

4129.TT 聯合

成長動能延續力強，建議買進

公司簡介

聯合是自有品牌骨科醫療器材台灣廠，且為亞洲唯一同時通過美國 FDA、歐洲 CE、及中國認證的廠商。國際骨科醫材由 5 大廠寡占壟斷全球 9 成的人工關節市場，聯合是少數能以自有品牌逆勢突圍的中小廠商。

投資評等/目標價

買進

82

【前次投資建議】區間操作，87

【大盤指數/股價】16579/ 66.8

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	81
市值(百萬元)	5,385
3M 平均日成交值(百萬元)	108
外資持股率(%)	18.24
投信持股率(%)	3.62
董監持股率(%)	10.79

重點財報解析

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	3,169	4,042	4,990
營業利益	352	494	584
母公司本期淨利	222	361	441
EPS(元)	2.84	4.10	5.00
每股現金股利(元)	2.50	3.28	4.05
每股淨值(元)	38.34	35.60	37.34
本益比(x)	23.52	16.30	13.35
本淨比(x)	1.74	1.88	1.79
殖利率(%)	3.74	4.91	6.07

環境、社會與治理(ESG)



重點摘要

➢ 1Q23 營收 9.28 億元，YoY+25.5%，QoQ+0.3%，符合預期

聯合 1Q23 營收 9.28 億元 (YoY+25.5%，QoQ+0.3%)，符合投研部預期，毛利率則從 74.86% 提升到 76.84%，優於投研部預期，主因高毛利市場如美國、歐洲等營收占比提升而毛利較低的中國營收占比下滑所致。分析各主要市場：1) 歐洲市場 1Q23 營收 3.19 億元 (YoY+43%)，營收占比從 2022 年 26% 成長至 1Q23 的 34%，主要受惠於 2022 年法國客戶新簽訂單帶動歐洲市場營收成長；2) 美國市場 1Q23 營收 1.47 億元 (YoY+49%)，營收占比從 2022 年 14% 成長至 1Q23 的 16%，主因多項產品選擇與 KOL (Key Opinion Leader) 合作研發，並成功進行推廣帶動營收成長。

➢ 主要市場布局將進入收穫期，中國市場有望納入集採，重回成長

1) 台灣市場：台灣第 2 大品牌，市占率達 27%，隨滲透率持續提升，投研部預估 2023 年台灣市場有望維持 YoY+10% 的成長，推估貢獻 7.95 億元；2) 歐洲市場：現於法國之市占率已達 7%，且比利時、瑞士分公司經過多年耕耘也即將由虧轉盈，預估 2023 年歐洲市場將有望維持 YoY+35% 高成長動能，貢獻營收 11.30 億元；3) 美國市場：深耕美國多年，營收穩步成長，透過與 KOL 合作進行研發及推廣，美國市場滲透率仍低，2023 年可以有 YoY+20% 的表現，貢獻營收 3.66 億元。其他國際市場(包含哥倫比亞、阿根廷、越南等)：4Q22-2Q23 陸續建立各國分公司負責經銷業務，且有望出現轉單效應，預估 2023 年國際市場可 YoY+30%，貢獻營收 6.51 億元。

➢ 正向看待聯合 2023 年營運表現，建議買進，目標價 82 元

投研部正向看待聯合營運成長動能，主要考量：1) 台灣市場已達市占第 2，隨醫師接受度提高，聯合產品的高性價比，有望逐步侵蝕 Zimmer 市占；2) 歐洲市場受惠法國訂單挹注，品牌信任度提高，加以其他歐洲國家滲透持續提升，將可讓歐洲市場維持高成長表現；3) 多年經營帶動品牌能見度提升，在美國、日本及其他國際市場均有所斬獲；4) 中國低谷將過，有望重回成長軌道。綜合以上，投研部預估 2023 年營收 40.42 億元，YoY+27.6%，EPS 4.10 元，YoY+63.0%，評價部分，聯合歷史本益比區間多落在 15-30X，考量中國市場尚有不確定性，故先以中下緣 20X 進行評價，推得目標價 82 元，建議買進(2023F EPS*20X)。

