

**KGI**CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

汽車零組件產業

焦點內容

2023 年前兩月全球汽車銷量年增 1% 至 1,250 萬輛，區域性產生大分歧。我們維持 2023 年全球汽車與電動車銷量成長 3% 與 32% 之預估，疫後復甦的供應鏈與 IC 供應轉佳將推升除中國外主要市場的銷售。儘管仍將是最大的電動車市場，我們認為中國汽車供應鏈於 2023 年價格壓力明顯攀升。我們對中國汽車市場佔比偏高的零組件供應商轉趨謹慎。我們調降同致 (3552 TT, NT\$165.5, 降低持股) 與胡連 (6279 TT, NT\$148, 持有) 評等。

凱基投顧

梁姿嫻, CFA
886.2.2181.8728
jenliang@kgi.com

李承泰
886.2.2181.8729
terry.lee@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

中國汽車供應鏈價格壓力攀升

重要訊息

2023 年前兩月全球汽車銷量年增 1% 而中國銷量在補貼退場後年減 13%。

評論與分析

美國與西歐復甦中，中國則受諸多支持方案退場而衰退。1-2 月全球汽車銷量復甦 1% 但區域表現分歧。中國與東歐分別年減 13% 與 17%，美國、西歐與其餘市場則年增逾 7%。東歐尚未走出俄烏戰爭影響，而中國面臨提前採購 (2022 年底新能源車 (NEV) 補貼退場與終止乘用車購置稅減半) 的餘波。IC 供應轉佳與疫後供應鏈復甦使其餘主要市場銷量回溫。美國與西歐銷量年增 8% 與 9%。全球 1 月電動車 (EV) 銷量年增 10% 但月減 42% 至 66.2 萬輛，滲透率 11%。補貼退場與春節使中國 1 月 NEV 銷量月減 49%，對比整體汽車銷量月減 31%。1 月 EV 滲透率下滑至 21%，全球佔比 52%。

維持 2023 年全球汽車銷量成長 3% 與 EV 市場成長 32% 預估，但預期供應鏈獲利承壓。儘管總經環境不利 (尤其是利率上揚) 以及部分市場的政策支持減少，我們認為全球汽車銷量在 2022 微幅下滑 1% 後，2023 年將成長 3%。疫後復甦的供應鏈與 IC 供應轉佳將推升除中國外所有主要市場銷售。全球許多 OEM 都預期今年產量與交車輛將成長，表示需求遭壓抑。Volkswagen (德) 展望 2023 年銷量目標 950 萬輛，年增 14%，而 Toyota (日) 則預期 2023 年產量成長 3-15%。我們預估中國今年車輛銷售衰退 3%。部分中國 OEM 仍展望強勁銷售成長目標 (尤其是 NEV)，而已見車廠於 1Q23 大幅降價以推升銷量、消化庫存與擴增市佔率。佔中國汽車與 NEV 市場 7% 與 27% 的比亞迪 (中) 目標在 2023 年銷售 350-400 萬輛，年增 87-114%。2022 年全球 EV 銷量年增 55%，達到 1,000 萬輛里程碑；凱基預估 2023 年將年增 32% 至 1,330 萬輛，歸因於可負擔性與車款選擇增加，且 OEM 將焦點轉至 EV。我們認為中國仍會是最大的 EV 市場，2023 年市佔率 58%，但因高基期與補助降低，成長幅度將不及美國與幾個較小市場。

儘管銷量具韌性，中國汽車供應鏈將面臨價格壓力，隱含利潤率逆風。我們近期產業訪談顯示，供應中國市場的車用供應鏈在 OEM 廠大幅降價 (尤其是對燃油車款) 後，於 1Q23 中面臨價格壓力攀升。某車用電子供應商表示，中系 OEM 客戶要求降價達 20%，否則恐會失去贏得客戶未來車型的設計機會。Tesla (美) 於 4Q22 在中國大幅降價 6-14% 導致了連鎖反映，觸發 OEM 廠在競爭加劇與利率逆風環境下，對許多品牌的 EV 與 ICE 車款進行價格折扣。儘管上述議價仍在商議中，凱基認為 OEM 與供應鏈將在 2023 年無可避免地面臨售價與利潤率下滑走勢。我們認為 Tesla 將維持彈性價格策略。由於當前需求遭遇逆風，為了讓上海超級工廠之產量最大化，2023 年價格仍可能呈現下行趨勢。據此，我們認為其他車廠的訂價降持續承壓。

投資建議

我們對中國汽車市場佔比偏高的零組件供應商轉趨謹慎，但持續樂觀看待於全球電動車市場擁有多元非中國客戶組合的廠商。台達電 (2308 TT, NT\$300.5, 增加持股) 為我們首選。我們調降同致 (3552 TT, NT\$165.5, 降低持股) 與胡連 (6279 TT, NT\$148, 持有) 評等。

投資風險

景氣不確定性壓抑需求。

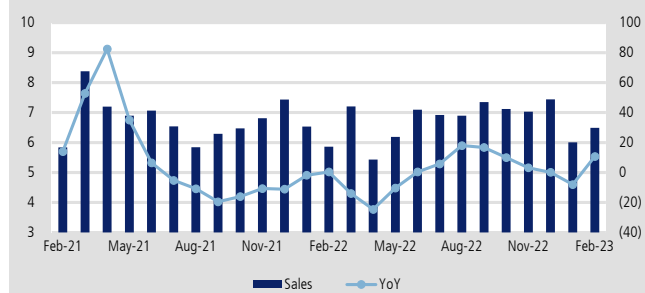
圖 1：凱基研究範圍內汽車供應鏈評價比較

公司	代碼	研究員	凱基評等	市值 (百萬 美元)	股價 (當地 貨幣)	目標價 (當地 貨幣)	上檔 (%)	EPS (當地貨幣)		
								2021	2022F	2023F
台達電	2308.TW	梁姿嫻, CFA	增加持股	25,756	300.5	322.0	7.2	10.32	12.58	14.11
貿聯-KY	3665.TW	梁姿嫻, CFA	持有	1,433	277.5	307.0	10.6	15.22	25.91	25.84
為升	2231.TW	梁姿嫻, CFA	持有	785	177.5	163.0	(8.2)	4.23	4.17	5.66
和大工業	1536.TW	梁姿嫻, CFA	持有	673	73.0	84.0	15.1	1.23	2.63	3.34
智伸科	4551.TW	梁姿嫻, CFA	增加持股	568	149.5	186.0	24.4	10.47	12.69	13.27
胡連	6279.TWO	李承泰	持有	486	148.0	146.0	(1.4)	7.91	10.03	10.40
同致電子	3552.TWO	梁姿嫻, CFA	降低持股	467	165.5	120.0	(27.5)	5.44	7.22	0.45
敬鵬	2355.TW	林祐熙	持有	411	31.4	31.0	(1.1)	0.85	1.09	1.22
豐祥-KY	5288.TW	李承泰	持有	394	181.0	178.0	(1.7)	9.53	13.38	15.58
凡甲科技	3526.TWO	向子慧	增加持股	279	143.5	148.0	3.1	11.19	10.37	11.85
皇田工業	9951.TWO	梁姿嫻, CFA	持有	176	71.2	75.0	5.3	5.33	5.80	7.32
時碩工業	4566.TW	梁姿嫻, CFA	持有	133	52.8	63.0	19.3	2.35	4.99	4.52
特斯拉公司	TSLA.O	梁姿嫻, CFA	持有	602,477	190.4	196.0	2.9	2.26	4.07	4.46
微狄亞視訊	NVDA.O	王琦清	增加持股	661,441	267.8	291.0	8.7	4.44	3.38	3.98
德州儀器公司	TXN.O	王琦清	持有	162,877	179.5	154.0	(14.2)	8.26	9.51	7.21
恩智浦半導體股份有限公司	NXPI.O	王琦清	持有	45,818	176.6	185.0	4.8	10.79	14.54	12.66
英飛凌科技股份有限公司	IFNNY.PK	王琦清	增加持股	48,306	37.0	45.0	21.6	1.42	1.96	2.27

資料來源：Refinitiv、凱基

圖 2：全球 1-2 月汽車銷量年增 1%

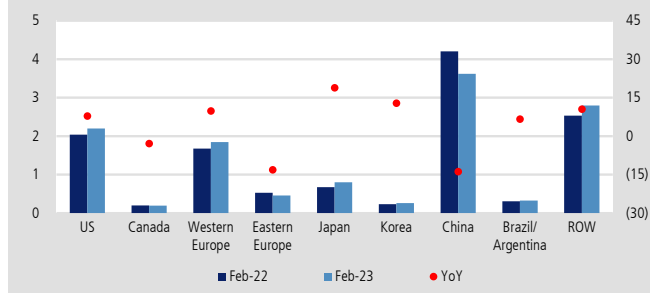
汽車銷量，百萬輛(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：LMC Automotive、凱基

圖 3：中國車市表現落後歐洲及美國

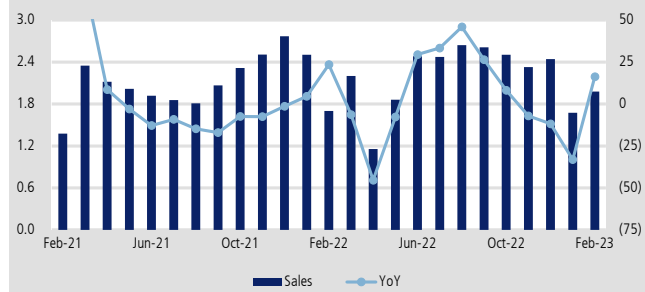
年初至今汽車銷量，百萬輛(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：LMC Automotive、凱基

圖 4：中國 1-2 月汽車銷量衰退 13%

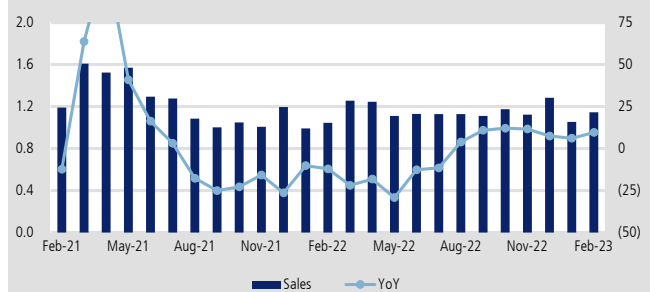
汽車銷量，百萬輛(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：LMC Automotive、凱基

