# 頌勝科技 ( 7768 )

2026-04-20

發布時間 | 2026/04/30 19:00
作者 | R

**【 Allen x R 】從線上到線下，來一場投資晚聚吧 🥂**

**2026 Allen & R 北中南 實體見面會，想了解更多請點我！！！**

很高興能在投資的路上與您相遇。我們撰寫文章的初衷，是分享一套應對市場的思考體系，而非提供買賣建議，因為市場從來沒有標準答案。

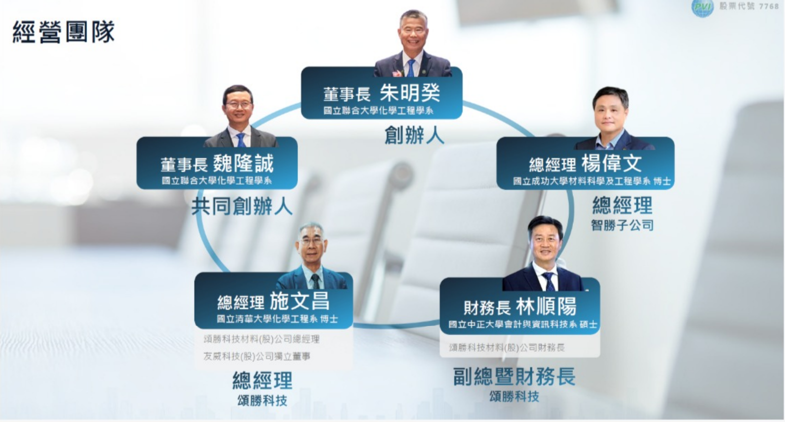
每一筆成功的投資，都需要「清晰的觀點」與「周詳的策略」。我的文章能提供前者，但後者關於何時進出場、如何配置與調節，必須由您親自建立。

我的研究是輔助，是火種，目的是點燃您的獨立思考，並找到建立自己交易策略的支點。

希望這些內容能有所啟發，幫助您建立專屬的觀點與濾網。請保持獨立判斷，為自己的資金負責，讓我們一起成為更有智慧的投資人。

## 經營團隊

頌勝科技自 1986 年成立以來，從早期的化學原料、醫療鞋墊與運動產品發跡，逐步將核心能力聚焦並轉型至技術門檻極高的半導體化學機械平坦化（CMP）研磨墊領域。這種跨領域的技術升級，背後依賴的是戰略眼光與資本佈局。



經營團隊

股票代號 7768

董事長 朱明癸
國立聯合大學化學工程學系
創辦人

董事長 魏隆誠
國立聯合大學化學工程學系
共同創辦人

總經理 楊偉文
國立成功大學材料科學及工程學系 博士
總經理
智勝子公司

總經理 施文昌
國立清華大學化學工程系 博士
頌勝科技材料(股)公司總經理
友威科技(股)公司獨立董事
總經理
頌勝科技

財務長 林順陽
國立中正大學會計與資訊科技系 碩士
頌勝科技材料(股)公司財務長
副總暨財務長
頌勝科技

頌勝科技 上市前業績發表會 2026-04-08

# ① 博士級研發團隊

頌勝科技的董事會與高階管理層展現極高的技術含金量，為公司在材料科學領域中構建企業護城河提供先決條件。核心優勢可分為「技術研發雙軌制」與「產業資源網絡」兩大面向：

## ➤ 技術研發雙軌架構

採用「化工背景創辦人」搭配「頂尖大學材料 / 化工博士」的雙軌領導架構，確保公司具備從分子結構、流體力學到複合材料堆疊的解題能力。

**深厚化工底蘊（創辦人團隊）：** 集團創辦人暨董事長朱明癸與共同創辦人魏隆誠，皆具備國立聯合大學化學工程學系的扎實背景。這為公司在聚氨酯（PU）發泡技術與高分子材料配方上奠定深厚基礎。

**頂尖博士研發硬實力（高階經理人）：**

**半導體業務與全球佈局：** 主導集團半導體業務的子公司智勝科技，以及負責中國佈局的蘇州與合肥觀勝，由具備國立成功大學材料科學及工程學系博士學位的楊偉文擔任總經理 。

**母公司營運統籌：** 頌勝科技總經理施文昌，亦擁有國立清華大學化學工程系博士學位 。

**先進製程對話能力：** 在半導體產業設計與製程協同最佳化（DTCO）的趨勢下，此高階研發陣容確保頌勝在面對台積電、聯電等一線晶圓代工廠客戶的嚴苛要求時，具備對等的博士級技術對話與客製化開發能力。

### ➤ 產業資源與公司治理

除了技術硬實力，董事會引進具備深厚產業背景的外部專家，大幅強化公司治理結構與戰略視野：

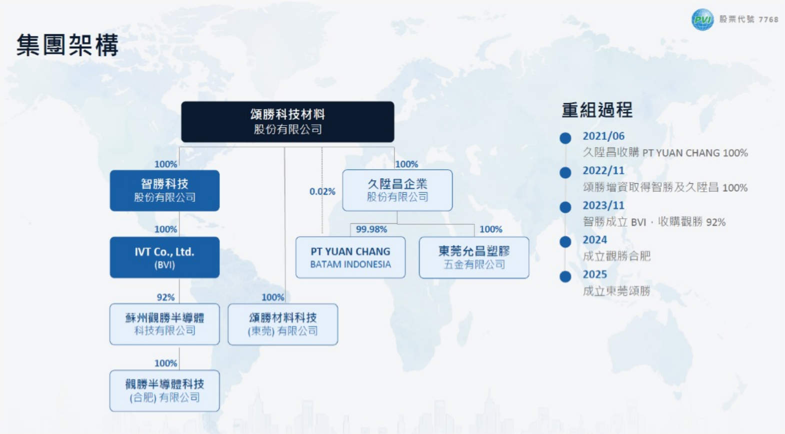
**國際大廠戰略視野：** 延攬曾任台灣恩智浦半導體董事長的林群翔擔任獨立董事。

