

2024年投資組合

傳統產業

庫存落底，商品回補循環啟動

傳統產業組

2023年11月29日

資料內容僅供參考，本公司恕不負任何法律責任，亦不做任何保證
兆豐國際證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理 台北市忠孝東路二段95號10樓
本公司經證期局核准之營業執照字號：110年金管投顧新字第033號

簡報大綱

- 成衣製鞋步入復甦軌道
- 重電及能源轉型投資新契機
- 塑化產業谷底已至，靜待需求復甦
- 車用零組件受惠電動車滲透率提升
- 製藥股領漲，醫美、醫材助攻



成衣製鞋步入復甦軌道

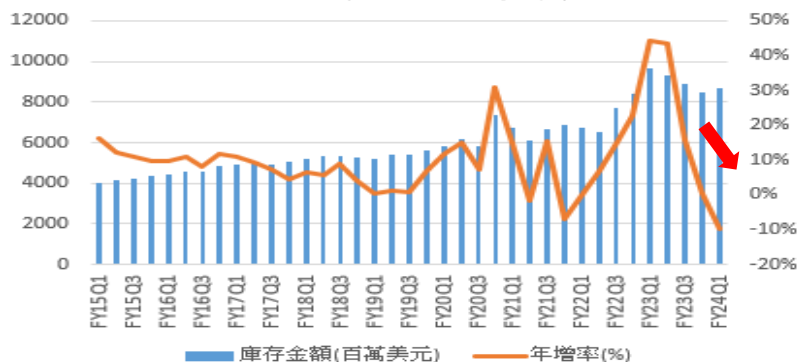
- 品牌廠庫存加速落底
- 觸底回升訊號浮現
- 鞋服市場持續擴大
- 結論及推薦個股



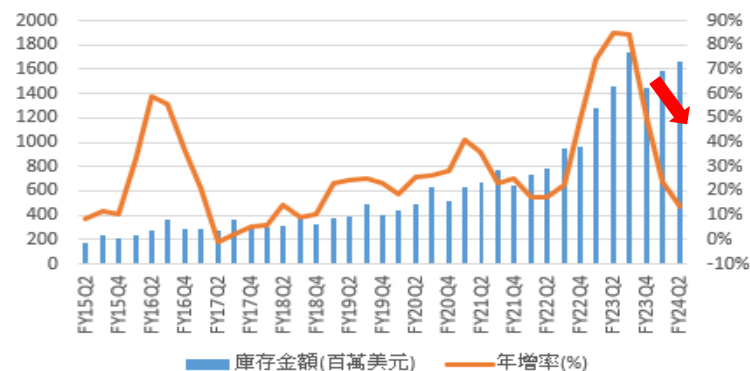
品牌廠庫存普遍去化完畢

- 台廠供應鏈之主要品牌客戶庫存普遍於第三季消化完畢。
- **Nike**庫存金額轉為年減、**Gap**庫存金額已接近歷史平均水位、**Fast Retailing**已無庫存問題、**Lululemon**連續四季庫存年增率收斂。

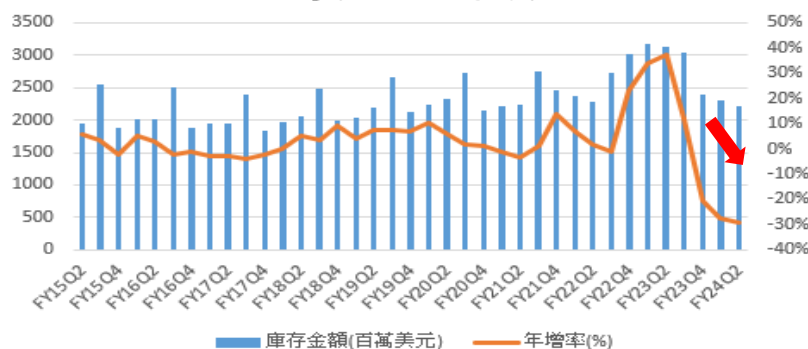
Nike庫存金額及年增率



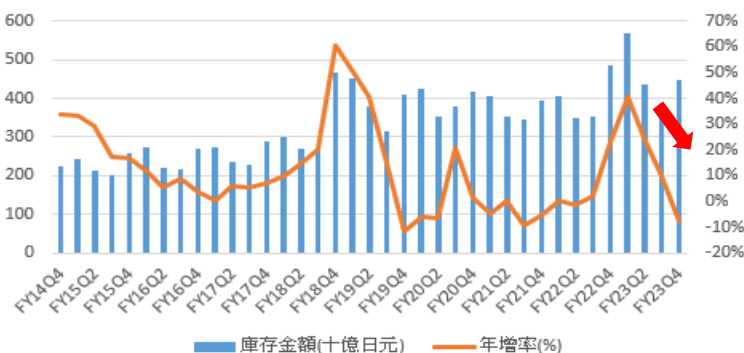
Lululemon庫存金額及年增率



Gap庫存金額及年增率



Fast Retailing庫存金額及年增率



資料來源：Bloomberg、兆豐投顧彙整



庫存加速消化 靜待需求回溫

- 隨著第四季產業復甦加快及旺季的拉貨成長，多數廠商之營收表現有望於23Q4至24Q1恢復年增。
- 庫存落底回歸市場供需後，品牌銷售策略將為營運成長之關鍵。主打高端市場的Lululemon及市佔大幅領先同業的Nike復甦將快於同業。

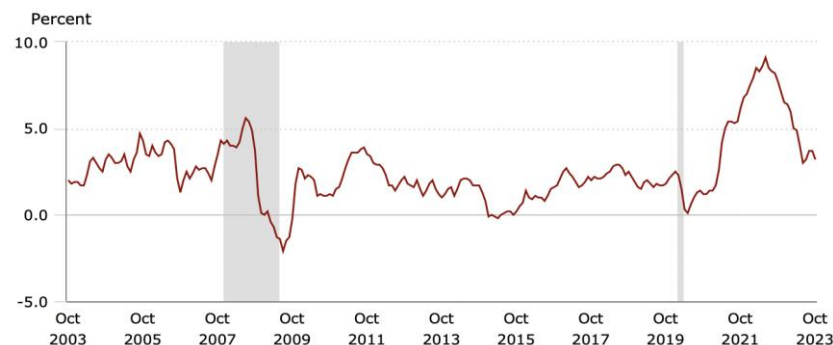
品牌	庫存狀態	台廠供應鏈及營收佔比	財年
Nike	庫存金額為 87 億美元，YoY-10%，已轉為年減。公司認為已下降至健康水位，未來將無需降價促銷。	成衣: 儒鴻20%。 製鞋: 豐泰86%、百和20%、 寶成14%。	FY2024Q1 (202306~202308)
Lululemon	庫存金額YoY+13.6%至16.6億美元。公司認為在銷售持續成長下，其庫存已接近長期目標。	成衣: 儒鴻10%。	FY2023Q2 (202305~202307)
Gap	庫存金額YoY-29%至22.3億美元。 庫存表現優於歐美同業。	成衣: 儒鴻6%、聚陽29%。	FY2023Q2 (202305~202307)
Fast Retailing	庫存管控優良，目前並無庫存問題。	成衣: 聚陽20%。	FY2023 (202208~202308)

資料來源：公司財報、兆豐投顧彙整

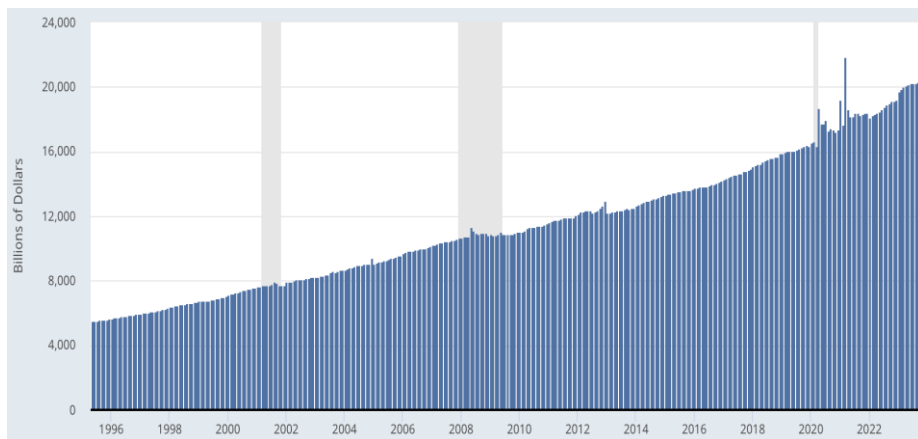
通膨降溫 需求緩步復甦

- 10月消費者物價指數(CPI)年增3.2%，從去年高點9.1%大幅回落，為近兩年來最慢增速，顯示通膨進一步降溫。
- 人均可支配所得走升及10月零售銷售數據優於預期，顯示美國經濟仍具韌性且需求正緩步復甦。

美國消費者物價指數回落



人均可支配所得走升



美國零售銷售趨勢緩步爬升



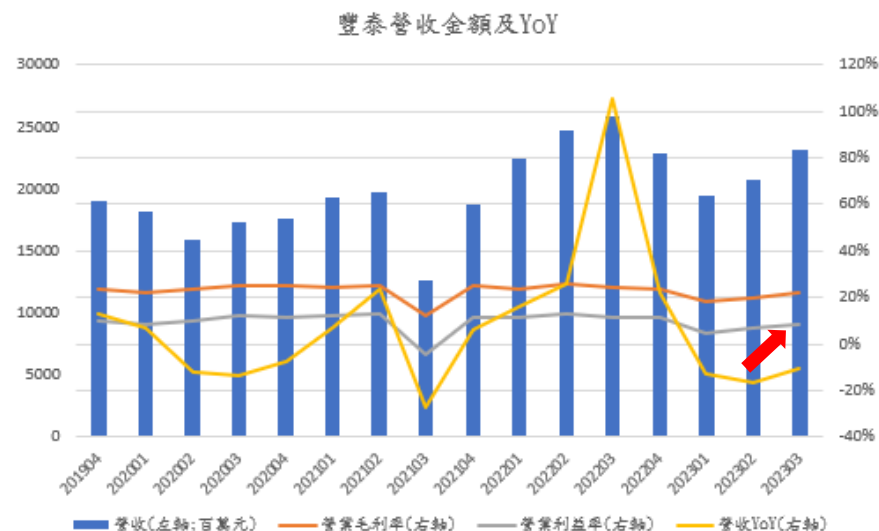
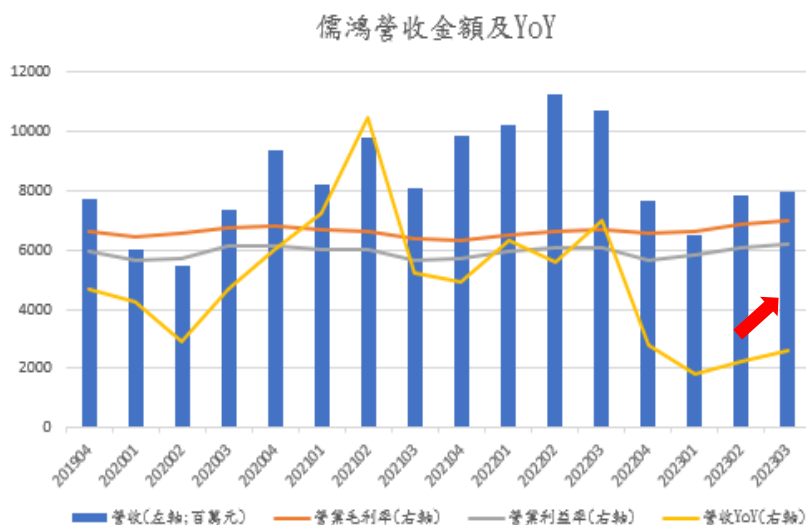
資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics、Trading Economics、兆豐投顧彙整



庫存調整結束 重啟上升循環

- 成衣製鞋產業過去在高通膨及升息壓力背景下，台廠供應鏈面臨客戶下單轉趨保守及營收大幅衰退的困境。
- 品牌客戶經過一年的庫存調整，拉貨逐漸恢復正常，台廠營收從23Q1觸底回升，衰退幅度持續收斂。
- 2024年在終端庫存落底下，新一波上升循環將重啟。