圖 5：美國去年 8 月起汽車銷量重返年增超過 6%水準

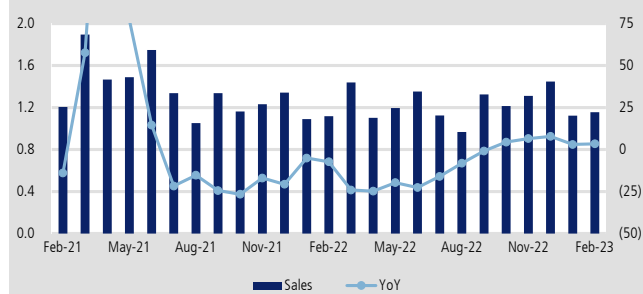
汽車銷量，百萬輛(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：LMC Automotive、凱基

圖 6：歐洲由俄烏戰爭復甦，年初至今汽車銷量成長 4%

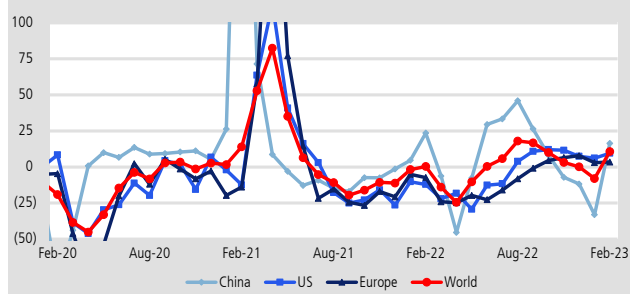
汽車銷量，百萬輛(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：LMC Automotive、凱基

圖 7：歐洲及美國因低基期銷量呈年增

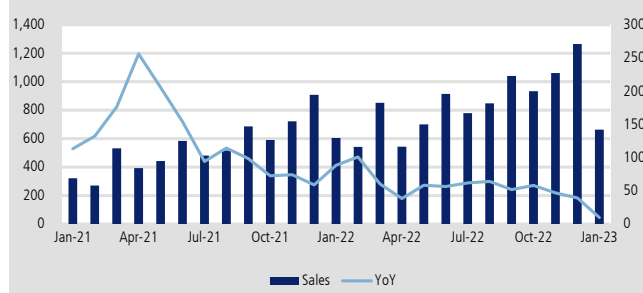
汽車銷量年增率，百分比



資料來源：LMC Automotive、凱基

圖 8：1 月全球電動車銷量年增 10%至 66.2 萬輛

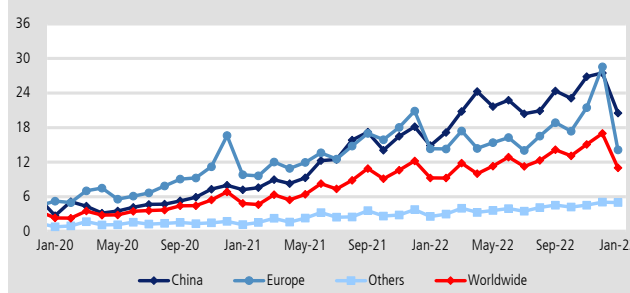
電動車銷量，千輛(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：EV-Volumes、凱基

圖 9：1 月全球電動車滲透率達 11%

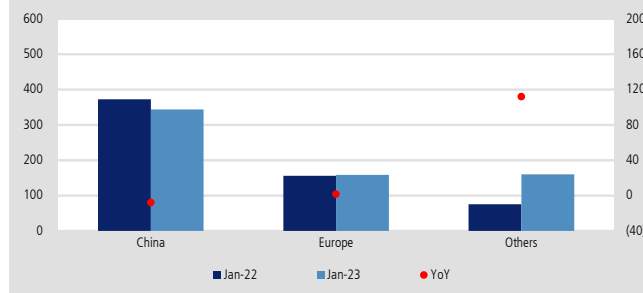
電動車滲透率，百分比



資料來源：EV-Volumes、LMC Automotive、凱基

圖 10：1 月中國電動車銷量年減

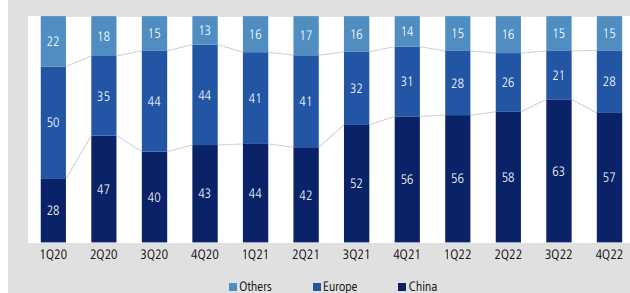
電動車銷量，千輛(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：EV-Volumes、凱基

圖 11：4Q22 中國佔全球電動車銷量達 57%

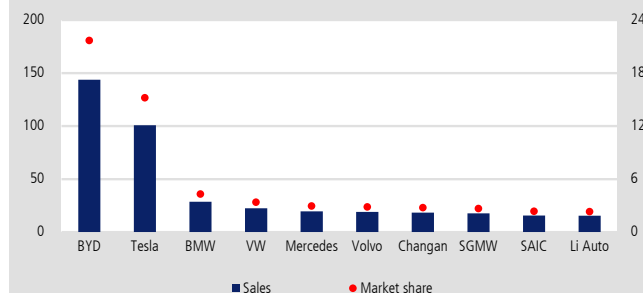
電動車銷量占比，百分比



資料來源：EV-Volumes、凱基

圖 12：比亞迪為 1 月全球電動車銷量最高 OEM

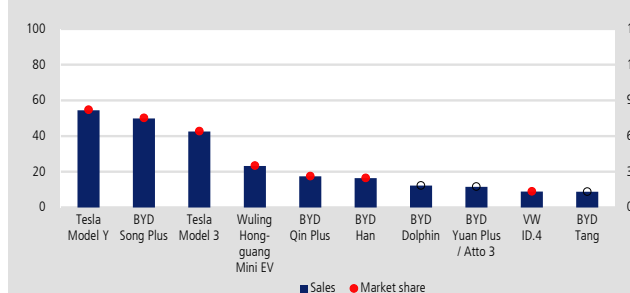
電動車銷量，千輛(左軸)；市占率，百分比(右軸)



資料來源：LMC Automotive、凱基

圖 13：Tesla Model Y 為 1 月全球最暢銷電動車款

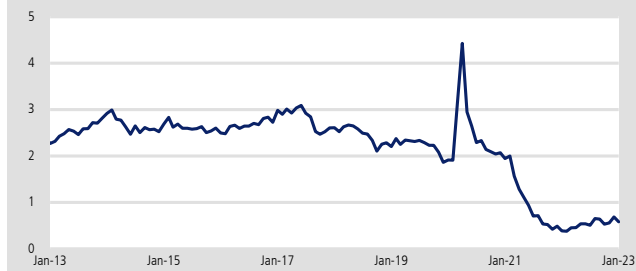
電動車銷量，千輛(左軸)；市占率，百分比(右軸)