**深化本土供應網絡：** 邀請意德士科技董事長兼總經理闕聖哲擔任董事，有效拓寬頌勝在半導體供應鏈中的人脈網絡與全球化佈局資源。

## ② 雙引擎資本佈局

除了卓越的技術團隊，管理層透過一系列的內部重組與跨國建廠，成功構建「連結全球產業鏈」的戰略護城河，可歸納為以下兩大核心佈局：

### ➤ 集團架構扁平化



股票代號 7768

集團架構

重組過程

- 2021/06
  久陞昌收購 PT YUAN CHANG 100%
- 2022/11
  頌勝增資取得智勝及久陞昌 100%
- 2023/11
  智勝成立 BVI，收購觀勝 92%
- 2024
  成立觀勝合肥
- 2025
  成立東莞頌勝

頌勝科技 上市前業績發表會 2026-04-08

為迎接高毛利半導體業務的爆發期，頌勝於 2021-2022 年間完成內部資源重組，確保營運效益能完全反映在母公司財報上：

- **全資控股核心：** 母公司頌勝科技透過增資，取得主導半導體業務的「智勝科技」以及負責傳產板塊的「久陞昌企業」100% 股權。
- **企業價值體現：** 徹底消除集團內部資源調度的掣肘，確保未來高成長、高毛利的半導體事業盈餘，得以 100% 歸屬於母公司股東，極大化 EPS 的成長潛力。

### ➤ 兩岸雙引擎產能佈局

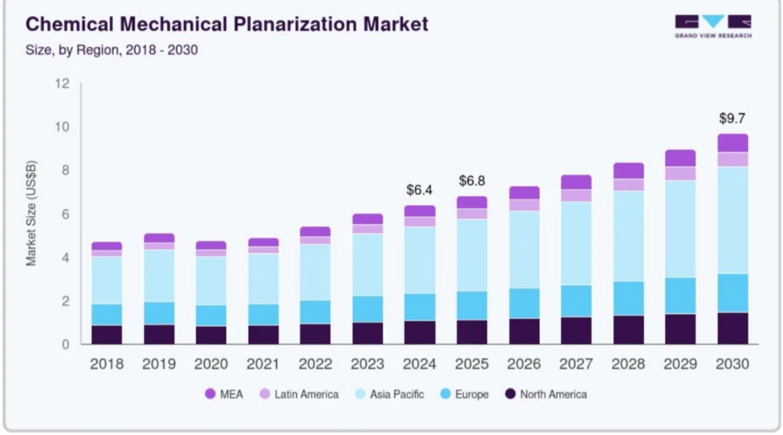
隨著地緣政治導致全球半導體供應鏈分化，頌勝於 2023-2025 年間執行跨區域的產能擴張，將資本密集投入於貼近終端客戶的市場：

- **深耕台灣：** 持續擴充台中西屯廠與中科總部，穩固技術研發中心地位，並直接受惠於台灣半導體大廠「供應鏈在地化」的優先採購趨勢。
- **佈局中國：** 透過 BVI 控股公司於 2023 年取得蘇州觀勝 92% 股權，並火速於 2024 年成立觀勝合肥、2025 年成立東莞頌勝。

「台灣 + 中國」的雙引擎產能建置，不僅有效降低單一區域的地緣政治風險、減少物流碳足跡，更能大幅縮短一線客戶的產品驗證週期，同時吃下兩岸半導體材料自主化的龐大商機。

## 產業趨勢

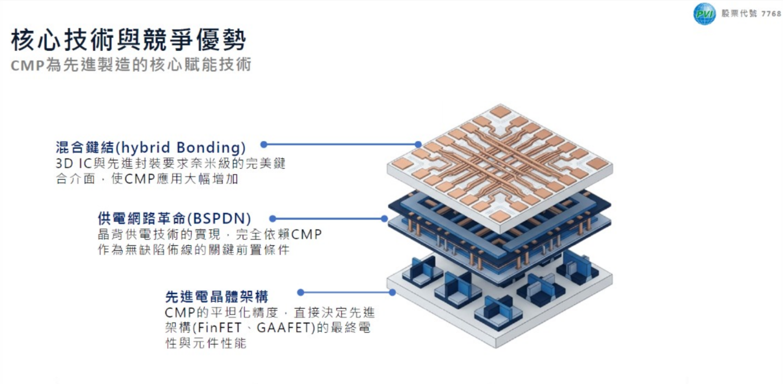
### ① 技術驅動



# 產業趨勢

## ① 技術驅動

從整體市場規模來看，先進製程與先進封裝技術的演進，正在驅動 CMP（化學機械平坦化）耗材的需求爆發。全球 CMP 市場規模預計將從 2024 年的約 64 億美元，以 7.2% 的 CAGR 上升，至 2030 年有望突破 97 億美元。但是，這項整體的平均成長率，實際上掩蓋高階製程應用中更陡峭的爆發曲線。



### 核心技術與競爭優勢

CMP為先進製造的核心賦能技術

**混合鍵結(hybrid Bonding)**
3D IC與先進封裝要求奈米級的完美鍵合介面，使CMP應用大幅增加

**供電網路革命(BSPDN)**
晶背供電技術的實現，完全依賴CMP作為無缺陷佈線的關鍵前置條件

**先進電晶體架構**
CMP的平坦化精度，直接決定先進架構(FinFET、GAAFET)的最終電性與元件性能

CMP不再是只能「被動磨平」，而是直接決定元件性能與結構可行性的關鍵技術

頌勝科技 上市前業績發表會 2026-04-08

# R 補充

**✓ A20（埃米世代）**

半導體製程進入2奈米以下後，業界開始改用「埃米」（Angstrom，簡稱A，1奈米 = 10埃米）作為命名基準。A20泛指2奈米級別的製程。進入此節點後，電晶體密度極高，傳統的封裝與佈線方式已逼近物理極限。

**✓ IR Drop（電壓降）**

在電路學中，電流通過導線會遇到電阻，導致電壓衰減。在先進製程中，因為金屬導線被極度微縮，電阻大幅上升。當晶片運算需求飆高時，如果電壓降太嚴重，電晶體會因為「吃不到足夠的電」而無法正常切換開關，導致運算錯誤或效能低落。

**✓ nTSV（奈米級矽穿孔）& BPR（埋入式電源軌）**

這是實現晶背供電的兩大關鍵微觀結構。傳統供電像是由上往下牽電線，BPR是直接埋在電晶體下方的「地底電纜」，而nTSV則是打通晶圓正反面的「微型電梯井」。這兩者負責將背面的電力精準、超短距離地向上輸送給電晶體，藉此大幅減少電力的傳輸耗損。

