

新政策 新動能 新主流

- 減碳，對原物料產業具重大影響性
- 航空觀光，進入最旺季節
- 終止肥胖趨勢，減重減脂一起來
- 強力升息及疫情理賠後，金融獲利重啟新動能

研究部

06/2023

群益投顧



2H23傳產投資主軸

產業	主軸	重點個股
減碳	碳交易對原物料產業具重大影響性。	中鋼(2002 TT)、中鴻(2014 TT) 華紙(1905 TT)、正隆(1904 TT)
觀光 航空	疫後客運高飛，進入最旺季節。	晶華(2707 TT)、雄獅(2731 TT) 美食-KY(2723 TT)、華航(2610 TT)、長榮航(2618 TT)。
生技	終止肥胖趨勢，減重減脂一起來。	泰宗(4169 TT)、晶鑽(6815 TT) 康需(6919 TT)、友華(4120 TT) 美時(1795 TT)、因華(4172 TT)
金融	強力升息及疫情理賠後金融獲利重啟新動能。	富邦金(2881 TT)、國泰金(2882 TT)、中信金(2891 TT)。

碳交易對原物料產業具重大影響性

--原物料產業未來成本將逐漸提升



減碳時代的推手--巴黎協定

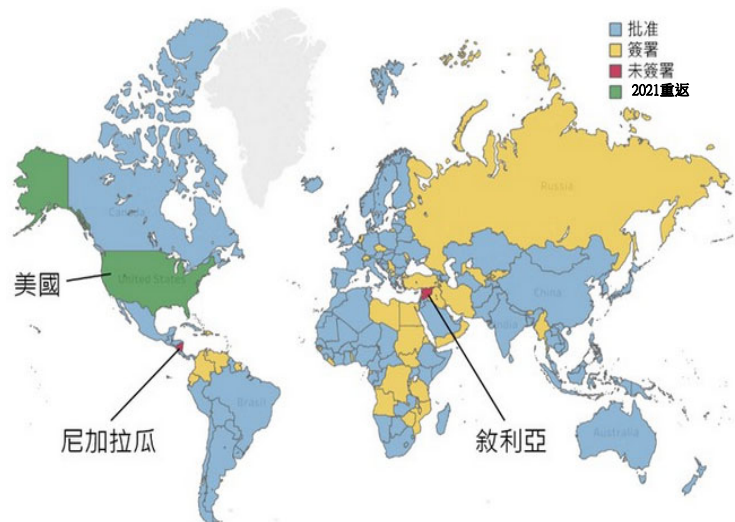
2100年全球氣溫上升控制在2度以下，最好是1.5度

2050年達到碳中和

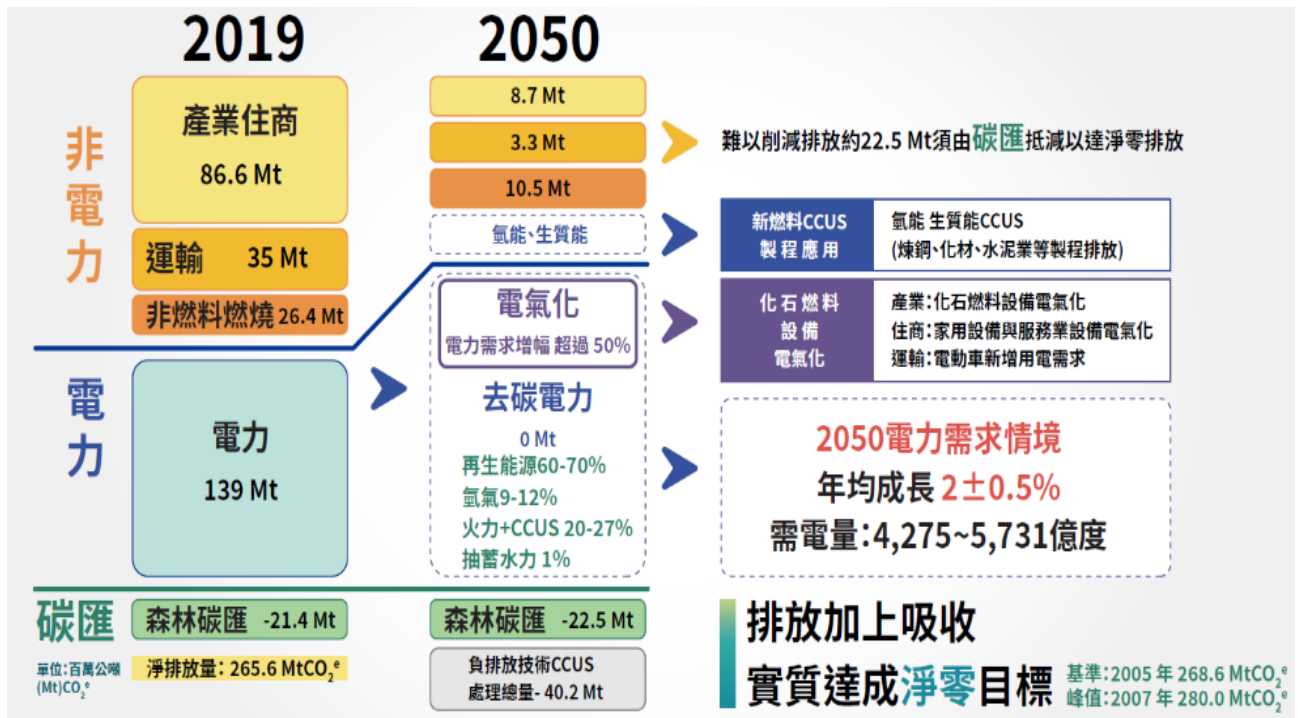
每5年結果檢討一次，讓各國更新減排進度。

富國每年提供1000億美元氣候資金

批准國家占全球碳排放約70%。



台灣的淨零碳排規劃



資料來源：國發會

群益投顧

碳盤查的三種範疇

直接溫室氣體排放

- 企業營運時，在生產製造過程中各種設備運轉產生的碳排。鍋爐、空調、廠內機具等。

間接能源排放

- 從第三方購買取得，企業內部使用的各種能源。電力、蒸氣等。

其他間接排放

- 非企業可控的碳排，委外的供應鏈、原料及產品的運輸，員工商務通勤等。

資料來源：群益投顧

群益投顧

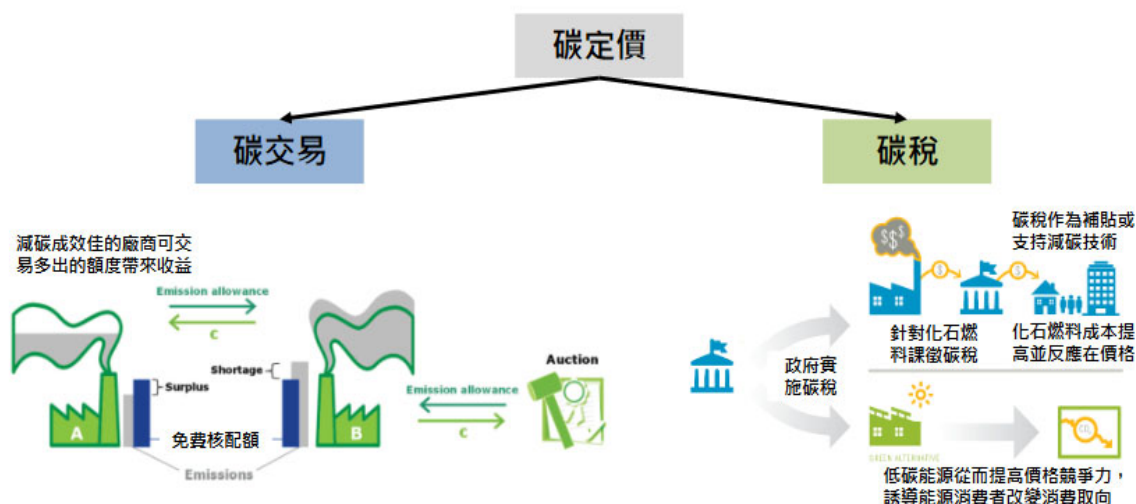
誰需要被碳盤查

行業分類	製程分類
發電業	1、汽力機組鍋爐發電。2、複循環機組發電
鋼鐵業	1、一貫煉鋼鋼胚生產。2、電弧爐碳鋼鋼胚生產3、或不銹鋼鋼胚生產。4、H型鋼生產。5、不銹鋼熱軋鋼捲、板生產。
石油煉製業	以礦產原油或油頁岩等原料，從事汽油、煤油、柴油、潤滑油、石蠟、石油醚、有機溶劑或其他石油品之提煉者。
半導體業	積體電路晶圓製造程序
水泥業	具備熟料生產程序
薄膜電晶體液晶顯示器業	具備薄膜電晶體元件陣列基板或彩色濾光片生產程序
各行業	直接排放產生溫室氣體年排放量達二點五萬公噸二氧化碳當量者
製造業	全廠之直接排放及間接排放產生溫室氣體年排放量合計達二點五萬公噸二氧化碳當量者

資料來源：環保署、群益彙整

碳交易與碳稅

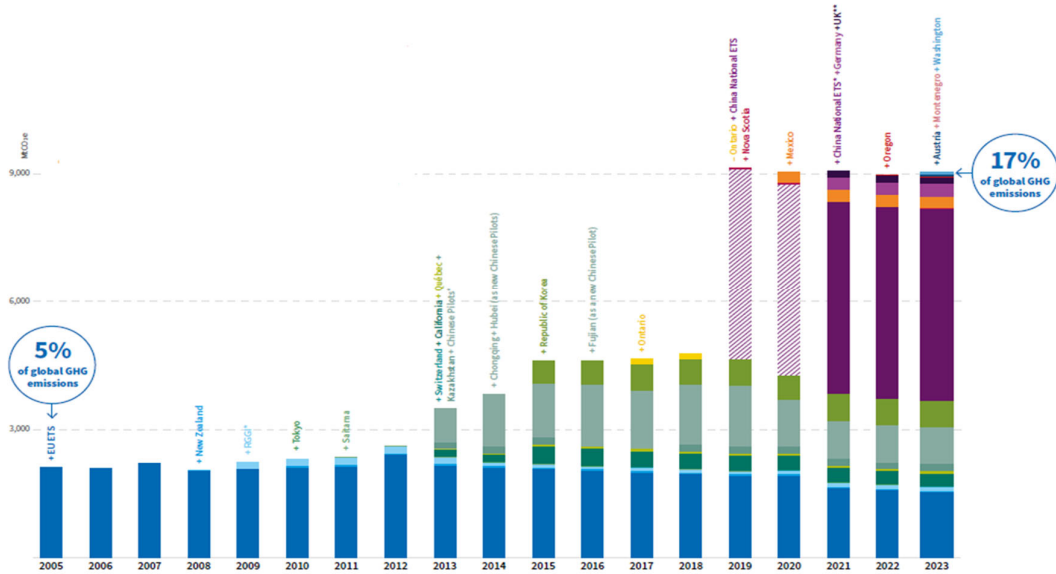
- 抵換專案需先進行註冊申請，通過後完成監測並由查驗機構查證再申請額度。



資料來源：IEK、WRI

全球的碳覆蓋率仍偏低

- 碳排放交易所目前的覆蓋率約為全球碳排放總量的17%，20年的時間成長超過200%，但占比仍有很大的成長空間。



資料來源：ICAP

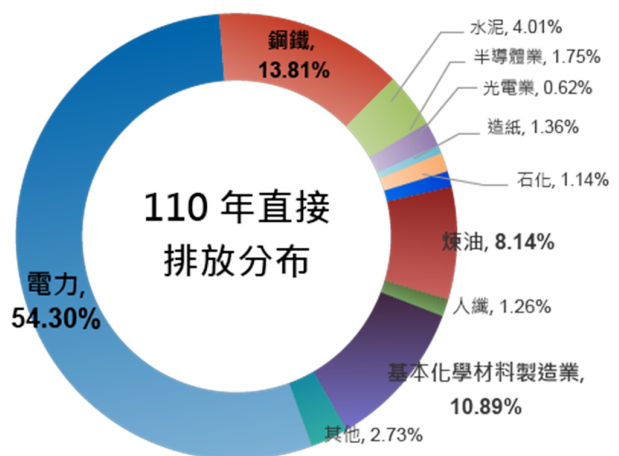
台灣的碳排放來源

傳產碳排大戶的碳排放量

單位：噸/年

公司	直接碳排放量	間接碳排放量
中鋼	20,884,058	1,255,519
中鴻	147,756	122,175
東鋼	216,186	675,163
豐興	284,289	558,879
華紙	652,930	186,513
正隆	1,147,131	266,904
永豐餘工紙	636,585	49,515
台塑化	26,482,721	198,094
南亞	2,476,594	3,566,858
台化	5,355,546	3,125,028
台塑	3,839,117	4,072,697
華夏	48,304	90,797
台泥	4,797,298	215,462
亞泥	2,911,257	162,337

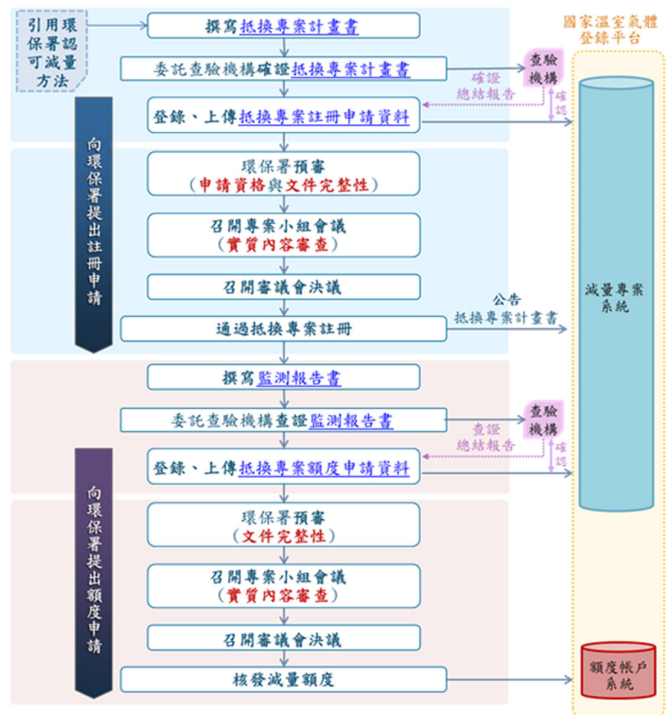
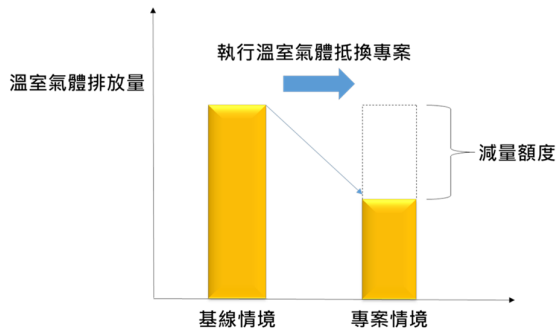
2021年台灣直接碳排放來源



資料來源：環保署、群益投顧彙整

國內溫室氣體抵換專案

- 採用依主管機關認可之減量方法提出計畫書。
- 抵換專案需先進行註冊申請，通過後完成監測並由查驗機構查證再申請額度。



資料來源：環保署

已核發的減量額度

92 案
註冊通過案數

24 案
額度申請通過案數

2,378 萬噸CO₂e
已核發額度

- 已核發的減量額度幾乎全部是台電拿下。
- 綠能發電是台灣目前推動減碳的主要力量。

已核發的減量額度(總量)

單位：噸

公司	取得額度總量
中鋼	19,475
中鴻	253,696
東鋼	25,169
華夏	3,148
台電	23,329,475

資料來源：環保署

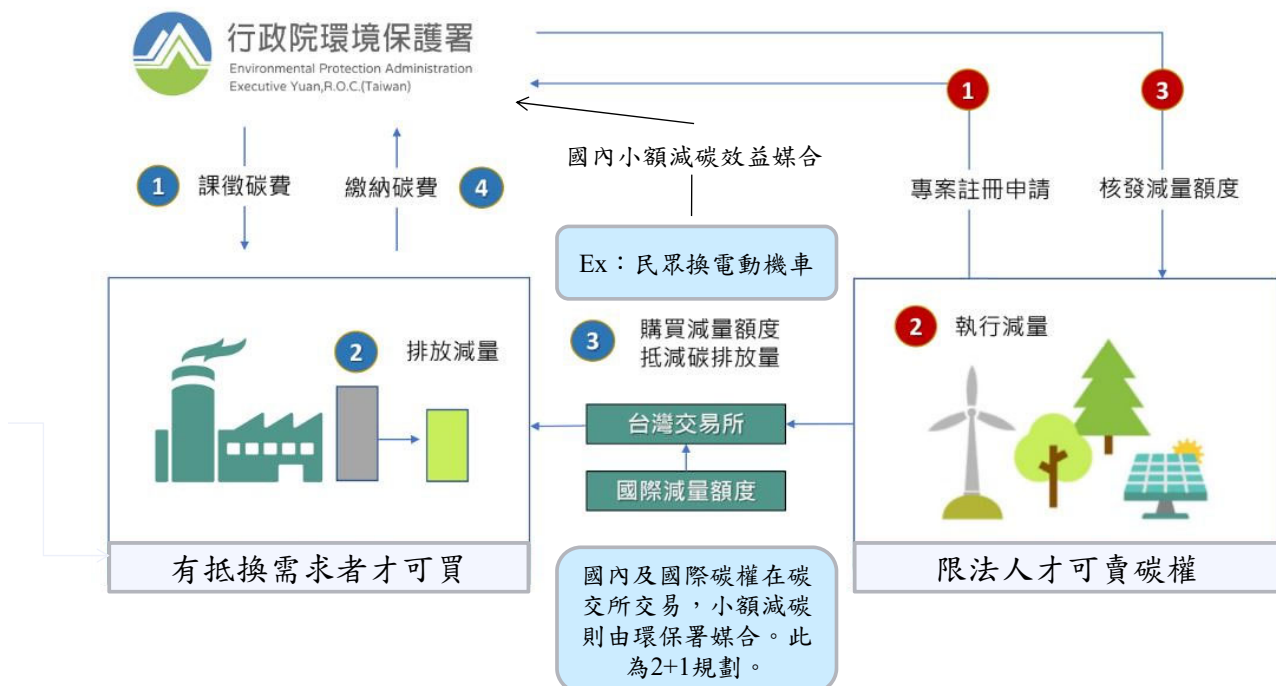
主要業者註冊額度

專案申請者	專案名稱	平均減少排放量(年)	專案申請者	專案名稱	平均減少排放量(年)
中國鋼鐵股份有限公司	中鋼鋼胚熱進爐節能抵換專案	14089	榮成紙業股份有限公司	PM5、PM6抄紙機蒸汽系統節能改善	22510
中國鋼鐵股份有限公司	中鋼花蓮石料場運輸模式改變專案計畫	5074	南亞塑膠工業股份有限公司	EG-4低壓混合蒸氣餘熱ORC發電專案	7182
中鴻鋼鐵股份有限公司	中鴻熱軋加熱爐以天然氣替代重油抵換專案	55361	台灣化學纖維麥寮廠	純化段增設高壓過濾機系統專案	5287
中鴻鋼鐵股份有限公司	中鴻鋼鐵熱軋廠及冷軋廠空壓系統效率提升	1136	台塑公司麥寮廠	VCM製程驟冷塔熱能回收提升PVC製程蒸汽使用效率	8404
正隆股份有限公司大園廠	1號紙機蒸汽系統最佳化	10092	華夏海灣塑膠頭份廠	IEM液鹼蒸發罐更新	3148
東和鋼鐵苗栗廠	東和鋼鐵苗栗廠加熱爐燃料修改專案	14460	台塑石化股份有限公司	加裝有機朗肯循環(ORC)系統回收硫磺回收單元(SRU)廢熱	1322
東和鋼鐵高雄廠	東和鋼鐵高雄廠型鋼加熱爐燃料修改案	7160	台灣化學纖維海豐廠	ORC製程餘熱回收改善	1366

資料來源：環保署

Capital Care 群益關心您

台灣的碳交易擬採2+1制度



資料來源：環保署、中華經濟研究院，群益彙整

Capital Care 群益關心您

紙業的碳權利益

- 國外取得的碳權，需要經過專業機構認證，且國內主管機關會再進行認證許可。
- 國內獲得的碳權可直接在交易所交易。

公司	碳權狀況
正隆	國內首家取得國際碳權交易資格公司，帳上已註冊7.9萬噸碳權。
榮成	在中國大陸以改善生產設備累積碳匯，帳上未出售碳權約28萬噸。

正隆、榮成註冊專案表

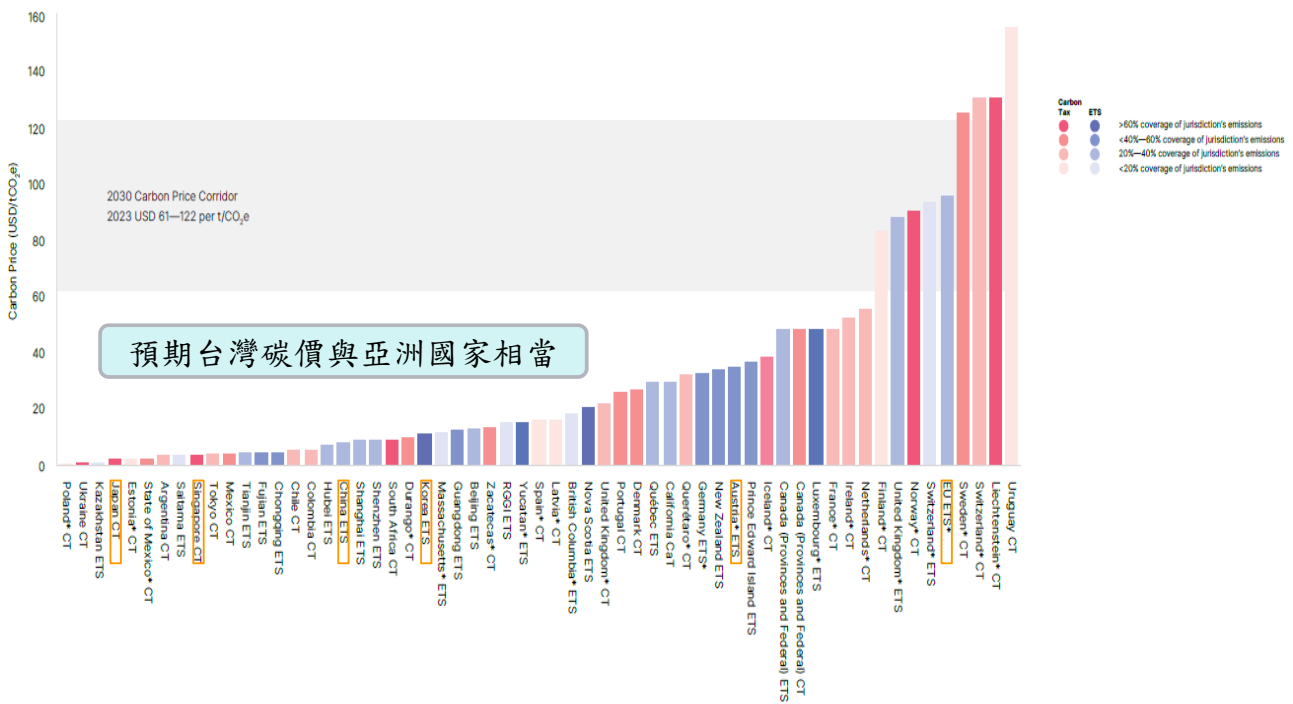
單年期間	年排放量/移除量估計值 (單位：公噸CO ₂ 當量)
102/06/01-103/05/31	10,092
103/06/01-104/05/31	10,092
104/06/01-105/05/31	10,092
105/06/01-106/05/31	10,092
106/06/01-107/05/31	10,092
107/06/01-108/05/31	10,092
108/06/01-109/05/31	10,092
109/06/01-110/05/31	10,092
110/06/01-111/05/31	10,092
111/06/01-112/05/31	10,092
總排放量/移除量估計值(公噸CO ₂)	100,920
計入期總年數	10年
計入期年平均排放量/移除量估計值(公噸CO ₂)	10,092