資料來源：EV-Volumes、凱基

圖 14：美國國內新車存貨低於 1 個月

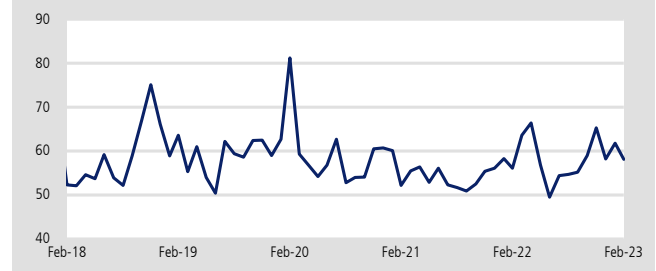
存貨銷售比，月



資料來源：FRED、凱基

圖 15：中國新車存貨水位已高於榮枯線水準

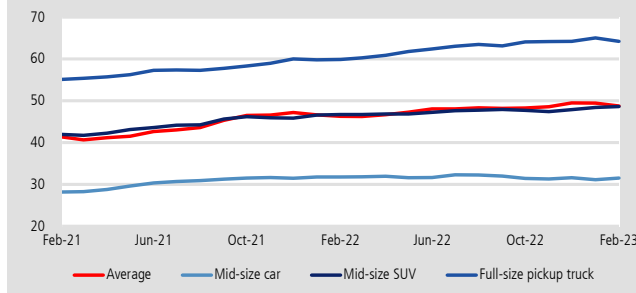
VIA 指數，點



資料來源：VIA、凱基

圖 16：美國新車售價自 12 月高峰已下滑 2%

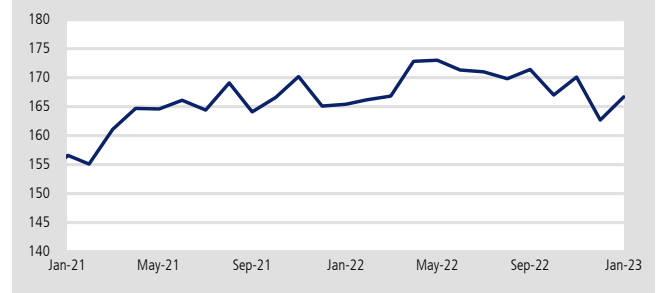
平均售價，千美元



資料來源：Kelley Blue Book、凱基

圖 17：中國乘用車降價即將到來

中國乘用車平均售價，人民幣千元



資料來源：GAIN、凱基

圖 18：原油價格由高點走低

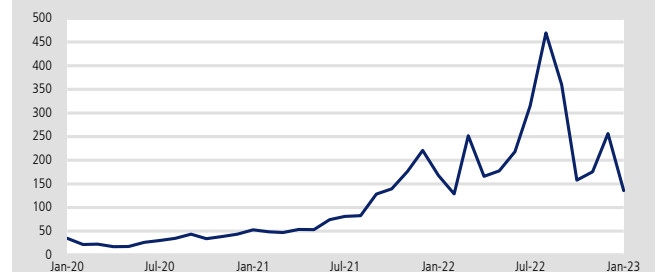
布蘭特原油報價，美元/桶



資料來源：Bloomberg、凱基

圖 19：歐洲電價已恢復至戰前水準，但仍處於高檔

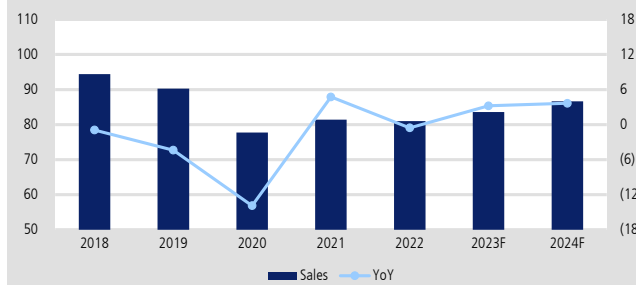
德國零售電價，歐元/MWh



資料來源：Statista、凱基

圖 20：預估 2023 年全球汽車銷量年增 3.2%

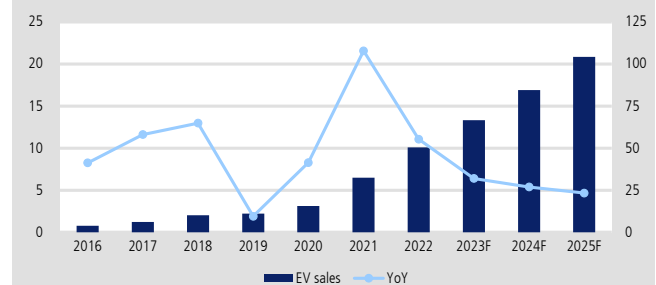
汽車銷量，百萬輛(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：LMC Automotive、凱基

圖 21：預估 2022-25 年電動車銷量 CAGR 27%

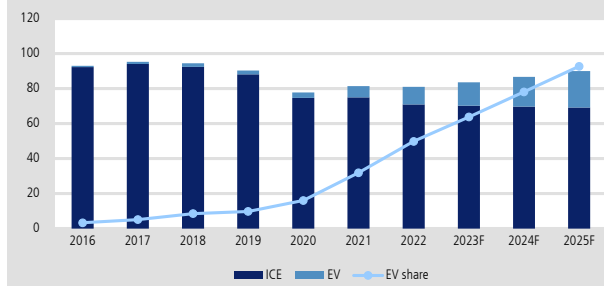
電動車銷量，百萬輛(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：EV-Volumes、凱基

圖 22：凱基預估 2025 年全球電動車滲透率將達 23.2%

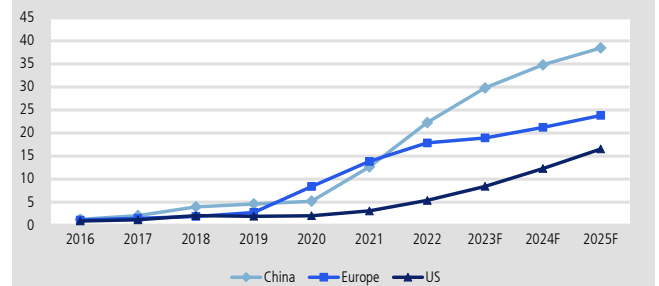
銷量，百萬輛(左軸)；電動車滲透率，百分比(右軸)



資料來源：LMC Automotive、EV-Volumes、凱基

圖 23：電動車銷量在主要市場將加速

電動車滲透率，百分比



資料來源：LMC Automotive、EV-Volumes、凱基

圖 24：台灣汽車供應鏈評價比較

公司	代碼	凱基評等	市值 (百萬 美元)	股價 (元)	目標價 (元)	EPS (元)			盈餘成長性(%)			本益比(倍)			股價淨值比(倍)			ROE (%)			股價報酬表現(%)		
						2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F
凱基追蹤個股																							
台達電	2308.TW	增加持股	25,756	300.5	322.0	10.32	12.58	14.11	5.1	21.9	12.2	29.1	23.9	21.3	5.0	4.2	4.2	17.8	19.1	19.6	6.9	12.8	14.8
貿聯-KY	3665.TW	持有	1,433	277.5	307.0	15.22	25.91	25.84	8.7	70.2	(0.3)	18.2	10.7	10.7	2.5	2.0	1.8	14.4	21.4	17.6	10.6	(7.5)	(10.0)
為升	2231.TW	持有	785	177.5	163.0	4.23	4.17	5.66	108.5	(1.4)	35.5	41.9	42.5	31.4	6.1	6.7	6.8	15.7	15.8	21.5	25.0	14.2	29.0
和大工業	1536.TW	持有	673	73.0	84.0	1.23	2.63	3.34	9.7	113.1	27.1	59.2	27.8	21.9	2.4	2.3	2.2	4.6	8.4	10.3	3.7	(20.2)	(4.5)
智伸科	4551.TW	增加持股	568	149.5	186.0	10.47	12.69	13.27	45.5	21.2	4.5	14.3	11.8	11.3	2.4	2.2	2.0	18.0	19.2	18.6	2.4	(9.1)	6.5
胡連	6279.TWO	持有	487	148.0	146.0	7.91	10.03	10.40	41.5	26.8	3.7	18.7	14.8	14.2	3.0	2.7	2.5	16.4	19.0	18.1	(1.0)	(14.5)	29.4
同致	3552.TWO	降低持股	467	165.5	120.0	5.44	7.22	0.45	66.9	32.7	(93.8)	30.4	22.9	371.7	3.7	3.4	3.4	12.7	15.5	0.9	17.0	(4.3)	28.3
敬鵬	2355.TW	持有	411	31.4	31.0	0.85	1.09	1.22	632.4	28.1	12.2	36.9	28.8	25.7	0.8	0.8	0.8	2.2	2.8	3.1	8.3	9.6	(5.7)
豐祥-KY	5288.TW	持有	394	181.0	178.0	9.53	13.38	15.58	13.4	40.3	16.5	19.0	13.5	11.6	3.6	3.2	2.8	19.6	24.8	25.5	16.0	7.4	21.6
凡甲	3526.TWO	增加持股	279	143.5	148.0	11.19	10.37	11.85	54.2	(7.3)	14.3	12.8	13.8	12.1	3.4	3.2	3.1	27.0	23.8	25.9	22.1	(2.7)	(19.8)
皇田	9951.TWO	持有	176	71.2	75.0	5.33	5.80	7.32	(20.3)	8.8	26.2	13.4	12.3	9.7	1.7	1.6	1.5	12.9	13.5	16.0	6.4	5.8	1.7
時碩工業	4566.TW	持有	133	52.8	63.0	2.35	4.99	4.52	57.6	112.8	(9.4)	22.5	10.6	11.7	1.5	1.4	1.3	7.1	13.9	11.9	2.7	(4.5)	24.4
未評等																							
同欣電*	6271.TW	未評等	1,069	201.5		17.21	17.98	17.66	96.5	4.5	(1.8)	11.7	11.2	11.4	1.4	1.4	1.3	12.5	13.2	11.2	0.2	(2.3)	(32.2)
東陽*	1319.TW	未評等	911	46.7		1.16	3.64	3.41	(16.1)	212.9	(6.2)	40.2	12.8	13.7	1.3	1.2	1.1	2.9	8.8	8.5	13.8	(11.9)	49.7
劍麟*	2228.TW	未評等	211	84.5		3.15	5.97	5.38	141.1	89.7	(10.0)	26.8	14.1	15.7	1.7	1.5	1.5	6.4	11.4	8.5	12.2	4.7	28.7
宇隆*	2233.TW	未評等	215	108.0		9.01	10.26	9.58	44.6	13.9	(6.6)	12.0	10.5	11.3	2.1	N.M.	N.M.	17.7	18.1	16.0	8.5	0.0	3.8
麗清*	3346.TW	未評等	156	44.4		1.01	0.52	2.10	544.3	(48.7)	303.8	43.8	85.4	21.1	1.8	N.M.	N.M.	4.6	2.1	7.7	16.8	9.6	22.5