**✓ 極致減薄**

一般矽晶圓的厚度約為775微米，為了讓背面的電源能透過nTSV連接到正面的電晶體，必須將晶圓背面磨薄到僅剩幾微米甚至奈米等級。這會讓晶圓變得極度脆弱，猶如紙片，在加工過程中極易翹曲或破裂，對設備的精密度與夾持技術要求極高。

**✓ CMP（化學機械平坦化）的投資意義**

CMP是一項利用化學藥劑（腐蝕）與機械研磨墊（摩擦）將晶圓表面磨平的技術。在BSPDN架構中，最大的難點在於要同時磨平硬度完全不同的「矽」（晶圓本體）與「銅」（供電線路），且不能有任何刮痕。

> **商業邏輯：** CMP製程道數從20道增加到30道以上，對投資人而言，這不僅代表CMP設備機台的需求增加，更核心的利多在於研磨液（Slurry）與研磨墊（Pad）等「耗材」

消耗量的激增。耗材屬於高毛利且具備持續性現金流的商業模式，製程道數的結構性增加，將直接推升相關化學材料供應商的長期營收基期。

## ➤ 混合鍵結（Hybrid Bonding）與 3D IC

在 3D IC 與 CoWoS 等先進封裝的異質整合趨勢下，銅對銅的無凸塊直接鍵合技術成為縮小晶片體積的主流。

**奈米級完美介面：** 要實現小於 10 微米的互連間距，鍵合介面必須達到奈米級的「絕對平坦」（表面粗糙度通常要求小於 0.5nm Ra）。

**嚴苛的缺陷控制：** 製程中必須嚴格控制銅碟型凹陷（Dishing）與介電質侵蝕（Erosion）。這使先進封裝階段對於具備高平整度、低缺陷特性的「軟質拋光墊（Soft Pad）」需求缺口持續擴大，這正是頌勝科技積極卡位的核心市場。

## R 補充

### ✓ 混合鍵結（Hybrid Bonding）& 無凸塊（Bumpless）

傳統的晶片堆疊（早期的 CoWoS 或 HBM）是透過微小的錫球（bumps）作為橋樑來通電。但是錫球有物理極限，當間距縮小到 10 微米以下時，錫球就容易融化沾黏導致短路。

混合鍵結直接捨棄錫球，讓兩片晶片表面的「銅（導電金屬）」&「氧化矽（絕緣介電質）」直接貼合對接。這使晶片間的資料傳輸通道密度能暴增數十倍至百倍，是 AI 晶片突破算力與傳輸瓶頸的終極武器。

### ✓ 絕對平坦（表面粗糙度 $< 0.5$nm Ra）

Ra 是衡量表面微觀起伏的指標。0.5 奈米幾乎等於只有幾個原子的厚度落差。

為什麼需要這麼平？因為混合鍵結沒有錫球當緩衝，兩片晶圓必須在室溫下靠著分子間的吸引力直接「吸」在一起，再透過高溫讓銅原子互相擴散融合。只要表面有任何奈米級的起伏或微塵，就會產生空隙，導致整顆高價值的 AI 晶片報廢。

### ✓ 銅碟型凹陷（Dishing）& 介電質侵蝕（Erosion）

這是 CMP（化學機械平坦化）製程中最棘手的物理現象。

因為「銅」的材質較軟，而包覆在銅旁邊的「介電質（氧化矽）」較硬。

在研磨時，較軟的銅容易被過度下挖，形成像盤子一樣的微觀凹陷（Dishing）；或者在銅線密集的區域，連同周圍的介電質一起被磨耗變薄。一旦產生這些凹陷，兩片晶圓在貼合時，銅與銅之間就會接觸不到，造成斷路。

**✓軟質拋光墊（Soft Pad）**

為了解決軟硬材質不均導致的 Dishing 和 Erosion，傳統硬梆梆的研磨墊已無法勝任。業界必須改用具備高彈性、高孔隙率的「軟質拋光墊」。它能更溫和地包覆並帶走晶圓表面的材料，在不對較軟的銅過度施壓的情況下，實現奈米級的全局平坦化。

**✓從「前段」跨入「後段」的耗材價值**

過去，CMP 研磨墊與研磨液的消耗主要集中在「前段晶圓製造（Foundry）」。但隨著 3D IC 與混合鍵結技術的普及，CMP 製程被大量引入「後段先進封裝」。

對投資人而言，這代表相關的高階耗材供應商，產品的應用市場發生結構性的擴張。能夠掌握無缺陷、高平整度 Soft Pad 技術的廠商，將直接受惠於 AI 晶片堆疊層數增加（例如 HBM3e 走向 HBM4 的 16 層堆疊）所帶來的耗材倍數增量紅利，享有更高的毛利與評價空間。

## ➤ 先進電晶體架構（FinFET / GAAFET）

除了封裝與供電佈局的改變，電晶體本身的 3D 化（例如 FinFET 與即將全面普及的環繞式閘極 GAAFET）對 CMP 提出更嚴苛的要求。CMP 的平坦化精度與材料選擇比，將直接決定這些複雜 3D 架構的最終電性表現與元件性能，進一步推升對客製化、高階研磨耗材的依賴。

## R 補充

**✓FinFET（鰭式場效電晶體）**

傳統電晶體是平面的，電流通道就像平坦的馬路。當製程微縮，馬路越來越短，負責控制開關的「閘極（Gate）」就無法有效阻擋電流，導致嚴重的漏電。FinFET 的革命性在於將通道「立起來」，形狀就像魚鰭（Fin）。這樣一來，閘極可以從左、上、右「三面包覆」通道，大幅提升

對電流的控制力。

從 22 奈米一路延伸至目前的 3 奈米，FinFET 撐起整個行動通訊與第一波 AI 爆發。但是，當製程逼近 3 奈米極限時，只靠「三面包覆」已經無法阻擋極微小尺度下的量子穿隧效應（漏電），且散熱與功耗瓶頸日益嚴重。

**✓ GAAFET（環繞式閘極電晶體）**

GAAFET（Gate-All-Around）將原本立體的魚鰭，橫向切分成數層極薄的「奈米片」。最關鍵的差異在於，閘極金屬會穿透並填滿這些奈米片之間的空隙，實現 360 度的四面完全環繞。這將漏電風險降至最低，並極大化驅動電流。

