# 聯友金屬-創

(7610.TW/7610 TT)

## 在國際戰略資源爭奪戰中一鳴驚人

### 增加持股 · 首次評等

| | |
|---|---|
| 收盤價 September 3 (NT$) | 1,655 |
| 12 個月目標價 (NT$) | 2,688 |
| 前次目標價 (NT$) | N/A |
| 維持 / 調升 / 調降 (%) | N/A |
| 上漲 / 下跌空間 (%) | 62.4 |

### 焦點內容

1. 中國以外鎢資源再生最大的業者聯友金屬，將受惠全球高科技與軍工供應鏈需求高漲與「去中化」趨勢。
2. 產品線朝向高值化應用拓展。
3. 2026-28 年獲利將迎來爆發性成長。

### 交易資料表

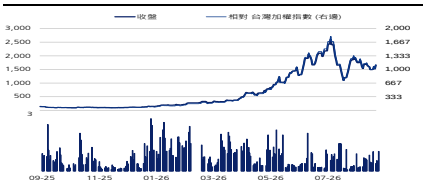
| | |
|---|---|
| 市值：(NT$bn/US$mn) | 96.65 / 3,043 |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 58.40 |
| 外資持有股數 (百萬股)： | 11 |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 0.35 |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT$): | 95.80 –2,600 |

| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 絕對表現 (%) | 21.1 | 451.7 | 1108 |
| 相對表現 (%) | 22.4 | 418.1 | 1017. |

### 每股盈餘

| NT$ | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
|---|---|---|---|---|
| 2025 | (0.53)A | 0.91A | 1.25A | 3.75A |
| 2026 | 9.06A | 16.32A | 25.59F | 26.78F |
| 2027 | 24.78F | 22.54F | 21.39F | 38.80F |

### 股價圖




資料來源：TEJ

**凱基投顧**

劉昊恩
886 2 2181 8035
tseen.liu@kgi.com

張育程
886 2 2181 8735
eden.chang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

### 重要訊息

憑藉產業趨勢有利及積極擴產，聯友金屬-創正踏上通往市場霸權之路。

### 評論及分析

**受惠全球高科技與軍工供應鏈「去中化」趨勢。**隨著 AI 伺服器、航太及高階工具機等領域需求暴增，近年來地緣政治風險顯著升溫與中國出台出口管制與禁令已引發各國對鎢資源主權激烈競爭，加速高科技與軍工供應鏈「去中化」進程。然而，鎢產業鏈的建置涉及嚴格的環評與極其複雜的化學工程技術，未來五年內完成度將相當有限，因此，中國以外極少數具備冶煉能力的廠商將為本波供需緊張及鎢產品超額利潤延伸下之最大受益者。聯友金屬為中國以外鎢資源再生產能最大的業者，佔據罕見且具優勢的戰略地位，有望在鎢產業鏈實力大洗牌中脫穎而出。

**高值化業務拓展。**聯友金屬將投入一連串擴廠計劃，將產品線向高值化與下游應用延伸。隨著屏南三廠及屏科廠 2H27 將相繼投產，公司鎢酸鈉產能有望自當前 4-5,000 噸倍增至 8,000-10,000 噸。加上國際鎢價延續高檔與鈷金屬業務同步發展，我們預計 2025-28 年鎢、鈷產品銷售的年複合成長率將分別高達 180%、123%，帶動營收迎來史詩級擴張步伐。

**2026-28 年獲利進入爆發性成長。**在全球鎢產業結構性改變之背景下，聯友金屬價值鏈升級將顯著推升產業競爭地位，促使毛利率延續優渥的水準。我們預估公司 2025-28 年獲利年複合成長率將高達 272%，遠超全球同業表現，且未來更多金屬業務加入將挹注更長期的成長曲線。

### 投資建議

凱基首評聯友金屬，給予「增加持股」評等及目標價 2,688 元，係依據 2027 年每股盈餘預估之 25 倍推算得出。考量高值化產線新廠預計 2H27 投產，2028 年後將再迎接下一階段營運爆發期，我們認為未來評價仍具進一步上調空間。各國對鎢資源潛在緊縮政策亦將成為股價催化劑。

### 投資風險

政策變化、原物料供應短缺及匯率波動。

**主要財務數據及估值**

| | Dec-24A | Dec-25A | Dec-26F | Dec-27F | Dec-28F |
|---|---|---|---|---|---|
| 營業收入 (NT$百萬) | 1,099 | 1,406 | 9,229 | 13,945 | 25,604 |
| 營業毛利 (NT$百萬) | 132 | 433 | 6,203 | 8,500 | 16,922 |
| 營業利益 (NT$百萬) | 63 | 309 | 5,693 | 7,859 | 15,539 |
| 稅後淨利 (NT$百萬) | 59 | 241 | 4,525 | 6,268 | 12,398 |
| 每股盈餘 (NT$) | 1.71 | 5.45 | 77.60 | 107.51 | 212.64 |
| 每股現金股利 (NT$) | 0.20 | 0.50 | 9.38 | 12.99 | 25.70 |
| 每股盈餘成長率 (%) | 1104.4 | 218.1 | 1324.5 | 38.5 | 97.8 |
| 本益比 (x) | 966.4 | 303.8 | 21.3 | 15.4 | 7.8 |
| 股價淨值比 (x) | 72.2 | 50.4 | 14.2 | 7.1 | 3.6 |
| EV/EBITDA (x) | 506.2 | 192.7 | 16.6 | 11.6 | 5.3 |
| 淨負債比率 (%) | 107.0 | 52.2 | Net cash | Net cash | Net cash |
| 殖利率 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.6 | 0.8 | 1.6 |
| 股東權益報酬率 (%) | 7.7 | 20.2 | 124.6 | 73.9 | 73.5 |

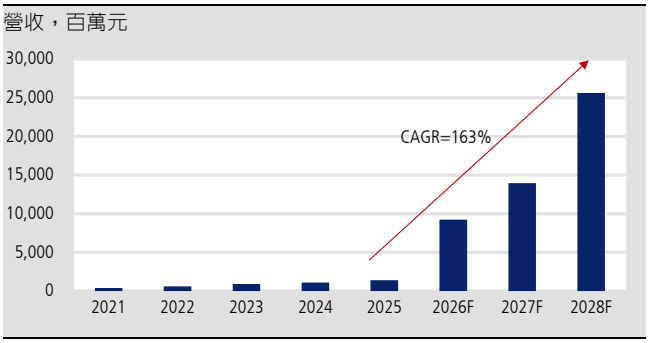
資料來源：公司資料，凱基

## 財務分析&評價

凱基首次評等聯友金屬-創，給予「增加持股」評等及目標價 2,688 元，係基於 2027 年每股盈餘預估之 25 倍推算得出。我們看好聯友金屬未來三年營運展望，主因：(1) 受惠全球高科技與軍工產業需求爆發、供應鏈加速「去中化」及中國供給限制，公司將在中國以外最大的鎢資源再生產能基礎上大幅擴產，預計將推升 2025-28 年鎢產品銷售年複合成長率高達 180%；(2) 藉由發展鎢及其原料在分解過程中所產生的副產品鈷之高值化應用，逐步轉型為高階材料供應商，議價能力增強將使公司持續享有優渥的利潤率；及 (3) 隨著資源再生與循環經濟成為全球的主流發展趨勢，公司計畫逐步將業務拓展至鎳、鉻、銅等多元金屬，可望進一步挹注更長期的成長曲線。綜上因素，我們看好聯友金屬 2026-28 年營收及獲利將進入高速成長期 (圖 1 及 2)。

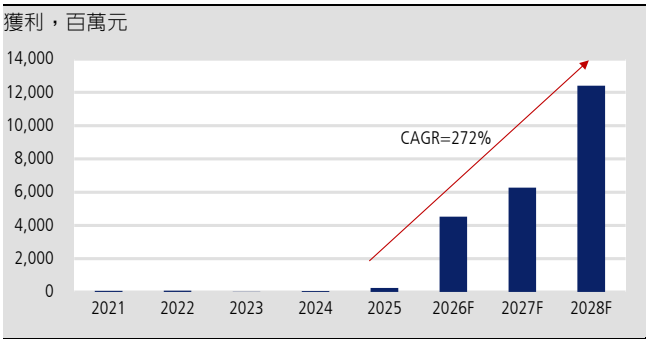
聯友金屬高值化產線新廠預計 2H27 陸續投產，為公司價值鏈升級之關鍵年度，2028 年後將再迎接下一階段營運爆發期。考量全球鎢產業結構性改變、公司國際競爭地位顯著提升，以及 2025-28 年獲利年複合成長率將高達 272%，我們認為公司評價足以媲美中國鎢業龍頭之歷史本益比區間 20-35 倍。隨著新產能落地貢獻，未來評價仍具進一步上調空間。

**圖 1：聯友金屬營收預估**




*資料來源：TEJ，凱基預估*

**圖 2：聯友金屬獲利預估**




*資料來源：TEJ，凱基預估*

**圖 3：同業評價比較**

| 公司 | 代號 | 市值 (美金百萬元) | 股價 (當地貨幣) | 每股盈餘 (當地貨幣) 2026F | 2027F | 2028F | 2025-28F CAGR (%) | 本益比 (倍) 2026F | 2027F | 2028F | 股東權益報酬率 (%) 2026F | 2027F | 2028F | 營業利益率 (%) 2025 | 2026F | 2027F | 2028F | 股價表現 (%) 3M | 6M | 12M | YTD |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 聯友金屬科技 | 7610 TT | 3,036 | 1,655.00 | 77.60 | 107.51 | 212.64 | 239 | 21.3 | 15.4 | 7.8 | 124.6 | 73.9 | 73.5 | 18.4 | 61.7 | 56.4 | 60.7 | 19.6 | 562.0 | 1,349.7 | 1,288.9 |
| 創鉅先進材料 | 7918 TT | 1,036 | 764.00 | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | (36.6) | N.A. | N.A. | N.A. |
| 光洋應用材料科技 | 1785 TT | 1,875 | 100.00 | 10.17 | 13.68 | N.A. | N.A. | 9.8 | 7.3 | N.A. | 14.0 | 12.8 | N.A. | 18.8 | 6.3 | 6.0 | 7.4 | (29.6) | 63.9 | 76.8 | 50.4 |
| **台灣同業平均** | | | | | | | | **15.6** | **11.4** | **7.8** | **69.3** | **43.3** | **73.5** | **18.6** | **34.0** | **31.2** | **34.0** | | | | |
| 廈門鎢業 | 600549 CH | 11,956 | 50.60 | 2.79 | 3.29 | 4.30 | 44 | 18.1 | 15.4 | 11.8 | 12.7 | 13.9 | 22.2 | 18.8 | 6.4 | 8.5 | 9.2 | (15.7) | (33.1) | 65.4 | 23.2 |
| 崇義章源鎢業 | 002378 CH | 4,368 | 24.43 | 0.92 | 0.97 | 1.00 | 61 | 26.6 | 25.2 | 24.4 | 8.3 | 13.0 | 33.6 | 19.5 | 9.1 | 7.1 | 7.7 | (20.8) | (41.3) | 68.6 | 72.3 |
| 中鎢高新材料 | 000657 CH | 20,389 | 60.12 | 1.90 | 2.32 | 2.93 | 71 | 31.6 | 26.0 | 20.5 | 13.5 | N.A. | 34.9 | 31.2 | 5.9 | 7.9 | 8.7 | (16.2) | (7.4) | 200.8 | 117.0 |
| **中國同業平均** | | | | | | | | **25.4** | **22.2** | **18.9** | **11.5** | **13.4** | **30.2** | **23.2** | **7.1** | **7.8** | **8.5** | | | | |
| 山特維克集團 | SAND SS | 48,316 | 370.10 | 17.61 | 19.94 | 21.12 | 22 | 21.0 | 18.6 | 17.5 | 13.3 | 15.5 | 20.6 | 47.7 | 16.5 | 17.7 | 15.2 | (2.7) | (2.3) | 55.4 | 23.1 |
| 肯納金屬公司 | KMT US | 2,245 | 29.45 | 3.90 | 4.95 | 2.46 | 27 | 7.6 | 5.9 | 12.0 | 8.7 | 7.4 | 21.4 | 36.4 | 10.8 | 9.3 | 8.3 | (9.9) | (27.4) | 37.4 | 3.7 |
| 阿爾蒙蒂工業公司 | ALM US | 5,097 | 17.69 | 0.87 | 1.90 | 2.24 | N.A. | 20.3 | 9.3 | 7.9 | (37.2) | (81.6) | 37.1 | 88.6 | (32.9) | (26.1) | (24.0) | (11.4) | (8.6) | 320.2 | 100.8 |
| **全球同業平均** | | | | | | | | **16.3** | **11.3** | **12.5** | **(5.1)** | **(19.6)** | **26.4** | **57.6** | **(1.8)** | **0.3** | **(0.2)** | | | | |