成衣及製鞋龍頭之營收衰退逐步收斂



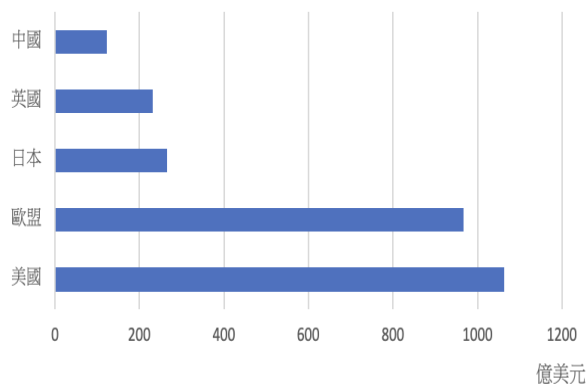
資料來源：公開資訊觀測站、兆豐投顧彙整



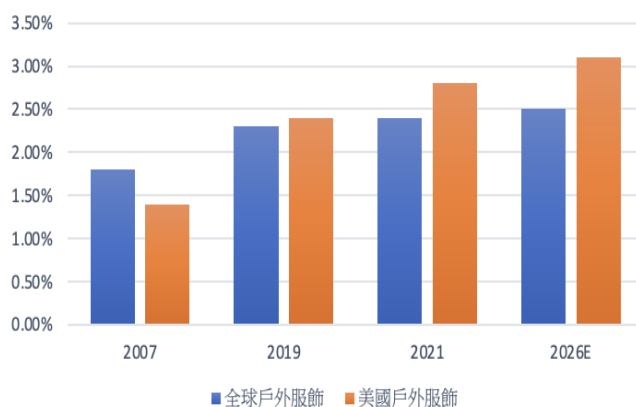
疫後運動人口上升 鞋服市場持續擴大

- 全球串流影音平台購買體育賽事轉播權金額逐年上升、國際運動彩券逐步合法化有助於增加運動賽事熱度及參與率。
- 疫情後民眾日漸重視健康及休閒，參與運動活動比例提高，使得運動服飾用品市場規模逐漸擴大，兼具機能的戶外服飾與創新環保材質為成衣產業未來趨勢。
- 根據Euromonitor預測，2022年全球運動服飾銷售額達4255億美元，10年內將以6.2%的增速成長至7718億美元。其中，戶外服飾成長性更高，2021~2026年的CAGR為6.4%，遠超出疫情前12年(2007~2019年)之3.7%。
- 2022年全球運動鞋銷售額總計1524億美元，較2021年增2.7%。預計至2027年運動鞋年複合成長率將達到3.6%。

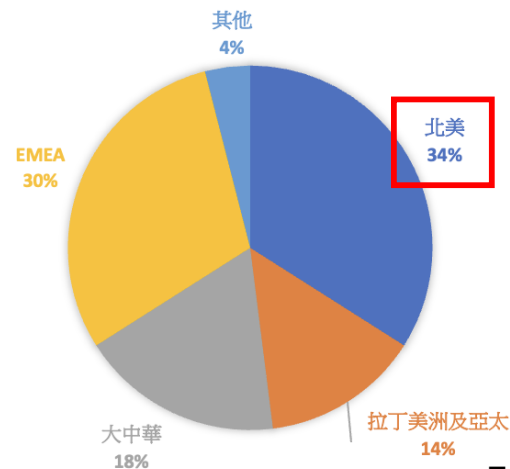
2021年全球成衣主要市場進口額



戶外服飾市場滲透率



全球運動鞋市場分佈



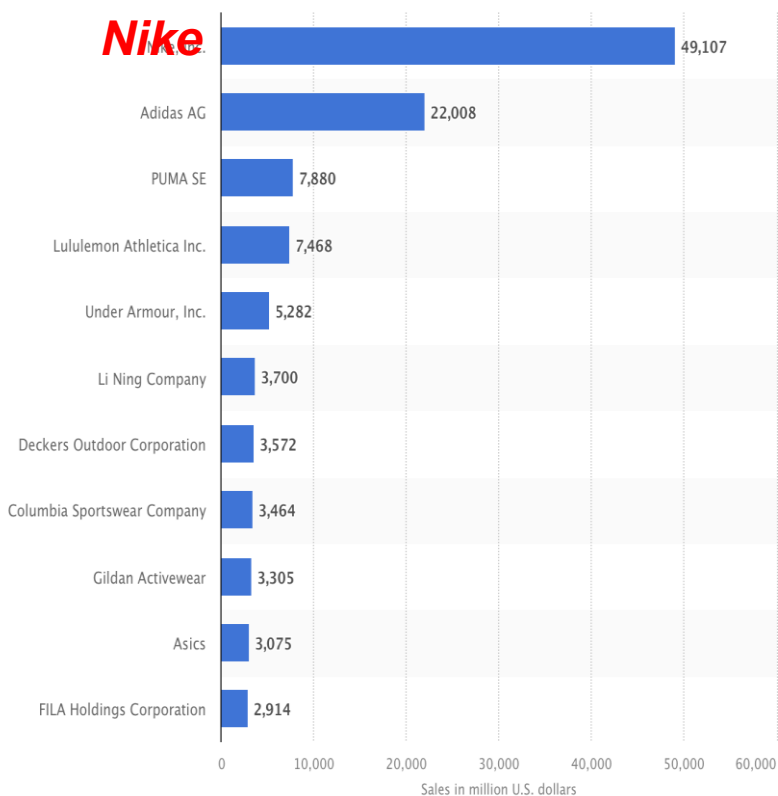
資料來源：Bloomberg、兆豐投顧彙整



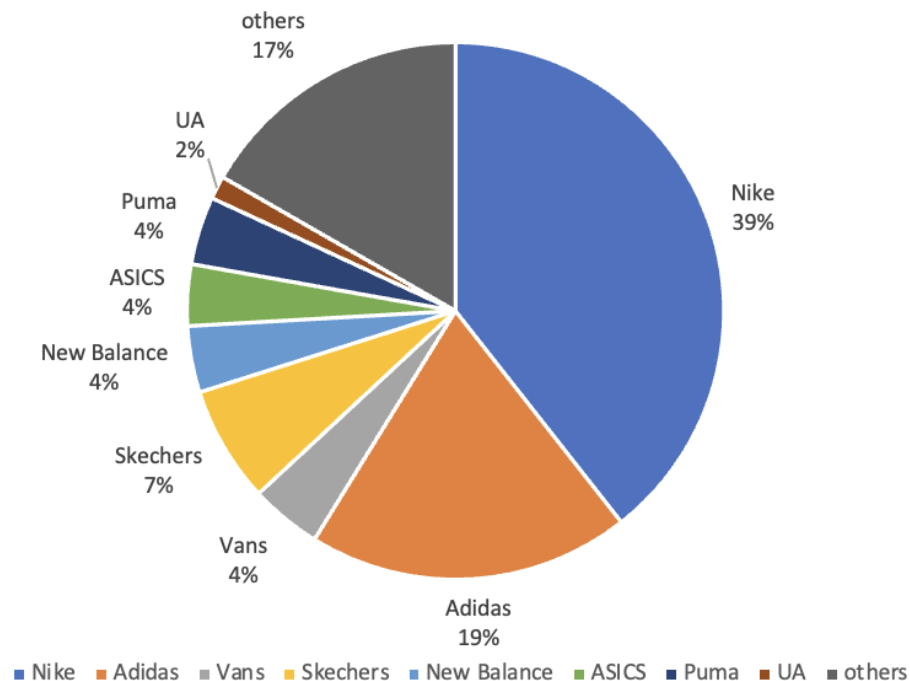
Nike穩居鞋服市場龍頭

- Nike及Adidas合計達全球近6成運動鞋服之市佔，而Nike營收及市佔仍大幅優於Adidas，兆豐國際看好龍頭品牌之復甦將快於同業且營運相對穩健。

2022年運動品牌營收排名



2022年運動鞋品牌市佔率



資料來源：Bloomberg、兆豐投顧彙整



成衣產業結論及推薦個股

- 成衣產業回升訊號明確，建議逢低買進。
- 首選為Nike供應鏈之儒鴻(1476)，考量儒鴻客戶除龍頭之Nike，尚有處於高成長期之Lululemon，將使公司穩健成長。
- 光隆(8916):已從羽絨廠商轉型為成衣大廠。23Q4新增產能開出，品牌偏好產地從中國外移的趨勢下，2024年有望迎轉單。

成衣產業個股營運數據

相關受惠股		2023(F)YoY			2024(F)YoY			24(F) PER/PBR	目標價	歷史 PER/PBR區間
		營收	稅後 淨利	EPS (元)	營收	稅後 淨利	EPS (元)			
成衣	儒鴻(1476)	-19.4%	-17.4%	20.45	12.7%	13.4%	23.2	25X	673(29X24(F)PER)	15~39X
成衣	光隆(8916)	-20.2%	-21.3%	4.87	9.5%	24%	6.03	9X	72(12X24(F)PER)	9~15X
成衣	聚陽(1477)	4%	3.6%	15.05	9%	12.8%	16.97	21X	390(23X24(F)PER)	11~29X

資料來源：公司財報、兆豐投顧預估

儒鴻(1476)

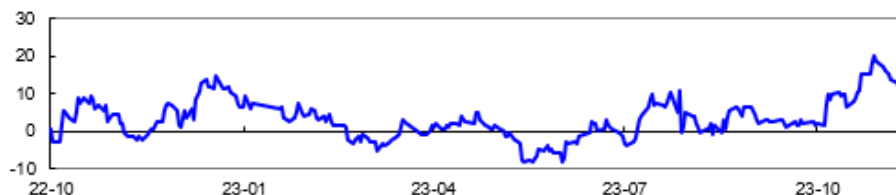
投資評等：逢低買進
目標價：673元

推薦重點

- 儒鴻為科技紡織大廠，主要出貨予美國一線服飾品牌及通路商，品牌客戶Nike、Under Armour、Lululemon等約佔近70%，Target、Costco、Kohl's等佔比30%。
- 儒鴻訂單能見度穩健回升至3~6個月，來自長單比重逐步回升，23Q3為谷底已確立。布料復甦快於成衣，稼動率達9成，成衣逐步跟上。第四季進入出貨旺季，在旺季拉貨及復甦動能推動下，預計23Q4至24Q1都將有雙位數年增。
- 印尼新廠至年底月產能約擴至130萬件，至2024年中將達200萬件，屆時稼動率有望達滿載。
- 我們持續看好公司為紡織龍頭廠商，且長期穩定供貨Tier 1品牌客戶。另考量公司營運谷底已過，建議逢低買進，目標價673元(29X24(F)PER)。



相對大盤股價表現(%)



	營收		稅後純益		每股盈餘		每股現金股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2022	397.4	10.6	67.9	31.9	24.75	31.9	12.0	29.3	20.0	5.4
2023(F)	320.5	-19.4	56.1	-17.4	20.45	-17.4	17.0	21.2	27.9	5.6
2024(F)	361.2	12.7	63.6	13.4	23.20	13.4	12.3	20.6	24.6	4.6



光隆(8916)

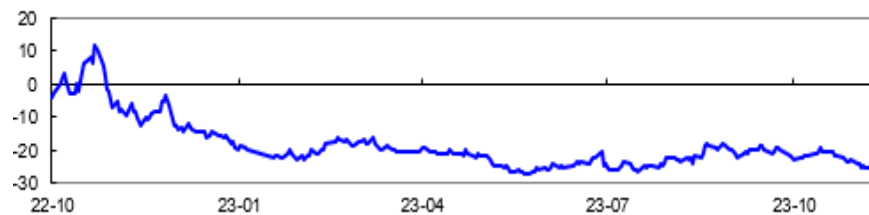
投資評等：買進
目標價：72元

推薦重點

- 光隆已從羽絨廠商轉型為成衣大廠。
- 2022年光隆在全球戶外成衣製造市佔率為2.4%。根據公司預期，市佔率成長1%，營收規模有望成長近5成。公司目標於2026年成衣營收佔比成長至70%及全球戶外服飾市佔率達4%，屆時有機會躍升戶外成衣全球前10大供應商。戶外服飾的成長及佔比提升將有助於公司進一步優化毛利率、營業利益率。
- 公司現有產能位於越南，考量長期成長性，於越南及印尼擴產。越南及印尼第一期新產線將於23Q4投產。因品牌廠多偏好將產地從中國移出，透過東南亞之新增產能，增加接獲轉單的機會。
- 至2023年底，成衣客戶庫存普遍落底，而2024年在羽絨及家居紡織品客戶庫存也陸續調整結束，加上有望再引進3至5個新客戶，有望帶動營收回升。投資建議買進，目標價72元(12X24(F)PER)。