GAA 架構的導入，並非單純的微縮，而是製造流程的徹底打掉重練。這將引發高階半導體設備與材料的價值提升：

- **磊晶（Epitaxy）設備需求暴增：** 製造奈米片需要將矽（Si）與矽鍺（SiGe）一層一層精準交錯堆疊，這將大幅推升磊晶設備的採購量。
- **原子層沉積（ALD）成為標配：** 因為要在極狹窄的奈米片縫隙中均勻塗佈閘極材料，傳統沉積技術已失效，必須依賴能做到「單一原子層」厚度控制的 ALD 技術。
- **蝕刻與 CMP 難度上升：** 要在不破壞脆弱奈米片的前提下，把多餘的材料挖空並磨平，這使客製化蝕刻氣體、研磨液與軟質拋光墊，成為晶圓代工廠不計成本也要確保供貨的關鍵耗材。

## ② 供需檢視

### ➤ 寡占現狀

全球 CMP（化學機械平坦化）研磨墊市場長期以來呈現高度寡占的結構，主要由兩大國際巨頭把持：

- **硬質研磨墊（Hard Pad）**：由美商杜邦（DuPont）主導，市占率高達 66% 以上。
- **軟質拋光墊（Soft Pad）**：由日商富士紡（Fujibo）掌握約 80% 的市場份額。
- **市場現況：** 這種高度集中的供給結構，在過去保證龍頭廠商強大的定價權與高利潤率。

### ➤ 破壞性挑戰

但是，這道堅固的護城河正迎來兩大結構性的改變契機：

- **中國市場的「去美化」**：中美貿易戰與科技封鎖，迫使中國半導體廠加速材料國產化，逐步排除美商產品，為具備在地產能的供應商留下巨大的市場真空。

- **台灣市場的「在地化」**：為確保供應鏈韌性與降低碳排放，台灣晶圓代工龍頭正積極提升間接原物料的在地採購比例，預計將從 2022 年的 60% 穩步提升至 2030 年的 68%。

### ➤ 20% 市占過度樂觀？

頌勝科技目前全球 CMP 研磨墊市占率約 4%，並設定「中期 10%、長期劍指 20%」的目標。但從產業邏輯來看，這個預期似乎過於理想化：

- **轉換成本**：半導體晶圓廠對於更換 CMP 耗材的態度極度保守。

- **驗證週期**：更換研磨墊必須經過長達 12-24 個月的馬拉松式驗證。

- **化學匹配**：新墊材更牽涉到與現有研磨液化學特性的重新匹配。

要在全球市場拿下 20% 的市占，代表要從杜邦與富士紡手中硬搶下數億美元的既有訂單，這顯然低估國際巨頭的防禦能力。

較為客觀且合乎邏輯的解讀是，頌勝科技未來的強勁成長動能，並非來自「在全球範圍內全面擊潰國際大廠」，而是掌握以下兩大紅利：

- **吃下中國市場因美商退出的自主化份額**。

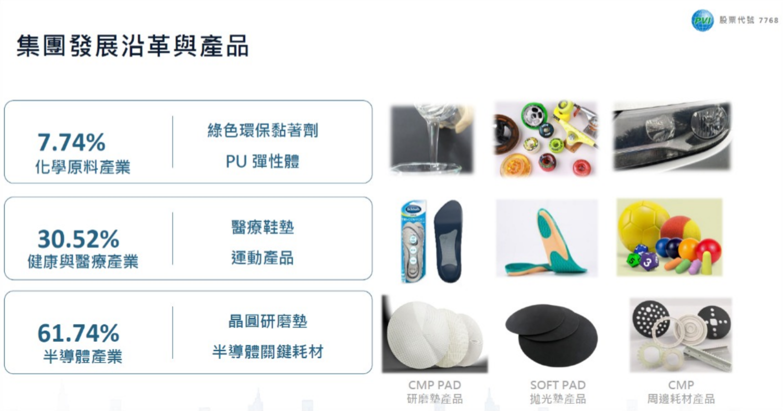
- **成為台灣晶圓廠因應先進封裝擴產所產生的第二供應商增量需求**。

---

# ▌商業模式

## ① 價值主張

### ➤ 產品結構



股票代號 7768

## 集團發展沿革與產品

| | |
|---|---|
| 7.74%<br>化學原料產業 | 綠色環保黏著劑<br>PU 彈性體 |
| 30.52%<br>健康與醫療產業 | 醫療鞋墊<br>運動產品 |
| 61.74%<br>半導體產業 | 晶圓研磨墊<br>半導體關鍵耗材 |

CMP PAD
研磨墊產品

SOFT PAD
拋光墊產品

CMP
周邊耗材產品

頌勝科技 上市前業績發表會 2026-04-08

從目前的營收結構來看，頌勝具備三大業務支柱：化學原料（7.7%）、健康與醫療（30.5%），以及作為核心成長引擎的半導體產業（61.7%）。

表面上看似跨界，但底層的商業邏輯與技術核心高度一致：皆源於對「**PU 彈性體與高分子材料配方**」的精準掌握。頌勝憑藉在環保黏著劑、醫療級鞋墊所累積的深厚聚氨酯（PU）微發泡技術與穩定產能，成功將材料科學的知識升級應用至規格極度嚴苛的半導體 CMP（化學機械平坦化）市場，構建出涵蓋硬質研磨墊（CMP Pad）、軟質拋光墊（Soft Pad）及周邊耗材的完整供應矩陣。

## ➤ 直擊晶圓廠痛點

基於上述紮實的材料科學基礎，頌勝提供給晶圓廠的已不再是單純的標準化耗材，而是解決晶圓形貌失控與提升良率的整體客製化方案。在先進製程的 CMP 研磨中，研磨墊直接接觸晶圓表面，高分子材料的配方與表面的溝槽設計，直接決定研磨液的流場分布、研磨速率與微小缺陷的產生率。