*資料來源：Bloomberg，凱基*

## 投資理由

### 國際高科技及軍工供應鏈去中化之受惠者

在當前複雜多變的國際政治環境中，戰略物資成為地緣政治角力的核心武器，主因其為現代科技與軍事的命脈，且供應權掌握在少數國家中。中國憑藉數十年來的政策支持與低環境成本開採，如今掌握全球近 80%鎢礦產量，並擁有世界上少數能提供串連鎢產業上中下游一條龍服務之公司，形成對全球鎢供應鏈之結構性壟斷。隨著近年地緣政治風險顯著升溫及中國祭出多次出口管制與禁令，美國及其他重要經濟體面臨斷供風險，點燃各國對鎢資源主權的激烈競爭及「去中化」意志。然而，若要從零開始建立從上游礦山開採、化學多階段精煉到下游加工的完整鎢供應鏈，業界估計至少需耗時 20 年的技術與經驗累積。而若是要建立從廢料回收、精煉到下游加工的閉環 (Closed-loop) 或開放型 (open-loop) 供應鏈，整體建置與投產週期在最順利的情況下預計可分別縮短至 3-6、2-4 年；但這在環保意識強烈的先進國家，前期土地取得與環境評估即為最大變數，主因精煉過程涉及強酸、強鹼或重金屬分離，政府制定廢水排放與空汙控制標準非常嚴格。因此，在本波全球鎢資源的爭奪戰中，中國以外極少數已具備冶煉能力及量能的廠商將成為最大受益者。

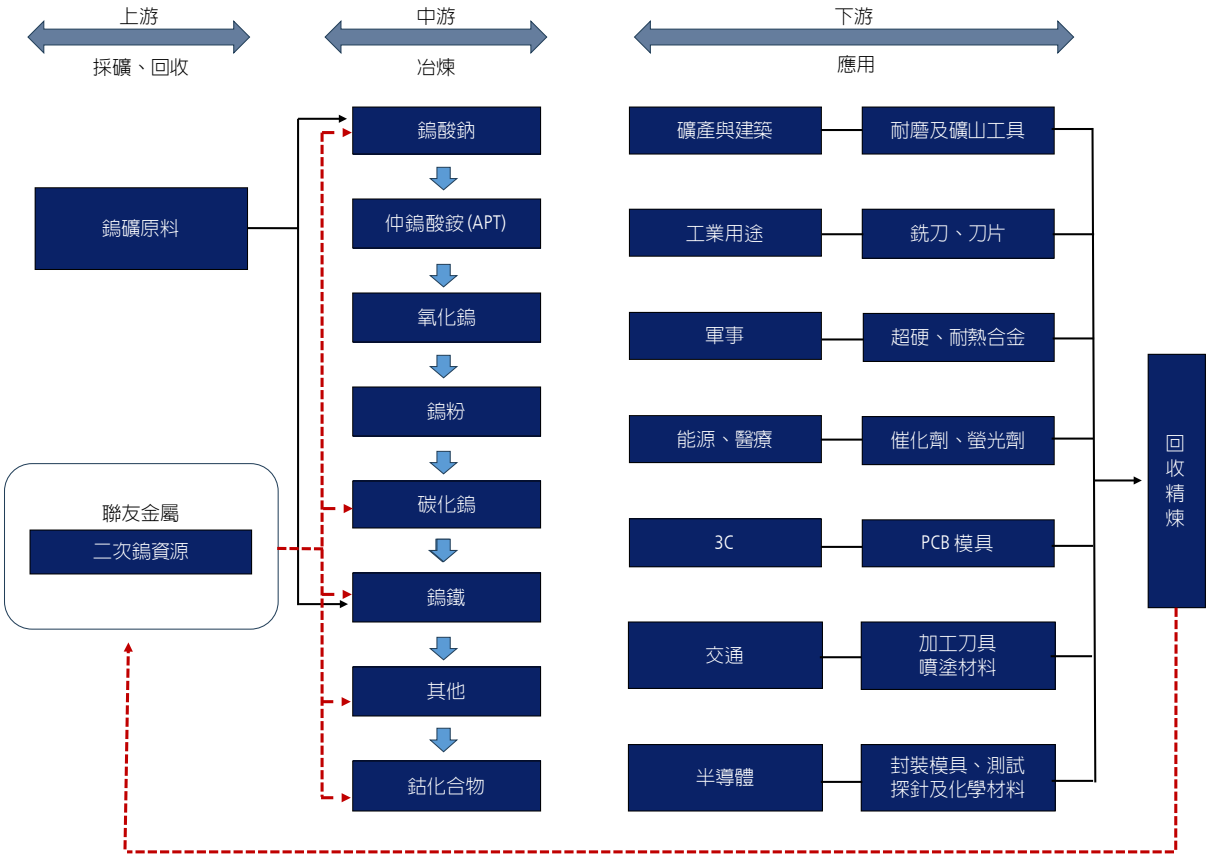
在鎢產業中國以外業者中，部分國際大廠以原礦生產為主、資源再生法為輔，對比多數公司冶煉方式單一，且規模較小 (圖 4)。聯友金屬專注於二次硬質合金、二次鎢及鈷資源回收再生技術，為中國以外鎢資源再生產能最大的業者。加上在符合台灣法規下之擴產腳步可較國際同業更加快速，並與國際各大鎢業公司合作拓展料源及銷售通道，我們預期聯友金屬未來三年可望享有高昂的「去中國化溢價 (De-risking premium)」與極高的客戶黏著度，營運成長前景穩健。

**圖 4：國際鎢資源再生廠商概覽**

| 國家 | 公司 | 地點 | 鎢產能/年 (單位:噸) | 使用循環原料比例 | 冶煉方法 | 鎢酸鈉 | 鎢酸鈣 | 仲鎢酸銨 | 氧化鎢 | 鎢粉 | 碳化鎢粉 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 美國 | Kennametal | Pittsburgh | 7,000 | 30-40% | 化學法 | | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| | GTP | Towanda | 7,000 | 30-40% | 化學法 | | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| | Niagara Refining | Buffalo | 4,000 | 0% | 化學法 | | | ✓ | ✓ | | |
| 歐洲 | H.C. Starck | Goslar | 6,000 | 30-40% | 化學法 | | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| | WBH | St. Martin | 6,000 | 30-40% | 化學法 | | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| | Tikomet | Jyvaskyla | 2,400 | 100% | 鋅融法 | | | | | | ✓ |
| 日本 | Japan New Metals | Akita | 800 | 100% | 化學法 | | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| | A.L.M.T | Toyama | 400 | 100% | 化學法 | | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| | Kohsei | Kitakyushu | 300 | 100% | 鋅融法 | | | ✓ | | | ✓ |
| | ONS | Osaka | 200 | 100% | 鋅融法 | | | ✓ | | | ✓ |
| | Nisshin Kogyo | Kakogawa | 150 | 100% | 電化學法 | | ✓ | | | | |
| 台灣 | 聯友金屬 | Fangliao | 目前：5,000<br>新廠完工：**10,000** | 100% | 化學法 | ✓<br>✓ | ✓<br>✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| 其他 | Tungsten Vietnam | Song Cong | 600 | 100% | 化學法 | ✓ | ✓ | | | | |
| | GTP India | Kolkata | 1,200 | 100% | 鋅融法 | | | | | | ✓ |

*資料來源：公司資料；凱基*

**圖 5：產品流程圖**




*資料來源：公司資料；凱基*

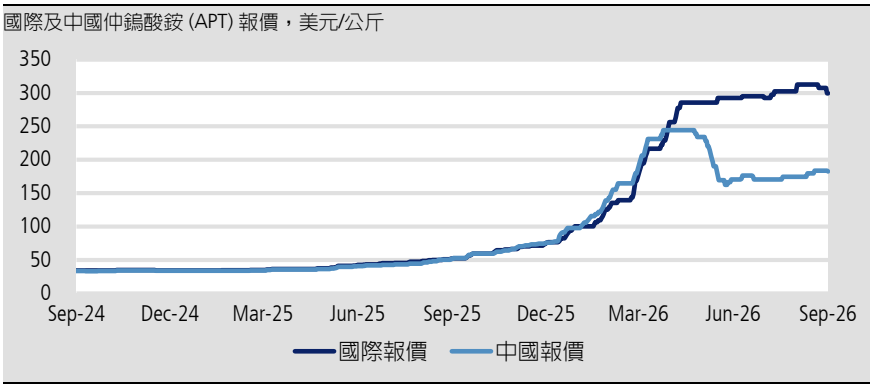
### 中國以外鎢精煉產能瓶頸有利於豐厚利潤率延伸

全球鎢產品價格在經歷 2025 年至 2026 年初狂飆 4-5 倍至歷史新高後，2Q26 開始進入中國與國際市場分化格局 (圖 6)。受中國出口管制與禁令影響，全球近 80%鎢礦產量與 85%仲鎢酸銨 (APT) 精煉產能被留在中國境內，但當地消費需求成長力道有限及庫存去化緩慢，導致 2Q26 中國鎢產品價格較國際定價回吐約 30%。放眼海外市場，全球地緣政治衝突不斷促使國防軍工需求暴增，AI 伺服器、航太、高階工具機及新能源車領域等剛性需求亦在急遽成長中，支撐中國以外鎢產品價格高檔不墜。