單年期間	年排放量/移除量估計值 (單位：公噸CO ₂ 當量)
109/06/22-110/06/21	22,510
110/06/22-111/06/21	22,510
111/06/22-112/06/21	22,510
112/06/22-113/06/21	22,510
113/06/22-114/06/21	22,510
114/06/22-115/06/21	22,510
115/06/22-116/06/21	22,510
116/06/22-117/06/21	22,510
117/06/22-118/06/21	22,510
118/06/22-119/06/21	22,510
總排放量/移除量估計值(公噸CO ₂ 當量)	225,100
計入期總年數	10年
計入期年平均排放量/移除量估計值(公噸CO ₂ 當量)	22,510

資料來源：環保署

Capital Care 群益關心您

預期台灣碳價與亞洲價格相當



資料來源：World Bank

Capital Care 群益關心您

碳費對企業獲利的影響

- 預期碳交易所成立之初，碳價會在亞洲市場的平均水準。但隨歐洲CBAM費用在2026年開徵。預期台灣也會開始執行減碳要求，碳費的影響將開始顯現。

碳交易對台企的EPS影響分析：假設已申請的抵換專案皆可通過

2023年底狀況	中鋼	中鴻	正隆	華紙	南亞塑膠	台塑	台塑石化	台化
減排要求0%， 碳價TWD 500 元/噸	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2026年狀況	中鋼	中鴻	正隆	華紙	南亞塑膠	台塑	台塑石化	台化
減排要求2.5%， 碳價TWD 1000元/噸	-0.03	0.04	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	-0.07	-0.02
2030年狀況	中鋼	中鴻	正隆	華紙	南亞塑膠	台塑	台塑石化	台化
減排要求20%， 碳價TWD 2000元/噸	-0.26	0.04	-0.19	-0.10	-0.06	-0.12	-0.56	-0.18

資料來源：環保署

群益投顧

17

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

什麼是CBAM

CBAM(Carbon Border Adjustment Mechanism：碳邊境調整機制)

概念如同碳關稅：適用歐盟外進口的產品，調節進口商品中的溫室氣體排放量。

目的：2030年歐盟區碳排放較2019年減少55%。--為達成Fit for 55 Package法案

法案自2023/05/17生效，10/1進入過渡期，2026/1/1課徵CBAM憑證

CBAM涵蓋的商品包括：鋼鐵、水泥、鋁、化肥、電力、氫氣。

資料來源：EU、經濟部、IEK、中華經濟研究院，群益彙整

群益投顧

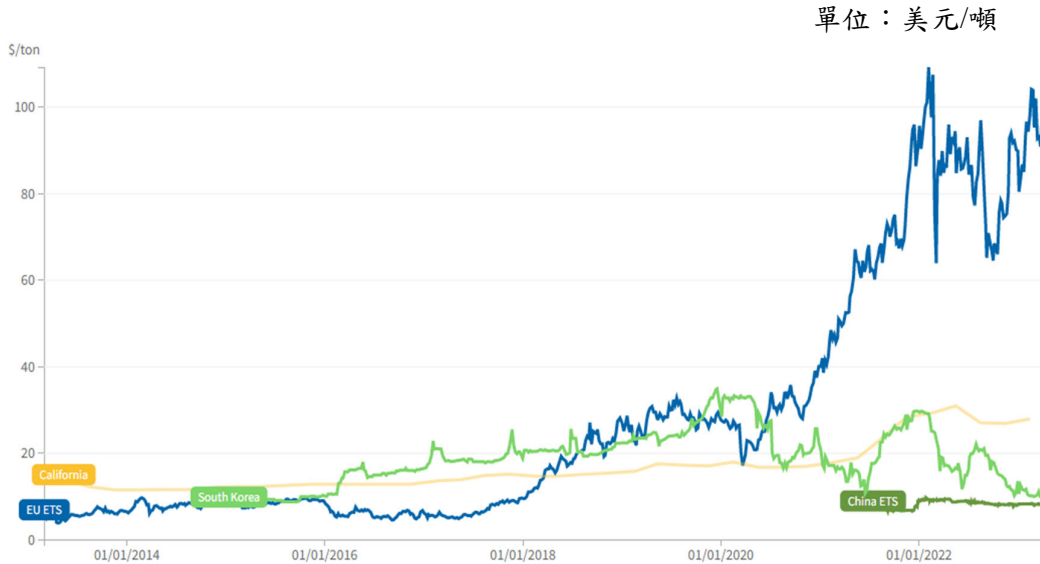
18

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

EU碳價快速上漲

- 歐盟在碳排放法規的訂定上居全球領先地位，隨法規要求愈趨嚴格推動碳價上漲。EU碳價的趨勢可以提供其它市場做趨勢參考。

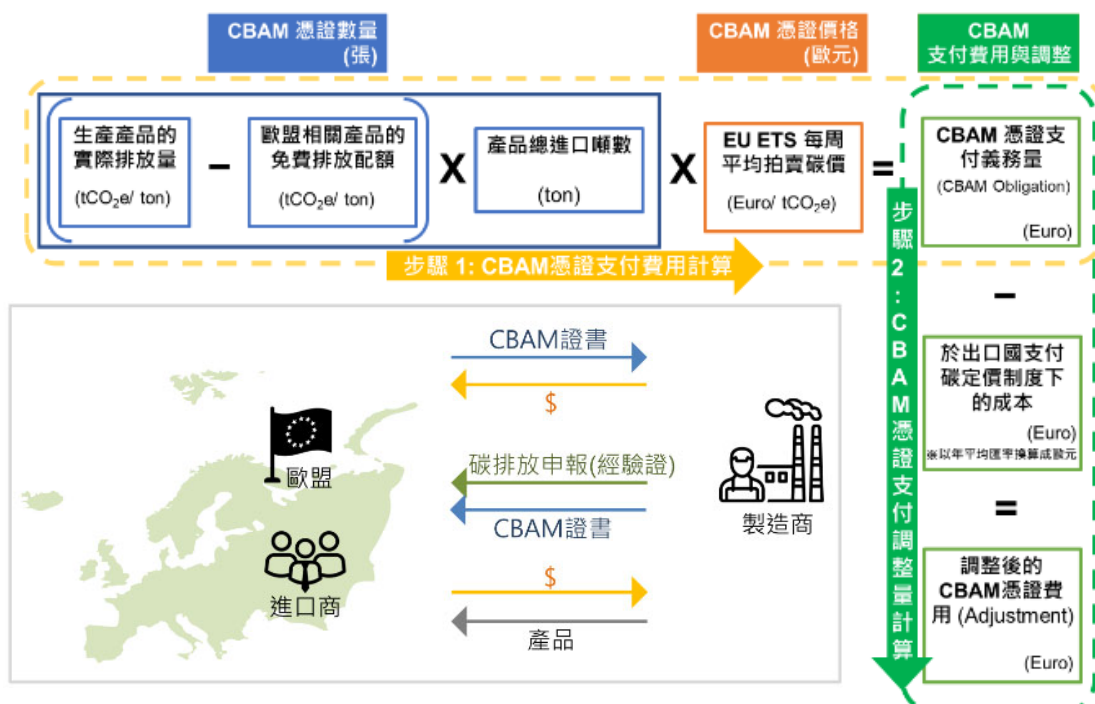
主要碳交易所碳價變化圖



資料來源：世界銀行

Capital Care 群益關心您

CBAM 憑證的計算與執行



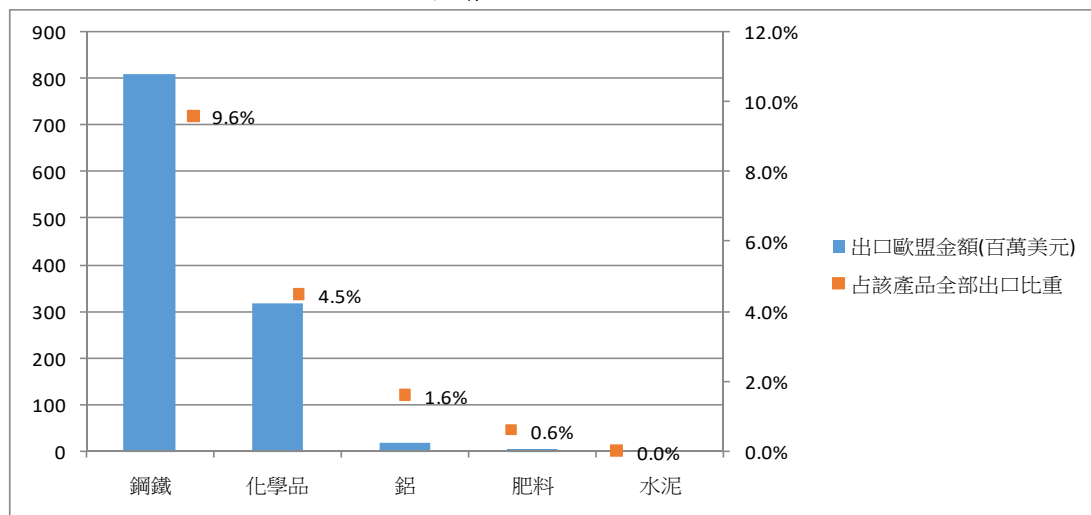
資料來源：EU、經濟部、IEK

Capital Care 群益關心您

CBAM對台灣企業的影響

- 鋼、鋁產品大多只計算直接排放量，但水泥、肥料則要加計所採用原料的碳排放量。初期CBAM對台廠影響有限，若未來間接排放也要計算則影響較大。碳費若是比照歐洲而不是台灣市場，則業者的減排壓力將大增。

CBAM影響產品出口歐洲金額與比重



資料來源：關務署、群益彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

碳中和壓力鋼廠大者恆大

- 中國鋼鐵產業前10大集中度僅39.2%，低於美日韓水準，促使中國推動鋼廠整併提升競爭力。目標2025年前五大占40%，十大占60%的水準。
- 地方政府積極推動，未來有資本投資設備及併購的鋼廠才不會從碳中和政策中消失。2022/12寶武集團併中國中鋼為指標。

地方政府積極干預

地區	時間	內容
唐山	2021.3-4	3月:排放不達標將用限產30-50%手段 4月:要求鋼企加快減排工程進度，6/15前未完成者將被要求停產。
雲南	2021.4	環保督察進駐雲南，部分企業停產進行環保升級
江蘇	2021.3	未完成超低排放改造的鋼企實施差別電價
內蒙	2021.3	不在審批新產能，差別電價標準逐年提高
甘肅	2021.2	對鋼企實施差別電價
山西	2020.12	未完成超低排放改造的鋼企實施差別電價

鋼廠合併

時間	事件
2020.8	寶武集團合併太鋼集團
2020.10	寶武集團對中鋼集團進行託管
2020.12	寶武集團成為重慶鋼鐵實際控制人
2021.1	山東鋼鐵集團併入寶武集團進入實質性推進階段
2021.2	推進寶武集團與昆鋼聯合重組
2021.4	鞍鋼籌畫重組遼寧本鋼

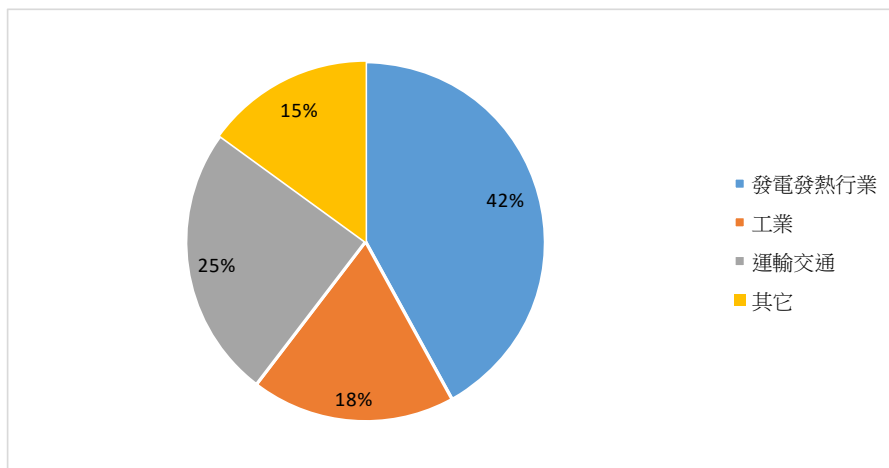
資料來源：群益彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

鋼鐵與碳排放

- 全球的碳排放最大來源為發電，工業(包含煉鋼)的比重約18%，但在減碳的沉重壓力下，高碳排產業會有減排的壓力。

全球的碳排放來源

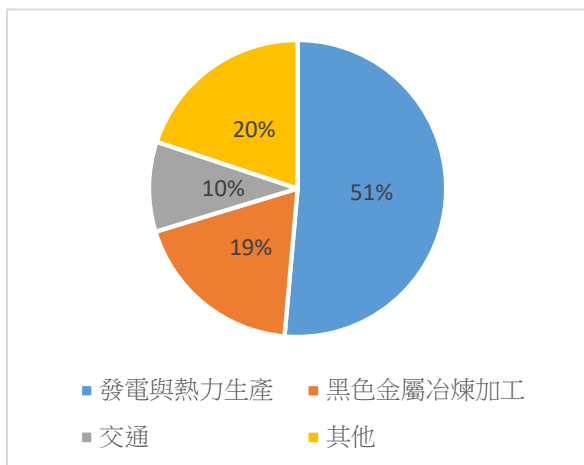


資料來源：CEADs，IEA

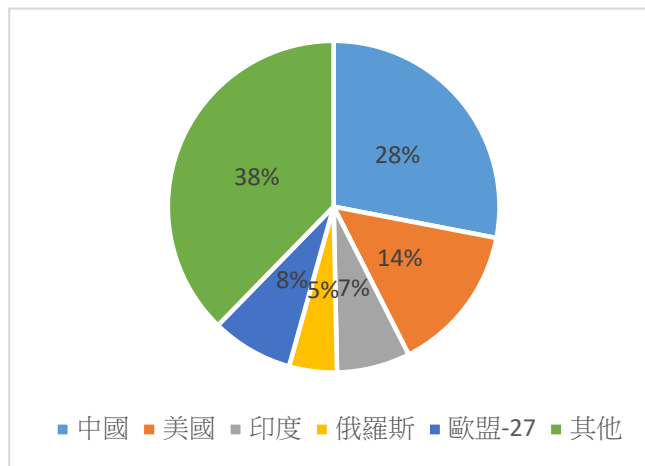
中國的碳排放來源

- 中國為全球最大的碳排放國家，其碳排放約有5成來自於發電及熱力生產行業，近2成來自於黑色金屬生產，若要落實減排則鋼鐵行業必是整治目標。

中國碳排放來源



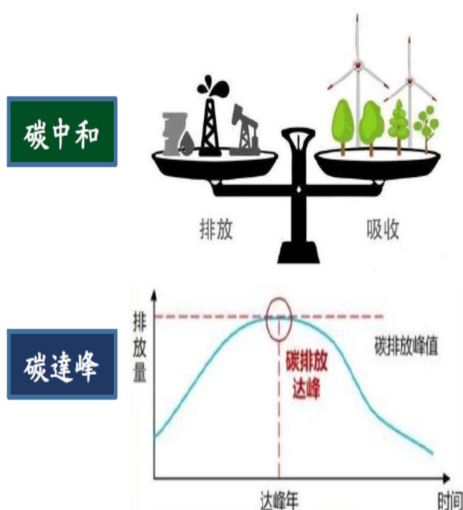
全球碳排分地區來源



資料來源：CEADs，IEA

中國的減碳政策目標

- 習近平提出中國的碳排放要在2030年達峰，2060年達到碳中和的目標。中國2021年的碳排放約119億噸，佔全球總量的33%。



時間	地點	內容
2020.9	聯合國大會	首次明確提出2060年前實現碳中和：在第七十五屆聯合國大會一般性辯論上，習近平主席提出“中國二氧化碳排放力爭於2030年前達到峰值，努力爭取2060年前實現碳中和”。
2020.12	氣候雄心峰會	習近平主席提出到2030年中國單位GDP二氧化碳排放將比2005年下降65%以上，非化石能源占一次能源消費比重將達到25%左右。
2020.12	中央經濟工作會議	明確“做好碳達峰、碳中和工作”是2021年的重點任務之一，“要抓緊制定2030年前碳排放達峰行動方案，支持有條件的地方率先達峰。”
2021.3	第十三屆全國人民代表大會	“十四五”時期（2021-2025），單位國內生產總值能耗和二氧化碳排放分別降低13.5%和18%。

主要鋼廠碳中和目標

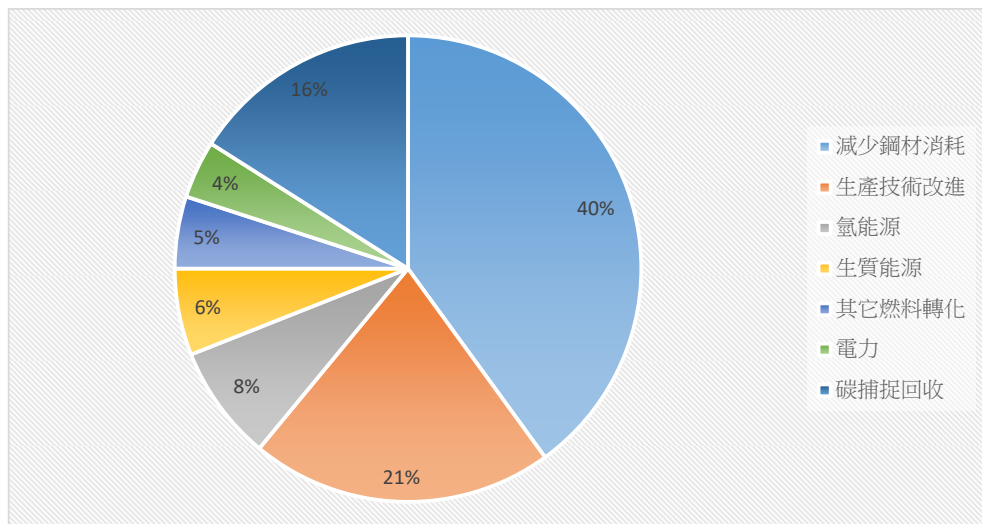
- 各主要鋼廠設立碳中和目標，主要鋼廠2050年達成碳中和是大家的共識。

	2022	2023	2025	2030	2035	2042	2050
中鋼			減碳7%	減碳22%			碳中和
安賽樂米塔爾				減碳30%			碳中和
寶鋼武鋼		碳達峰			減碳30%		碳中和
包鋼		碳達峰		具減碳30%的技術		減碳50%	碳中和
河鋼	碳達峰		減碳10%	減碳30%			碳中和
鞍鋼			碳達峰		減碳30%		碳中和

達成碳中和的途徑

- 依WSA估計，要達成2050年鋼鐵業碳中和的目標，減少鋼材消耗是最主要的方法。

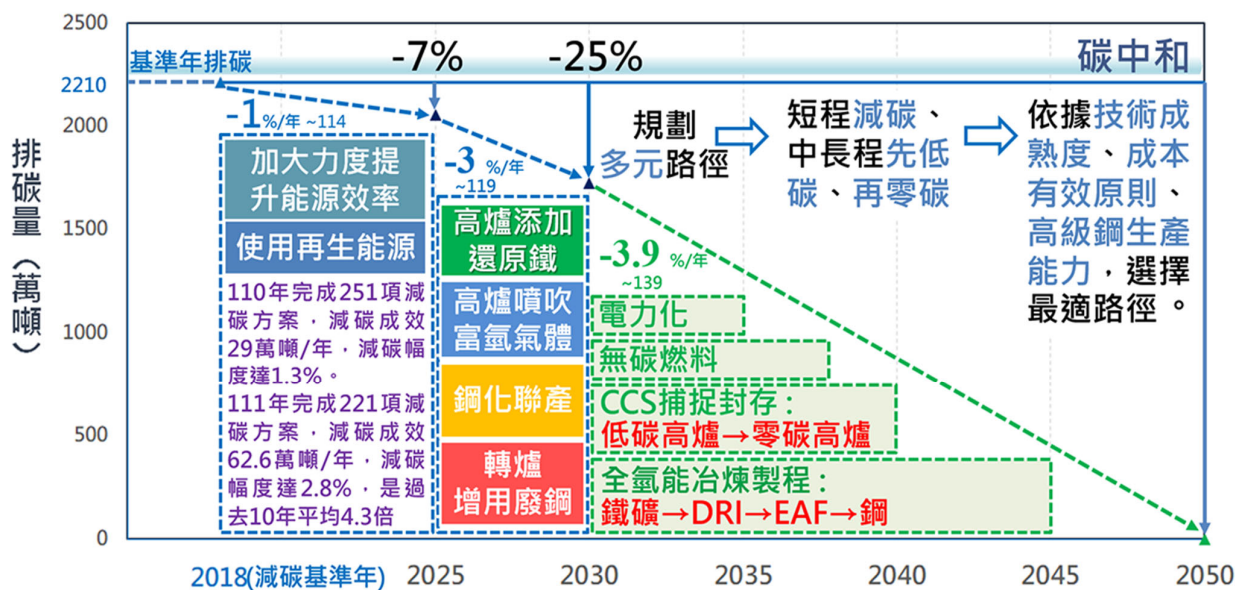
鋼鐵產業2050碳中和的途徑



資料來源：WSA

中鋼的碳中和

短程減碳、中長程邁向碳中和路徑規劃

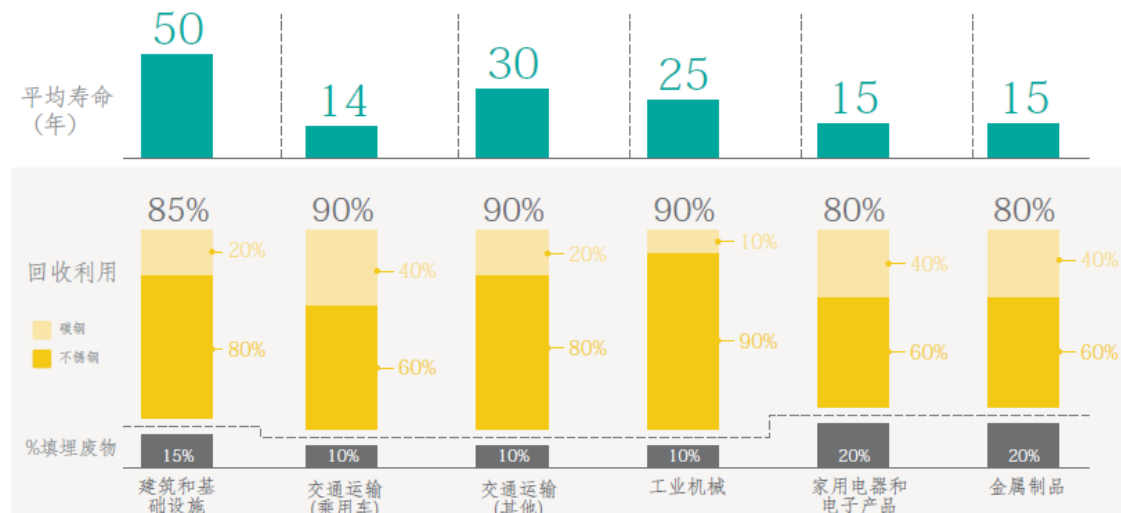


資料來源：中鋼

廢鋼回收延長鋼鐵循環

- 鋼鐵是可高度回收的產品，目前鋼品約有85%可以回收再利用，而家電及金屬製品的回收比例相對較低。鋼鐵回收率已高，要增加鋼鐵再利用代表電爐的比重將上升。

鋼鐵的回收利用



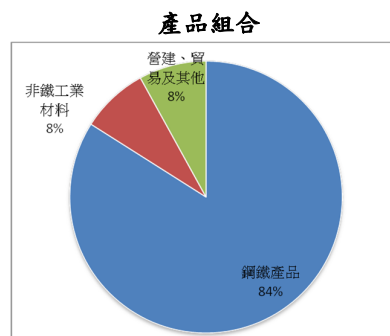
資料來源：ISSF

結論

- 為達到政府2050碳中和的目標，國內的減碳速度需要加快進行，才能與國際接軌。減碳的方式主要經由再生能源，企業製程減碳等方法推動。
- 台灣碳盤查主要在半導體、面板、鋼鐵、水泥、煉油、發電等產業，也是碳交易推動受影響較大的產業。
- 已核發的減量額度幾乎全部是台電拿下。綠能發電是台灣目前推動減碳的主要力量。
- 台灣碳交易所規劃只限有抵換需求者可購買國內碳權，代購國外碳權則不限交易對象。碳權賣方須為公司、工廠、行政單位等事業。
- CBAM對鋼、鋁產品大多只計算直接排放量，但水泥、肥料則要加計所採用原料的碳排放量。初期CBAM對台廠影響有限，若未來間接排放也要計算則影響較大。碳費若是比照歐洲而不是台灣市場，則業者的減排壓力將大增。
- 重點個股：中鋼(2002 TT)、中鴻(2014 TT)、華紙(1905 TT)、正隆(1904 TT)。

