

2024年投資展望報告

如何在不確定的年代，
抓住正確的投資方向

元大投顧 魏建發

12 / 2023



2024年產業及展望報告

記憶體產業-供給端推動的漲價循環已啟動

IC設計產業-AI運算引領新製程和新需求

網通產業-高速網路、低軌道衛星為成長動能

手機產業-折疊手機逆勢高飛

紡織製鞋產業-迎接庫存回補及2024年巴黎奧運盛事

製藥產業-癌症用藥商機龐大

記憶體產業

供給端推動的漲價循環已啟動

記憶體產業焦點

- DRAM/NAND供需比2023/2024將<100%，報價上漲週期將延續至2024年底：元大投顧評估1H24原廠快速提升稼動率與產能機率低，係因記憶體合約價僅在調漲初期，惟需觀察2H24終端需求回溫之幅度。
- CPU DRAM升級+GPU HBM趨勢，有助DRAM缺貨機率提高：新伺服器平台與AI GPU HBM將推升DRAM之需求。



焦點個股

股票代號	公司名稱	2024F 營收成長率	2023F EPS	2024F EPS	2024F EPS 成長率
8299 TT	群聯	37.8%	13.0	37.58	189.1%
2408 TT	南亞科	76.2%	(2.27)	1.83	-
8150 TT	南茂	13%	2.4	4.2	74.1%

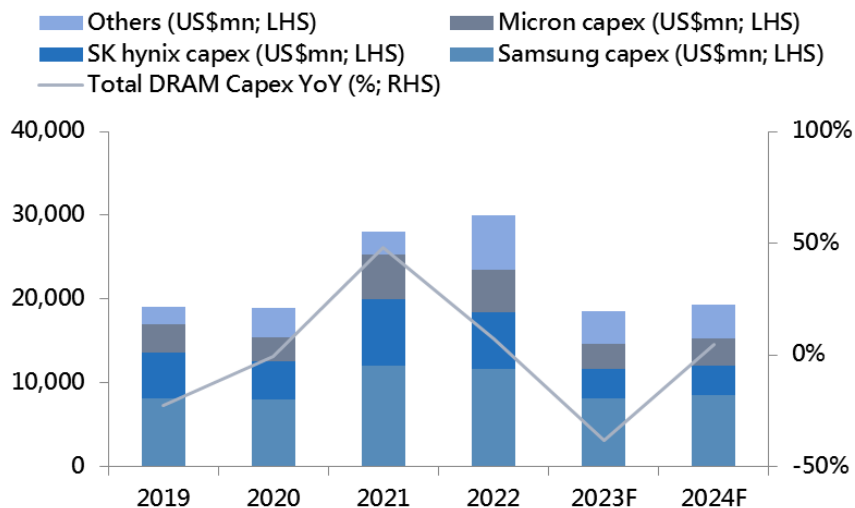
資料來源：元大投顧整理



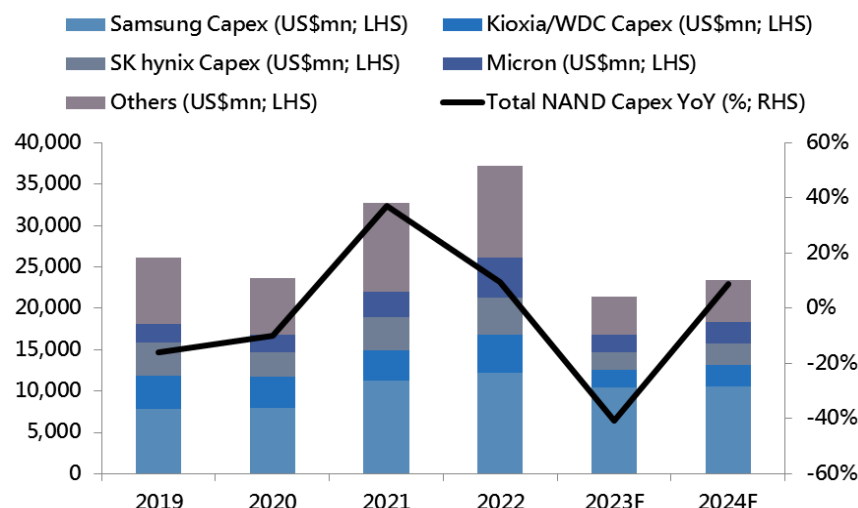
供給端擴張有限，三大廠2024年資本支出回升有限

- 除財務惡化嚴峻+高庫存問題，三大廠不會於報價起漲期即提高資本支出，係因：
 - 1)終端需求疲弱 (美光於前次法說再度下修今年位元需求)，對於後續延續性仍待觀察。
 - 2)三星不再進行大幅逆週期擴產DRAM/NAND以提升市佔率，甚至於4Q23提高NAND減產規模。
- 因此元大投顧評估2024年資本支出仍趨謹慎，元大投顧預估DRAM/NAND資本支出僅年增5~9%，總金額則低於2019-2022之水準。

2024年全球DRAM資本支出預計增加5%



2024年全球NAND資本支出預計增加9%

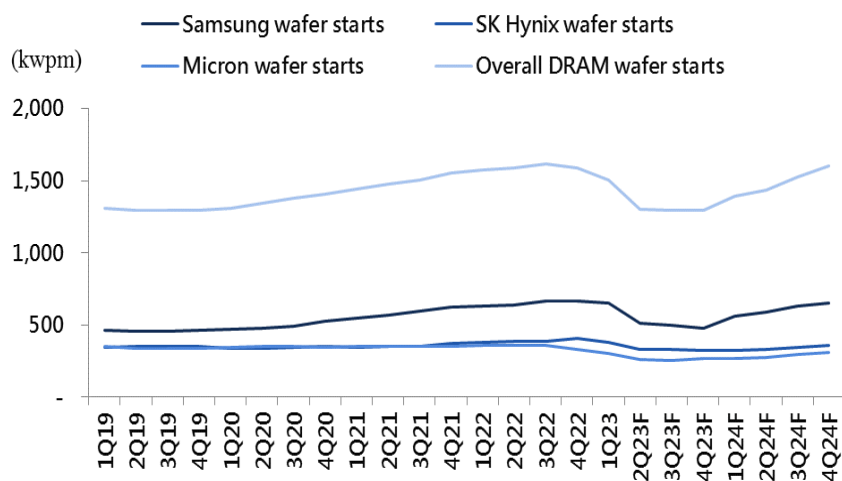


資料來源：Yuanta Investment Consulting, Bloomberg

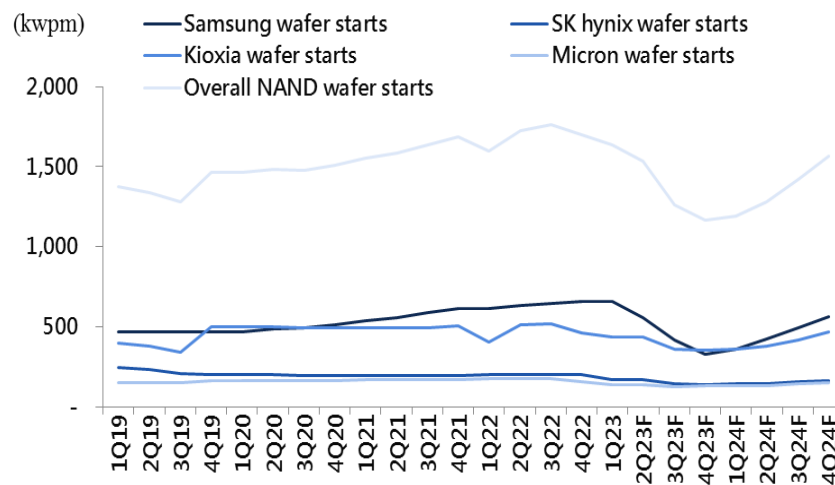
2024年產能恢復速度緩慢，且三大廠擴產態度保守

- 儘管2H23模組廠恢復有助原廠庫存消化加速，惟需求疲弱及高庫存問題，元大投顧預期兩大韓廠庫存將優先於1H24恢復至正常水準，美光則待2H24。
- 1H24元大投顧評估原廠快速恢復稼動率與產能機率低，係因記憶體合約價僅在調漲初期，且目前觀察終端需求無明顯回溫訊號，因此元大投顧評估4Q24 DRAM晶圓投片恢復至1,562Kwpm，新增產能主要包含三星P3L/海力士M16/長鑫合肥二期，惟整體產能仍低於3Q22 1,600Kwpm以上水準，NAND亦將呈現此趨勢。

預期2024年底全球DRAM月產能仍低於1,600K



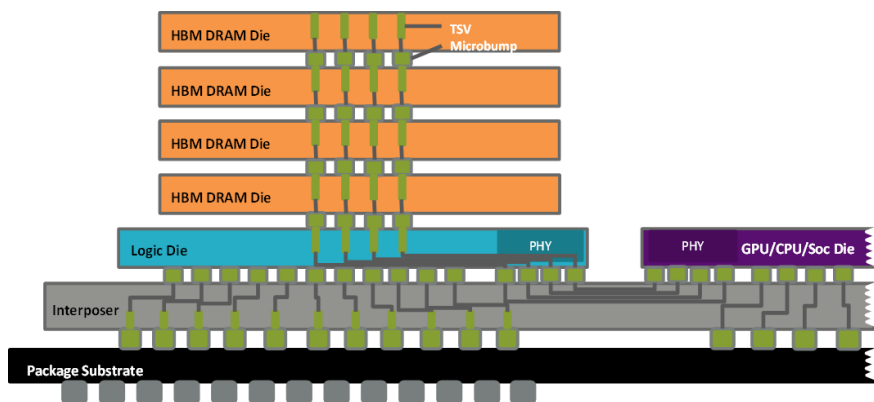
預期2024年底全球NAND月產能仍低於1,750K



資料來源：Yuanta Investment Consulting

AI伺服器大量採用HBM，單台DRAM容量成長~5倍

- HBM (High Bandwidth Memory; 高頻寬記憶體)透過TSV堆疊4-12層DRAM，頻寬/記憶體容量為GDDR 6/7的10/13x。
- 2023/24年出貨之AI server DRAM容量為傳統server的~5x，有助DRAM位元需求量增加。



單台AI伺服器DRAM含量為傳統伺服器5倍

Usage (GB)	General server	AI server	Future AI server
GPU HBM	0	640 (8*HBM3)	1,536 (8*HBM3/3E)
CPU DRAM	500~600	~2,000	~6,000
Total DRAM	500~600	~2640	~7,536

HBM3在傳輸頻寬與容量上優於GDDR6/7

Generation	HBM1	HBM2	HBM2e	HBM3	GDDR 6/7
Bandwidth (GB/s)	128	307	460	819 10x →	56-112
Stacking layers	4	4/8	4/8	8/12	-
Capacity (GB)	1	4/8	8/16	16/24 13x →	1-2
I/O data rate (Gbps)	1	2.4	3.6	6.4	12-28

資料來源：公司資料、Yuanta Investment Consulting;

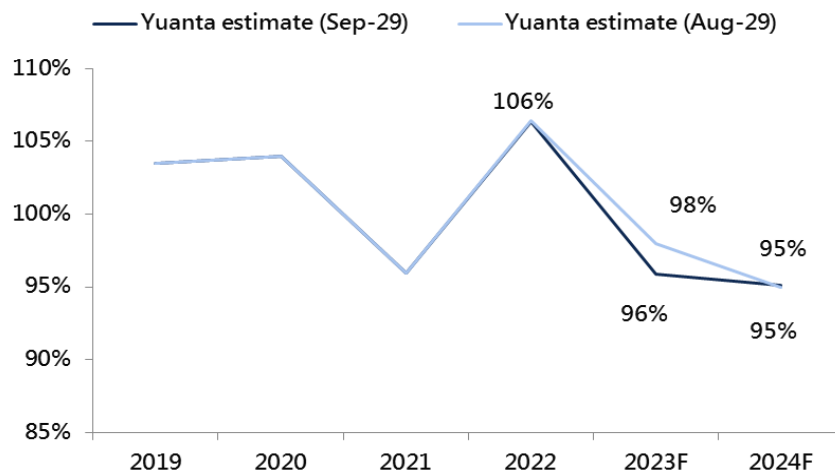
AI伺服器DRAM比重逐年上升，明年供需狀況將趨健康

- 2020~2022年伺服器DRAM位元成長率平均落於~20%，元大投顧預估2023年降至僅4%，然新平台放量+AI伺服器逐步上升，2024/2025年將強勁成長43%/69%。
- 除三大廠減產於2H23延續，產能並未顯著回升，且AI server比重逐漸上升，因此元大投顧下調2023供需比至96%，2024年將下滑至95%，有利於2024年漲價將延續至年底。
- 元大投顧預估南亞科與南茂將受惠於DRAM逐季漲價之趨勢，其中南亞科本業有望於2Q24由虧轉盈。