反觀鎢廢料價格展望，我們看好潛在下檔空間，主因：(1) 中國以外精煉產能瓶頸將助長少數國際精煉廠對鎢廢料的議價權；(2) 美國缺乏足夠的鎢冶煉及加工能力，卻頒布禁止廢鎢出口政策，未來國內庫存攀升風險恐回頭抑制廢鎢進口，進而緩解國際廢鎢供給壓力；及 (3) 隨著亞洲部分傳統製造業景氣放緩，廠商可能加速釋出鎢廢料，強化現金週轉率。

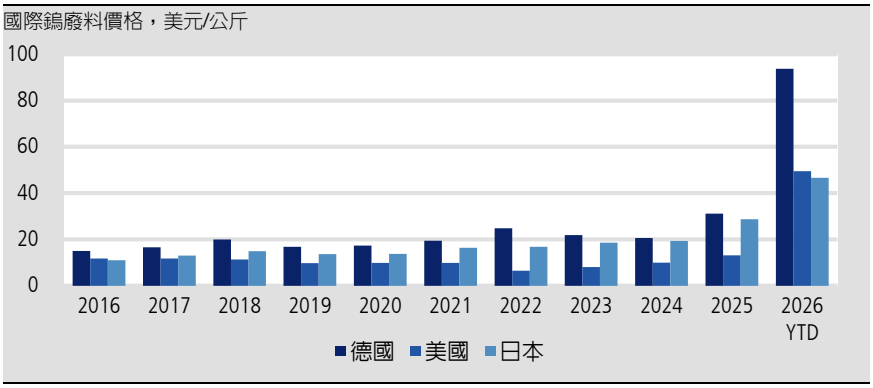
綜上，儘管 2025 年至 2026 年初鎢價暴漲帶動聯友金屬利差快速擴大的情形已難再現，我們預期，高端鎢產品價格中樞上移及料源供給舒緩仍將有利公司優渥利潤率延伸至未來 2-3 年 (圖 8 及 9)。

**圖 6：國際及中國鎢價走勢脫鉤**



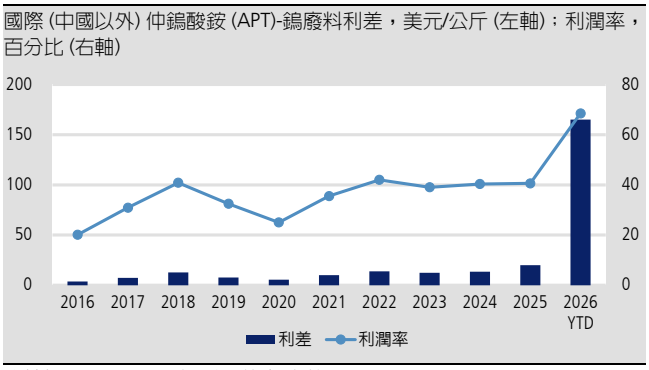

*資料來源：Bloomberg；凱基*

**圖 7：全球鎢廢料價格走升**



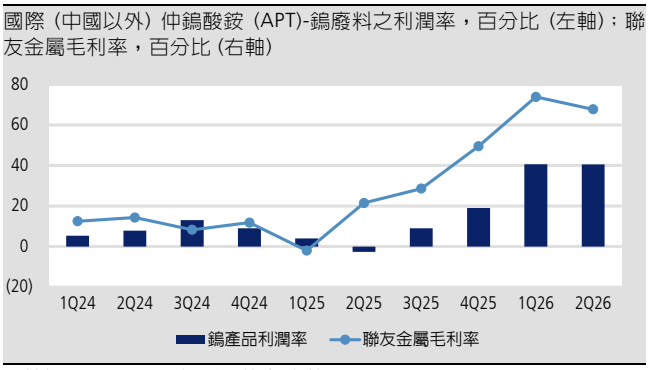

*資料來源：各國海關統計；凱基*

**圖 8：中國以外鎢產品利差擴大**




*資料來源：Bloomberg；各國海關統計；凱基*

**圖 9：聯友金屬 1H26 毛利率居歷史高檔**




*資料來源：Bloomberg；各國海關統計；凱基*

## 鈷業務朝向高值化發展

全球約有高達 90%以上的鈷為銅礦或鎳礦開採之副產品，供給易受銅和鎳價格影響。然而，全球最大鈷生產國－剛果 (供應佔比逾 70%) 為挽救低迷價格，2025 年陸續祭出鈷出口禁令與配額限制管制措施，宛如為全球鈷市注入一劑強心針。剛果政府對 2026-27 年的每年鈷出口總量配額均設定在 96,600 噸，僅佔 2025 年需求量 25 萬噸不到一半，意味著全球鈷市供需緊俏態勢在短中期內將難以緩解。與此同時，鈷全球供應鏈亦出現「去中國化」之結構性變化。目前全球鈷產業已形成「剛果採礦、中國冶煉、全球消費」的強烈依賴格局。剛果最主要的 17 個大型鈷

銅礦廠中，有 15 個係由中資企業全資擁有或持有過半數股權，即剛果鈷開採量高達 70-80%控制在中國手中。加上中國鈷精煉產量佔全球比重一樣高達 70-80%，全球供應鏈目標降低對中資礦源與中國精煉鈷的依賴，並在綜合考量「落地速度」與「成本效益」後之計畫如下：

(1) 短期：發展無鈷、低鈷電池作為技術替代。由於鈷是三元電池中最昂貴的材料，停用或減少使用鈷能直接為車廠大幅降低成本。儘管比亞迪 (中) 和 Tesla (美) 正在全球推廣磷酸鐵鋰 (LFP) 電池，LFP 電池能量密度和續航力在低溫或長途駕駛時，仍略遜於傳統高鈷電池。

(2) 中期：建立非中資精煉與物流網絡。美國及歐盟正透過數十億美元補貼支持多個鈷精煉廠在地興建，預計耗時 3-5 年甚至更久。此外，歐美及多國財團亦在聯合推動 Lobito 走廊鐵路計畫 (Lobito Corridor Railway Project)，旨在建立起一條可將關鍵礦產從非洲「銅鈷礦帶 (Copperbelt)」直接運往大西洋港口、並走海運送回歐美 (完全繞過中國) 之安全供應鏈。

(3) 長期：發展再生鈷市場，為最終的核心解方。再生鈷源自報廢電子產品、報廢電動車與電池廠邊角料，各國能在當地直接回收、精煉成電池級硫酸鈷，完全不需要依賴剛果礦廠與中國精煉產能。由於全球首批大規模銷售的電動車電池預計自 2030 年開始退役，且歐盟亦規範 2031、2036 年起電池生產使用再生鈷比例須分別達 16%、26%，屆時再生鈷產量有望呈現指數成長。

考量長線趨勢有利，聯友金屬已透過專利技術先行布局再生鈷市場，並成功打入國際高階合金與電動車電池之供應鏈。聯友金屬在鎢原料分解過程中會產生副產品鈷，並販售予子公司聯友先進材料。聯友先進材料係透過化學純化、溶劑萃取與還原技術，將源自母公司的鈷金屬或外部採購的硬質合金及二次鎢資源，轉化為高純度的電池級鹽類與高階金屬鈷粉。公司在 2024 年導入鈷產品精緻化技術後，2025 年初自主研發的電池級硫酸鈷液開始投產，碳酸鈷、四氧化三鈷及金屬鈷粉之產能與品質亦持續提升中。

**圖 10：國際鈷價 2025 年以來呈階梯式上漲**




*資料來源：Bloomberg；凱基*

**圖 11：組織分工圖**




*資料來源：公司資料；凱基*

### 積極擴產計畫

聯友金屬計畫斥資新台幣約 20 億元投入一連串擴廠。屏南二廠今年 7 月已量產，預計推升鎢酸鈉產能 20-30%，用途涵蓋外售及作為未來新廠穩定料源。目前興建中的屏南三廠將立下公司從「粗煉」走向「精煉」之里程碑，賦予仲鎢酸銨 (APT) 及氧化鎢的首度量產能力，預計氧化鎢年產能 6,000 噸將於 4Q27 投產。接著，另一興建中的屏科廠也將跟進投產；該廠除採用屏南三廠精煉出的氧化鎢還原成高純度鎢粉外，也可將鎢粉與碳黑混合，進一步在高溫下透過碳化反應 (Carbidization) 生成碳化鎢。這將助力公司以最快速度發展為「全球鎢供應一體化巨頭」。

根據我們試算 (圖 12)，當新廠全數完工時，聯友金屬的金屬處理能力將自目前的 3-4,000 噸大幅擴充至 8,000-10,000 噸，意味著鎢酸鈉產能將同步從 4-5,000 噸提高至約 8,000-10,000 噸。這將足以支應新的氧化鎢生產線 6,000 噸與外售約 4,500 噸之需求。

鈷業務方面，子公司聯友先進材料 2025 年開始量產電池級硫酸鈷液，並持續擴增精製碳酸鈷、四氧化三鈷及金屬鈷粉之產能；長期將進一步往高純度 (4N-5N) 鈷靶材發展，逐步建構出完整的鈷材料循環體系。公司 1Q26 已完成金屬鈷粉生產測試。憑藉既有硫酸鈷產能 5,000 噸可轉化為氯化鈷，作為高單價金屬鈷粉原料，管理層預計 2027 年鈷粉產量有望自今年 1-200 噸攀升至 500 噸，2028 年再達近千噸。此外，公司長期亦有將業務逐步拓展至鎳、鉻、銅等多元金屬之計畫。

**圖 12：聯友金屬擴產規劃**

| 產能，噸 | 2025 | 屏南二廠啓用 (目前) | 新廠全數完工 |
|---|---|---|---|
| 金屬處理產能 | 2,250 | 3,000-4,000 | 8,000-10,000 |
| 鎢酸鈉 | 3,000 | 4,000-5,000 | 8,000-10,000 |
| - 自用 | | | 5,500 |
| - 外售 | 3,000 | 4,000-5,000 | 4,500 |
| 氧化鎢 | | | 6,000 |
| - 全數生產為鎢粉 | | | ~4,700 |
| - 全數進一步生產為碳化鎢 | | | ~5,000 |
| 硫酸鈷 | 5,000 | | 5,000 |
| - 全數生產為氯化鈷 | | | ~4,000 |
| - 全數進一步生產為鈷粉 | | | 1,000 |

*資料來源：公司資料；凱基預估*

### 從「鎢價大漲」走向「掌握產能為王」，2026-28 年獲利成長展望亮眼

隨著全球戰略資源爭奪戰開打，供給大幅收縮與貿易流向快速改變首先導致 2025-1H26 鎢價飆升，進入 3Q26 漲勢趨緩。展望 2H26-2028 年，「鎢產業鏈實力大洗牌」及「非中國業者擴產速度」將發展為少數廠商掌握「定價權」之關鍵因素。我們看好聯友金屬目前佔據著極為罕見且深具優勢的戰略地位。

在積極擴產及高值化產品發展將推升平均售價之加持下，我們預估聯友金屬 2025-28 年營收年複合成長率將達 163%。加上中國政策高機率將持續對鎢資源供給鎖喉，以及公司未來產線將朝向垂直一條龍 (Vertical

