

昇貿3305_202502_個股研究

股票	昇貿3305
產業	半導體 封裝
活動	研究
記錄人員	 彥廷 陳

結論

- 2022 年開始，受惠中國充電樁業務，錫棒業務穩健成長，錫棒的毛利 10-12%
2025/2026 營收 YoY 18.92%/13.8% EPS 0.48/0.6 元。Server 受惠 AI 需求提升，高毛利的高可靠度錫膏市場接受度與滲透率逐漸升高，毛利 35-40%、2025/2026 營收 YoY 13.28%/50% EPS 0.58/0.87 元。錫膏業務毛利為公司總毛利的一半。
- 為建立長期競爭力，公司董事會已通過大瑞科技收購案，補足公司 BGA 錫球業務。目前規劃在20250331完成交割，25Q2 開始貢獻營收。大瑞科技有望在成為台資公司後，認證成為台積電及聯發科供應商，爭取 CoWoS C4 bump 滲透率。計畫在收購成功後擴產 20 萬 kk 倍增至 40 萬 kk 月產能。預估大瑞 2025/2026 貢獻昇貿 EPS 0.37/0.87 元，佔昇貿 9.46%/17.36%。
- 公司其他業務暫時沒有特別大動能，但可持續關注代理韓國 PSK 的 HBM reflow 設備是否有進一步的訂單。
- 評估：預估 2025/2026 年，營收 YoY 18.41%/18.96%，毛利 13.8%/14.71%，EPS 3.91/5.01 元，目標價 90 元 (23EPx2025EPS)。2025/02/07 股價 69.4 元，潛在漲幅 30 %
- 操作建議：推薦現價買入。
- 財務模型

損益表 (千元)	季報							
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4F	25Q1F	25Q2F	25Q3F	25Q4F
營業收入	1,511,459	2,025,743	2,367,129	2,253,500	2,241,200	2,451,849	2,624,451	2,341,901
營業成本	1,288,041	1,762,359	2,052,727	1,960,545	1,947,603	2,110,140	2,255,220	2,013,739
營業毛利	223,418	263,384	314,402	292,955	293,597	341,709	369,232	328,162
營業費用	112,829	123,528	123,462	123,462	129,381	151,853	160,076	155,015
營業利益	110,589	139,856	190,940	169,493	164,216	189,856	209,155	173,147
業外收入	23,854	30,033	-8,091	0	0	2,562	2,562	2,562
稅前淨利	134,443	169,889	182,849	169,493	164,216	192,418	211,718	175,709
稅率	20.36%	34.94%	31.53%	30.00%	29.50%	30.20%	29.37%	28.74%
稅後淨利	107,065	110,536	125,191	118,645	115,772	134,313	149,527	125,203
歸屬母公司淨利	107,371	110,526	125,409	118,645	115,772	134,313	149,527	125,203
普通股	134,238	134,238	134,238	134,238	134,238	134,238	134,238	134,238
稅後EPS(元)	0.81	0.84	0.95	0.88	0.86	1.00	1.11	0.93
獲利能力(%)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4F	25Q1F	25Q2F	25Q3F	25Q4F
毛利率	14.78%	13.00%	13.28%	13.00%	13.10%	13.94%	14.07%	14.01%
營業費用率	7.46%	6.10%	5.22%	5.48%	5.77%	6.19%	6.10%	6.62%
營業利益率	7.32%	6.90%	8.07%	7.52%	7.33%	7.74%	7.97%	7.39%
業外收益率	1.58%	1.48%	-0.34%	0.00%	0.00%	0.10%	0.10%	0.11%
稅前淨利率	8.89%	8.39%	7.72%	7.52%	7.33%	7.85%	8.07%	7.50%
稅後淨利率	7.08%	5.46%	5.29%	5.26%	5.17%	5.48%	5.70%	5.35%
YoY(%)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4F	25Q1F	25Q2F	25Q3F	25Q4F
營收 YoY	0.89%	31.56%	44.23%	56.55%	48.28%	21.03%	10.87%	3.92%
稅後純益 YoY	156.47%	22.73%	63.81%	438.37%	8.13%	21.51%	19.44%	5.53%
QoQ(%)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4F	25Q1F	25Q2F	25Q3F	25Q4F
營收 QoQ	5.00%	34.03%	16.85%	-4.80%	-0.55%	9.40%	7.04%	-10.77%
稅後純益 QoQ	385.82%	3.24%	13.26%	-5.23%	-2.42%	16.02%	11.33%	-16.27%