國內最大人工關節製造商，擁有自有品牌，逐漸在國際市場站穩腳跟

聯合骨科器材股份有限公司(以下簡稱「聯合」)成立於 1993 年，主要從事人工關節骨材製造及銷售，並以自有品牌「United」行銷全球，產品主要可分為：人工膝關節、人工髖關節、脊椎內固定器及創傷產品等。目前為亞洲唯一通過美國 FDA、歐盟 CE 認證的人工關節製造商，亦是國內最大的人工關節製造商，在台灣市場市占率排名第 2，僅次於國際最大廠牌 Zimmer，並在多個區域市場市占率排名前 5。聯合總部位於新竹，生產工廠位於新竹科學園區、高雄路竹科學園區以及大陸山東，其中新竹廠為人工關節主要生產基地，路竹廠則以上游的鈦合金醫材鍛造為主，山東廠則負責生產人工關節手術用醫療器械產品。聯合在瑞士、比利時、法國、英國、澳洲、日本及美國等設有多家分公司，主要透過分公司進行產品銷售。公司轉投資的冠亞生技(持股 75%)則跨足脊柱植入物研發、生產及銷售，另於 2016 年與山東新華成立合資公司「山東新華聯合骨科」(持股 49%)，負責生產及銷售中國國產品牌骨科植入性醫材。

表 1. 聯合骨科主要產品

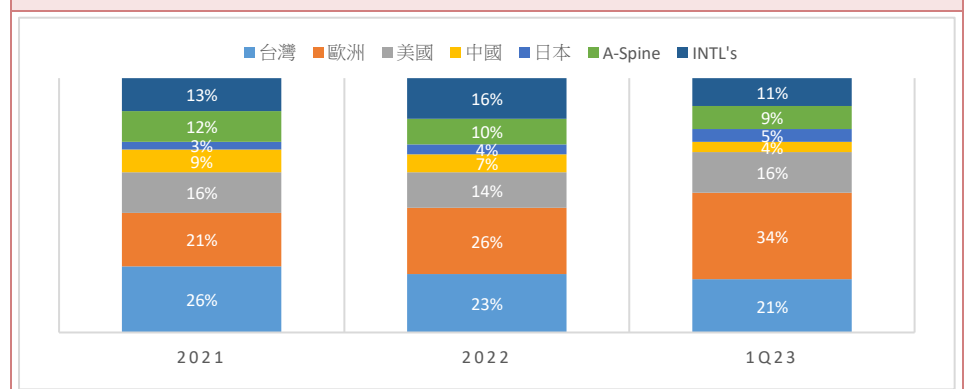
產品類別	主要項目
人工髖關節	人工髖關節、半髖關節、大粗隆骨折用關節、摩爾式人工股骨頭及單一病患訂製之腫瘤用人工髖關節。
人工膝關節	人工全膝置換關節、人工全膝再置換關節、限制型人工膝關節、單一病患訂製之腫瘤人工膝關節。
脊椎產品	脊椎內固定器。
創傷及骨科產品	骨科用內固定釘、骨板、骨釘、骨針、骨螺絲等產品。
代工產品	骨科用內固定釘等。

資料來源：國票投顧

1Q23 營收 9.28 億元，YoY+25.5%，QoQ+0.3%，符合預期

聯合 1Q23 營收 9.28 億元 (YoY+25.5%，QoQ+0.3%)，符合投研部預期，毛利率則從 74.86%提升到 76.84%，優於投研部預期，主因高毛利市場如美國、歐洲等營收占比提升而毛利較低的中國營收占比下滑所致。

圖 1. 聯合骨科各地區營收占比



資料來源：公司簡報；國票投顧

分析各主要市場：1)歐洲市場 1Q23 營收 3.19 億元(YoY+43%)，營收占比從 2022 年 26%成長至 1Q23 的 34%，主要受惠於 2022 年法國客戶新簽訂單帶動歐洲市場營收成長；2)美國市場 1Q23 營收 1.47 億元(YoY+49%)，營收占比從 2022 年 14%成長至 1Q23 的 16%，主因多項產品選擇與 KOL(Key Opinion Leader)合作研發，並成功進行推廣帶動營收成長；3)中國市場 1Q23 營收 3,400 萬(YoY-40%)，是唯一衰退的市場，營收占比從 2022 年 7%進一步下滑至 4%，主因近兩年受疫情及中國集採政策影響，植入性骨材價格驟減 8 成以上，影響自費產品競爭力，另因送件期程因素，造成新華聯合國產品未能即時納入集採，因此造成近兩年營收大幅下降。