Integration) 轉型，當前的高毛利率水準有望進一步延伸。我們預計聯友金屬 2026-28 年每股盈餘將自 2025 年的 5.45 元分別躍升至 77.60、107.51、212.64，換算獲利年複合成長率將達 272%，創下空前絕後的表現。

**圖 13：模型假設**

| 營收組成 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26F | 4Q26F | 1Q27F | 2Q27F | 3Q27F | 4Q27F | 1Q28F | 2Q28F | 3Q28F | 4Q28F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 營收 (百萬元) | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 自售 | 1,300 | 9,066 | 13,831 | 25,504 | 959 | 1,890 | 2,971 | 3,246 | 3,180 | 2,972 | 3,221 | 4,459 | 5,173 | 5,656 | 6,007 | 8,667 |
| - 鎢酸鈉 | 1,054 | 5,790 | 9,289 | 9,353 | 851 | 1,735 | 2,772 | 3,017 | 2,939 | 2,703 | 1,871 | 1,777 | 2,286 | 2,343 | 2,294 | 2,431 |
| - 氧化鎢 | | | 1,935 | 5,917 | | | | | | | 600 | 1,335 | 1,332 | 1,404 | 1,530 | 1,651 |
| - 鎢粉 | | | 1,490 | 4,639 | | | | | | | 457 | 1,033 | 1,029 | 1,152 | 1,166 | 1,293 |
| - 碳化鎢 | | | | 3,251 | | | | | | | | | 64 | 171 | 405 | 2,610 |
| - 鈷 | 211 | 672 | 1,097 | 2,323 | 102 | 151 | 194 | 224 | 236 | 264 | 288 | 309 | 458 | 581 | 608 | 677 |
| - 其他 | 14 | 19 | 20 | 20 | 5 | 4 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 加工 | 105 | 163 | 113 | 101 | 43 | 37 | 45 | 38 | 27 | 25 | 31 | 31 | 25 | 24 | 28 | 24 |
| 合計 | 1,406 | 9,229 | 13,945 | 25,604 | 1,002 | 1,928 | 3,016 | 3,284 | 3,206 | 2,997 | 3,251 | 4,490 | 5,199 | 5,680 | 6,034 | 8,691 |
| 年增率 (%) | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 自售 | 29 | 597 | 53 | 84 | 553 | 488 | 780 | 557 | 232 | 57 | 8 | 37 | 63 | 90 | 87 | 94 |
| - 鎢酸鈉 | 25 | 449 | 60 | 1 | 609 | 588 | 906 | 642 | 245 | 56 | (33) | (41) | (22) | (13) | 23 | 37 |
| - 氧化鎢 | | | | 206 | | | | | | | | | | | 155 | 24 |
| - 鎢粉 | | | | 211 | | | | | | | | | | | 155 | 25 |
| - 碳化鎢 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| - 鈷 | 380 | 219 | 63 | 112 | 310 | 130 | 233 | 263 | 131 | 74 | 48 | 38 | 94 | 120 | 111 | 119 |
| - 其他 | (88) | 34 | 6 | 0 | 192 | 10 | 36 | (3) | (0) | 30 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 加工 | 15 | 55 | (30) | (11) | 73 | 31 | 49 | 71 | (38) | (33) | (32) | (17) | (5) | (4) | (10) | (24) |
| 合計 | 28 | 557 | 51 | 84 | 484 | 451 | 721 | 536 | 220 | 55 | 8 | 37 | 62 | 90 | 86 | 94 |
| 出貨量 (噸) | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 自售 | 1,026 | 2,529 | 4,102 | 9,110 | 539 | 490 | 709 | 792 | 842 | 851 | 1,142 | 1,267 | 1,722 | 2,200 | 2,538 | 2,651 |
| - 鎢酸鈉 | 1,026 | 2,529 | 2,871 | 3,371 | 539 | 490 | 709 | 792 | 842 | 851 | 589 | 589 | 800 | 820 | 850 | 901 |
| - 氧化鎢 | | | 501 | 1,696 | | | | | | | 150 | 351 | 370 | 390 | 450 | 486 |
| - 鎢粉 | | | 338 | 1,163 | | | | | | | 100 | 238 | 250 | 280 | 300 | 333 |
| - 碳化鎢 | | | | 800 | | | | | | | | | 15 | 40 | 100 | 645 |
| 加工 | 1,112 | 692 | 631 | 592 | 61 | 196 | 236 | 198 | 149 | 139 | 171 | 173 | 150 | 140 | 162 | 140 |
| 合計 | 2,138 | 3,221 | 4,733 | 9,702 | 600 | 686 | 945 | 990 | 990 | 990 | 1,313 | 1,440 | 1,872 | 2,340 | 2,700 | 2,790 |

*資料來源：Bloomberg；凱基預估*

**圖 14：2026-28 年凱基獲利預估**

| | 2026F | | 2027F | | 2028F | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 百萬元 | 凱基預估 | YoY (%) | 凱基預估 | YoY (%) | 凱基預估 | YoY (%) |
| 營收 | 9,229 | 556.6 | 13,945 | 51.1 | 25,604 | 83.6 |
| 毛利 | 6,203 | 1,333.9 | 8,500 | 37.0 | 16,922 | 99.1 |
| 營業利益 | 5,693 | 1,740.9 | 7,859 | 38.0 | 15,539 | 97.7 |
| 稅前獲利 | 5,714 | 1,782.9 | 7,935 | 38.9 | 15,749 | 98.5 |
| 稅後淨利 | 4,525 | 1,775.6 | 6,268 | 38.5 | 12,398 | 97.8 |
| 每股盈餘 (元) | 77.60 | 1,775.6 | 107.51 | 38.5 | 212.64 | 97.8 |
| 毛利率 (%) | 67.2 | 36.4 ppts | 61.0 | (6.3) ppts | 66.1 | 5.1 ppts |
| 營利率 (%) | 61.7 | 39.7 ppts | 56.4 | (5.3) ppts | 60.7 | 4.3 ppts |
| 淨利率 (%) | 49.0 | 31.9 ppts | 45.0 | (4.1) ppts | 48.4 | 3.5 ppts |

*資料來源：凱基預估*

## 產業概況

### 中國供給收縮及全球資源角逐，引發鎢價暴漲

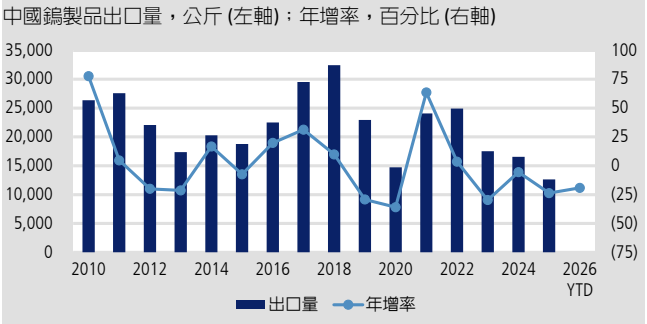
鎢 (Tungsten) 在所有元素中擁有第二高的熔點 3,422℃，且具有極高的硬度、密度和化學穩定性，廣泛應用於照明與電子 (光學儀器、高溫結構件及電子零件) 及工業與軍事 (如切削工具、超硬模具、軍事裝甲與彈藥) 等領域。近年全球陷入激烈的鎢資源爭奪戰。為強化國防供應鏈自主權並反制中國不公平的貿易政策，美國於 2025 年 1 月 1 日根據 301 條款調升部分鎢製品進口關稅稅率至 25%。隨後在 2025 年 2 月 4 日，世界最大鎢礦生產國－中國 (全球供應比重高達 80%) 進而以「維護國家安全和利益」為由縮減鎢礦開採量，並納入出口管制 (圖 16 及 17)。2025 年 11 月 7 日，日本首相高市早苗在國會答詢中觸及與台灣相關之政治敏感議題。2026 年 1 月 6 日，中國宣布即日起全面禁止所有兩用物項對日本軍事用戶、軍事用途及提升日本軍事實力的最終用戶出口。隨著中國對日本碳化鎢及鎢粉出口一度出現數月掛零的斷供，諸多長年從日本購買高科技及軍工產品的國家警鈴大作。加上今年初美伊戰爭開打快速消耗國際鎢庫存至僅約一個月，遠低於過去正常之兩年水準，嚴重供需失衡與資源爭奪戰擴散 (圖 20) 激發 2025 年迄今鎢價飆升走勢 (圖 11 及 21)。

**圖 15：全球主要鎢資源供應國家及企業**

| 國家/企業 | 儲量 (萬噸) | 年產量 (噸) | 全球佔比 | 未來供應潛力 |
|---|---|---|---|---|
| 中國 | 250 (鎢) | 67,000 (鎢) | 79% | 全球礦山、冶鍊及加工之主導地位 |
| 哈薩克 | >250 (三氧化鎢) | 2,400 (鎢) | 3% | Northern Katpar規劃Boguty鎢礦擴產至1.2萬噸/年 |
| 俄羅斯 | 40 (鎢) | 2,000 (鎢) | 2% | 資源潛力大，但受地緣政治和出口限制影響 |
| 越南 | 17 (鎢) | 3,000 (鎢) | 4% | 中國以外之重要鎢供應來源 |
| 澳洲 | 57 (鎢) | 1,000 (鎢) | 1% | 多個項目具備重啓及擴產潛力 |
| 烏茲別克 Sarikul | 3 (鎢) | 規模小 | <1% | Sarikul 與 Sautbay 有望形成新增供應 |
| 西班牙 | 6.6 (鎢) | 800 (鎢) | 1% | 歐洲重要鎢供應來源 |
| 美國 | 無 | 0 | 0% | Nevada 和 Idaho 等項目推進礦地復產計畫 |
| Global Tungsten & Powders LLC (GTP，位於美國) | 原料採取非中國產原生礦與廢料回收再利用 | 12,000 (鎢粉) | 10% | GTP擴產，強化美國本土鎢加工能力 |
| 其他國家 | 95 (鎢) | 2,400 (鎢) | 3% | 韓國、盧旺達、葡萄牙等地為主要供應來源 |
| 全球合計 | >470 (鎢) | 85,000 (鎢) | 100% | 供應多元化趨勢增強，但短期仍高度集中 |