重點股：中鋼(2002 TT)

- 中鋼為台灣最大的高爐煉鋼廠，約66%內銷、34%外銷，中鋼亦投資在物流運輸、建設工程、工業材料等領域，但仍以鋼鐵業務為最主要營運項目。
- 長期鋼鐵需求增加，中國推動碳中和及鋼鐵限產、限制出口，有助於國際鋼鐵供需結構轉佳，鋼鐵價格可擺脫過去十年的弱勢局面。



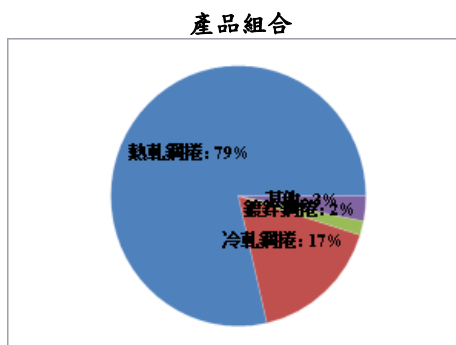
單位：百萬元	2022	2023F	2024F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F
營業收入淨額	449,567	371,611	389,996	115,212	133,638	105,340	95,377	91,346	97,216	89,923	93,126	92,437
營業毛利淨額	31,902	12,635	21,194	16,778	16,306	2,185	-3,366	3,388	3,801	1,888	3,557	4,557
營業利益	18,265	-625	8,703	13,475	12,765	-996	-6,978	-26	428	-1,321	294	1,549
稅後純益	17,784	-1,060	8,115	10,771	10,084	1,939	-5,010	-725	459	-723	-71	1,488
稅後EPS(元)	1.13	-0.07	0.51	0.68	0.64	0.12	-0.32	-0.05	0.03	-0.05	0.00	0.09
毛利率(%)	7.10%	3.40%	5.43%	14.56%	12.20%	2.07%	-3.53%	3.71%	3.91%	2.10%	3.82%	4.93%
營業利益率(%)	4.06%	-0.17%	2.23%	11.70%	9.55%	-0.95%	-7.32%	-0.03%	0.44%	-1.47%	0.32%	1.68%
稅後純益率(%)	3.96%	-0.29%	2.08%	9.35%	7.55%	1.84%	-5.25%	-0.79%	0.47%	-0.80%	-0.08%	1.61%
營業收入YoY/QoQ(%)	-4.01%	-17.34%	4.95%	-11.02%	15.99%	-21.17%	-9.46%	-4.23%	6.43%	-7.50%	3.56%	-0.74%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-71.34%	N.A	N.A	-38.64%	-6.38%	-80.78%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

重點股：中鴻(2014 TT)

- 中鴻為國內鋼鐵單軋廠，熱軋鋼捲約占營收80%冷軋鋼捲12%、鍍鋅鋼捲5%、鋼管3%。產能為熱軋年產能240萬公噸，冷軋年產能45萬公噸。
- 認為在資金緊縮及中國整體鋼鐵需求仍不及疫情前的水準之下，2023年的鋼鐵價格難以挑戰前高。



單位：百萬元	2022	2023F	2024F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F
營業收入淨額	44,503	38,645	41,833	12,410	16,031	7,879	8,183	9,524	9,827	9,270	10,024	10,095
營業毛利淨額	-1,126	2,197	1,674	625	1,076	-1,931	-895	623	681	374	519	381
營業利益	-1,761	1,589	945	452	890	-2,057	-1,045	471	530	226	363	205
稅後純益	-990	1,375	801	502	680	-1,126	-1,046	395	480	220	280	205
稅後EPS(元)	-0.69	0.96	0.56	0.35	0.47	-0.78	-0.73	0.28	0.33	0.15	0.20	0.14
毛利率(%)	-2.53%	5.69%	4.00%	5.03%	6.71%	-24.51%	-10.94%	6.54%	6.93%	4.03%	5.18%	3.77%
營業利益率(%)	-3.96%	4.11%	2.26%	3.64%	5.55%	-26.11%	-12.77%	4.94%	5.39%	2.44%	3.62%	2.03%
稅後純益率(%)	-2.22%	3.56%	1.91%	4.04%	4.24%	-14.29%	-12.78%	4.15%	4.88%	2.38%	2.80%	2.03%
營業收入YoY/QoQ(%)	-17.19%	-13.17%	8.25%	-10.59%	29.17%	-50.85%	3.86%	16.38%	3.18%	-5.66%	8.13%	0.71%
稅後純益YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	-41.79%	-44.60%	35.44%	N.A	N.A	N.A	21.47%	-54.09%	27.38%	-26.78%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本143.55億元計算。

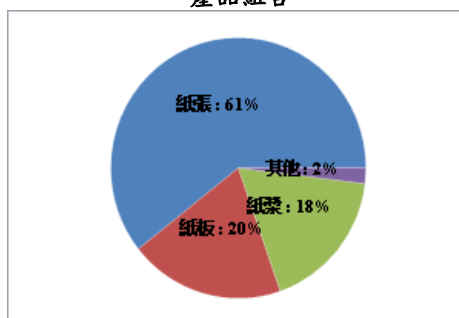
資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

重點股：華紙(1905 TT)

- 華紙主要業務為紙漿、紙板及各類用紙的生產及銷售，營收比重分別為紙漿18%、紙板20%、紙張60%及其它2%。產品以內銷為主，占比約八成。
- 華紙在兩岸持有林業資源，在中國擁有林地約3萬公頃，台灣約1千多公頃。

產品組合



單位：百萬元	2022	2023F	2024F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F
營業收入淨額	23,651	21,957	22,362	5,527	6,222	6,163	5,739	5,465	5,419	5,468	5,606	5,455
營業毛利淨額	2,552	1,447	1,962	454	822	734	542	326	315	350	455	367
營業利益	241	-429	10	-147	177	112	98	-145	-154	-117	-14	-97
稅後純益	446	-246	210	-58	161	287	55	-170	-96	16	4	-49
稅後EPS(元)	0.40	-0.22	0.19	-0.05	0.15	0.26	0.05	-0.15	-0.09	0.01	0.00	-0.04
毛利率(%)	10.79%	6.59%	8.77%	8.21%	13.22%	11.91%	9.44%	5.97%	5.82%	6.41%	8.11%	6.72%
營業利益率(%)	1.02%	-1.95%	0.04%	-2.66%	2.85%	1.81%	1.71%	-2.64%	-2.83%	-2.13%	-0.26%	-1.79%
稅後純益率(%)	1.89%	-1.12%	0.94%	-1.05%	2.59%	4.66%	0.96%	-3.11%	-1.76%	0.28%	0.07%	-0.90%
營業收入YoY/QoQ(%)	7.35%	-7.16%	1.84%	-1.95%	12.58%	-0.94%	-6.88%	-4.78%	-0.84%	0.89%	2.52%	-2.69%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-8.66%	N.A	N.A	N.A	N.A	78.05%	-80.72%	N.A	N.A	N.A	-75.40%	N.A

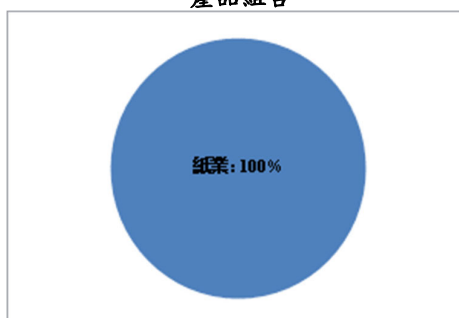
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本110.28億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

重點股：正隆(1904 TT)

- 正隆為國內主要造紙廠，產品線完整並在國內具有一定市占率。
- 隨疫情結束，紙漿供應吃緊的狀況緩解。紙漿價格因需求面的疲弱，2023年以來價格下跌超過一成，認為工業用紙的需求要等到各類商品庫存調整結束才會成長，預期漿價可能走弱到4Q23。

產品組合



單位：百萬元	2022	2023F	2024F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F
營業收入淨額	43,922	41,054	38,655	11,280	11,525	10,617	10,500	10,181	10,266	10,268	10,339	10,237
營業毛利淨額	7,333	6,645	5,326	2,208	1,986	1,342	1,797	1,773	1,621	1,562	1,688	1,696
營業利益	1,658	1,187	2,689	790	537	-46	376	434	254	194	305	345
稅後純益	2,520	1,265	2,682	742	1,240	224	315	348	423	327	167	366
稅後EPS(元)	2.27	1.14	2.42	0.67	1.12	0.20	0.28	0.31	0.38	0.29	0.15	0.33
毛利率(%)	16.70%	16.18%	13.78%	19.57%	17.23%	12.64%	17.11%	17.42%	15.79%	15.21%	16.33%	16.57%
營業利益率(%)	3.77%	2.89%	6.96%	7.00%	4.66%	-0.43%	3.58%	4.27%	2.47%	1.89%	2.95%	3.37%
稅後純益率(%)	5.74%	3.08%	6.94%	6.58%	10.76%	2.11%	3.00%	3.42%	4.12%	3.18%	1.62%	3.58%
營業收入YoY/QoQ(%)	-2.37%	-6.53%	-5.84%	-6.11%	2.18%	-7.88%	-1.11%	-3.03%	0.83%	0.02%	0.69%	-0.99%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-36.42%	-49.79%	111.98%	-6.29%	67.03%	-81.95%	40.58%	10.70%	21.41%	-22.69%	-48.79%	118.70%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本110.83億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

觀光航空產業展望

—疫後客運高飛，進入最旺季節

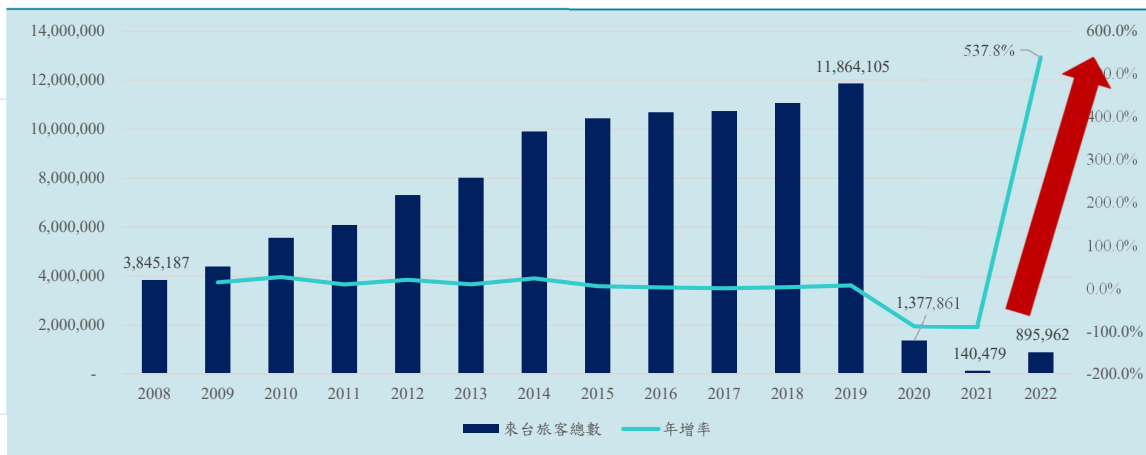
群益投顧



2022年台灣Inbound出現拐點

- 2019年來台旅客總數為1,186萬人次，較2018年成長7.2%。(包含業務、觀光、探親、會議、求學、展覽、醫療、其他等)
- 2020年來台旅客總數為137.7萬人次，年減88.4%，2021年來台旅客總數為14.0萬人次，年減89.8%，2022年來台旅客總數為895,962人次，年增537.8%。

2008~2022年來台旅客總數



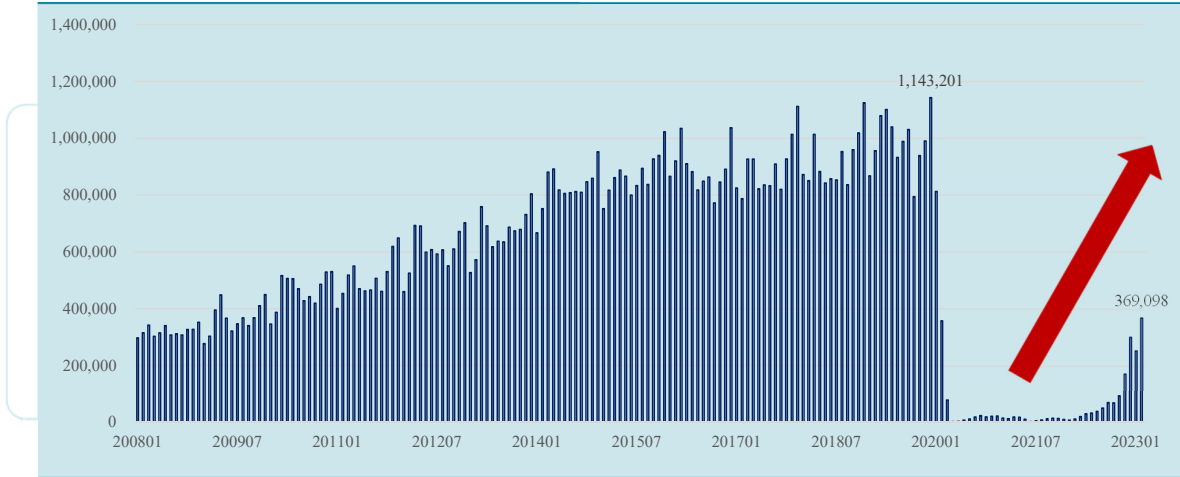
Source: Cmoney、Capital Research

Capital Care 群益關心您

02/2023後Inbound大幅成長

- 3/2020後，因疫情影響，主要是3/19/2020限制所有非本國籍人士入境，事前申請核准者才予放行。
- 在2019年疫情前，每月來台旅客約在80~100萬人次之間。10/2022開放邊境後，來台旅客人數呈現大幅成長，2/2023單月已達369,098人次

2008~今來台旅客總數



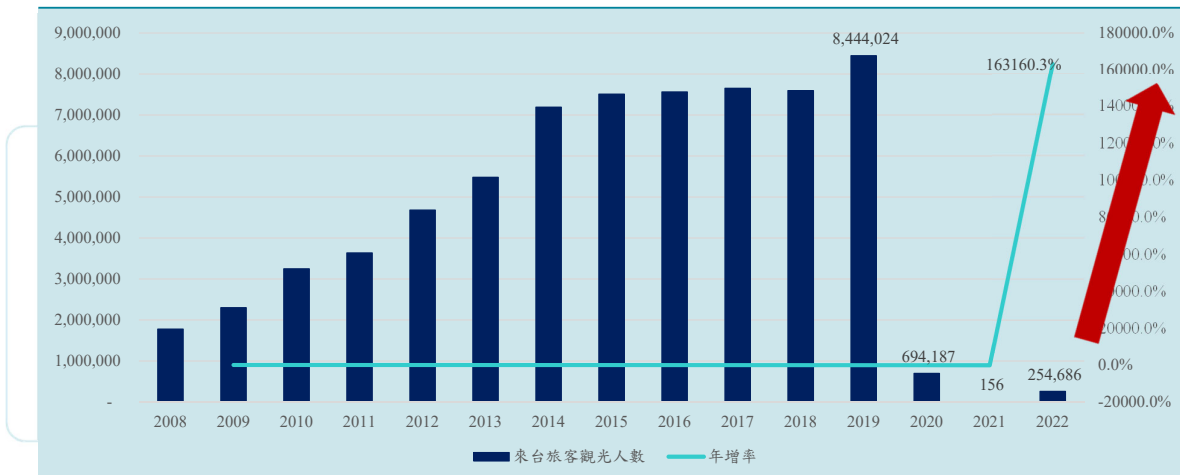
Source: Cmoney、Capital Research

Capital Care 群益關心您

2022年來台觀光人次大幅成長

- 2019年來台觀光總數為844.4萬人次，較2018年成長11.2%。
- 2020年來台觀光總數為69.4萬人次，年減88.4%，2021年來台觀光總數為156人次，年減99.9%，2022年來台旅客為254,686人，年增1,632倍。

2008~2021年來台旅客總數



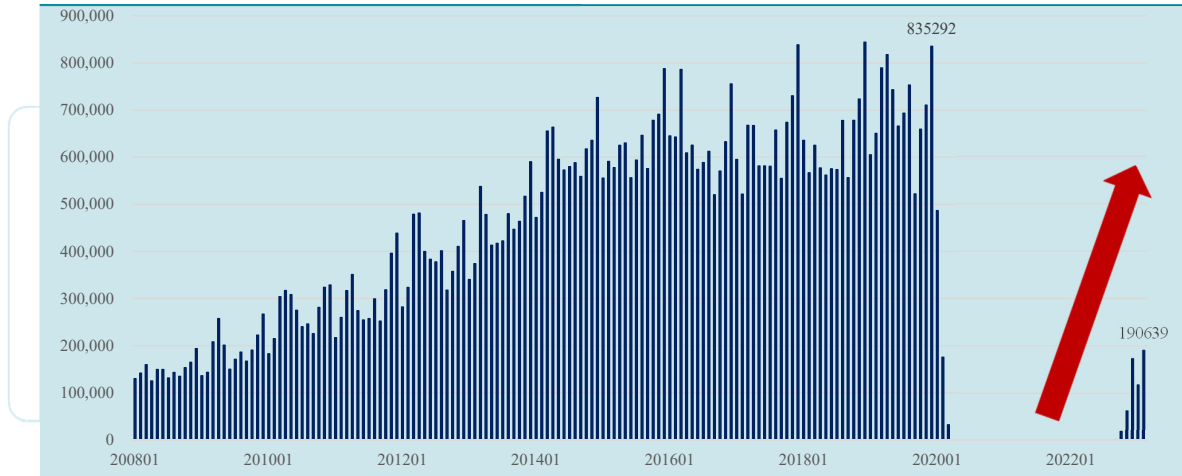
Source: Cmoney、Capital Research

Capital Care 群益關心您

02/2023後觀光人次大幅成長

- 3/2020後，因疫情影響，主要是3/19/2020限制所有非本國籍人士入境，事前申請核准者才予放行。所有入境者入境後都需進行居家檢疫14天。
- 在2019年疫情前每月來台觀光旅客約在60~80萬人次之間，2/2023年來台旅客達190,639人次。

2008~2/2023年來台觀光人次總數



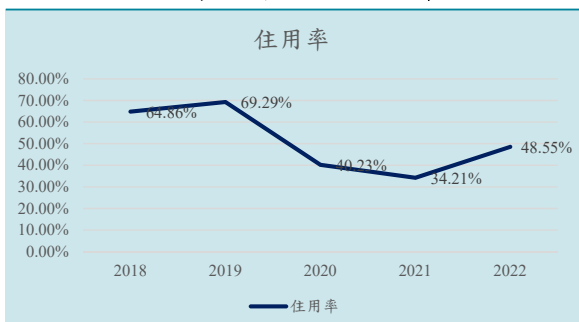
Source: Cmoney、Capital Research

Capital Care 群益關心您

國際旅館住用率可望持續回升

- 疫情前台灣國際觀光旅館的住用率約在70%，2020年後因疫情影響，住用率降至35%~40%。
- 疫情前國際觀光旅館平均房價約在3,900元，因政府防疫政策影響，平均房價上揚至4,396元。
- 目前國際旅館住用率可望持續回升。

台灣國際旅館住用率



Source: Cmoney、Capital Research

台灣國際旅館平均房價

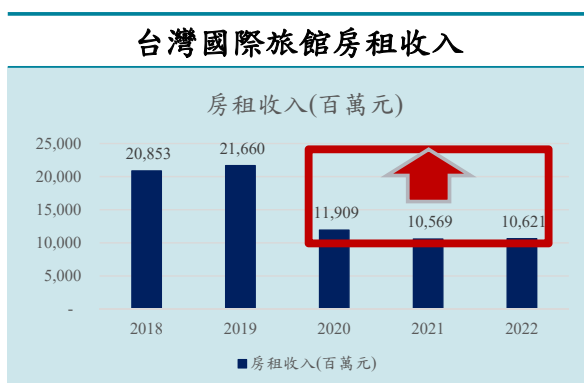


Source: Cmoney、Capital Research

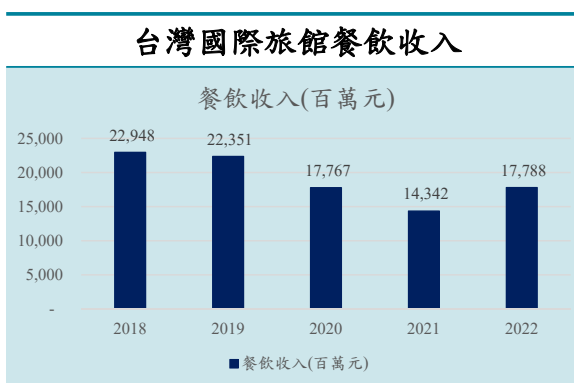
Capital Care 群益關心您

國際旅館收入可望持續回升

- 疫情前台灣國際觀光旅館的房租收入約在200億元，受疫情影響，相關收入呈現腰斬，2020~2022年房租收入約在100億元。
- 台灣國際觀光旅館的餐飲收入也同樣受到影響，疫情前餐飲收入約在220億元左右，2020~2022年約在140~170億元之間，隨著來台旅客增加，預期將明顯復甦。



Source:Cmoney、Capital Research



Source:Cmoney、Capital Research

2022年台灣Outbound大幅成長

- 2019年出國人數為1,710萬人次，較2018年成長2.7%。
- 2020年來出國人數為233.6萬人次，年減86.3%，2021年來出國人數為36.0萬人次，年減84.6%，2022年出國人數為1,482,821人次，年增311.9%。

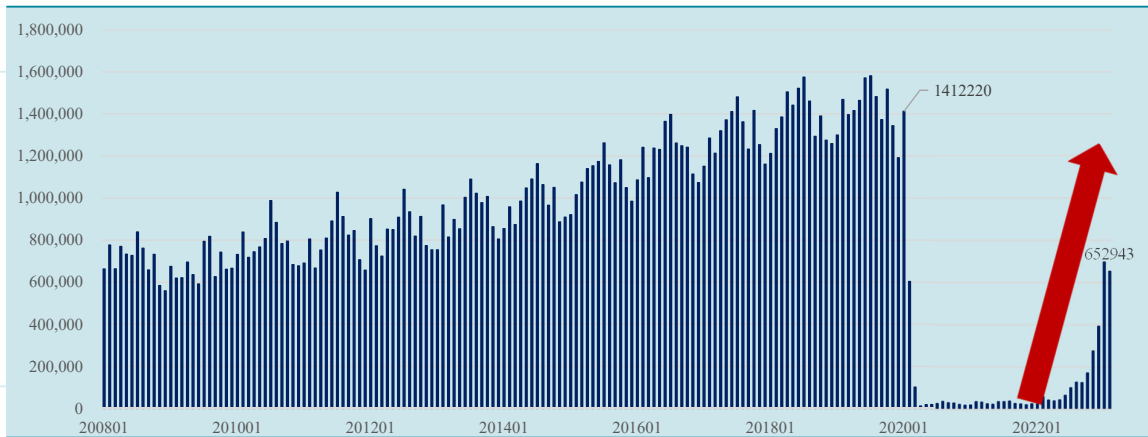


Source:Cmoney、Capital Research

疫後旅遊浪潮持續不斷

- 3/2020後，因疫情影響，3/17/2020天宣布全國高中以下師生禁止出境。3/21/2020中央流行疫情指揮中心將全球的旅遊疫情警示升為第三級，國人應避免所有非必要之出國旅遊，至此產業墜入谷底。
- 在2019年疫情前，每月出國人數約在100萬人次以上，2/2023年出國旅客達652,943人次。

