個股報告

2026 年 10 月 1 日

研究員：蔡季衡 A52320@cim.capital.com.tw

前日收盤價	47.85 元
目標價	
3 個月	53.00 元
12 個月	53.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

06/24/2026	Trading Buy	53.90
06/10/2026	Trading Buy	56.30

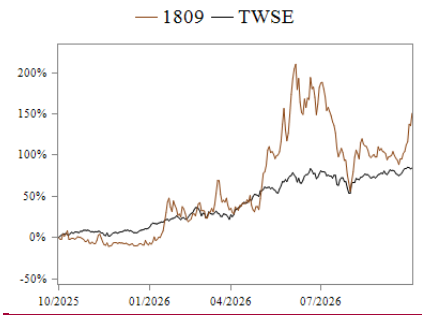
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,670
市值(億元)	80
目前每股淨值(元)	17.54
外資持股比(%)	1.30
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	13.37
融資餘額(張)	7,382
現金股息配發率(%)	131.58

產品組合



股價相對大盤走勢



中釉(1809 TT)　Trading Buy

4Q26 螢光玻璃片持續出貨。

投資建議：中釉 2H26 車用螢光玻璃片訂單明確，積極擴廠顯示產品需求強勁，有望推升未來毛利率預估。08/2026 越南分公司投產陶瓷成釉，預計 4Q26 開始小量出貨。給予中釉投資建議 Trading Buy，目標價 53 元(2027 年 PBR2.75X)。

陶瓷事業群，越南分公司 08/2026 投產成釉，預計 4Q26 小量出貨：06/2026 成立越南分公司，取得 IRC、ERC，已於 08/2026 開始投產陶瓷成釉，當前已將相關樣品送樣客戶進行測試，預計 4Q26 開始小量出貨。

新材料事業群，螢光玻璃片訂單能見度看至 4Q26：螢光玻璃片成功打入韓國及北美車燈供應鏈，目前正放量出貨中。2H26 進入產業旺季，預計將維持過去成長動能。3Q26 產品需求量較 1H26 顯著提升。01~08/2026 螢光玻璃片累計出貨量 YoY+49%，訂單能見度已可看至 4Q26。為因應客戶產品需求，公司表示 4Q26 將有擴廠計畫。

類晶玻璃陶瓷基板仍處開發階段，將以 510*515mm 以上大面積尺寸為開發目標：類晶玻璃陶瓷基板已通過工研院小量初步測試，小量鑽孔無碎裂問題。第一階段可送樣客戶驗證尺寸為 310*310mm。持續開發 510*515(515 以上)mm 的大尺寸類晶玻璃陶瓷基板，目前尚處產品開發階段

2026/2027 年螢光玻璃片動能穩健，預估稅後 EPS 分別 0.50 元/1.16 元：鑒於螢光玻璃片訂單能見度已達 4Q26，預估 2026 年底月產能上看 50KK，且 4Q26 亦將有擴廠計畫，顯示產品需求強勁，預估 2H26 毛利率有望逐季提升。研究部預估中釉 2026 年營收為 25.25 億元，YoY+1.09%，稅後純益為 84 百萬元，YoY+161.80%，稅後 EPS 為 0.50 元；2027 年營收為 29.21 億元，YoY+15.69%，稅後純益為 1.94 億元，YoY+130.79%，稅後 EPS 為 1.16 元。

(百萬元)	2026F	2027F	2028F	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F
營業收入淨額	2,525	2,921	3,309	660	637	592	610	630	693	616	695	785
營業毛利淨額	562	703	829	123	136	115	130	142	175	137	159	186
營業利益	90	237	360	0	11	0	12	26	52	24	46	71
稅後純益	84	194	315	4	13	9	7	26	42	24	34	58
稅後 EPS(元)	0.50	1.16	1.89	0.03	0.08	0.05	0.04	0.16	0.25	0.14	0.20	0.35
毛利率(%)	22.24%	24.07%	25.05%	18.68%	21.38%	19.37%	21.31%	22.54%	25.25%	22.24%	22.88%	23.69%
營業利益率(%)	3.57%	8.11%	10.88%	-0.05%	1.74%	-0.04%	2.03%	4.13%	7.50%	3.90%	6.62%	9.04%
稅後純益率(%)	3.33%	6.64%	9.52%	0.66%	2.04%	1.51%	1.17%	4.13%	6.06%	3.90%	4.89%	7.39%
營業收入 YoY/QoQ(%)	1.09%	15.69%	13.28%	5.73%	-3.59%	-6.98%	2.91%	3.35%	10.00%	-11.11%	12.82%	12.95%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	161.80%	130.79%	62.37%	-27.64%	198.64%	-31.33%	-20.02%	264.30%	61.54%	-42.86%	41.67%	70.59%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 16.70 億元計算。