相對大盤股價表現(%)



	營收 (億元)	YoY(%)	稅後純益 (億元)	YoY(%)	每股盈餘 (元)	YoY(%)	每股現金 股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
2022	103.0	27.8	9.2	78.4	6.53	66.3	3.0	17.5	8.0	1.3
2023(F)	82.3	-20.2	7.2	-21.3	4.87	-25.4	3.8	12.5	10.7	1.3
2024(F)	90.1	9.5	9.0	24.0	6.03	24.0	3.1	13.8	8.6	1.2



製鞋產業結論及推薦個股

- 製鞋產業已落底，下檔空間有限，建議逢低布局。
- 製鞋產業短線首選營運回溫快於同業之百和(9938)。
- **Nike (NKE.US)**於美東時間9/28公告FY24Q1財報，顯示庫存已至健康水位，未來有望提升拉貨力道，將有助於相關供應鏈營收回溫。我們看好Nike供應鏈中Nike營收佔比達86%之豐泰(9910)。

製鞋產業個股營運數據

相關受惠股		2023(F)YoY			2024(F)YoY			24(F) PER/PBR	目標價	歷史 PER/PBR區間
		營收	稅後 淨利	EPS (元)	營收	稅後 淨利	EPS (元)			
製鞋	百和(9938)	-19.8%	-44.3%	2.84	2.3%	60.2%	4.56	13X	77(17X24(F)PER)	8~26X
製鞋	豐泰(9910)	-9.6%	-40.2%	5.5	14.3%	27.2%	7.00	26X	217(31X24(F)PER)	15~39X
製鞋	鈺齊(9802)	-28.4%	-40%	10.67	19.3%	26.9%	13.55	10X	163(12X24(F)PER)	8~20X
製鞋	寶成(9904)	-4.3%	-12.6%	3.75	13%	19.6%	4.49	7X	40.4(9X24(F)PER)	6~12X

資料來源：公司財報、兆豐投顧預估

百和(9938)

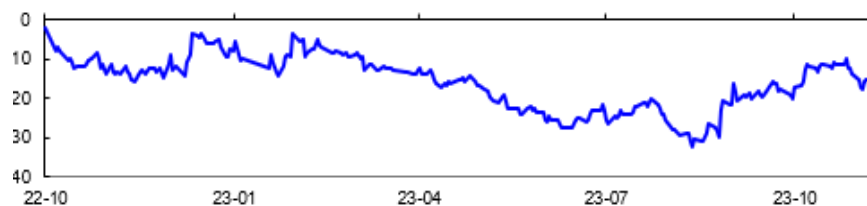
投資評等：買進
目標價：77元

推薦重點

- 百和產品為黏扣帶、各式織帶、鞋帶等。
- 公司擁有全球前20大運動鞋品牌客戶，前五大客戶Adidas、Nike、Under Armour、New Balance及ON佔比超過五成。雖成衣製鞋之客戶仍佔營收高達8成，但公司積極開發新品，目前已跨足航空、醫療、汽車、軍用，減少單一產業之影響性。
- 23Q3營收34.85億元，季增28.7%，呈現淡季不淡，顯示營運已落底，且市況逐步回溫。23Q4有望領先鞋廠同業回到年增。
- 考量股價多已反應今年成長之衰退，且明年有望逐步回升至疫情前營收水準，建議買進，目標價77元(17X24(F)PER)。



相對大盤股價表現(%)



	營收 (億元)	YoY(%)	稅後純益 (億元)	YoY(%)	每股盈餘 (元)	YoY(%)	每股現金 股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
2022	162.7	-11.0	15.2	-26.2	5.10	-26.2	3.5	13.5	11.1	1.2
2023(F)	130.4	-19.8	8.5	-44.3	2.84	-44.2	2.5	5.9	20.7	1.2
2024(F)	133.4	2.3	13.6	60.2	4.56	60.2	1.7	9.1	12.9	1.1



豐泰(9910)

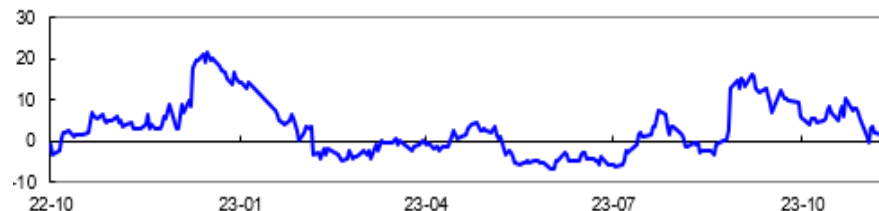
投資評等：逢低買進
目標價：217元

推薦重點

- 豐泰專精於生產運動鞋與休閒鞋，為Nike長期之策略供應商。主要客戶Nike於全球運動鞋市佔超過1/3，豐泰佔其供貨量約1/6，Nike貢獻豐泰營收86%。
- 目前訂單能見度約兩個季度，已回到正常。此外，根據Nike財報公報的結果，鞋子的銷售持續優於服飾。加上明年在需求復甦下，客戶將重啟補庫存，毛利率及營業利益率也有望隨產能利用率回升而逐步攀升。
- 考量Nike為運動品牌龍頭，長期成長穩健，且豐泰為Nike長期之策略供應商，隨著Nike營運復甦，豐泰也將首先受惠，因此建議逢低買進，目標價217元(31X24(F)PER)。



相對大盤股價表現(%)



	營收 (億元)	YoY(%)	稅後純益 (億元)	YoY(%)	每股盈餘 (元)	YoY(%)	每股現金 股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
2022	959.0	36.3	90.8	100.0	10.30	100.0	4.1	42.1	20.0	6.8
2023(F)	866.8	-9.6	54.4	-40.2	5.50	-46.6	7.7	19.2	33.3	5.4
2024(F)	990.4	14.3	69.1	27.2	7.00	27.2	3.3	20.8	26.2	4.4



重電及能源轉型投資新契機

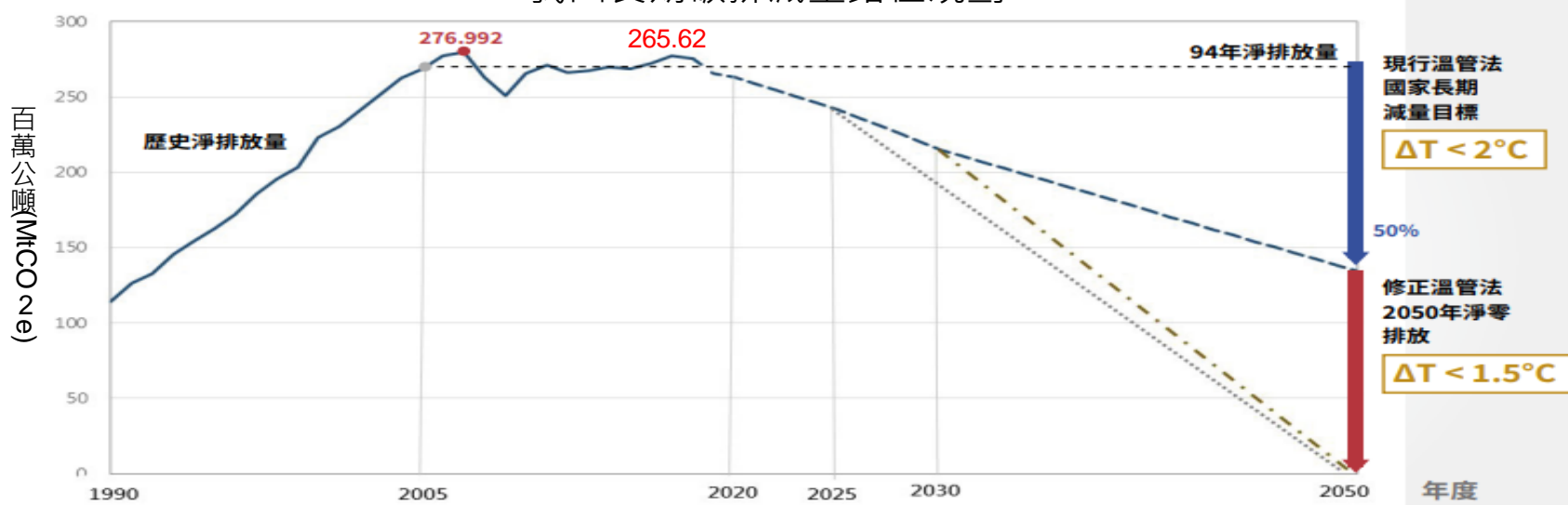
- 淨零碳排政策持續推進
- 台電強韌電網計畫推升汰換需求
- 北美基建法案帶動變壓器供不應求
- 結論及推薦個股



淨零碳排政策持續推進

- 氣候變遷加劇及科技高速發展帶來的能源危機，讓各國政府不得不正視。2022年「第27屆聯合國氣候變遷大會」(COP27)，呼籲各國透過技術創新與貿易合作等方式，提高減碳力道並達成淨零排放。
- 截至2023年9月，全球已有超過189個國家宣示淨零碳排(Net Zero Emission)目標。減碳、能源轉型及ESG已成為各國政府與產業永續發展的目標。
- 我國於2022年3月正式公布「臺灣2050淨零排放路徑及策略」，目標從2019年溫室氣體淨排放量265.62百萬公噸二氧化碳，至2050年淨零。

我國長期碳排減量路徑規劃



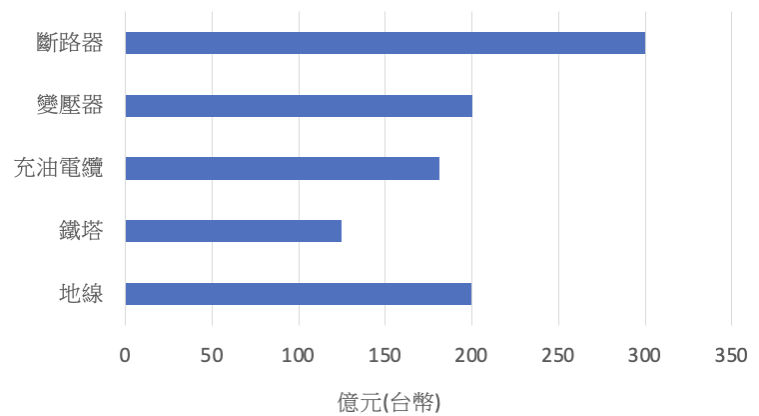
資料來源：國發會、兆豐投顧彙整



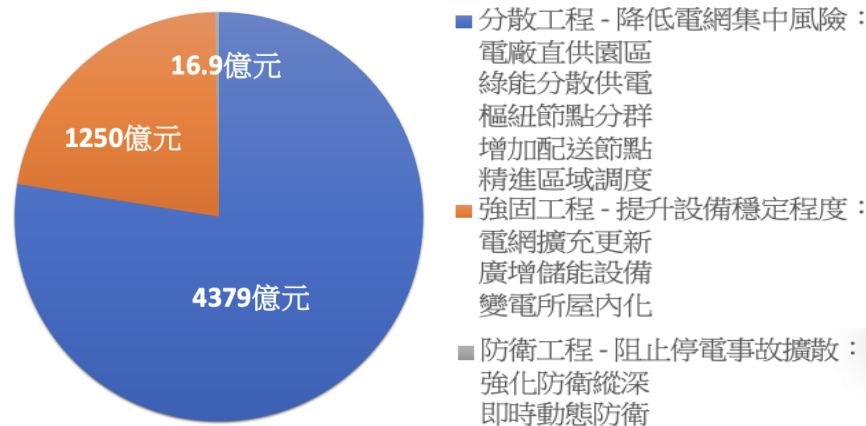
台電強韌電網計畫推升汰換需求

- 為達成淨零碳排，電氣化為主要趨勢。現代產業的製程設備自動化、智慧化及電動車發展，使原化石能源消費多轉向用電。
- 根據經濟部預估，2021~2050年電力消費年均成長2.5%，至2050年全國用電量將達5731億度電。
- 303事故造成全國性停電後，台電再提出「強化電網韌性建設計畫」，將於10年內投入5645億元，以達成電網分散及提升設備穩定。變電站、輸配電線路、線纜更新及地下化的相關需求龐大。

