中華化(1727)

- 電子級硫酸進入放量期

::投資評等::

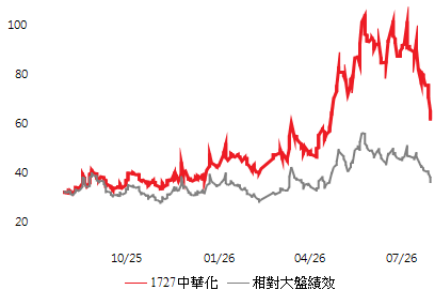
投資評等	強力買進
目標價	80.00
收盤價	62.30
隱含漲幅(%)	28.41
評價區間	50X - 65X(PER)
訪談類型	評等調整

::基本資料::

市值(億元)	79.7
月均量(張)	3,978
每股淨值(元)	16.49
PER	40.19
PBR	3.78
外資持股(%)	4.37
投信持股(%)	0.00
資使用率(%)	18.17
券使用率(%)	0.21

報告日期	評等	目標價

::近一年個股與大盤報酬率比較::



::研究員聯絡方式::

研究員	黃立齊
電子信箱	11101@entrust.com.tw

投資建議

中華化評等為強力買進，2025/2026(F) EPS 0.04元/ 1.55元，建議本益比50-65X，目標價80元（2026F EPS X 52.0 PER），隱含漲幅+28.4%，觀察重點如下所述：

(1) 先進製程電子級硫酸於2026年3月通過大客戶廠區認證，5月開始出貨，2H26隨A25-3及A27產線爬坡，電子化學品營收比重持續提高。

(2) 軍工特用化學品首批標案出貨延續，加上電子級硫酸產品毛利率高於傳統基礎化學品，產品組合改善可推升全年獲利。

內容摘要

2Q26營收QoQ +22.9%，1H26營收YoY +19.4%

2Q26營收6.38億元、QoQ +22.9%、YoY +23.2%，創近年單季新高；1H26營收11.58億元、YoY +19.4%。成長來自電子級硫酸出貨增加，以及工業級硫酸、特用化學品反映原料成本調整售價。

先進製程電子級硫酸5月出貨，2H26進入放量期

A25成熟製程產線維持穩定供貨，A25-3已通過認證並自5月開始出貨，A27則同步供應成熟製程並推進先進製程廠區認證；2026年電子級硫酸出貨量估約3.61萬噸，電子化學品為2H26營收主要成長動能。

高毛利產品占比提高，2026(F) EPS 1.55元

2026(F) 營收25.8億元、YoY +31.0%，毛利率由2025年的11.0%提高至19.5%，營益率升至9.5%，EPS由0.04元成長至1.55元，獲利成長幅度高於營收，主要來自電子級硫酸與軍工特化品占比提高。

:: 年度EPS預估::　　單位：億元、元

年度	營收	毛利率(%)	營益率(%)	業外收支率(%)	股本	稅前純益	稅前EPS	稅後EPS
2022	23.1	12.2	2.9	-0.1	10.8	0.7	0.60	1.11
2023	17.2	11.2	0.2	0.4	11.9	0.1	0.09	0.39
2024	20.8	13.0	3.4	0.2	12.5	0.8	0.60	0.51
2025	19.7	11.0	0.1	0.3	12.8	0.1	0.05	0.04
2026(F)	25.8	19.5	9.5	-0.1	12.8	2.4	1.91	1.55

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

:: 訪談內容::

公司簡介

1. 中華化產品分為基礎化學品、特用化學品及電子化學品。基礎化學品包括工業用硫酸、稀硫酸、硫酸鋁及水處理藥劑；特用化學品包括磺化中間體、工程塑料材料、高頻樹脂相關材料及軍工燃料；電子化學品以ppt / ppb等級電子級硫酸為主，另包含雙氧水、TMAH、IPA、NMP及金屬蝕刻液等產品。
2. 2026(F) 營收占比：基礎化學品占36%，特用化學品占25%，電子化學品占39%。

產品組合

年別	2024	2025		2026(F)		
產品別	營收	營收	占比	營收	占比	YOY
基礎化學品	9.6	8.9	45%	9.3	36%	4%
特用化學品	6.6	5.3	27%	6.5	25%	23%
電子化學品	4.6	5.5	28%	10	39%	82%
合計	20.8	19.7	100%	25.8	100%	31%