*資料來源：中鎢在線；凱基*

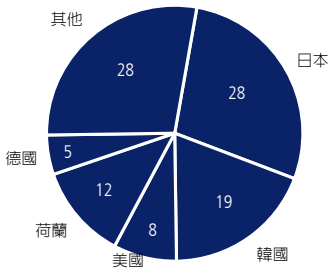
**圖 16：中國鎢製品出口大幅減少中**




*資料來源：Wind；凱基*

**圖 17：日本及韓國為中國鎢製品主要出口國**

2025 年中國鎢製品出口國，百分比




*資料來源：中鎢在線；凱基*

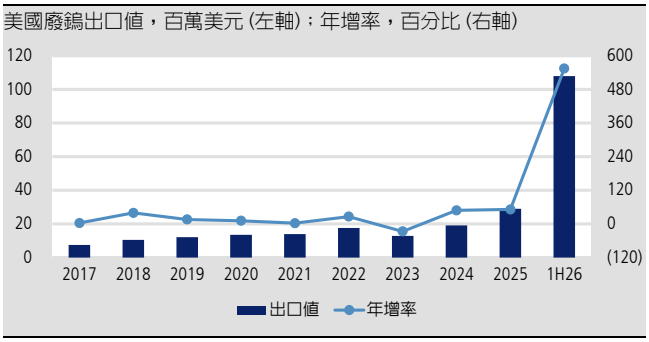
## 美國加速重建鎢產業

當前美國鎢供應鏈最大問題在於，鎢礦開採、冶鍊加工和下游製造之間存在明顯缺口。美國曾在 1980-90 年鎢價大跌期間明顯減少礦山產量，衍生而來卻流失「將鎢精礦轉化為仲鎢酸銨 (APT)、鎢粉、碳化鎢粉，再進一步生產硬質合金和高端鎢製品」之完整工藝能力。然而，鎢是難以完全替代的重要戰略材料，下游產業對鎢製品需求仍高，美國又有快速擺脫倚賴中國供給之壓力，因此如今政府計畫透過「恢復自主供應」及「資源循環再利用」雙軌並進來重建鎢產業。目前推進項目包括：礦山開發、濕法冶金、APT 生產及鎢粉加工能力等建設。此外，美國自 8 月 27 日起禁止廢鎢出口之政策，目的在將有限的二次鎢資源留在當地，並逐步培育起鎢回收、冶鍊及加工產業。

全球約有 30-40%鎢供應比重源於廢料回收，對比供應佔比達 60-70%之原生鎢礦係由中國主導。鎢廢料主要來自硬質合金刀具、切削工具或鎢合金零件等，在經過破碎、化學處理、提純和再加工後，可以重新進入鎢粉、碳化鎢、仲鎢酸銨 (APT) 等生產環節。美國擁有龐大的工業廢料回收市場，深具壯大鎢供應之潛力。隨著人工智慧 (AI) 和資料中心加速發展，美國半導體和電力產業擴產推升高純度鎢粉和鎢材需求，同時亦促進可回收再利用之鎢資源量能增加。

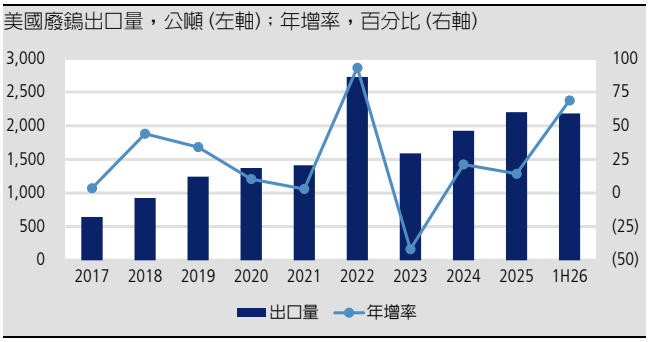
儘管如此，美國在未來五年仍難以將鎢產業推向完全自主或大規模本土精煉，主因：(1) 鎢礦開發涉及資源品位、環保審批和基礎設施建設，為決定能否順利投產與具備經濟效益之牽制因素；(2) 冶煉及 APT 生產涵蓋高汙染、高耗能及多階段分離純化，化學工程技術極其複雜，更背負高碳排壓力；(3) 美國有部分廢料回收能力，但高度缺乏的加工設施不易在短期內補齊，無法將可回收材料大規模轉化為中間產品與最終製品；及 (4) 高值化鎢產品製造須長期工藝累積和客戶認證，以在高階應用中確保穩定良率與批次一致性。

**圖 18：美國廢鎢出口值暴增，引發當局收緊政策**



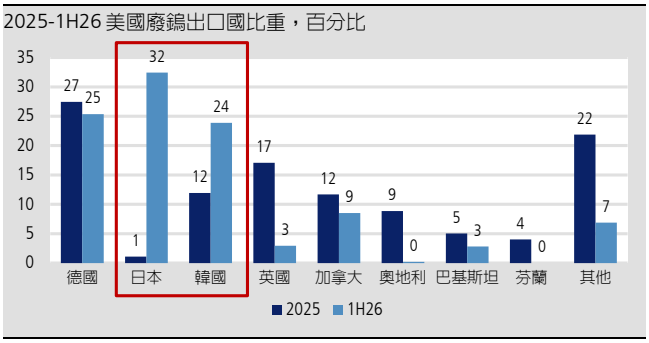

*資料來源：USITC；凱基*

**圖 19：國際資源角逐帶動美國廢鎢出口量大增**



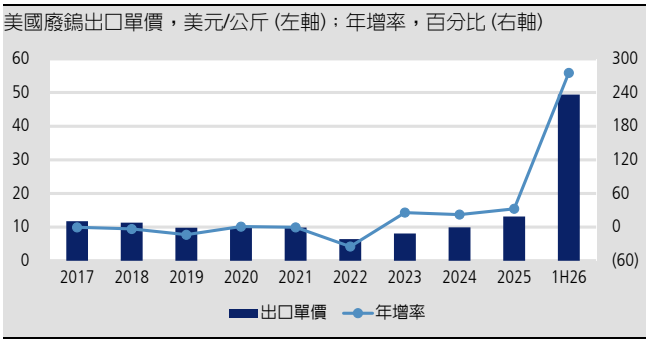

*資料來源：USITC；凱基*

**圖 20：中國出口限制導致搶料大戰蔓延至美國**




*資料來源：USITC；凱基*

**圖 21：美國廢鎢出口單價迎來史詩級大漲**



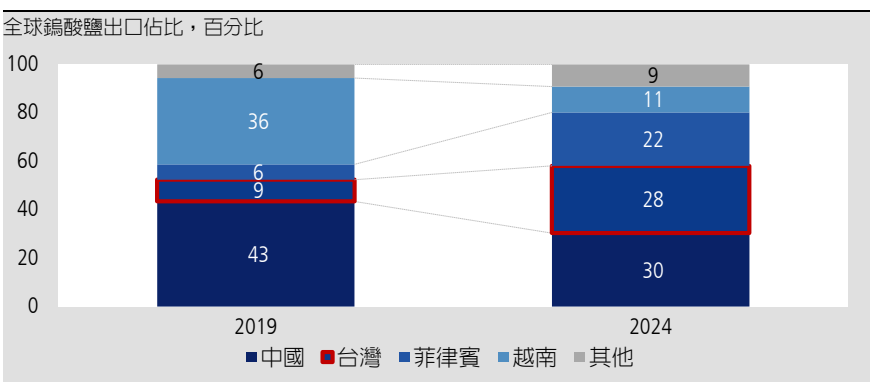

*資料來源：USITC；凱基*

## 台灣致力透過「資源再生」跟上國際腳步

考量自然資源不足及環境承載能力受地理條件限制，台灣早自 2000 年初開始推動資源回收再利用業務。隨著全球朝向 2050 年碳中和與淨零排放 (Net Zero) 目標邁進，國際領導品牌紛紛制定再生材料採用計畫，例如：(1) Apple (美) 裝置使用的鎢金屬中已有超過 95%來自 100%再生材料，iPhone 14 Pro 系列、Apple Watch Series 8 和 Apple Watch SE 等機型的觸感引擎 (Taptic Engine) 更採用 100%再生鎢；(2) Google (美) 從 Pixel 10 系列手機開始，觸覺回饋馬達 (Haptic Engine) 已採用 100%再生鎢；(3) Samsung (韓) Galaxy 旗艦手機與穿戴裝置中的馬達配重塊，部分規格採用 100%再生鎢；及 (4) Microsoft (美) 和 Dell (美) 亦承諾在某些特定零組件中逐步擴大再生鎢的採用。台灣半導體產業現為全球 AI 運算與高科技經濟無可替代之命脈，政府與科技供應鏈在推動廢棄資源循環利用佔據領導地位，以期兼顧經濟發展、提高對於稀有資源自主能力、加速產業升級轉型，並達成環境保護成效。

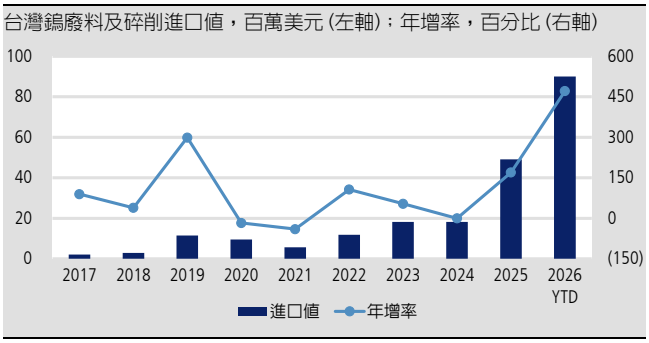
台灣鎢金屬使用著重於製造螺絲工業模具、PCB 刀具及金屬加工工具，每年消耗約 2,000-2,500 噸，次級及二次物料年產量則約 600-1,000 噸。台灣雖無天然鎢礦，卻已發展成為全球前三大鎢產品與廢料再製的重要出口國之一 (圖 22 至 24)。聯友金屬為台灣唯一採用廢棄鎢鋼及製程產生碎削為原料來生產鎢酸鹽及碳酸鈷之廠商，廢鎢處理能力與量能在全球位列前五名之內，可望成為本波資源競賽受惠者之一。