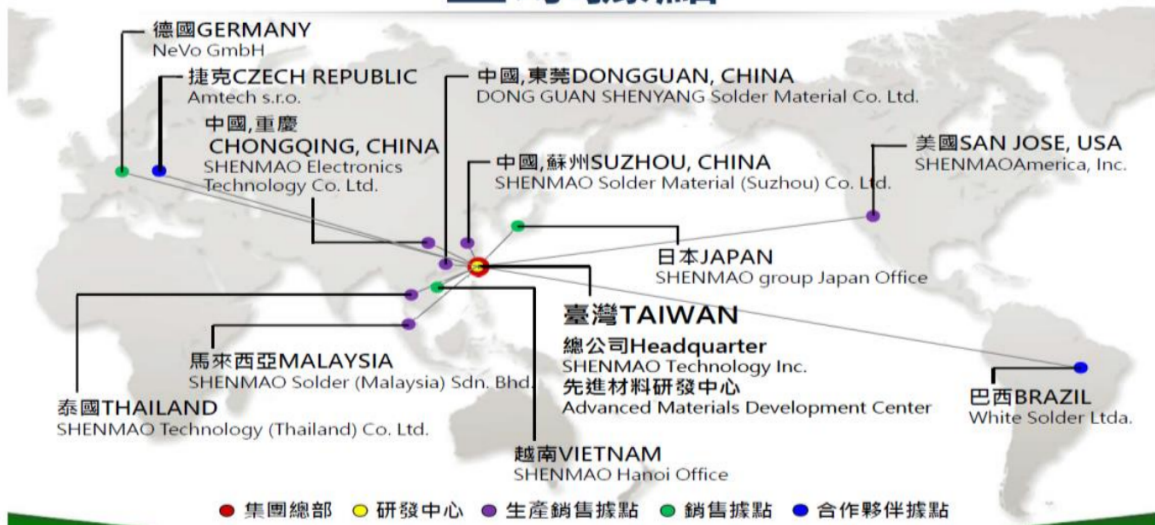
損益表 (千元)	年報				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入	8,418,782	6,118,600	8,157,831	9,659,401	11,491,058
營業成本	7,552,514	5,231,993	7,063,672	8,326,701	9,800,441
營業毛利	866,268	886,607	1,094,159	1,332,700	1,690,617
營業費用	463,582	502,559	483,281	596,325	753,065
營業利益	402,686	384,048	610,878	736,374	937,552
業外收入	274,857	-8,481	45,796	7,687	10,249
稅前淨利	677,543	375,567	656,674	744,061	947,801
稅率	21.47%	38.69%	29.73%	29.47%	29.02%
稅後淨利	532,102	230,272	461,437	524,815	672,715
母公司業主淨利	530,834	229,624	461,951	524,815	672,715
股數	134,238	134,238	134,238	134,238	134,238
稅後EPS(元)	4.04	1.74	3.48	3.91	5.01
獲利能力(%)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
毛利率	10.29%	14.49%	13.41%	13.80%	14.71%
營業費用率	5.51%	8.21%	5.92%	6.17%	6.55%
營業利益率	4.78%	6.28%	7.49%	7.62%	8.16%
業外收益率	3.26%	-0.14%	0.56%	0.08%	0.09%
稅前淨利率	8.05%	6.14%	8.05%	7.70%	8.25%
稅後淨利率	6.32%	3.76%	5.66%	5.43%	5.85%
YoY(%)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營收 YoY	1.77%	-27.32%	33.33%	18.41%	18.96%
稅後純益 YoY	-13.42%	-56.72%	100.39%	13.73%	28.18%

資料來源:自行整理

公司簡介與營運概況

- 昇貿成立於 1973 年，是台灣最大、全球第三大焊錫供應商，主要業務是有/無鉛鋁錫棒、錫球、錫絲、錫膏、BGA 錫球及助焊劑。綠色趨勢下，公司開發出全系列無鹵無鉛鋁錫產品。全球共計 10 個生產銷售據點包括台灣、中國大陸、東南亞、歐洲及美洲，產能方面台灣和中國大陸各佔 50%。營收佔比中國大陸 60%、台灣 20-25%、東南亞 15-20%。

全球據點

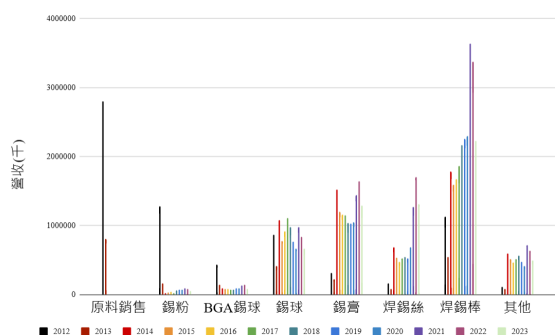


資料來源:昇貿

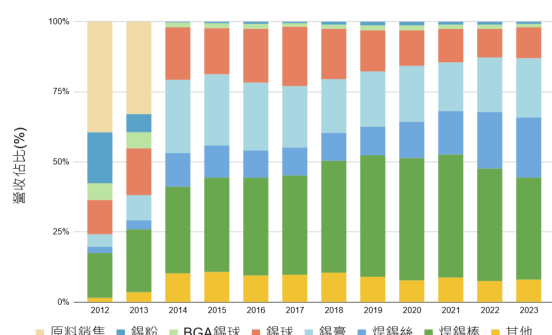
- 昇貿產品包括錫球 (15-20%) 用於電鍍、錫絲 (10-15%) 用於電器產品修補、錫棒 (30-35%) 用於印刷電路板及充電樁、錫膏 (25%) 用於 NB/Server 產線。過去幾年錫棒成長主要來自中國的充電樁業務。



