

5 月月營收評析

傳統產業

零售、餐飲疫後復甦強勁，製藥產業新產品動能可期

- ▶ 5 月傳統產業月營收中，藥華藥創新高；而低於預期者如視陽、台康、八方雲集等。
- ▶ 實體零售 5 月同店營收成長高個位至雙位數，整體電商營收年增個位數；餐飲營收受節慶商機帶動，展店動能為後續營運成長關鍵。
- ▶ 製藥新產品動能強勁，醫院耗材訂單維持滿載，醫療通路在口碑效益及展店帶動下營收成長 20-30%。

請點此參與今年 AsiaMoney 票選，將您寶貴的一票投給元大！

報告內文個股資訊

題材	公司	代碼	評等	目標價
鋼鐵	新光鋼	2031 TT	買進	60
	王品	2727 TT	買進	400
觀光餐飲	瓦城	2729 TT	買進	360
	大學光	3218 TT	買進	470
生技製藥	美時	1795 TT	買進	345
	台康	6589 TT	買進	180
	藥華藥	6446 TT	買進	500
	太醫	4126 TT	買進	98
	91APP	6741 TT	買進	220
零售	富邦媒	8454 TT	買進	940
	寶雅	5904 TT	買進	645

資料來源：元大投顧

結論與建議

5 月傳統產業月營收中，藥華藥創新高；而低於預期者如視陽、台康、八方雲集等。鋼鐵產業 5 月營收略低於預期，需求疲弱下旺季落空；實體零售 5 月同店營收成長(SSSG)達高個位數至雙位數，預計 2023 年延續復甦動能，營益率可望回升；2023 年電商銷售額可望回到雙位數成長，滲透率持續提升；塑化族群出貨回溫維繫營收，可關注 EVA 產品線；成衣製鞋族群營收回升力道不如預期，看法保守；餐飲業 5 月營收受節慶商機，預期後市因海外展店布局計劃明確，今年營收可望成長雙位數；製藥產業在新產品帶動下，營收可望維持雙位數成長；後疫情醫院耗材復甦延續，防疫醫材緩步降溫，醫材廠普遍在 1Q23 營收見高峰，後續營收較平淡；醫療通路持續由口碑效益及展店帶動成長。建議買進瓦城、王品、美時、大學光、台康、藥華藥、太醫、91APP、富邦媒、寶雅、新光鋼。

內容：

1. 鋼鐵產業：

鋼鐵產業 5 月營收略低於預期，需求疲弱下旺季落空：鋼鐵產業 5 月營收月減 1%，年減 26%，達成我們 2Q23 營收預期 63%，年月雙減主因鋼市終端需求持續低迷，下游採購意願疲弱，價格方面 2Q23 美/歐/中鋼價下跌 5%/15%/18%，價量齊跌下 2Q 旺季落空，後續將下修板鋼廠 2Q23 營收 5%，不過受惠 1-4 月盤價漲價遞延、1Q 基期低下，2Q23 營收有望季增 5%-10%(前次預估營收受惠旺季將季增 10%以上)。3Q 進入鋼市傳統淡季，加上後續盤價看跌，估營收季減 5-10%，不過在原料成本回落下獲利狀況有望改善。近期原料煤/鐵礦有止跌跡象，約於 220/110 左右震盪，有助於鋼價落底，不過終端市況仍然未見起色，中國 5 月鋼鐵 PMI 指數大幅下滑 9.8 至 35.2，為連續三個月處於榮枯線下，短期內鋼價下行趨勢難以扭轉，中立看待鋼鐵產業。

2. 零售產業：

實體零售業 5 月同店維持中個位數成長，受惠於後疫情實體店人流復甦：統一超/全家/寶雅 5 月同店營收成長(SSSG)年增 9%/7-8%/23.5%，便利商店鮮食、咖啡營收成長高於平均，台灣零售人流持續復甦帶動實體零售營收成長，預期 1H23 實體零售同店營收維持中高個位數至雙位數成長，營業利率回升可期。