預估2023~25年伺服器DRAM位元需求比重將逐年上升

	2023	2024	2025
AI Server shipment (mn unit)	0.17	0.50	0.90
HBM demand (mn GB)	109	320	576
CPU DRAM demand (mn GB)	340	1,250	2,700
Total AI server DRAM demand (mn GB)	449	1,570	3,276
General server shipment	11.7	11.8	12.0
CPU DRAM demand (mn GB)	5,854	7,444	11,956
Total Server DRAM demand (mn GB)	6,302	9,014	15,232
Server DRAM/Total demand	30%	33%	42%
AI Server DRAM/Total demand	2%	6%	9%

DRAM供需比轉趨健康下報價改善

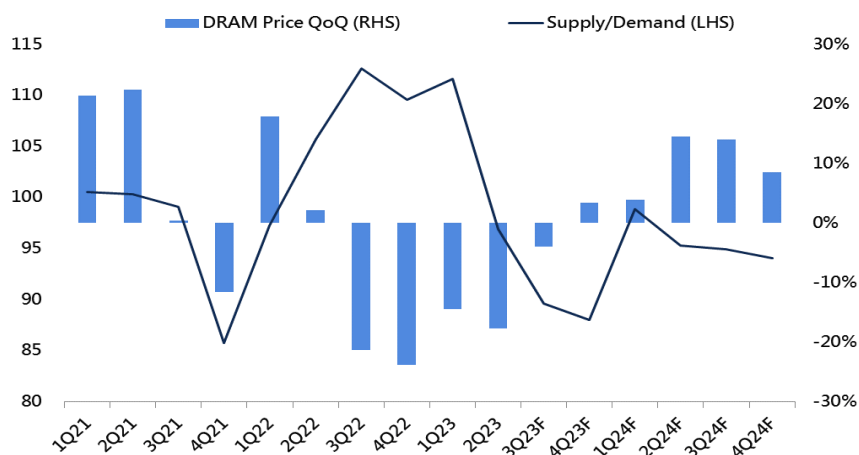


資料來源：Yuanta Investment Consulting

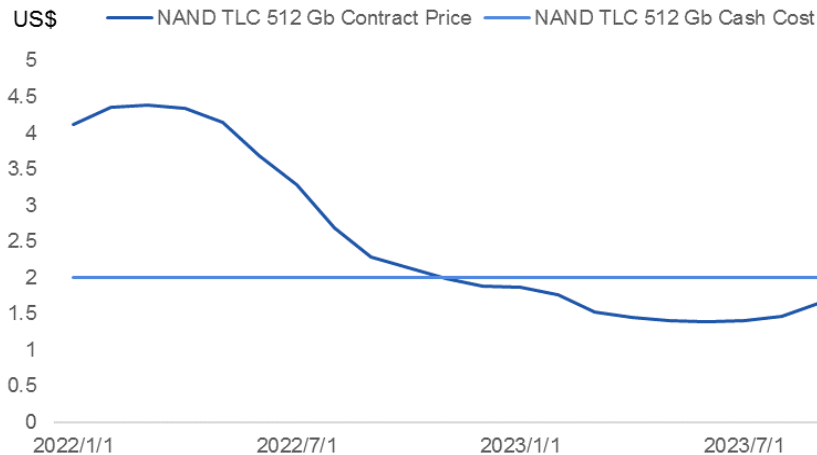
企業級SSD與PCIe升級趨勢將帶動NAND需求成長

- 終端SSD需求依舊疲弱，且觀察NAND市場庫存仍未達健康水準，Samsung、SK Hynix、Micron、Kioxia 等NAND原廠產出於1Q24才將緩步回升。
- 元大投顧預期減產將延續至2024年下，將帶動明年供需比皆處於100%以下，元大投顧預估單季價格平均上漲7~12%。
- 儘管SSD於AI伺服器受惠情形有限，惟可留意兩大趨勢，1)企業級SSD滲透率持續上升；2)元大投顧預估PCIe 4/5 SSD於今年滲透率達60%/85%，受惠個股如力成、群聯。

預期NAND報價於2024年持續上漲至年底



NAND 現貨價格仍低於現金成本



資料來源：Yuanta Investment Consulting

IC設計產業

AI運算引領新製程和新需求



AI & IC設計產業焦點

- **BMC (基板管理控制器)產業**：隨新伺服器平台 Sapphire Rapids 和 Genoa 於 2024 年放量，將帶動 BMC 價量齊揚，高階 BMC產品滲透率有望持續提升，AI伺服器亦為營運添增動能。**5274 信驊**係基於其在新伺服器平台 BMC 市場仍將居領導地位。
- **ASIC 產業**：隨 AI 訓練及推論需求持續推進，全球企業自研晶片趨勢越發明確，帶動 ASIC 開案需求強勁。**3443 創意**係基於其在先進製程/封裝佈局完備，並陸續推出HBM2/2E/3、GLink-2.5D/3D(晶片互聯)相關 IP、CoWoS/DoD 解決方案，將有望受惠晶片自研趨勢。

焦點個股

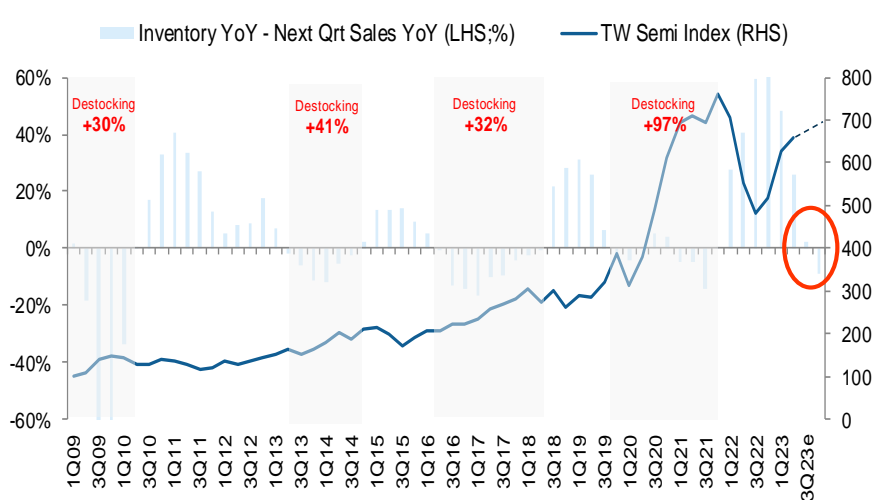
股票代號	公司名稱	2024F 營收成長率	2023F EPS	2024F EPS	2024F EPS 成長率
5274 TT	信驊	70.1%	26.95	52.23	93.8%
3443 TT	創意	35.5%	27.14	38.01	40.1%

資料來源：元大投顧整理

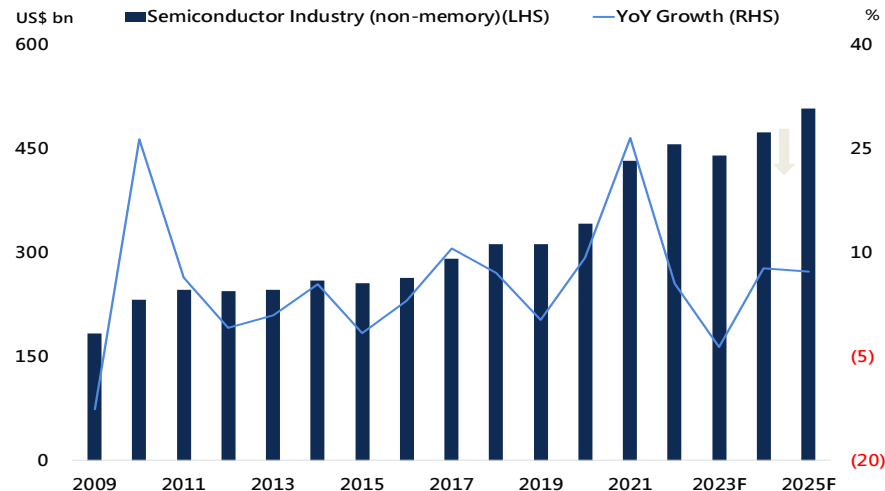
半導體庫存持續去化，2024年市場將重返年增軌道

- 伺服器與 PC IC 庫存已漸下降：2Q23 伺服器/PC IC 設計業者庫存天數為 125/115 天，相較過往 5 年為 93/94 天，雖仍高於過往平均，但庫存天數已自高點反轉向下，元大投顧預期 1H24 有望降至健康水準。根據過往十年經驗，當庫存去化進入尾聲後，半導體族群指數約有 8 季之上升週期，期間平均漲幅為 50%。
- 元大投顧預估 2024 年半導體市場將重返年增：元大投顧預期半導體產業(排除記憶體)營收將自 4Q23 回復年增趨勢，而 2024 年因 2023 年低基期而將年增 7.7%。

庫存去化結束後，半導體股價有望開啟上升循環



預估 2024 年半導體產值(排除記憶體)將年增7.7%

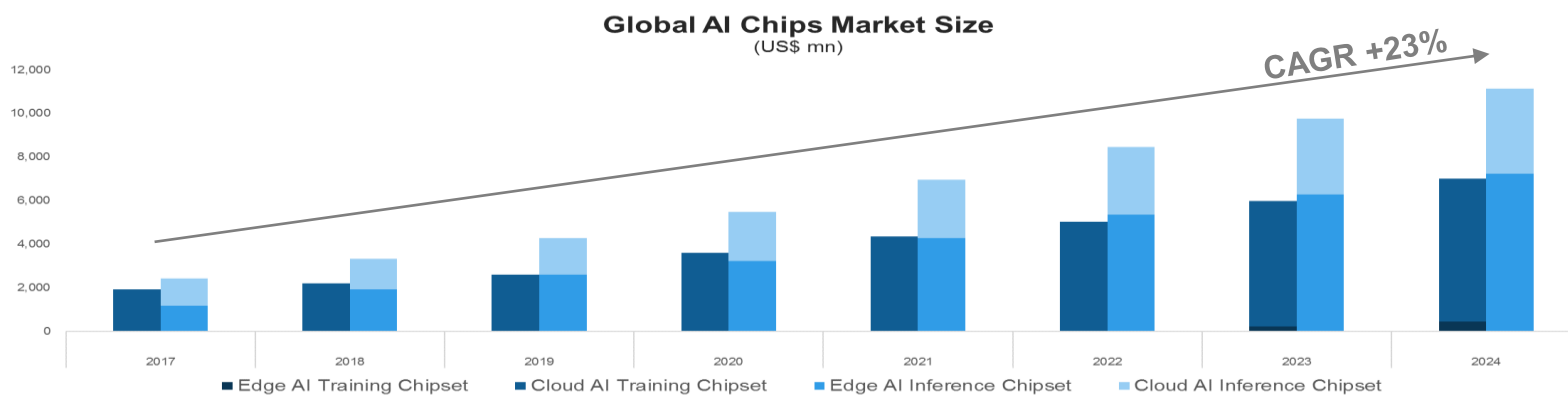


資料來源: Bloomberg, Yuanta Investment Consulting

AI訓練/推論需求暢旺，全球AI晶片市場持續成長

- 元大投顧預期 2017-24年全球 AI 晶片將以 CAGR +23% 成長：隨 AI 持續發展，邊緣端 AI 應用數量將不斷增加，帶動邊緣端 AI 晶片需求上升，在功耗、成本、大量生產考量下，FPGA(可程式化邏輯閘陣列)、ASIC 需求也將同步提升，元大投顧預期 2017-24 年 AI 訓練/推論晶片將以 CAGR 20%/24% 成長。
- 訓練端 AI 晶片以 GPU 為主流，ASIC 將應用在裝置/邊緣端之推論 AI 晶片：基於 Transformer 架構仍是近年主流，能夠充分利用分散式 GPU 進行並行訓練，故 GPU 仍將是近年 AI 晶片架構之主流。此外，目前仍處於 AI 模型發展期，AI 模型仍未固定，因此短期 FPGA 比例仍高，而ASIC在長期將大幅取代 FPGA 在邊緣端 AI 晶片之滲透率。

