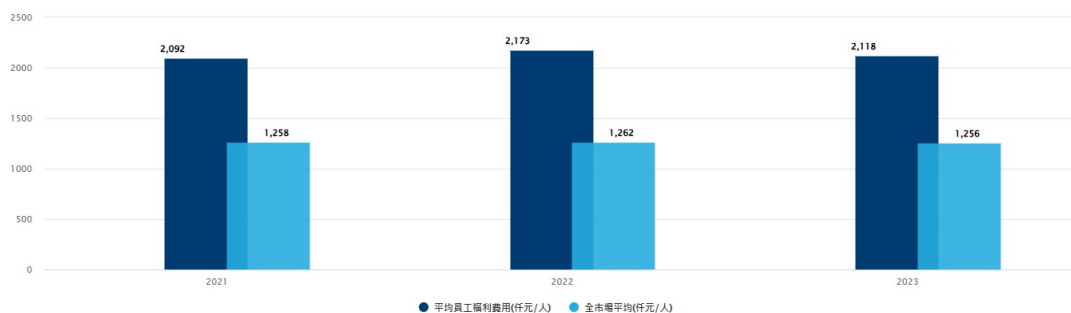
非擔任主管職務之全時員工薪資



2023



平均員工福利費用



2023



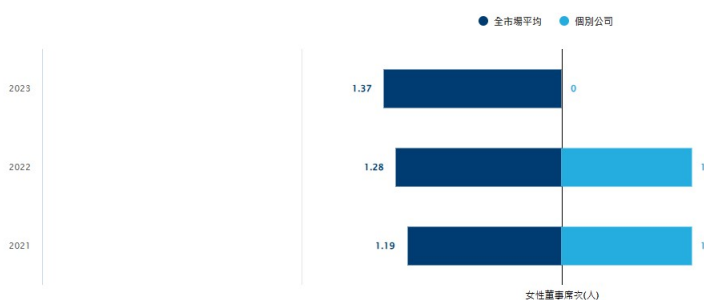
ESG 資訊—公司治理(Governance)

獨立董事vs.董事席次占比

2023



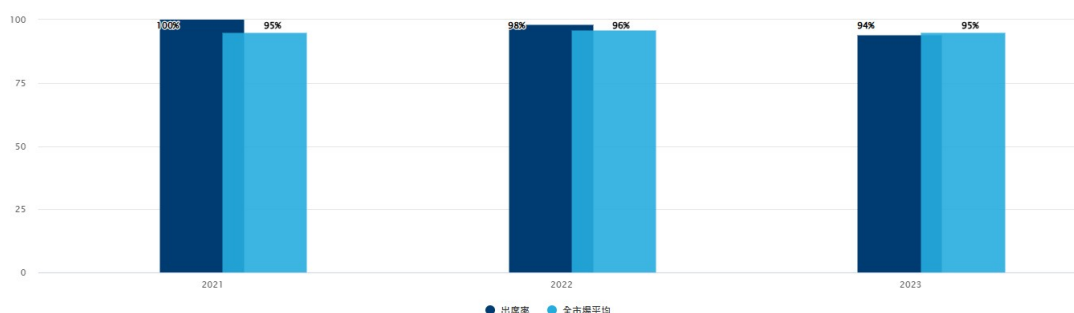
女性董事席次



2023



董事之董事會出席率



2023

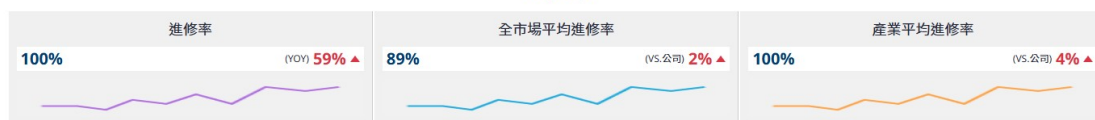


董事進修符合進修要點比率

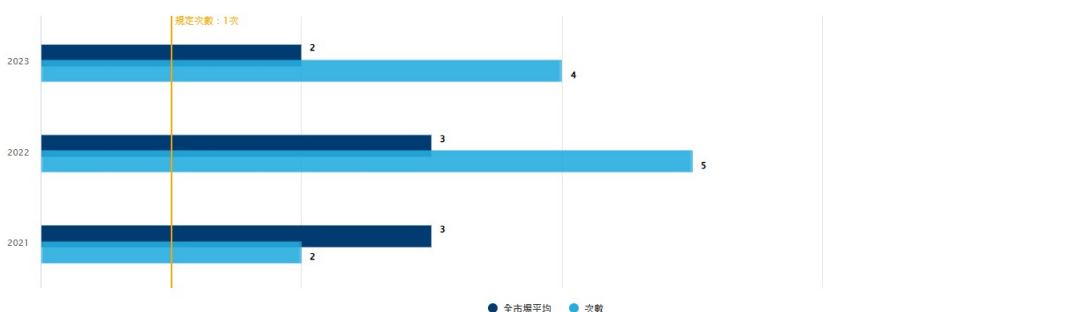


內圈:個別公司 外圈:全市場平均

2023



法說會次數



2023



資料來源：證交所

投資評等說明

個股評等	Rating	定義
買進	Buy (B)	相較於市場指數之回報潛力極具吸引力
增加持股	Overweight (OW)	相較於市場指數之回報潛力略有吸引力
中立	Neutral (N)	相較於市場指數之回報潛力相似
降低持股	Underweight (UW)	相較於市場指數之回報潛力稍低
賣出	Sell (S)	相較於市場指數之回報潛力較低
未評等	Not Rated (NR)	

免責聲明

本報告係本公司於特定日期就現有資訊所提出，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，本公司將不做預告或更新；而且本報告並非依特定投資目的或特定對象之財務狀況所完成，因此，本報告之目的並非針對客戶於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關商品提供詢價或推介服務，亦非進行交易之要約。本公司出具之短、中、長期策略性報告所做出之投資分析與建議，亦可能會隨市場波動隨時調整，而與個股研究報告之意見未必一致。投資人應自行考量本身之需求、投資風險及承受度，並就投資結果自行負責，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負擔任何法律責任。非經本公司同意，任何人不得將本報告加以引用或轉載。

中國信託金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業（以下稱“中信金集團”）從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、信託、證券經紀、證券承銷、保險、證券投資信託、自有資金投資等。中信金集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。中信金集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。中信金集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。中信金集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。中信金集團之自營、資產管理及其他投資業務所做之投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。