2Q26營收季增22.9%，電子化學品占比接近五成

1. 1Q26營收5.19億元、YoY +14.8%，毛利率18.0%、營益率8.3%、EPS 0.28元，獲利率較2025年明顯提高。1Q26產品營收中，基礎化學品1.89億元、占36.3%，特用化學品1.30億元、占25.0%，電子化學品2.01億元、占38.7%。
2. 2Q26營收6.38億元、QoQ +22.9%、YoY +23.2%，單季營收創近年新高；1H26營收11.58億元、YoY +19.4%。依公司訪談及本研究估計，2Q26基礎化學品營收約1.8～1.9億元、特用化學品約1.5億元、電子化學品約3.0億元，電子化學品占比由1Q26的38.7%提高至約47%，為單季營收成長的主要來源。
3. 2Q26毛利率預估為18.9%、營益率8.9%、EPS 0.36元，1H26 EPS約0.64元。2Q26毛利率較1Q26小幅提高，主要受惠電子級硫酸出貨增加及產品組合改善；原料煙酸與硫磺價格上漲，則抵銷部分規模經濟效益。

先進製程硫酸5月出貨，下半年進入爬坡

1. 電子級硫酸為晶圓濕製程的重要清洗材料，可與高純度雙氧水調配為硫酸雙氧水混合液（SPM），主要用於去除晶圓表面的光阻與有機殘留物。隨晶圓製程微縮，清洗步驟及純度要求同步提高，使先進製程電子級硫酸用量高於成熟製程。
2. 公司現有電子級硫酸產線涵蓋一般電子級、成熟製程及先進製程產品，其中A25成熟製程產線已穩定量產；新增先進製程產線於2026年3月通過半導體龍頭特定廠區認證，5月開始小量出貨，預估2026年電子級硫酸營收約10.8億元，占全年營收約42%。
3. 電子級硫酸客戶涵蓋國內主要晶圓代工、記憶體及晶圓製造商，包括台積電、聯電、世界先進、力積電、南亞科、美光台灣及華邦電。各客戶規格、認證廠區與供貨價格不同，其中先進製程及部分記憶體客戶產品價格優於成熟製程產品。由於半導體材料採取廠區別認證，通過單一廠區後，其他廠區仍須分別完成測試及認證，出貨量將隨認證進度逐步增加。

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

軍工特化續接標案，高毛利產品占比提高

1. 中華化特用化學品以磺化產品、塑料及紡織中間體為基礎，近年延伸至高頻樹脂相關材料、航太燃油、工程塑料單體及軍工特用化學品。高頻樹脂相關材料目前處於小量試產階段，將依客戶驗證及需求逐步增加產量，2026年營收貢獻仍以軍工特用化學品較為明確。
2. 軍工特用化學品第一批標案出貨延續至3Q26，公司並已取得同一客戶第二批訂單，訂單能見度可延伸至未來三年。依公司說明，軍工產品已占特用化學品營收逾五成，毛利率高於傳統特用化學品，可降低基礎化學品價格波動對整體獲利的影響。
3. 基礎化學品2026年營收估維持相對穩定，成長主要來自工業級硫酸與相關產品調整售價；特用化學品則受惠軍工訂單延續；電子化學品由先進製程電子級硫酸放量帶動。三項產品中，未來營收及獲利增量將集中於特用化學品及電子化學品。

2H26出貨逐季增加，擴產支撐2027年成長

1. 公司預計將於3Q26進行年度歲修，部分基礎化學品產量可能受到影響；不過，A25-3、A27電子級硫酸及軍工特用化學品出貨增加，可支撐單季營收持續成長。預估3Q26營收6.9億元、QoQ +8.0%、YoY +33.7%，毛利率19.8%、EPS 0.42元。
2. 4Q26受惠先進製程電子級硫酸出貨量進一步提高，以及第二批軍工標案開始貢獻，預估營收7.3億元、QoQ +5.8%、YoY +50.6%，毛利率20.8%、EPS 0.49元。全年營收估25.8億元、YoY +31.0%，毛利率19.5%、營益率9.5%、EPS 1.55元。
3. 為支應先進製程客戶擴產需求，公司規劃新增電子級硫酸產線及上游硫酸供應能力，並規劃籌措約20億元資金，方式包括現金增資及可轉換公司債。2027年設備投資初估3～5億元，新增產能將依客戶認證及需求分階段開出。
4. 目前電子級硫酸產量限制主要來自煙酸供應，公司正透過製程及管線調整增加煙酸供應量，預計2027年第1季先進製程電子級硫酸月出貨量提高至3,000～5,000噸。公司亦規劃發展電子級硫酸回收業務，延伸至晶圓廠廢酸回收及循環再利用需求。