中釉 ESG：

為響應企業永續發展理念，中釉組織永續發展委員會由董事會推選出至少 3 名董事組成，其中超過 50%獨立董事參與其中，並且每年至少 2 次向董事會呈報 ESG 執行現況，轄下設立包括公司治理工作小組、環境永續工作小組及員工與社會影響工作小組。公司治理工作小組針對企業永續策略、營運及公司治理、專業利害關係人權益等為主；環境永續工作小組主要目的包含節能減碳、環境安全及因應氣候變遷；員工與社會影響工作小組則側重於安全及健康之工作環境、勞工權益及人權、社會參與及回饋。

公司簡介：

中釉成立於 1974 年，並於 1996 年掛牌上市。目前營運總部在新竹，其餘廠房據點有中國 3 廠、孟加拉 1 廠、印度 1 廠，業務據點涵橫跨亞洲各區，主要事業群包括陶瓷原料、建築材料、新材料等 3 大事業群。陶瓷事業部主要生產色料、防滑釉、成釉、功能釉、矽酸鋯等；建材事業部主要生產玉晶石(結晶化玻璃)、玉晶石薄板、高功能隔熱節能礦物塗料等；新材料事業部則生產玻璃陶瓷螢光片、低介電類晶玻璃陶瓷基板、固態電池用電解質隔離膜材料，其中類晶玻璃陶瓷基板可做為高階半導體封裝材料、玻璃陶瓷螢光片則用於汽車車燈。

圖一、中釉事業群



資料來源：中釉法說簡報

陶瓷事業群，越南分公司 08/2026 投產成釉，預計 4Q26 小量出貨：

該事業群主要投產陶瓷釉，整合當地原料資源，06/2026 成立越南分公司，取得 IRC、ERC，已於 08/2026 開始投產陶瓷成釉，當前已將相關樣品送樣客戶進行測試，預計 4Q26 開始小量出貨。目前已將 AI 技術導入磁磚圖紋設計作業，未來亦有機會向海外發展。主要競爭對手為中國、義大利及西班牙之釉藥廠商。中東市場開發計畫重啟，沙烏地阿拉伯客戶正小量試產。

建材事業群，結晶化玻璃已與大型廠房工程完成簽約：

持續增加礦物節能塗料，相關產品已陸續取得台灣區域認證。結晶化玻璃方面，已與 T3 航站 A14 捷運站、ASML 林口廠、台中 BMW 旗艦展示中心、台北新東陽大樓及微星科技大樓等完成合約簽訂，預計將持續打入大型建案及公共工程。

新材料事業群，螢光玻璃片訂單能見度看至 4Q26：

螢光玻璃片已導入中國電動車主流高階車款，並成功打入韓國及北美車燈供應鏈，目前正放量出貨中，2H26 進入產業旺季，預計將維持過去成長動能。3Q26 產品需求量較 1H26 顯著提升。01~08/2026 螢光玻璃片累計出貨量 YoY+49%，訂單能見度已可看至 4Q26，預估 2H26 螢光玻璃片出貨量將較 1H26 明顯提升。為因應客戶產品需求，公司表示 4Q26 將有擴廠計畫。

具低介電(Low Dk/Df)及高強度之類晶玻璃陶瓷基板目前仍處於產品研發階段。偕同日本山村硝子共同開發，積極拓展半導體先進封裝等高階電子材料封裝應用市場。以因應 TGV(通孔)加工過程中尚待克服之玻璃碎裂及大量生產問題，並以大尺寸為開發目標。