*Refinitiv 市場共識

資料來源：Refinitiv、凱基

圖 25: 全球 OEM 評價比較

公司	代碼	市值 (百萬元)	股價 (當地貨幣)	每股盈餘(當地貨幣)			盈餘成長性 (%)			本益比(倍)			股價營收比(倍)			ROE (%)			股價報酬表現 (%)		
				2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	3mo.	6mo.	1yr.
特斯拉公司*	TSLA.O	602,477	190.4	4.07	4.46	6.53	1536.6	9.5	46.5	46.8	42.7	29.2	11.2	7.4	5.9	27.4	22.8	25.4	54.6	(30.8)	(43.5)
電動車新創																					
理想汽車	LI.N	24,605	23.4	(1.04)	0.78	3.67	N.A.	N.A.	368.9	N.M.	29.8	6.4	0.5	0.3	0.2	(4.7)	2.9	10.2	24.6	(6.5)	(11.4)
蔚來汽車公司	NIO.N	15,151	9.1	(8.89)	(6.91)	(0.96)	N.A.	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	0.3	0.2	0.1	(43.9)	(59.7)	(11.9)	(17.3)	(48.6)	(54.4)
Lucid集團公司	LCID.N	14,992	8.2	(1.52)	(1.44)	(1.08)	N.A.	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	24.7	11.2	4.7	(31.6)	(95.8)	(60.0)	22.3	(41.7)	(67.5)
Rivian汽車公司	RIVN.N	12,627	13.6	(7.40)	(5.55)	(3.36)	N.A.	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	7.6	3.1	1.5	(40.5)	(49.8)	(43.8)	(29.0)	(59.5)	(70.5)
小鵬汽車	XPEV.N	8,304	9.6	(0.79)	(7.29)	(5.38)	N.A.	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	2.1	0.2	0.1	N.A.	(24.1)	(19.3)	(4.4)	(29.8)	(64.4)
Nikola Corp	NKLA.O	836	1.5	(1.78)	(0.93)	(0.67)	N.A.	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.A.	5.4	1.5	(128.6)	(202.8)	(119.3)	(42.7)	(61.4)	(85.2)
Canoo Inc	GOEV.O	251	0.6	N.A.	(1.45)	(1.22)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	N.A.	0.8	0.3	N.A.	N.A.	N.A.	(49.4)	(73.6)	(89.4)
OEM																					
豐田汽車公司	7203.T	222,505	2,010.5	183.26	208.04	221.87	(10.7)	13.5	6.6	11.0	9.7	9.1	0.8	0.8	0.7	9.3	9.8	9.8	(1.9)	(10.9)	(16.4)
比亞迪股份	1211.HK	94,961	211.2	5.26	7.50	10.19	396.2	42.6	35.8	40.1	28.2	20.7	1.8	1.3	1.1	14.5	17.5	19.4	8.8	0.3	(0.1)
賓士集團公司	MBGn.DE	80,200	69.7	13.55	12.14	12.28	(37.0)	(10.5)	1.2	5.1	5.7	5.7	0.5	0.5	0.5	18.5	14.6	14.0	13.5	29.2	19.0
福斯股份有限公司	VOWG_p.DE	74,381	119.0	29.66	30.68	32.03	0.2	3.4	4.4	4.0	3.9	3.7	0.2	0.2	0.2	9.8	10.0	9.6	2.9	(1.8)	(4.2)
寶馬汽車	BMWG.DE	69,818	97.8	27.31	14.37	14.80	45.5	(47.4)	2.9	3.6	6.8	6.6	0.5	0.4	0.4	22.3	11.4	11.0	17.1	37.0	35.1
通用汽車公司	GM.N	47,013	33.7	6.17	6.24	6.36	(9.0)	1.2	1.9	5.5	5.4	5.3	0.3	0.3	0.3	14.1	12.3	10.6	(0.1)	(4.6)	(22.2)
福特汽車公司	F.N	45,881	11.5	(0.49)	1.55	1.65	N.A.	N.A.	6.7	N.M.	7.4	7.0	0.3	0.3	0.3	(4.7)	12.2	13.0	7.7	0.5	(23.7)
繁星聯盟公眾有限公司	STLA.N	54,978	17.3	5.35	4.69	4.74	15.3	(12.3)	1.1	3.2	3.7	3.6	0.3	0.3	0.3	26.1	19.0	17.3	22.8	41.9	17.2
本田汽車	7267.T	46,667	3,356.0	433.50	487.37	525.82	5.5	12.4	7.9	7.7	6.9	6.4	0.4	0.3	0.3	6.7	7.2	7.4	10.7	(1.3)	1.1
現代汽車	005380.KS	33,729	177,700	28,456	32,160	32,159	49.8	13.0	(0.0)	6.2	5.5	5.5	0.3	0.3	0.3	9.2	9.6	8.9	17.6	(3.1)	6.7

*凱基預估

資料來源：Refinitiv、凱基

同致

(3552.TWO/3552 TT)

降低持股 · 調降

收盤價 March 24 (NT\$)	165.5
12 個月目標價 (NT\$)	120.0
前次目標價 (NT\$)	194.0
調降 (%)	38.1
下跌空間 (%)	27.5

焦點內容

需求黯淡下，OEM 廠積極訂價以推升營收、去化庫存並搶食中國市占率，我們了解到同致正面臨攀升的售價壓力。我們預估公司 1Q-2Q23 每股虧損 0.80、0.69 元，全年 EPS 0.45 元。調降至「降低持股」。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)：	14.17 / 466.7
流通在外股數 (百萬股)：	85.60
外資持有股數 (百萬股)：	11.77
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.07
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	127.5 - 195.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	17	-4.3	24.9
相對表現 (%)	5.5	-17	35

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	2.08A	1.17A	0.10A	2.10A
2022	2.49A	0.80A	2.19A	1.74F
2023	(0.80)F	(0.69)F	0.01F	1.93F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

梁姿嫻, CFA
886.2.2181.8728
jenliang@kgi.com

李承泰
886.2.2181.8729
terry.lee@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

產品售價和利潤率壓力攀升

重要訊息

同致公告 2022 年 EPS 7.22 元，年增 33%。

評論及分析

2022 年以單季最低 EPS 1.74 元落幕，旺季不旺。4Q22 營收季減 3% 至 25.1 億元，EPS 衰退 21% 至 1.74 元，主因毛利率季減 7.5 個百分點至 16.4%，但有匯兌利益挹注。我們將公司 4Q22 表現平淡歸因於若干 OEM 客戶需求下滑及生產成本居高不下。我們注意到占營收比重逾 35% 的最大客戶（中國 OEM 廠）4Q22 市占率下跌至 3.6%，對比 3Q22 的 3.8% 和 4Q21 的 5.2%。全年營收年增 13% 至 95 億元，EPS 年增 33% 至 7.22 元。

市場逆風及售價壓力攀升令近期前景無光。同致 1 月營收月減 38%、年減 51% 至 4.61 億元，2 月營收則月增 48%、年增 14% 至 6.81 億元。單月營收震盪係反映 1 月農曆春節與工作天數較少；年初迄今營收僅達凱基預估 44%。需求黯淡下 OEM 廠積極訂價以推升營收、去化庫存並搶食中國市占率，凱基通路調查顯示，中國汽車供應鏈配合客戶要求調降零組件價格之壓力高漲，部分降幅要求達 20%。據我們瞭解，包括同致在內的一些零組件供應商正面臨兩難，如不配合降價恐會失去贏得客戶未來車型的設計機會。

我們下修 2023 年 EPS 至 0.45 元，隱含年減 94%。雖然汽車電子含量提升為持續性趨勢，我們仍預期售價逆風及當地主要 OEM 客戶擴大競爭將導致同致今年營收和獲利分別衰退 10%、94% 至 85.6 億元、3,811 萬元。公司擬於美加設立研發辦公室，惟我們估計未來數年非中國 OEM 廠之潛在貢獻仍低於 20%。近期而言，我們預估 1Q-2Q23 將轉盈為虧，每股虧損分別達 0.80 元、0.69 元。

投資建議

我們將投資評等從「持有」調降至「降低持股」，並根據 2024 年 EPS 預估的 18 倍，將 12 個月目標價自 194 元下修至 120 元。我們建議投資人在同致利潤率及獲利下滑趨勢完全反映於股價之前暫且觀望。

投資風險

在不犧牲客戶關係下，公司仍可維持售價和利潤率水準。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	7,092	8,389	9,503	8,557	10,103
營業毛利 (NT\$百萬)	1,373	1,907	2,046	1,370	2,089
營業利益 (NT\$百萬)	151	501	676	60	677
稅後淨利 (NT\$百萬)	279	466	618	38	569
每股盈餘 (NT\$)	3.26	5.44	7.22	0.45	6.65
每股現金股利 (NT\$)	1.50	2.50	3.50	-	3.00
每股盈餘成長率 (%)	0.0	66.9	32.7	(93.8)	1392.4
本益比 (x)	50.8	30.4	22.9	371.7	24.9
股價淨值比 (x)	4.0	3.7	3.4	3.4	3.2
EV/EBITDA (x)	31.8	17.8	14.0	32.2	13.4
淨負債比率 (%)	28.5	23.6	20.5	11.6	9.9
殖利率 (%)	0.9	1.5	2.1	0.0	1.8
股東權益報酬率 (%)	8.3	12.7	15.5	0.9	13.1

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：4Q22 財報與 1Q23 財測修正

百萬元	4Q22					1Q23F				
	實際數	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	2,508	2,883	(13.0)	(2.8)	1.6	1,843	2,571	(28.3)	(26.5)	(21.1)
毛利	411	704	(41.6)	(33.4)	(32.3)	228	629	(63.6)	(44.5)	(58.8)
營業利益	83	323	(74.2)	(62.2)	(57.2)	-76	287	-	-	-
稅後淨利	149	279	(46.6)	(20.6)	(16.9)	(68)	243	-	-	-
每股盈餘 (元)	1.74	3.26	(46.6)	(20.6)	(16.9)	-0.80	2.84	-	-	-
毛利率 (%)	16.4	24.4	(8.0) pts	(7.5) pts	(8.2) pts	12.4	24.5	(12.1) pts	(4.0) pts	(11.4) pts
營利率 (%)	3.3	11.2	(7.9) pts	(5.2) pts	(4.6) pts	(4.1)	11.2	(15.3) pts	(7.4) pts	(13.1) pts
淨利率 (%)	5.9	9.7	(3.7) pts	(1.3) pts	(1.3) pts	(3.7)	9.5	(13.2) pts	(9.7) pts	(12.8) pts

資料來源：凱基預估

圖 2：2022 年財報與 2023 年財測修正

百萬元	2022				2023F			
	實際數	凱基預估	差異 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
營收	9,503	9,658	(1.6)	13.3	8,557	10,727	(20.2)	(10.0)
毛利	2,046	2,264	(9.6)	7.3	1,370	2,569	(46.7)	(33.1)
營業利益	676	866	(21.9)	35.1	60	1,091	(94.5)	(91.1)
稅後淨利	618	706	(12.5)	32.7	38	924	(95.9)	(93.8)
每股盈餘 (元)	7.22	8.25	(12.5)	32.7	0.45	10.80	(95.9)	(93.8)
毛利率 (%)	21.5	23.4	(1.9) pts	(1.2) pts	16.0	24.0	(7.9) pts	(5.5) pts
營利率 (%)	7.1	9.0	(1.9) pts	1.1 pts	0.7	10.2	(9.5) pts	(6.4) pts
淨利率 (%)	6.5	7.3	(0.8) pts	1.0 pts	0.4	8.6	(8.2) pts	(6.1) pts

資料來源：凱基預估

圖 3：同致各級別 ADAS 與 AD 感測器一覽

	泊車應用 Parking Application	行車應用 Driving Application	座艙應用 Driver Experience
主機 ECU	第六代泊車主機 Lv. 2 Gen 6 Autonomous Parking Unit	第二代行車主機 Lv. 0 Gen 2 Autonomous Driving Unit	
超音波傳感器 Ultrasonic Sensor	第十代超音波傳感器 Lv. 3 Gen 10 Ultrasonic Sensor		
攝像頭 Camera	第三代泊車攝像頭 Lv. 2 Gen 3 Parking Camera		
雷達 RADAR	第三代短距離雷達 Lv. 1 Gen 3 Short Range RADAR		
車身控制器 Vehicle System Control			第三代車身控制器 Gen 3 Vehicle System Control
網關控制器 Gateway Unit			第二代網關控制器 Gen 2 Gateway Unit
數位鑰匙 Digital Key			數位鑰匙 Gen 2 Digital Key