強韌電網之輸配電系統汰換規劃



台電強韌電網計畫預算分配



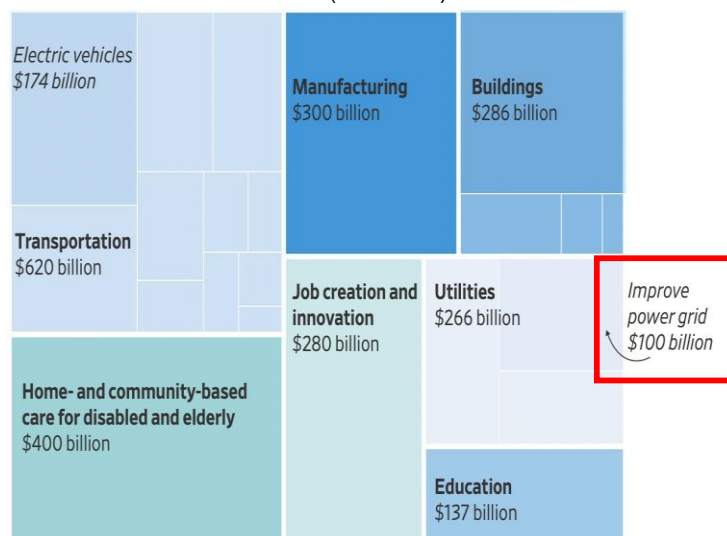
資料來源：經濟部、兆豐投顧彙整



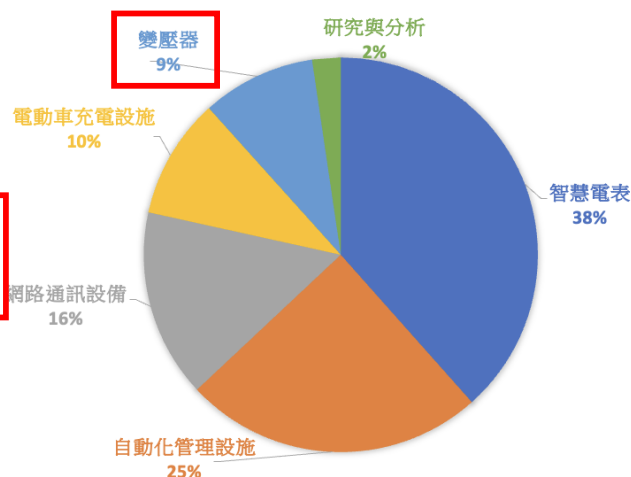
北美基建法案帶動變壓器供不應求

- 美國擁有世界最大之電網線路，電網最大使用壽命約50年、變壓器25~40年。但美國現行的輸配電網路設備約75%建設於1970年以前，已過汰換年限。且在極端氣候下，電網故障頻傳。
- 為達成能源穩供及響應淨零碳排，2021年美國總統拜登提出2.3兆美元基礎建設計畫，其中1千億美元將用於汰換老舊電網，約一成用於變壓器之汰換。
- 北美是全球配電變壓器的最大市場，佔全球市場份額約46%。由於美國國內變壓器產能嚴重不足，導致設備交期大幅拉長。台廠受惠轉單，帶動變壓器、配電盤、開關等設備供不應求。

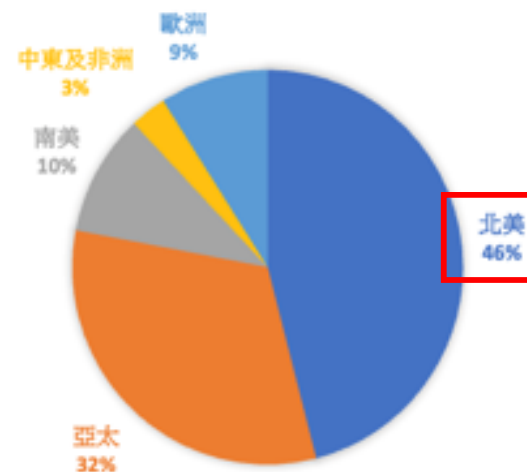
Breakdown of Biden's infrastructure plan (US Dollar)



電網投資預算分配



全球變壓器市場分佈



資料來源：The White House、兆豐投顧彙整



結論及推薦個股

- 台電強化電網韌性計畫，帶動電線、電纜、變壓器、開關、配電盤與變電站工程等需求爆發。
- 美國總統拜登提出之基礎建設計畫，將汰換老舊線路及電網，帶動台廠變壓器、配電盤、開關、儲能電池等設備接獲轉單。
- 投資建議：
- 重電產業長期成長趨勢明確。我們看好重電外銷佔比達40%的華城(1519)及20%的亞力(1514)，除受惠於國內政策刺激，將優先受惠美國基礎建設計畫。

重電產業個股營運數據

相關受惠股		2023(F)YoY			2024(F)YoY			24(F) PER/PBR	目標價	歷史 PER/PBR區間
		營收	稅後 淨利	EPS (元)	營收	稅後 淨利	EPS (元)			
重電	華城(1519)	61.3%	170.8%	8.69	28.9%	29%	11.21	23X	336(30X24(F)PER)	12~36X
重電	亞力(1514)	13.2%	29.2%	2.66	11.7%	10.9%	2.95	19X	65(22X24(F)PER)	10~22X
重電	東元(1504)	8.8%	96.9%	3.18	9.7%	10.5%	3.52	13X	60(17X24(F)PER)	11~23X
重電	大亞(1609)	-4.5%	251.5%	4.32	6.7%	-44.5%	2.4	14X	41(17X24(F)PER)	9~21X

資料來源：公司財報、兆豐投顧預估

華城(1519)

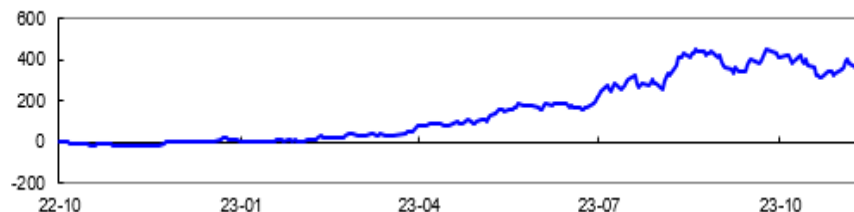
投資評等：買進
目標價：336元

推薦重點

- 華城今年成長三引擎來自(1)台電強韌電網計畫(2)綠能，包括風電、陸地及海上太陽能(3)外銷市場。訂單能見度已達2025年，步入高速成長期。
- 台電強韌電網計畫，華城直接及間接出貨變壓器、開關、工程標案等營收比重達25~30%。此外，經濟部訂定2025年再生能源發電佔比20%的政策目標，華城之綠電營收比重約35~40%，提供太陽能工程統包、風力發電之變電站工程設計安裝。公司也切入電動車充電樁供應鏈，提供充電設備、安裝工程、管理系統等解決方案。
- 受惠於美國基建政策，公司預期今年外銷比重將從2022年之28%拉升至40%，未來有望接近50%，也將提升公司整體毛利率至30%。考量公司進入快速成長期，且訂單能見度已達2025年，建議買進，目標價336元(30X24(F)PER)。



相對大盤股價表現(%)



	營收		稅後純益		每股盈餘		每股現金股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2022	77.5	-14.1	8.4	189.2	3.21	189.2	1.0	22.0	15.0	3.0
2023(F)	125.0	61.3	22.7	170.8	8.69	170.8	2.5	43.2	29.4	10.7
2024(F)	161.1	28.9	29.3	29.0	11.21	29.0	5.0	38.0	22.8	7.3



亞力(1514)

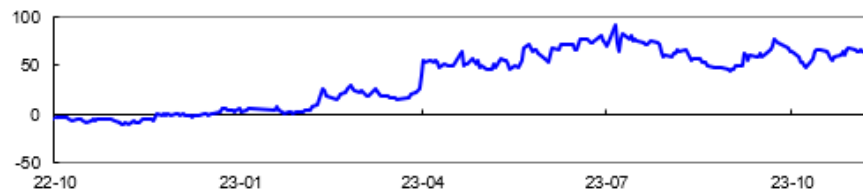
投資評等：逢低買進
目標價：65元

推薦重點

- 東南亞等新興市場崛起，基礎建設及半導體擴廠需求強勁，帶動電力開關器材、模塑型變壓器、太陽光電變流器、微電網儲能設備、電動大巴/電動車/軌道車輛用充電器及系統整合商機龐大。尤其亭置式手動二路開關在東南亞外銷市場極具潛力，目前已開拓印尼市場。2022年外銷出貨比重約17%，目標佔比將拉升至20%。
- 受惠於台電強韌電網計畫、半導體及科技產業建廠之電力設備需求及新能源政策推行，目前在手訂單約100億元。2023及2024年營收預期分別年增13.2%及11.7%至87.3億元及97.5億元，皆創歷史新高，稅後EPS分別達2.66及2.95元。考量公司進入穩健成長期，建議逢低買進，目標價65元(22X24(F)PER)。



相對大盤股價表現(%)



	營收 (億元)	YoY(%)	稅後純益 (億元)	YoY(%)	每股盈餘 (元)	YoY(%)	每股現金 股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
2022	77.1	35.7	5.1	40.8	2.12	34.0	0.8	13.8	13.8	1.8
2023(F)	87.3	13.2	6.6	29.2	2.66	25.5	1.0	15.4	20.6	3.0
2024(F)	97.5	11.7	7.3	10.9	2.95	10.9	1.6	14.5	18.6	2.7



塑化產業谷底已至，靜待需求復甦

- 原油市場展望
- 塑化上游原料展望
- 塑化下游展望
- 結論及推薦個股

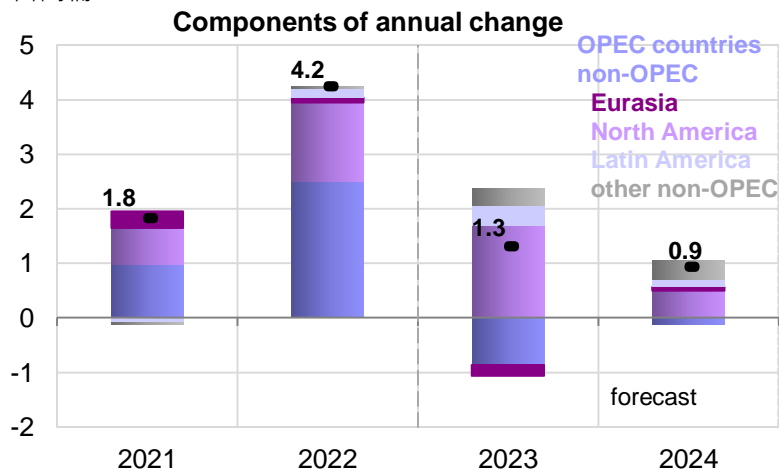


預期油價將維持75-90元區間

- 沙俄於9/5宣布延長自主減產100/30萬桶日產量至23Q4，佔全球原油供給的1.28%。
- 假設沙俄減產至23Q4，由於美國原油需求旺季已過，預期供需缺口自23Q3用油旺季過後將逐步縮小，而2024年預期在需求端微幅成長、減產結束之下，原油市場趨於供需平衡。
- 雖短期油價受需求淡季影響，原油價格已自高檔回落，然預期在沙俄仍需資金投入未來城與烏俄戰爭之下，預期2024年油價仍將維持在75-90元之箱型區間。