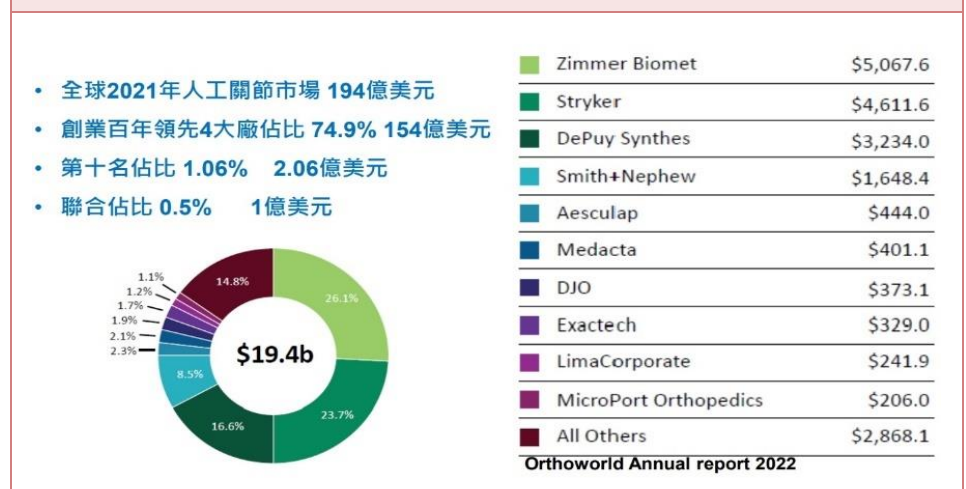
主要市場布局多年，即將進入收穫期，中國市場有望納入集採，重回成長

全球人工關節相關植入性醫材市場規模約 200 億美元，其中世界前 4 大廠商 Zimmer、Stryker、J&J(DePuy)、Smith & Nephew 即超過 7 成以上市占率。植入性醫材屬保守型市場，需耗費較多時間取得醫師信任及品牌忠誠度。

聯合成立 30 年，一路以自有品牌及自建通路方式打入國際市場，並藉由學術研討會、教育訓練以及教學型手術等機會取得醫師信任，長期積累客戶黏著度，穩步提升市場滲透率，從營收成績看出歷經多年努力，聯合已開始步入收穫期。目前聯合的全球市占率已成長至 0.5%，投研部認為，聯合每年有機會維持 20%以上成長，而有望於未來 3 年達成市占 1%的目標，年營收超過 2 億美元，進入全球排名前 10。

圖 2. 2021 年全球人工關節市場營收占比前 10 名廠商

單位：百萬美元



資料來源：Orthoworld Annual report 2022；公司簡報

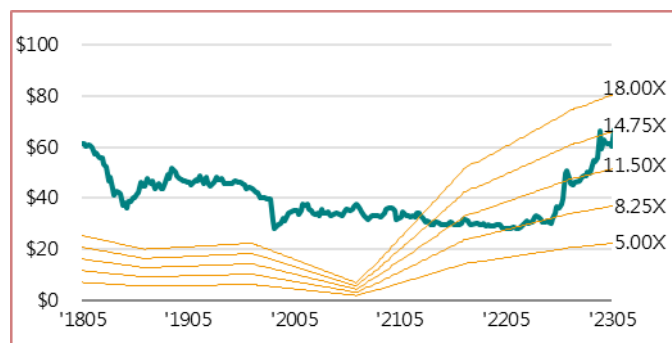
- 1) 台灣市場：聯合已長期耕耘醫院通路，並透過提供客製化手術器械等差異化優勢，讓聯合成為台灣第 2 大品牌、市占率達 27%，而與市占第 1 的 Zimmer 相加，市占率已超過 7 成，隨滲透率持續提升，投研部預估 2023 年台灣市場有望維持 YoY+10%的成長，推估貢獻 7.95 億元。
- 2) 歐洲市場：因 2022 年順利完成法國客戶緊急訂單而獲取客戶信任，現於法國之市占率已達 7%，且比利時、瑞士分公司經過多年耕耘也即將由虧轉盈，未來我們認為聯合有望隨法國取得口碑，進一步跨入義大利、西班牙等國，並預估 2023 年歐洲市場將有望維持 YoY+35%高成長動能，貢獻營收 11.30 億元。