資料來源：公司資料、凱基

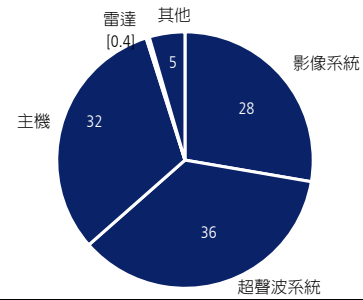
圖 4：公司概況

成立於 1979 年，同致為亞洲主要的倒車雷達供應商，全球市占率排名僅次於 Bosch（德）與 Valeo（法）。影像系統為公司 2021 年主力產品類別，佔營收約 53%，其他產品項目類別為超聲波系統（40%）、射頻系統（5%）。中國占比 2021 年營收達 83%，其餘市場包括印度（7%）、南美（3%）、亞洲其他區域（3%）、北美（2%）及歐洲（2%）。

資料來源：凱基

圖 5：影像及超聲波為公司主要產品

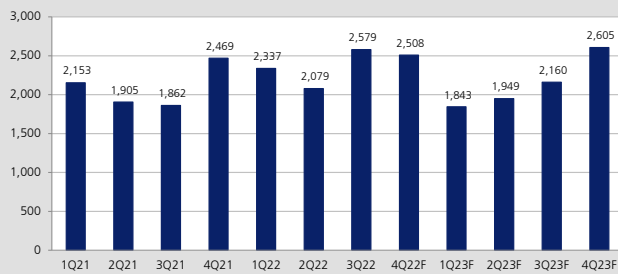
1H22 營收占比，百分比



資料來源：凱基

圖 6：季營業收入

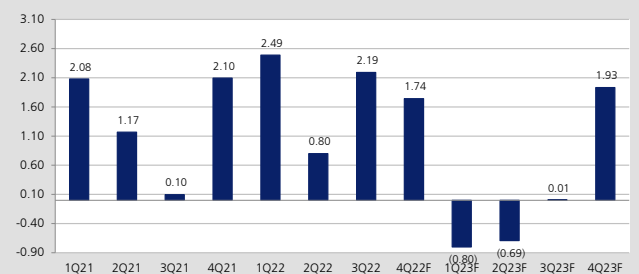
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7：每股盈利

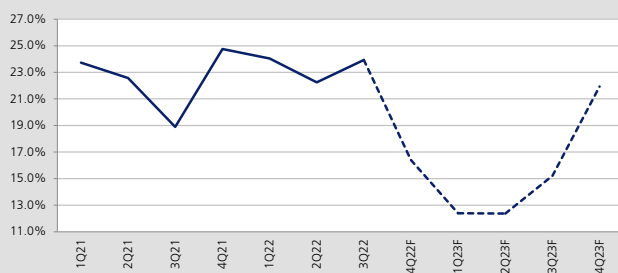
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8：毛利率

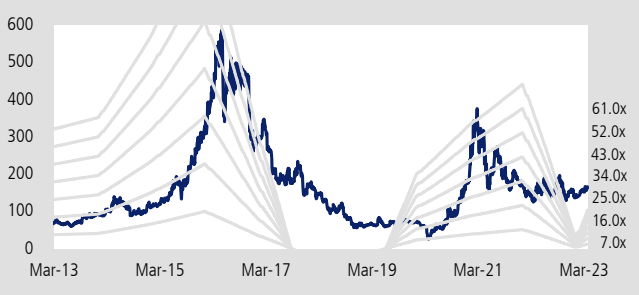
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9：未來一年預估本益比區間

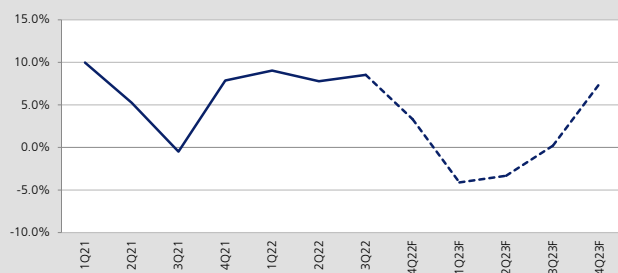
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：凱基

圖 10：營業利潤率

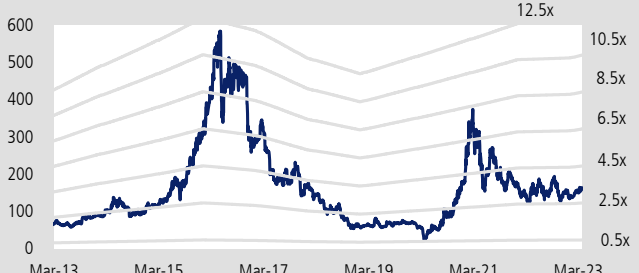
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 11：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22F	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	2,337	2,079	2,579	2,508	1,843	1,949	2,160	2,605	9,503	8,557	10,103
營業成本	(1,782)	(1,616)	(1,962)	(2,097)	(1,615)	(1,708)	(1,831)	(2,034)	(7,457)	(7,188)	(8,014)
營業毛利	555	462	617	411	228	241	329	571	2,046	1,370	2,089
營業費用	(351)	(301)	(397)	(328)	(304)	(306)	(324)	(375)	(1,376)	(1,309)	(1,412)
營業利益	211	162	220	83	(76)	(65)	5	196	676	60	677
折舊	(69)	(70)	(68)	(124)	(88)	(88)	(88)	(88)	(330)	(350)	(350)
攤提	(9)	(9)	(11)	(2)	(8)	(8)	(8)	(8)	(31)	(31)	(31)
EBITDA	289	240	299	209	20	30	100	291	1,037	441	1,058
利息收入	4	6	6	3	3	3	3	3	19	12	12
投資利益淨額	4	5	0	-	-	-	-	-	10	-	-
其他營業外收入	12	18	20	15	10	10	10	10	65	40	40
總營業外收入	20	29	27	18	13	13	13	13	94	52	52
利息費用	(9)	(15)	(11)	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)	(52)	(68)	(68)
投資損失	(4)	-	-	-	-	-	-	-	(4)	-	-
其他營業外費用	30	(97)	(55)	52	-	-	-	-	(71)	-	-
總營業外費用	16	(112)	(67)	35	(17)	(17)	(17)	(17)	(128)	(68)	(68)
稅前純益	247	79	180	136	(80)	(69)	1	192	643	44	661
所得稅費用[利益]	(35)	(11)	7	13	11	10	(0)	(27)	(25)	(6)	(93)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	213	68	188	149	(68)	(59)	0	165	618	38	569
非常項目	(0)	(0)	0	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	213	68	188	149	(68)	(59)	0	165	618	38	569
每股盈餘 (NT\$)	2.49	0.80	2.19	1.74	(0.80)	(0.69)	0.01	1.93	7.22	0.45	6.65
獲利率 (%)											
營業毛利率	24.0	22.2	23.9	16.4	12.4	12.4	15.2	21.9	21.6	16.0	20.7
營業利益率	9.0	7.8	8.5	3.3	(4.1)	(3.3)	0.2	7.5	7.1	0.7	6.7
EBITDA Margin	12.3	11.6	11.6	8.3	1.1	1.6	4.6	11.2	10.9	5.2	10.5
稅前純益率	10.6	3.8	7.0	5.4	(4.3)	(3.5)	0.0	7.4	6.8	0.5	6.5
稅後純益率	9.1	3.3	7.3	5.9	(3.7)	(3.0)	0.0	6.3	6.5	0.4	5.6
季成長率 (%)											
營業收入	(5.4)	(11.0)	24.1	(2.8)	(26.5)	5.7	10.8	20.6			
營業毛利	(8.1)	(17.7)	33.5	(33.4)	(44.5)	5.6	36.2	73.9			
營業收益增長	8.5	(23.3)	36.0	(62.2)	(190.8)	(14.3)		4187.5			
EBITDA	5.0	(16.7)	24.3	(30.0)	(90.6)	55.3	227.9	192.0			
稅前純益	9.3	(68.0)	127.5	(24.7)	(158.6)	(13.6)		33318.3			
稅後純益	18.7	(67.8)	174.0	(20.6)	(146.0)	(13.6)		33318.3			
年成長率 (%)											
營業收入	8.6	9.1	38.5	1.6	(21.1)	(6.2)	(16.3)	3.9	13.3	(10.0)	18.1
營業毛利	9.0	5.8	75.0	(32.3)	(58.8)	(47.8)	(46.8)	38.9	7.8	(33.3)	52.5
營業收益	(1.8)	61.5		(57.2)	(135.8)	(140.0)	(97.9)	135.5	35.1	(91.1)	1023.0
EBITDA	(2.2)	33.2	318.1	(23.8)	(93.2)	(87.3)	(66.6)	39.2	26.2	(57.5)	139.9
稅前純益	22.3	(26.4)		(40.0)	(132.2)	(186.8)	(99.7)	41.5	22.3	(93.1)	1392.4
稅後純益	19.6	(31.6)	2167.1	(16.9)	(132.2)	(186.4)	(99.7)	10.9	32.7	(93.8)	1392.4