2008~2021年台灣出國人數



Source: Cmoney、Capital Research

Capital Care 群益關心您

觀光類股指數挑戰新高

- 觀光類股指數在6/2008來到高點191.54。
- 2023年受惠疫後復甦潮，inbound及outbound同步復甦，觀光類股獲利將來到新高，類股指數有機會往高點邁進。

2007年以來觀光類股指數



Source: Cmoney、Capital Research

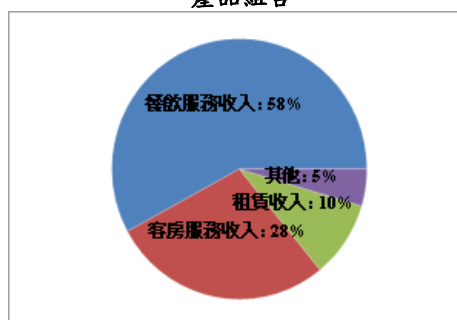
Capital Care 群益關心您

- 2022年台灣Inbound出現拐點。
- 國際旅館住用率可望回升。
- 疫後Outbound旅遊浪潮持續不斷。
- 觀光類股指數持續往上。
- 重點股：晶華(2707 TT)、雄獅(2731 TT)、美食-KY(2723 TT)。

重點股：晶華(2707 TT)

- 晶華惠疫後復甦潮，1Q23的毛利率及營業利率同步成長。展望2023年，因出入境解封，未來以國際商旅為主要客層的台北晶華酒店因此受惠，大型會議團體和展覽，會使得讓館內會議場地的需求增高，同步帶動商務住房需求，2023年營運展望正向。

產品組合



單位：百萬元	2022	2023F	2024F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F
營業收入淨額	5,597	6,649	6,436	1,421	1,042	1,473	1,662	1,739	1,600	1,630	1,680	1,633
營業毛利淨額	1,865	2,325	2,293	483	259	528	589	652	548	556	570	580
營業利益	1,221	1,533	1,468	331	110	354	427	492	351	357	333	378
稅後純益	903	1,344	1,370	251	88	264	300	362	331	335	316	353
稅後EPS(元)	7.09	10.55	10.75	1.97	0.69	2.07	2.35	2.84	2.60	2.63	2.48	2.77
毛利率(%)	33.31%	34.97%	35.63%	33.97%	24.83%	35.81%	35.44%	37.48%	34.25%	34.11%	33.90%	35.52%
營業利率(%)	21.81%	23.05%	22.81%	23.27%	10.51%	24.03%	25.69%	28.30%	21.94%	21.90%	19.79%	23.15%
稅後純益率(%)	16.13%	20.21%	21.28%	17.70%	8.46%	17.90%	18.03%	20.80%	20.70%	20.57%	18.80%	21.60%
營業收入YoY/QoQ(%)	13.52%	18.78%	-3.20%	5.09%	-26.65%	41.37%	12.81%	4.63%	-7.98%	1.88%	3.07%	-2.83%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-58.53%	48.85%	1.90%	-14.65%	-64.94%	199.02%	13.68%	20.69%	-8.44%	1.25%	-5.82%	11.67%

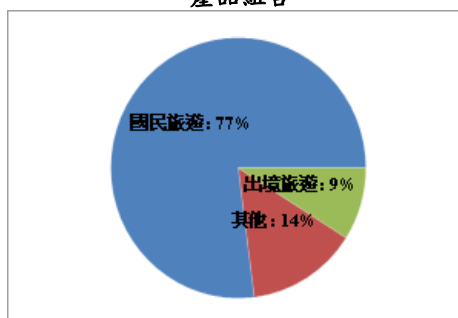
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本12.74億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

重點股：雄獅(2731 TT)

- 受惠疫後旅遊潮，雄獅1Q23稅後盈餘為0.93億元，較上季及去年同期轉虧為盈，EPS 1.08元。雄獅為台灣規模最大的旅行社，2023年營收表現將呈現逐季走高，營運展望正向。

產品組合



單位：百萬元	2022	2023F	2024F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F
營業收入淨額	3,300	17,707	20,525	546	423	782	1,549	3,292	4,405	4,805	5,205	5,605
營業毛利淨額	586	2,374	2,545	96	70	133	288	582	549	597	645	693
營業利益	-790	875	925	-202	-236	-228	-124	104	239	287	245	273
稅後純益	-684	686	708	-172	-214	-184	-114	93	183	222	188	211
稅後EPS(元)	-7.33	7.35	7.58	-1.84	-2.30	-1.97	-1.23	1.00	1.96	2.37	2.01	2.25
毛利率(%)	17.77%	13.41%	12.40%	17.49%	16.52%	17.00%	18.59%	17.69%	12.47%	12.43%	12.40%	12.37%
營業利率率(%)	-23.94%	4.94%	4.51%	-37.05%	-55.80%	-29.17%	-7.98%	3.15%	5.43%	5.98%	4.71%	4.88%
稅後純益率(%)	-20.73%	3.88%	3.45%	-31.43%	-50.69%	-23.50%	-7.39%	2.83%	4.16%	4.62%	3.62%	3.76%
營業收入YoY/QoQ(%)	87.26%	436.52%	15.92%	-4.69%	-22.57%	84.84%	98.13%	112.48%	33.83%	9.08%	8.32%	7.68%
稅後純益YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	3.16%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	97.04%	20.94%	-15.15%	11.90%

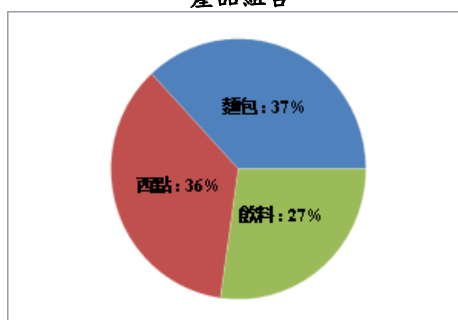
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本9.34億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

重點股：美食-KY(2723 TT)

- 美食-KY為亞洲知名的咖啡複合餐飲業者，主要以直營及加盟的模式擴展其營業據點，截至3/2023台灣有445家門市、大陸575家、香港6家、美國69家。
- 美食-KY主要的三個營運地區台灣、中國及美國營運均已擺脫疫情影響，營運展望轉為正向，預期大陸事業在2H23好轉，營運動能將會明顯上揚。

產品組合



單位：百萬元	2022	2023F	2024F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F
營業收入淨額	19,514	21,498	22,800	4,852	4,379	5,145	5,138	5,198	5,300	5,400	5,600	5,600
營業毛利淨額	11,248	12,466	13,164	2,866	2,513	2,935	2,934	3,054	3,061	3,118	3,233	3,233
營業利益	731	1,532	1,664	330	-27	221	206	331	331	388	483	433
稅後純益	483	1,185	1,299	239	-49	165	128	248	256	302	378	338
稅後EPS(元)	2.68	6.58	7.22	1.33	-0.27	0.92	0.71	1.38	1.42	1.68	2.10	1.88
毛利率(%)	57.64%	57.98%	57.74%	59.08%	57.39%	57.05%	57.10%	58.75%	57.75%	57.74%	57.73%	57.73%
營業利率率(%)	3.75%	7.13%	7.30%	6.80%	-0.61%	4.30%	4.02%	6.36%	6.24%	7.19%	8.63%	7.73%
稅後純益率(%)	2.48%	5.51%	5.70%	4.93%	-1.12%	3.21%	2.50%	4.77%	4.84%	5.60%	6.76%	6.04%
營業收入YoY/QoQ(%)	-1.75%	10.17%	6.06%	-3.45%	-9.75%	17.50%	-0.13%	1.16%	1.96%	1.89%	3.70%	0.00%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-55.81%	145.29%	9.64%	34.10%	N.A	N.A	-22.19%	93.03%	3.49%	17.94%	25.13%	-10.57%

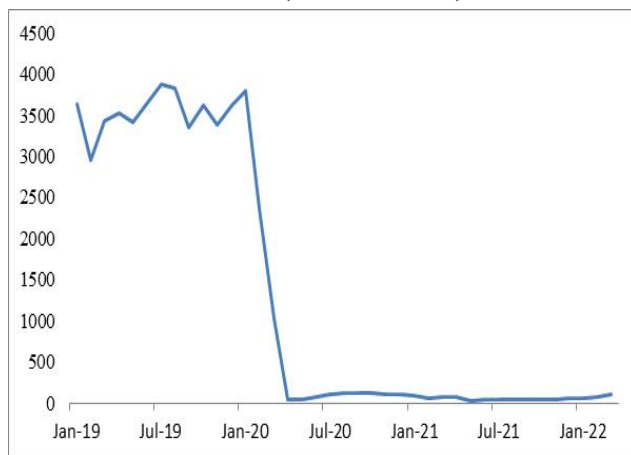
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本18.00億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

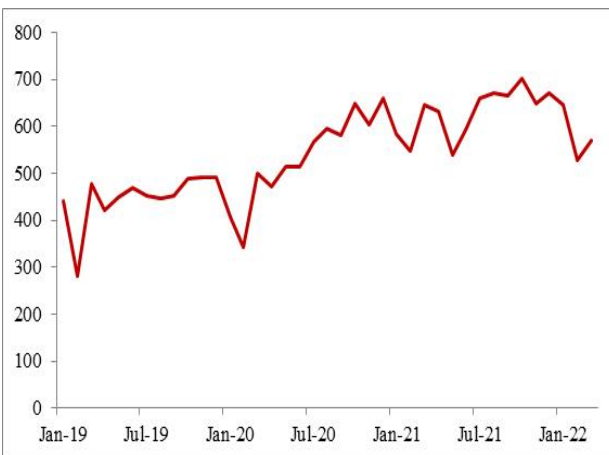
疫情期間客貨運量表現分歧

- 疫情期間，航空公司(以華航為例)客運量驟減，而貨運量則攀升至高於疫情前的水準。

客運量(收益公里數)



貨運量(收益噸公里數)



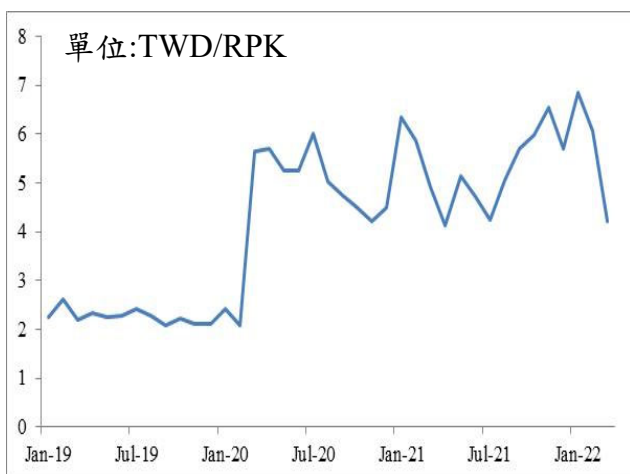
資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

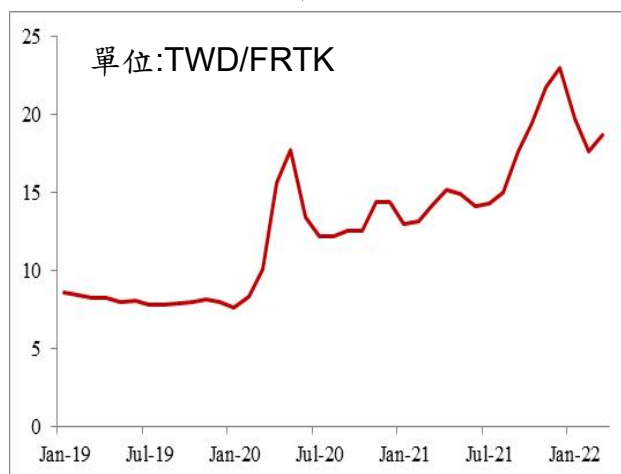
疫情期間客、貨運價格皆有提高

- 疫情期間客運及貨運的單位收益皆高於疫情前水準。

客運單位收益



貨運單位收益

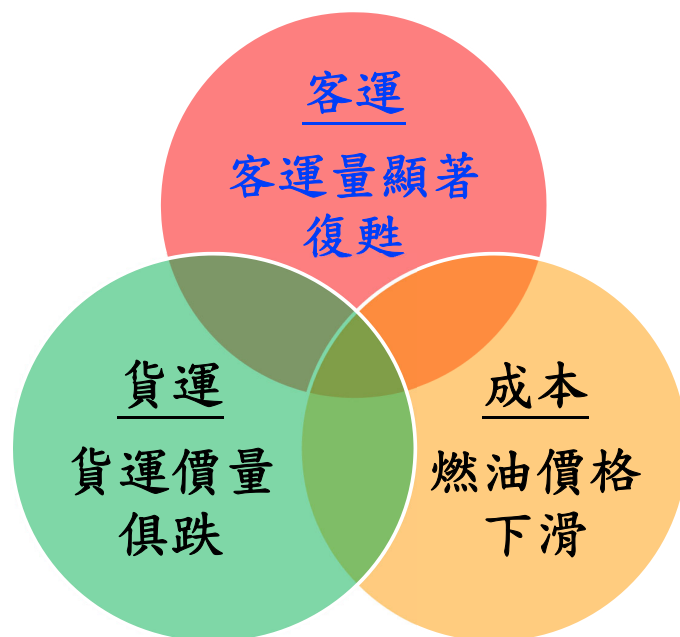


註：RPK (Revenue Passenger Kilometer, 客運收益公里數)；FRTK (貨運收益噸公里數)

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

客運接棒貨運成為營運動能來源



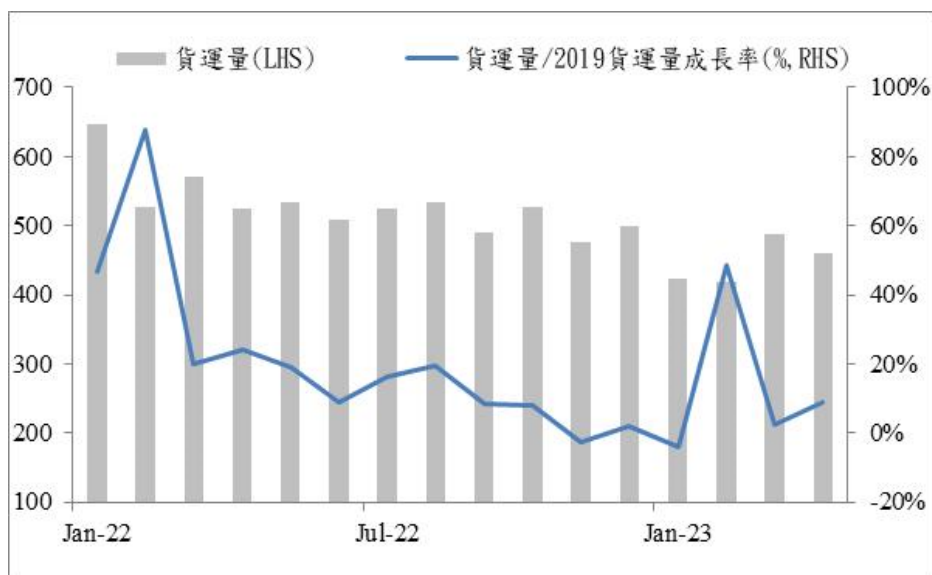
資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

國內航空貨運量，4Q23將優於3Q23

- 觀察國內航空公司2022年以來每月貨運量走勢，目前貨量已逐漸接近疫情前水準，2H23航空貨量有望恢復正常淡旺季表現，4Q23將優於3Q23。

國內航空公司貨運量



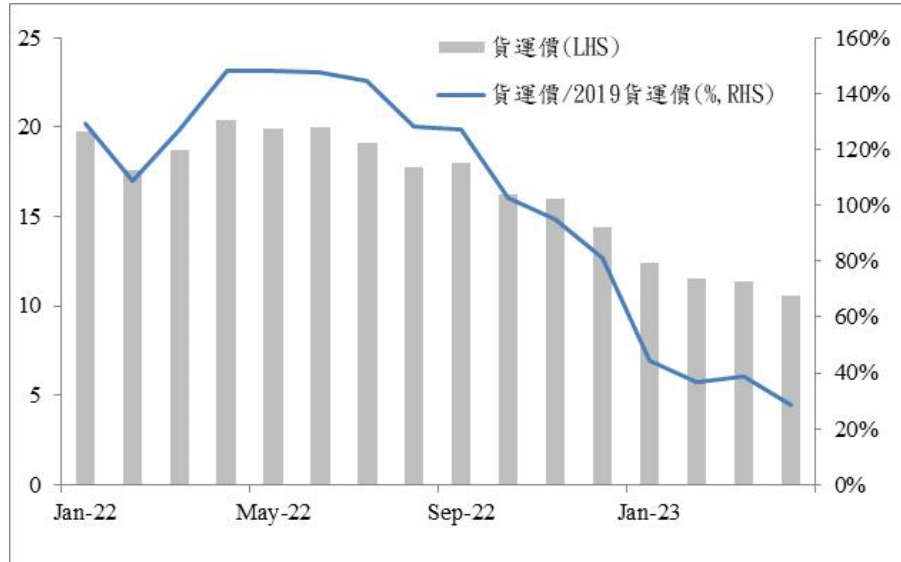
資料來源：華航，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

國內航空貨運價格2H23呈小幅走低

- 國內航空公司目前貨運價格相較於疫情前水準仍有20%~30%的漲幅，隨供需結構趨於寬鬆，預期2H23航空貨運價格呈小幅走低。

國內航空公司貨運價格走勢

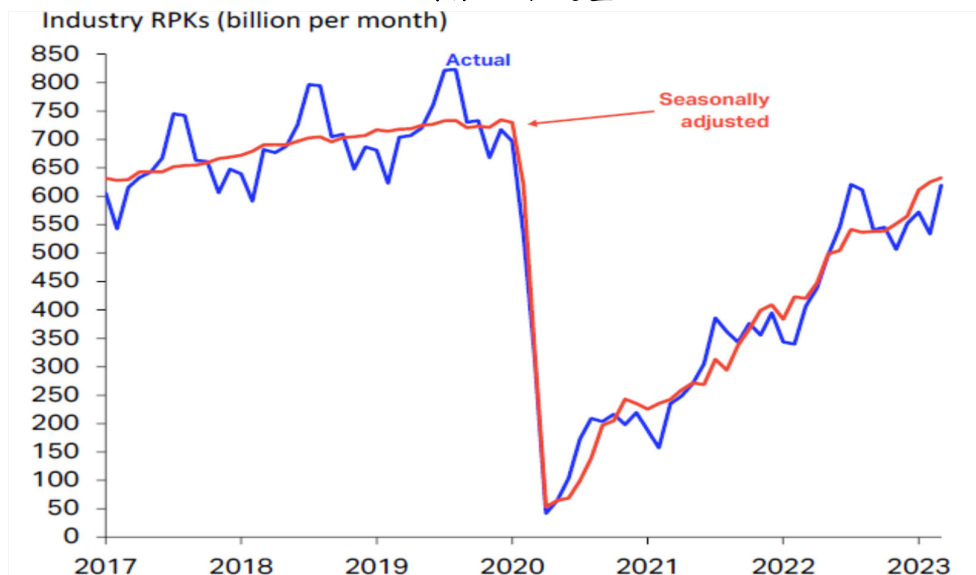


資料來源：華航，群益投顧彙整

全球客運量復甦態勢持續向上

- 目前全球客運量約恢復至2019年的85%~90%。

全球航空客運量

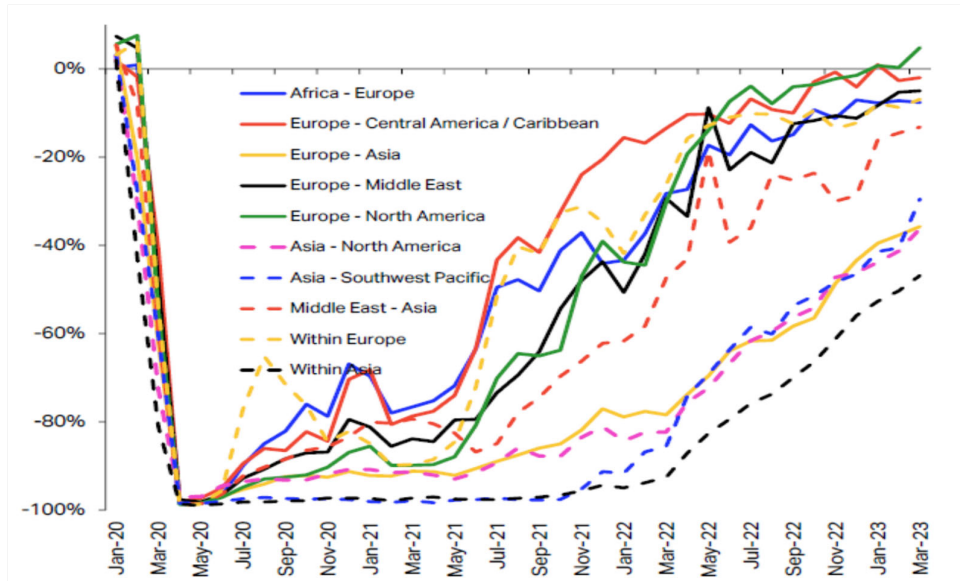


資料來源：IATA，群益投顧彙整

亞洲區域的國際客運量恢復相對緩慢

- 各區域而言，亞洲區的國際客運量恢復速度較為緩慢，主因在於邊境管制開放較慢。

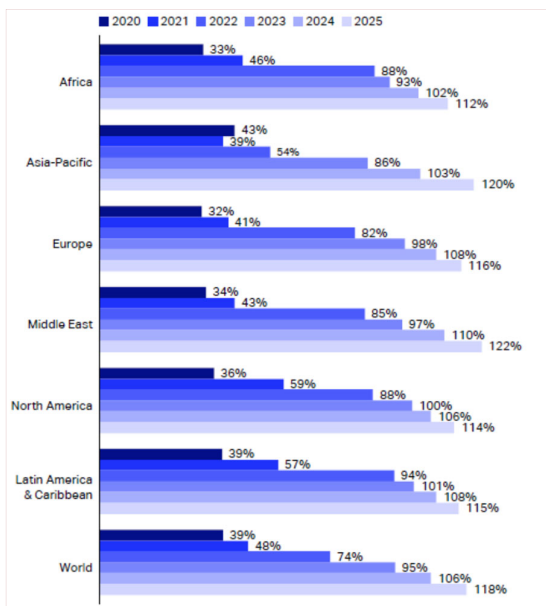
各區域國際客運量



資料來源：IATA，群益投顧彙整

預計2024年客運市場回到疫情前水準

IATA對於全球航空客運量預估



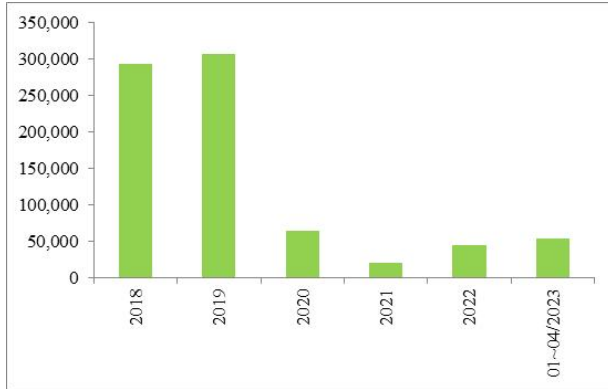
- 根據IATA預估，全球航空客運量自2020年落底後維持逐年成長。
- IATA預估歐美市場2023年航空客運量即可恢復至2019年的98%~100%，而亞洲市場預計2023年恢復至2019年的86%、至2024年完全回到疫情前水準。