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

::表 季EPS回顧(單位：億元)::

項目	2026Q1	QoQ	YoY	華南預估	差異(%)	市場同業	差異(%)	原因簡述
營業收入	5.2	7.2	14.8	5.6	7.2	5.2	0.0	
營業毛利	0.9	63.2	121.4	0.9	0.5	0.8	-14.0	
營業利益	0.4	--	--	0.4	-13.9	0.3	-30.2	
稅前純益	0.4	1,950.0	--	0.4	-6.7	0.3	-31.7	
稅後純益	0.4	1,700.0	--	0.3	-15.0	0.2	-38.9	
稅後EPS	0.28	2,700.0	--	0.24	-14.3	0.17	-39.3	
毛利率	18.0			16.8	--	15.4	--	
營益率	8.3			6.7	--	5.8	--	
稅後淨利率	6.9			5.5	--	4.2	--	

資料來源：公開資訊觀測站、CMoney、華南投顧整理

::表 獲利預估修正(單位：億元)::

年度	2025	2026(F)			
項目	實際	原估	新估	差異(%)	修正理由簡述
營業收入	19.7	--	25.8	--	
營業毛利	2.2	--	5.0	--	
營業利益	0.0	--	2.5	--	
稅後純益	0.1	--	2.0	--	
稅後EPS	0.04	--	1.55	--	
毛利率	11.0	--	19.5	--	
營益率	0.1	--	9.5	--	
稅後淨利率	0.3	--	7.7	--	

資料來源：CMoney、華南投顧整理

::表 股利概況::

年度	現金股利(元)	股票股利(元)	現金股利殖利率(%)	平均填息天數	平均填權天數
2018	0.60	0.00	4.48	--	--
2019	0.20	0.00	2.12	5	--
2020	0.00	0.00	0.00	--	--
2021	0.52	0.00	1.19	--	--
2022	0.73	0.00	1.94	--	--
2023	0.29	0.00	0.91	3	--
2024	0.50	0.00	1.53	1	--
2025	0.15	0.00	0.17	1	--

資料來源：CMoney、華南投顧整理

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

::各季EPS預估::

單位：億元、元

年季	營收	毛利率(%)	營益率(%)	業外收支率(%)	股本	稅前純益	稅前EPS	稅後EPS
202501	4.5	9.2	-1.8	0.0	12.5	-0.1	-0.06	-0.05
202502	5.2	12.3	1.5	0.5	12.5	0.1	0.08	0.06
202503	5.2	10.3	0.3	0.1	12.8	0.0	0.02	0.02
202504	4.8	11.9	-0.1	0.5	12.8	0.0	0.02	0.01
202601	5.2	18.0	8.3	-0.4	12.8	0.4	0.32	0.28
202602(F)	6.4	18.9	8.9	0.2	12.8	0.6	0.45	0.36
202603(F)	6.9	19.8	9.8	0.0	12.8	0.7	0.53	0.42
202604(F)	7.3	20.8	10.8	-0.1	12.8	0.8	0.61	0.49

::單月營收概況及預估::