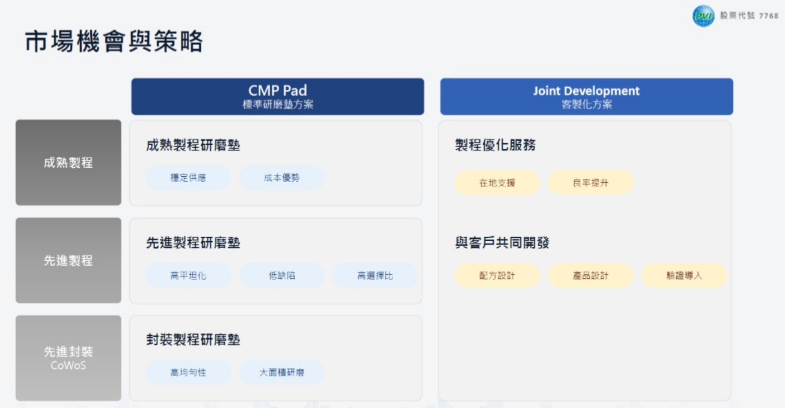
頌勝在半導體領域的核心價值主張，具體展現在以下三大技術突破：

- **單片式無毒空氣發泡技術：** 確保研磨墊內部孔隙的極致均勻性與物理性質的長期穩定性，為高良率奠定材料基礎。

- **獨家專利偵測視窗技術：** 允許機台的光學感測儀器穿透研磨墊，在研磨過程中「即時動態監控」晶圓薄膜厚度的微米級變化，這對於控制先進製程的過度研磨至關重要。

**客製化多元溝槽設計：** 透過先進流場模擬技術，開發出非同心圓等特殊溝槽，能有效提升研磨液的駐留時間與分佈均勻度。這不僅提升研磨品質，更為客戶大幅降低高達 40-50% 的昂貴研磨液使用量，達成直接的降本增效。

## ② 目標客群



股票代號 7768

### 市場機會與策略

**CMP Pad**
標準研磨墊方案

**Joint Development**
客製化方案

成熟製程

**成熟製程研磨墊**
穩定供應
成本優勢

先進製程

**先進製程研磨墊**
高平坦化
低缺陷
高選擇比

先進封裝
CoWoS

**封裝製程研磨墊**
高均勻性
大面積研磨

**製程優化服務**
在地支援
良率提升

**與客戶共同開發**
配方設計
產品設計
驗證導入

頌勝科技 上市前業績發表會 2026-04-08

在客戶經營上，頌勝科技跳脫傳統標準耗材供應商（OEM / 純買賣）的單向交貨關係，戰略性導入 **JDM（Joint Design Manufacture，共同設計製造）**模式。藉由將服務節點提前至客戶的研發階段，建立起客戶黏性。

### ➤ 從標準供應商升級為 JDM 戰略夥伴

針對先進製程與 CoWoS 封裝的嚴苛挑戰，頌勝不再只是「看規配料」，而是採取 JDM 模式的「在地支援」。研發團隊直接駐廠與客戶的研發部門對接，參與長達數月至數年的製程調試，將介面價值從「提供產品」轉化為「共同解決良率提升的痛點」。

### ➤ 動態微調的「驗證導入」流程

JDM 模式的核心「配方設計」與「產品設計」階段，頌勝會根據客戶專屬的研磨液化學配方與鑽石碟物理

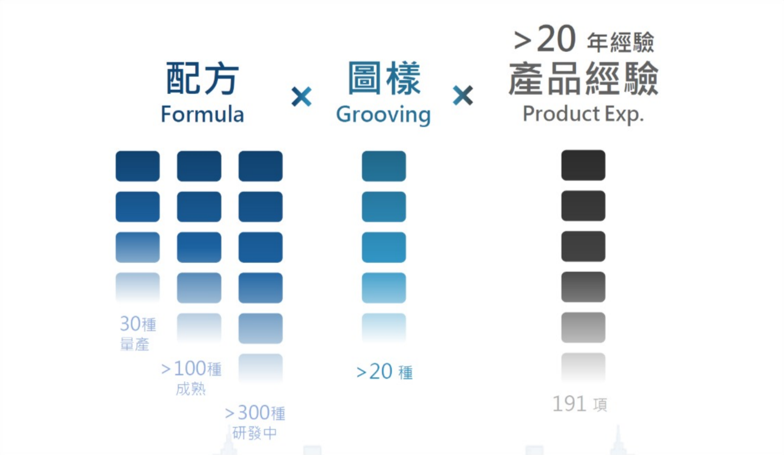
特性，動態微調研磨墊的剛性、壓縮率與回復彈性。這代表頌勝的產品從研發初期，就已經深深植入客戶先進製程的 DNA 中。

### ➤ 製造綁定

JDM 模式最強大的商業效益在於後期的排他性。透過深度參與前期的設計與「驗證導入」，一旦通過半導體廠冗長且嚴謹的驗證期，客戶的轉換成本將呈指數級上升。此外，頌勝更結合「德鑫半導體控股」聯盟的打群架策略，將自家產品與其他精密零組件整合，進一步加深綁定效應，將短期的專案開發轉化為長期且穩定的製造訂單。

## ③ 關鍵活動與基礎設施

要支撐前面提到的「JDM」與「在地支援」，不能僅靠商業概念，背後必須有扎實的營運基礎設施與研發活動作為後盾。



頌勝科技 上市前業績發表會 2026-04-08

### ➤ 從源頭掌握的「配方資料庫」與研發活動

相較於依賴外部買料加工，頌勝堅持從化學原料的源頭設計起步。目前已累積超過 100 種成熟量產配方，以及 300 種以上的研發中專案。這個龐大的配方資料庫，能夠針對客戶不同先進製程動態微調研磨墊剛性與

彈性的最大底氣。

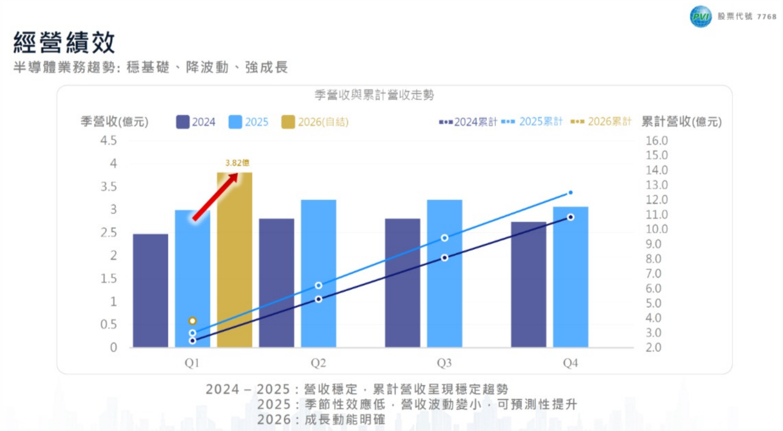
### ➤ 對接物理特性的「圖樣設計庫」

除了化學配方，研磨墊表面的物理溝槽設計直接影響研磨液的流場與消耗量。頌勝建置超過 20 種以上的專有溝槽圖樣資料庫，在進行客製化「產品設計」活動時，能快速為客戶匹配出最佳的排屑與流體力學方案，進而達到降低缺陷、提升良率的目標。