資料來源：IATA，群益投顧彙整

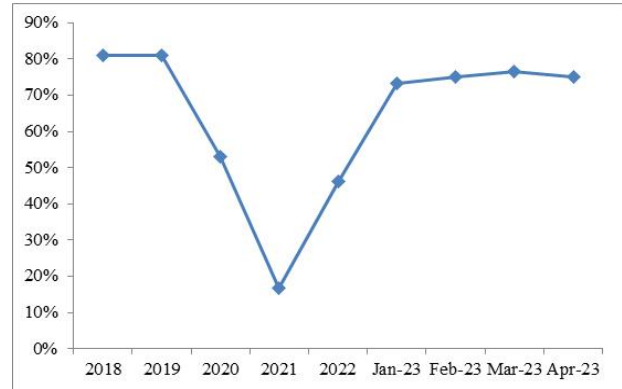
台灣機場國際航線飛航班次逐漸恢復

- 目前台灣國際航線飛航班次約恢復到疫情前的50%~60%。
- 國際航班載客率由2021年的17%逐漸恢復至75%。

台灣機場國際航線飛航班次變化



台灣機場國際航線載客率

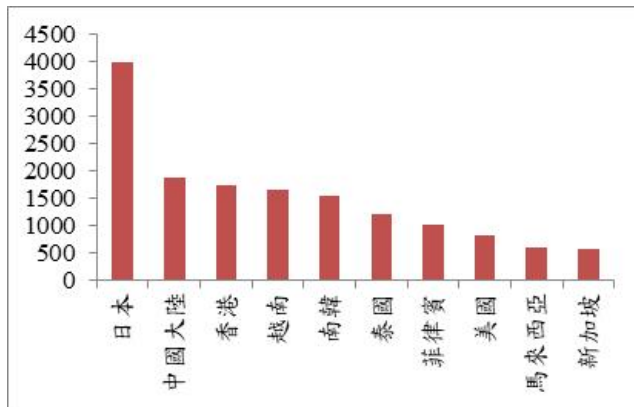


資料來源：民航局，群益投顧彙整

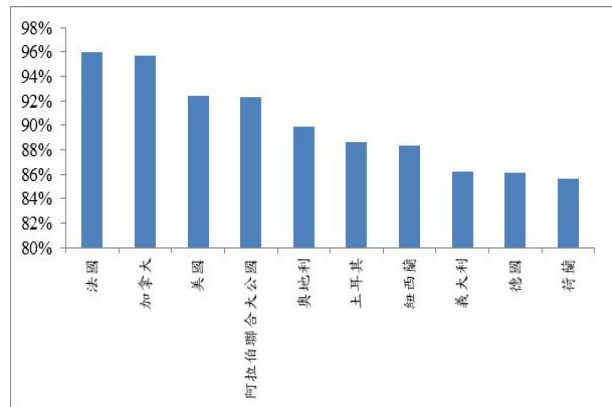
日本為主要增班航點

- 日本仍是目前航空公司主要增班的目的地，而歐美線則是載客率最高的航點。

04/2023飛航班次(按國家)



各航點載客率



資料來源：民航局，群益投顧彙整

客運量回升態勢明顯

- 隨邊境政策陸續鬆綁，2H22以來國內航空公司客運量顯著回升，目前客運量已恢復至疫情前的80%~90%。
- 3Q23進入暑期旺季，將帶動客運量進一步增長。

國內航空公司客運量變化



資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

2H23客運價格前高後低

- 目前客運單價相較於疫情前漲幅約20%~30%。
- 客運價在3Q23客運旺季期間仍可望維持高檔，4Q23客運價將有所回落。

國內航空公司客運單價變化



資料來源：華航，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

兩岸航線有望開放雙向旅遊

國台辦05/19/2023宣布恢復旅行社經營台灣民眾赴陸團隊遊業務。

陸委會表示透過既有溝通機制的旅遊小兩會，不難達成共識，可早日開放雙向旅遊。

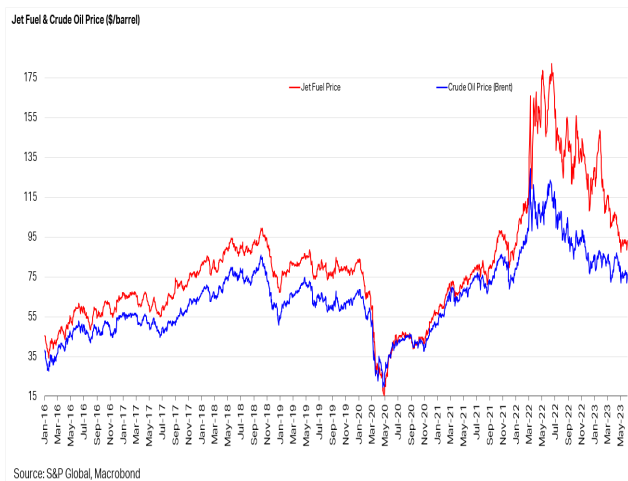
兩岸人流限制完全開放後有利航空公司兩岸往返人次的回溫，然載客率的變化則需視航空公司航班增班速度而定，目前對於政策開放的效益持平看待。

資料來源：IATA，群益投顧彙整

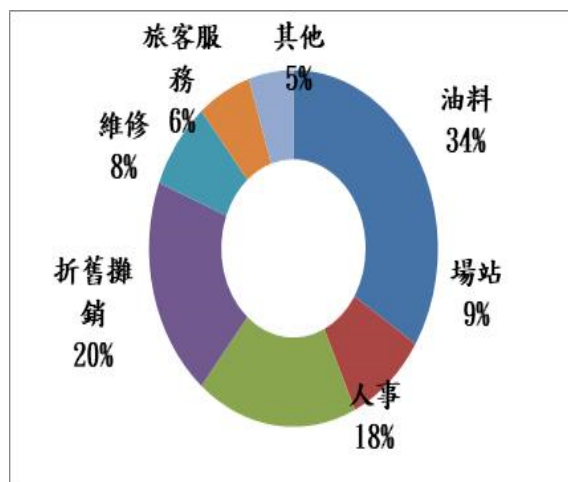
燃油價格下跌舒緩成本壓力

- 航空公司1Q23成本結構中，燃油比重約34%。
- 航空燃油價格持續走跌，有望舒緩航空公司成本壓力。

航空燃油價格走跌



航空公司1Q23成本結構



資料來源：IATA，群益投顧彙整

航空燃油價格變動對華航EPS影響數

油價變動金額(美元/桶)	2	4	6	8	10
燃油成本變動金額(千元台幣)	1,067,500	2,135,000	3,202,500	4,270,000	5,337,500
對華航EPS影響數	0.18	0.36	0.53	0.71	0.89

航空燃油價格變動對長榮航EPS影響數

航空燃油增加金額(美元/桶)	2	4	6	8	10
燃油成本變動金額(千元台幣)	915,000	1,830,000	2,745,000	3,660,000	4,575,000
對長榮航EPS影響數	0.17	0.34	0.51	0.68	0.85

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

63

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

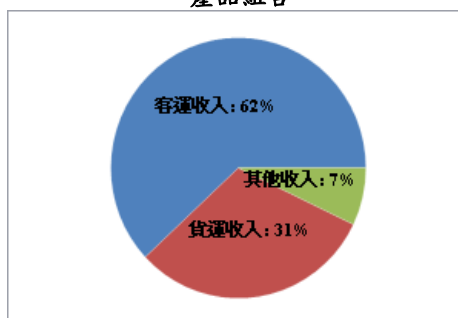
結論

- 貨運在疫情期間成為台灣航空公司主要獲利來源，疫情結束後，貨運的獲利貢獻恐呈下滑。
- 疫情後時代，航空業客運量回升態勢明顯，客運有望接棒貨運成為營運成長主要動能。
- 航空燃油價格下跌，有利舒緩航空公司營運成本壓力。
- 相關個股：長榮航(2618 TT)、華航(2610 TT)。

重點股：華航(2610 TT)

- 燃油價格下跌、客運量復甦動能推升獲利逐季走高。
- 預估華航2022年稅後獲利YoY+309.9%，EPS 1.95元。

產品組合



單位：百萬元	2022	2023F	2024F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F
營業收入淨額	150,722	177,053	178,557	37,233	36,852	37,698	38,939	42,692	44,693	46,900	42,768	42,180
營業毛利淨額	11,370	29,391	22,497	5,499	2,698	1,680	1,493	5,198	8,414	10,114	5,664	4,080
營業利益	2,585	15,682	9,027	3,626	960	-337	-1,664	1,826	5,017	6,597	2,243	790
稅後純益	2,860	11,721	6,188	3,072	420	126	-759	1,306	3,837	5,033	1,545	378
稅後EPS(元)	0.48	1.95	1.03	0.51	0.07	0.02	-0.13	0.22	0.64	0.84	0.26	0.06
毛利率(%)	7.54%	16.60%	12.60%	14.77%	7.32%	4.46%	3.83%	12.18%	18.83%	21.57%	13.24%	9.67%
營業利率率(%)	1.71%	8.86%	5.06%	9.74%	2.61%	-0.89%	-4.27%	4.28%	11.23%	14.07%	5.24%	1.87%
稅後純益率(%)	1.90%	6.62%	3.47%	8.25%	1.14%	0.33%	-1.95%	3.06%	8.58%	10.73%	3.61%	0.90%
營業收入YoY/QoQ(%)	8.56%	17.47%	0.85%	-21.06%	-1.02%	2.29%	3.29%	9.64%	4.69%	4.94%	-8.81%	-1.37%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-69.51%	309.90%	-47.20%	-60.73%	-86.32%	-70.02%	N.A	N.A	193.82%	31.18%	-69.30%	-75.52%

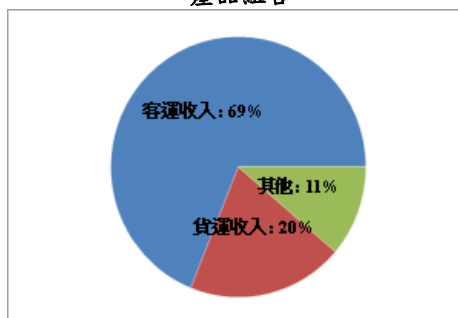
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本601.35億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

重點股：長榮航(2618 TT)

- 燃油價格下跌、客運量復甦動能推升獲利逐季走高。
- 預估長榮航2022年稅後獲利YoY+213.26%，EPS 4.14元。

產品組合



單位：百萬元	2022	2023F	2024F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F
營業收入淨額	138,069	188,326	182,470	30,090	33,331	35,205	39,442	44,426	46,861	49,931	47,109	45,278
營業毛利淨額	19,712	44,444	38,098	6,492	4,747	3,880	4,592	9,224	11,354	13,288	10,578	11,481
營業利益	9,798	31,420	25,054	4,205	2,466	1,258	1,869	6,273	8,074	9,793	7,280	8,221
稅後純益	7,091	22,214	16,938	3,350	1,803	1,237	702	4,498	5,649	7,007	5,060	5,816
稅後EPS(元)	1.32	4.14	3.16	0.62	0.34	0.23	0.13	0.84	1.05	1.31	0.94	1.08
毛利率(%)	14.28%	23.60%	20.88%	21.58%	14.24%	11.02%	11.64%	20.76%	24.23%	26.61%	22.45%	25.36%
營業利率率(%)	7.10%	16.68%	13.73%	13.97%	7.40%	3.57%	4.74%	14.12%	17.23%	19.61%	15.45%	18.16%
稅後純益率(%)	5.14%	11.80%	9.28%	11.13%	5.41%	3.51%	1.78%	10.12%	12.05%	14.03%	10.74%	12.84%
營業收入YoY/QoQ(%)	32.92%	36.40%	-3.11%	-12.06%	10.77%	5.62%	12.03%	12.64%	5.48%	6.55%	-5.65%	-3.89%
稅後純益YoY/QoQ(%)	7.31%	213.26%	-23.75%	-53.34%	-46.18%	-31.39%	-43.21%	540.43%	25.59%	24.04%	-27.78%	14.92%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本536.57億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

生技產業

--終止肥胖趨勢，減重減脂一起來



肥胖的世界：肥胖-BMI 30以上

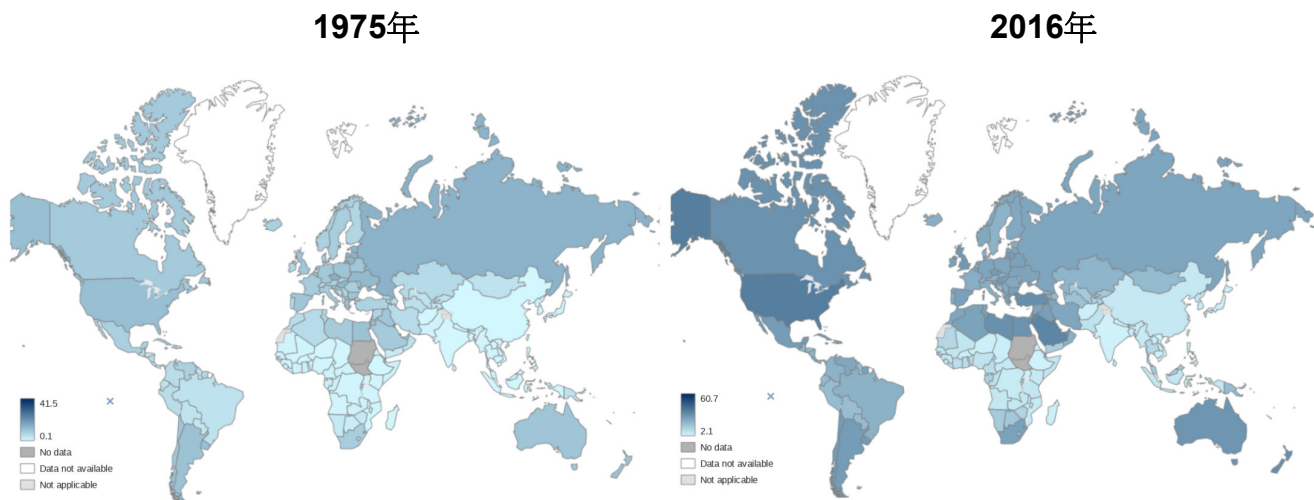
- 根據世界衛生組織(WHO)定義，BMI（身體質量指數）30 kg/m²以上為肥胖，BMI 25~30 kg/m²則是過重。
- 亞洲成人的過重指標低於世界平均，各國分別制定各自的過重和肥胖分界值。如新加坡，過重標準是23以上，肥胖標準是27.5以上。台灣則分別為24、27。

WHO CLASSIFICATION OF WEIGHT STATUS	
WEIGHT STATUS	BODY MASS INDEX (BMI), kg/m ²
Underweight	<18.5
Normal range	18.5 – 24.9
Overweight	25.0 – 29.9
Obese	≥ 30
Obese class I	30.0 – 34.9
Obese class II	35.0 – 39.9
Obese class III	≥ 40

$$\text{BMI} = \frac{\text{體重 (公斤)}}{\text{身高}^2 \text{ (公尺)}}$$

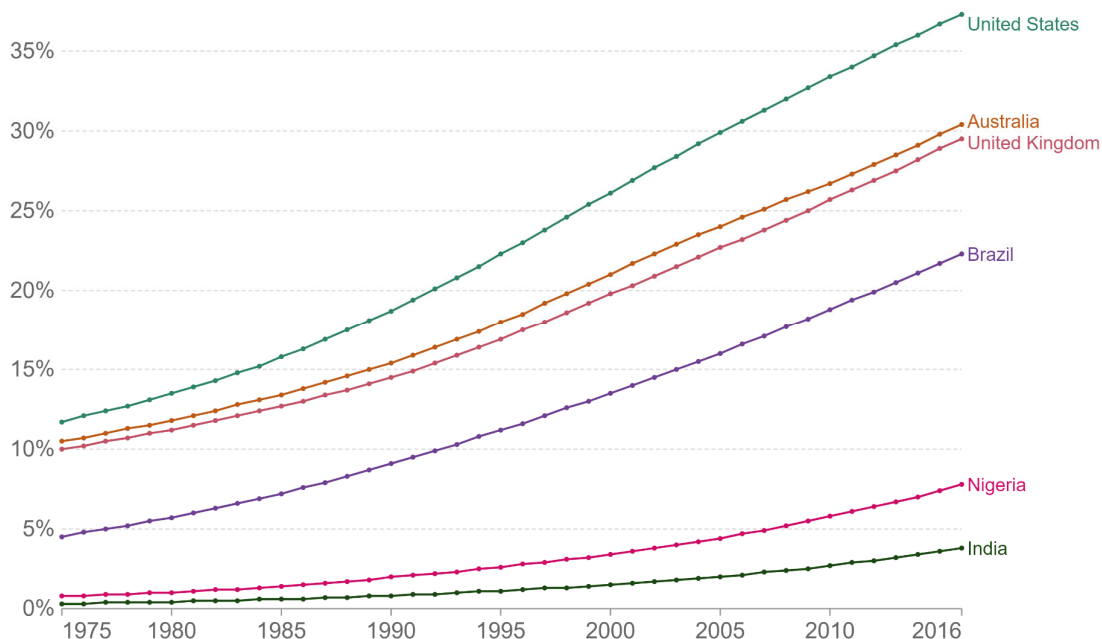
全球肥胖盛行率

- 2016年，全球有超過19億成人過重，其中超過6.5億人達到肥胖標準，相當於13%成人人口。
- 肥胖盛行率從1975到2016年間已增加至3倍之多。

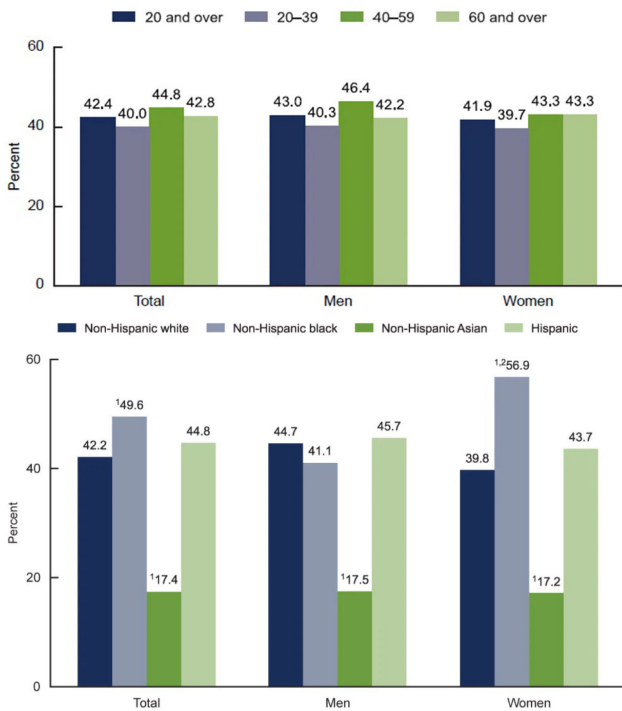


肥胖盛行率逐年上升

- 肥胖盛行率逐年上升，非高收入國家也呈現相同趨勢。

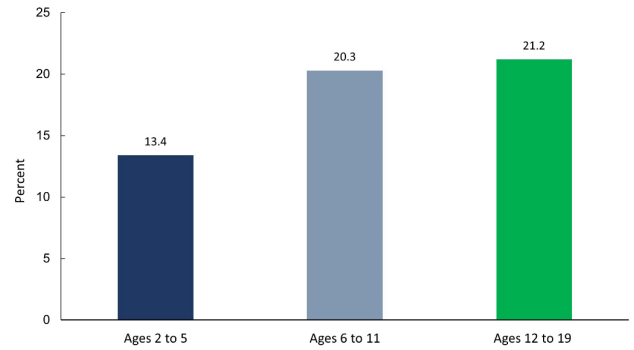


成人



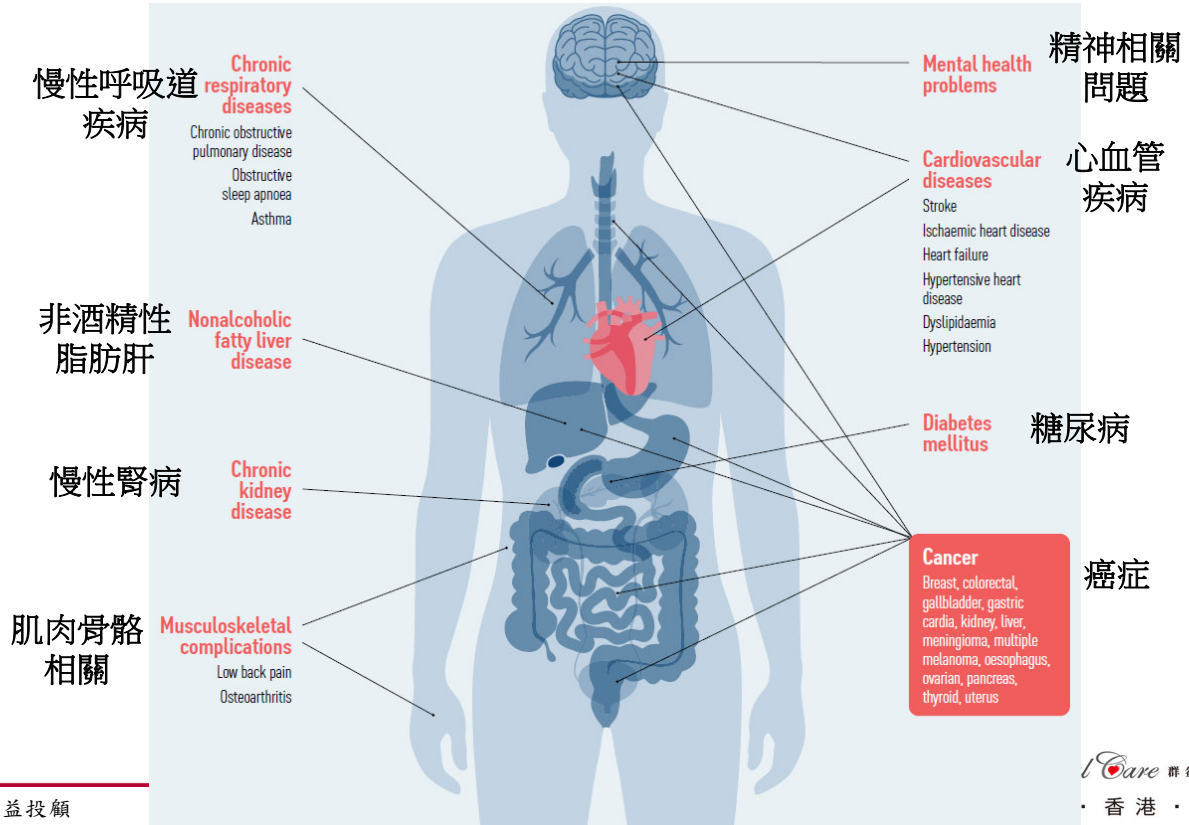
- 美國肥胖盛行率自2017年起已超過40%，成人中，不同年齡層或性別間並無顯著的差異；亞裔族群肥胖盛行率較低。
- 在青少年中，也有約20%的肥胖盛行率。