全固態電池用的固態電解質隔離膜材料仍處於送樣測試階段，材料儲備已就緒，靜待應用端反應。主要接洽客戶端為電池廠。就當前發展進程，以台塑集團研發速率較快。日本大廠指出，因目前仍有技術問題待解決，預計最快 2028 年推出運用全固態電池的產品。

類晶玻璃陶瓷基板可以解決封裝翹曲、焊點斷裂、鑽孔碎裂及熱降解問題，應用於 CoPoS、CPO、車用雷達等：

類晶玻璃陶瓷基板利用低溫共燒陶瓷 LTCC 技術，在約 850~900 度 C 下燒結，既保留玻璃緻密性及平整度，亦具備陶瓷的耐熱及高強度。類晶玻璃陶瓷基板具低介電常數損耗(Low Dk/Df)可有效降低信號延遲並確保高頻信號傳輸過程損耗程度，解決傳統樹酯基板較大信號損耗問題，對於 AI、衛星通訊具正面效用。另外，類晶玻璃陶瓷基板之熱膨脹係數亦可調校至趨近於矽，可解決 ABF 載板高溫下因熱漲冷縮出現的晶片翹曲或焊點斷裂問題，亦可避免鑽孔碎裂問題。簡單來說，類晶玻璃陶瓷基板具高熱傳導率，高溫下亦不會發生熱降解問題，大幅提升電子元件壽命及先進封裝可靠度。

伴隨 AI 算力需求倍數成長，類晶玻璃陶瓷技術可用於先進封裝 CoPoS 中介層或封裝載板，提供更細的佈線間距；在 CPO 中，類晶玻璃陶瓷因具高平整性及熱穩定度，可因應光收發模組短距離內轉換材料；車用雷達、LiDAR 模組亦可適用，因其具耐高溫、耐濕氣及高頻損耗低等優異表現。

類晶玻璃陶瓷基板仍處開發階段，將以 510*515mm 以上大面積尺寸為開發目標：

類晶玻璃陶瓷主要以日本電氣硝子 NEG、日本山村硝子、中釉為首，該產品優點在於韌性佳、與現有陶瓷及載板製程相容性較高，有望作為中釉打入 AI 供應鏈關鍵要素。山村硝子旗下子公司山村光電之特殊封裝材料可運用於具備低損耗 LTCC 材料需求的數據中心設備商，並提供包括 Denso 等 Tier 1 潛在車感測器客戶於 LiDAR 及毫米波雷達需要用的陶瓷封裝材料，亦可因應具玻璃與金屬封裝技術之光通訊模組元件製造商需求。

山村硝子與中釉共同開發類晶玻璃陶瓷基板，主要鎖定高階 AI 半導體先進封裝材料。類晶玻璃陶瓷基板已通過工研院小量初步測試，小量鑽孔無碎裂問題。第一階段可送樣客戶驗證尺寸為 310*310mm。目前主要困難點在如何製作出大片封裝，初期已符合 6~8 吋基板尺寸，正持續開發 510*515(515 以上)mm 的大尺寸類晶玻璃陶瓷基板，目前尚處產品開發階段。公司指出，市場對玻璃陶瓷基板需求相當可觀，廠商們正持續關注公司產品開發近況。

08/2026 營收 MoM+5.18%，主因螢光玻璃片出貨增：

中釉 08/2026 營收 2.12 億元，MoM+5.18%、YoY-4.13%，與原預期值 2.10 億元，差異約+0.9%。主要來自螢光玻璃片出貨貢獻。01~08/2026 累計營收 16.15 億元，YoY-1.81%。