資料來源:昇貿

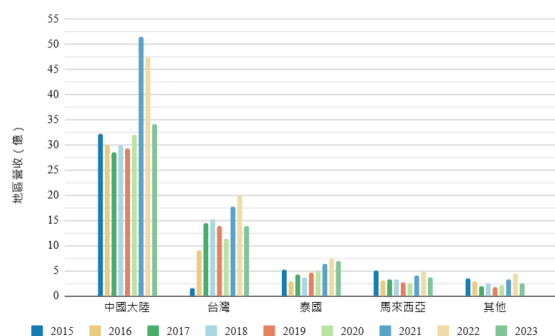


資料來源:自行整理

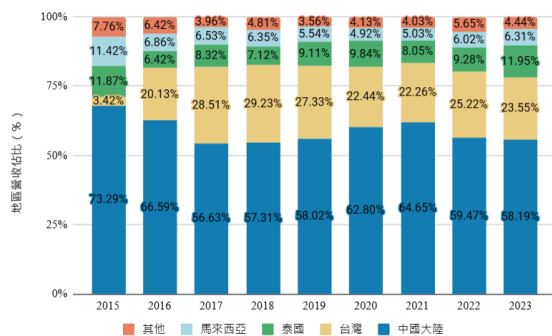


資料來源:自行整理

- 大瑞科技收購案，20240927 與上海飛凱簽定「股份買賣意向書」，20250106 董事會通過以人民幣 2.275 億元（約台幣 10 億元）收購「大瑞科技」全部股權案，預計將在 20250331 交割收購主營 BGA 錫球的大瑞科技，將補足公司在 BGA 錫球的佔比。大瑞科技 2004 年成立於高雄大寮，BGA 錫球全球前五大供應商，主要客戶是日月光/矽品，專精於 BGA、CSP、WL CSP 等高階 IC 封裝錫球，應用於 CPU、繪圖晶片、DDR 與行動裝置晶片。與昇貿產品技術、專利及市場布局有高度互補，預期未來將透過昇貿通路加速產品整合，強化昇貿半導體 IC 封裝市佔率。AI/HPC、電動車等領域快速發展，輕薄短小、高頻高效的電子產品需求激增，將推動 BGA、CSP 等先進封裝技術的快速發展，公司預計能大幅提升公司整體營利。收購完成後 2025-2026 年大瑞將整合昇貿焊錫研究所與實驗室，興建高自動化第二廠區，將提供更快的產品開發服務，預計產能將由 20 萬 kk 倍增為 40 萬 kk，脫離這年中資帶來的業務瓶頸。大瑞科技為國內半導體封裝大廠錫球供應商，在國內市占率與日系廠千住金屬工業相當。
- 進十年公司營收皆以中國大陸為主，台灣次之、緊接著泰國。近年中國營收增漲主要來自於充電樁客戶訂單大增，2024 年比 2023 年高，台灣則因為 AI Server 帶動錫膏使用量。公司 2024 完成越南廠購置，預計 2025 年開始生產出貨，供應東南亞及全球 Server、網通產品供應鏈。



資料來源:自行整理



資料來源:自行整理

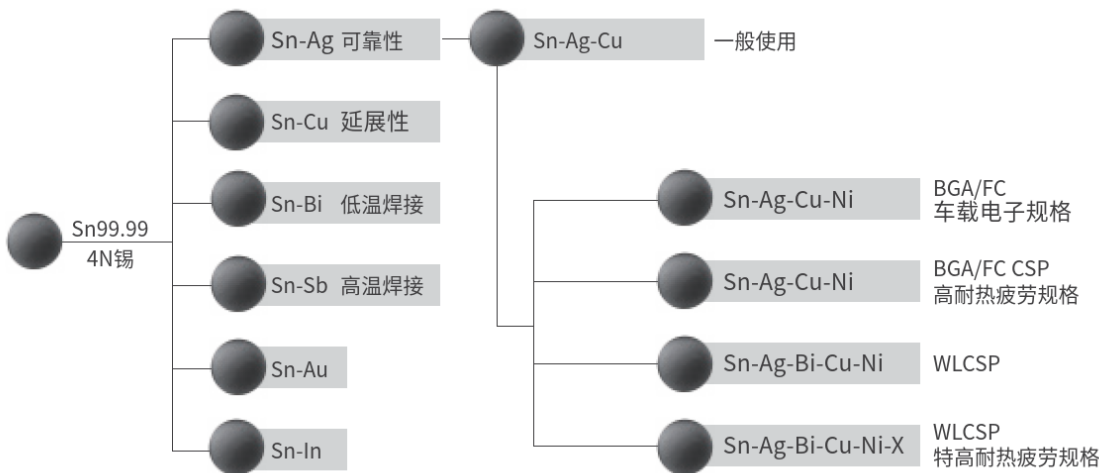
- 公司上游分為，錫棒/錫球/錫絲的錫來自 Sizer Metal、豐田通商、OMMPI，銀來自 OMMPI、治冠科技；錫膏的助焊劑來自承測科技、錫粉為昇貿自製。下游產品製造為廣

達、台達電、日月光/矽品、聯寶、緯創等。終端品牌則是 Intel、AMD、NV、HP、Apple 等，目前沒有單一客戶的營收貢獻超過 10%。公司穩定出貨的大客戶包括台達電、Intel、日月光/矽品、廣達等，目前營收佔比廣達約 8%。



資料來源:昇貿

- 競爭方面，錫棒、錫絲競爭廠商是 Alpha Metal 與千住；錫膏市場有近八成掌握在千住、Tamura 與 Alpha、Indium 和 Kester，前三大供應商是昇貿、千住、阿爾法；BGA 錫球主要是 Alpha 與千住、住友，國內則有昇貿、業強、上博。大家的配方都不太一樣，主要看需求方需要什麼樣的產品。產品成分均勻度、橢圓度、產能，都是競爭點。
- BGA 錫球不同成分與應用



資料來源:同方电子

- 2023 年底啟動組織重整，台灣將轉型為控股公司，海外廠區皆轉由 Levinco 控股，其中大陸廠區再由香港子公司統一持股，大陸及海外廠區規劃 2025 年底在海外掛牌。

112年度	台灣部門	大陸部門	所有其 他部門	調 整 及銷除	合 計
收 入：					
來自外部客戶收入	\$ 1,384,116	3,410,836	1,323,648	-	6,118,600
部門間收入	928,121	752,040	43,801	(1,723,962)	-
利息收入	8,511	5,393	1,347	-	15,251
收入總計	<u>\$ 2,320,748</u>	<u>4,168,269</u>	<u>1,368,796</u>	<u>(1,723,962)</u>	<u>6,133,851</u>
利息費用	<u>\$ 44,968</u>	<u>8,755</u>	<u>615</u>	<u>-</u>	<u>54,338</u>
折舊與攤銷	<u>\$ 64,591</u>	<u>10,663</u>	<u>6,462</u>	<u>(3,248)</u>	<u>78,468</u>
採用權益法之關聯企業及合 資損益之份額	<u>\$ 276,312</u>	<u>19,653</u>	<u>444,303</u>	<u>(755,477)</u>	<u>(15,209)</u>
應報導部門損益	<u>\$ 318,298</u>	<u>308,377</u>	<u>511,044</u>	<u>(762,152)</u>	<u>375,567</u>
應報導部門資產	<u>\$ 7,862,145</u>	<u>2,803,057</u>	<u>5,175,429</u>	<u>(7,667,781)</u>	<u>8,172,850</u>
應報導部門負債	<u>\$ 2,818,930</u>	<u>710,245</u>	<u>270,925</u>	<u>(361,446)</u>	<u>3,438,654</u>
111年度					
收 入：					
來自外部客戶收入	\$ 2,008,650	4,744,699	1,665,433	-	8,418,782
部門間收入	1,722,048	1,010,966	82,130	(2,815,144)	-
利息收入	1,902	3,218	370	-	5,490
收入總計	<u>\$ 3,732,600</u>	<u>5,758,883</u>	<u>1,747,933</u>	<u>(2,815,144)</u>	<u>8,424,272</u>
利息費用	<u>\$ 39,150</u>	<u>15,528</u>	<u>606</u>	<u>-</u>	<u>55,284</u>
折舊與攤銷	<u>\$ 45,277</u>	<u>11,058</u>	<u>19,563</u>	<u>(3,249)</u>	<u>72,649</u>
採用權益法之關聯企業及合 資損益之份額	<u>\$ 116,440</u>	<u>-</u>	<u>399,795</u>	<u>(517,301)</u>	<u>(1,066)</u>
應報導部門損益(註)	<u>\$ 623,050</u>	<u>277,468</u>	<u>299,364</u>	<u>(522,339)</u>	<u>677,543</u>
應報導部門資產	<u>\$ 8,125,712</u>	<u>2,496,844</u>	<u>5,510,012</u>	<u>(8,235,334)</u>	<u>7,897,234</u>
應報導部門負債	<u>\$ 3,098,183</u>	<u>159,505</u>	<u>294,950</u>	<u>(376,324)</u>	<u>3,176,314</u>

