

## 聯合(4129)

### 個股資料

評等：	買進
目標價：	68.2
收盤價：	60.8
每股淨值：	34.79
PER：	15.95
PBR：	1.75
外資持股：	15.5%
投信持股：	3.5%
融資使用率：	22.6%
融券使用率：	3.0%

### 產品組合

產品項目	營收比重(%)
人工關節	85
脊椎產品	11
代工產品	4

### 配股息訊息

現金股利	2.5 元
股票股利	-
除息日	-

### 研究員聯絡方式

訪談方式：法說會

研究員：吳健鈺

電話：(02) 25456888

電子信箱：7969@entrust.com.tw

### 評等定義：

強力買進	未來一季可能有 25%以上空間
買進	未來一季可能有 10~25%空間
區間持有	未來一季可能有 0~10%空間
中立	未來一季可能<0%

### 投資建議

- 聯合評等為買進，預估 2023 EPS+4.01 元，建議本益比 14-17X，目標價 68.2 元，隱含漲幅+12%，理由如下所述：
  - (1) 公司已經完成通路和製造垂直整合，打造全球性通路。疫後需求復甦之下，歐洲和國際市場強勁，日本有望轉盈，美國新產品推出加強成長動能。
  - (2) 近期財報表現亮眼，但成長高峰已過，長線趨勢成長之下可逢低布局。

### 訪談摘要

- 聯合骨科(4129)為專業人工關節廠商，營收來自台灣 21%、歐洲 34%、美國 15%、日本 5%、中國 4%、其他 11%、子公司冠亞 9%。
- 2023 年外銷為主要成長來源，其中以歐洲、美國為主，展望長期營收挑戰 2 億美元。
- 歐美大廠在疫情期間減少生產，產品供應不足之下，聯合骨科產品定位與大廠相同，帶動歐美營收大幅增加。
- 中國市場持續受到國產化和帶量採購政策影響，預計 2023 年仍然可能虧損。

### 年度 EPS 預估

單位：億元、元

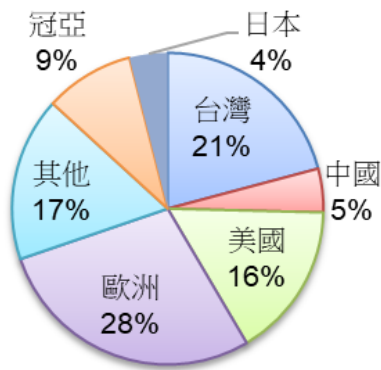
年度	營收	毛利率	營益率	業外收支率	股本	稅前盈餘	稅前 EPS	稅後 EPS
2018	23.3	69.3	3.6	1.0	8.0	1.1	1.34	1.61
2019	24.4	70.7	3.3	0.4	9.0	0.9	1.00	1.05
2020	23.4	70.1	3.8	0.8	8.8	1.1	1.23	1.24
2021	25.7	71.6	6.3	-3.4	8.8	0.7	0.85	0.37
2022	31.7	74.6	10.8	-1.2	8.8	3.0	3.44	2.84
2023(F)	37.5	76.9	13.2	-0.5	8.8	4.7	5.38	4.01

## 訪談內容

聯合骨科(4129)為專業人工關節廠商，營收來自台灣 21%、歐洲 34%、美國 15%、日本 5%、中國 4%、其他 11%、子公司冠亞 9%

- 聯合骨科(4129)成立於 1993 年，主要產品包含人工膝/髖關節，脊椎內固定器、創傷產品等製造及銷售。行銷策略以自有品牌『United®』為主。
- 骨科醫材屬於侵入性醫療器材，由於製程繁複、認證困難等特點，產業具有高度進入障礙，聯合骨科擁有美國 FDA、歐洲 CE、台灣 TFDA、大陸 CFDA 等認證，是亞洲地區第一家通過歐美等國際認證的人工關節廠商。