2026/2027 年螢光玻璃片動能穩健，預估稅後 EPS 分別 0.50 元/1.16 元：

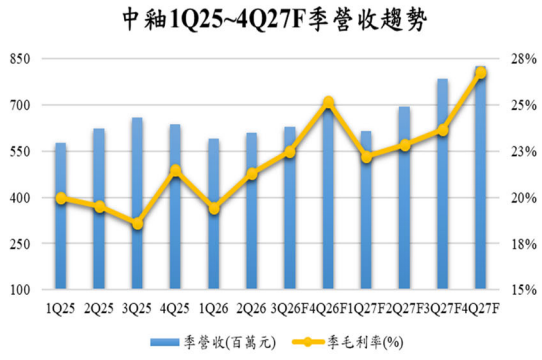
陶瓷事業方面，2Q26 鋯砂報價已調漲約 15~20%，公司表示未來仍可部分轉嫁成本上漲於客戶端。4Q26 越南分公司預計將陸續出貨陶瓷成釉產品。

建材事業方面，結晶化玻璃因具備零吸水、好清洗、硬度高、隔音隔熱佳等特性，主要用於建材事業。目前有跟冠軍合作，中釉負責提供懸掛式工法。

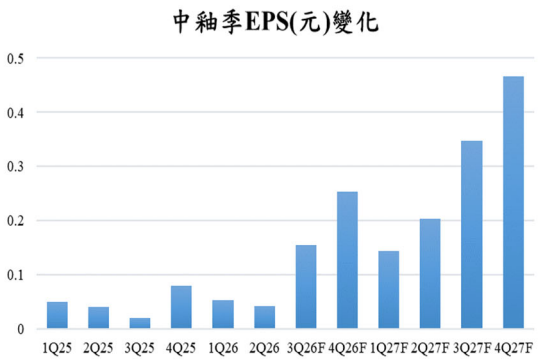
產能規劃方面，2026 年將持續強化布局汽車車燈業務，以外銷中國為主，客戶端為車燈封裝廠，且已打入韓國、北美車燈供應鏈。2H26 進入產業旺季，01~08/2026 累計螢光玻璃片出貨量 YoY+49%，且當前訂單能見度已可看至 4Q26，維持原 2H26 將較 1H26 顯著成長預期。當前用於車燈上之螢光玻璃片約 20KK/月，公司表示 2026 年底前產能可望達到 50KK/月，該事業群營收表現可望逐月成長。受惠未來汽車車燈款式更新，預估螢光玻璃片用量將顯著提升。因應客戶需求強勁，4Q26 預計亦將有擴廠計畫。

鑒於螢光玻璃片訂單能見度已達 4Q26，預估 2026 年底月產能上看 50KK，且 4Q26 亦將有擴廠計畫，顯示產品需求強勁，預估 2H26 毛利率有望逐季提升。研究部預估中釉 2026 年營收為 25.25 億元，YoY+1.09%，稅後純益為 84 百萬元，YoY+161.80%，稅後 EPS 為 0.50 元；2027 年營收為 29.21 億元，YoY+15.69%，稅後純益為 1.94 億元，YoY+130.79%，稅後 EPS 為 1.16 元。