線上零售業 5 月營收成長加速，購物節挹注買氣：富邦媒/91APP/網家 5 月營收分別年增 4.1%/年增 13.1%/年減 18.4%，主因母親節買氣挹注，按摩椅、美妝、精品、保健品等商品銷售亮眼，富邦媒、91APP 成長優於產業。4 月電商滲透率為 6.3%，較去年同期的 6.9%低，主因今年 4 月連假天數多，實體店銷售較旺，使電商承壓。不過隨解封效益遞減、線上/線下基期反轉、電商旺季來臨，預期 2H23 實體零售同店營收將放緩至中個位數年增，電商銷售可回到雙位數成長，長期電商滲透率將向 2-3 成靠攏，而後疫情 D2C 電商成長加速，D2C 電商市場還有 6 倍成長空間，由實體品牌通路發展 OMO 帶動，推薦 91APP、富邦媒。

3. 成衣產業：

成衣族群營收回升力道不如預期，看法保守：成衣雙雄 2023 年 5 月營收合計 49.27 億元，增加 MoM 6.29%，衰退 YoY 15.84%，回溫力道略不如預期。其中儒鴻 2023 年 5 月營收增至 26.01 億元，小增 MoM 2.56%，衰退 YoY 24.68%，累積 2Q23 營收 51.37 億元，衰退 YoY 28.2%，達成率 65.9%。美國終端市場持續庫存調整，美系客戶拉貨疲軟，目前訂單能見度不高，2Q23 營收陷入年衰退格局。聚陽 2023 年 5 月營收回升至 23.26 億元，成長 MoM 10.8%，但衰退 YoY 3.13%，2023 年 4 月及 5 月營收合計達成率僅 60%，不如預期，公司表示不排除因為船期遞延，2Q23 營收會有下修可能。整體而言，美國終端市場庫存調整持續，成衣雙雄 2Q23 接單受影響，聚陽有日系客戶訂單彌補，表現相對穩健。觀察過去 Nike 庫存調整期需要 5 個季度，前一波庫存高點，是在 3Q22 至 4Q22，預期 Nike 庫存調整到 4Q23 告一段落的機率較大，將持續壓抑成衣族群 3Q23 營收動能，預期 3Q23 營收 YoY 持續陷入衰退格局。

4. 製鞋產業：

製鞋族群營收表現低於預期，看法保守：製鞋族群 2023 年 5 月營收合計 291.79 億元，增加 MoM 2.18%，衰退 YoY 9.11%，復甦動能減緩。其中寶成 2023 年 5 月營收略增至 214.87 億元，增加 MoM 2.54%，衰退 YoY 2.91%，累積 4 月及 5 月營收達成率 65.44%，略低於預期。中國解封，消費回溫，寶勝通路業務復甦，惟美國終端市場庫存調整干擾，裕元製鞋業務雖略改善，但對比 2022 年同期仍大幅衰退，動能疲弱。豐泰 2023 年 5 月營收 67.35 億元，滑落 MoM 0.65%，衰退 YoY 18.11%，累積 4 月及 5 月營收達成率 65.3%，略低於預期。百和 2023 年 5 月營收回升 9.58 億元，成長 MoM 16.46%，衰退 YoY 45.27%，累積 4 月及 5 月營收達成率 65.13%，略低於預期，同樣受到美國終端市場庫存調整干擾，出貨動能欠佳。整體而言，製鞋族群 2Q23 接單將延續年衰退格局，營運續處調整期。觀察過去 Nike 庫存調整期需要 5 個季度，前一波庫存高點，是在 3Q22 至 4Q22，Nike 庫存調整到 4Q23 告一段落的機率較大，將持續壓抑製鞋族群 3Q23 營收動能，預期 3Q23 營收 YoY 仍會陷入衰退格局。