2023年原油市場因OPEC減產供給緊俏

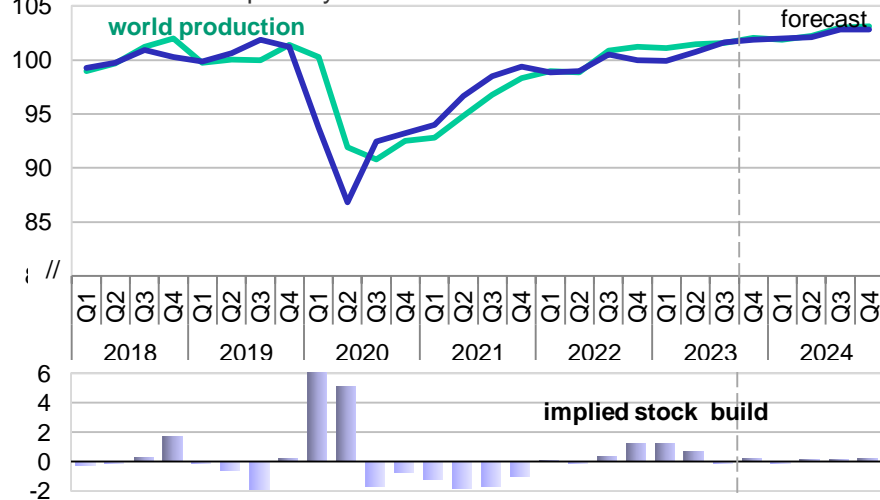
百萬桶



預期原油供需缺口2024年趨於供需平衡

百萬桶

World liquid fuels production and consumption balance million barrels per day



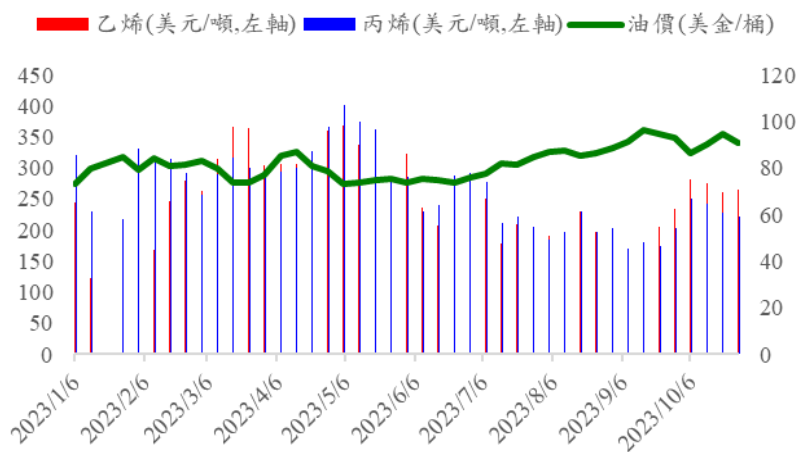
資料來源：EIA、兆豐投顧彙整



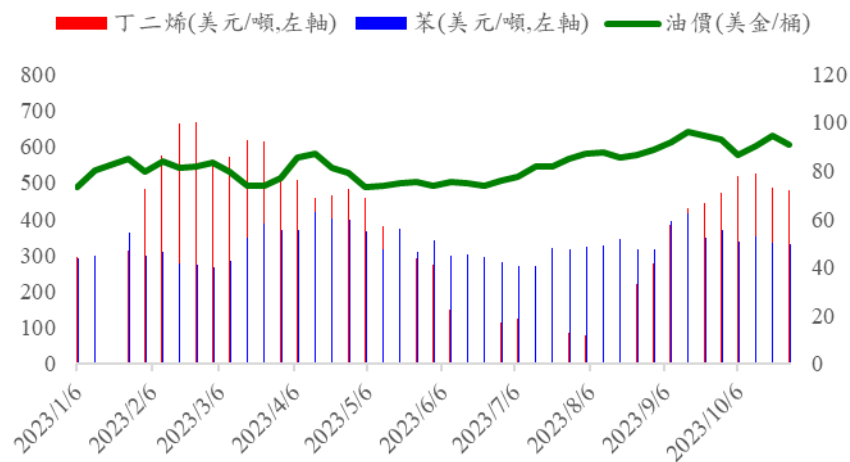
烯烴利差擴大空間受限

- 油價在供給端控制下，下檔空間有限，壓縮烯烴利差擴大空間。
- 在烯烴衍生物需求復甦力道疲弱的情況下，預期下游廠商將持續維持低稼動，在裂解廠歲修規模持續收斂之下，供需狀況趨於寬鬆不利利差擴大。

乙丙烯利差走勢圖



丁二烯/苯利差走勢圖



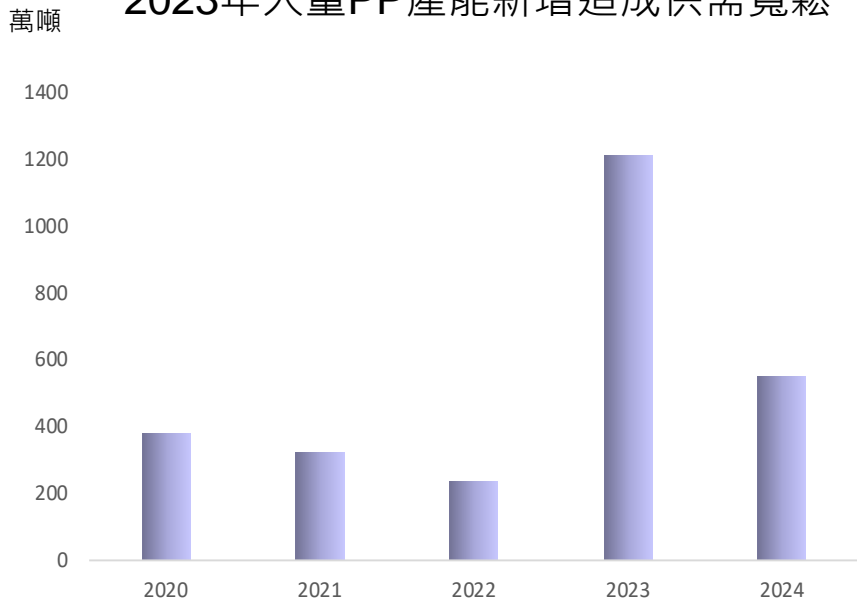
資料來源：Platts



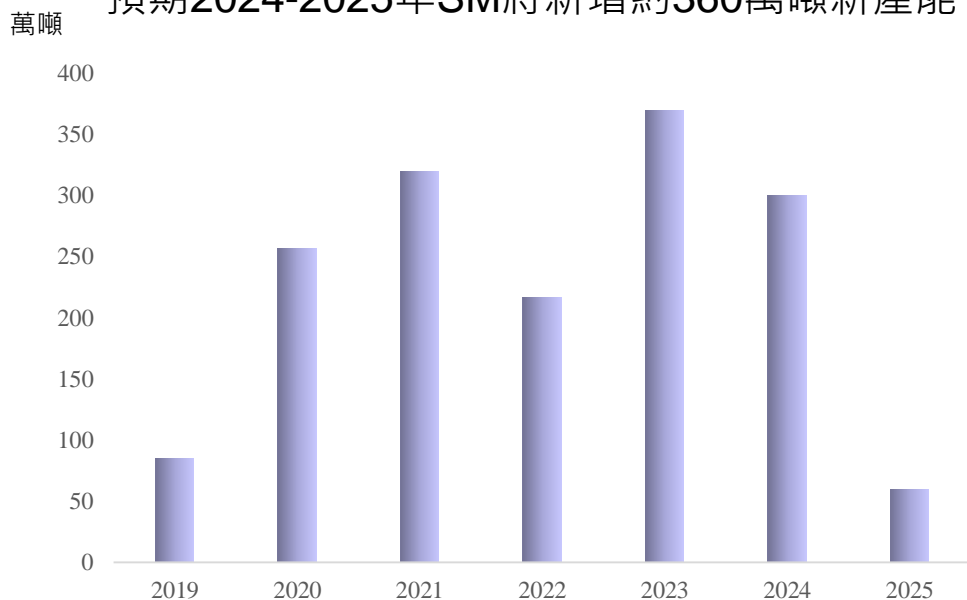
中國大量塑化產能開出造成供需寬鬆

- 中國大陸煉化一體產能於**2023年**大舉開出，不僅壓縮台灣石化產品出口中國大陸空間，也造成亞洲區域市場供需寬鬆。
- 在高油價環境下，供給產能大舉開出，需求受總體經濟影響持續低迷，中國針對房市與消費推出之刺激政策目前成效仍不彰，故對塑化產品後市目前展望保守。

2023年大量PP產能新增造成供需寬鬆



預期2024-2025年SM將新增約360萬噸新產能



資料來源：Platts、財經M平方



結論與個股推薦

- 在預期油價維持高檔區間，塑化產品供給端產能持續開出、需求端復甦緩慢之下，對整體塑化產業持中性看法，需靜待產業築底復甦，然部分個股評價已位於歷史區間下緣，建議長期投資人可留意。

塑化產業個股營運數據

相關類股		2023(F)YoY			2024(F)YoY			目標價	歷史 PER/PBR區間
		營收	稅後 淨利	EPS (元)	營收	稅後 淨利	EPS (元)		
1301	台塑	-21.9%	-72.2%	1.58	6.9%	28.2%	2.03	84.2(1.5X24(F)PBR)	1.4~1.9X
1303	南亞	-24.5%	-72.1%	1.13	18.9%	148.7%	2.81	66.2(1.4X24(F)PBR)	1.3~1.9X
1326	台化	-12.8%	7.1%	1.35	15.0%	55.5%	2.1	69.5(1.1X24(F)PBR)	1.0~1.5X
6505	台塑化	-15.3%	86%	2.81	6.7%	-32.7%	1.89	80.3(2.3X24(F)PBR)	2.3~3.1X
1305	華夏	-16.1%	-	0.63	6.4%	46%	1.55	24.2(1.4X24(F)PBR)	0.5~2.2X
1304	台聚	-23.3%	-91.0%	0.13	9.8%	792.3%	1.03	24.5(1.3X24(F)PBR)	0.8-2.0X
1308	亞聚	-29.3%	-67.8%	0.69	6.0%	85.4%	1.49	27(1.4X24(F)PBR)	1.0-2.0X

資料來源：各公司財報、兆豐投顧預估

車用零組件受惠電動車滲透率提升望

- 汽車市場概況與展望
- 電動車銷量逆勢成長
- 汽車零組件產業推薦個股
- 結論及推薦個股



全球車企近況與展望

車企	產銷近況與展望
BMW	<ul style="list-style-type: none">• 23Q3高檔車銷量YoY+5.8%，電動車占比提升至15.1%，豪車業務利潤率優於預期• 看好2024年豪車與全電動車銷量展望，累積訂單已持續至24Q1，預期電動車利潤率將持續提升
比亞迪	<ul style="list-style-type: none">• 1-9月電動汽車銷量持續創新高，YoY+76%，預期未來3-5年市佔率將持續提升• 與特斯拉銷量差距縮窄，4Q23銷量可望超越Tesla
特斯拉	<ul style="list-style-type: none">• 營收與淨利低於市場預期，對2024年銷量展望未給出明確指引
福斯	<ul style="list-style-type: none">• 23Q1-23Q3純電動車銷量YoY+45%• 預期缺料緩解後無遞延訂單挹注，預估2024年台灣車市規模將減少1-2萬輛至45萬輛

資料來源：產業新聞

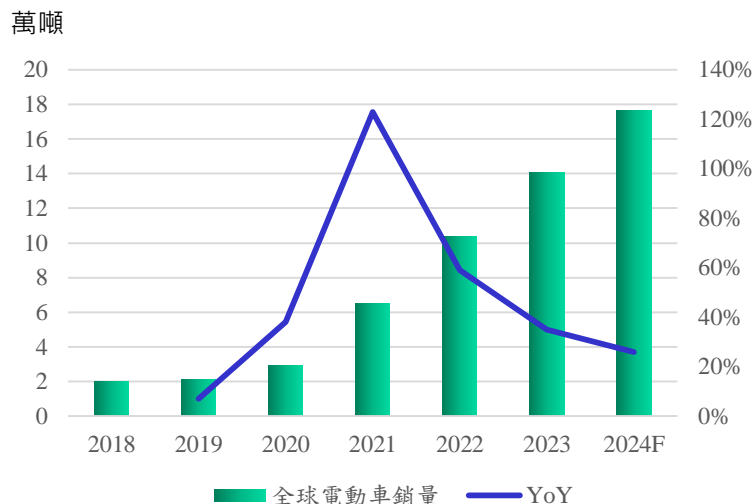
預期新能源車滲透率在政策推動下將達19%

- 新能源車銷售最大市場為中國，占比約**65%**，其次是歐洲，占比約**25%**，美國佔比約**10%**。
- 目前新能源車主要銷售市場皆已推出燃油車禁售時程與相關政策，預期**2024年**新能源車滲透率在政策推動下將達**19%**，新能源車銷量YoY+**25%**。

各國燃油車禁售時程與政策目標

國家	禁售燃油車時程	政策目標
中國	2030年(海南省) 2035(香港)	2025年前新能源車銷量達到所有新車銷量的20%
美國	2035年	2030年新能源車佔新車銷售量50%
歐盟	2035年	2025年設置一百萬座充電樁、 2035年達100%零排放汽車
挪威	2025年	2025年新售汽車需為零排碳