圖二、中釉季營收變化預估



圖三、中釉季獲利變化預估

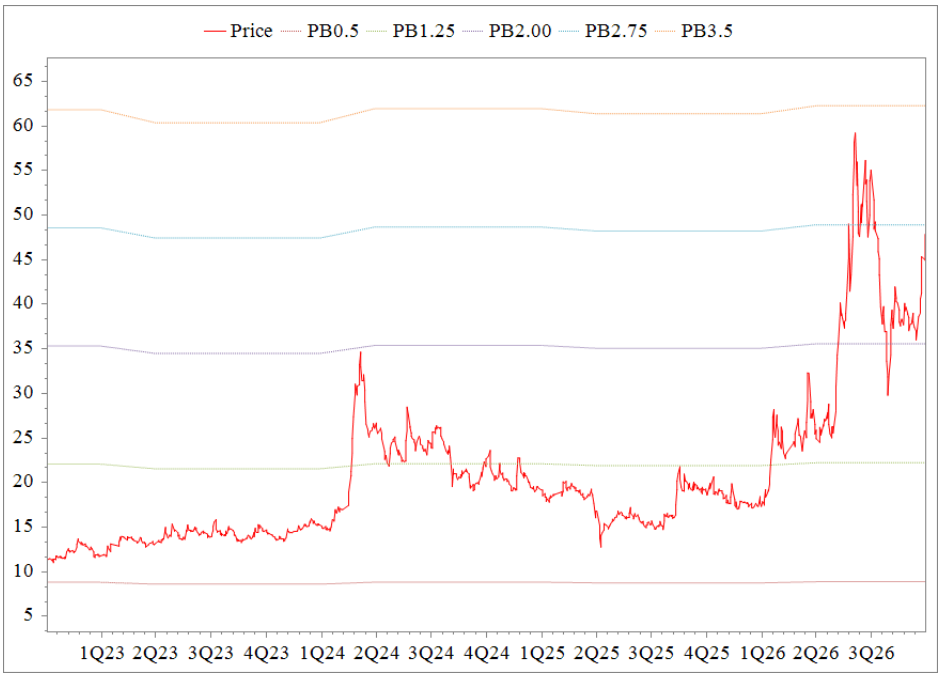


資料來源：中釉，群益投顧預估彙整

投資建議：

中釉 2H26 車用螢光玻璃片訂單明確，積極擴廠顯示產品需求強勁，有望推升未來毛利率預估。08/2026 越南分公司投產陶瓷成釉，預計 4Q26 開始小量出貨。給予中釉投資建議 Trading Buy，目標價 53 元(2027 年 PBR2.75X)。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

資產負債表

(百萬元)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
資產總計	4,535	4,512	4,537	4,755	5,109
流動資產	2,005	2,089	2,119	2,375	2,527
現金及約當現金	515	584	569	650	686
應收帳款與票據	625	647	577	611	683
存貨	624	636	649	748	828
採權益法之投資	36	26	25	24	34
不動產、廠房設備	1,908	1,912	1,912	1,912	1,912
負債總計	**1,159**	**1,206**	**1,206**	**1,272**	**1,352**
流動負債	976	1,079	1,098	1,120	1,149
應付帳款及票據	185	179	165	199	235
非流動負債	183	127	122	131	147
權益總計	3,377	3,305	3,331	3,484	3,757
普通股股本	**1,670**	**1,670**	**1,670**	**1,670**	**1,670**
保留盈餘	1,256	1,251	1,277	1,429	1,703
母公司業主權益	2,956	2,929	2,971	3,123	3,397
負債及權益總計	**4,535**	**4,512**	**4,537**	**4,755**	**5,109**

現金流量表

(百萬元)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
營業活動現金	154	68	151	334	507
稅前純益	52	40	96	256	374
折舊及攤銷	80	81	81	230	222
營運資金變動	35	-40	43	-99	-115
其他營運現金	-13	-13	-69	-53	26
投資活動現金	-101	77	-96	-63	-332
資本支出淨額	-79	-79	-90	-100	-100
長期投資變動	-46	135	-10	0	-40
其他投資現金	24	21	4	37	-192
籌資活動現金	-188	-64	-70	-188	-140
長借/公司債變動	-117	-117	-4	8	16
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-33	-42	-42	-42	-42
其他籌資現金	-38	95	-23	-155	-115
淨現金流量	-98	69	-15	82	35
期初現金	613	515	584	569	650
期末現金	515	584	569	650	686

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
營業收入淨額	2,415	2,498	2,525	2,921	3,309
營業成本	1,932	2,001	1,963	2,218	2,480
營業毛利淨額	483	497	562	703	829
營業費用	492	507	509	500	502
營業利益	25	25	90	237	360
EBITDA	129	119	180	365	481
業外收入及支出	27	15	6	19	13
稅前純益	52	40	96	256	374
所得稅	13	16	29	62	59
稅後純益	55	32	84	194	315
稅後 EPS(元)	0.33	0.19	0.50	1.16	1.89
完全稀釋 EPS**	0.33	0.19	0.50	1.16	1.89

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 16.70【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 16.70 億元計算