資料來源：公司資料、凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	9,353	10,172	11,005	10,625	11,547
流動資產	6,998	7,818	8,808	8,606	9,709
現金及短期投資	723	1,055	1,110	1,476	1,516
存貨	1,659	2,630	3,025	2,916	3,243
應收帳款及票據	4,300	4,065	4,604	4,146	4,882
其他流動資產	317	68	68	68	68
非流動資產	2,355	2,355	2,196	2,019	1,838
長期投資	33	128	133	133	133
固定資產	1,595	1,432	1,269	1,091	910
什項資產	727	795	795	795	795
負債總額	5,832	6,344	6,858	6,440	7,050
流動負債	5,340	5,299	5,934	5,476	6,099
應付帳款及票據	2,913	2,849	3,278	3,159	3,513
短期借款	1,635	1,445	1,565	1,525	1,539
什項負債	792	1,005	1,091	791	1,048
長期負債	492	1,044	924	964	951
長期借款	-	506	385	425	412
其他負債及準備	313	395	395	395	395
股東權益總額	3,521	3,829	4,147	4,185	4,497
普通股本	856	856	856	856	856
保留盈餘	1,332	1,553	1,872	1,910	2,222
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	(2.3%)	18.3%	13.3%	(10.0%)	18.1%
營業收益增長		232.2%	35.1%	(91.1%)	1023.0%
EBITDA	223.8%	73.6%	26.2%	(57.5%)	139.9%
稅後純益		66.9%	32.7%	(93.8%)	1392.4%
每股盈餘成長率		66.9%	32.7%	(93.8%)	1392.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	19.4%	22.7%	21.6%	16.0%	20.7%
營業利益率	2.1%	6.0%	7.1%	0.7%	6.7%
EBITDA Margin	6.7%	9.8%	10.9%	5.2%	10.5%
稅後純益率	3.9%	5.6%	6.5%	0.4%	5.6%
平均資產報酬率	3.0%	4.8%	5.8%	0.4%	5.1%
股東權益報酬率	8.3%	12.7%	15.5%	0.9%	13.1%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	46.4%	50.9%	47.0%	46.6%	43.4%
淨負債比率	28.5%	23.6%	20.5%	11.6%	9.9%
利息保障倍數 (x)	7.2	9.9	13.3	1.7	10.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.2	0.3	(0.0)	0.3
Cash Flow Int. Coverage (x)	9.4	4.4	8.9	12.8	3.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.3	0.2	0.3	0.5	0.2
流動比率 (x)	1.3	1.5	1.5	1.6	1.6
速動比率 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
淨負債 (NT\$百萬)	1,002	905	850	485	444
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.26	5.44	7.22	0.45	6.65
每股現金盈餘 (NT\$)	5.22	3.04	5.45	10.14	2.82
每股淨值 (NT\$)	41.13	44.73	48.45	48.89	52.54
調整後每股淨值 (NT\$)	41.13	44.73	48.45	48.89	52.54
每股營收 (NT\$)	82.85	98.01	111.03	99.98	118.04
EBITDA/Share (NT\$)	5.53	9.60	12.12	5.15	12.36
每股現金股利 (NT\$)	1.50	2.50	3.50	-	3.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.77	0.86	0.90	0.79	0.91
應收帳款周轉天數	221.9	176.8	176.8	176.8	176.8
存貨周轉天數	106.2	148.1	148.1	148.1	148.1
應付帳款周轉天數	186.4	160.4	160.4	160.4	160.4
現金轉換周轉天數	141.7	164.5	164.5	164.5	164.5

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	7,092	8,389	9,503	8,557	10,103
營業成本	(5,719)	(6,482)	(7,457)	(7,188)	(8,014)
營業毛利	1,373	1,907	2,046	1,370	2,089
營業費用	(1,227)	(1,403)	(1,376)	(1,309)	(1,412)
營業利益	151	501	676	60	677
總營業外收入	93	77	94	52	52
利息收入	6	9	19	12	12
投資利益淨額	-	-	10	-	-
其他營業外收入	86	68	65	40	40
總營業外費用	51	(52)	(128)	(68)	(68)
利息費用	(47)	(59)	(52)	(68)	(68)
投資損失	(11)	(10)	(4)	-	-
其他營業外費用	110	17	(71)	-	-
稅前純益	295	526	643	44	661
所得稅費用[利益]	(16)	(60)	(25)	(6)	(93)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	279	466	618	38	569
EBITDA	473	822	1,037	441	1,058
每股盈餘 (NT\$)	3.26	5.44	7.22	0.45	6.65

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	447	260	466	868	241
本期純益	279	466	618	38	569
折舊及攤提	323	321	361	381	381
本期運用資金變動	(363)	(867)	(507)	449	(709)
其他營業資產及負債變動	208	340	(5)	-	-
投資活動之現金流量	(278)	7	(197)	(203)	(200)
投資用短期投資出售[新購]	(67)	(39)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(154)	(178)	(166)	(172)	(169)
其他資產變動	(57)	224	(31)	(31)	(31)
自由現金流	(75)	(309)	307	679	55
融資活動之現金流量	(102)	158	(214)	(300)	0
短期借款變動	(67)	(232)	-	-	-
長期借款變動	-	554	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	-	(128)	(214)	(300)	-
其他融資現金流	(34)	(36)	-	0	0
匯率影響數	(38)	(12)			
本期產生現金流量	30	412	55	365	41

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	17.3%	16.7%	14.5%	15.3%	14.0%
- 銷售費用/營業收入					
= 營業利益率	2.1%	6.0%	7.1%	0.7%	6.7%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.7	1.9	2.0	1.9	2.1
營業利益率	2.1%	6.0%	7.1%	0.7%	6.7%
x 資本周轉率	1.7	1.9	2.0	1.9	2.1
x (1 - 有效現金稅率)	94.6%	88.6%	96.1%	86.0%	86.0%
= 稅後 ROIC	3.3%	9.8%	13.7%	1.2%	12.4%

資料來源：公司資料，凱基

胡連

(6279.TWO/6279 TT)

持有 · 調降

收盤價 March 24 (NT\$)	148.0
12 個月目標價 (NT\$)	146.0
前次目標價 (NT\$)	169.0
調降 (%)	13.6
下跌空間 (%)	1.4

焦點內容

4Q22 獲利因利潤率落後及匯損而不如預期。我們認為近期市場過於擔憂中國市場自主品牌需求，但預期價格壓力漸增可能壓縮獲利能力，因此下修 2023 年 EPS 預估 14%，並調降胡連評等至「持有」。

交易資料表

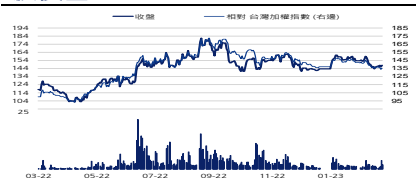
市值：(NT\$bn/US\$mn)	14.75 / 485.9
流通在外股數 (百萬股)：	99.66
外資持有股數 (百萬股)：	8.22
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.11
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	102.5 – 181.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-1	-14.5	22.8
相對表現 (%)	-12.5	-27.2	32.9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	2.25A	1.62A	1.73A	2.31A
2022	2.07A	1.05A	4.62A	2.29A
2023	2.06F	2.13F	2.65F	3.57F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

李承泰
886.2.2181.8729
terry.lee@kgi.com

梁姿嫻, CFA
886.2.2181.8728
jenliang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

4Q22 獲利落後；利潤率展望不明

重要訊息

胡連公告 2022 年 EPS 10.03 元。

評論及分析

4Q22 獲利不如預期。4Q22 毛利率 30.2%，低於凱基預估的 32.8%，而儘管營業費用率較低（僅 13.1%，全年為 14.2%），但營業利益 3.44 億元仍落後凱基預期 8%。業外虧損（主要為匯損 2,200 萬元）導致 4Q22 EPS 僅 2.29 元，較凱基預期低 25%。去年全年公司營收成長 32%，但獲利攀升 27% 主要係由業外利益挹注，本業獲利僅年增 7%，表現落後，係因銅價壓力拖累。

市場過於擔憂中國市場需求。1-2 月營收年增 15% 至 10.1 億元，表現不如預期，係因去年底各項補貼退場後中國市場需求放緩。然而，我們認為近期市場過度憂慮中國本土品牌業者的需求，尤其是比亞迪（中；佔 2022 年營收的 10%），而公司亦持相同看法，表示目前接單未見改變，並重申未來幾個月中國市場營收年增率應可維持在 20% 以上，2Q23 合併營收則可望季增。凱基將 1Q23 預估營收下修 6%，反映 1-2 月營收動能不佳；另外基於中國營收將成長 12%，我們微調 2023 年營收至年增 11%。預期胡連表現將超越中國整體車市（年減 3%），係因新能源車占比增加及市占率提升。

價格壓力漸增可能壓縮獲利能力。管理層預估 1Q-2Q23 獲利率將維持在 30%，係考量營收規模與銅價變動的效應將兩相抵消。然而，我們認為公司毛利率存在下檔風險，因多家 OEM 積極降價（尤其針對燃油車款），供應鏈不免將共同分擔；以胡連而言，儘管銅價維持在每噸 8,000 美元以上的高檔讓公司得以擁有些許議價能力，但也無法完全抗拒客戶的降價壓力。我們下修 2023 年毛利率 2.4 個百分點至 32.0%，藉此下調 EPS 預估 14% 至 10.4 元，年增 4%。

投資建議

我們將 12 個月目標價降為 146 元，相當於 14 倍 2023 年 EPS 預估（目標本益比不變），並將胡連的投資評等降至「持有」，考量公司獲利成長前景平淡，且公司宣佈發行 15 億元 CB 有稀釋股本之虞（比例約 10%），進而抑制股價表現。

投資風險

執行風險、原料（尤其銅）成本上升、總經疲弱。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	3,653	4,949	6,527	7,215	7,928
營業毛利 (NT\$百萬)	1,330	1,736	1,965	2,309	2,631
營業利益 (NT\$百萬)	694	968	1,038	1,321	1,546
稅後淨利 (NT\$百萬)	557	789	1,000	1,037	1,215
每股盈餘 (NT\$)	5.59	7.91	10.03	10.40	12.19
每股現金股利 (NT\$)	4.00	5.00	6.50	7.00	8.00
每股盈餘成長率 (%)	17.1	41.5	26.8	3.7	17.2
本益比 (x)	26.5	18.7	14.8	14.2	12.1
股價淨值比 (x)	3.2	3.0	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA (x)	15.7	12.3	11.6	9.3	8.1
淨負債比率 (%)	9.8	16.9	32.0	29.2	28.0
殖利率 (%)	2.7	3.4	4.4	4.7	5.4
股東權益報酬率 (%)	12.5	16.4	19.0	18.1	19.9