青少年



資料來源：NIDDK

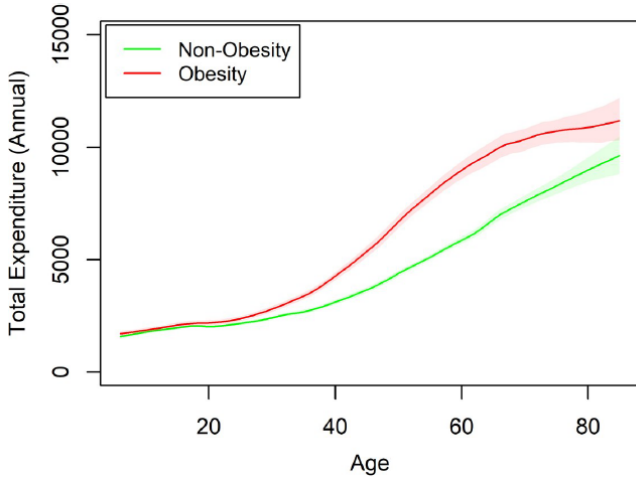
Capital Care 群益關心您



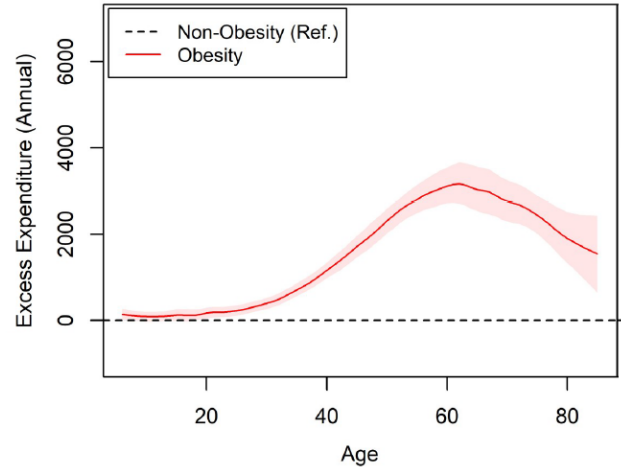
肥胖造成額外醫療支出

- 2019年，美國在肥胖相關的醫療支出將近1730億美元。
- 平均每人每年多支出 1,861美元醫療費用；重度肥胖者更是增加至 3,097美元。

醫療費用總支出



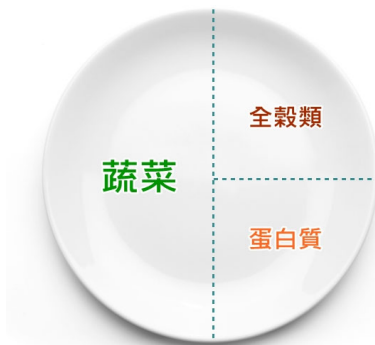
因肥胖的額外醫療支出



資料來源：PLOS ONE, 2021

減重方法

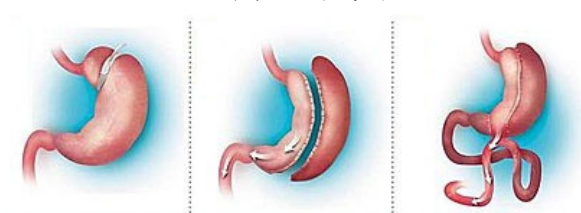
飲食控制



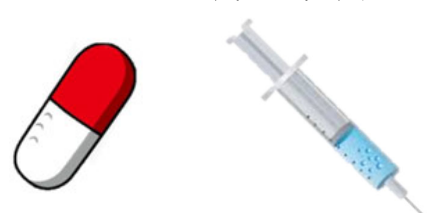
運動



減重手術



減重藥物



諾美婷明起下市同成分減肥藥回收

2010年10月10日

首頁 / 重點新聞

- 亞培產品 Meridia®，內含成分可能有加重心血管疾病的風險。
- 1997-2010

減肥藥沛麗婷恐致癌 食藥署宣布廢證永久禁用

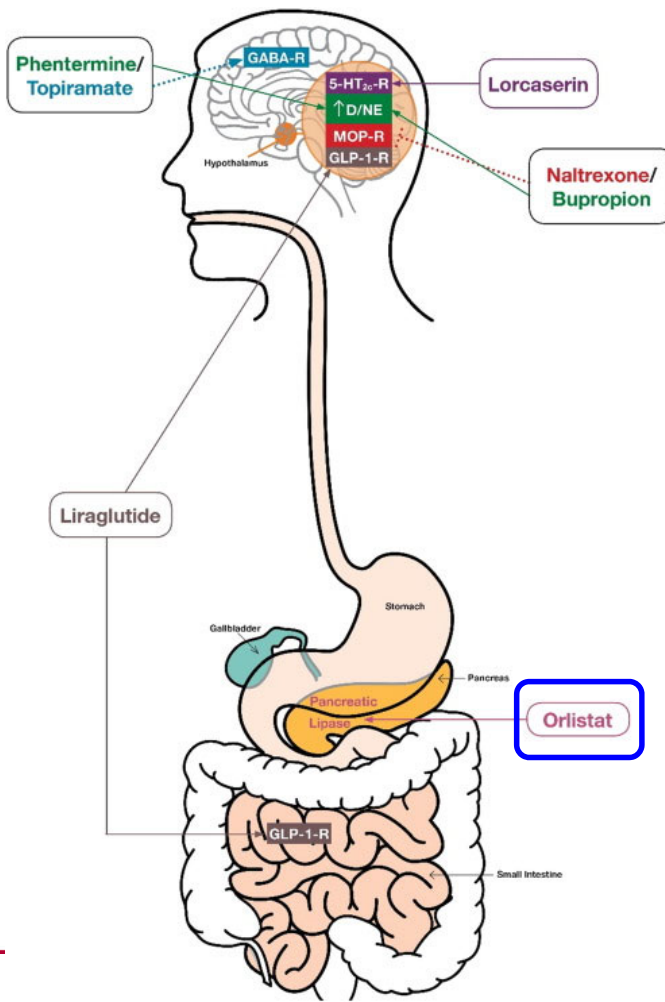
2020/7/16 11:18 (7/16 13:19 更新)

- Arena/Eisai產品 Belviiq®，可能增加罹患癌症的風險。
- 2012-2020



近20年FDA核准之減重藥物



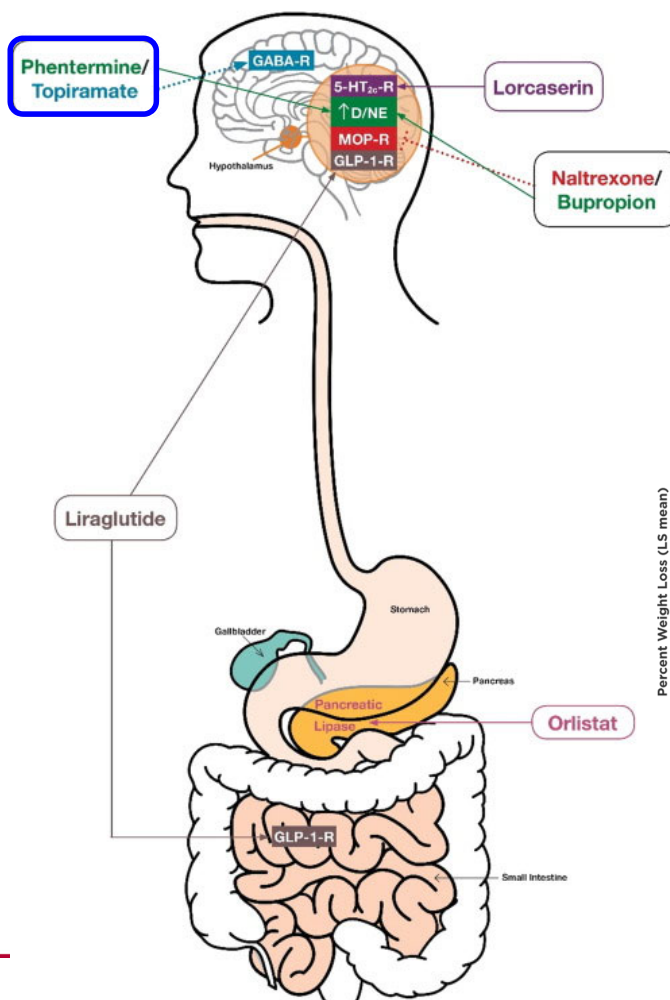


減重藥物-Xenical

- 作用機制
 - **腸胃道**：抑制食物消化過程所需的酵素，進而阻止食物的消化、吸收。
 - 1999 年，Orlistat (Xenical, 羅氏鮮)，脂肪酶抑制劑。
 - 在五組大型臨床試驗中，35~55%受試者減少體重5%以上 (vs 對照組16~27%)；16~25%受試者減少體重10%以上 (vs 對照組4~12%)

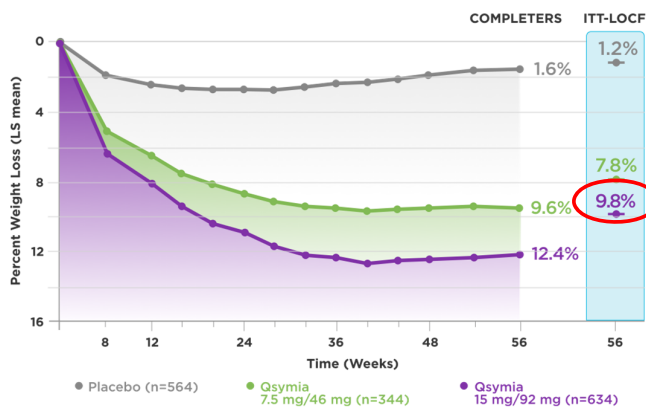
常見副作用：排便次數增加、油便、脹氣等。警語和注意事項：脂溶性維生素吸收減少、肝損傷、膽結石等。

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海



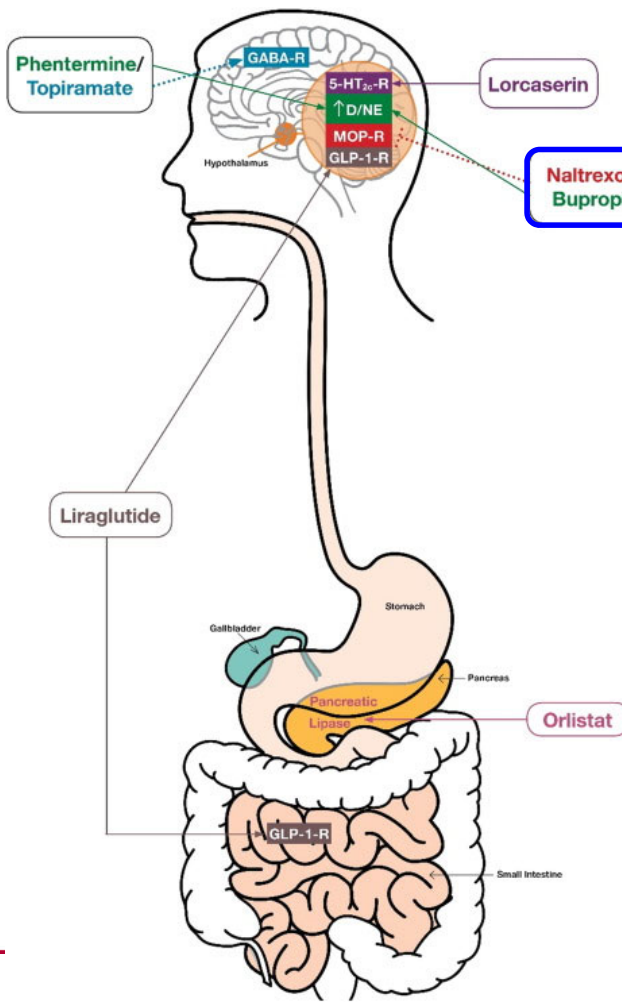
減重藥物-Qsymia

- 作用機制
 - **大腦**：降低食慾
 - 2012年，Qsymia (Phentermine/Topiramate)



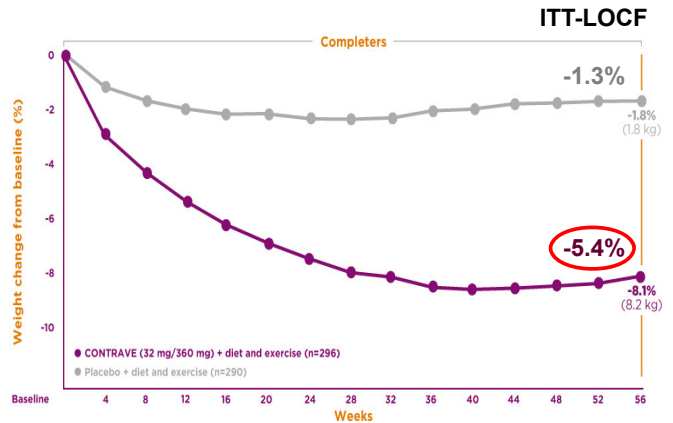
常見副作用：口乾、便秘、感覺異常等。警語和注意事項：胎兒毒性、自殺傾向、心跳加速、認知障礙等。

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海



減重藥物-Contrave

- 作用機制
 - 大腦：降低食慾
 - 2014年，Contrave (Naltrexone/Bupropion，康纖芙)



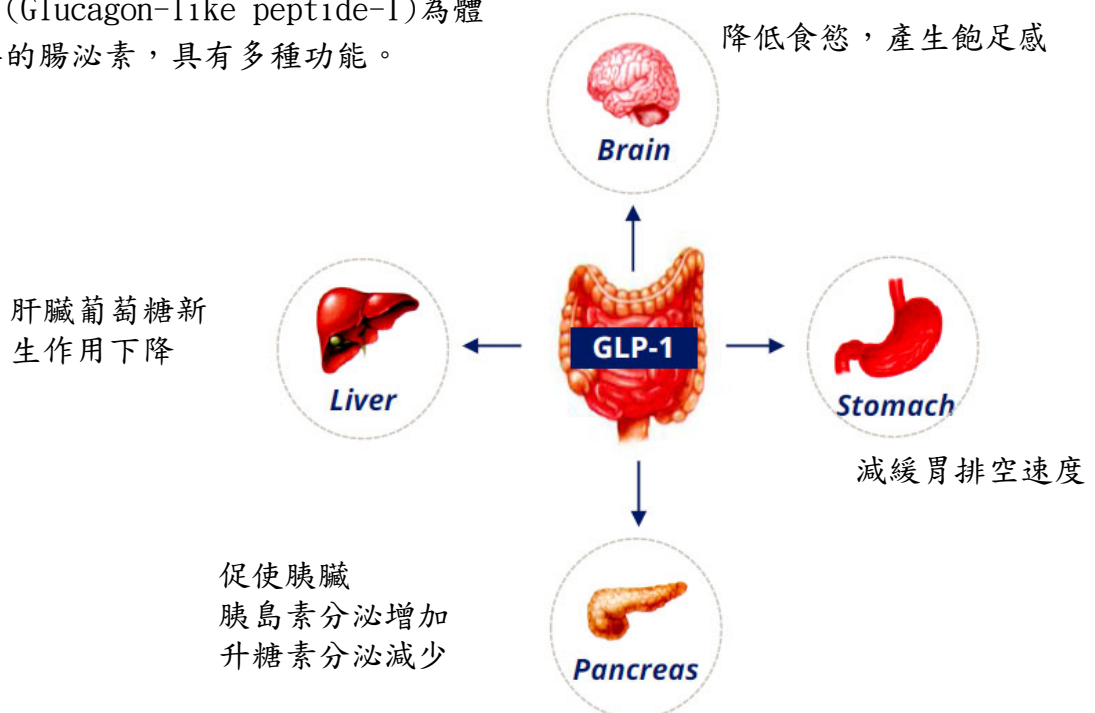
常見副作用：噁心、便秘、頭痛、嘔吐。警語和注意事項：自殺傾向、癲癇發作、血壓或心跳速率上升、過敏反應等。

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

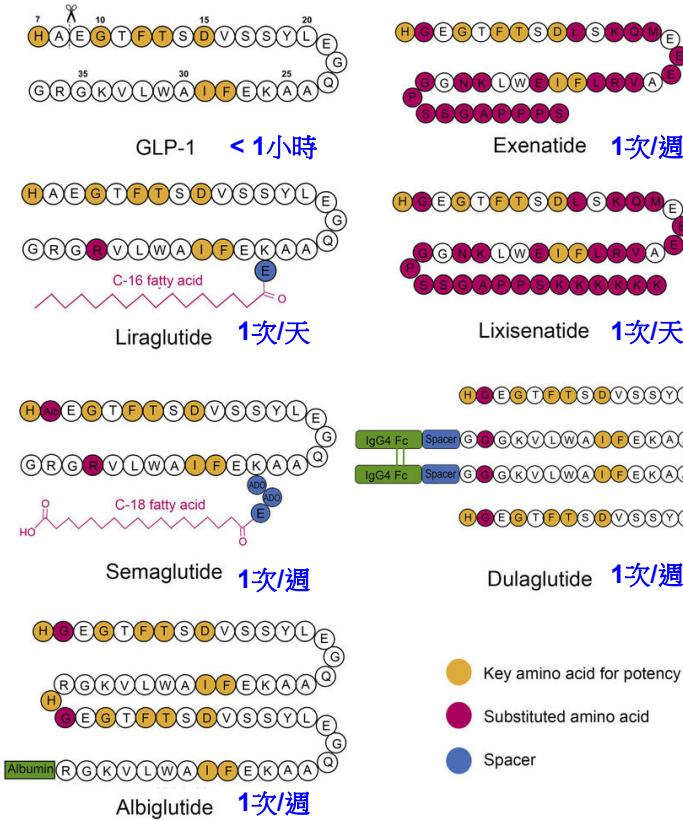


GLP-1是體內主要的腸泌素

- GLP-1 (Glucagon-like peptide-1)為體內主要的腸泌素，具有多種功能。



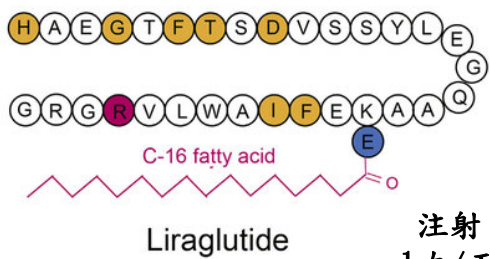
開發GLP-1 RAs作為糖尿病治療藥物



- GLP-1 受體促效劑 (GLP-1 receptor agonists, GLP-1 RAs)，或稱GLP-1類似物(GLP-1 analogue)被開發作為糖尿病治療藥物。
- 內生性的GLP-1是帶有~30個胺基酸的胜肽，在體內易被酵素分解，半衰期非常短。藉由替換部分胺基酸，與脂肪酸、白蛋白鍵結等方式開發出較長效的產品。

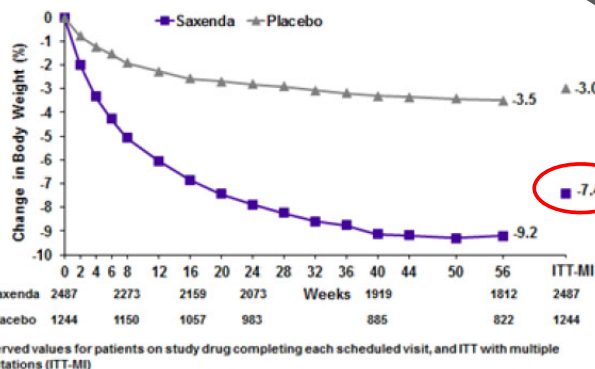
← FDA核准用於治療糖尿病之GLP-1 RAs

減重藥物-Saxenda

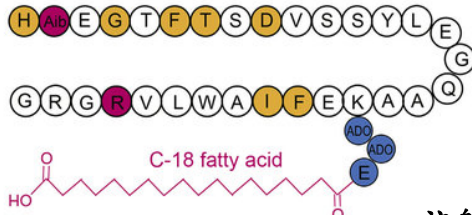


糖尿病

肥胖



減重藥物-Wegovy

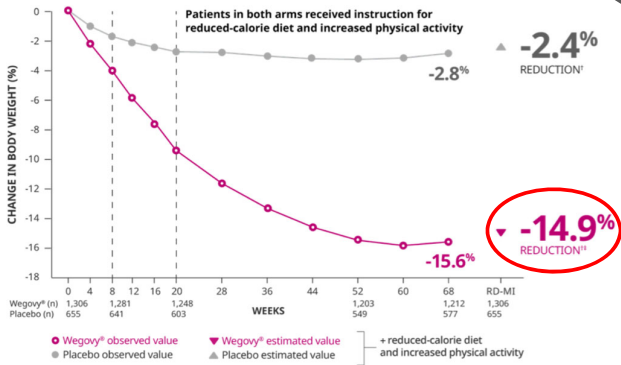


注射
1次/週

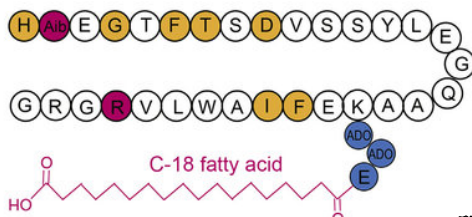
糖尿病



肥胖



口服 GLP-1 RA 減重藥物



口服
1次/天

糖尿病



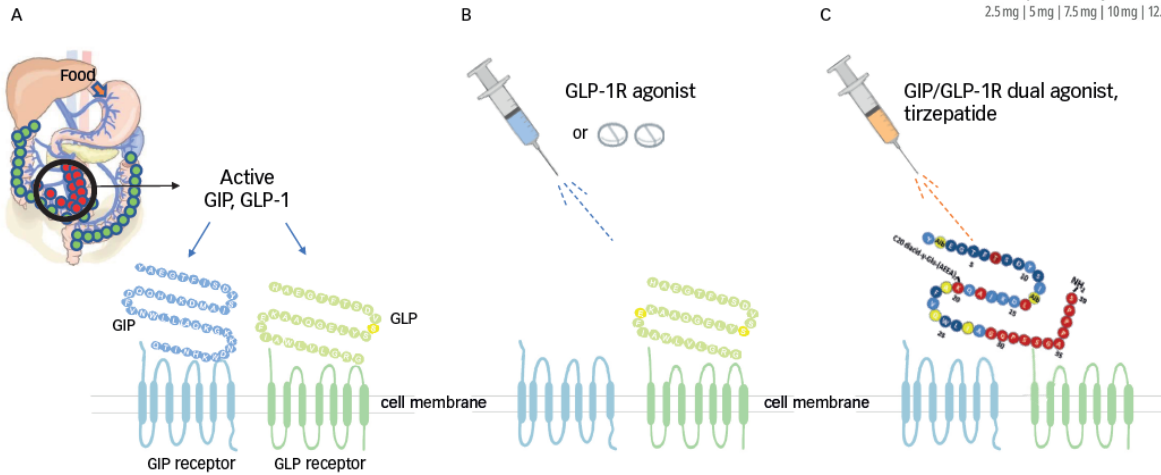
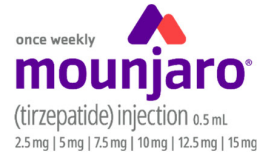
肥胖

- 諾和諾德 (Novo Nordisk) 於 05/2023 公布針對減重的臨床三期數據 (OASIS 1)。經過 68 週的治療，口服 Semaglutide 減重達 15.1% (vs 安慰劑組 2.4%)。