5. 塑化產業：

塑化族群出貨回溫維繫營收，可關注 EVA 產品線：塑化產業 2023 年 5 月營收合計 1439.13 億元，增加 MoM 7.1%，動能回升，不過衰退 YoY 30.13%，YoY 衰退乃因產品報價較下跌 2022 年同期下跌。其中大塑族群台塑四寶三增一減，以台塑化 5 月營收成長 MoM 19.68%至 575.2 億元，煉油事業歲修結束，開工率回升，外銷油品也增加。南亞 5 月營收回升 MoM 5.8%至 225.9 億元，係 EG 外售量增加，瓶用酯粒旺季出貨所貢獻。台塑小增 MoM 1%至 163.6 億元，PVC 及 PE 出貨量回溫。至於台化 5 月營收滑落 MoM 3.9%至 245.1 億元，係芳香烴三廠歲修，且 ABS、PP 停止接單，減少虧損，PTA 出貨量滑落。台聚集團 5 月營收較 4 月回溫，以亞聚 5 月營收增加 MoM 13.24%至 5.92 億元表現最佳，EVA 出貨回穩，台聚 5 月營收增加 MoM 5.17%至 44.96 億元，華夏 5 月營收增加 2.46% MoM，表現較溫吞，台達化 5 月營收滑落 MoM 1.59%至 12.48 億元。塑化族群 5 月營收 MoM 回溫，出貨量增加彌補價格下跌之拖累。展望後市，中國復甦力道不如預期，外銷接單不佳，內外需疲軟，廠商優先去化庫存，導致近期買氣低迷，報價延續跌勢，且跌幅擴大，加速趕底，已接近 4Q22 報價低點，有機會刺激剛性需求買盤浮現，支撐報價築底整理，提振 3Q23 營運表現。目前優先看好 EVA 產品將受惠碳中和，各國積極布建太陽能發電裝置，太陽能 EVA 薄膜需求成長確立；近期報價修正，反映中國需求不如預期，且油價走跌，下游廠商觀望情緒濃厚，以去化在手庫存優先，3Q23 營收動能恐延續弱勢格局。可關注台塑，台聚及亞聚。

6. 餐飲產業：

5 月營收符合預期，節慶商機帶動營運成長：王品 5M23 營收 18.56 億元（月增 4.5%/年增 64.8%），2Q23 營收財測達成率 66%，符合研究中心預期；五月母親節聚餐商機帶動王品 5M23 營收年月雙增，其中台灣地區 5M23 營收年增 79.9%，主要是去年是國內確診高峰、基期低及母親節檔期發揮營運綜效，大陸地區則受惠疫後復甦，5M23 營收年增 28%。展望後市，公司預期今年台灣地區展店 40-50 家門店，著重在燒肉、鍋物品牌，大陸地區則伺機在客流量高之商場駐點，有望帶動 2023/24 年整體營收年增雙位數，研究中心維持正向看法。瓦城 5M23 營收 4.67 億元（月增 1.3%/年增 78.7%），營收增長主要來自母親節及端午節粽子預售貢獻，2Q23 營收達成率 74%，優於研究中心預期；展望後市，公司今年台灣地區有望展店 18 家，總店數達 158 家，展店著重在中式餐飲品牌時時香（9 家），2Q24 更將進軍美國加州，中期 2025 年目標店數 200 家，有望帶動 2023/24/25 年整體營收年增雙位數，研究中心維持正向看法。八方雲集 5M23 營收 6.1 億元（年增 4.05%/月增 6.6%），年月雙增主要是工作天數增加及美國第三家店開出貢獻，2Q23 營收財測達成率 65%，略低於研究中心預期；展望後市，目前美國開出三家門店，車程皆僅 20 分鐘，易分散單店營收，預期美國今年店數將達 8 家門店，近期國內豬肉價格仍處高檔，恐持續影響第二季毛利率，研究中心維持保守看法。預期餐飲業績 2Q 持續受惠節慶效應，而 3Q 則為傳統餐飲旺季，再加上大陸解封的報復性復甦商機，有望帶動餐飲業者營收續強，2Q/3Q23 營收維持雙位數強勁年增。