### ➤ 海量試錯累積的「產品驗證經驗庫」

JDM 模式的關鍵活動在於「駐廠調試與驗證導入」。簡報上這 191 項產品開發經驗，不僅是數字，而是無數次試錯所累積的知識。這種將實務經驗轉化為系統化數據的基礎設施，確保研發團隊在面對客戶全新製程挑戰時，能大幅縮短開發週期，確保良率穩健爬升。

## ④ 收益流


股票代號 7768

**經營績效**

半導體業務趨勢: 穩基礎、降波動、強成長

2024 – 2025：營收穩定，累計營收呈現穩定趨勢
2025：季節性效應低，營收波動變小，可預測性提升
2026：成長動能明確

頌勝科技 上市前業績發表會 2026-04-08

### ➤ 產品結構優化，帶動毛利率穩健表現

相較於傳統醫療與運動產品 25-27% 的毛利率水平，半導體研磨墊與耗材的毛利率維持在 59-67% 的較高

區間。隨著資資源逐步聚焦，半導體業務營收佔比於 2025 年攀升至 62%，此產品組合的結構性優化，成為支撐整體毛利率（2025 年達 51%）持續攀升的主要動能。

### ➤ 客製化驗證特性，降低季節性波動

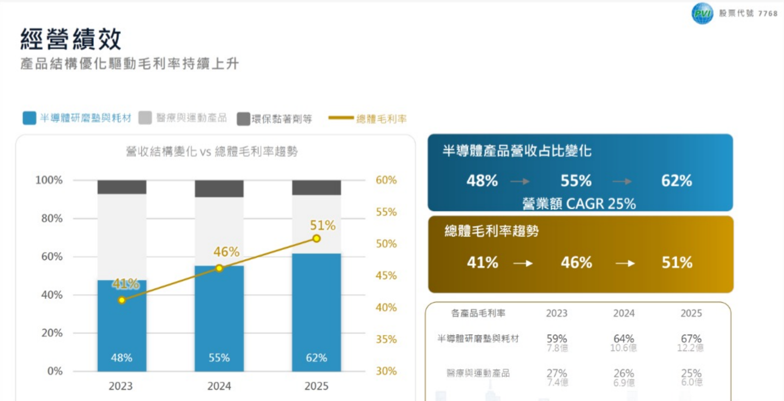
JDM 模式在財務面上的具體體現，在於較高的客戶轉換門檻與訂單黏著度。從 2024 至 2025 年的季度營收走勢觀察，半導體業務呈現「穩基礎、降波動」的特性。產品一旦通過客戶嚴謹的驗證期，受傳統季節性效應的干擾相對降低，有助於提升整體營收的可預測性與財務能見度。

### ➤ 研發專案轉化，營運規模逐步顯現

前期投入的客製化開發資源，在專案陸續邁入量產階段後，逐步展現規模效益。2026 Q1 自結營收達 3.8 億元，顯示隨著客戶端先進製程與 CoWoS 封裝產能的開出，累積的合作專案正逐步轉化為實質營收，為後續的營運提供穩健基礎。

## 競爭優勢

### ① 獲利能力



經營績效

產品結構優化驅動毛利率持續上升

半導體產品營收占比變化

48% → 55% → 62%

營業額 CAGR 25%

總體毛利率趨勢

41% → 46% → 51%

| 各產品毛利率 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|---|---|---|
| 半導體研磨墊與耗材 | 59%<br>7.8億 | 64%<br>10.6億 | 67%<br>12.2億 |
| 醫療與運動產品 | 27%<br>7.4億 | 26%<br>6.9億 | 25%<br>6.0億 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 環保黏著劑等 | 13%<br>1.2億 | 18%<br>1.7億 | 25%<br>1.5億 |
| 總體毛利率 | 41% | 46% | 51% |

42

頌勝科技 上市前業績發表會 2026-04-08

從官方財報實績觀察，頌勝正經歷結構性毛利擴張，這主要受惠於高毛利產品的佔比提升。

**高毛利半導體產品主導營收：** 半導體耗材營收佔比從 2023 年的 48% 穩健上升至 2025 年的 62%（CAGR 達 25%）。其中，2025 年半導體耗材的單一毛利率高達 67%，直接帶動總體毛利率由 41% 穩步跨越 51%。