註：台灣部門含處分資產利益計223,441千元，請詳附註六(二十)。

資料來源:昇貿

- 大瑞科技 2021 年至 2024.09 損益表，每年營收為 4.3-5.5 億新台幣。昇貿預估可以收購完成後可貢獻 6 億左右營收，淨利率約 12-15%。預估可貢獻昇貿每年 EPS 0.5-1 元，擴廠新增收入另計。

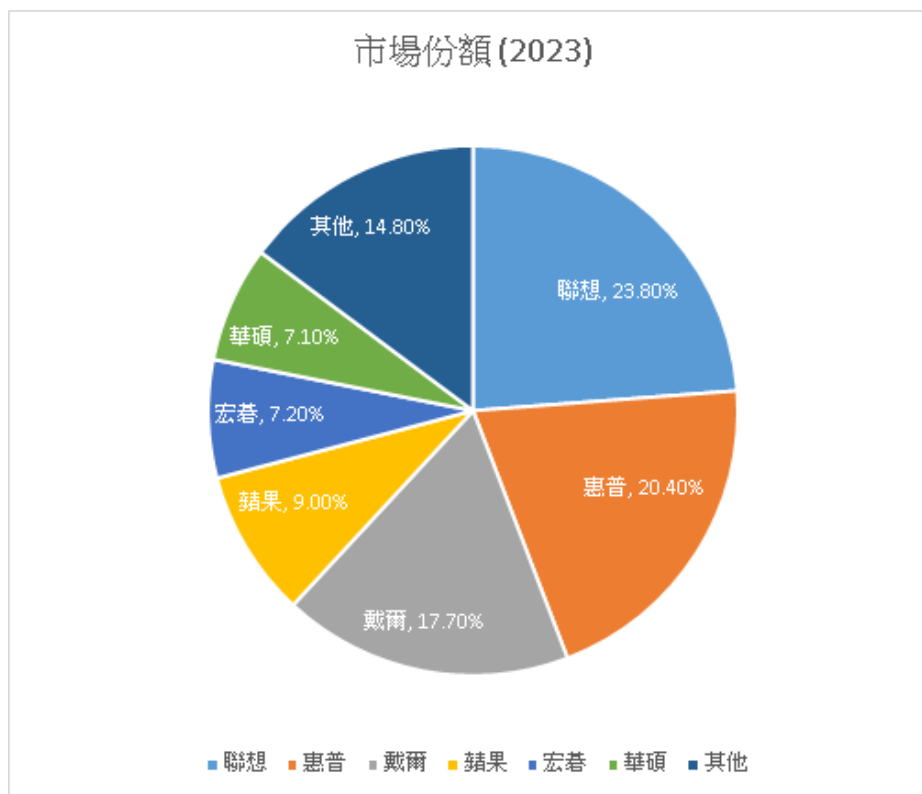
(千元) 大瑞損益表	2021	2022	2023	2024 1-9
營業收入	44,228.48	555,154.68	434,461.24	381,889.83
營業成本	349,790.68	428,194.87	324,208.78	279,001.40
營業毛利	92,489.80	126,959.81	110,252.46	102,888.43
營業費用	47,604.63	60,746.83	53,504.67	45,435.74
營業利益	44,885.17	66,212.98	56,747.80	57,452.69
業外收入	-3,654.25	23,076.96	3,880.54	15,807.77
稅前淨利	41,230.92	89,289.94	60,628.34	73,260.46
所得稅	9,019.90	18,895.72	14,854.25	654.51
稅率	21.88%	21.16%	24.50%	0.89%
稅後淨利	32,211.02	70,394.22	45,774.09	72,605.95
毛利率	209.12%	22.87%	25.38%	26.94%
營業費用率	107.63%	10.94%	12.32%	11.90%
營業利益率	101.48%	11.93%	13.06%	15.04%
業外收益率	-8.26%	4.16%	0.89%	4.14%
稅前淨利率	93.22%	16.08%	13.95%	19.18%
稅後淨利率	72.83%	12.68%	10.54%	19.01%

資料來源:大瑞

投資重點：

▼ 產業情況 NB server 充電樁

- NB 產業近期正在復甦，且由於墨西哥關稅倒數 1 個月，有望在這個月內有 NB 急單。NB 市場份額較大的 6 家公司都是昇貿的客戶。廣達預估今年 NB 成長為個位數百分比，市場普遍看好 AI PC 在 2025-2026 年滲透率的上升。