7. 生技產業：

製藥產業 5 月營收符合預期，新產品動能可期：製藥廠 4-5 月營收達成季財測 27-81%，符合預期，部分廠商營收較弱主因訂單延後至 2H 出貨。美時 5 月營收 13.2 億元，MoM-34%/YoY+52%，2Q23 達成率 81%，高於預期，主因 5 月再出貨 Lenalidomide 至美國地區，反映美國 Lenalidomide 血癌藥需求在學名藥上市後持續成長。展望後市，2023 年重磅血癌藥將分 3-4 次出貨，每季營收較平穩，且 2023-2025 年血癌藥市佔率逐年增加，貢獻 2023/2024/2025 年 EPS 11 元/16 元/20 元，中長期成長無虞，後續困難學名藥在歐美上市為成長動能；藥華藥 5 月營收 4.18 億元，MoM+24%/YoY+20%，創新高，2Q23 達成率 64%，符合預期，5 月營收月增 24%，主要受惠於新進培訓業務人員陸續於 4 月開始推廣，且美國國家綜合癌症資訊網 (NCCN) 最新治療指南將 Ropex 升格為成人真性紅血球增多症(PV)治療選項中的 2A 類「首選藥物」，推升銷售數據，後續 PV 新藥在日本、中國、拉丁美洲等新市場的開發為新動能；台康 5 月營收 5,300 萬元，MoM+57%/YoY-56%，2Q23 營收達成率 27%，低於預期，主因客戶將 CDMO 訂單遞延至 2H23 出貨，展望後市，Herceptin 生物相似藥可望於 4Q23-1Q24 陸續取得歐美藥證，Perjeta 生物相似藥有望於 2H23 授權並於 2026 年上市，長線動能可期。在新產品帶動下，製藥公司營收可望維持雙位數成長，推薦中長期新產品放量可期的美時、藥華藥、台康。

醫療通路 5 月營收符合預期，持續由口碑效益及展店帶動成長：5 月醫療通路營收 YoY 為-6%~29%，符合預期，其中藥局營收呈現年減主因高基期影響。眼科部分，大學光 5 月營收 3.04 億元，MoM-12%/YoY+29%，月減主因大陸地區在五一長假後消費放緩，不過台灣地區營運穩健成長，2Q23 營收達成率 65%，符合預期，長期看好台灣屈光雷射手術滲透率仍有 1.8 倍成長空間；藥局部分，大樹 5 月營收 13.8 億元，MoM+2%/YoY-6%，2Q23 營收達成率 63%，略低於預期，今年以來大樹藥局展店 9%，2023 年大樹藥局將展店 20%至 360 家店，在基期較高下預期同店營收年持平，預期 2023 年大樹營收年增 21%。屈光雷射手術受惠口碑宣傳呈快速成長，連鎖藥局透過展店成長，醫療通路 2Q23 營收預估年增 10%-26%，3Q23 營收預估年增 25-27%。研究中心看好佈局兩岸眼科中心的大學光。

醫材產業 5 月營收符合預期，醫院耗材訂單回升，防疫醫材需求緩降：太醫 5 月營收 2.09 億元，MoM+28%/YoY+15%，2Q23 營收達成率 64%，略低於預期，其中 4 月有部分出貨遞延至 5 月。近期歐洲客戶密閉式抽痰管庫存去化完畢，拉貨動能強勁，帶動整體營收於 1Q23 創新高，惟日本、中國、台灣等地區拉貨放緩下，預估 2Q23 營收 5.8 億元，季減 7%/年增 19%，並預期 3Q23 營收將季持平；泰博 5 月營收 4.66 億元，MoM+40%/YoY-61%，2Q23 營收達成率 67%，符合預期，5 月營收月增 40%主因基期低、快篩試劑出貨所致。展望後市，全球新增確診數逐步下降，預估 2023 年抗原快篩營收將年減 80%，而泰博單月合併營收常態為 4-4.5 億元，後續營收展望平淡，保守看待。推薦受惠於後疫情住院照護耗材回升的太醫。

隱形眼鏡產業 5 月營收符合預期，中國需求溫和復甦：隱形眼鏡廠 5 月營收 MoM+3%/YoY+8%，2Q23 營收達成率 51-66%，符合預期，視陽營收不如預期，主因受中國客戶去化庫存負面影響。5 月台灣對中國隱形眼鏡出口片數 MoM+61%/YoY+16%，反映後疫情中國需求溫和復甦，月增主要是因應 618 旺季的備貨需求，惟年增率仍低於過往快速成長時 20-30%成長性；5 月台灣對日本隱形眼鏡出口片數 MoM-2%/YoY-10%，年減主因 2022 年台灣對日本隱形眼鏡出口年增 2 成，基期較高，而後疫情日本市場僅穩定成長中個位數，使得台灣廠商對今年日本營收展望平淡。中國需求溫和復甦，代工廠 2Q-3Q23 營收展望季持平至季增雙位數，部分品牌客戶專注於去化庫存，對隱形眼鏡代工廠看法中性。