資料來源：公司資料、凱基

圖 1：4Q22 財報與 1Q23 財測修正 vs.市場共識

百萬元	4Q22							1Q23F						
	實際數	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	2,002	1,981	1.1	12.3	36.6	1,985	0.9	1,599	1,709	(6.4)	(20.1)	20.2	1,596	0.2
毛利	605	649	(6.8)	11.8	27.1	639	(5.3)	484	567	(14.6)	(19.9)	13.7	518	(6.5)
營業利益	344	372	(7.6)	14.9	40.4	351	(2.0)	261	324	(19.2)	(23.9)	25.2	273	(4.3)
稅後淨利	229	304	(24.8)	(50.3)	(0.9)	278	(17.7)	205	262	(21.9)	(10.4)	(0.8)	212	(3.2)
每股盈餘 (元)	2.29	3.05	(24.8)	(50.3)	(0.9)	2.72	(15.7)	2.06	2.63	(21.9)	(10.4)	(0.8)	2.15	(4.3)
毛利率 (%)	30.2	32.8	(2.5) ppts	(0.1) ppts	(2.3) ppts	32.2	(2.0) ppts	30.3	33.2	(2.9) ppts	0.1 ppts	(1.7) ppts	32.5	(2.2) ppts
營業率 (%)	17.2	18.8	(1.6) ppts	0.4 ppts	0.5 ppts	17.7	(0.5) ppts	16.4	18.9	(2.6) ppts	(0.8) ppts	0.7 ppts	17.1	(0.8) ppts
淨利率 (%)	11.4	15.3	(3.9) ppts	(14.4) ppts	(4.3) ppts	14.0	(2.6) ppts	12.8	15.3	(2.5) ppts	1.4 ppts	(2.7) ppts	13.3	(0.5) ppts

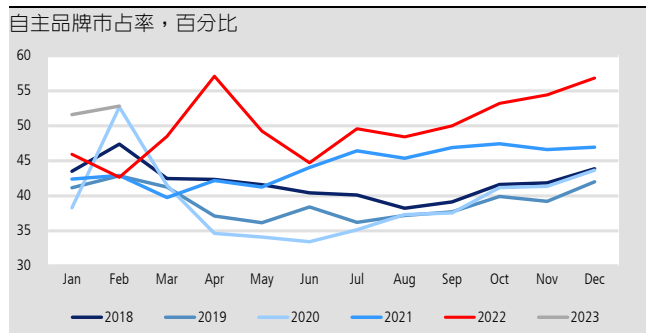
資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 2：2022 年財報及 2023 年財測修正 vs.市場共識

百萬元	2022						2023F					
	實際數	凱基預估	差異 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	6,527	6,506	0.3	31.9	6,496	0.5	7,215	7,257	(0.6)	10.5	7,358	(1.9)
毛利	1,965	2,009	(2.2)	13.2	1,995	(1.5)	2,309	2,494	(7.4)	17.5	2,415	(4.4)
營業利益	1,038	1,066	(2.6)	7.2	1,039	(0.1)	1,321	1,483	(10.9)	27.3	1,361	(2.9)
稅後淨利	1,000	1,075	(7.0)	26.8	1,042	(4.0)	1,037	1,200	(13.6)	3.7	1,090	(4.9)
每股盈餘 (元)	10.03	10.79	(7.0)	26.8	10.45	(3.9)	10.40	12.04	(13.6)	3.7	10.94	(4.9)
毛利率 (%)	30.1	30.9	(0.8) ppts	(5.0) ppts	30.7	(0.6) ppts	32.0	34.4	(2.4) ppts	1.9 ppts	32.8	(0.8) ppts
營業率 (%)	15.9	16.4	(0.5) ppts	(3.7) ppts	16.0	(0.1) ppts	18.3	20.4	(2.1) ppts	2.4 ppts	18.5	(0.2) ppts
淨利率 (%)	15.3	16.5	(1.2) ppts	(0.6) ppts	16.0	(0.7) ppts	14.4	16.5	(2.2) ppts	(1.0) ppts	14.8	(0.4) ppts

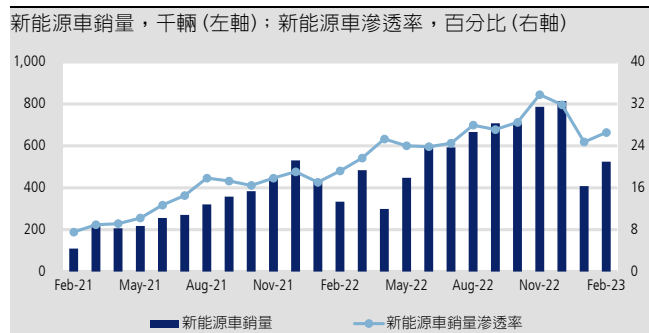
資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 3：2021-22 年中國自主品牌銷量表現超越合資品牌



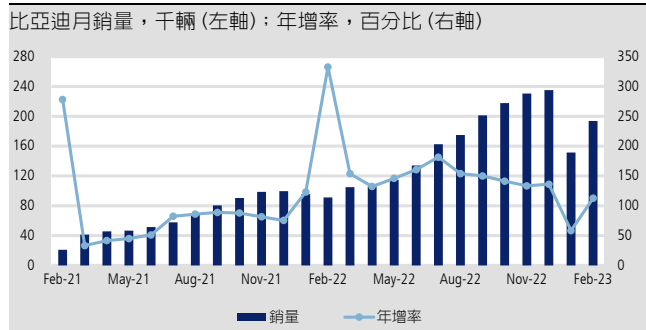
資料來源：中汽協、凱基

圖 4：中國新能源車銷售持續提升



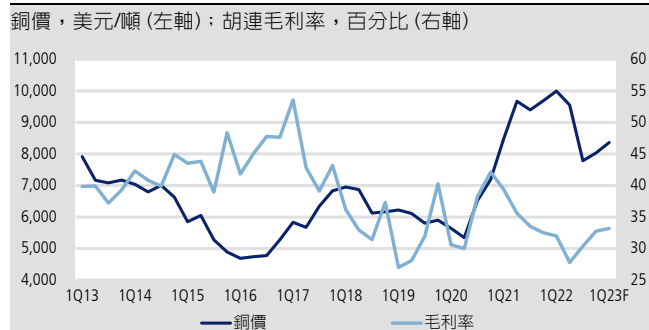
資料來源：中汽協、凱基

圖 5：比亞迪 2022 年銷量大幅提升



資料來源：公司資料、凱基

圖 6：銅價走升可能限縮毛利率



資料來源：Bloomberg、公司資料、凱基預估

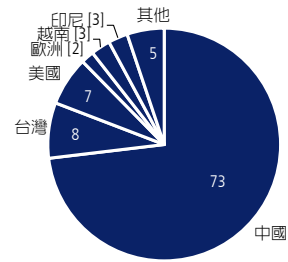
圖 7：公司概况

胡連為台灣最大的汽車與機車端子產品廠商，專注於研發代工業務，2022 年營收中，塑膠構件(housing)、端子連接器 (terminal)分別占比 39%及 32%。市場為中國（2022 年營收占比 73%）、台灣(8%)、美國(7%)、越南(3%)、印尼(3%)、歐洲(2%) 及其他。目前有 1 座工廠位於台灣，2 座位於中國（南京、東莞），1 座位於越南。

資料來源：凱基

圖 8：中國營收占比高

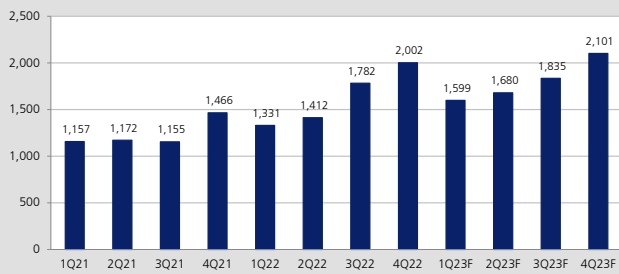
2022 年營收地區別，百分比



資料來源：凱基

圖 9：季營業收入

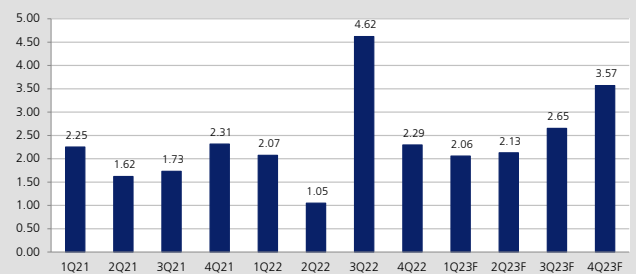
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10：每股盈利

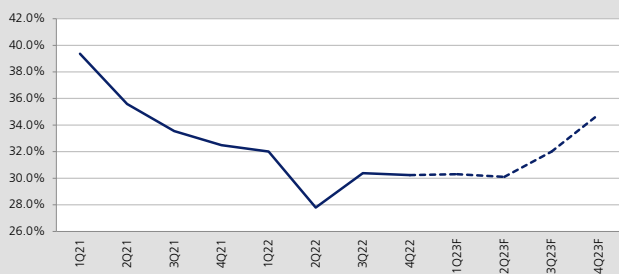
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11：毛利率

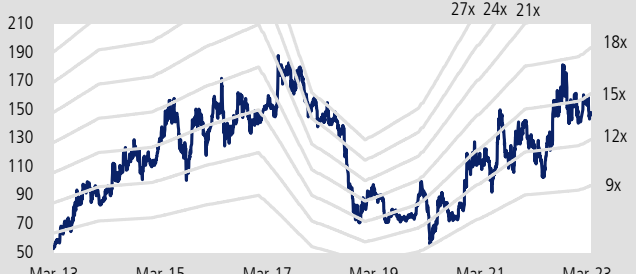
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12：未來一年預估本益比區間

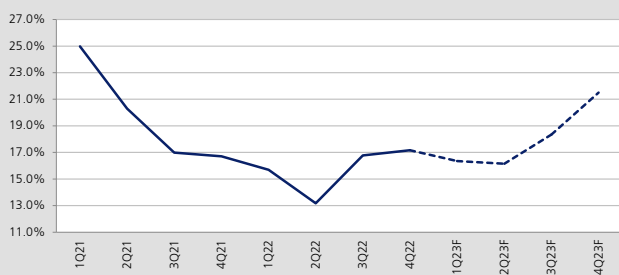
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：凱基