2023年將提出藥證申請

Tirzepatide 來勢洶洶

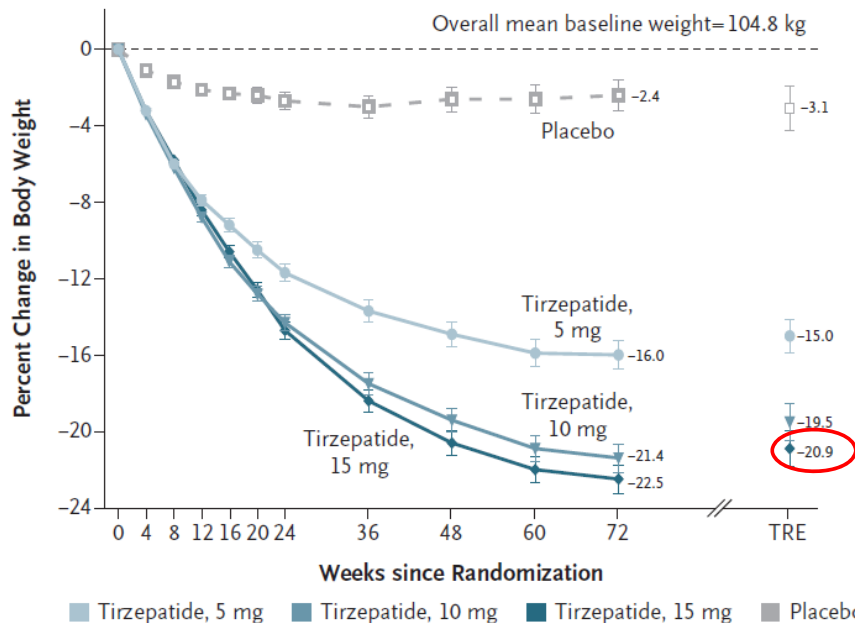
- 禮來 (Eli Lilly) 所開發的 Tirzepatide 是 GLP-1、GIP (glucose-dependent insulinotropic polypeptide) 雙受體促效劑。GIP 及 GLP-1 對於胰島素刺激的效果類似，且有彼此加乘的效果。
- FDA 於 05/2022 核准用於治療糖尿病，商品名 Mounjaro。



資料來源：touchREVIEWS in Endocrinology, 2022

Tirzepatide 減重臨床數據優異

- 臨床三期試驗結果，使用 72 週後，最高劑量組別平均減重超過 20%。禮來將以滾動提交方式提出藥證申請。



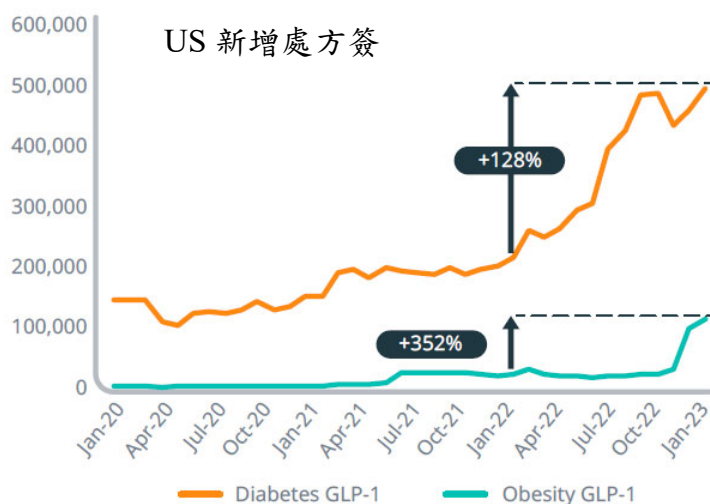
資料來源：Eli Lilly

- 目前用於肥胖治療的GLP-1受體促效劑藥物。

	Liraglutide	Semaglutide		Tirzepatide
	注射(1次/天)	注射(1次/週)	口服(1次/天)	注射(1次/週)
糖尿病	Victoza	Ozempic	Rybelsus	Mounjaro
肥胖	Saxenda	Wegovy	2023年申請藥證	2023年申請藥證
	做為低熱量飲食及增加體能活動之輔助療法，適用對象為成人且初始BMI為 ✓ $\geq 30 \text{ Kg/m}^2$ ，或 ✓ $\geq 27 \text{ Kg/m}^2$ 至 $< 30 \text{ Kg/m}^2$ ，且至少患有一項體重相關共病症，例如血糖異常、高血壓、血脂異常、阻塞性睡眠呼吸中止或心血管疾病。			
常見副作用	胃腸道問題，包括噁心、腹瀉、便秘、嘔吐			
黑框警語	✓ 在小鼠和大鼠中，會提高甲狀腺C細胞腫瘤(腺瘤及惡性腫瘤)發生率...目前並不清楚是否會在人體內造成甲狀腺C細胞腫瘤。 ✓ 禁用於本身或家族有甲狀腺髓質癌病史，或罹患第二型多發性內分泌腫瘤症候群的病人；應提醒病人注意甲狀腺腫瘤的症狀。			

需求上升，供應吃緊

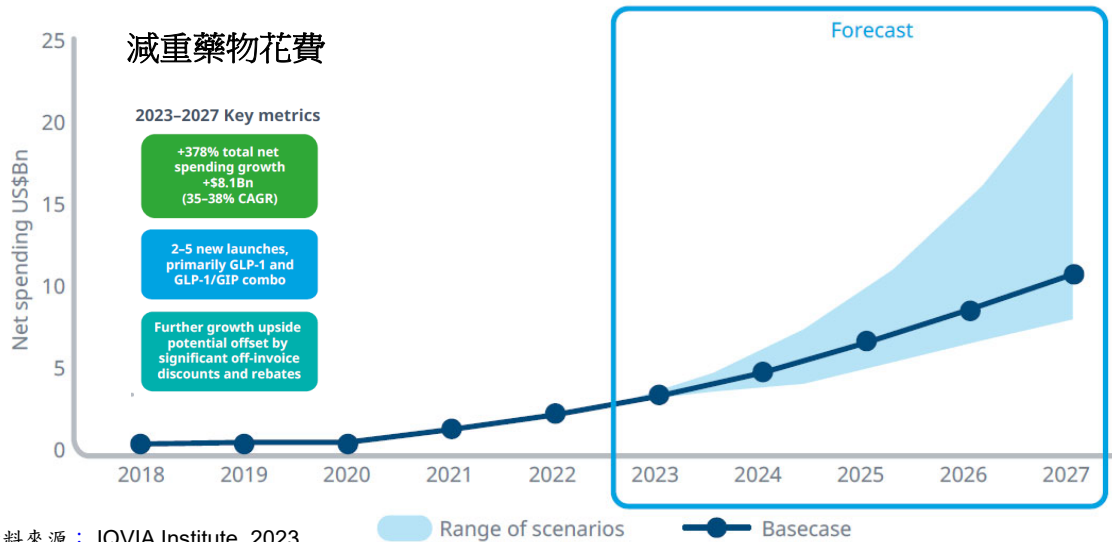
- GLP-1 類別之藥物需求快速增加，美國用於糖尿病和肥胖的新增處方簽在過去1年成長幅度超過100%。
- 需求增速過快造成2022年起陸續出現缺貨的狀況，Novo Nordisk 除了尋找CMO加入生產供應外，也放緩了在全球上市的速度及暫停部分廣告宣傳計畫。



資料來源：IQVIA Institute, 2023

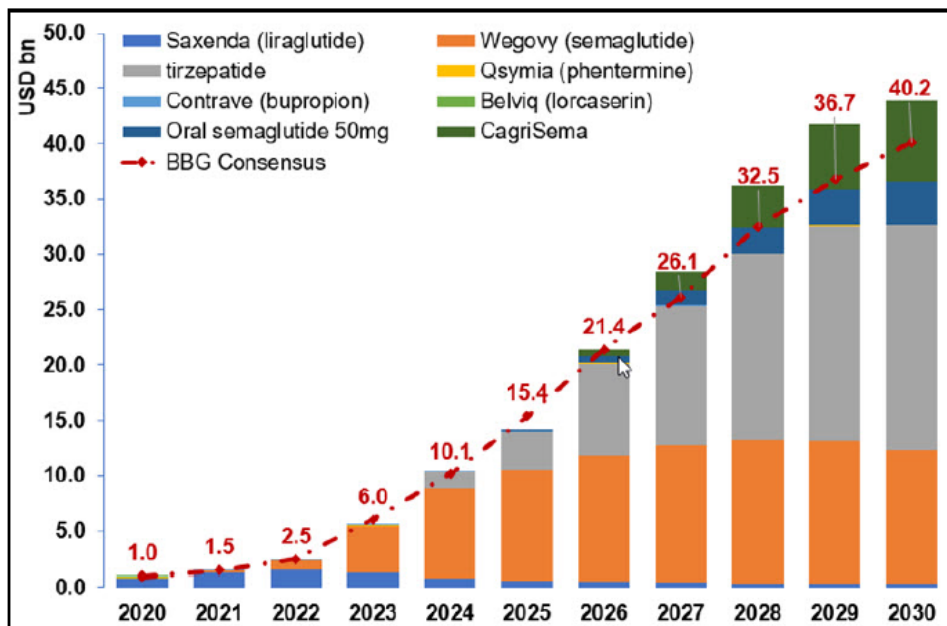
市場預估-1

- 美國在減重藥物的花費由2018年的5億美元上升到2022年的21億美元。在現行保險給付基礎下，IQVIA預估2027年將增加至70億美元。
- 若在樂觀條件下(如保險給付放寬)，將會增加至200億美元。



市場預估-2

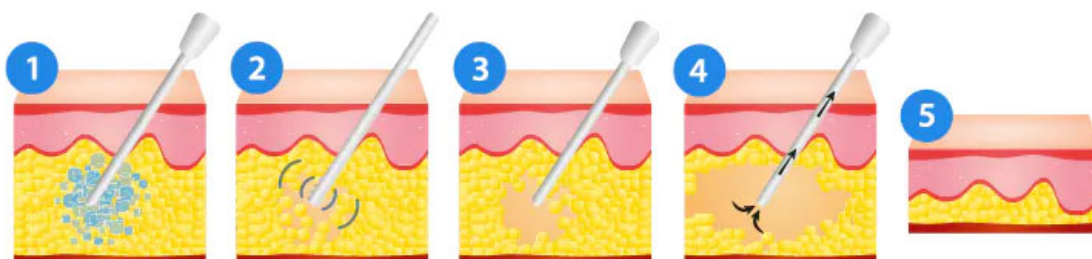
- BBG預測2030年全球減重藥物年銷售可達440億美元。





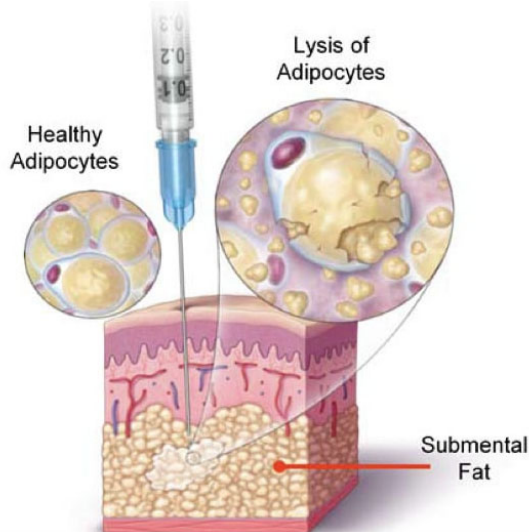
減脂-抽

- 傳統抽脂：利用抽脂管深入到皮下組織的脂肪層中，直接以負壓抽吸的力量將脂肪吸出。
- 水刀抽脂：利用水的壓力沖刷脂肪組織。
- 超音波抽脂：利用超音波震散脂肪(Ultra-Z, VASER)。
- 麻醉，術後須穿塑身衣



減脂-溶

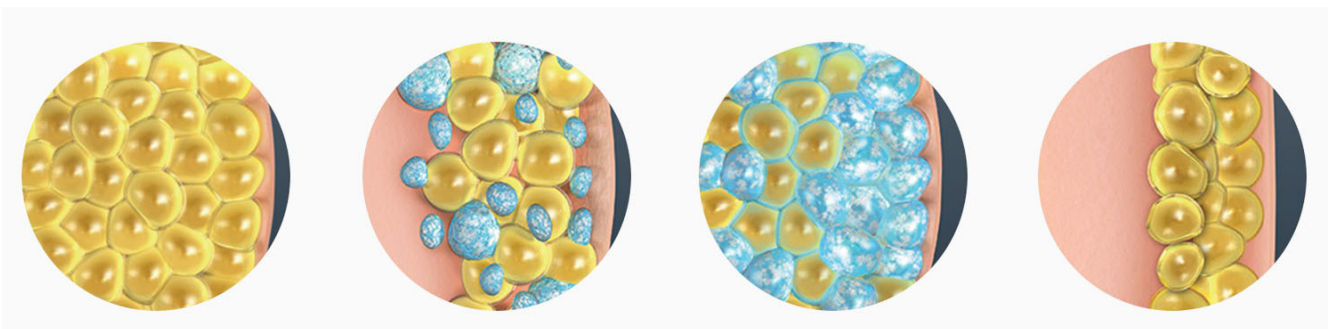
- 直接將具有破壞細胞膜功用的化學分子注射到脂肪組織，使脂肪細胞溶解，溶解後自然被人體代謝排出。
- KYBELLA® 是FDA核准的溶脂產品，內含去氧膽酸(Deoxycholic acid, DCA)，用於治療雙下巴。



減脂-凍

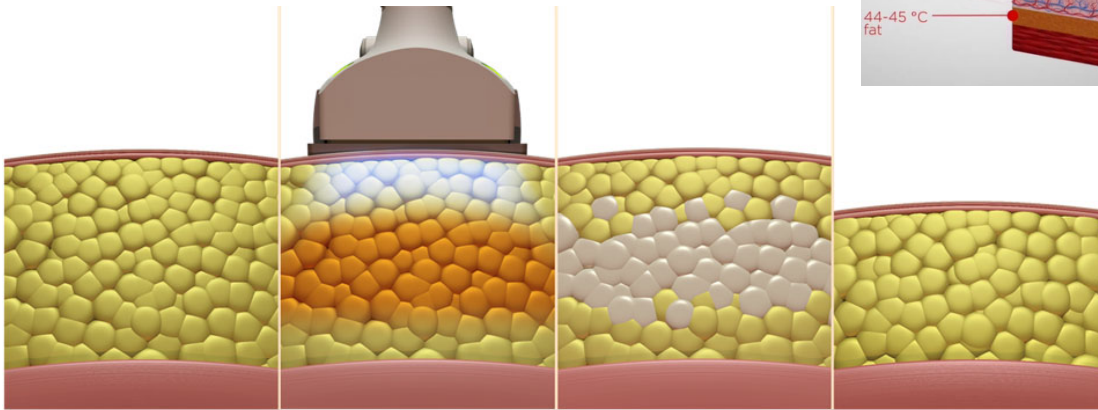
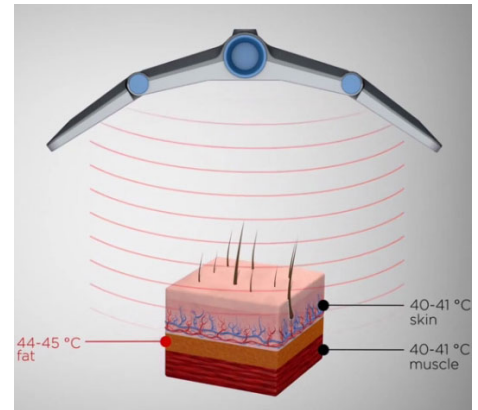
- 利用脂肪細胞對冷敏感的特性。
- 以探頭吸附皮膚和皮下脂肪，探頭的兩端將熱量吸出降溫，因脂肪降溫後會形成微結晶，引起發炎反應、細胞溶解，免疫細胞再將其吞噬。

冷凍減脂過程



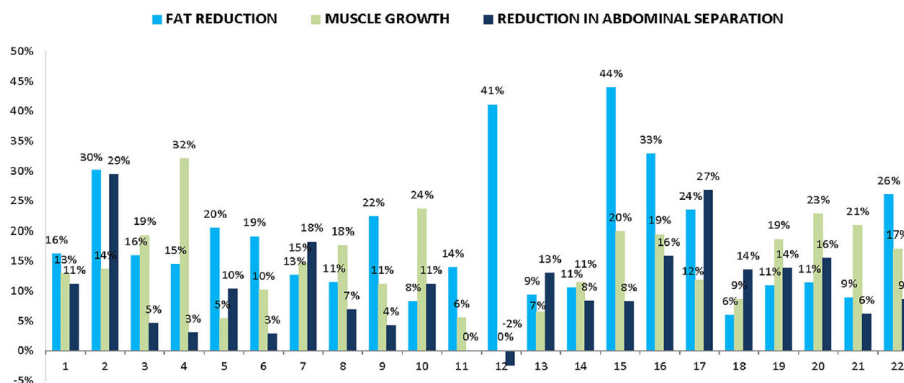
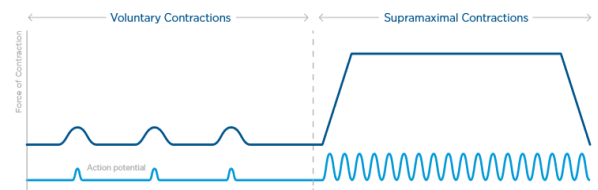
減脂-熱

- 運用 1060nm波長之雷射能量，能穿透至皮下脂肪層，提升皮下溫度至42~47°C，熱能造成脂肪細胞凋亡後被身體代謝。
- 以射頻(radiofrequency)加熱脂肪細胞，促其凋亡。



減脂-磁

- 高強度聚焦磁能技術 (High-Intensity Focused Electromagnetic, HIFEM)。
- 刺激運動神經元，促使肌肉產生高強度、高頻率的收縮運動，藉此提升肌肉強度、密度和體積。高強度收縮耗費能量，進而促使周遭脂肪分解。

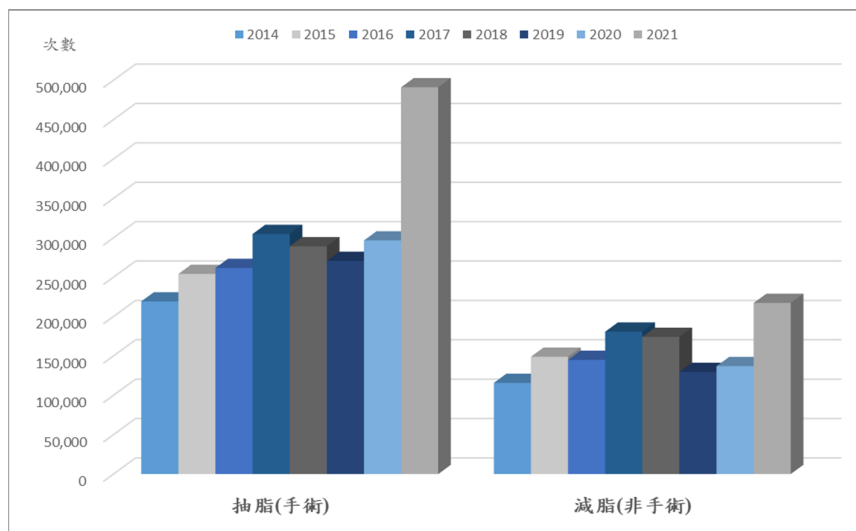


資料來源：Lasers in Surgery and Medicine, 2019

疫情過後，減脂需求回升

- 在美國執行抽脂及非手術減脂之治療次數經過疫情期間下降，2021年顯著回升。
- 2021年美國在抽脂及非手術減脂的花費分別為13.4、3.8億美元。

美國 2014~2021年減脂相關治療次數



資料來源：The Aesthetic Society Statistics

結論

- BMI 30 kg/m²以上為肥胖，全球有超過6.5億肥胖人口(2016年)，且肥胖盛行率逐年上升，WHO呼籲各國應採取更多措施來扭轉此一健康危機。
- 美國肥胖盛行率超過40%，相關的醫療支出將近1730億美元。
- 除了飲食控制、運動、減肥手術外，FDA也核准數款藥物作為輔助療法；其中GLP-1受體促效劑類別藥物相當受矚目。
- 諾和諾德所開發的Wegovy是目前效果最佳的減重藥物(~15%)，不過禮來所開發的Tirzepatide取得亮眼三期臨床試驗結果(~20%)，緊追在後。
- 減脂的主要目的是減少治療部位的皮下脂肪而非減輕體重，可透過侵入性的外科手術、低侵入性的溶脂針或非侵入性的減脂儀器。
- 台灣廠商在減重藥物方面是以取得原廠授權，負責經銷為大宗；另也有廠商開發溶脂產品，並將其應用在罕病治療上。

泰宗(4169 TT)、晶鑽(6815 TT)：Ronkyla 容脂注射劑

- 由頂尖生技所開發，泰宗(4169 TT)、晶鑽(6815 TT)合作代理經銷。
- 10/2021取得台灣藥證，適於改善成頰下脂肪堆積所致的中、重度隆起或肥厚的外觀(雙下巴)，成分為去氧膽酸鈉(Sodium deoxycholate)。
- 06/2023在台上市。

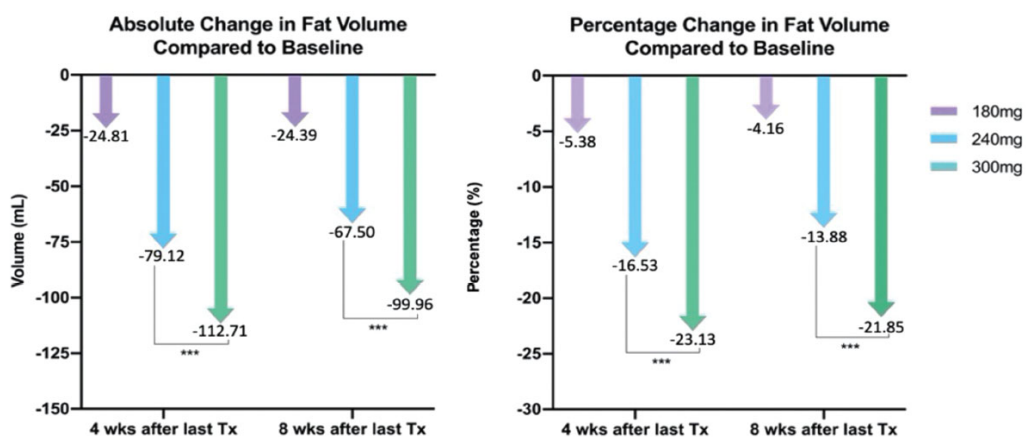
即Allergan之 KYBELLA®



康霈(6919 TT)：CBL-514

- 康霈(6919 TT)開發的CBL-514為505(b)(1)小分子新藥，能誘導脂肪細胞凋亡，藉由注射方式精準減少治療部位脂肪。
- 目前針對減少腹部皮下脂肪、橘皮治療、罕見疾病竇根氏症臨床二期試驗進行中，其中減少腹部皮下脂肪、罕見疾病竇根氏症將於3Q23解盲。

減少腹部皮下脂肪 Phase IIa 臨床試驗結果



資料來源：Aesthetic Surgery Journal,

- 台灣減重藥物廠商：友華(4120 TT)，引進Contrave，03/2022取得台灣藥證，09/2022正式上市銷售。美時(1795 TT)，取得Qsymia在韓國的授權，02/2020上市銷售，成為韓國市場成長動能之一。因華(4172 TT)，以OralPAS Pro 技術平台開發口服胰島素新藥、口服Semaglutide生物相似藥，尚在臨床前開發階段。



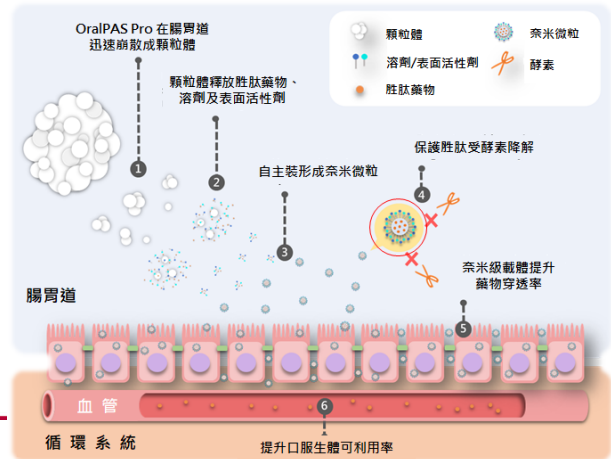
Contrave 康纖芙

用於體重控制，做為低熱量飲食及增加體能活動外之輔助療法，適用對象為成人病人且初始身體質量指數(BMI)為：

- $\geq 30 \text{ Kg/m}^2$ ，或
- $\geq 27 \text{ Kg/m}^2$ 至 $< 30 \text{ Kg/m}^2$ ，且病人至少有一項體重相關共病症，例如第二型糖尿病、血脂異常或已獲控制之高血壓。