圖 1：傳統產業-月營收

月營收 (百萬元)	1M23	2M23	3M23	4M23	5M23	歷史新高	MoM	YoY	2Q23F (百萬元)	1Q 季增率	1Q 年增率	達成率
原物料-鋼鐵												
2002 中鋼	26,245	31,255	33,847	32,379	32,761		1.18%	-24.7%	104,279	-4.23%	-20.7%	62.5%
2014 中鴻	2,705	3,213	3,606	3,735	3,207		-14.1%	-41.4%	10,725	16.4%	-23.3%	64.7%
2031 新光鋼	816	1,180	1,638	1,351	1,261		-6.66%	1.56%	3,812	-12.5%	-21.3%	68.5%
平均							-0.63%	-25.8%				62.9%
原物料-塑化												
1326 台化	25,577	28,017	29,434	25,509	24,507		-3.9%	-29.8%	84,067	-3.42%	-13.0%	59.5%
運動休閒 - 製鞋紡織												
1476 儒鴻	2,104	2,001	2,392	2,537	2,601		2.6%	-24.7%	7,797	-14.8%	-36.2%	65.9%
消費-實體零售												
5904 寶雅	2,076	1,600	1,618	1,744	1,725		-1.09%	26.7%	5,195	2.98%	12.3%	66.8%
消費-電商												
8454 富邦媒	8,752	7,899	8,469	7,960	8,976		12.8%	4.06%	29,603	-21.0%	9.52%	57.2%
6741 91APP	107	102	115	100	114		13.9%	13.1%	348	-16.6%	14.7%	61.5%
平均							12.8%	4.16%				57.3%
生技-隱形眼鏡												
1565 精華	379	364	334	397	400		-1.80%	-3.45%	1,144	-1.27%	-15.9%	65.4%
6491 晶碩	611	515	499	443	517		9.16%	29.1%	1,606	-17.8%	-1.93%	66.0%
6782 視陽	221	215	193	142	190		-2.31%	-15.1%	615	-23.3%	-18.1%	51.4%
平均							3.44%	8.42%				63.1%
生技-製藥												
1795 美時	2,008	1,086	1,430	2,017	1,322		-34.5%	51.8%	4,127	42.6%	43.1%	80.9%
6446 藥華藥	232	308	348	337	418	★	24.0%	20.3%	1,189	5.46%	253%	63.6%
6589 台康	70	81	65	33	53		56.8%	-55.8%	322	-48.7%	-40.3%	26.7%
平均							-24.9%	34.0%				74.1%
生技-醫療通路												
4126 太醫	190	225	211	164	209		27.6%	15.2%	581	1.36%	26.3%	64.2%
4736 泰博	684	440	412	334	466		39.6%	-61.4%	1,195	-15.0%	-14.1%	66.9%
平均							35.6%	-51.4%				66.0%
生技-醫療通路												
3218 大學光	333	328	368	343	304		-11.6%	29.4%	994	7.39%	23.1%	65.1%
6469 大樹	1,345	1,173	1,299	1,357	1,379		1.68%	-6.23%	4,372	0.58%	19.4%	62.6%
平均							-1.0%	-1.33%				63.0%
餐飲												
2727 王品	2,171	1,824	1,594	1,777	1,856		4.46%	64.8%	5,467	11.5%	19.4%	66.4%
2753 八方雲集	579	550	598	573	610		6.60%	4.05%	1,819	-2.51%	10.8%	65.0%
2729 瓦城	652	435	372	461	467		1.29%	78.7%	1,258	18.7%	21.1%	73.8%
平均							4.37%	48.6%				67.2%

資料來源：元大投顧

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越大盤：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後大盤：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2023 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀請。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2023} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.