- 3) 美國市場：美國是全球最大的醫材市場，全球占比約 48%，聯合深耕美國多年，營收穩步成長，策略上是透過與 KOL 合作進行研發及推廣，投研部認為由於美國市場滲透率仍低，2023 年可以有 YoY+20% 的表現，貢獻營收 3.66 億元。
- 4) 其他國際市場(包含哥倫比亞、阿根廷、越南等)：聯合於 4Q22-2Q23 陸續建立各國分公司負責經銷業務，1Q23 YoY+33%，投研部認為除了將持續透過研討會、教育訓練等方式帶動銷售外，也有望出現轉單效應，我們預估 2023 年國際市場可 YoY+30%，貢獻營收 6.51 億元。
- 5) 日本市場：日本市場屬於相對封閉的市場，然受惠台日關係友好，聯合已感受到日本醫師對其產品的信任度有所提升，同時看好未來 3~5 年成長力道將有所放大，故我們預估 2023 年營收可年增 25%，貢獻營收 1.63 億元。
- 6) 中國市場：因疫情及國家集採因素致使 2021-2022 年虧損增加，然而，前一期國家集採即將結束並於 2023/7-2023/8 進行新一輪集採，投研部認為，因前次集採價格過於嚴苛，導致許多廠商退出市場，未來恐造成醫材供不應求，故我們認為中國政府將會提高價格以吸引廠商投標，聯合也表示新華聯合將於今年申請國產品牌納入集採，透過薄利多銷策略提高市占，台灣進口品牌則維持較高售價於私人醫院通路繼續銷售，整體來看，我們認為聯合在中國市場的營運低谷已過，有望逐漸回到成長軌道，並預估 2023 年營收可持平，貢獻營收 2.1 億元。

正向看待聯合 2023 年營運表現，建議買進，目標價 82 元

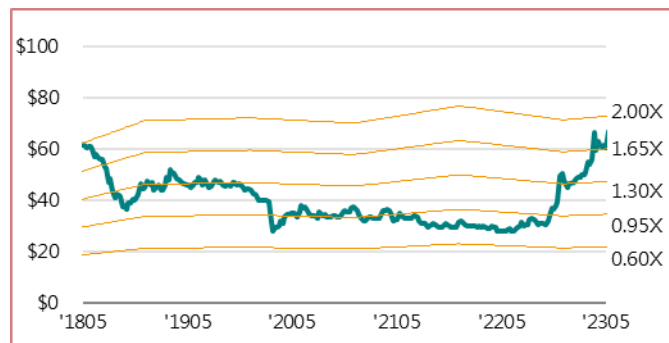
投研部正向看待聯合營運成長動能，主要考量：1) 台灣市場已達市占第 2，隨醫師接受度提高，聯合產品的高性價比，有望逐步侵蝕 Zimmer 市占；2) 歐洲市場受惠法國訂單挹注，品牌信任度提高，加以其他歐洲國家滲透持續提升，將可讓歐洲市場維持高成長表現；3) 多年經營帶動品牌能見度提升，在美國、日本及其他國際市場均有所斬獲；4) 中國低谷將過，有望重回成長軌道。綜合以上，投研部預估 2023 年營收 40.42 億元，YoY+27.6%，EPS 4.10 元，YoY+63.0%，評價部分，聯合歷史本益比區間多落在 15-30X，考量中國市場尚有不確定性，故先以中下緣 20X 進行評價，推得目標價 82 元，建議買進(2023F EPS* 20X)。

聯合未來 12 個月 P/E 區間



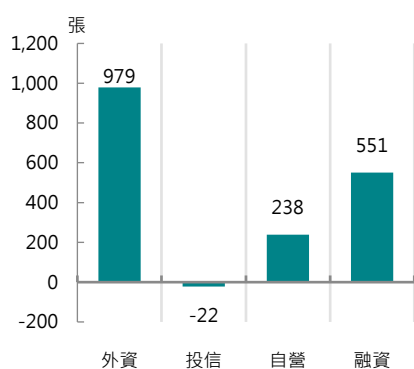
資料來源：國票投顧

聯合未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
林延生	3.43
大通摩根基金	2.51
林春生	2.37
匯豐摩根士丹	2.21
吳楚華	1.83
野村 e 科技基金專	1.45
林德堅	1.31
花旗託柏克萊	1.19
中信磐石財務(股)	1.09
黃華山	1.09