地區營收占比(23Q1)



地區銷售額與年增率

產品	2021		2022			23Q1		
	營收 (億)	占比 (%)	營收 (億)	占比 (%)	YOY( %)	營收 (億)	占比 (%)	YOY( %)
台灣	6.7	26%	7.3	23%	9%	1.9	21%	9%
中國	2.3	9%	2.2	7%	-4%	0.4	4%	-38%
美國	4.1	16%	4.4	14%	8%	1.5	16%	54%
歐洲	5.4	21%	8.2	26%	53%	3.2	34%	41%
其他	3.3	13%	5.1	16%	52%	1.0	11%	37%
冠亞	3.1	12%	3.2	10%	3%	0.8	9%	12%
日本	0.8	3%	1.3	4%	64%	0.5	5%	25%

資料來源：聯合、華南投顧彙整

2023 年外銷為主要成長來源，其中以歐洲、美國為主，展望長期營收挑戰 2 億美元

- 受到疫情解封影響，2022 年營收和獲利創新高，EPS+2.84 元。23Q1 營收保持 25% 高成長，每股盈餘達到 0.85 元。
- 近十年來聯合業績成長五倍，達到 1 億美元規模。已經完成通路和製造垂直整合，打造全球性的通路。目前歐洲和國際市場持續強勁，日本也有望轉盈，美國推出新產品增長轉強。
- 聯合骨科人工關節在全球市場的佔有率達到 0.5%。目前與義大利客戶合作，開發機器人輔助的人工膝關節手術，產品目前正在申請 CE 認證
- 預估未來台灣營收年複合成長率受到市佔率提升和人口老化等因素影響，目前市佔率排名第二，台灣人工關節成長率約為 5-6%。
- 今年整體營收成長率預計仍將保持穩定增長。海外市場特別是歐洲和日本市場成長相對較強。毛利率明顯提升主要是由於產品銷售區域轉變，美國、歐洲毛利率較高。未來期望在幾年內將營收翻倍，挑戰 2 億美元的目標。
- 根據目前獲利狀況，接下來兩個月內沒有出現重大問題，確定會發放股利。

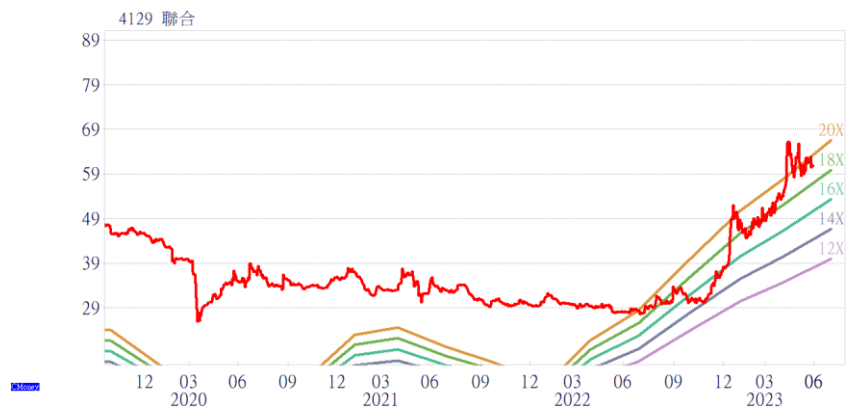
歐美大廠在疫情期間減少生產，產品供應不足之下，聯合骨科產品定位與大廠相同，帶動歐美營收大幅增加