單位：億元

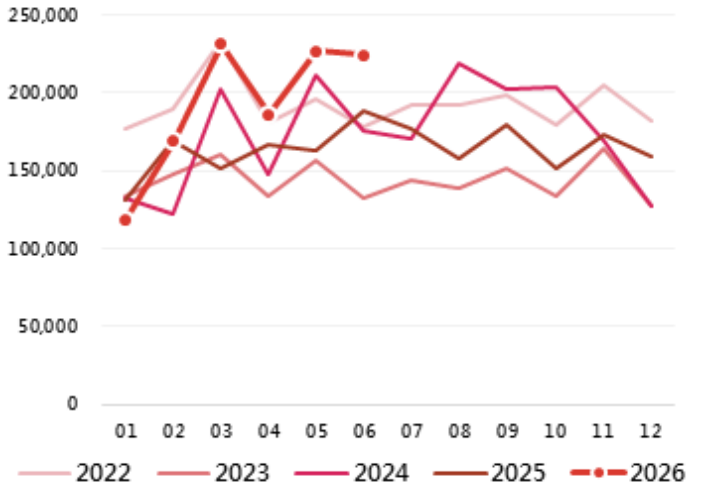
年\月	一	二	三	四	五	六	七	八	九	十	十一	十二
2025	1.3	1.7	1.5	1.7	1.6	1.9	1.8	1.6	1.8	1.5	1.7	1.6
2026	1.2	1.7	2.3	1.9	2.3	2.2	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	2.5
MOM	-25.5	42.4	36.7	-19.4	21.8	-1.2	1.0	1.0	2.0	2.0	2.0	2.0
YOY	-9.7	0.0	53.2	12.1	39.1	19.2	27.6	45.1	29.7	57.2	40.4	55.4
2025	4.5			5.2			5.2			4.8		
2026	5.2			6.4			6.9			7.3		
QOQ	7.3			22.9			8.0			5.8		
YOY	14.9			23.2			33.7			50.6		

::財務資料::

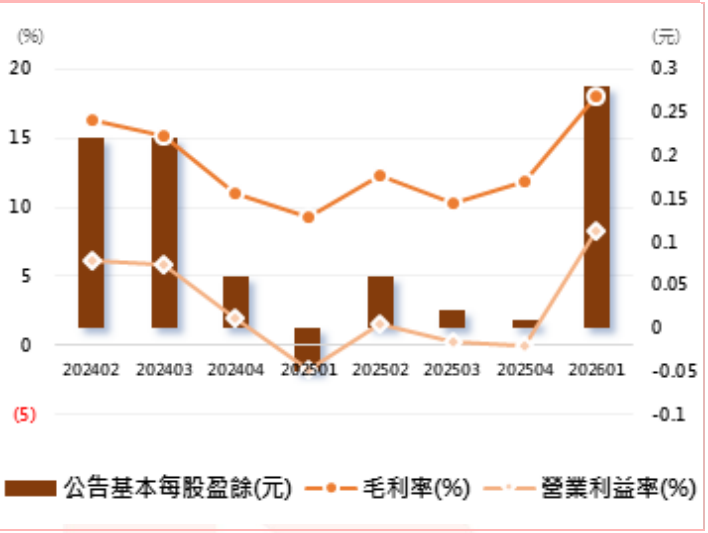
年季度	負債比率(%)	流動比率(%)	速動比率(%)	應收帳款週轉天數	存貨週轉天數	營業費用率(%)	每股營業現金流量	資產報酬率(%)	股東權益報酬率(%)
202402	32.0	145.1	102.8	93.7	59.0	10.1	0.4	0.9	1.4
202403	30.5	152.5	114.8	91.9	48.0	9.4	0.6	1.0	1.4
202404	31.7	129.6	92.2	102.5	51.1	9.0	1.4	0.3	0.4
202501	33.6	122.9	87.1	98.8	58.1	11.0	0.5	-0.2	-0.3
202502	35.4	138.8	96.4	89.1	53.3	10.8	-0.3	0.3	0.4
202503	36.9	132.7	95.6	98.2	52.8	10.0	0.6	0.1	0.1
202504	40.4	107.1	79.4	108.4	54.4	11.9	0.1	0.0	0.1
202601	41.8	102.6	75.3	106.3	55.8	9.6	0.3	1.0	1.7

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

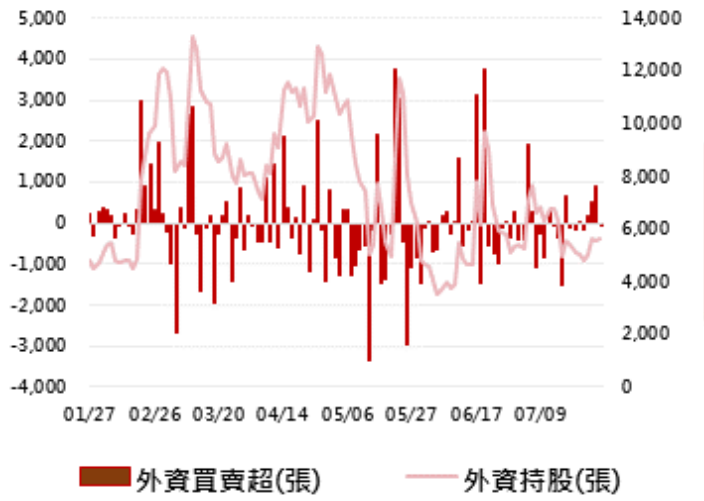
近五年營收走勢(單位：千元)