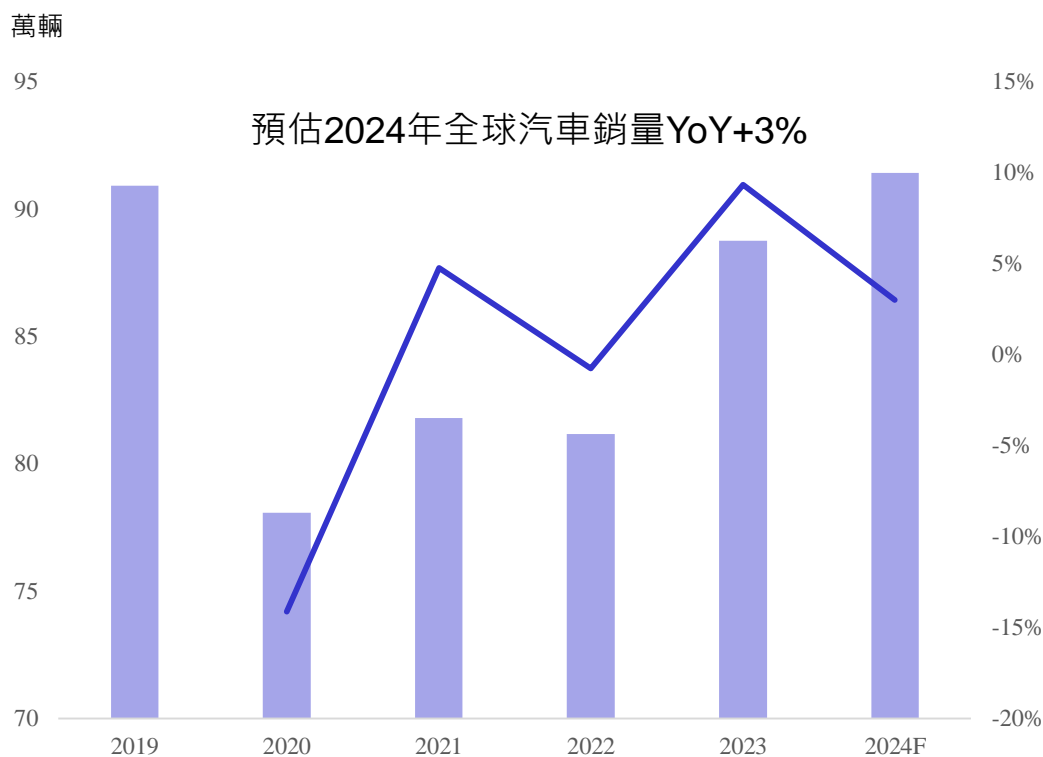
預期2024年全球新能源車銷量YoY+25%



資料來源：Wind、產業新聞

預估2024年全球汽車銷量YoY+3%

- 2022年車用晶片缺貨潮導致部分訂單遞延至2023年，因此2023年全球車市呈現高成長，然目前車用晶片缺貨情形已緩解，在車市銷量基期已高、總體經濟疲軟壓抑購買力的情況下，對2024年車市展望較為保守。



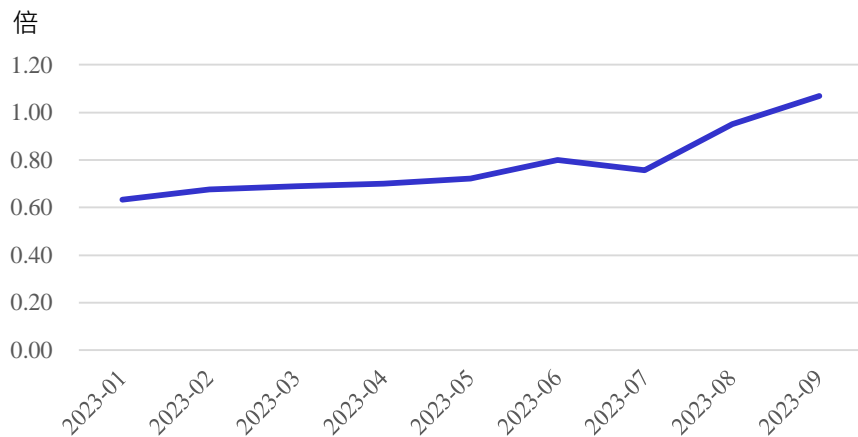
資料來源：Wind



預估2024年北美汽車銷量YoY+3%

- 美國三大車廠 **GM**、**Stellantis** 與 **Ford** 與勞工聯合工會達成協議後，**UAW** 罷工暫緩，在罷工未進一步擴大之下，對車市影響有限，預期**2023**年北美汽車銷量YoY+9.9%。
- 在車廠產能回復與購車折扣刺激買氣之下，預期**2024**年北美車市成長雖受高利率所壓抑，然目前美國車廠對銷售比率仍在正常水準，且北美新能源車滲透率目前僅不到**10%**，在政策支持下，有望複製中國與歐洲新能源車成長路徑，預估**2024**年北美汽車銷量YoY+3%。

美國車廠庫存對銷售比率仍在正常水準2.5倍以下



資料來源：Wind

美國車企積極布局新能源車

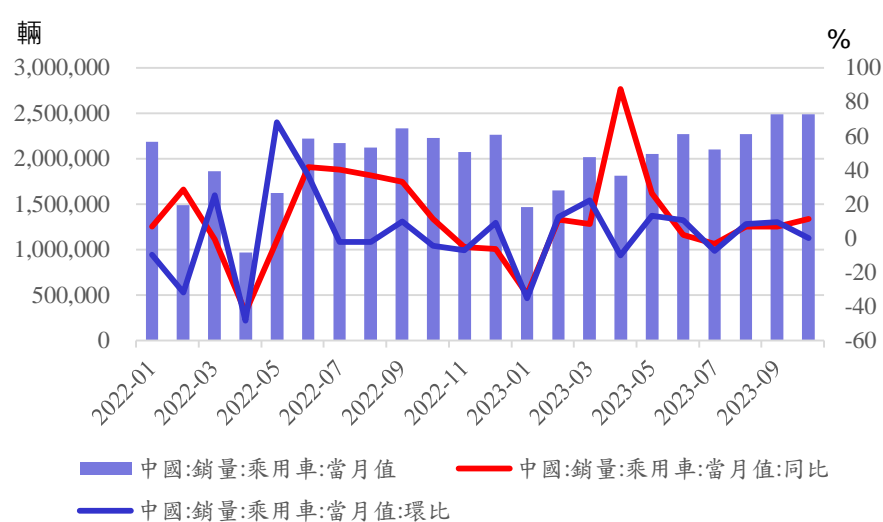
車企	新能源車布局
Tesla	目標2030年銷售2000萬輛電動車
福特	目標2030年電動車銷售佔比達50%
通用	目標2025年電動車開始盈利
Rivian	目標2030年電動車年產量達100萬輛



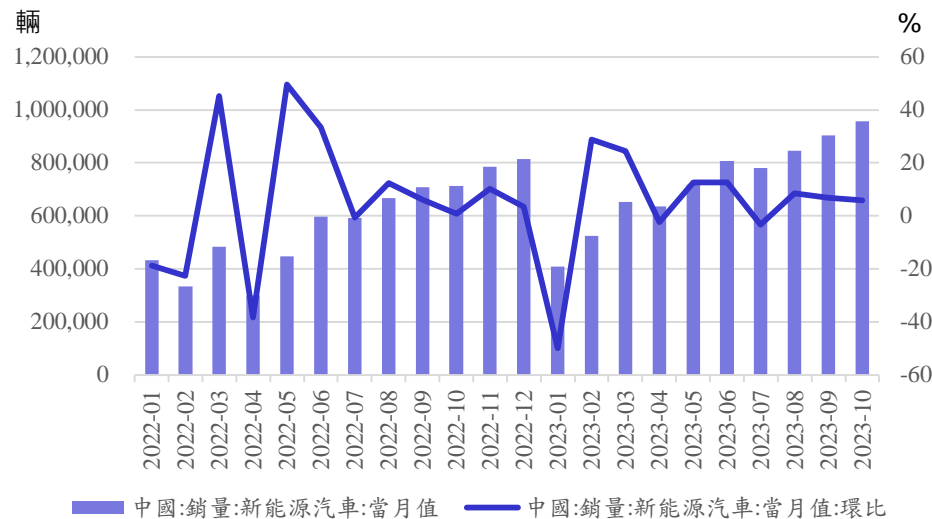
新能源車滲透率提升為中國車市主要成長動能

- 預期中國車市在23Q1車用晶片缺貨緩解、新能源汽車購置稅減免延長之下，2023年汽車銷售量達2700萬輛，YoY+3.9%。
- 展望2024年，在地方政府補貼政策、新能源汽車購置稅減免持續之下，預期中國新能源車銷量可達860萬輛，YoY+19%。

中國乘用車銷量自23Q1車用晶片缺貨緩解逐步改善



中國新能源車銷量持續創同期新高



資料來源：Wind



汽車零組件產業推薦個股

- 在車市基期已高之下，雖然預期2024年整體車市成長將會趨緩，然認為新能源車受惠相關政策之長期趨勢不變，仍為主要車市主要成長動能，故推薦個股以新能源車相關個股為主。

台灣汽車零組件產業相關個股營運成長率與股價評價比較

推薦個股	23(F)YoY			24(F)YoY			目標價	歷史 PER區 間
	營收	稅後 淨利	EPS (元)	營收	稅後 淨利	EPS (元)		
胡連(6279)	+12.5%	-8.2%	-81.2%	+12.7%	+30.1%	+30.1%	185(17X 2024(F)PER)	9-27
裕隆(2201)	+5.2%	NA	NA	+13.9%	+46.4%	+46.4%	91(13X 2024(F)PER)	NA
貿聯-KY(3665)	-4.2%	-35.1%	-35.1%	+3.2%	+34.2%	+34.2%	280(11.5X 2024(F)PER)	9-17

資料來源：公司；兆豐投顧預估

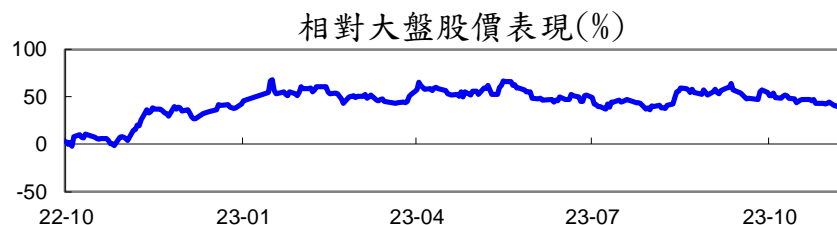


胡連(6279)

投資評等：逢低買進
目標價：188元

推薦重點

- 胡連為台灣車用連接器製造商，主要生產汽車端子、塑膠盒及模具等產品為主。主要客戶多為OEM車廠，以中國自有品牌車廠為主，包括比亞迪、長安汽車、吉利汽車。
- 展望23Q4，中國車市需求穩健，美系鏟雪車庫存去化後已恢復拉貨，在旺季效應帶動之下，預期23Q4營收22.5億，QoQ+19.5%，YoY+12.6%，EPS 3.4元。
- 展望2024年，受惠主要客戶新能源車銷量持續提高，越南與美國客戶自低基期重返成長軌道，預估2024年營收79.5億，YoY+8.5%，EPS 12.5元。
- 預估2023/2024年稅後EPS9.2/12.5元，目前股價交易於歷史PER 10~20X區間中緣，考量2024年毛利率受惠產品往高頻高壓發展持續優化，有利獲利表現，給予「逢低買進」投資評等，6個月目標價188元(15X24(F)PER)



	營收		稅後純益		每股盈餘		每股現金	ROE	PER	PBR
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)	股利(元)	(%)	(X)	(X)
2022	65.3	31.9	10.0	26.8	10.03	26.8	5.0	19.0	14.4	2.6
2023(F)	73.3	12.3	9.2	-8.2	9.21	-8.2	5.6	15.5	17.3	2.7
2024(F)	79.5	8.5	12.5	35.8	12.50	35.8	0.0	17.9	12.8	2.4



貿聯-KY(3665)

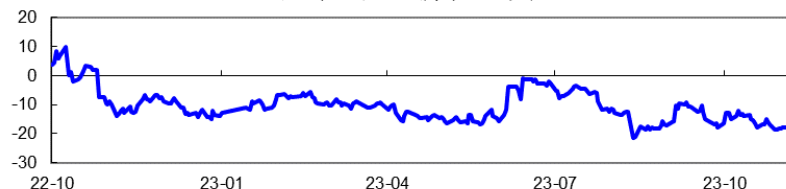
投資評等：逢低買進
目標價：305元

推薦重點

- 貿聯-KY為全球連接線束解決方案的領導廠商，位於產業鏈中下游，專注於利基市場。目前主要產品分為IT、電器、車用、工業四大類。主要客戶為特斯拉、賓士、BMW、福斯、通用、比亞迪等。
- 展望 2024 年，雖然工業產品線仍持續庫存調整，然預期車用產品線持穩，IT與電器產品線將受惠AI伺服器用之高速傳輸與高功率電纜連接器與熱泵零組件等新產品帶動，預估 2024年營收532億，YoY+2.8%，EPS 21.5元。
- 預估 2023/2024年稅後EPS17/21.5元，目前股價交易於歷史PER 10~29X區間下緣，考量股價下檔空間有限，新產品加入與既有產品組合優化有利獲利表現，給予「逢低買進」投資評等，6個月目標價 305元 (14X24(F)PER)