**技術護城河轉化為定價權：** 透過無毒空氣發泡技術與 CP/OP Sub Pad 複合層設計，頌勝有效解決 2 奈米以下製程對研磨應力極度敏感的痛點。這種提供「良率保證」的技術門檻，使它具備穩定的定價權。

**JDM 模式的財務表現：** 毛利的結構性跳升，反映 JDM 模式已進入實質貢獻期。隨先進製程與 CoWoS 封裝需求放量，高淨利產品預期將持續優化整體的獲利結構。

## ② 資產週轉

頌勝目前正處於「資產重型化」的擴張階段，總資產週轉率的短期表現，將取決於產能建置與客戶端驗證進度。

**戰略性產能佈局：** 為因應半導體國產替代與先進封裝需求，頌勝正積極擴張資本支出。版圖包含台中西屯廠（研發與硬質墊）、觀勝合肥廠（預計 2026 下半年量產），以及彰化廠（對接 CoWoS 與再生晶圓的軟質墊需求）。

**資產膨脹與折舊風險：** 隨著新廠房與設備進駐，資產負債表上的不動產、廠房及設備將顯著增加。在營收尚未完全跟上前，資產分母的擴張將使週轉率短期承壓；若客戶端驗證時程遞延，龐大的固定資產更將帶來閒置產能的折舊壓力。

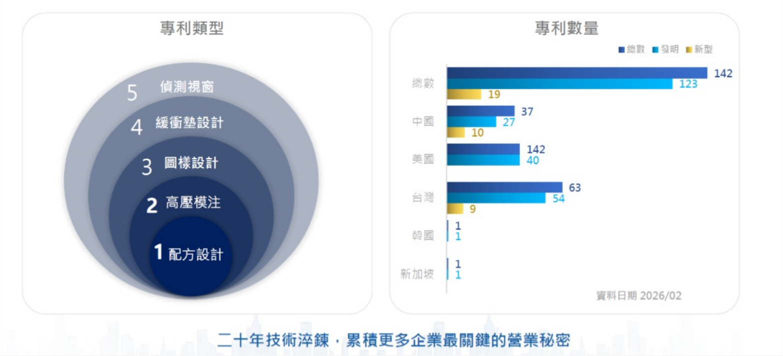
**效能觀察指標：** 未來觀察重點在於「產能利用率的爬坡斜率」。若能藉由既有技術基礎縮短新廠驗證期，產能基數帶動的營收成長便能抵消資產擴張的稀釋效應，維持高檔的資產週轉率。

## ③ 權益乘數

PVI 股票代號 7768

核心技術與競爭優勢

五大專利佈局堆疊形成之技術壁壘



頌勝科技 上市前業績發表會 2026-04-08

配合 2026 年的上市計畫，頌勝正透過籌資重塑財務結構，這也是評估長期資本運用效率的關鍵環節。

**財務結構趨於穩健：** 頌勝目前股本約 6.23 億元，上市發行新股將擴大股東權益總額。短期內權益乘數雖會下降，但財務槓桿降低。在資本密集的半導體耗材產業中，淨值的底氣（目前每股淨值 29.79 元）有助於抵禦景氣波動與長週期的研發風險。

**EPS 短期稀釋與長期價值：** 股本膨脹與 2026 年 Q2 一次性員工認股費用，將對短期 EPS 造成稀釋（法人預估 2026 年營收成長 32.6%，但 EPS 約 6.49 元）。但是，若取得的資金能順利投入高毛利產能，長期的 ROE 將能透過利潤率與週轉率的提升回歸成長軌道。

**無形資產的防禦力：** 面臨短期槓桿下降，頌勝的防禦力來自累積的 142 項專利（含 123 項發明專利）。這些涵蓋配方設計與高壓模注的核心技術，為客戶創造極高的轉換成本，確保公司能憑藉技術溢價帶來的「超額利潤」，而不是依賴高財務槓桿，來維持高水準的股東報酬。

## R 觀點

綜觀杜邦分析的拆解，頌勝目前的財務結構呈現「以品質換取規模」的過渡期。短期內，受資本支出與股本擴張影響，ROE 面臨重塑；但由官方簡報載明的 67% 高毛利技術護城河，已穩健建立起獲利基礎。

在第二層思考的邏輯下，投資評估不應僅侷限於短期的 EPS 稀釋。若新廠驗證如期通過，獲利能力（高毛利）、資產週轉（產能開出）與財務體質（槓桿優化）將產生正向循環，隨著客戶的

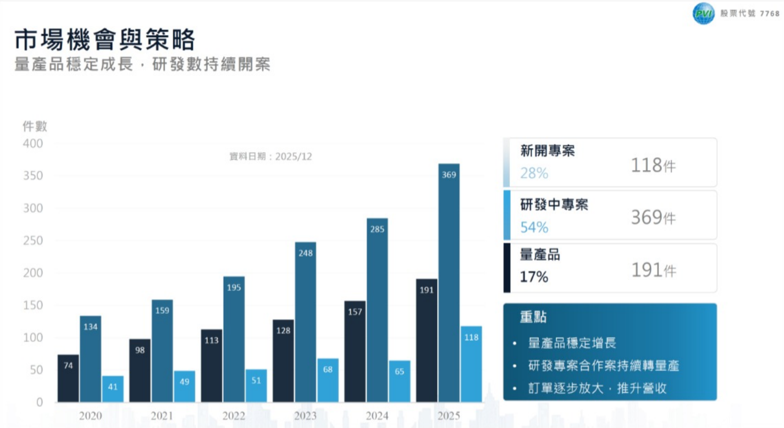
高轉換成本，轉化為實質且長期的回報。

# 成長動能

## ① 領先指標

對於半導體耗材廠而言，未來的價值驅動高度依賴兩大引擎：「研發專案的轉化效率」&「新廠產能的落地進度」。

透過這兩個領先指標，我們能更清楚檢視頌勝營收成長動能：


股票代號 7768

市場機會與策略

量產品穩定成長・研發數持續開案

資料日期：2025/12

| | | |
|---|---|---|
| 新開專案 | 28% | 118件 |
| 研發中專案 | 54% | 369件 |
| 量產品 | 17% | 191件 |

重點

- 量產品穩定增長
- 研發專案合作案持續轉量產
- 訂單逐步放大，推升營收

頌勝科技 上市前業績發表會 2026-04-08

### ➤ 領先指標一

半導體研磨墊市場的決勝關鍵，在於與客戶共同開發的深度與廣度。從頌勝提供的專案結構圖可以看出，截

至 2025 年底，頌勝手握高達 369 件的「研發中專案」（佔比 54%），這是一個極有爆發潛力的專案庫。

更重要的是「專案轉化率」的穩定提升，成功步入量產的產品數，已從 2020 年的 74 件，穩定成長至 2025 年的 191 件。這龐大且持續成長的研發量能，是未來三年營收成長最強的動能。

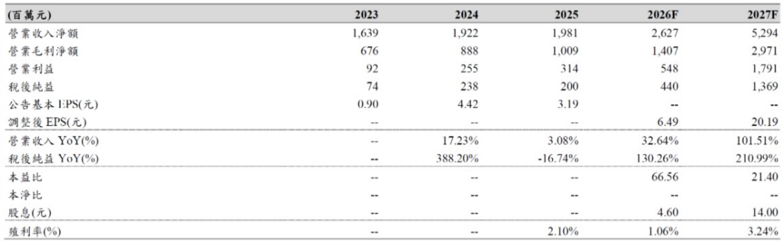
### ➤ 領先指標二

除了研發開案，新廠驗證與投產的時程是另一個決定生死的營運節點。根據目前的戰略規劃：

- **彰化廠（主攻軟質拋光墊）**：預計於 2026 年 Q2 開始驗證試產，Q3 逐步量產。
- **合肥廠（主攻硬質研磨墊）**：預計於 2026 年 Q3 進入試產與驗證階段，Q4 逐步放量。