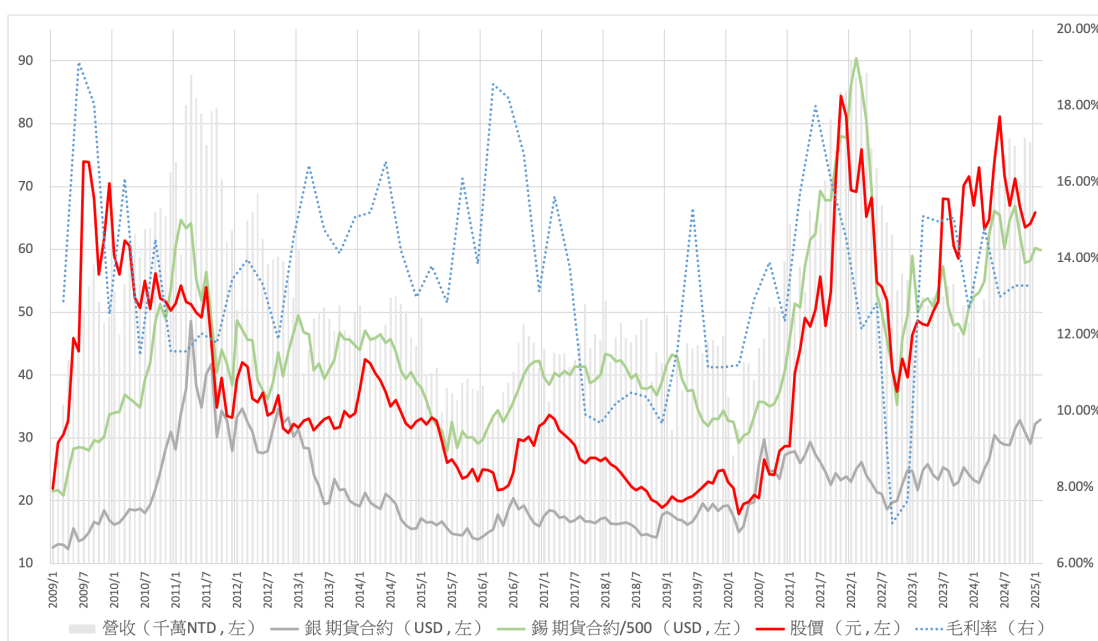
- 根據 DIGITIMES 2025.01 研究報告指出，2024年至2029年，全球伺服器出貨量 CAGR 4%。Server 產業受惠 AI，特別是 2025.02 出現的 deepseek 小模型熱潮，端的運算也倍受關注，無論大型 Datacenter 或小型的邊緣運算 Server，都將迎來一波訂單潮。
- 根據S&P Global Mobility 研究，2023-2030 年充電樁市場 CAGR 為 25%。2024 年中國、歐洲、美國公共充電樁車樁比分別為7:1、13:1、15:1，距離合理的2:1還有很大的成長空間。
- 2026年歐洲將開始徵收碳稅，可回收的產品將可以協助廠商降低排碳。

▼ 個股情況 (2025 年營收 9.67 億、毛利上升至 13.8 %)

- ▼ 錫與銀的原物料價格可以推估昇貿營收與股價，目前原物料價格在緩跌階段，股價近期可能先漲再跌。

原物料中，錫價走勢對毛利及股價影響顯著；銀價影響則不明顯，由下圖表可知錫價持平與緩漲較有利於昇貿股價。

錫價	毛利率	股價	營收 與錫價成正比	毛利絕對值
緩漲	緩漲	緩漲	漲	漲
急漲	上漲	上漲	漲	漲
急漲後持續上漲	下降	波動大，將放大 產品組合影響	漲	與產品組合正相 關
急跌	急跌	急跌	跌	跌
緩跌	先漲再跌	緩跌	跌	先漲再跌
持平	持平	與產品組合正相 關	跌	與產品組合正相 關



▼ 研究預估公司充電樁的錫棒業務穩健成長，錫棒的毛利 10-12% 2025/2026 營收 YoY 18.92%/13.8% EPS 0.48/0.6 元；Server 受惠 AI 需求提升，公司較看好高可靠度錫膏在 AI Server 主板和 power module 的應用，將積極推廣高毛利的高可靠度錫膏，公司高層與聯發科熟識計畫將藉由 design house 打入 OSAT 及 NV 等供應鏈，也將藉由已經合作的廣達等公司推薦至 NV 其他產品。高可靠度錫膏的毛利 35-40%、2025/2026 營收 YoY 13.28%/50% EPS 0.58/0.87 元。

- PQ及產品組合推估，公司指引 2025年 營收比重錫球/絲/棒 60-70%、錫膏 22-25%，總出貨量 YOY 10-15%，錫膏量 YOY 8-9%、錫棒量 YOY 更多（研究預估 18%）。

	2023 內外銷總和	YoY	量 (Q)			ASP (P)			營收		產品組合	
			內銷	外銷	總量	內銷	外銷		內銷	外銷	%	%
2023年ASP因錫價銀價急跌而下降， 錫比2022跌4成	錫棒	-23.48%	349,919	1,690,332	2,040,251	1.30	1.05		454,590	1,773,625	2,228,215	36.42%
	錫膏	-19.31%	90,239	526,626	616,865	2.31	2.06		208,235	1,083,643	1,291,878	21.11%
	錫絲	-12.63%	47,718	1,062,836	1,110,554	1.29	1.17		61,444	1,245,157	1,306,601	21.35%
2021-2022年需求量大因疫情大增， 2023年需求正常回檔	錫球	-2.32%	230,780	598,279	829,059	0.93	0.76		214,954	455,796	670,750	10.96%
	錫粉	-42.61%	14,520	13,083	27,603	2.00	1.47		29,000	19,174	48,174	0.79%
	BGA錫球	-26.19%	138,135,315	7,368,065	145,503,380	0.0004513	0.0022779		62,347	16,784	79,131	1.29%
總量下降 17.4%	其他	-22.57%	-	-	-	-	-		353,546	140,306	493,852	8.07%
	合計	-	-	-	-	-	-		1,384,116	4,734,485	6,118,600	100.00%
	總量(不含BGA)	-17.40%	-	-	4,624,332	-	-		-	-	-	-