比率分析

(百萬元)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	2.46%	3.41%	1.09%	15.69%	13.28%
營業毛利淨額	29.54%	2.89%	13.02%	25.18%	17.92%
營業利益	N.A	-1.81%	260.12%	162.93%	51.90%
稅後純益	N.A	-41.43%	161.80%	130.79%	62.37%
獲利能力分析(%)					
毛利率	20.00%	19.90%	22.24%	24.07%	25.05%
EBITDA(%)	5.33%	4.78%	7.13%	12.50%	14.54%
營益率	1.06%	1.00%	3.57%	8.11%	10.88%
稅後純益率	2.27%	1.29%	3.33%	6.64%	9.52%
總資產報酬率	1.21%	0.71%	1.85%	4.08%	6.17%
股東權益報酬率	1.62%	0.97%	2.52%	5.57%	8.38%
償債能力檢視					
負債比率(%)	25.55%	26.74%	26.58%	26.74%	26.47%
負債/淨值比(%)	34.31%	36.50%	36.20%	36.50%	36.00%
流動比率(%)	205.49%	193.55%	193.00%	212.00%	220.00%
其他比率分析					
存貨天數	120.17	114.98	119.50	115.00	116.00
應收帳款天數	94.89	92.91	88.50	74.28	71.38

季度損益表

(百萬元)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	1Q28F
營業收入淨額	625	660	637	592	610	630	693	616	695	785	825	653
營業成本	503	537	501	478	480	488	518	479	536	599	604	503
營業毛利淨額	122	123	136	115	130	142	175	137	159	186	221	150
營業費用	122	132	135	126	128	124	131	121	121	124	134	122
營業利益	10	0	11	0	12	26	52	24	46	71	96	36
業外收入及支出	-7	4	14	4	-8	8	3	6	-2	6	9	4
稅前純益	3	4	25	3	4	34	55	30	44	77	105	40
所得稅	-5	6	12	4	4	8	13	6	10	19	27	7
稅後純益	6	4	13	9	7	26	42	24	34	58	78	33
最新股本	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670
稅後EPS(元)	0.04	0.03	0.08	0.05	0.04	0.16	0.25	0.14	0.20	0.35	0.47	0.20
獲利能力(%)												
毛利率(%)	19.54%	18.68%	21.38%	19.37%	21.31%	22.54%	25.25%	22.24%	22.88%	23.69%	26.79%	22.97%
營業利益率(%)	1.54%	-0.05%	1.74%	-0.04%	2.03%	4.13%	7.50%	3.90%	6.62%	9.04%	11.64%	5.51%
稅後純益率(%)	0.96%	0.66%	2.04%	1.51%	1.17%	4.13%	6.06%	3.90%	4.89%	7.39%	9.45%	5.05%
QoQ(%)												
營業收入淨額	8.51%	5.73%	-3.59%	-6.98%	2.91%	3.35%	10.00%	-11.11%	12.82%	12.95%	5.10%	-20.85%
營業利益	106.62%	N.A	N.A	N.A	N.A	109.76%	100.00%	-53.85%	91.67%	54.35%	35.21%	-62.50%
稅前純益	-60.76%	33.73%	503.87%	-86.62%	22.48%	726.65%	61.76%	-45.45%	46.67%	75.00%	36.36%	-61.90%
稅後純益	-31.28%	-27.64%	198.64%	-31.33%	-20.02%	264.30%	61.54%	-42.86%	41.67%	70.59%	34.48%	-57.69%
YoY(%)												
營業收入淨額	0.89%	17.57%	-0.99%	2.89%	-2.42%	-4.61%	8.84%	4.00%	14.02%	24.60%	19.05%	6.01%
營業利益	158.89%	N.A	408.05%	N.A	28.57%	N.A	370.59%	N.A	271.12%	173.08%	84.62%	50.00%
稅前純益	-33.65%	-77.74%	133.62%	-57.58%	32.38%	718.29%	119.20%	793.39%	969.78%	126.47%	90.91%	33.33%
稅後純益	-17.64%	-77.22%	29.56%	1.98%	18.69%	497.56%	223.23%	168.97%	376.39%	123.08%	85.71%	37.50%

註1：稅後EPS以股本16.70億元計算

2026 年 10 月 1 日

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間≥35%
買進(Buy)	15%≤首次評等潛在上漲空間<35%
區間操作(Trading Buy)	5%≤首次評等潛在上漲空間<15%
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。