圖 13：營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 14：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	1,331	1,412	1,782	2,002	1,599	1,680	1,835	2,101	6,527	7,215	7,928
營業成本	(905)	(1,020)	(1,241)	(1,396)	(1,114)	(1,174)	(1,248)	(1,370)	(4,562)	(4,906)	(5,296)
營業毛利	426	393	542	605	484	506	587	731	1,965	2,309	2,631
營業費用	(217)	(206)	(242)	(262)	(223)	(234)	(251)	(279)	(927)	(987)	(1,085)
營業利益	209	186	299	344	261	271	337	452	1,038	1,321	1,546
折舊	(75)	(85)	(91)	(96)	(103)	(103)	(103)	(103)	(347)	(410)	(440)
攤提	(7)	(9)	(10)	(10)	(11)	(11)	(11)	(11)	(37)	(45)	(45)
EBITDA	291	280	400	450	375	385	451	566	1,422	1,776	2,031
利息收入	0	1	1	3	4	5	5	5	5	19	20
投資利益淨額	-	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	10	20	73	(6)	10	10	10	10	96	40	40
總營業外收入	10	20	74	(3)	14	15	15	15	101	59	60
利息費用	(5)	(8)	(11)	(15)	(18)	(20)	(20)	(20)	(39)	(78)	(80)
投資損失	-	(2)	(1)	(1)	-	-	-	-	(4)	-	-
其他營業外費用	44	(17)	147	(13)	-	-	-	-	162	-	-
總營業外費用	40	(27)	136	(30)	(18)	(20)	(20)	(20)	119	(78)	(80)
稅前純益	259	180	508	311	257	266	332	447	1,258	1,302	1,526
所得稅費用[利益]	(51)	(76)	(47)	(81)	(51)	(53)	(66)	(89)	(256)	(260)	(305)
少數股東損益	(1)	1	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(5)	(6)
非常項目前稅後純益	207	104	460	229	205	212	264	356	1,000	1,037	1,215
非常項目	0	0	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	207	104	460	229	205	212	264	356	1,000	1,037	1,215
每股盈餘 (NT\$)	2.07	1.05	4.62	2.29	2.06	2.13	2.65	3.57	10.03	10.40	12.19
獲利率 (%)											
營業毛利率	32.0	27.8	30.4	30.2	30.3	30.1	32.0	34.8	30.1	32.0	33.2
營業利益率	15.7	13.2	16.8	17.2	16.4	16.2	18.4	21.5	15.9	18.3	19.5
EBITDA Margin	21.9	19.8	22.5	22.5	23.5	22.9	24.6	26.9	21.8	24.6	25.6
稅前純益率	19.4	12.7	28.5	15.5	16.1	15.9	18.1	21.3	19.3	18.0	19.3
稅後純益率	15.5	7.4	25.8	11.4	12.8	12.6	14.4	16.9	15.3	14.4	15.3
季成長率 (%)											
營業收入	(9.2)	6.1	26.2	12.3	(20.1)	5.0	9.3	14.5			
營業毛利	(10.5)	(7.8)	38.0	11.8	(19.9)	4.4	16.2	24.5			
營業收益增長	(14.7)	(10.9)	60.7	14.9	(23.9)	3.8	24.1	34.1			
EBITDA	(10.6)	(3.7)	43.0	12.5	(16.7)	2.6	17.0	25.5			
稅前純益	0.4	(30.6)	183.2	(38.8)	(17.3)	3.4	24.6	34.7			
稅後純益	(10.5)	(49.4)	340.8	(50.3)	(10.4)	3.4	24.6	34.7			
年成長率 (%)											
營業收入	15.0	20.5	54.4	36.6	20.2	18.9	3.0	5.0	31.9	10.5	9.9
營業毛利	(6.5)	(5.9)	39.8	27.1	13.7	28.8	8.4	20.8	13.2	17.5	14.0
營業收益	(27.7)	(21.7)	52.5	40.4	25.2	45.8	12.6	31.4	7.2	27.3	17.0
EBITDA	(19.5)	(10.2)	46.5	38.4	29.0	37.5	12.5	25.6	11.8	25.0	14.4
稅前純益	(7.6)	(17.2)	152.4	20.8	(0.5)	48.3	(34.8)	43.6	31.6	3.5	17.2
稅後純益	(7.9)	(35.3)	167.2	(0.9)	(0.8)	102.9	(42.6)	55.5	26.8	3.7	17.2

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	7,029	8,201	10,972	11,083	11,676
流動資產	3,648	4,446	6,317	5,730	6,051
現金及短期投資	773	679	1,162	1,217	1,174
存貨	803	1,295	1,820	1,586	1,708
應收帳款及票據	1,917	2,138	2,939	2,530	2,772
其他流動資產	155	334	396	396	396
非流動資產	3,381	3,755	4,655	5,353	5,626
長期投資	2	2	22	30	43
固定資產	3,180	3,474	4,077	4,767	5,027
什項資產	198	278	556	556	556
負債總額	2,413	3,196	5,398	5,164	5,334
流動負債	2,215	2,975	4,886	4,652	4,822
應付帳款及票據	523	766	1,197	914	984
短期借款	1,224	1,524	2,753	2,753	2,753
什項負債	467	685	936	986	1,085
長期負債	199	221	512	512	512
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	192	210	330	330	330
股東權益總額	4,616	5,004	5,575	5,919	6,343
普通股股本	997	997	997	997	997
保留盈餘	1,574	2,025	2,551	2,890	3,307
少數股東權益	12	19	21	27	33
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	(3.6%)	35.5%	31.9%	10.5%	9.9%
營業收益增長	17.3%	39.5%	7.2%	27.3%	17.0%
EBITDA	13.3%	31.4%	11.8%	25.0%	14.4%
稅後純益	20.1%	41.5%	26.8%	3.7%	17.2%
每股盈餘成長率	17.1%	41.5%	26.8%	3.7%	17.2%
獲利能力分析					
營業毛利率	36.4%	35.1%	30.1%	32.0%	33.2%
營業利益率	19.0%	19.6%	15.9%	18.3%	19.5%
EBITDA Margin	26.5%	25.7%	21.8%	24.6%	25.6%
稅後純益率	15.3%	15.9%	15.3%	14.4%	15.3%
平均資產報酬率	8.1%	10.4%	10.4%	9.4%	10.7%
股東權益報酬率	12.5%	16.4%	19.0%	18.1%	19.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	26.5%	30.5%	49.4%	46.5%	43.4%
淨負債比率	9.8%	16.9%	32.0%	29.2%	28.0%
利息保障倍數 (x)	46.6	72.4	33.5	17.7	20.1
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Cash Flow Int. Coverage (x)	40.6	44.2	20.4	23.7	17.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.5	0.4	0.3	0.7	0.5
流動比率 (x)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.3
速動比率 (x)	1.3	1.1	0.9	0.9	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	451	846	1,786	1,731	1,774
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	5.59	7.91	10.03	10.40	12.19
每股現金盈餘 (NT\$)	6.08	5.93	7.94	18.58	14.11
每股淨值 (NT\$)	46.20	50.02	55.72	59.13	63.32
調整後每股淨值 (NT\$)	46.20	50.02	55.73	59.13	63.32
每股營收 (NT\$)	36.66	49.66	65.49	72.40	79.55
EBITDA/Share (NT\$)	9.72	12.76	14.26	17.83	20.39
每股現金股利 (NT\$)	4.00	5.00	6.50	7.00	8.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.53	0.65	0.68	0.65	0.70
應收帳款周轉天數	192.1	157.7	164.3	128.0	128.0
存貨周轉天數	126.5	147.1	145.7	118.0	118.0
應付帳款周轉天數	82.4	87.1	95.8	68.0	68.0
現金轉換周轉天數	236.1	217.7	214.2	178.0	178.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	3,653	4,949	6,527	7,215	7,928
營業成本	(2,323)	(3,213)	(4,562)	(4,906)	(5,296)
營業毛利	1,330	1,736	1,965	2,309	2,631
營業費用	(636)	(768)	(927)	(987)	(1,085)
營業利益	694	968	1,038	1,321	1,546
總營業外收入	36	34	101	59	60
利息收入	5	2	5	19	20
投資利益淨額	0	0	-	-	-
其他營業外收入	31	32	96	40	40
總營業外費用	(50)	(46)	119	(78)	(80)
利息費用	(15)	(13)	(39)	(78)	(80)
投資損失	-	-	(4)	-	-
其他營業外費用	(35)	(33)	162	-	-
稅前純益	680	956	1,258	1,302	1,526
所得稅費用[利益]	(122)	(160)	(256)	(260)	(305)
少數股東損益	(1)	(7)	(2)	(5)	(6)
非常項目	-	(0)	0	-	-
稅後淨利	557	789	1,000	1,037	1,215
EBITDA	968	1,272	1,422	1,776	2,031
每股盈餘 (NT\$)	5.59	7.91	10.03	10.40	12.19

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	606	591	792	1,852	1,406
本期純益	557	789	1,000	1,037	1,215
折舊及攤提	275	304	384	455	485
本期運用資金變動	(185)	(517)	(828)	360	(294)
其他營業資產及負債變動	(41)	15	236	(0)	(0)
投資活動之現金流量	(450)	(547)	(1,223)	(1,154)	(758)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	(181)	-	-
本期長期投資變動	-	-	(17)	(8)	(12)
資本支出淨額	(533)	(591)	(1,065)	(1,100)	(700)
其他資產變動	83	45	40	(45)	(45)
自由現金流	93	(33)	(720)	727	683
融資活動之現金流量	(375)	(107)	685	(643)	(691)
短期借款變動	(82)	300	1,209	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(292)	(399)	(498)	(648)	(698)
其他融資現金流	(1)	(8)	(26)	5	6
匯率影響數	28	(32)	34		
本期產生現金流量	(191)	(95)	288	55	(43)

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	17.4%	15.5%	14.2%	13.7%	13.7%
= 營業利益率	19.0%	19.6%	15.9%	18.3%	19.5%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
+ 淨固定資產/營業收入	0.9	0.7	0.6	0.7	0.6
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
營業利益率	19.0%	19.6%	15.9%	18.3%	19.5%
x 資本周轉率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
x (1 - 有效現金稅率)	82.1%	83.2%	79.7%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	11.1%	13.6%	11.3%	13.9%	15.4%

資料來源：公司資料，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海紅寶石路 500 號東銀中心 A 座 2703B-2704 室 郵政編號：201103
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888-傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888-傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888-傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188-傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，過後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。