	2024F 內外銷總和	YoY	量 (Q)			ASP (P)			營收		產品組合	
			內銷	外銷	總量	內銷	外銷		內銷	外銷	%	%
2024年 YoY 來自公司，ASP因錫價銀價回升而成長	錫棒	17.05%	409,580	1,978,534	2,388,114	1.45	1.25		593,891	2,473,167	3,067,058	37.60%
	錫膏	9.00%	98,361	574,022	672,383	2.79	2.66		274,426	1,526,899	1,801,325	22.08%
	錫絲	8.00%	51,535	1,147,863	1,199,398	1.40	1.39		72,150	1,595,529	1,667,679	20.44%
公司估總量 YoY 12-15%	錫球	9.00%	251,550	652,124	903,674	1.17	0.95		294,314	619,518	913,832	11.20%
	錫粉	9.00%	15,827	14,260	30,087	2.08	1.50		32,920	21,391	54,310	0.67%
	BGA錫球	9.00%	150,567,493	8,031,191	158,598,684	0.0006200	0.0027000		93,352	21,684	115,036	1.41%
本研究估總量 YoY 12.31%	其他	9.00%	-	-	-	-	-		385,365	152,934	538,299	6.60%
	合計	-	-	-	-	-	-		1,746,417	6,411,122	8,157,831	100.00%
	總量(不含BGA)	12.31%	-	-	5,193,657	-	-		-	-	-	-

	2025F 內外銷總和	YoY	量 (Q)			ASP (P)			營收		總金額		產品組合	%
			內銷	外銷	總量	內銷	外銷		內銷	外銷				
2025年成長率與2024相同，但ASP因錫價銀價升高而成長	錫棒	18.00%	483,305	2,334,670	2,817,974	1.46	1.26		705,625	2,941,684	3,647,309		39.47%	
	錫膏	9.00%	107,213	625,684	732,897	2.80	2.70		300,196	1,689,348	1,989,544		21.53%	
	錫絲	8.00%	55,658	1,239,692	1,295,350	1.41	1.40		78,478	1,735,569	1,814,047		19.63%	
公司估總量 YoY 10-15%	錫球	9.00%	274,190	710,815	985,005	1.18	0.97		323,544	689,491	1,013,035		10.96%	
	錫粉	9.00%	17,251	15,544	32,795	2.10	1.55		36,228	24,093	60,321		0.65%	
	BGA錫球	9.00%	164,118,568	8,753,998	172,872,566	0.0006400	0.0029000		105,036	25,387	130,422		1.41%	
本研究估總量 YoY 12.91%	其他	9.00%	-	-	-	-	-		420,048	166,698	586,746		6.35%	
	合計	-	-	-	-	-	-		1,969,154	7,272,268	9,241,423		100.00%	
	總量(不含BGA)	12.91%	-	-	5,864,022	-	-		-	-	-		-	

- 錫膏/棒拆分推估，公司指引毛利率錫球 2-3%、錫棒/絲 10% 上下、錫膏 25-30%。其中錫膏分為普通/高可靠度/回收/低溫等，高可靠度錫膏用於 AI Server 的 AI 晶片及 power module，回收錫膏用於 Apple 產品。錫膏用途為 Server 與 NB，Server 佔比逐年提升2023年20%-30%、2023年30-40%、2024年45-50%。高可靠度錫膏毛利35-40%，隨著Server需求提升，可貢獻更多淨利，目前主要出給廣達。2024年 錫膏的 45% 是Server，本研究預估 45% 當中 14% 為高可靠度。2024 年錫膏營收 18 億、Server 營收 8.11 億。高可靠度錫膏營收 2.45 億、毛利 0.98 億、淨利 0.69 億、貢獻 EPS 0.51 元。2025/2026 年 高可靠度錫膏 營收 YoY 13.28%/50% 貢獻 EPS 0.58/0.87 元。

	2023	產品組合	營收/YoY	毛利率	毛利/毛利佔比	稅前淨利	稅率	稅後淨利	EPS
2023年ASP因錫價銀價急跌而下降， 2021-2022年需求量大因疫情大增， 2023年需求正常回檔	錫棒	36.42%	2,228,215	8.88%	197,837	22.31%	197,837	121,294	0.90
	普通錫棒	28.42%	1,738,727	8.00%	139,098	15.68%	139,098	85,281	0.64
	充電棒錫棒	8.00%	489,488	12.00%	58,739	6.62%	58,739	36,013	0.27
總量下降 17.4%	錫膏	21.11%	1,291,878	31.64%	408,704	46.08%	408,704	250,577	1.87
	普通錫膏	7.11%	435,274	20.80%	90,537	10.21%	90,537	55,508	0.41
	回收錫膏	6.00%	367,116	30.00%	110,135	12.42%	110,135	67,524	0.50
低溫錫膏佔比5%，未來逐漸提升， 主要來自intel、聯想，HP、Dell也在 測試中	高可靠度錫膏	3.00%	183,558	40.00%	73,423	8.28%	73,423	45,016	0.34
	低溫錫膏	5.00%	305,930	44.00%	134,609	15.18%	134,609	82,529	0.61
	錫絲	21.35%	1,306,601	13.00%	169,858	19.15%	169,858	104,140	0.78
低溫錫膏2024有機會到20%，看客 戶接受度	錫球	10.96%	670,750	3.00%	20,123	2.27%	20,123	12,337	0.09
	錫粉	0.79%	48,174	3.00%	1,445	0.16%	1,445	886	0.01
	BGA錫球	1.29%	79,131	25.00%	19,783	2.23%	19,783	12,129	0.09
NB佔錫膏50%，每月100多噸中 50 多噸來自NB，Server第二	其他	8.07%	493,852	14.00%	69,139	7.80%	69,139	42,389	0.32
	業外	-	-	-	-	-	-	-	-
	營業費用	-	-	-	-	-	-	-	-
回收錫膏毛利20-30%以上，但會算 在業外	合計	100.00%	6,118,600	14.49%	886,889	100.00%	376,071	230,569	1.72