全球AI晶片市場規模

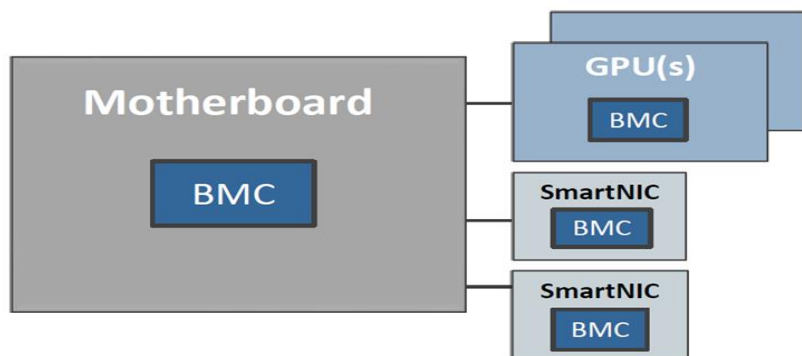


資料來源: ABI Research, Yuanta Investment Consulting

BMC產業將有望受惠 AI 伺服器出貨量持續提升

- 當前每台伺服器的BMC需求一般/AI伺服器為1-2/3-4顆：每台伺服器的BMC需求一般伺服器為1-2顆，AI伺服器則為3-4顆，中期更將增至5-6顆。而在對BMC最有利情境下，1顆CPU需要搭載1顆BMC，每個GPU Tray/Smart NIC(可程式化網路介面卡)也都需要1顆BMC，若1台AI伺服器搭載2顆CPU、8個AI加速器、4個Smart NIC，每台伺服器的BMC總用量會達到13-14顆。
- 新伺服器平台推出及BIC/PFR放量，推動信驊2024年營運動能：1) 隨新伺服器平台放量，AST 2600滲透率將成長至40-50%，亦將提升BMC單價；2) BIC業務將加入兩位新客戶，元大投顧預期2H24開始量產，2024年BIC出貨量將年增146%；3) PFR RoT(硬體信任根)將自2H24開始貢獻營收；4) 信驊獲得AI伺服器訂單的機會增加，帶動BMC需求。

AI伺服器BMC架構圖



Smart NIC/NV DPU將進一步推升BMC需求



資料來源: Aspeed, Yuanta Investment Consulting

自研晶片趨勢明確，ASIC開案需求強勁

- **ASIC因算力利用率高，較GPU更具成本效益**：當前通用 GPU 算力利用率平均約為 47%，ASIC 由於其專為特定演算法所設計，故其算力利用率可達90%，因此即便 ASIC 單論算力較 GPU 低，然因其算力利用率較高，故使用ASIC下將可降低總成本約7-8成。
- **創意具備先進製程與先進封裝技術，將大幅受惠自研晶片趨勢**：創意目前在手N5案至少有4個，預計明年至少有一個N5 AI案轉量產，另外二個案子進行規格修改，NRE遞延至2024年認列，元大投顧估計 N5 AI 營收佔比將由今年個位數提升至15~20%。

ASIC 相對通用型 GPU 更具成本效益

	H100	Trainium	Diff
Price/Cost (US\$)	35,000	12,000	-66%
TFLOPS (FP16)	2,000	210	
TFLOPS (FP32)	60	47.5	
Computing Power UTR	47%	90%	
Units Needed for GPT-3 Model	4,309	2,813	-35%
Total Cost (US\$)	150,815,000	33,756,000	-78%

創意 2.5D 及 3D 先進封裝平台

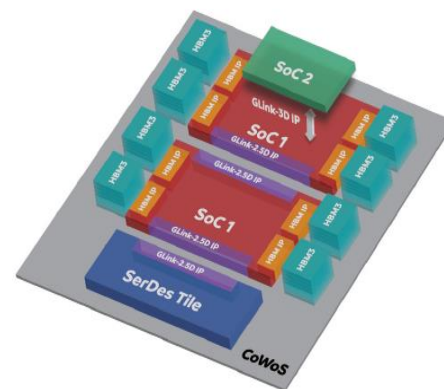
GUC 2.5D and 3D Multi-die Advanced Packaging Technology Platform

◆ Platform Highlights

- HBM3 PHY + Controller IP
- Die-to-die IP (GLink-2.5D)
- Die-on-die IP (GLink-3D)
- High speed IP integration (112G SerDes, PCIe-5, GDDR6)
- Advanced Packaging Technology (CoWoS / InFO / 3D-SolC)

◆ Service Scope

- SoC and ASIC design to production
- Interposer and RDL design
- SI/PI/IR/THM simulation
- Package and substrate design



資料來源: Company Data, Yuanta Investment Consulting

網通產業

高速網路、低軌道衛星為成長動能

網通產業焦點

- **美國推出基建補助，印度電信商積極佈建5G FWA**：美國2021年底通過基礎設施投資和就業法案，其中包括 650 億美元用於寬頻網路部署；而印度電信商近年積極擴大佈建5G。
- **無線通訊需求提升，加速Wi-Fi產品升級**：隨著5G的發展，2021年 Wi-Fi 6占整體 Wi-Fi 晶片出貨滲透率已超越50%，元大投顧預估Wi-Fi 7最快於4Q23小批量產，正式起量時間需到2024年。
- **低軌道衛星進入成長爆發期**：隨著高通量衛星技術的突破以及火箭發射成本的降低，SpaceX目前衛星發射數已超過5000顆，元大投顧預估2023年Starlink訂閱數達到250萬。

焦點個股

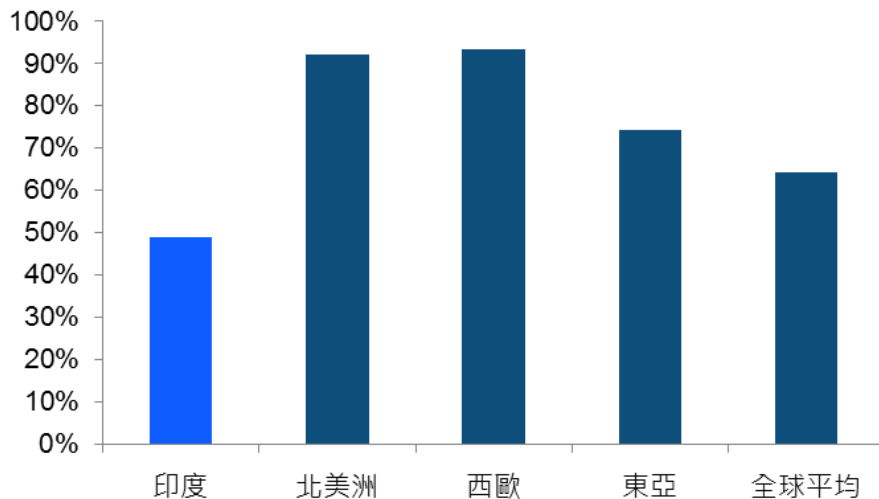
股票代號	公司名稱	2024F 營收成長率	2023F EPS	2024F EPS	2024F EPS 成長率
3596 TT	智易	12.7%	10.76	12.98	20.6%
2379 TT	瑞昱	25.0%	18.54	25.94	39.9%
2313 TT	華通	10.6%	3.59	6.04	68.3%

資料來源：元大投顧整理

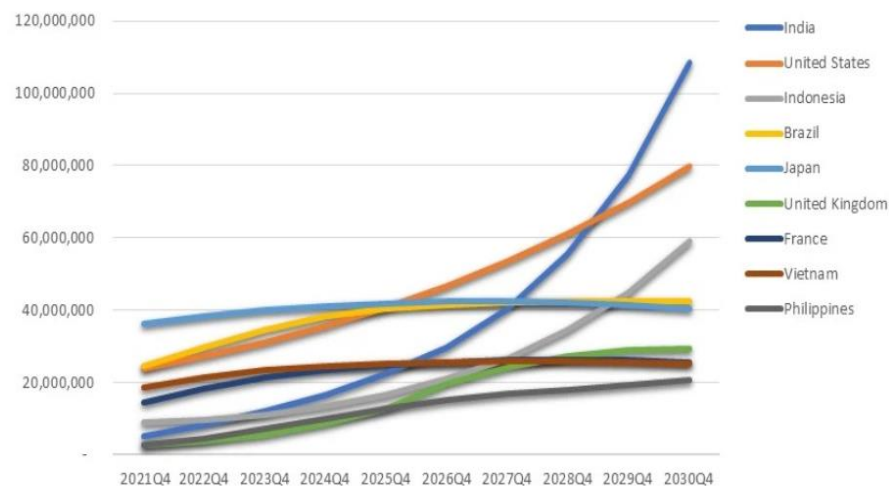
印度電信商積極佈建5G FWA

- 印度電信商近年積極擴大佈建5G，最大電信商Reliance Jio於2022年宣布將斥資250億美元進行5G基建，更目標未來5G FWA(固定無線接取終端設備)用戶將達1億戶。
- 元大投顧根據供應鏈訪查，印度電信商客戶計畫於三年內佈署1,500萬套5G FWA CPE，並於4Q23量產，以20%供應份額進行假設，元大投顧推估該案將貢獻智易2023/24年營收10億元/40億元以上，貢獻營收比重2%/7%。

印度網路滲透率低於全球平均



研調機構預估印度寬頻訂閱數成長率為全球最高



資料來源：DataReportal、Point Topic、元大投顧整理

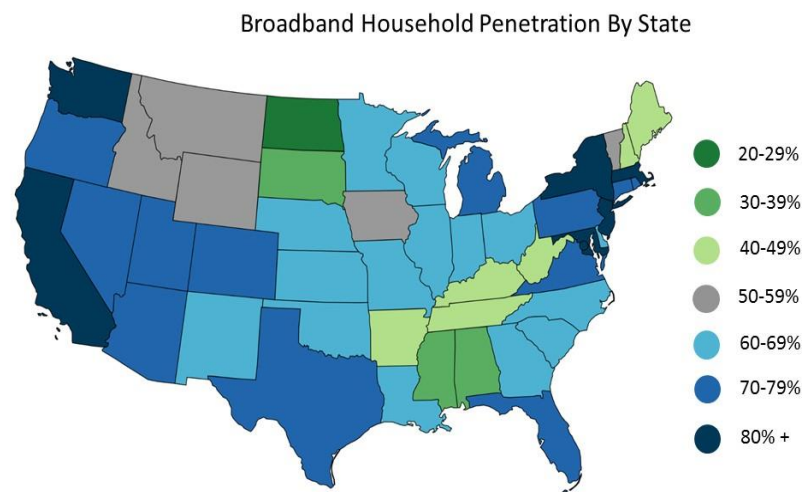
美國基建補助—5G FWA及光纖為主要受惠項目

- 美國2021年底通過基礎設施投資和就業法案，包括 650 億美元用於寬頻網路部署，其中BEAD(寬頻公平、接取和布署計畫)提供420億美元，目標在十年內使全美家庭都能使用高速網路，RDOF(偏鄉數位機會基金)則計畫在十年內提供204億美元支持全國農村社區的固網建設。
- 美國國家電信和訊息管理局(NTIA)表明以**光纖**作為最後一哩端到端連線的計畫將成為優先補助項目，然考量多數無法使用高速網路家庭位於偏鄉地區，因此元大投顧認為**5G FWA**可行性較高。受惠個股：智易、正文。