OralPAS Pro®

蛋白質藥物 / 胜肽藥物



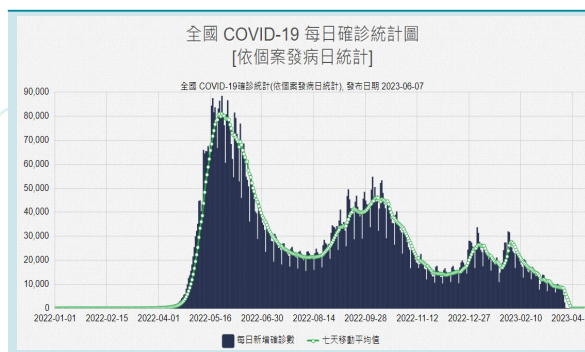
金融產業

-強力升息及疫情理賠後，金融獲利重啟新動能

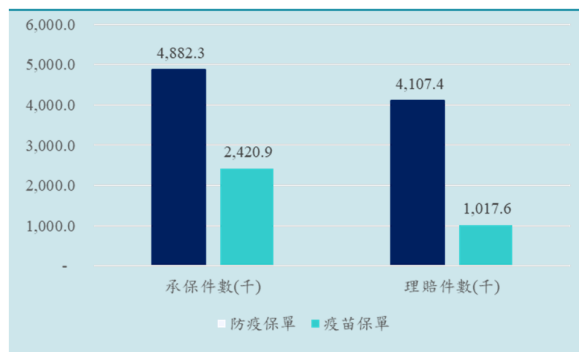
防疫雙險2022年理賠共2,116.45億元

- 防疫保單2022年承保件數488.23萬件、保費收入45.49億元，疫苗保單承保件數242.09萬件、保費收入10.17億元。
- 防疫保單2022年合計理賠件數達410.74萬件、理賠金額達1693.13億元，疫苗保單2022年合計理賠件數達101.76萬件、理賠金額達423.32億元。合計防疫雙險理賠金額高達2116.45億元。

2022年以來台灣確診人數



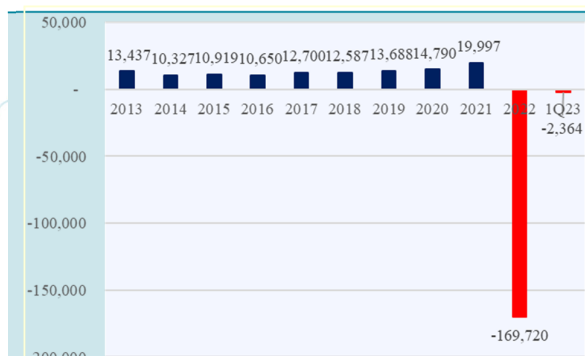
2022年疫苗雙險成本及理賠件數



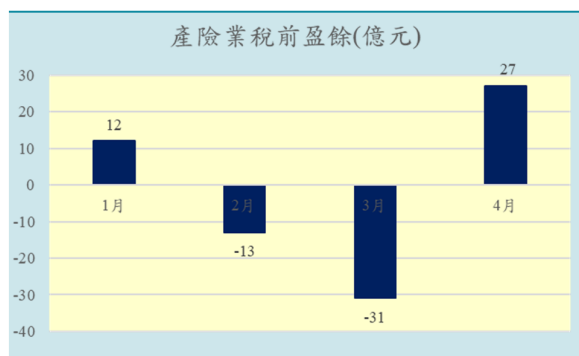
產險業2022年稅後虧損1,697.2億元

- 2022年全年產險業稅前虧損1905億元，稅後虧損1697.2億元，賠掉產險業長達逾20年來獲利，淨值則下探614億元，是2009年金融海嘯後的14年新低紀錄。
- 4/2023產險業稅前盈餘27億元，主因理賠準備金多已在1Q23一次認列、隨防疫保單到期，理賠金續降，累計1~4/2023產險業虧損縮小到5億元。

2013年以來產險業獲利



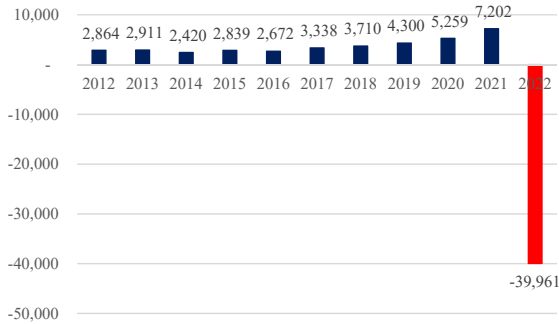
2023年產險業稅前盈餘



國泰金、富邦金獲利受到拖累

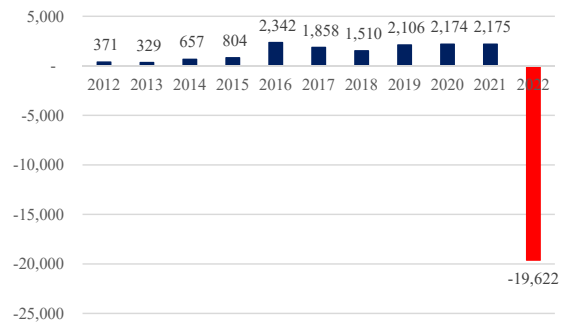
- 富邦產險2022年防疫險之直接損失約821億元，自留損失約596億元，2022年稅後虧損399億元。
- 國泰產險2022年已賠付簽單賠款金額216.8億元，2022年稅後虧損196.22億元。

2012年以來富邦保年獲利



Source: Cmoney、Capital Research

2012年以來國泰產年獲利

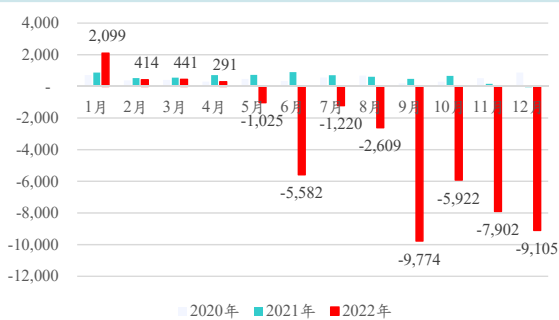


Source: Cmoney、Capital Research

2H23產險營運回復正常

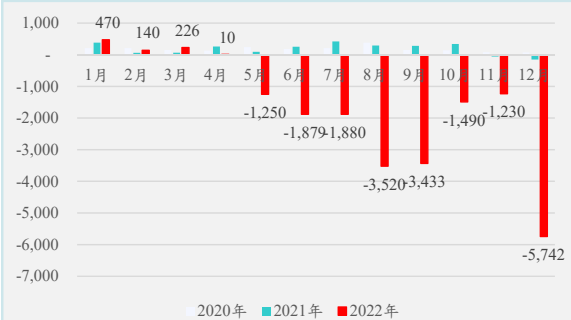
- 新冠肺炎COVID-19輕症自3/20/2023不再通報為法定傳染病，99.5%的確診輕症病例都已無需理賠。
- 由於防疫險保單為1年期，預期在1H23大部分保單都將到期，預期2H23產險營運將不受防疫險理賠影響，產險業獲利業在2H22的低基期下，獲利將在2H23轉虧為盈。

2020年以來富邦保單月獲利



Source: Cmoney、Capital Research

2020年以來國泰產單月獲利

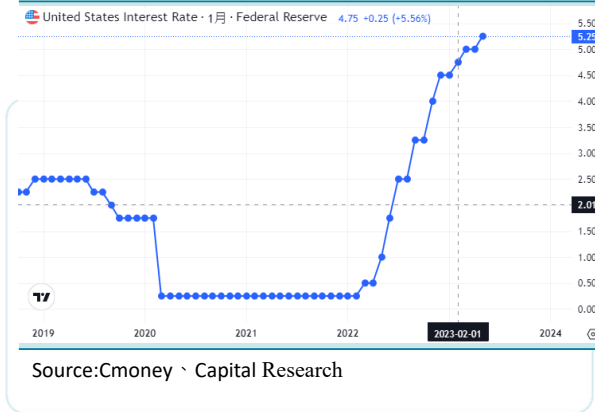


Source: Cmoney、Capital Research

FED自3/2020開始升息

- 自 2022 年初以來，一共宣布升息 10 次，累積升息 20 碼 (500bp)，來到 5.00 % ~ 5.25 % 區間，是 8/ 2007 以來最高的利率區間。
- 由於美國升息，使得美國公債殖利率走高，債券價格下跌，對於金融機構持有的債券部位產生未實現損失。

美國自3/2022以來持續升息



2020年以來美國10年債殖利率走勢



FED升息壓抑債券價格

- 由於美國升息，使得美國公債殖利率走高，債券價格下跌，對於金融機構持有的債券部位產生未實現損失。
- 就彭博巴克萊的公債及公司債指數來看，也是自3/2022升息後，指數呈明顯下跌走勢，影響壽險業淨值。2023年隨著升息預期趨緩，公債及公司債指數已見穩定。

彭博巴克萊10年以上高評級公司債指數



彭博巴克萊25年以上美國公債指數



資本市場動盪影響淨值

- 台股在1/5/2022創下了18619.6點的歷史高點之後，便一路下跌，最後跌至10/25/2023低點12,629點新低後，總共跌5,990點。
- 由於債券價格下跌，市場對於金融類股的淨值減損感到疑慮，股價因此修正。
- 自1/2023起，美、台股均呈現上揚走勢，2022年的負面因子減輕。

2022年以來Nasdaq走勢



Source: Cmoney、Capital Research

2022年以來台股走勢



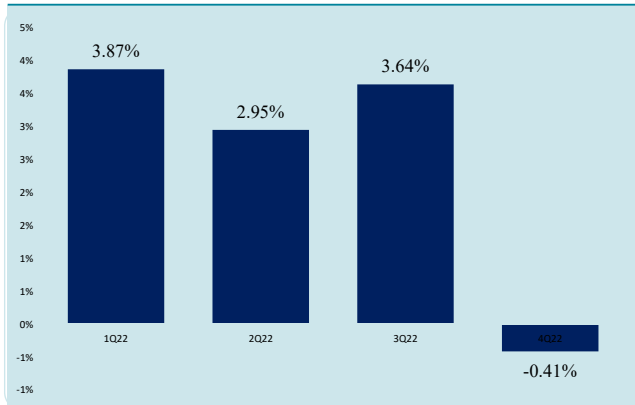
Source: Cmoney、Capital Research

2023年經濟成長將呈現逐季上揚

- 主計總處2022台灣GDP各季度年增率分別為3.87%、2.95%、3.64%、-0.41%，企業營運將回復正常。
- 台經院預期2023年台灣景氣呈現內溫外冷，台經院預測2023年國內經濟成長率為2.31%。

主計處2022GDP年增率表現

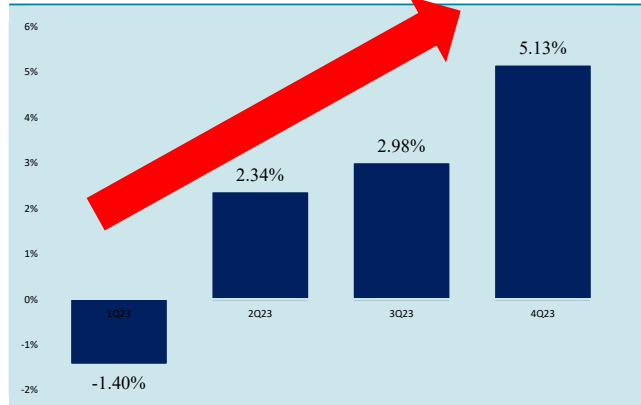
單位:%



Source: Cmoney、Capital Research

台經院預估2023年GDP年增率表現

單位:%



Source: Cmoney、Capital Research

預期2023年放款中性成長

- 台灣放款成長率年增率在4/2022來到高點9.7%，之後隨市場升息墊高資金成本，至4/2023放款年增率降至5.5%。
- 預期2023年放款成長率仍將有5%的成長，淨利息收益加計SWAP仍可提供年銀行端成長來源。

2001~今放款餘額及年增率

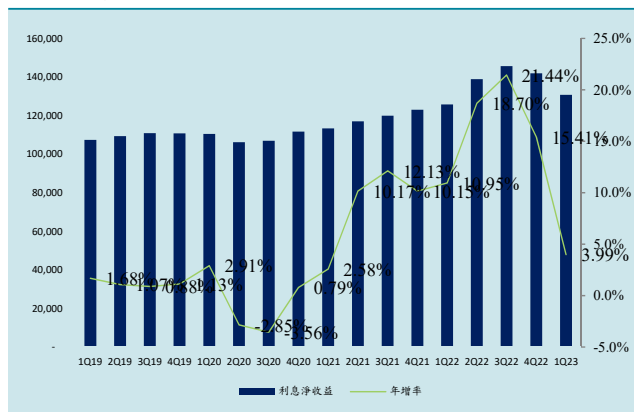
單位:百萬元/%



Source:Cmoney、Capital Research

2019年以來主要銀行利息收入

單位:百萬元



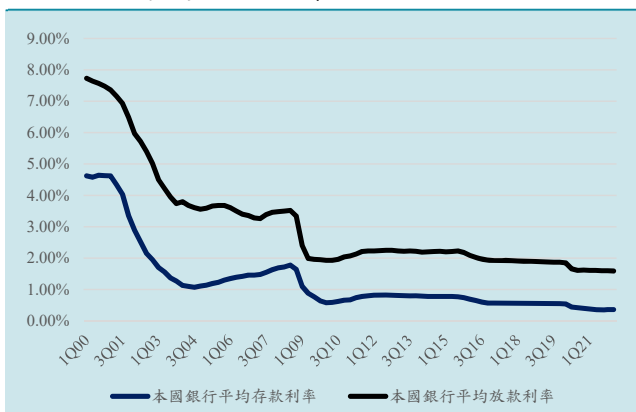
Source:Cmoney、Capital Research

存放款利差持穩

- 由於央行在1Q20降息，影響所致3Q20本國銀行利差來到低點1.19%，但自3Q20後，存款成本的持續調整，存放利差逐步回復。
- 預期2023年金融業利差持穩。

2000~以來存放款利率

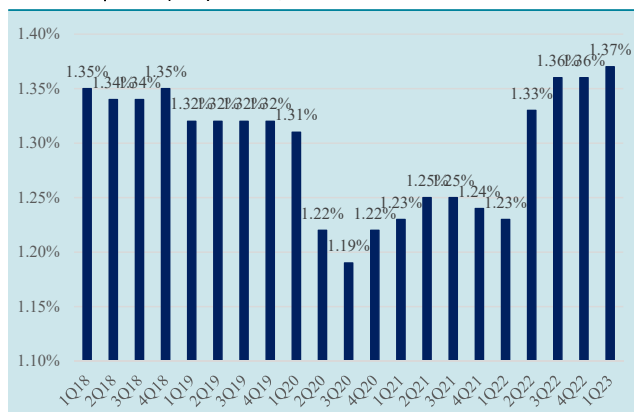
單位:%



Source:Cmoney、Capital Research

2018年以來存放利差

單位:百萬元



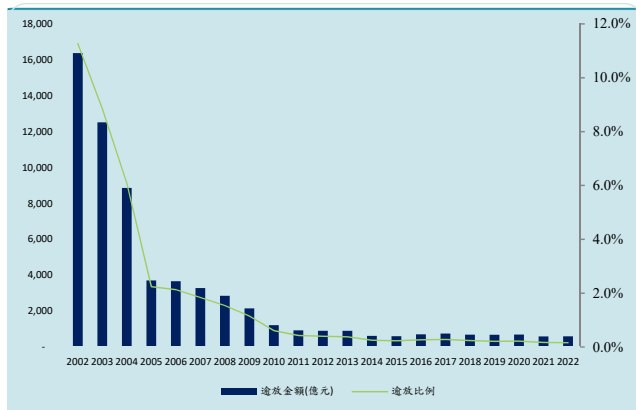
Source:Cmoney、Capital Research

資本、資產健全

- 本國銀行資本狀況健全，2022年市場風險提升下，會有較佳的風險抵禦能力。
- 截至2022底，本國銀行逾放比例為0.16%，資產品質良好。截至4/2023底，本國銀行逾放比例為0.16%，維持低檔水準。

2002以來逾放金額及比例

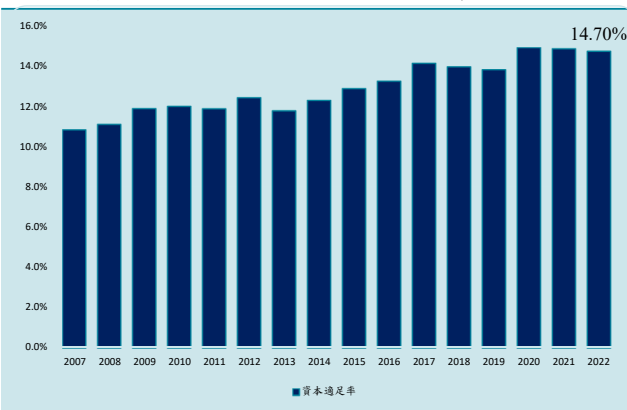
單位:百萬元/%



Source:Cmoney、Capital Research

2007年以來本國銀行資本適足率

單位:%



Source:Cmoney、Capital Research

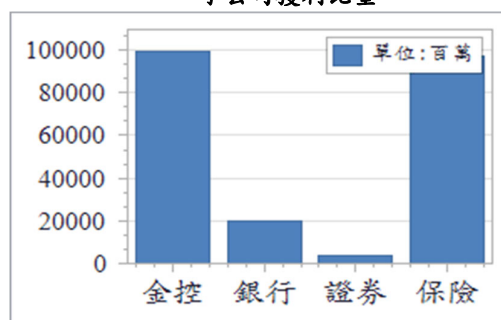
結論

- 2022年影響金融股獲利的主要原因為(1)2022年防疫險理賠達2116.45億元，(2)金融市場波動影響獲利，2023年狀況已明顯好轉。
- 金融環境仍屬穩定，預期2023年放款中性成長，利差穩定，資產及資本狀況健全，銀行端獲利將持穩。
- 在產險獲利恢復，銀行獲利持穩，壽險負面因素減輕的狀況下，對2023年金融類股持正面的看法。
- 重點股:富邦金(2881 TT)、國泰金(2882 TT)、中信金(2891 TT)

重點股：富邦金(2881 TT)

- 富邦金1Q23稅後盈餘為140億元，YoY-69.9%。展望2023年，預期金融市場好轉，且富邦產險已擺脫防疫險理賠，4/2023產險獲利已虧轉盈，加上銀行端預估2023年有4%~5%的放款成長，仍能提供穩定的獲利。

子公司獲利比重



單位：百萬元	2022	2023F	2024F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F
淨利息收益	165,212	169,322	173,555	38,913	41,601	43,178	41,520	39,865	42,641	44,257	42,558	40,862
QoQ/YoY(%)	15.15	2.49	2.50	3.58	6.91	3.79	-3.84	-3.99	6.96	3.79	-3.84	-3.99
手續費淨收益	407	-391	415	537	-77	116	-170	-259	-77	117	-171	548
QoQ/YoY(%)	-94.67	N.A	N.A	-73.42	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
淨收益	259,458	161,162	165,997	134,095	92,045	64,456	-31,138	32,038	94,806	66,390	-32,072	32,999
放款呆帳費用	5,768	5,847	6,236	1,054	1,779	1,062	1,872	1,086	1,797	1,073	1,891	1,428
稅前純益	60,946	89,974	91,424	57,557	29,674	17,578	-43,863	14,024	28,450	35,000	12,500	14,094
稅後純益	46,926	83,857	84,110	46,477	22,927	14,310	-36,788	13,983	26,174	32,200	11,500	12,967
稅後EPS	3.35	5.99	6.01	3.32	1.64	1.02	-2.63	1.00	1.87	2.30	0.82	0.93

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本1399.52億元計算。

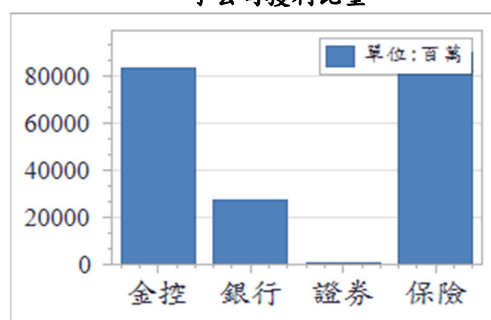
資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

重點股：國泰金(2882 TT)

- 受避險成本升高及資本利得減少，1Q23國泰金獲利衰退79%。展望2H23，金融市場好轉有利於資產價表現，且防疫險對於金控獲利影響已有限，加上國泰世華銀提供穩定的淨利息收入貢獻，2H23展望正向。

子公司獲利比重



單位：百萬元	2022	2023F	2024F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F
淨利息收益	226,163	224,428	216,284	50,042	55,246	58,891	61,983	59,513	55,523	59,185	50,207	50,544
QoQ/YoY(%)	16.05	-0.77	-3.63	0.67	10.40	6.60	5.25	-3.98	-6.71	6.60	-15.17	0.67
手續費淨收益	15,421	16,474	17,545	4,263	4,090	3,780	3,289	4,197	4,011	4,092	4,173	4,257
QoQ/YoY(%)	21.92	6.83	6.50	27.62	-4.07	-7.57	-13.00	27.64	-4.43	2.00	2.00	2.00
淨收益	341,434	405,466	487,288	132,077	105,719	68,694	34,943	68,410	108,891	70,755	157,410	140,120
放款呆帳費用	4,778	704	1,400	48	1,166	1,145	2,419	-346	350	350	350	350
稅前純益	49,948	62,852	90,575	39,808	23,947	7,085	-20,893	7,237	24,067	22,000	9,548	34,683
稅後純益	37,359	58,174	83,329	34,207	14,601	5,086	-16,535	7,009	22,142	20,240	8,784	31,908
稅後EPS	2.31	3.59	5.14	2.11	0.90	0.31	-1.02	0.43	1.37	1.25	0.54	1.97

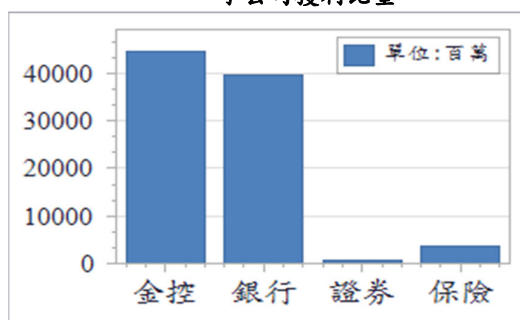
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本1620.25億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

- 展望2023年，中信金已然擺脫防疫險理賠的影響，預期在2023年中信銀仍能提供穩定的淨利息收入，加上子公司產險將轉虧為盈，中信金營運轉為正向。

子公司獲利比重



單位：百萬元	2022	2023F	2024F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F
淨利息收益	127,117	132,589	137,972	28,535	30,878	33,223	34,482	32,654	32,981	33,310	33,643	33,980
QoQ/YoY(%)	16.88	4.30	4.06	1.38	8.21	7.59	3.79	-5.30	1.00	1.00	1.00	1.00
手續費淨收益	27,468	28,881	29,169	8,139	6,327	6,505	6,498	9,358	6,390	6,570	6,563	9,452
QoQ/YoY(%)	-1.34	5.14	1.00	11.16	-22.27	2.81	-0.10	44.02	-31.72	2.81	-0.10	44.01
淨收益	139,252	265,995	331,141	57,568	43,059	36,130	2,495	23,538	80,370	80,880	81,206	84,431
放款呆帳費用	8,986	5,688	6,000	1,247	2,110	2,159	3,470	1,188	1,500	1,500	1,500	1,500
稅前純益	47,049	49,455	49,703	21,067	12,621	13,110	251	15,796	12,684	13,175	7,800	15,875
稅後純益	31,279	43,253	44,733	16,292	8,003	7,891	-907	12,959	11,416	11,858	7,020	14,287
稅後EPS	1.56	2.15	2.23	0.81	0.40	0.39	-0.05	0.65	0.57	0.59	0.35	0.71

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本2008.38億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

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

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。