**圖 22：台灣過去五年在全球鎢酸鹽供應地位顯著提升**



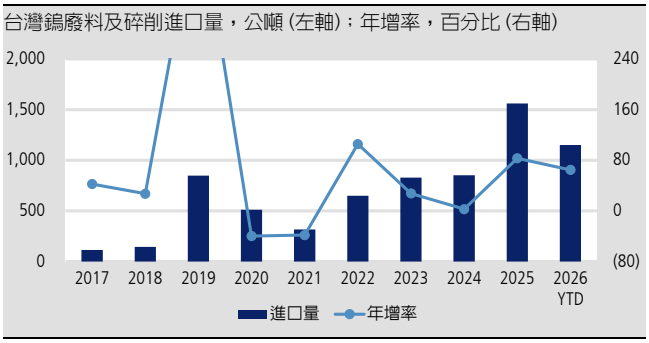

*資料來源：ITC Trade Map；凱基*

**圖 23：台灣鎢廢料進口值飆升**



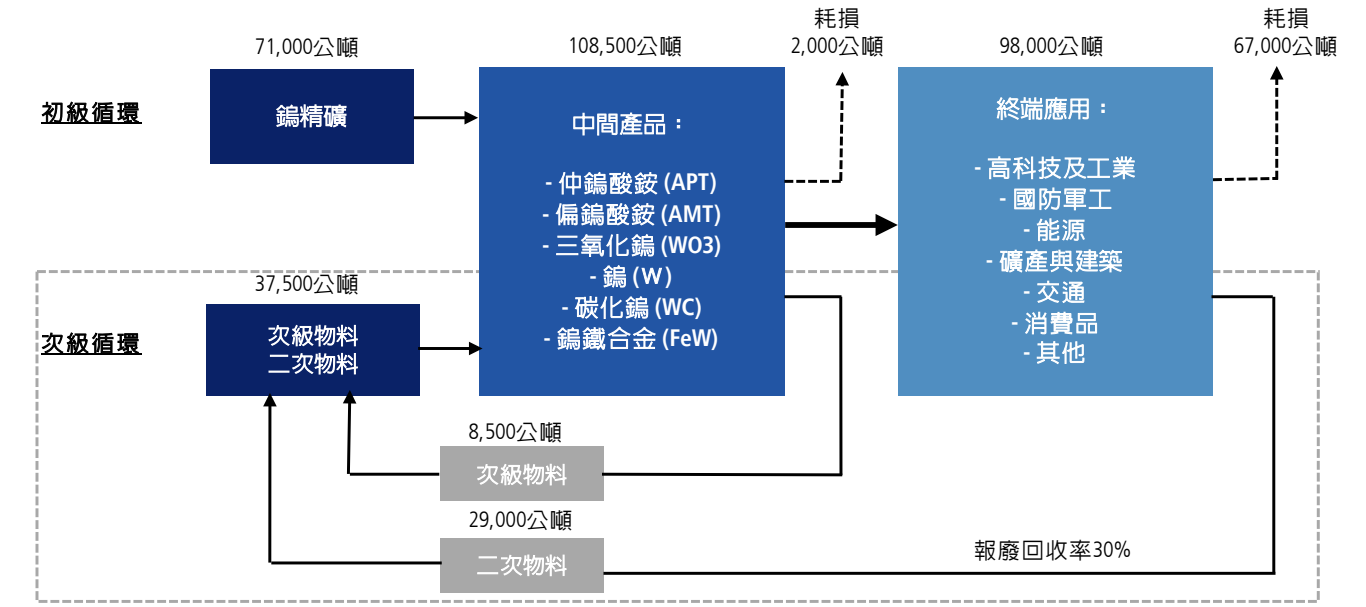

*資料來源：台灣經濟部；凱基*

**圖 24：台灣鎢廢料進口量高速成長**




*資料來源：台灣經濟部；凱基*

**圖 25：全球鎢產業循環圖**




*資料來源：ITIA；凱基*

## 全球鈷市進入供需緊俏，但價格存在變數

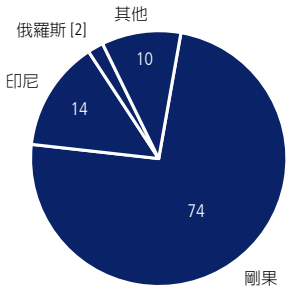
鈷 (Cobalt) 在地殼中只能以化合物形式存在，主因鈷的化學性質活潑，在加熱或常溫下極易與氧、硫、砷等各種元素反應，形成安定的氧化物或其他化合物。憑藉耐高溫、耐腐蝕、高硬度與強磁性等獨特的物理和化學性質，鈷廣泛應用於電池、高強度合金、磁性材料及化學工業中。全球鈷市 2025-26 年經歷從「供應過剩」到「結構性短缺」劇烈轉折。隨著鈷價在 2025 年初一度下探至歷史低檔，全球第一大鈷生產國－剛果 (供應佔比逾 70%) 2025 年 2 月宣布暫停出口，10 月改採嚴格出口配額制度，促使鈷價止跌轉漲 (圖 26、27 及 10)。剛果政府對 2026-27 年的每年鈷出口總量配額均設定在 96,600 噸，僅佔 2025 年需求量 25 萬噸不到一半。考量供給不足，且電動車電池與儲能需求前景暢旺 (圖 28 及 29)，我們預期全球鈷市供需緊俏態勢有望延伸至 2027 年。

然而，全球高達九成以上的鈷為銅礦和鎳礦開採時的副產品，佔比分別約 60-75%、25-35%，因此銅和鎳的開採力道也會對鈷價產生顯著影響 (圖 30)。當銅或鎳價節節攀升時，大量的鈷會被迫跟著銅鎳一起被開採

出來，往往形成鈷供給過剩。加上在礦業會計中副產品鈷的出售收入係用於直接抵減主產品生產成本，鈷金屬相較其他金屬缺乏「減產保價」之自動調節機制。

**圖 26：剛果為全球鈷礦開採主要來源**

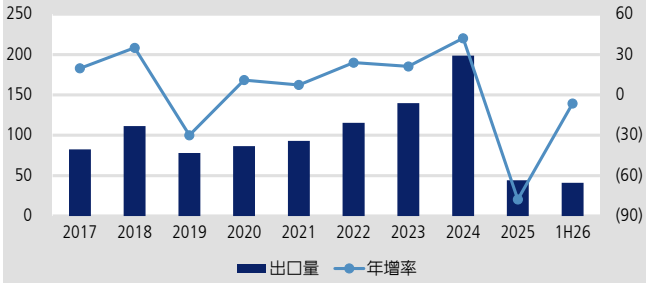
各國鈷礦開採量佔全球比重，百分比




*資料來源：Wind；凱基*

**圖 27：剛果鈷出口量大幅萎縮**

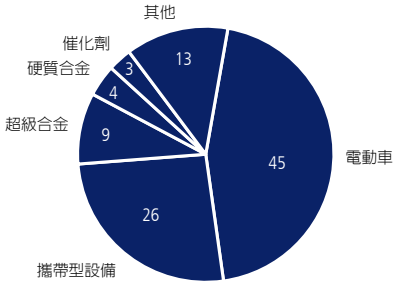
剛果鈷出口量，千公噸 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)




*資料來源：Wind；凱基*

**圖 28：電動車及攜帶型設備佔鈷需求大宗**

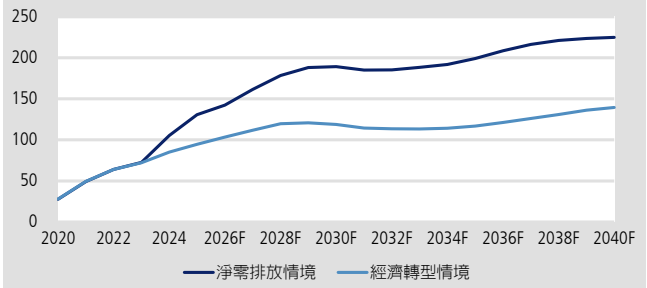
鈷應用分布，百分比




*資料來源：國際鈷協會；凱基*

**圖 29：電動車及儲能產業蓬勃發展將推升鈷消耗量**

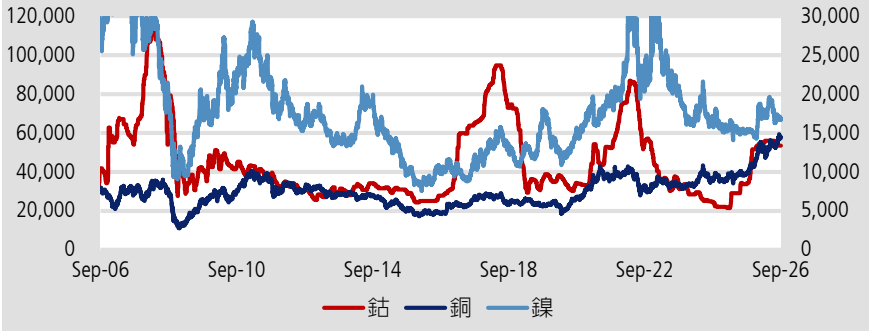
電動車和固定式儲能之鈷消耗量，千噸




*資料來源：國際鈷協會；凱基*

**圖 30：銅、鎳與鈷價走勢比較**

國際鈷價，美元/公噸 (左軸)；銅、鎳價，美元/公噸 (右軸)




*資料來源：Bloomberg；凱基*

## 公司簡介

### 中國以外鎢資源再生產能最大的業者

聯友金屬-創成立於 2018 年，為台灣首家透過自我研發資源循環技術，將二次硬質合金物、二次鎢及鈷資源，經由廠內節能製程還原成生產鎢及鈷金屬原料之金屬冶鍊公司。公司為當今全球極少數具備不同種類鎢合金廢料處理能力之廠商之一，並為中國以外鎢資源再生產能第一大的業者。鎢、鈷業務生產基地分別位於台灣屏東及宜蘭，2025 年鎢酸鈉($Na_2WO_4$)、碳酸鈷 ($CoCO_3$) 及硫酸鈷液 ($CoSO_4$) 年產能分別為 3,000、1,000、5,000 噸。鎢製品貢獻營收大宗，2025 年佔比高達 76%，其次分別為鈷產品 14%、加工收入 8%及其他 2%；未來產品線將朝高值化與下游應用大幅拓展。目前鎢酸鈉以外銷為主，佔台灣出口比重近 100%，鈷金屬產品則主要供應國內製造商。

**圖 31：公司沿革**

| 時間 | 公司沿革 |
|---|---|
| 2018 | 聯友金屬成立 |
| 2019 | 首批「台灣製」鎢酸鈉出貨<br>成為國際鎢產業協會 (ITIA) 會員<br>獲得責任礦產倡議組織 (RMI) 認證為非衝突礦產鎢業冶煉廠 |
| 2020 | 提供美國年度鎢金屬需求量10% |
| 2021 | 投資設立聯友能源科技股份有限公司 (聯友先進材料前身)<br>登陸台灣創櫃板 |
| 2022 | 登錄台灣興櫃戰略新板<br>通過國際 ISO 9001 與 ISO 14001 管理系統驗證 |
| 2023 | 轉板至台灣興櫃一般板<br>取得 UL2809 認證 (鎢酸鈉、鎢酸鈣、碳化鎢、碳酸鈷、硫酸鈷)<br>取得 BS8001 循環經濟認證最佳化商業模式創新 |
| 2024 | 台灣永續企業 - 循環經濟領袖獎 |
| 2025 | 台灣創新板掛牌上市<br>取得 ISO 14067 產品碳足跡 (鎢酸鈉)<br>取得 UL2809 認證 (電池級硫酸鈷) |

*資料來源：公司資料；凱基*

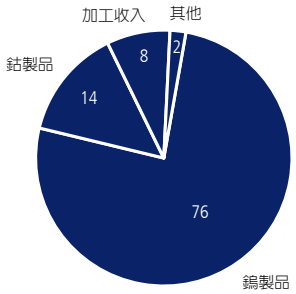
**圖 32: 公司概況**

聯友金屬-創成立於 2018 年，為台灣首家透過資源循環方式回收二次硬質合金物、二次鎢及鈷資源，並經由廠內節能製程還原成生產鎢及鈷金屬之原料。公司 2025 年鎢酸鈉、碳酸鈷及硫酸鈷液體之年產能分別為 3,000、1,000、5,000 噸。鎢製品貢獻營收大宗，2025 年佔比達 76%，其次為鈷產品 14%、加工收入 8%及其他 2%。目前鎢酸鈉以外銷為主，鈷金屬產品主要供應國內製造商。