各國政府積極補助寬頻網路建設

國家	政策	重點
美國	RDOF	十年共補助204億美元，目標為補助偏鄉地帶之寬頻網路建設。
	IIJA BEAD	共補助424.5億美元，目標為提升全美人民網速，但將以目前網速落後地帶為優先考量。
加拿大	UBF	提供27.5億加幣來補助偏鄉地區的高速網路建設。
德國	Federal Funding Programme	提供共120億歐元來補助偏鄉地區高速網路的搭建，目標為達成1 Gbps網速連線。
英國	Project Gigabit	提供50億英鎊來補助資金不足地區的寬頻建置，目標為達成1 Gbps網速連線。

全美約三分之一家庭網速不及25Mbps



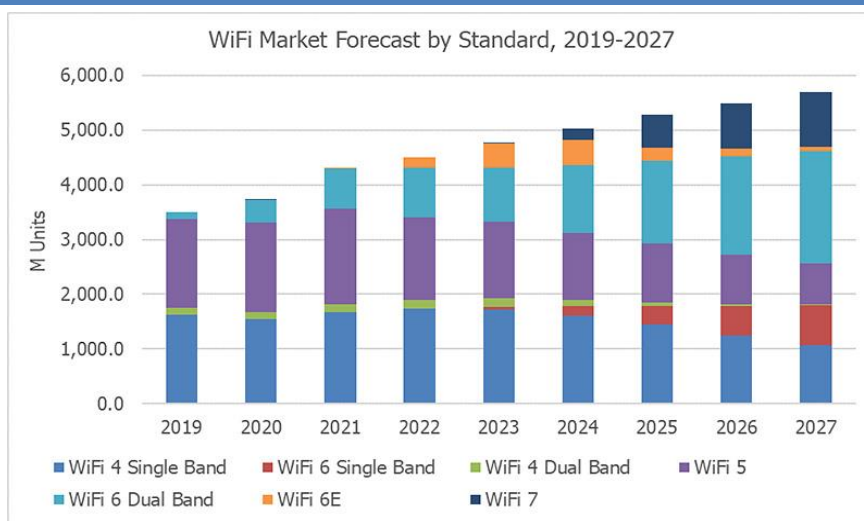
資料來源：：Leichtman Research Group, The NPD Group, Yuanta Investment Consulting

萬物聯網需求提升，加速Wi-Fi產品升級

- 隨著5G的發展，Wi-Fi 6/6E 技術也成為聯網的主流規格，研究機構預估Wi-Fi 6產品出貨量2020-2024年CAGR高達57.8%，滲透率最終可由2021年的50%上升至2024年之81.4%，成長趨勢明確。
- TP Link已於2022年11月發表全球首款Wi-Fi 7路由器。根據Techno Systems Research預估，2023~2027年全球Wi-Fi 7產品出貨量CAGR達87%。元大投顧估2024年滲透率約10%。
- 瑞昱預估2023年WiFi 6應用於PC、Router滲透率分別達70%、60%，且2024年將分別再增加5~10個百分點，WiFi 7預計2024年初推出，瑞昱將有望受惠WiFi規格升級趨勢，正面看待。

Wi-Fi規格演進表			
傳輸規格	Wi-Fi 5 (11 ac)	Wi-Fi 6 (11 ax)	Wi-Fi 7 (11 be)
發佈時間	2014年	2019年	2024年(預計)
最高傳輸速率	3.5Gbps	9.6Gbps	46Gbps
頻段	5GHz	2.4GHz、5GHz	2.4GHz、5GHz、6GHz
調變技術	256-QAM	1024-QAM	4096-QAM
預估模組成本	<5USD	~10USD	>25USD
傳輸距離	短	中	長
延遲時間	高	中	低
空間流	4	8	16
耗電	高	中	低
產品量產時程	已成熟	2H19	2H24 (預計)
應用領域	手機、PC、NB、家用/企業路由器、小型基地台等		

2023~2027年全球Wi-Fi 7出貨量CAGR達87%

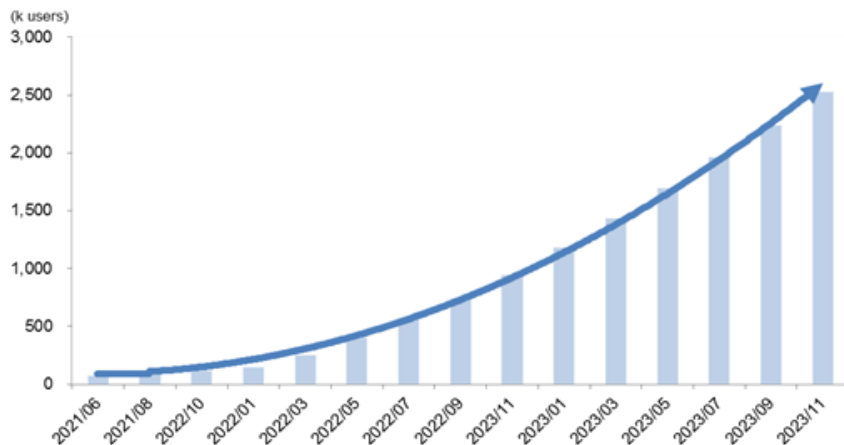


資料來源：Wi-Fi Alliance、Strategy Analytics、Qualcomm、Techno Systems Research、元大投顧整理

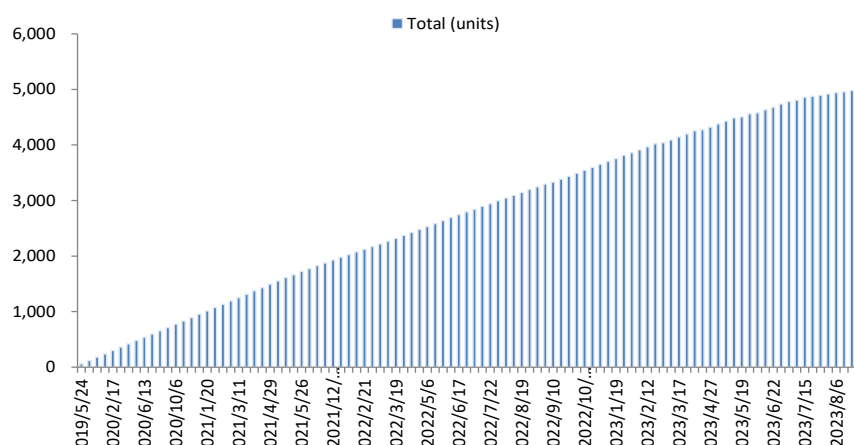
低軌道衛星進入成長爆發期

- SpaceX目前衛星發射數已超過5000顆，其中Starlink v2 mini也逾一百顆，總訂閱數也突破一百五十萬，遙遙領先其他競爭對手。
- 元大投顧認為Starlink v2 mini/Starlink v2將能快速提升整體總頻寬，使用戶網速下降問題大幅改善，元大投顧預估2023年Starlink訂閱數達到250萬。
- 衛星板方面，1H23雖遭遇庫存調整及產品改版影響，但4Q23改版如期將帶動出貨放量，伴隨SpaceX衛星發射數量持續增長，衛星板主要供應商華通將受惠。

Starlink 累積用戶數達150萬



Starlink衛星發射總數已超過5,000顆



資料來源: SpaceX、元大投顧整理

手機產業

折疊手機逆勢高飛

折疊手機產業焦點

- 手機規格演進趨緩，折疊手機成產業新動能：IDC預估折疊手機出貨量2024年成長率達52%，為步入成熟期的手機產業中少數亮點。
- 成本提升來自折疊軸承及柔性OLED螢幕：折疊手機零組件價值量提升主要來自1)折疊軸承 2)柔性OLED螢幕。元大投顧預估折疊軸承及OLED螢幕分別占手機製造成本12%/29%。
- 華為重返5G賽道，台系軸承廠商受惠：華為於9月發表搭載自研5G晶片之折疊機Mate X5於中國熱銷，華為折疊機主要軸承供應商為兆利及**富世達**，元大投顧預估華為2023/2024年折疊手機出貨量將達到180萬/300萬台，年增14%/67%。

焦點個股

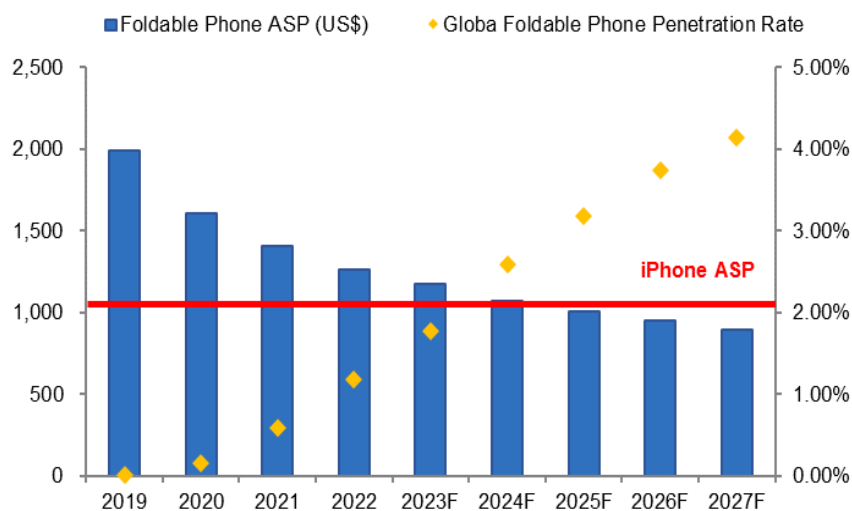
股票代號	公司名稱	2024F 營收成長率	2023F EPS	2024F EPS	2024F EPS 成長率
6805 TT	富世達	79%	10.19	20.55	101.6%

資料來源：元大投顧整理

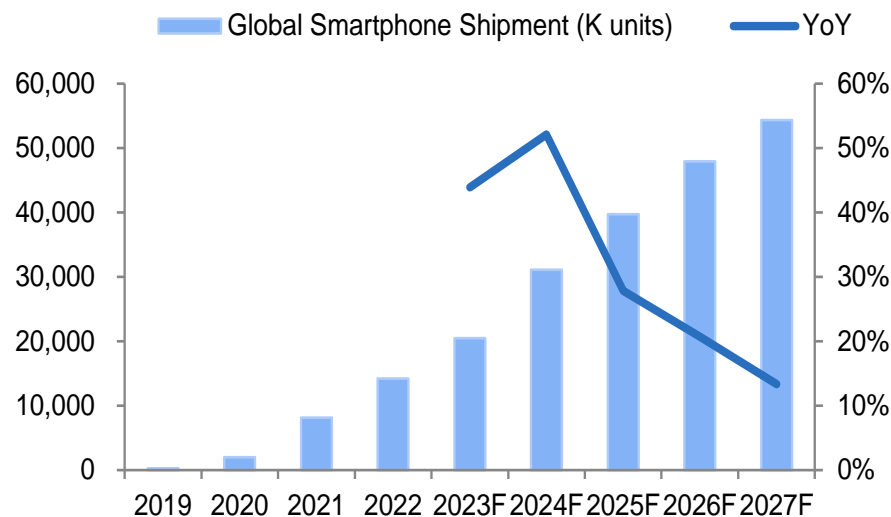
手機產業步入成熟期，但折疊手機成長性高

- **手機產業趨於飽和**：全球智慧型手機自2009-2015年滲透率快速提升後便進入成熟期，年出貨量維持約11-13億台。主要成長來自每年手機零組件規格升級及週期性換機。
- **單價下滑及技術進步驅動折疊手機滲透率提升**：元大投顧認為 1) 中系安卓陣營積極投入折疊機；2) 折疊機售價持續降低；3) 美系陣營開始研發折疊機型，並於今明年陸續推出新機；4) 消費者對新式手機體驗(過去幾年手機規格無太大變化)。有助折疊手機滲透率提升。