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
林延生	董事長/總經理	3.43
林春生	董事	2.37
吳楚華	董事	1.83
林德堅	董事/副總經理	1.31
李啟芳	董事	0.87
郝海晏	董事	0.87
劉建麟	獨立董事	0.1
吳孟達	獨立董事	0
李坤璋	獨立董事	0

資料來源：TEJ

4129 聯合 永續發展概況

CMoney ESG Rating

更新評鑑年季：2023Q2

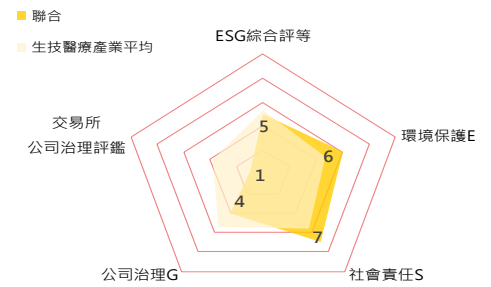
落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
6	7	4	https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&filePath=/home/html/nas/p/stock/4129/85file&name=3306e311_4129_133.pdf

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
生技醫療	130	70	否	

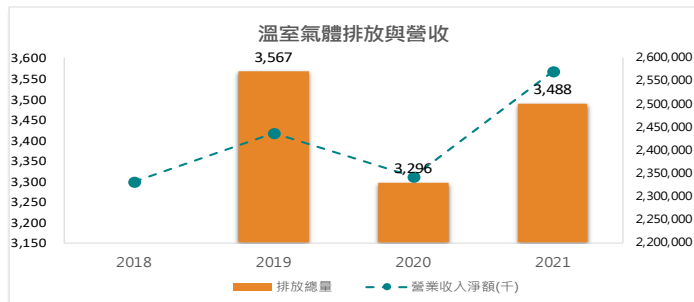
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2021年溫室氣體排放量增加5.83%・營收增加9.76%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	3,488	-	3,488
2020	3,296	-	3,296
2019	3,567	-	3,567
2018	未揭露	-	-

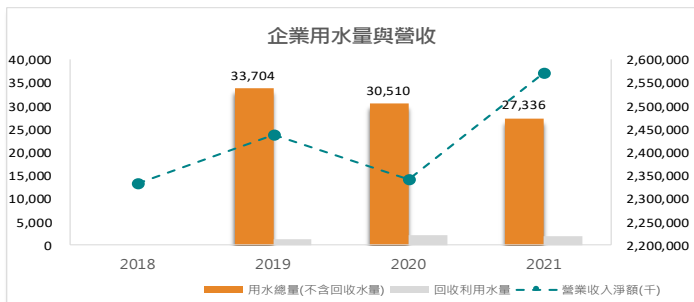
*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2021年企業用水量減少10.4%・營收增加9.76%

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	27,336	1,824	-
2020	30,510	2,037	-
2019	33,704	1,298	-
2018	未揭露	-	-

*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

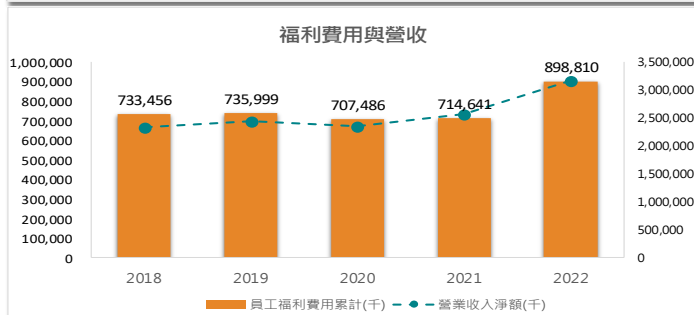
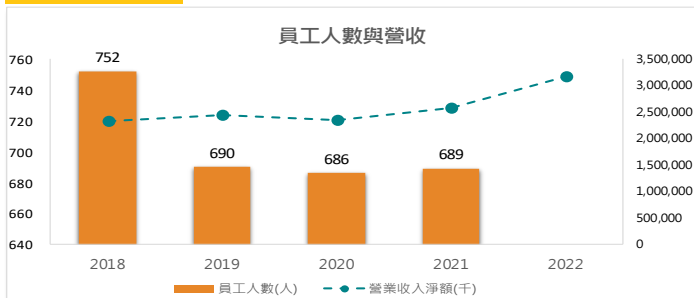
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