毛利率、營益率、EPS走勢(%，元)



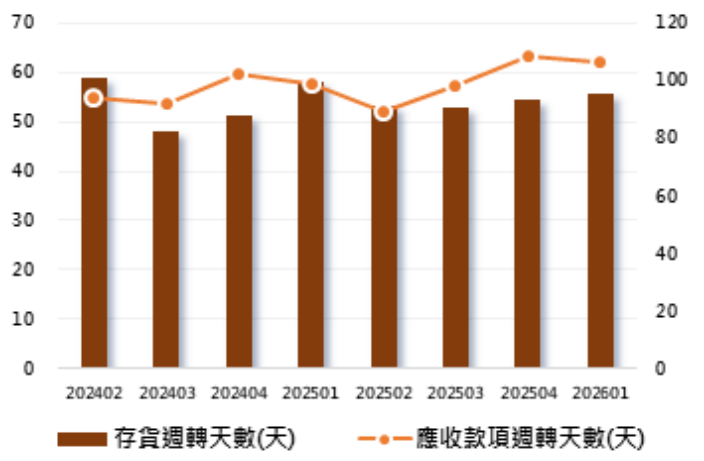
外資買賣超(張)、外資持股(張)



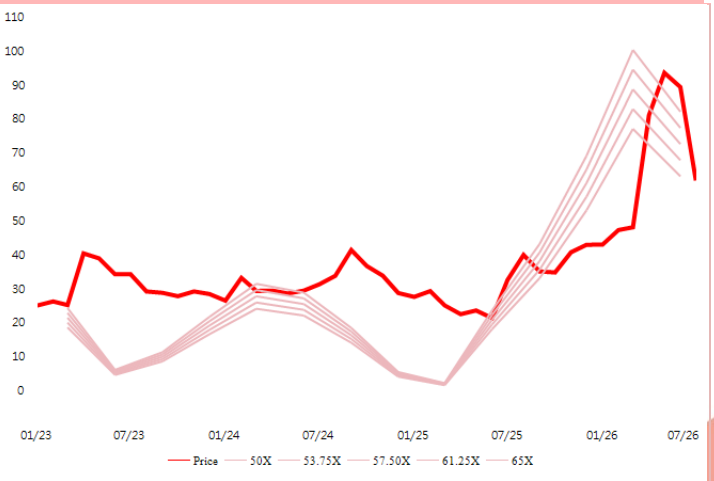
營運狀況年增率



存貨及A/R週轉天數



歷史PE區間



本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。

個股投資建議與目標價三年歷史趨勢：



:: 個股投資建議與目標價::

編號	發佈日期	收盤價(元)	目標價(元)	投資評等	研究員
1	20260731	62.30	80.00	強力買進	黃立齊

::評等定義::

投資評等	定義
強力買進	未來一季報酬預期有25%以上空間
買進	未來一季報酬預期有10~25%空間
區間持有	未來一季報酬預期有0~10%空間
中立	未來一季報酬預期空間<0%

::免責宣言::

本項研究報告僅提供本公司會員參酌，且純粹屬於研究性質，並不保證報告內容的完整性與精確性，亦完全無意影響客戶買賣股票的任何投資決定。報告中的各項意見與預測，是得自於本公司信任為可靠的來源，受到特定的判斷日期之時效性限制，若嗣後有任何變動，本公司不做預告，也不會主動更新。投資人做任何決策時，必須自行謹慎評估相關風險，並就投資的結果自行負責。本研究報告的著作權為華南投顧所有，嚴禁抄襲、引用、對外傳送或轉載。

本資料之內容，本公司已力求其正確性，惟純屬研究性質，投資人應審慎考量投資風險，本公司不負任何法律責任。本圖文非經同意請勿轉載，版權所有，翻印必究。