折疊機滲透率將持續提升



IDC預估2024年折疊手機出貨量年增52%

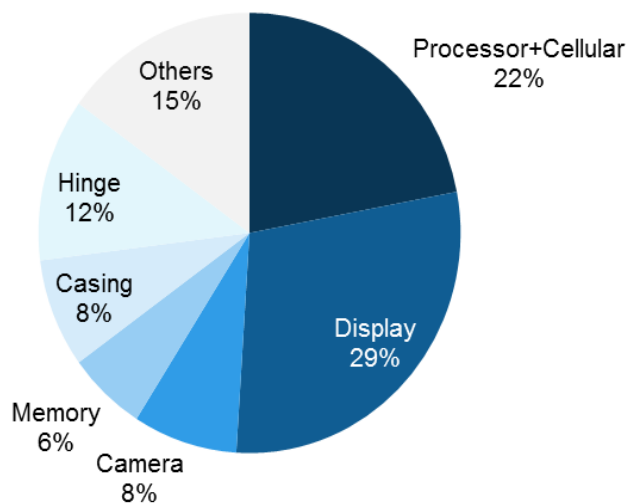


資料來源: IDC、元大投顧

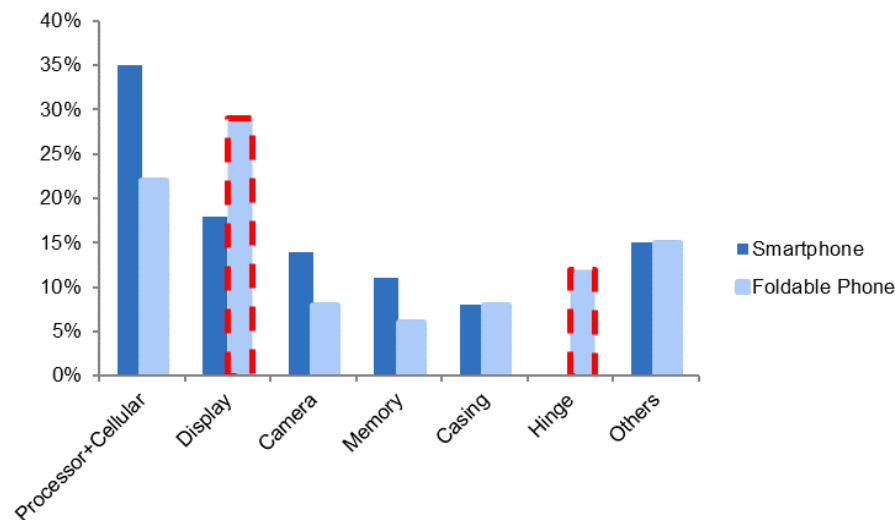
折疊手機成本增額來自軸承及柔性OLED螢幕

- **折疊手機螢幕成本較高，且須搭載軸承**：折疊手機規格不同於智慧型手機在於其需搭載可彎折的柔性OLED面板以及彎折處須搭載轉軸。元大投顧預估折疊手機的柔性面板及軸承占製造成本比重為29%/12% (於智慧型手機成本比重14%/<1%)。
- **柔性OLED供應商以中國及韓國為主**：根據元大投顧供應鏈訪查，目前柔性OLED面板供應商以京東方(中)及三星(韓)為主，台灣面板廠並無供應相關產品。

折疊手機BOM Cost預估



折疊手機成本增額來自螢幕及軸承

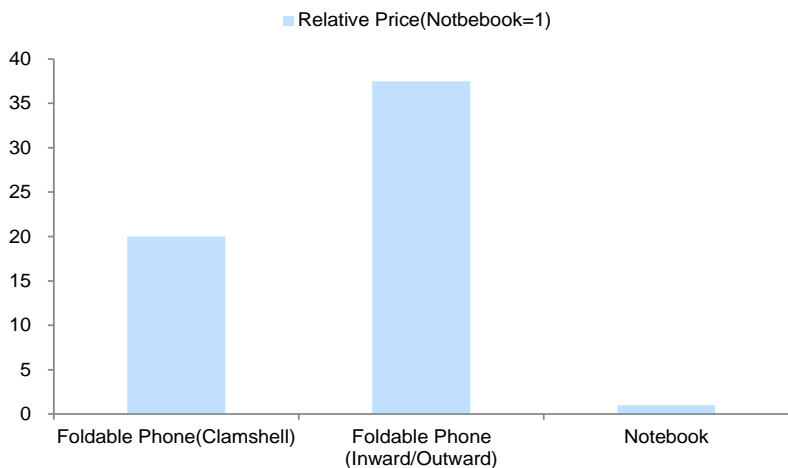


資料來源：元大投顧預估

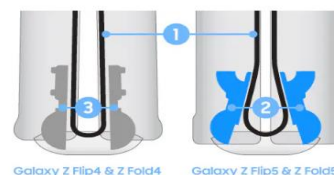
折疊軸承為關鍵零組件

- **軸承影響使用者體驗**：折疊手機的 1)螢幕平整度 2)重量 3)耐用性主要受到折疊手機使用的軸承所影響。目前市面上主流的軸承技術包括 1)U型軸承 2)水滴型軸承。水滴型軸承的優勢在於其彎曲半徑較大，因此彎折時螢幕的形變較小，耐用度較高。
- **軸承零組件複雜**：目前多數手機軸承零件數量超過100個，且須承受數十萬次開闔，製造難度高。根據元大投顧供應鏈訪查，左右折疊手機軸承單價約150美金、上下折疊軸承約90美金(筆電軸承約3-5美金)。

折疊手機軸承與NB軸承價格比較



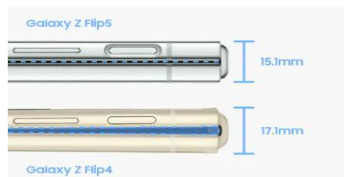
三星改採用水滴型軸承後厚度明顯降低



全新提升的轉軸技術

新的轉軸可讓螢幕完全關閉，同時讓螢幕之間隙幾乎消失不見。

- ① 顯示器螢幕
- ② Flex 轉軸
- ③ 之前的轉軸



Galaxy Z Flip4 與 Flip5



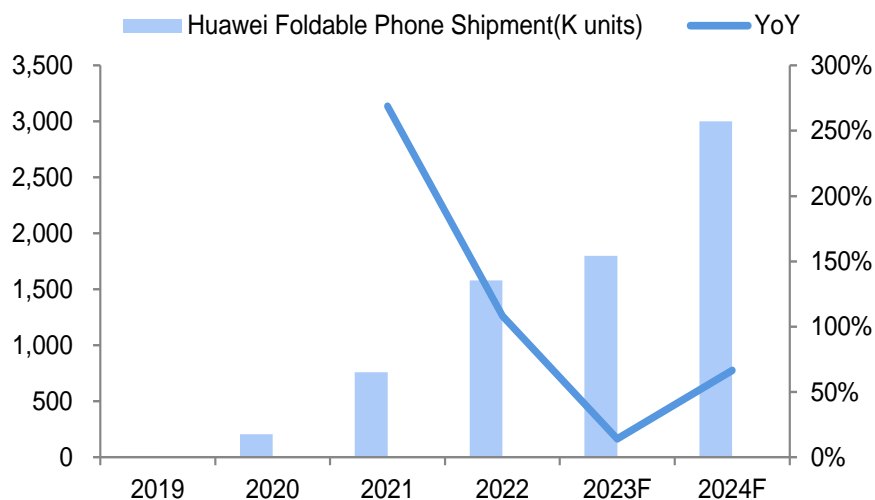
Galaxy Z Fold4 與 Fold5

資料來源：元大投顧預估、三星

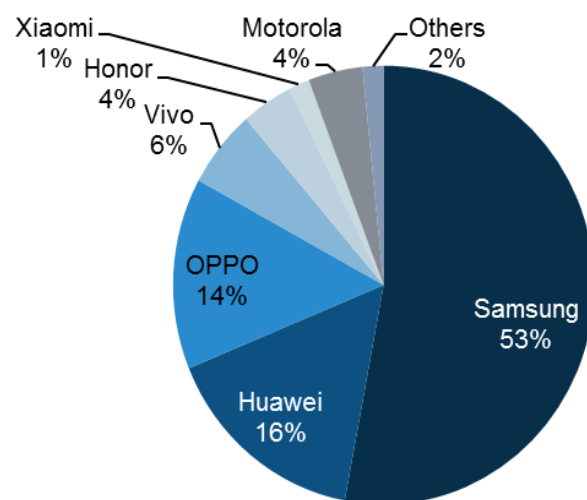
軸承廠商為華為重奪市佔之主要受惠者

- 華為重回高階5G手機市場，2024年出貨量跳升可期：華為於8、9月接連發布搭載自研5G晶片的Mate 60及Mate X5，發布後華為成功於第36/37週中國手機銷量排行取得17.0/16.9%市佔率(先前約10%)。元大投顧預估2023/2024年華為折疊機出貨量180萬/300萬台，年增14%/67%。
- 兆利及富世達為華為折疊機軸承主要供應商：元大投顧預估兆利/富世達出貨份額45%/55%，為2024年華為折疊機出貨量展望樂觀下的最大受惠者。

預估華為2024年折疊機出貨量年增67%



1H23華為摺疊手機市占率達16%



資料來源：IDC、元大投顧預估

紡織製鞋產業

迎接庫存回補及2024年巴黎奧運盛事

紡織製鞋產業焦點

- 庫存調整可望在3Q23-4Q23結束，搭配2024年奧運年，品牌商訂單復甦，台灣供應鏈營收YOY將於2Q23落底，3Q23衰退幅度收斂，4Q23至2024年重啟成長。
- 美中貿易戰及科技戰，供應鏈由中國移轉至東南亞，台灣廠商積極布局東南亞，且供應鏈集中的大者恆大趨勢下，有利台灣廠商接單成長。

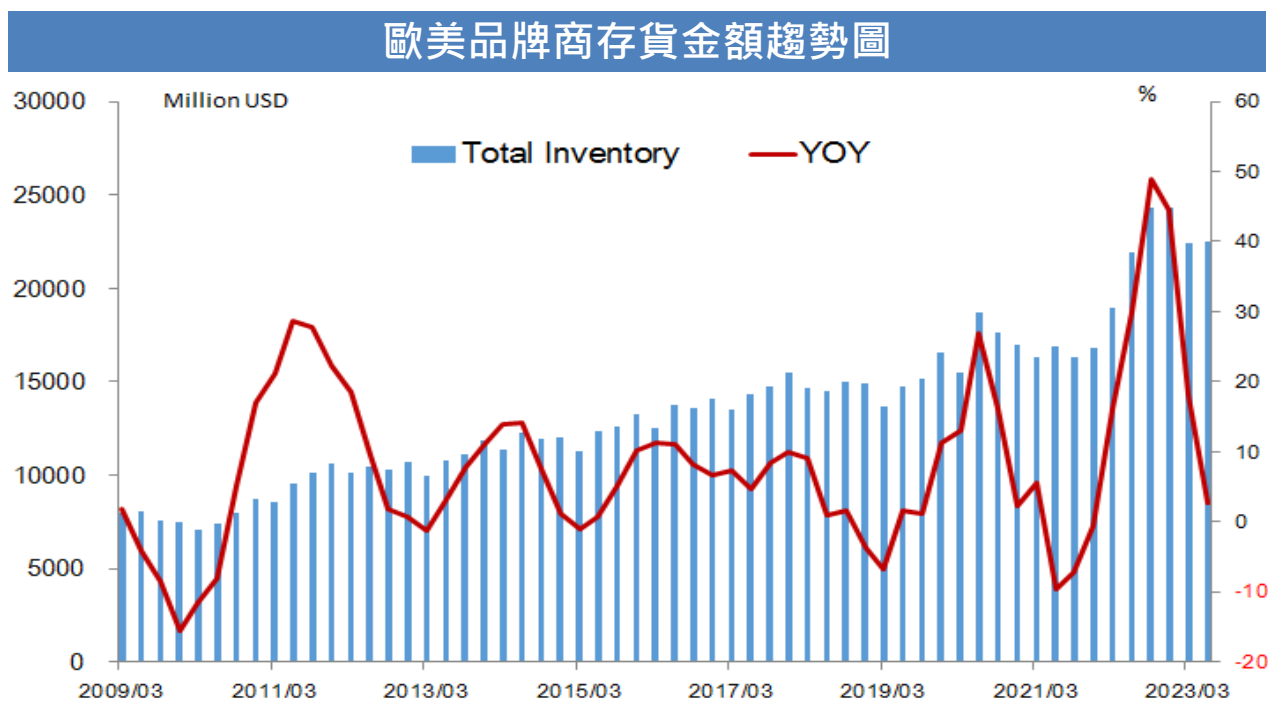
焦點個股

股票代號	公司名稱	2024F 營收成長率	2023F EPS	2024F EPS	2024F EPS 成長率
1476 TT	儒鴻	25.8%	19.16	23.54	22.8%
1477 TT	聚陽	18.6%	16.38	18.90	15.4%
9904 TT	寶成	10.6%	4.16	3.76	-9.5%
9910 TT	豐泰	12.0%	5.05	8.19	62.4%