*資料來源：凱基*

**圖 33: 鎢製品為營收主力來源**

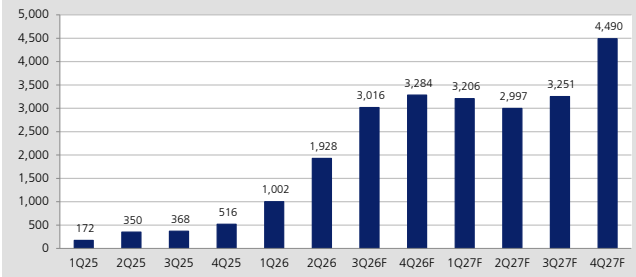
2025 年產品別營收佔比，百分比




*資料來源：凱基*

**圖 34: 季營業收入**

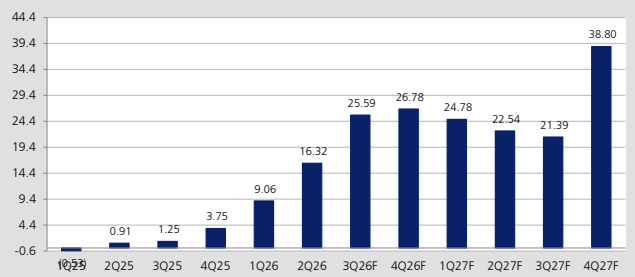
季營業收入，百萬元




*資料來源：凱基*

**圖 35: 每股盈利**

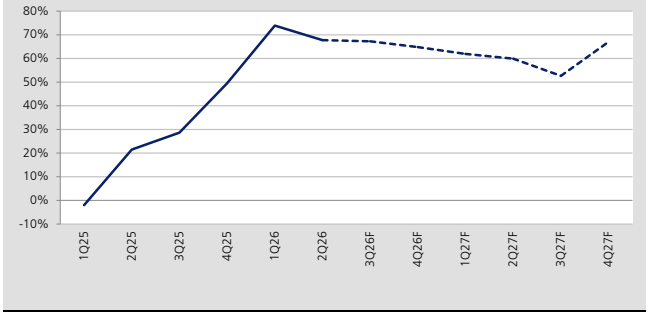
每股盈利，元




*資料來源：凱基*

**圖 36: 毛利率**

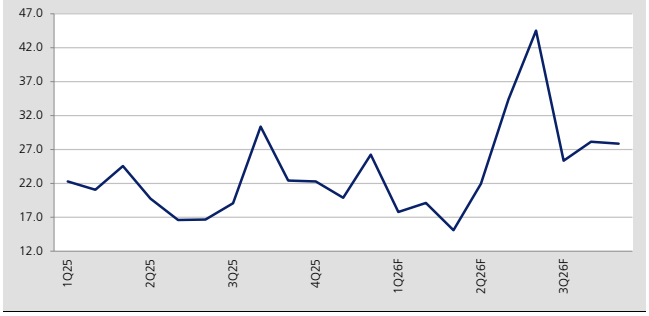
毛利率，百分比




*資料來源：凱基*

**圖 37: 本益比**

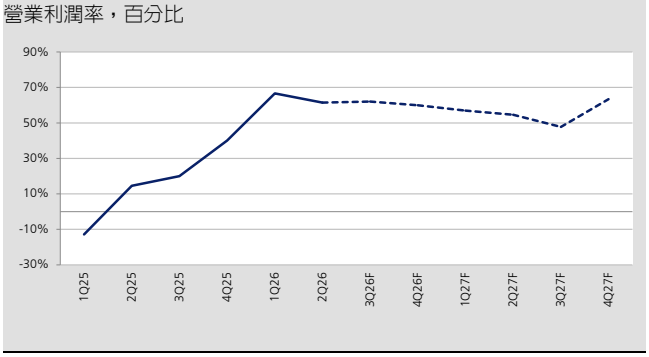
本益比，倍




*資料來源：凱基*

**圖 38: 營業利潤率**

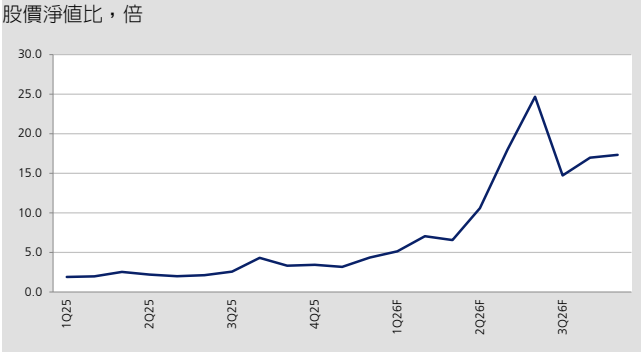
營業利潤率，百分比




*資料來源：凱基*

**圖 39: 股價淨值比**

股價淨值比，倍




*資料來源：凱基*

## 損益表

| | 季度 | | | | | | | | 年度 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mar-26A | Jun-26A | Sep-26F | Dec-26F | Mar-27F | Jun-27F | Sep-27F | Dec-27F | Dec-26F | Dec-27F | Dec-28F |
| **損益表 (NT$百萬)** | | | | | | | | | | | |
| **營業收入** | **1,002** | **1,928** | **3,016** | **3,284** | **3,206** | **2,997** | **3,251** | **4,490** | **9,229** | **13,945** | **25,604** |
| 營業成本 | (262) | (622) | (988) | (1,155) | (1,222) | (1,201) | (1,540) | (1,481) | (3,027) | (5,445) | (8,682) |
| **營業毛利** | **740** | **1,306** | **2,028** | **2,129** | **1,985** | **1,796** | **1,711** | **3,009** | **6,203** | **8,500** | **16,922** |
| 營業費用 | (73) | (121) | (157) | (159) | (159) | (160) | (159) | (163) | (509) | (641) | (1,383) |
| **營業利益** | **667** | **1,185** | **1,871** | **1,970** | **1,826** | **1,636** | **1,552** | **2,846** | **5,693** | **7,859** | **15,539** |
| 折舊 | (24) | (27) | (27) | (29) | (37) | (37) | (37) | (37) | (107) | (147) | (197) |
| 攤提 | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) | (1) | (1) | (1) |
| **EBITDA** | **691** | **1,212** | **1,898** | **1,999** | **1,863** | **1,673** | **1,589** | **2,883** | **5,801** | **8,008** | **15,737** |
| 利息收入 | 1 | 5 | 7 | 9 | 10 | 16 | 18 | 27 | 21 | 71 | 203 |
| 投資利益淨額 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 其他營業外收入 | 1 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 | 7 | 10 | 12 |
| **總營業外收入** | **1** | **8** | **9** | **11** | **12** | **18** | **21** | **30** | **29** | **81** | **215** |
| 利息費用 | (8) | (13) | (9) | (8) | (9) | (10) | (10) | (10) | (38) | (39) | (43) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | 6 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 9 | 9 | 30 | 34 | 38 |
| **總營業外費用** | **(2)** | **(5)** | **(1)** | **(0)** | **(1)** | **(2)** | **(1)** | **(1)** | **(8)** | **(5)** | **(5)** |
| **稅前純益** | **666** | **1,188** | **1,879** | **1,981** | **1,837** | **1,652** | **1,572** | **2,874** | **5,714** | **7,935** | **15,749** |
| 所得稅費用[利益] | (141) | (241) | (385) | (418) | (390) | (337) | (324) | (609) | (1,185) | (1,660) | (3,338) |
| 少數股東損益 | (0) | (1) | (1) | (2) | (1) | (1) | (1) | (2) | (4) | (6) | (12) |
| **非常項目前稅後純益** | **525** | **946** | **1,492** | **1,561** | **1,445** | **1,314** | **1,247** | **2,262** | **4,525** | **6,268** | **12,398** |
| 非常項目 | 0 | (0) | - | 0 | - | - | - | - | - | - | - |
| **稅後淨利** | **525** | **946** | **1,492** | **1,561** | **1,445** | **1,314** | **1,247** | **2,262** | **4,525** | **6,268** | **12,398** |
| 每股盈餘 (NT$) | 9.06 | 16.32 | 25.59 | 26.78 | 24.78 | 22.54 | 21.39 | 38.80 | 77.60 | 107.51 | 212.64 |
| **獲利率 (%)** | | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 73.9 | 67.7 | 67.2 | 64.8 | 61.9 | 59.9 | 52.6 | 67.0 | 67.2 | 61.0 | 66.1 |
| 營業利益率 | 66.6 | 61.5 | 62.0 | 60.0 | 56.9 | 54.6 | 47.7 | 63.4 | 61.7 | 56.4 | 60.7 |
| EBITDA Margin | 69.0 | 62.9 | 62.9 | 60.9 | 58.1 | 55.8 | 48.9 | 64.2 | 62.9 | 57.4 | 61.5 |
| 稅前純益率 | 66.5 | 61.6 | 62.3 | 60.3 | 57.3 | 55.1 | 48.3 | 64.0 | 61.9 | 56.9 | 61.5 |
| 稅後純益率 | 52.4 | 49.1 | 49.5 | 47.5 | 45.1 | 43.8 | 38.3 | 50.4 | 49.0 | 45.0 | 48.4 |
| **季成長率 (%)** | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 94.0 | 92.4 | 56.5 | 8.9 | (2.4) | (6.5) | 8.5 | 38.1 | | | |
| 營業毛利 | 189.4 | 76.4 | 55.3 | 5.0 | (6.8) | (9.5) | (4.7) | 75.8 | | | |
| 營業收益增長 | 222.8 | 77.6 | 57.9 | 5.3 | (7.3) | (10.4) | (5.1) | 83.3 | | | |
| EBITDA | 202.9 | 75.3 | 56.6 | 5.3 | (6.8) | (10.2) | (5.0) | 81.4 | | | |
| 稅前純益 | 215.6 | 78.3 | 58.2 | 5.4 | (7.3) | (10.1) | (4.8) | 82.8 | | | |
| 稅後純益 | 216.0 | 80.2 | 57.7 | 4.6 | (7.5) | (9.1) | (5.1) | 81.4 | | | |
| **年成長率 (%)** | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 483.8 | 450.8 | 720.6 | 535.9 | 220.1 | 55.5 | 7.8 | 36.7 | 556.6 | 51.1 | 83.6 |
| 營業毛利 | | 1635.9 | 1828.8 | 732.6 | 168.2 | 37.5 | (15.6) | 41.3 | 1333.9 | 37.0 | 99.1 |
| 營業收益 | | 2221.2 | 2446.6 | 852.9 | 173.6 | 38.1 | (17.1) | 44.5 | 1740.9 | 38.0 | 97.7 |
| EBITDA | | 1646.0 | 1919.5 | 775.8 | 169.4 | 38.0 | (16.3) | 44.2 | 1398.6 | 38.0 | 96.5 |
| 稅前純益 | | 2400.4 | 2585.9 | 838.3 | 175.6 | 39.1 | (16.3) | 45.1 | 1782.9 | 38.9 | 98.5 |
| 稅後純益 | | 2366.7 | 2611.1 | 839.6 | 175.2 | 38.9 | (16.4) | 44.9 | 1775.6 | 38.5 | 97.8 |