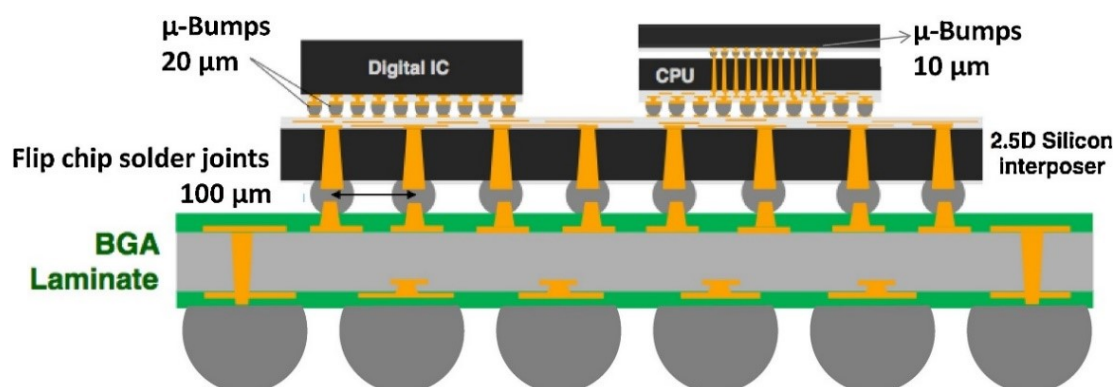
	2024F	產品組合	營收/YoY	毛利率	毛利/毛利佔比	稅前淨利	稅率	稅後淨利	EPS
2024年 YoY 來自公司，ASP因錫價銀價回升而成長	錫棒	37.60%	3,067,058	37.65%	264,943	24.19%	264,943	186,176	1.39
	普通錫棒	29.60%	2,414,432	38.86%	193,155	17.63%	193,155	135,730	1.01
	充電棒錫棒	8.00%	652,626	33.33%	71,789	6.55%	71,789	50,446	0.38
公司估總量 YoY 12-15%	錫膏	22.08%	1,801,325	39.43%	542,564	49.53%	542,564	381,260	2.84
	普通錫膏	10.58%	863,175	98.31%	179,540	16.39%	179,540	126,163	0.94
	回收錫膏	3.50%	285,524	-22.33%	85,657	7.82%	85,657	60,191	0.45
本研究估總量 YoY 12.31%	高可靠度錫膏	3.00%	244,735	33.33%	97,894	8.94%	97,894	68,790	0.51
	低溫錫膏	5.00%	407,892	33.33%	179,472	16.38%	179,472	126,115	0.94
	錫絲	20.44%	1,667,679	27.63%	181,610	16.58%	181,610	127,618	0.95
錫膏的45%是Server，本研究預估 45%當中5%為高可靠度，40%為普 通錫膏。	錫球	11.20%	913,832	36.24%	27,415	2.50%	27,415	19,264	0.14
	錫粉	0.67%	54,310	12.74%	1,629	0.15%	1,629	1,145	0.01
	BGA錫球	1.41%	115,036	45.37%	28,759	2.63%	28,759	20,209	0.15
其他	其他	6.60%	538,299	9.00%	48,447	4.42%	48,447	34,044	0.25
	業外	-	-	-	-	-	-	45,796	0.24
	營業費用	-	-	-	-	-	-	-	-
合計	合計	100.00%	8,157,831	33.33%	1,095,368	100.00%	658,220	462,531	3.45

	2025F	產品組合	營收YoY	毛利率	毛利/毛利佔比	稅前淨利	稅率	稅後淨利	EPS		
公司給的毛利率 錫球 2-3% 錫球 5-8% 錫球 10%初頭 錫膏 25-30%左右 BGA錫球 25% 總毛利10-12% 回收錫膏 20% 高可靠度錫膏 35-40% 低溫錫膏40%左右 充電錫球10-12% 錫膏毛利絕對值佔整體產品一半 本研究預估為48.74%	錫球	39.47%	3,647,309	18.92%	8.51%	310,268	25.35%	310,268	217,187	1.62	
	普通錫球	29.47%	2,723,166	12.79%	8.00%	217,853	17.80%	217,853	152,497	1.14	
	充電錫球	10%	924,142	41.60%	10.00%	92,414	7.55%	92,414	64,690	0.48	
	錫膏	21.53%	1,989,544	10.45%	29.99%	596,599	48.74%	596,599	417,620	3.11	
	普通錫膏	10.03%	926,780	7.37%	20.00%	185,356	15.14%	185,356	129,749	0.97	
	回收錫膏	3.50%	323,450	13.28%	30.00%	97,035	7.93%	97,035	67,924	0.51	
	高可靠度錫膏	3.00%	277,243	13.28%	40.00%	110,897	9.06%	110,897	77,628	0.58	
	低溫錫膏	5%	462,071	13.28%	44.00%	203,311	16.61%	203,311	142,318	1.06	
	錫絲	19.63%	1,814,047	8.78%	11.00%	199,545	16.30%	199,545	139,682	1.04	
	錫球	10.96%	1,013,035	10.86%	3.00%	30,391	2.48%	30,391	21,274	0.16	
	錫粉	0.65%	60,321	11.07%	3.00%	1,810	0.15%	1,810	1,267	0.01	
	BGA錫球	1.41%	130,422	13.38%	25.00%	32,606	2.66%	32,606	22,824	0.17	
	其他	6.35%	586,746	9.00%	9.00%	52,807	4.31%	52,807	36,965	0.28	
	業外						0		0	0.00	
	營業費用						-554,485		-554,485	-388,140	-2.89
	合計		100.00%	9,241,423	13.28%	13.24%	1,224,025	100.00%	669,540	468,678	3.49
研究預估 營收YoY 如右表 總體產品溫和成長，錫膏中高可靠度 錫膏 YoY 50%、低溫錫膏 15% 錫膏毛利絕對值佔整體產品50.26%	2026F	產品組合	營收YoY	毛利率	毛利/毛利佔比	稅前淨利	稅率	稅後淨利	EPS		
	錫球	39.79%	4,150,661	13.80%	8.56%	355,156	25.11%	355,156	248,609	1.85	
	普通錫球	28.71%	2,995,483	10.00%	8.00%	239,639	16.94%	239,639	167,747	1.25	
	充電錫球	11.07%	1,155,178	25.00%	10.00%	115,518	8.17%	115,518	80,862	0.60	
	錫膏	22.26%	2,322,499	16.74%	30.60%	710,784	50.26%	710,784	497,549	3.71	
	普通錫膏	9.77%	1,019,458	10.00%	20.00%	203,892	14.42%	203,892	142,724	1.06	
	回收錫膏	3.41%	355,795	10.00%	30.00%	106,738	7.55%	106,738	74,717	0.56	
	高可靠度錫膏	3.99%	415,864	50.00%	40.00%	166,346	11.76%	166,346	116,442	0.87	
	低溫錫膏	5.09%	531,382	15.00%	44.00%	233,808	16.53%	233,808	163,666	1.22	
	錫絲	19.13%	1,995,452	10.00%	11.00%	219,500	15.52%	219,500	153,650	1.14	
	錫球	10.68%	1,114,338	10.00%	3.00%	33,430	2.36%	33,430	23,401	0.17	
	錫粉	0.64%	66,353	10.00%	3.00%	1,991	0.14%	1,991	1,393	0.01	
	BGA錫球	1.38%	143,465	10.00%	25.00%	35,866	2.54%	35,866	25,106	0.19	
	其他	6.13%	639,553	9.00%	9.00%	57,560	4.07%	57,560	40,292	0.30	
	業外						0		0	0.00	
	營業費用						-625,939		-625,939	-438,157	-3.26
	合計		100.00%	10,432,320	12.89%	12.66%	1,414,286	100.00%	788,347	551,843	4.11