資料來源: CMoney, Yuanta Investment Consulting

品牌商庫存調整近尾聲

- 觀察歐美品牌商4Q17年及2Q20年兩波庫存去化的經驗，需經過5個季度時間調整，才將庫存降低到相對低點，存貨YOY也需減速5個季度才落底回升。
- 此波庫存高峰落在3Q22至4Q22之間，預期4Q23將可看到庫存調整的尾聲。

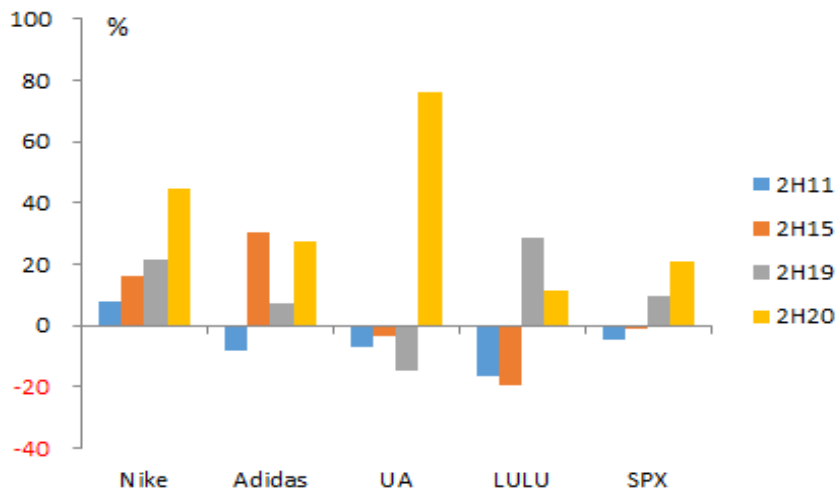


資料來源：Yuanta Investment Consulting, Bloomberg

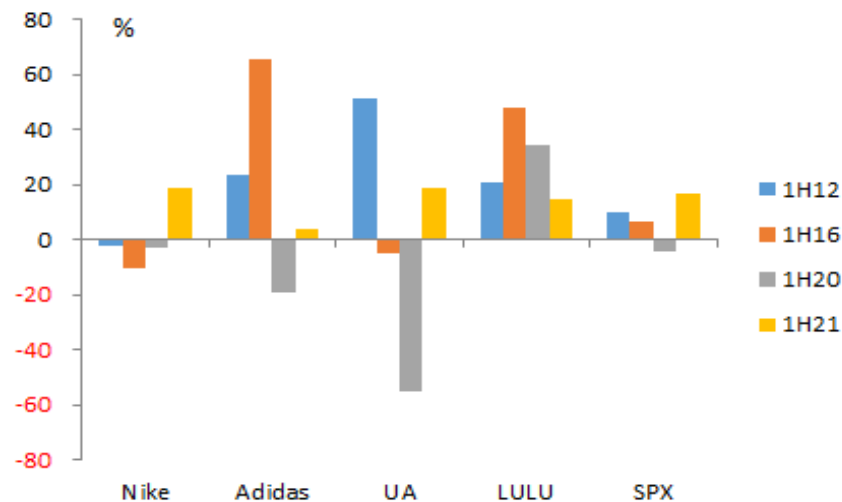
2024年巴黎奧運題材加分

- 第33屆夏季奧林匹克運動會(2024 Summer Olympics)又稱2024巴黎奧運(Paris 2024)，將於2024/7/26至8/11在法國巴黎舉辦。
- 觀察最近3次奧運經驗(2020年東京奧運延至2021年舉辦)，奧運前一年下半年運動品牌商股價表現，Nike及Adidas股價普遍上漲，Under Armour僅一年度上漲，Lululemon則是漲跌各半。
- 奧運舉辦當年，Nike股價表現相對不理想，Adidas及UA漲跌各半，Lululemon表現最佳。

奧運前一年下半年股價表現



奧運當年上半年股價表現

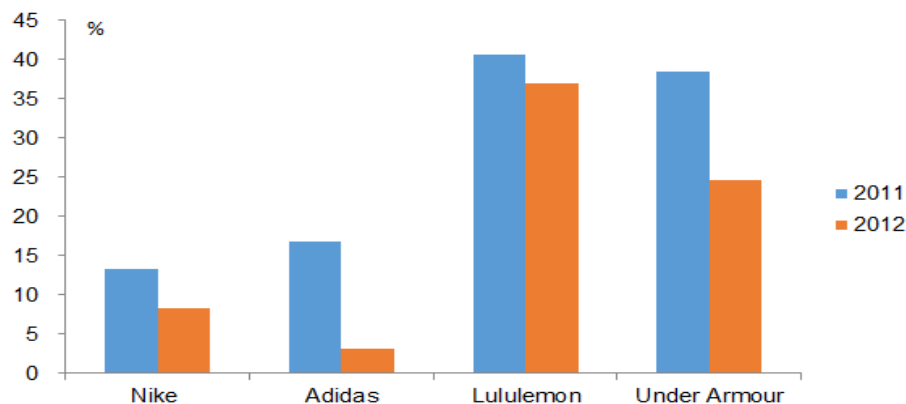


資料來源：Yuanta Investment Consulting · Bloomberg

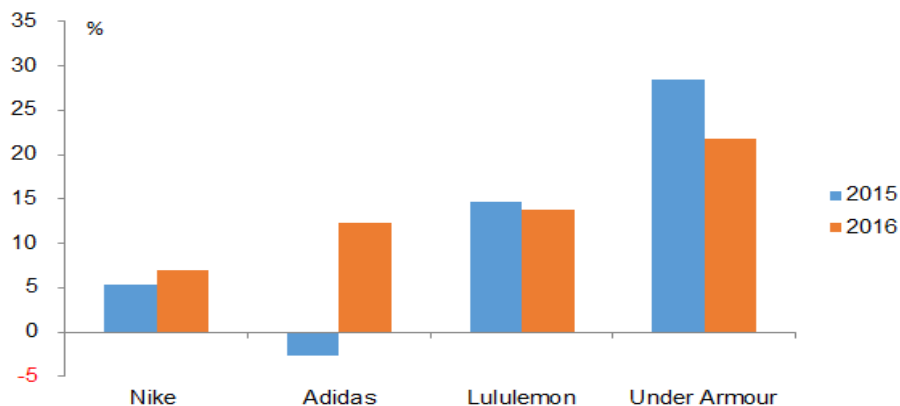
奧運年對運動品牌廠業績貢獻正向

- 2012年倫敦奧運效應提前於2011年挹注營收。
- 2016年巴西奧運挹注2016年營收較顯著。
- 2020年東京奧運遞延至2021年舉辦，2021年營收顯著復甦。
- 2023年庫存調整，基期偏低，2024年運動品牌商營運可望爆發。

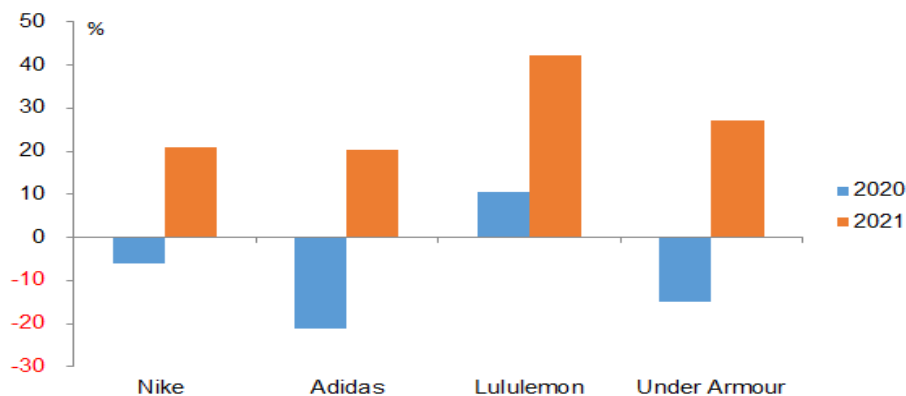
2011年及2012年品牌營收YOY



2015年及2016年品牌營收YOY



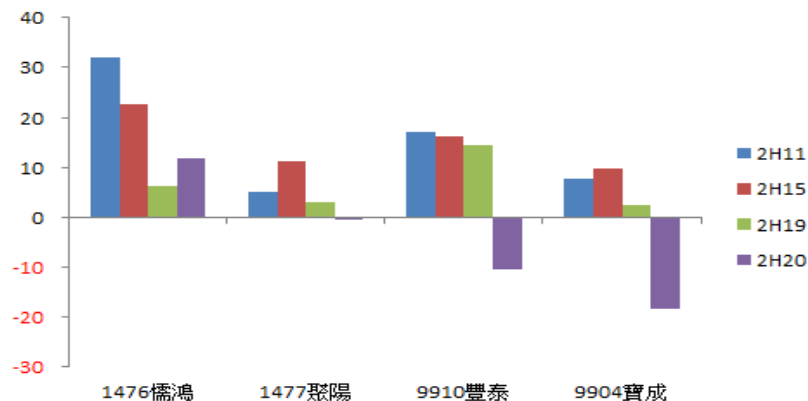
2020年及2021年品牌營收YOY



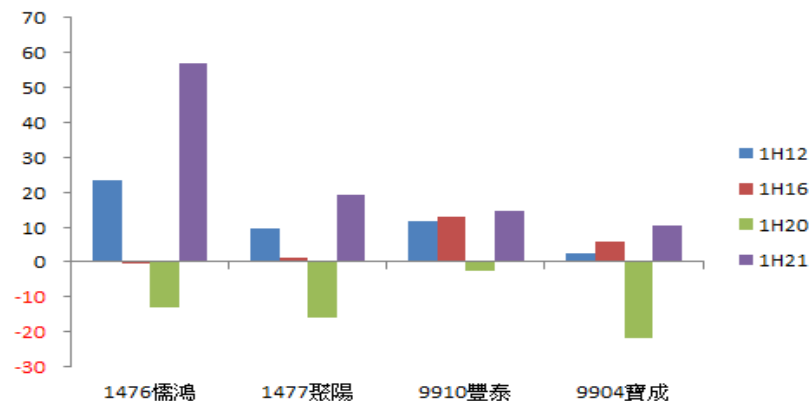
資料來源：Yuanta Investment Consulting · Bloomberg