這兩大廠區能否如期通過嚴苛的良率測試與客戶認證，將是決定 2027 年產能能否順利釋放、轉化為實質營收的最核心關鍵。

## ② 法人展望



| (百萬元) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| 營業收入淨額 | 1,639 | 1,922 | 1,981 | 2,627 | 5,294 |
| 營業毛利淨額 | 676 | 888 | 1,009 | 1,407 | 2,971 |
| 營業利益 | 92 | 255 | 314 | 548 | 1,791 |
| 稅後純益 | 74 | 238 | 200 | 440 | 1,369 |
| 公告基本 EPS(元) | 0.90 | 4.42 | 3.19 | -- | -- |
| 調整後 EPS(元) | -- | -- | -- | 6.49 | 20.19 |
| 營業收入 YoY(%) | -- | 17.23% | 3.08% | 32.64% | 101.51% |
| 稅後純益 YoY(%) | -- | 388.20% | -16.74% | 130.26% | 210.99% |
| 本益比 | -- | -- | -- | 66.56 | 21.40 |
| 本淨比 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 股息(元) | -- | -- | -- | 4.60 | 14.00 |
| 殖利率(%) | -- | -- | 2.10% | 1.06% | 3.24% |

圖表來源：中信投顧

在關鍵財務指標與法人展望方面，近期中信投顧給予頌勝「買進」評等，並開出 666 元的目標價。這個定價基礎，很大程度建立在其預估 2027 年 EPS 將爆發成長至 20.2 元的模型上。

作為客觀的投資分析，我們在面對樂觀的預期時，必須將財務模型拉回「半導體產業的營運現實」進行壓力測試。拆解這份 2027 年的財測，我發現其隱含兩個過於理想化的假設：

### ➤ 營收預估：忽略「良率爬坡」的物理時間

法人預估 2027 年營收將迎來 101.5% 的翻倍成長。這個數字背後的假設是：合肥與彰化新廠的產能一開出，就能瞬間無縫接軌被客戶全數消化。

但實務上，一座半導體材料新廠從機台移入、試產到產能滿載，通常需要 1.5-2 年的良率爬坡與客戶驗證期。在極度講究精密度的半導體供應鏈中，期待新產能在第一年就轉化為 100% 的營收成長，並不符合產業常理。

## ➤ 低估「擴產初期」的費用侵蝕

觀察圖表中的歷史數據，頌勝在 2025 年的稅後淨利實際上呈現-16.7% 的衰退（從 2024 年的 2.38 億降至 2 億），這清楚反映在推進研發與擴張前期的費用陣痛。

但是，法人卻預估在 2027 年進行更大規模的雙廠投產時，稅後淨利不僅沒有受新廠初期龐大的折舊與營業費用干擾，反而能繳出 211% 的驚人年增率。這種「營收與淨利同步極大化」的預估，跳過製造業擴張必經的成本週期。

## ➤ 理性將時間軸拉長，尋找安全邊際

提出這些質疑，並不是要否定頌勝的投資價值。頌勝確實擁有很不錯的專利護城河與在地化剛性需求的保護，但投資人不應將「2027 年 EPS 20 元」看得太重，否則容易在預期落空時產生不必要的心理壓力。

較為穩健的洞察是，我們應將這個 EPS 目標的實現節點，往後遞延至 2028 至 2029 年，給予新廠良率爬坡與折舊攤提充足的緩衝空間。

即使我們採取保守視角，將 2027 年的 EPS 預估打 7 折下修，獲利成長動能依然傲視多數半導體特用化學同業。看透短期的財務預估落差，關注長期的技術硬實力，才是面對這家企業最安穩的投資策略。

## R 結論

從傳統化學廠跨入高階半導體 CMP 研磨耗材市場，頌勝透過 JDM（共同設計製造）模式與獨家配方專利，將產品從「單次標準化銷售」轉化為具備「極高客戶轉換成本」的長尾業務。先進製程與 3D 封裝（BSPDN、Hybrid Bonding）的推進，直接提升平坦化製程的難度與耗材使用量；同時，地緣政治促使中台兩地晶圓代工廠加速落實「供應鏈在地化」，這為頌勝創造實質突

破美日巨頭寡占格局的市場空間。

因此，看透短期擴建新廠與籌資帶來的財報稀釋陣痛，並持續追蹤高毛利訂單的滲透率，才是評估企業價值的正確視角。

## ➤ 投資風險

**新廠驗證與產能爬坡遞延：** 半導體耗材的客戶導入驗證期通常長達 1-2 年。若合肥與彰化新廠的驗證進度落後，無法如期轉化為量產營收，建廠初期龐大的折舊費用將優先認列並直接侵蝕營業利益，導致短期獲利表現顯著低於市場預期。

**國際巨頭的定價防禦與專利干擾：** 當頌勝的市占率提升至實質影響國際大廠的核心利益時，對手極可能利用在成熟製程的規模經濟優勢發動價格戰，進而壓縮頌勝整體的毛利率擴張空間；或透過專利訴訟等手段，拖延新產品的市場擴張步伐。

**資本膨脹導致短期 EPS 稀釋：** 2026 年的上市計畫將伴隨股本擴張，以及一次性的員工認股費用認列。這將對短期的 EPS 造成直接稀釋。在獲利未能同步跟上前，容易引發資本市場因「財測預期落空」而產生的賣壓。

## ➤ 延伸思考

頌勝現階段的營收爆發潛力，高度依賴兩岸晶圓大廠「分散供應鏈風險」的採購策略轉換。但是，當未來 3-5 年內，這波在地化替代的市占率紅利逐漸達到飽和後，長期評價將面臨本質上的考驗。

面對次世代半導體製程可能的變革（例如乾式拋光技術的發展，或導入釕、鉬等新型金屬互連材料），頌勝是否具備足夠的基礎科學研發底蘊，去參與甚至主導新規格的制定？

若其技術進程僅能停留在「具備成本優勢的第二供應商」定位，而無法升級為引領先進製程規格的技術指標廠，長期的市占率與市場評價，將面臨嚴格挑戰。

2026-04-20