- 歐洲市場過去兩年成長率高達五成。23Q1 業績增長 43%，2023 年的成長抱有相當的期望。
- 日本市場去年已接近盈虧平衡，儘管營收規模不大但利潤良好。23Q1 業績增長 43%，預計 2023 年可以實現盈利。
- 美國市場推出一系列新產品，包括 USTARII 骨腫瘤/重建型人工關節系統和雙動式髌臼系統 UDM。產品取得了突破性進展，計劃在 2023 年繼續推出新產品。
- 美國疫情期間營收下滑，主要是由於護理人員短缺，手術量減少。美國隨著疫情趨緩，預期營收有望恢復成長。USTARII 能夠成為市場開拓推手，帶來更多歐美醫院機會。
- 歐美大廠在疫情期間減少生產，導致產品供應不足，聯合受益於其他廠商在歐洲市場缺貨之下銷售量增加。聯合骨科產品定價與其他大廠相同。產品並非低價即可成功銷售，品質優勢是關鍵。
- 在瑞士分負責歐洲經銷最大好處是地緣上便利，可以在歐洲就近提供市場服務。

中國市場持續受到國產化和帶量採購政策影響，預計 2023 年仍然可能虧損

- 中國市場持續受到國產化和帶量採購政策影響，預計 2023 年仍然可能虧損。不過營收占比已經降至 4%，對公司整體營運影響不大。
- 由於中國國採政策影響，2023 年獲利較差，經銷商退貨情況增加。一旦政策改變，中國市場將能夠因應變化並恢復正常運作。目前在中國市場有多元化業務佈局，有信心應對挑戰並等待市場回升。
- 新華聯合銷售毛利率原本為五到六成，目前約在兩到三成之間。
- 中國市場價值與投資回報尚不明確，因此將繼續觀察並努力應對挑戰，危機也可能帶來轉機。

本益比區間



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
202201	7.4	73.6	8.2	-1.5	8.8	0.5	0.57	0.41
202202	7.4	75.5	9.6	-4.5	8.8	0.4	0.43	0.28
202203	7.6	74.2	9.8	3.8	8.8	1.0	1.17	0.90
202204	9.3	74.9	14.5	-2.5	8.8	1.1	1.27	0.93
202301	9.3	77.1	11.0	-2.0	8.8	0.8	0.94	0.85
202302(F)	9.2	76.8	13.7	0.0	8.8	1.3	1.43	1.05
202303(F)	9.0	76.6	13.5	0.0	8.8	1.2	1.38	1.01
202304(F)	10.0	77.5	14.4	0.0	8.8	1.4	1.63	1.20

年月	一	二	三	四	五	六	七	八	九	十	十一	十二
2022	2.3	2.2	2.9	2.4	2.3	2.9	2.1	2.3	3.1	3.1	3.3	2.9
2023	2.6	2.9	3.8	3.0	3.0	3.3	2.7	2.8	3.6	3.4	3.5	3.1
MOM	-9%	10%	31%	-21%	-1%	11%	-19%	4%	31%	-6%	3%	-12%
YOY	16%	31%	29%	24%	26%	15%	28%	22%	17%	9%	7%	8%
2022	7.4			7.4			7.6			9.3		
2023	9.3			9.2			9.0			10.0		
QOQ	0.3%			-0.7%			-2.0%			10.4%		
YOY	25.5%			23.9%			18.9%			7.8%		

年季	負債比率 (%)	流動比率 (%)	速動比率 (%)	應收款項週轉天數	應付款項週轉天數	存貨週轉天數	每股營業現金流量	資產報酬率 (%)	股東權益報酬率 (%)
202102	45.9	169.1	85.5	84	585	64.5	0.3	0.1	0.2
202103	46.8	122.8	62.0	78	614	66.9	-0.2	0.7	1.4
202104	46.2	125.4	66.6	72	491	62.5	-0.3	0.7	1.3
202201	46.3	126.3	66.7	79	521	65.2	0.0	0.9	1.8
202202	46.7	126.7	67.3	82	575	64.8	0.3	0.7	1.3
202203	46.2	150.9	77.2	87	556	64.1	-1.0	1.9	3.5
202204	45.0	152.1	73.8	79	493	60.9	-2.0	2.0	3.7
202301	45.3	152.7	75.6	87	556	66.5	0.4	1.5	2.7

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。