- 公司新產品線布局，TIM 熱介面材料（銅和銅合金）目前已送樣給聯發科，可用於散熱片及助焊劑 flux，目前還不確定是應用在哪個終端產品；2024 年取得 Panasonic 專利授權，將開發新型無鉛合金，可抑制焊點破裂，提高產品壽命，主要用於車用，不過車用都需要認證 1.5-2 年，因此還不會看到營收貢獻。
- 大瑞科技主營 BGA 錫球產能為 20 萬 kk，目前出貨量為1300萬顆每月，BGA 錫球佔營收 8-90%，主要供貨給日月光/矽品。大瑞 BGA 錫球 Size 為 100-760μm，可做為 C4 bump 用於 interposer 下方，但 μbump 低於 100μm，大瑞技術可能還不到位。昇貿希望藉由供應鏈關係，未來幫助大瑞加速打入台積電及聯發科供應鏈。預計在三月底被收購成功後，將啟動二廠建置，預計產能將由 20 萬 kk 增長至 40 萬 kk，也就是 2000 億顆增長至 4000 億顆每月，本研究預估 2026 年大瑞 BGA 錫球營收將翻倍成長，大瑞 2025/2026 貢獻 EPS 0.37/0.87 元，佔昇貿 9.46%/17.36%。

年度	2024F		2025F		2026F	
項目	產品組合	營收	產品組合	營收	產品組合	營收
BGA 錫球	89%	453,176	89.45%	498,494	94.17%	996,987
其他	11%	56,011	10.55%	58,811	5.83%	61,752
合計	100%	509,186	100%	557,305	100%	1,058,739

資料來源:自行整理



資料來源:Materials Analysis Technology Inc.

- 代理韓國 PSK 的 HBM reflow 設備，可以使 HBM 在一次 reflow 就全部做好，如同海力士 MR-MUF 技術，做 mass reflow 製程。目前有給美光台灣、竹科力成做 Demo，封測廠也有興趣購買。
- 轉投資左岸會館，2024 年虧損 3000 萬。2024 年開始試營運，萬豪加盟金及管理費 24Q1/2 固定資產一次性認列，公司預估 2025 年每季 200-300 萬虧損。
- 同業近期無報告
- 研究預估 2025/2026 年 EPS 為 3.91/5.01 元，以 2025EPS*23 倍 PE，給予目標價 90 元。20250207 股價為 69.4 元，潛在漲幅 30%，推薦現價買進。

催化劑：

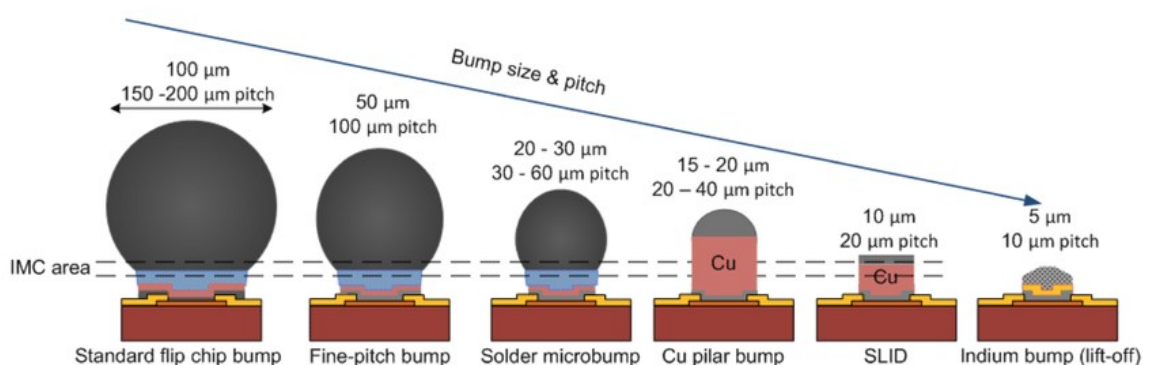
- 3 月底公布完成收購大瑞
- 大瑞二廠建置完成或通過台積認證
- 認證通過 NV B 系列 Server
- NB 因為 AI 復甦
- 錫膏產品獲得新客戶或大訂單

風險：

- 客戶於墨西哥生產產品，美國將收取 25% 關稅

附錄：

- BGA 錫球尺寸



資料來源:Materials Analysis Technology Inc.

- 大瑞科技 BGA 錫球規格

球徑(mm) Diameter (mm)	公差(mm) Tolerance (mm)
0.500~0.760	±0.020
0.350~0.480	±0.015
0.100~0.300	±0.010

資料來源:大瑞科技

參考資料：

1. BGA 錫球產業報告
2. 昇貿年報、法說、官網、優分析、財報狗
3. 透明足跡網
4. 大瑞科技 20241231 資產評估報告
5. Digitimes
6. Materials Analysis Technology Inc.
7. chtseng.wordpress