奧運挹注台廠業績在前一年下半年開始發酵

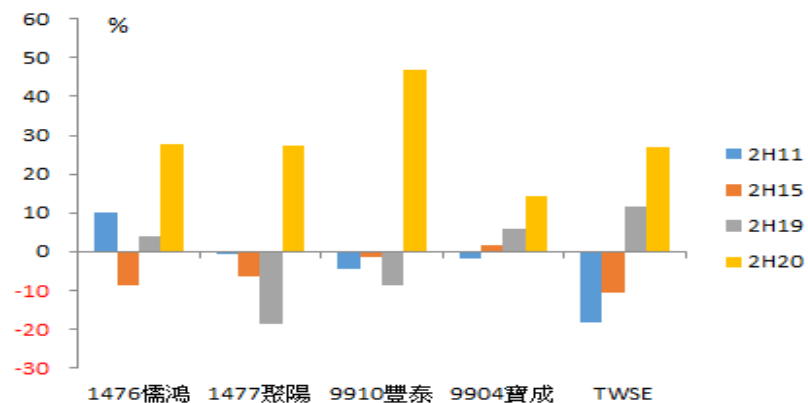
奧運前一年下半年營收表現



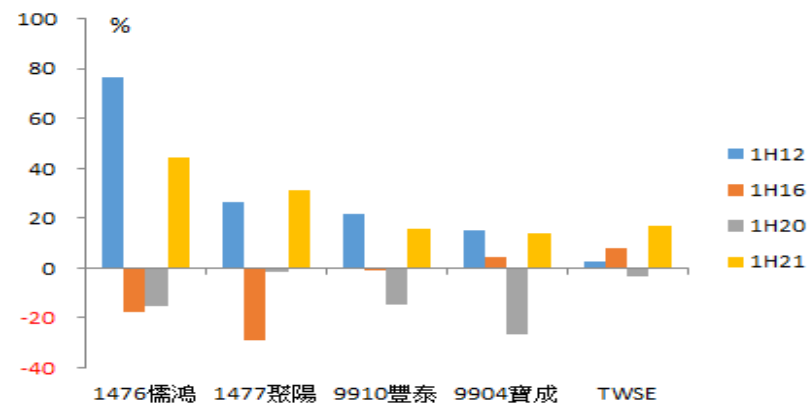
奧運當年上半年營收表現



奧運前一年下半年股價表現



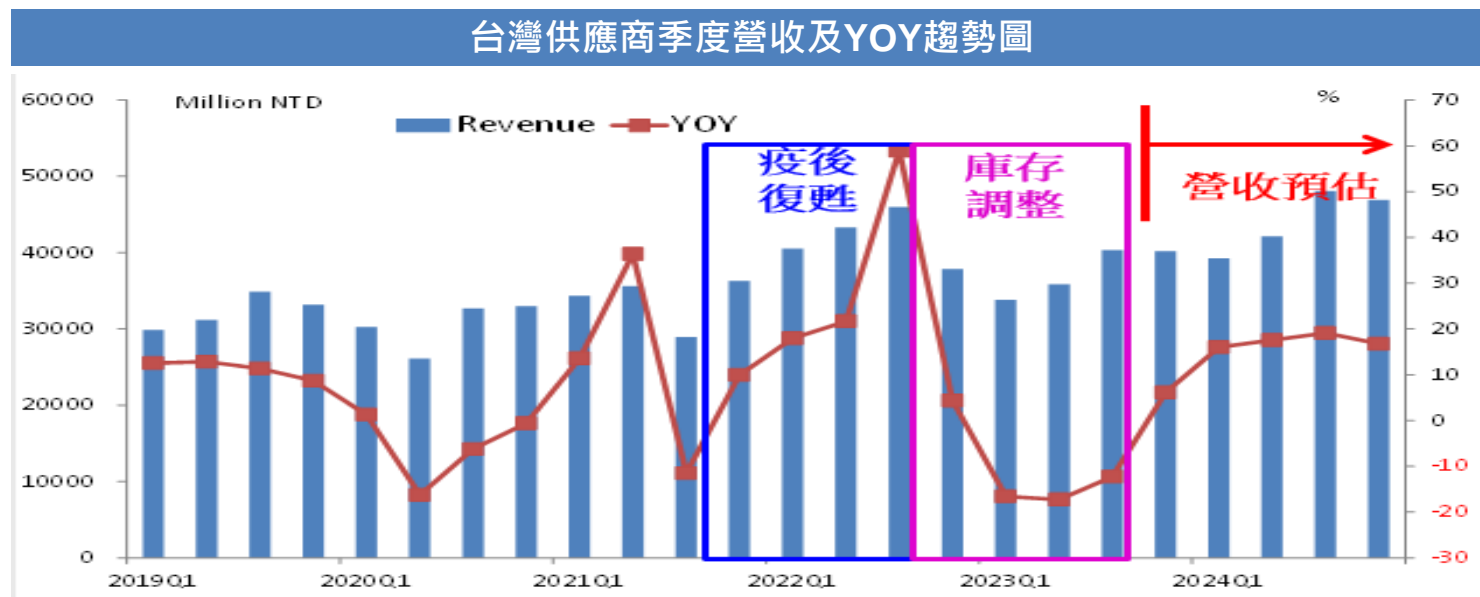
奧運當年上半年股價表現



資料來源：Yuanta Investment Consulting

台灣供應鏈迎來復甦的2024年

- 庫存調整可望在3Q23-4Q23結束，搭配2024年奧運年，品牌商訂單復甦，台灣供應鏈營收YOY將於2Q23落底，3Q23衰退幅度收斂，4Q23至2024年重啟成長。
- 美中貿易戰及科技戰，供應鏈由中國移轉至東南亞，台灣廠商積極布局東南亞，且供應鏈集中的大者恆大趨勢下，有利台灣廠商接單成長。
- 相關個股包括成衣廠儒鴻(1476)、聚陽(1477)，與製鞋廠豐泰(9910)。



資料來源：Yuanta Investment Consulting · Bloomberg

製藥產業

癌症用藥商機龐大

製藥產業焦點

- **產業**：隨重磅藥接續上市，帶動相關公司營運成長5-10年，2024年已上市學名藥、新藥持續成長，並有新產品可望取證上市。
- **新藥**：近年美國FDA新藥核准數維持高檔，台廠陸續取證；孤兒藥有成為重磅藥的潛力，在製藥市場滲透率逐年提升；焦點个股：藥華藥。
- **仿製藥**：暢銷藥專利陸續到期，台廠攜手國際藥廠搶攻仿製藥商機；焦點个股：台耀、美時、台康。

焦點个股

股票代號	公司名稱	2024F 營收成長率	2023F EPS	2024F EPS	2024F EPS 成長率
1795 TT	美時	3.9%	14.56	17.20	18.2%
4746 TT	台耀	22.3%	1.77	7.22	308.8%
6446 TT	藥華藥	107.4%	-0.94	14.05	負轉正
6589 TT	台康生	36%	-0.89	-0.66	--

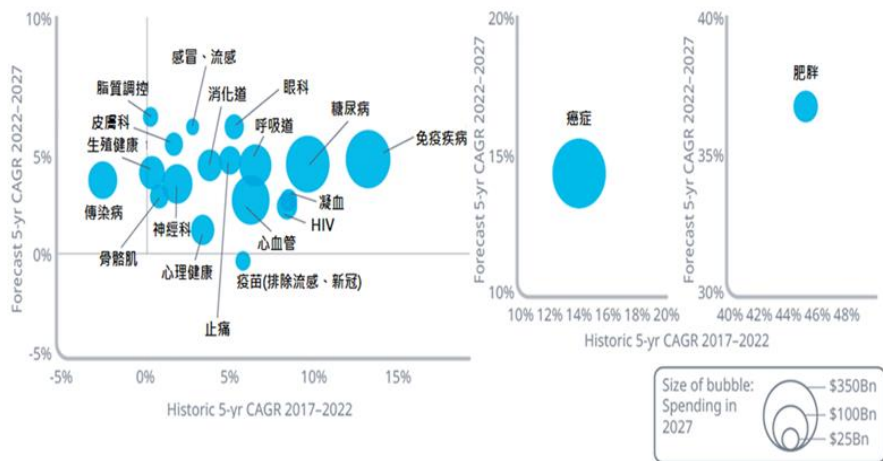
資料來源：元大投顧整理

老化、肥胖使慢性病用藥需求增

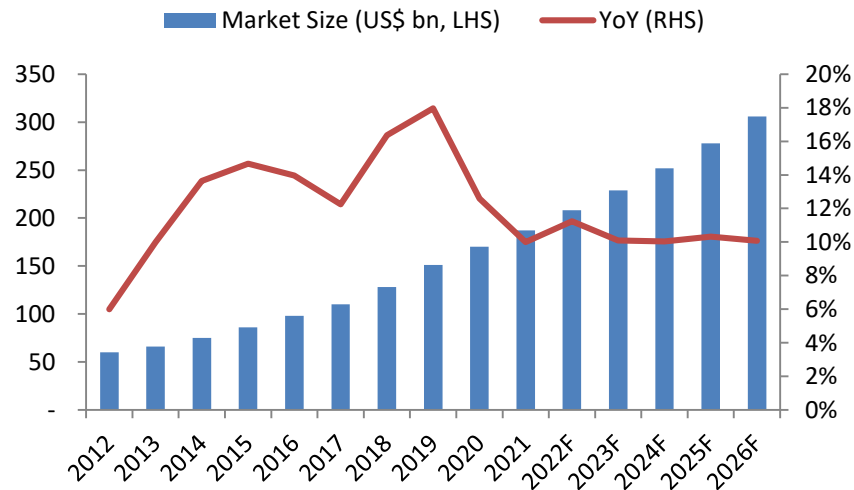
- 人口老化、肥胖使慢性病患者人數增加：老年人口將從2020年10億人成長至2050年22億人，老年人健康問題包括聽力損失、視力問題、背頸疼痛及骨關節炎、慢性阻塞性肺病、糖尿病、阿茲海默症。2020年全球逾10億肥胖人口，肥胖會導致糖尿病、心血管疾病、癌症等。
- 癌症為最大治療領域且成長最快：癌症為最大治療領域且成長最快：WHO預估2040年全球新增2,940萬名癌症病人，較2018年增加62%；元大投顧預估2026年全球抗癌藥市場規模達3,060億美元，2022-26年CAGR為10.4%居冠。

癌症、肥胖用藥市場成長快

全球前20大治療領域歷史成長性(橫軸)vs預估成長性(縱軸)



全球癌症用藥市場於2022-26年CAGR為10.4%

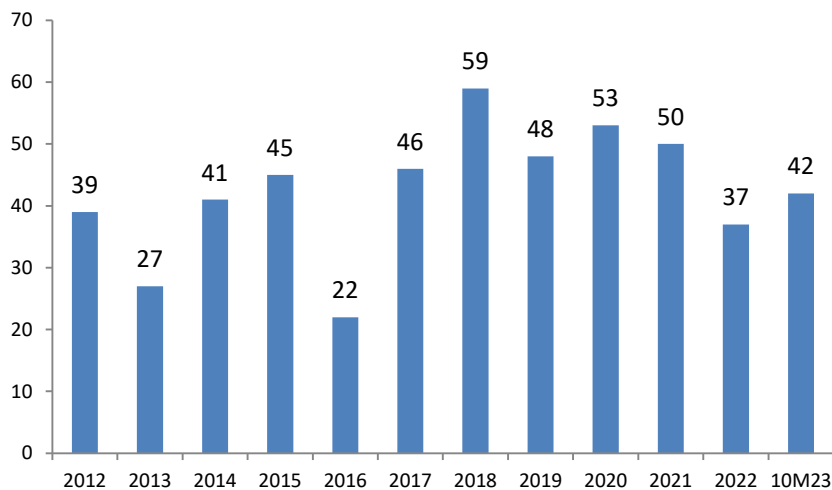


資料來源：IQVIA、Bloomberg、元大投顧

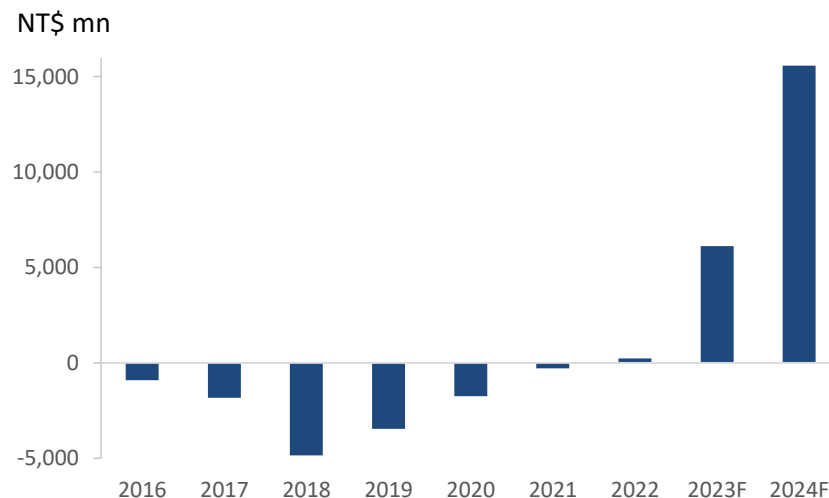
美國新藥核准數回升，台廠新藥陸續上市推升產業獲利

- 近年美國FDA新藥核准數維持高檔，支持製藥產業成長。IQVIA預估2022-2026年總計有300個新藥將被核准，較過去十年顯著提升，且各國傾向於核准特殊藥品、利基藥和孤兒藥。
- 重磅藥市佔率逐漸提升為獲利成長動能：新藥、學名藥等重磅產品營收開始放量，帶動整體產業於2023年營業利益大幅跳升。展望2024年，已上市重磅藥市佔率持續提升，學名藥需求穩定成長，新產品陸續取證上市，CDMO代工訂單好轉，推升整體產業獲利進一步向上。