相對大盤股價表現(%)



	營收 (億元)	YoY(%)	稅後純益 (億元)	YoY(%)	每股盈餘 (元)	YoY(%)	每股現金 股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
2022	537.6	88.2	38.4	88.5	24.53	65.6	9.5	20.4	9.6	1.6
2023(F)	517.5	-3.7	27.8	-27.7	17.00	-30.7	10.1	11.6	15.7	1.8
2024(F)	532.0	2.8	35.1	26.4	21.49	26.4	0.0	12.9	12.4	1.7



裕隆(2201)

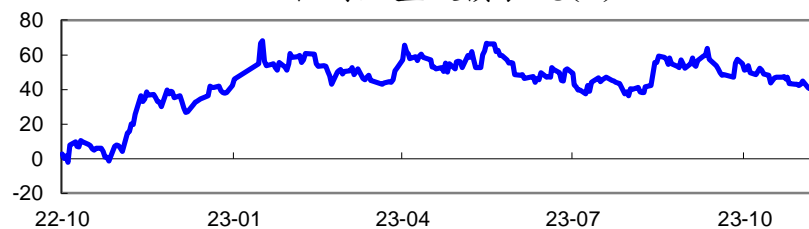
投資評等：逢低買進
目標價：94元

推薦重點

- 裕隆主要產品為各式轎車、休旅車及商用車，主要用途為載客、載貨及休閒旅行之交通工具，並產製零件作為汽車組裝、維修保養用。旗下品牌為Luxgen（納智捷）與Nissan。
- 展望2024年，新店裕隆城加入營運貢獻全年營收，N7預購量10,000台24Q1開始出貨，預期納智捷品牌將轉虧為盈，預期2024年營收959.8億，YoY+18.3%，EPS 7.3元。
- 預估2023/2024年稅後EPS 4.6/7.3元，位於歷史PER 8~16X區間中下緣，考量納智捷品牌將轉虧為盈，轉投資裕融、裕日車穩定獲利，新店裕隆城穩定貢獻租金，給予「逢低買進」投資評等，6個月目標價94元(13X24(F)PER)



相對大盤股價表現(%)



	營收		稅後純益		每股盈餘		每股現金股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2022	770.8	-1.2	-47.0	N.A.	-4.70	-199.6	1.5	-9.3	-13.2	0.9
2023(F)	811.3	5.3	48.9	N.A.	4.57	-197.2	0.9	6.2	17.2	1.0
2024(F)	959.8	18.3	77.7	59.0	7.26	59.0	0.0	8.8	10.8	1.0



製藥股領漲，醫美、醫材助攻

- 台灣生技股跌幅已深，醞釀反彈
- 期待中國刺激內需政策，有利醫美、保健品及眼科相關族群
- 新藥產業2024年個別表現，優先關注具備營收動能者
- 台灣醫藥公司近幾年實質進展大
- 結論與生技推薦個股

台灣生技股跌幅已深，醞釀反彈

台灣生技指數已跌到近兩年低點

- 台灣生技指數於2023/04到達4,789的高點，爾後2023/10跌到3,830的低點。
- 2023年以來生技指數呈下跌趨勢，在累計跌幅已深下醞釀反彈契機。

近兩年台灣生技指數概況



資料來源：台灣指數公司

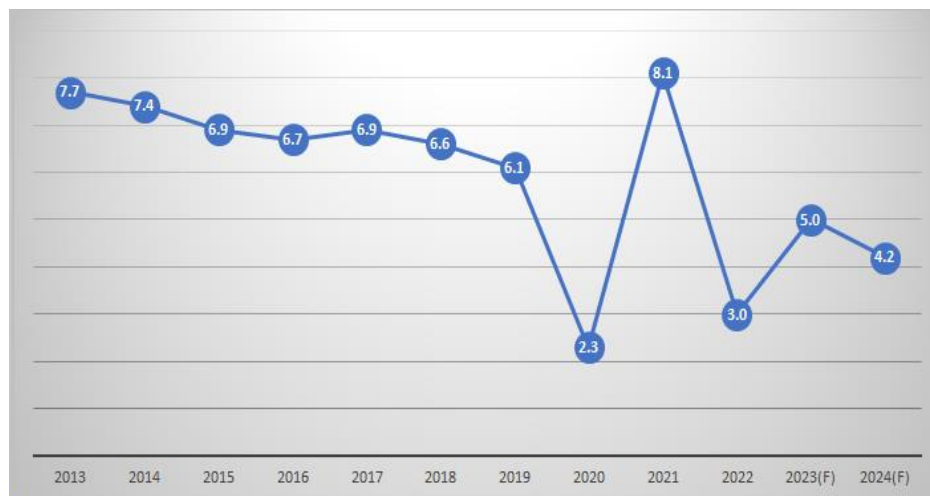


期待中國刺激內需政策，有利醫美、保健品及眼科相關族群

中國內需消費力道緩步回升

- 根據IMF於10/10發布的世界經濟展望報告，中國2023年經濟成長率為5%，2024年則是4.2%，均較2022年的3%明顯成長。
- 中國今年各月社會消費品零售銷售額均為正成長，顯示內需正緩步復甦。

中國歷年GDP成長率概況



中國社會消費品零售銷售



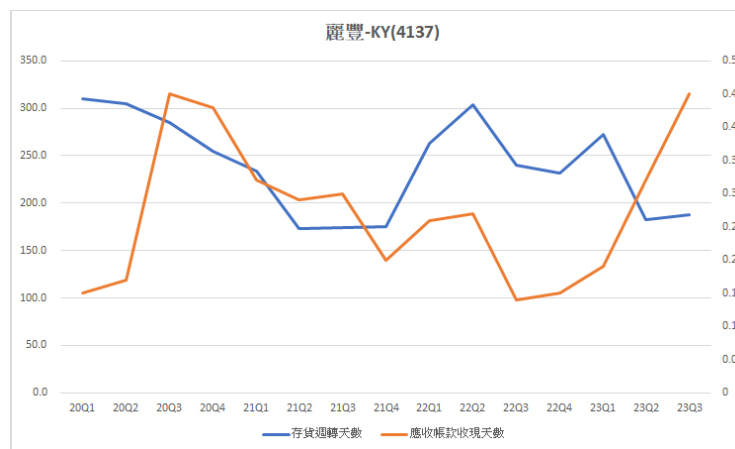
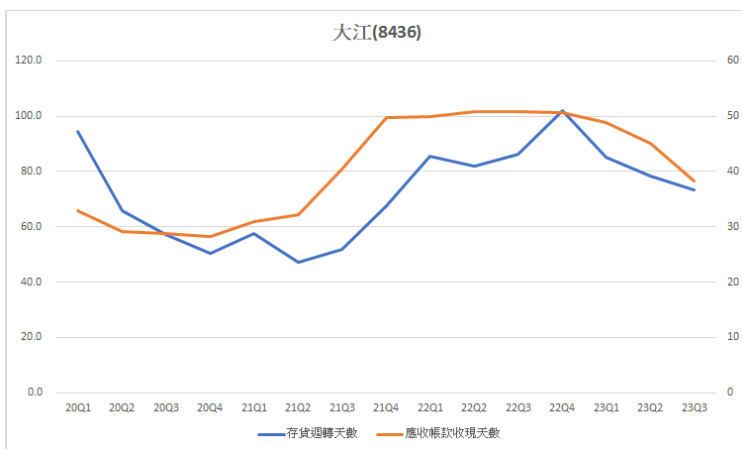
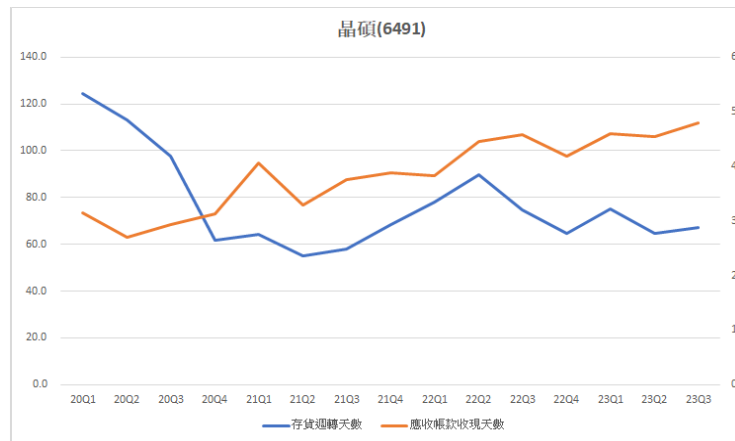
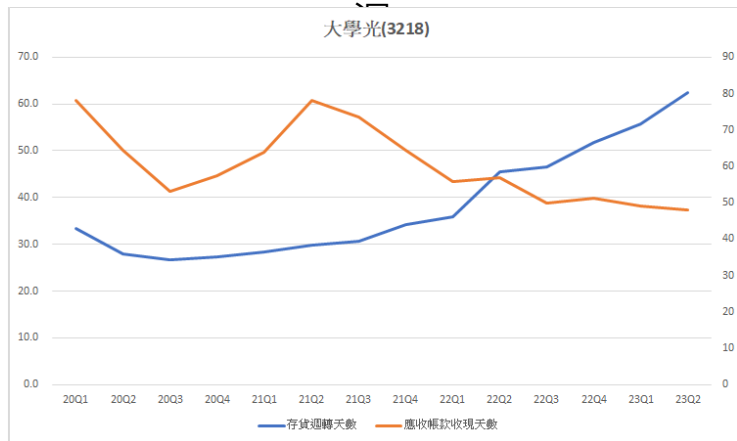
資料來源：財經M平方，Google

期待中國刺激內需政策，有利醫美、保健品及眼科相關族群

中國疫情過後國內相關公司之銷售狀況

- 中國疫情過後，台灣醫美、保健品及隱形眼鏡相關公司存貨週轉天數大都呈現減少態勢。

台灣醫美、保健品及隱形眼鏡重點公司之存貨週轉天數概



資料來源：公開資訊觀測站



期待中國刺激內需政策，有利醫美、保健品及眼科相關族群

期待中國推出刺激內需措施，讓內需消費重回正軌

- 相較去年，台灣醫美、保健品及隱形眼鏡相關公司的中國營收比重已持穩。
- 預期中國**2024年**可望推出刺激內需措施，有利中國消費力道回溫。

台灣醫美、保健品及隱形眼鏡相關公司的中國營收比重概況

藥物	2022中國營收比重	2023H1中國營收比重
麗豐-KY(4137)	>95%	>95%
大江(8436)	45%	47%
晶碩(6491)	42%	40%
大學光(3218)	20~25%	19%
葡萄王(1707)	10%	6%
精華(1565)	6%	9%

資料來源：各公司簡報



新藥產業2024年個別表現，優先關注具備營收動能者

醫藥產業2024年個別表現，優先關注具備營收動能者(1/2)

- 國內許多醫藥公司於2024年仍有營收動能題材。
- 美時、寶齡、藥華藥、東洋、智擎旗下產品將開賣、市占率提升或擴增開賣國家，增添營收及獲利動能。

2024年具備營收動能題材之醫藥公司

國內廠商	重點產品	主要國家藥證取得狀況	2024年營收動能
美時(1795)	Revlimid®學名藥	已取得美國及日本藥證	1. 美國市占率進一步提升
寶齡(1760)	拿百磷	已取得美國、歐盟、日本、韓國、泰國及台灣藥證	1. 美日營收貢獻增加 2. 韓國、泰國市場開始銷售 3. 中國藥證取得
藥華藥(6446)	BESREMi®(P1101)	已取得美國、歐盟、瑞士、以色列、韓國及台灣藥證	1. 美國市占率進一步提升 2. 韓國及日本銷售完整年度
東洋(4105)	Remimazolam	預計年底取得台灣藥證	1. 取得台灣藥證後，投入國內約250萬人次全身麻醉市場
智擎(4162)	Onyvide®	已取得美國、歐盟、日本、及台灣藥證	1. 預計24H1取得歐盟及台灣的一線胰腺癌藥證