*資料來源：公司資料，凱基*

## 資產負債表

| NT$百萬 | Dec-24A | Dec-25A | Dec-26F | Dec-27F | Dec-28F |
|---|---|---|---|---|---|
| **資產總額** | **1,894** | **3,025** | **8,000** | **14,452** | **26,800** |
| **流動資產** | **761** | **1,731** | **6,260** | **12,086** | **23,779** |
| 現金及短期投資 | 180 | 310 | 1,389 | 4,259 | 11,926 |
| 存貨 | 431 | 923 | 3,369 | 5,612 | 8,213 |
| 應收帳款及票據 | 42 | 167 | 1,171 | 1,883 | 3,308 |
| 其他流動資產 | 109 | 331 | 331 | 331 | 331 |
| **非流動資產** | **1,133** | **1,294** | **1,740** | **2,366** | **3,021** |
| 長期投資 | - | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 固定資產 | 980 | 1,228 | 1,674 | 2,301 | 2,955 |
| 什項資產 | 153 | 63 | 63 | 63 | 63 |
| **負債總額** | **1,100** | **1,413** | **2,315** | **3,124** | **4,310** |
| **流動負債** | **599** | **881** | **1,655** | **2,373** | **3,413** |
| 應付帳款及票據 | 83 | 131 | 533 | 1,183 | 1,525 |
| 短期借款 | 438 | 591 | 533 | 425 | 506 |
| 什項負債 | 79 | 158 | 589 | 765 | 1,382 |
| **長期負債** | **500** | **533** | **660** | **751** | **897** |
| 長期借款 | 496 | 511 | 638 | 729 | 875 |
| 其他負債及準備 | 3 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| **股東權益總額** | **794** | **1,611** | **5,684** | **11,328** | **22,490** |
| 普通股本 | 347 | 486 | 486 | 486 | 486 |
| 保留盈餘 | 60 | 241 | 4,310 | 9,947 | 21,097 |
| 少數股東權益 | - | 16 | 20 | 26 | 38 |
| 優先股股東資金 | - | - | - | - | - |

## 主要財務比率

| | Dec-24A | Dec-25A | Dec-26F | Dec-27F | Dec-28F |
|---|---|---|---|---|---|
| **年成長率** | | | | | |
| 營業收入 | 19.9% | 27.9% | 556.6% | 51.1% | 83.6% |
| 營業收益增長 | 299.6% | 391.8% | 1740.9% | 38.0% | 97.7% |
| EBITDA | 86.6% | 240.4% | 1398.6% | 38.0% | 96.5% |
| 稅後純益 | 1364.9% | 311.0% | 1775.6% | 38.5% | 97.8% |
| 每股盈餘成長率 | 1104.4% | 218.1% | 1324.5% | 38.5% | 97.8% |
| **獲利能力分析** | | | | | |
| 營業毛利率 | 12.0% | 30.8% | 67.2% | 61.0% | 66.1% |
| 營業利益率 | 5.7% | 22.0% | 61.7% | 56.4% | 60.7% |
| EBITDA Margin | 10.3% | 27.5% | 62.9% | 57.4% | 61.5% |
| 稅後純益率 | 5.3% | 17.2% | 49.0% | 45.0% | 48.4% |
| 平均資產報酬率 | 3.4% | 9.8% | 82.1% | 55.8% | 60.1% |
| 股東權益報酬率 | 7.7% | 20.2% | 124.6% | 73.9% | 73.5% |
| **穩定 \ 償債能力分析** | | | | | |
| 毛負債比率 (%) | 117.6% | 68.4% | 20.6% | 10.2% | 6.1% |
| 淨負債比率 | 107.0% | 52.2% | Net cash | Net cash | Net cash |
| 利息保障倍數 (x) | 5.1 | 11.8 | 150.3 | 203.8 | 369.8 |
| 利息及短期債保障倍數 (x) | 0.1 | 0.3 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| Cash Flow Int. Coverage (x) | 9.4 | (12.9) | 41.4 | 105.0 | 208.7 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 0.3 | (0.6) | 2.8 | 8.8 | 16.2 |
| 流動比率 (x) | 1.3 | 2.0 | 3.8 | 5.1 | 7.0 |
| 速動比率 (x) | 0.6 | 0.9 | 1.7 | 2.7 | 4.6 |
| 淨負債 (NT$百萬) | 850 | 841 | (169) | (3,055) | (10,496) |
| **每股資料分析** | | | | | |
| 每股盈餘 (NT$) | 1.71 | 5.45 | 77.60 | 107.51 | 212.64 |
| 每股現金盈餘 (NT$) | 4.44 | (8.14) | 27.18 | 70.50 | 152.86 |
| 每股淨值 (NT$) | 22.92 | 32.84 | 116.59 | 232.62 | 462.10 |
| 調整後每股淨值 (NT$) | 23.18 | 36.03 | 97.16 | 193.84 | 385.07 |
| 每股營收 (NT$) | 32.06 | 31.74 | 158.29 | 239.17 | 439.14 |
| EBITDA/Share (NT$) | 3.32 | 8.74 | 99.50 | 137.35 | 269.90 |
| 每股現金股利 (NT$) | 0.20 | 0.50 | 9.38 | 12.99 | 25.70 |
| **資產運用狀況** | | | | | |
| 資產周轉率 (x) | 0.64 | 0.57 | 1.67 | 1.24 | 1.24 |
| 應收帳款周轉天數 | 13.8 | 43.3 | 46.3 | 49.3 | 47.3 |
| 存貨周轉天數 | 163.1 | 346.2 | 406.2 | 376.2 | 346.2 |
| 應付帳款周轉天數 | 31.3 | 49.3 | 64.3 | 79.3 | 64.3 |
| 現金轉換周轉天數 | 145.6 | 340.2 | 388.2 | 346.2 | 329.2 |

資料來源：公司資料，凱基

## 損益表

| NT$百萬 | Dec-24A | Dec-25A | Dec-26F | Dec-27F | Dec-28F |
|---|---|---|---|---|---|
| **營業收入** | **1,099** | **1,406** | **9,229** | **13,945** | **25,604** |
| 營業成本 | (967) | (973) | (3,027) | (5,445) | (8,682) |
| **營業毛利** | **132** | **433** | **6,203** | **8,500** | **16,922** |
| 營業費用 | (69) | (123) | (509) | (641) | (1,383) |
| **營業利益** | **63** | **309** | **5,693** | **7,859** | **15,539** |
| **總營業外收入** | **8** | **9** | **29** | **81** | **215** |
| 利息收入 | 6 | 7 | 21 | 71 | 203 |
| 投資利益淨額 | - | - | - | - | - |
| 其他營業外收入 | 2 | 2 | 7 | 10 | 12 |
| **總營業外費用** | **(5)** | **(15)** | **(8)** | **(5)** | **(5)** |
| 利息費用 | (16) | (28) | (38) | (39) | (43) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | 11 | 13 | 30 | 34 | 38 |
| **稅前純益** | **66** | **303** | **5,714** | **7,935** | **15,749** |
| 所得稅費用[利益] | (7) | (62) | (1,185) | (1,660) | (3,338) |
| 少數股東損益 | - | - | (4) | (6) | (12) |
| 非常項目 | - | 0 | - | - | - |
| **稅後淨利** | **59** | **241** | **4,525** | **6,268** | **12,398** |
| EBITDA | 114 | 387 | 5,801 | 8,008 | 15,737 |
| 每股盈餘 (NT$) | 1.71 | 5.45 | 77.60 | 107.51 | 212.64 |

## 現金流量

| NT$百萬 | Dec-24A | Dec-25A | Dec-26F | Dec-27F | Dec-28F |
|---|---|---|---|---|---|
| **營運活動之現金流量** | **152** | **(361)** | **1,585** | **4,110** | **8,913** |
| 本期純益 | 59 | 241 | 4,525 | 6,268 | 12,398 |
| 折舊及攤提 | 51 | 78 | 108 | 149 | 198 |
| 本期運用資金變動 | 35 | (568) | (3,048) | (2,307) | (3,684) |
| 其他營業資產及負債變動 | 8 | (111) | (0) | (0) | (0) |
| **投資活動之現金流量** | **(742)** | **(186)** | **(554)** | **(775)** | **(853)** |
| 投資用短期投資出售[新購] | (80) | 43 | - | - | - |
| 本期長期投資變動 | - | - | - | - | - |
| 資本支出淨額 | (659) | (221) | (553) | (774) | (851) |
| 其他資產變動 | (3) | (8) | (1) | (1) | (1) |
| **自由現金流** | **(518)** | **(467)** | **1,019** | **3,282** | **7,907** |
| **融資活動之現金流量** | **627** | **723** | **49** | **(466)** | **(393)** |
| 短期借款變動 | 245 | 120 | (150) | (150) | 50 |
| 長期借款變動 | 390 | 48 | 219 | 134 | 176 |
| 現金增資 | - | 553 | | | |
| 已支付普通股股息 | (3) | (7) | (24) | (456) | (631) |
| 其他融資現金流 | (5) | 9 | 4 | 6 | 12 |
| **匯率影響數** | **-** | **-** | | | |
| **本期產生現金流量** | **37** | **176** | **1,079** | **2,869** | **7,667** |

## 投資回報率

| | Dec-24A | Dec-25A | Dec-26F | Dec-27F | Dec-28F |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 - 營業成本/營業收入 | | | | | |
| - 銷管費用/營業收入 | 6.2% | 8.8% | 5.5% | 4.6% | 5.4% |
| **= 營業利益率** | **5.7%** | **22.0%** | **61.7%** | **56.4%** | **60.7%** |
| | | | | | |
| 1 / (營業運用資金/營業收入 | 0.4 | 0.8 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| + 淨固定資產/營業收入 | 0.9 | 0.9 | 0.2 | 0.2 | 0.1 |
| + 什項資產/營業收入) | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **= 資本周轉率** | **0.7** | **0.6** | **1.7** | **1.7** | **2.1** |
| | | | | | |
| 營業利益率 | 5.7% | 22.0% | 61.7% | 56.4% | 60.7% |
| x 資本周轉率 | 0.7 | 0.6 | 1.7 | 1.7 | 2.1 |
| x (1 - 有效現金稅率) | 89.0% | 79.5% | 79.3% | 79.1% | 78.8% |
| **= 稅後 ROIC** | **3.7%** | **10.4%** | **83.0%** | **75.8%** | **102.8%** |

資料來源：公司資料，凱基

## 凱基證券集團據點

| | | |
|---|---|---|
| **中國** | 上海 | 上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室<br>郵政編號：200040 |
| **台灣** | 台北 | 104 台北市明水路 700 號<br>電話 886.2.2181.8888，傳真 886.2.8501.1691 |
| **香港** | | 香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓<br>電話 852.2878.6888，傳真 852.2878.6800 |
| **泰國** | 曼谷 | 8th - 11th floors, Asia Centre Building<br>173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand<br>電話 66.2658.8888，傳真 66.2658.8014 |
| **新加坡** | | 珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈<br>郵政編號：068807<br>電話 65.6202.1188，傳真 65.6534.4826 |
| **印尼** | | Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia<br>電話 62 21 250 6337 |

## 股價說明

| **等級** | **定義** |
|---|---|
| 增加持股 (OP) | 對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。 |
| 持有 (N) | 對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。 |
| 降低持股 (U) | 對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。 |
| 未評等 (NR) | 凱基證券未對該個股加以評等。 |
| 受法規限制未評等 (R) | 受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。 |
| | *總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價 |

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為凱基金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。