今年以來美國新藥核准數回升



台灣36家上市櫃製藥公司合計營業利益趨勢

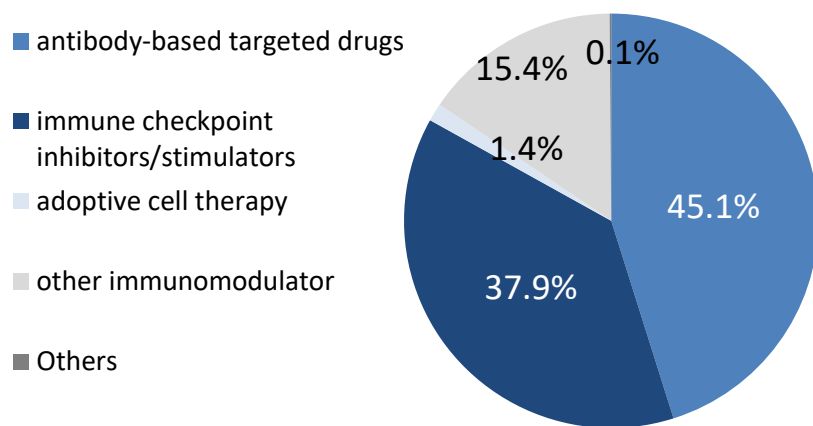


資料來源：US FDA、公司資料、元大投顧

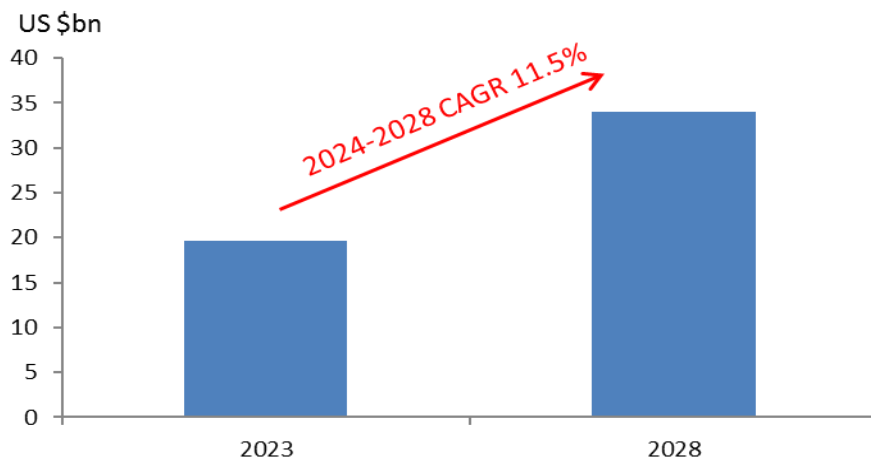
癌症免疫療法推動生物藥CDMO成長

- **免疫療法適用於多種癌症**：免疫療法透過啟動免疫系統反應，從而辨識及攻擊癌細胞，利用免疫系統可辨識多種癌症抗原的多樣性，來對抗任何一種癌細胞變異。
- **抗體CDMO商機龐大**：癌症免疫療法8成是以抗體為基底，新作用機轉藥物、抗體藥物複合體(ADC)、雙特異性抗體等新藥開發，皆可委託抗體藥CDMO廠商協助藥品開發及生產。
- **生物藥CDMO將蓬勃發展**：全球生物藥CDMO市場規模預估從2023年197億美元，成長至2028年的340億美元，其中2024-2028年CAGR達11.5%，癌症免疫療法興起為重要動能。

2020年癌症免疫療法市佔率分布



2024-2028年全球生物藥CDMO市場CAGR 11.5%

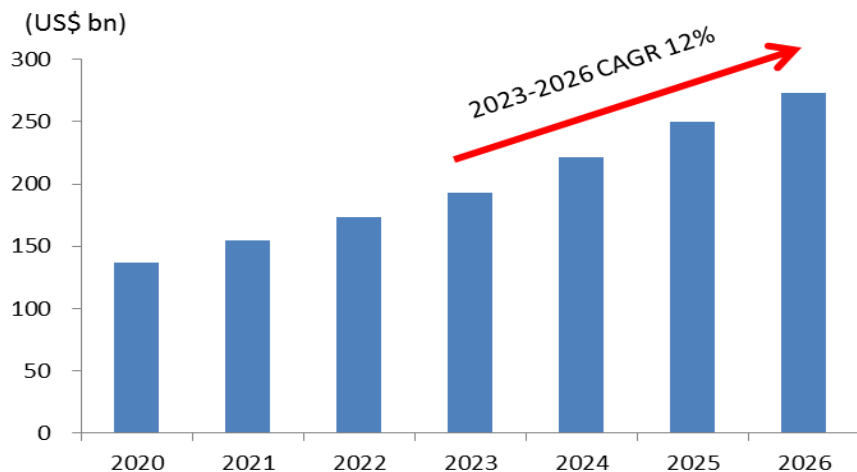


資料來源：Evaluate Pharma、MarketResearch、元大投顧

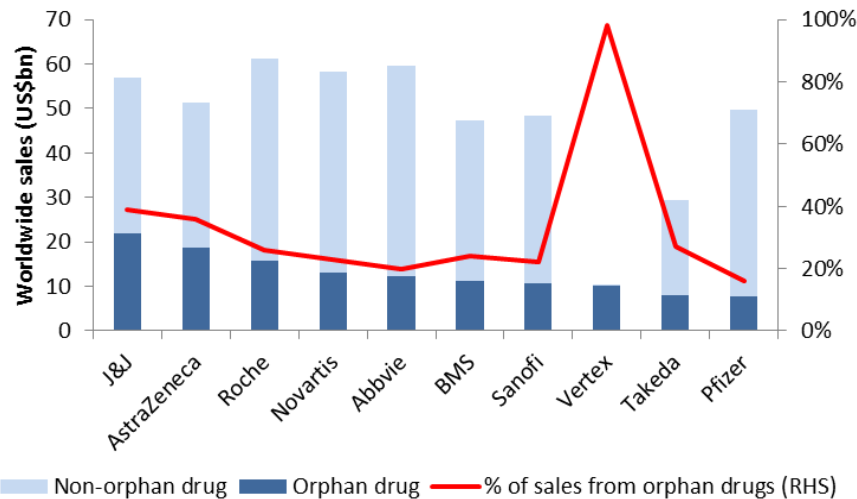
孤兒藥從利基走向主流，受國際大廠重視

- 罕見疾病治療仍有缺口：罕見疾病為在美國影響20萬人以下的疾病，或罹病率0.65‰到1‰的疾病。已知7,000種罕病，影響全球3.5億人，但只有200種疾病具已核准的藥物治療方式。
- 孤兒藥佔處方藥比重逐年提升：全球孤兒藥市場規模從2022年的1,730億美元，成長至2026年的2,730億美元，2022-26年CAGR達12%，在處方藥銷售佔比將從15%成長至20%。
- 國際藥廠將更重視孤兒藥開發：2026年全球前十大暢銷孤兒藥，每項藥品年銷售額達30-130億美元，Abbvie、Roche、Novartis、J&J皆有20%以上營收來自孤兒藥，受惠個股為**藥華藥**。

2026年孤兒藥市場規模預估達2,730億美元



2026年全球前十大孤兒藥廠及孤兒藥營收佔比



資料來源：Evaluate Pharma、US FDA、元大投顧

重磅藥專利陸續到期，台廠攜手國際大廠搶攻仿製藥商機

- **重磅藥原廠專利陸續到期**：2022-2030年關鍵專利到期之重磅藥物中，癌症、免疫疾病適應症合計佔比達50%以上。癌症免疫療法原廠藥關鍵專利將於2026-2028年到期。
- **台廠與國際廠商授權合作搶市佔**：美時與Alvogen集團強強結盟，積極搶攻PIV學名藥市場，可在原廠藥專利到期前上市。**台康**專注於開發HER2標靶生物相似藥，並授權國際生物相似藥廠商Sandoz。**台耀**向下垂直整合開發乳癌針劑學名藥，授權國際藥廠Fresenius。

Rank	藥名	適應症	關鍵專利到期年份	2022年銷售額	仿製藥廠商
1	Humira	類風濕性關節炎	2023	US\$ 21.2 bn	Amgen, Pfizer, Mylan, Sandoz...
2	Keytruda	癌症免疫療法	2028	US\$ 20.9 bn	PlantForm, NeuClone
3	Eliquis	抗凝血劑	2027-2029	US\$ 11.8 bn	Viatris, Micro Labs
4	Revlimid	血癌	2026	US\$ 10.0 bn	美時, Natco, Dr. Reddy's
5	Eylea	濕式黃斑部病變	2025-2026	US\$ 9.6 bn	Sandoz, Amgen, Samsung Bioepis
6	Stelara	克隆氏症	2025-2026	US\$ 9.7 bn	Celltrion, 百奧泰, Epirus Biopharma
7	Opdivo	癌症免疫療法	2028	US\$ 8.3 bn	NeuClone, Xbrane
8	Trulicity	糖尿病	2027-2029	US\$ 7.4 bn	
9	Ibrance	癌症	2027	US\$ 5.1 bn	Aurobindo, Dr. Reddy's
10	Januvia/Janumet	糖尿病	2022-2023	US\$ 5.3 bn	Viatris, Par pharma
11	Prolia/Xgeva	預防骨骼事件發生	2025-2026	US\$ 5.6 bn	Sandoz, Samsung Bioepis, 伊甸生醫
12	Cosentyx	斑塊性乾癬	2025-2026	US\$ 4.8 bn	百奧泰、上海君實生物
13	Entyvio	潰瘍性結腸炎	2025-2026	US\$ 6.4 bn	
14	Dolutegravir	HIV感染	2027-2029	US\$ 4.6 bn	Viatris, Laurus
15	Victoza	糖尿病	2022-2023	US\$ 2.1 bn	Teva

資料來源：公司資料、元大投顧

重要聲明

© 2023 元大投顧 版權所有. 內容僅供特定人參考，不可作商業用途，不對外作任何獲利及判斷正確的保證。本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自國內外官方及民間企業組織的網站及刊物，或本諸我們相信可靠的來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，不保證準確，邇後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。

台端因信賴此等資料而作出或改變決策時，應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責，本公司毋須負任何法律責任。

以上報告內容之著作權屬元大投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