資料來源：各公司簡報



新藥產業2024年個別表現，優先關注具備營收動能者

醫藥產業2024年個別表現，優先關注具備營收動能者(2/2)

- 國內許多醫藥公司近幾年均有新建產能，預期未來兩年陸續通過查廠並開始貢獻營收。
- 有新增產能的原料藥廠包括旭富(4119)、台耀(4746)；製劑廠則是永昕(4726)、台康(6589)、保瑞(6472)等等。

2024年具備產能開出題材之醫藥公司

公司名	產能概況
旭富(4119)	目前產能恢復70%，預計2023年底產能全數修復
台耀(4746)	磷酸鹽結合劑API新產線23/09上線，可增加約25%產能，24Q2會考慮再擴廠
永昕(4726)	二廠目前產能6,000L，2024年受惠客戶出貨，產能利用率可望提升
台康(6589)	新的6條2,000L產線預計23Q4投產，2024年底完成微生物細胞產線，屆時將有350L及1,000L兩個培養槽
保瑞(6472)	2024年產能受惠併購進來的安成藥及伊甸生醫

資料來源：各公司簡報



2024年台灣醫藥個股重點進度

- 2024年國內醫藥公司產品取證、授權及銷售均有明顯進度，包括台康的乳癌生物相似藥重新申請美國藥證、寶齡的拿百磷取得中國藥證、合一的ON101於中國開始銷售、高端的腸病毒疫苗取得越南藥證、逸達的Camcevi®三個月劑型申請美國藥證、智擎的安能得取得台灣及歐盟新適應症藥證等等。

• 浩鼎(4174) OBI-999 臨床二期開始收案

• 逸達(6576) Camcevi® 三個月劑型申請美國藥證

• 寶齡(1760) Nephoxil® 原料藥申請美國DMF

• 台康(6589) 乳癌生物相似藥重新申請美國藥證

• 智擎(4162) 安能得取得台灣新適應症藥證

• 合一(4743) FB825 中重度異位性皮膚炎美國橋接試驗取得試驗最終報告

• 台康(6589) Perjeta 生物相似藥國際授權

• 中裕(4147) TMB-365與TMB-380合併用藥開始核心組臨床試驗

• 藥華藥(6446) P1101 取得中國藥證

• 智擎(4162) 安能得取得歐盟新適應症藥證

• 合一(4743) ON101 在中國開始銷售

• 長聖(6712) CAR001 Phase I/IIa 開始收案

• 寶齡(1760) Nephoxil® 取得中國藥證

• 藥華藥(6446) P1101 治療ET 臨床三期期中分析

• 高端(6547) 腸病毒71型疫苗取得越南藥證

• 北極星-KY(6550) ADI-PEG 20 治療腦瘤臨床二期收案完成

2024年

Q1

Q2

Q3

Q4

資料來源：各公司資料



2024年生技類股聚焦個股表現

隨著中國經濟逐步恢復成長，加上台灣生技醫藥公司仍有新藥上市或產能擴充等題材，兆豐國際預期2024年生技類股股價以個股表現為主，建議可關注民生消費族群的晶碩(6491)、大江(8436)、麗豐-KY(4137)；醫材族群的太醫(4126)、聯合(4129)；醫藥族群的台耀(4746)、智擎(4162)、台康(6589)、美時(1795)等個股。

2024年生技類股營運比較表

生技類		23(E)YoY			24(F)YoY			24(F) PER/PB R	歷史 PER/PBR區 間
		營收	稅後淨利	EPS(元)	營收	稅後淨利	EPS(元)		
民生消費	晶碩 (6491)	10.3%	16.1%	22.95	7.8%	9.3%	25.09	16.3X	20~40X
	大江 (8436)	12.2%	38.2%	8.33	6.6%	9.3%	9.11	18.8X	13~40X
	麗豐- KY(4137)	6.2%	55.2%	13.46	17.9%	22.3%	16.47	11.7X	11~30X
醫材	太醫 (4126)	11.6%	33.9%	6.11	1.6%	-10.3%	5.48	15.2X	13~27X
	聯合 (4129)	19.4%	28.3%	3.68	4.5%	8.5%	4.00	20.9X	20~40X
醫藥	台耀 (4746)	17.3%	-52.9%	1.60	6.6%	297.6%	6.38	13.1X	13~28X
	智擎 (4162)	3.1%	-5.5%	2.07	30.0%	10.6%	2.29	4.0X	2~5X
	台康 (6589)	-11.9%	N/A	-2.01	18.5%	N/A	-1.16	3.0X	2~10X
	美時 (1795)	15.2%	36.9%	15.75	13.3%	16.8%	18.39	12.7X	15~33X

資料來源：兆豐投顧預估



晶碩(6491)

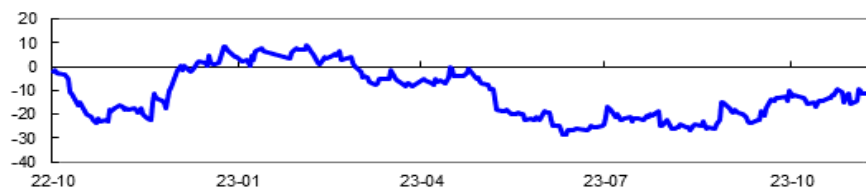
投資評等：逢低買進
目標價：452元

推薦重點

- 公司在中國市場的市占率沒有下滑，惟中國最大客戶Moody確有掉單，主要是其開始自建產能並分散風險。中國客戶庫存仍偏高，約2.5~3個月，正常情況應該是2個月。
- 矽水膠產品以日拋透明片為主。矽水膠產品2021年佔營收比重不到3%，2022年營收佔比5%，2023年為7%，預計2023年底日拋產品證下來，矽水膠產品的比重才會快速上升，2024年希望超過10%。
- 2023年各國家預估營收成長率為：中國YoY+20~30%、台灣YoY+25%、日本YoY+10%、歐美YoY+10%。2023年毛利率成長主要來自自動化程度的提升，2024年毛利率成長則會來自產品組合。
- 目前股價16.3X 24(F)PER，投資建議為「逢低買進」目標價452元(18X 24(F)PER)。



相對大盤股價表現(%)



	營收		稅後純益		每股盈餘		每股現金股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2022	63.2	13.0	15.4	23.5	22.03	23.5	8.5	25.9	19.2	4.6
2023(F)	69.7	10.3	17.9	16.1	22.95	4.2	10.0	26.6	15.5	4.2
2024(F)	75.2	7.8	19.6	9.3	25.09	9.3	13.0	24.6	14.2	3.8



麗豐-KY(4137)

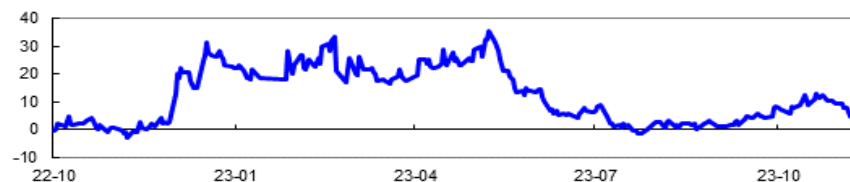
投資評等：逢低買進
目標價：247元

推薦重點

- 公司希望2023年營收成長10%，成長來自客單價提高及展店數增加，客單價提高部分，中國化妝護膚品年增長率僅3~5%，高端產品年增率則仍有10~12%，故公司會往高端產品發展。另2023年醫美事業部分將進行緊縮故不會展店，南京會維持1家醫美及1家抗衰老診所的配置。東南亞策略會加強直營店經營並將重心擺在越南，東南亞市場目前有10家加盟店，未來提升至20~30家。
- 接下來各月營收希望挑戰2021年的水準。另中國工廠現在的產能利用率僅30~40%，已規劃接代工訂單創造額外收入，最快明年開始貢獻營收。公司期望每年營收YoY+10~15%，今年營業費用較2021年增加3%。
- 目前股價11.7X 24(F)PER元，投資建議為「逢低買進」，目標價247元(15X 24(F)PER)。



相對大盤股價表現(%)



	營收		稅後純益		每股盈餘		每股現金股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2022	40.7	-22.8	6.9	-49.1	8.68	-49.1	12.0	14.3	22.9	3.4
2023(F)	43.2	6.2	10.7	55.2	13.46	55.2	7.0	22.7	14.2	3.2
2024(F)	50.9	17.9	13.1	22.3	16.47	22.3	10.0	24.1	11.6	2.5



美時(1795)

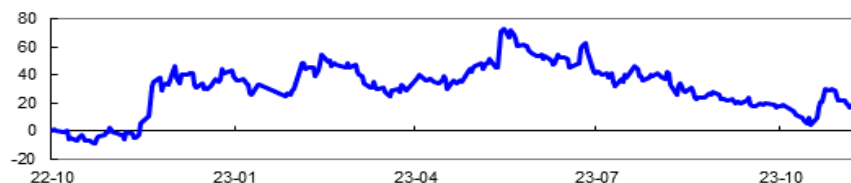
投資評等：逢低買進
目標價：294元

推薦重點

- 公司23Q3營收YoY-15%，其中，亞太市場營收YoY+24%、台灣營收YoY+45%、韓國YoY+11%，越南YoY+221%。而亞洲以外的外銷市場營收YoY-38%，今年成長動能來自美國市場對血癌藥物Lenalidomide及戒毒癮藥物Buprenorphine/Naloxone的強勁需求。
- 2023年受惠戒毒癮藥美國市佔率優於預期、亞洲市場銷售暢旺、重大產品藥證取得如期等利多因素，營收YoY由+7~10%上調至+13~15%。毛利率可望從50%上調至55%，每季營業費用約10億元，財務成本1.3億元，有效稅率維持在21%。Lenalidomide今年美國出貨約35億元，7月已出貨完畢，預估明年美國銷售額約45億元。
- 目前股價12.7X 24(F)PER，投資建議為「逢低買進」，目標價294元(16X 24(F)PER)



相對大盤股價表現(%)



	營收		稅後純益		每股盈餘		每股現金股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2022	146.3	15.7	30.2	115.3	11.50	115.4	1.9	24.2	21.4	4.7
2023(F)	168.5	15.2	41.4	36.9	15.75	36.9	3.5	29.7	16.1	4.3
2024(F)	191.0	13.3	48.3	16.8	18.39	16.8	0.0	29.5	13.8	4.0



台耀(4746)

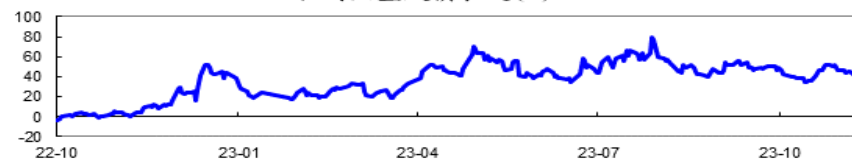
投資評等：逢低買進
目標價：108元

推薦重點

- 台耀是全球磷酸鹽結合劑惟二供應商，亦是最大供應商，未來兩年內看不到競爭者，公司相關年產能約500噸(一個月出35噸，全球市場需求約1,000噸/年)，24Q2會考慮擴廠，擴一個廠需三個季度的時間。
- ADC CDMO 今年營收貢獻兩億元，YoY+100%，近幾年美國FDA核准很多ADC藥物，故相關業務未來成長可期。目前已協助歐洲客戶製程開發並進入臨床一期試驗，另ADC新客戶原料藥及針劑已生產，即將出貨進行多國多中心臨床試驗。
- 針劑代工業務部分，今年有機會翻倍，2024年因客戶產品開始上市，針劑代工的營收會大幅成長，相關業務長期營收貢獻上看50億元。
- 目前股價13.1X 24(F)PER，投資建議為「逢低買進」，標價108(17X 24(F)PER)。



相對大盤股價表現(%)



	營收		稅後純益		每股盈餘		每股現金股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2022	37.7	19.8	4.1	-67.2	3.40	-67.2	2.0	5.5	21.6	1.1
2023(F)	44.2	17.3	1.9	-52.9	1.60	-52.9	1.0	2.6	57.2	1.5
2024(F)	47.1	6.6	7.7	297.6	6.38	297.6	0.0	10.3	14.4	1.6



版權聲明

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須先經本公司同意。

兆豐國際證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理

台北市忠孝東路二段95號10樓 (02) 2327-8988

本公司經證期局核准之營業執照字號：110年金管投顧新字第033號