*排水量：排放的污水總量

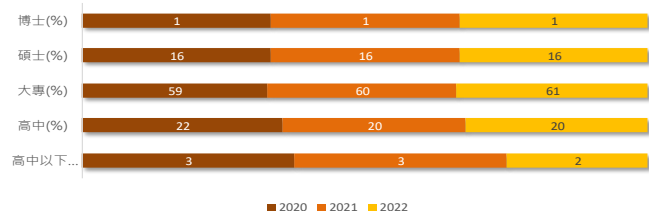
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2022	81%至100%	D	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	66%至80%	C	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	66%至80%	C	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	51%至65%	C+	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	51%至65%	C+	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



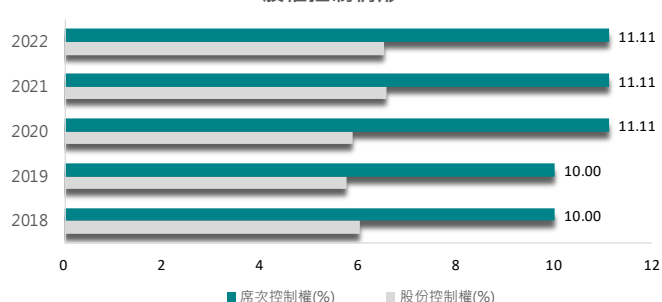
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)	★	審計委員會(強制設置)	★
提名委員會		資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

今年以來沒有裁罰資訊

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站。
企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2Q23	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	928	936	930	1,248	1,140	1,134	1,149	1,566	3,169	4,042	4,990
營業毛利	713	708	704	960	869	864	877	1,197	2,363	3,086	3,807
營業費用	617	603	598	779	738	732	742	1,011	2,011	2,592	3,223
營業利益	102	104	106	181	131	132	135	186	352	494	584
稅前淨利	83	101	103	189	132	134	136	187	303	477	589
本期淨利(NI)	67	76	77	142	99	101	102	140	224	363	442
淨利歸屬於_母公司業主	67	75	78	141	99	100	102	140	222	361	441
淨利歸屬於_非控制利益	0	1	-0	0	0	0	0	0	2	1	1
每股盈餘_本期淨利	0.76	0.85	0.88	1.61	1.12	1.14	1.16	1.59	2.84	4.10	5.00
QoQ(%)											
營收淨額	0.30	0.85	(0.64)	34.19	(8.68)	(0.46)	1.33	36.26			
銷貨毛利	2.95	(0.72)	(0.52)	36.36	(9.46)	(0.64)	1.50	36.50			
營業利益	(24.39)	2.69	1.74	70.44	(27.58)	0.69	2.38	37.24			
稅後純益_母公司淨利	(18.86)	12.93	3.39	81.90	(30.14)	1.63	1.45	37.11			
YoY(%)											
營收淨額	25.46	25.81	22.42	34.88	22.80	21.20	23.60	25.50	23.25	27.56	23.45
銷貨毛利	30.91	26.01	24.93	38.64	21.92	22.02	24.50	24.63	28.33	30.59	23.38
營業利益	67.03	46.06	42.63	34.64	28.97	26.45	27.25	2.46	118.09	40.53	18.28
稅後純益_母公司淨利	85.98	205.10	(1.47)	72.33	48.36	33.52	31.02	(1.24)	323.82	63.01	22.10
各項比率											
營業毛利率	76.84	75.64	75.73	76.95	76.29	76.15	76.28	76.42	74.57	76.34	76.30
營業利益率	10.96	11.16	11.43	14.52	11.51	11.65	11.77	11.85	11.09	12.22	11.71
稅前淨利率	8.95	10.84	11.11	15.16	11.60	11.82	11.86	11.92	9.56	11.80	11.81
稅後淨利率	7.18	8.04	8.36	11.34	8.67	8.86	8.87	8.92	6.99	8.93	8.84

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
現金及約當現金	398	762	1,048
流動金融資產	0	0	0
應收款項	849	1,060	1,234
存貨	1,301	1,249	1,379
其他流動資產	76	68	65
流動資產	2,641	3,157	3,748
非流動金融資產	475	475	475
採用權益法之投資	423	423	423
不動產、廠房與設備	1,454	1,355	1,238
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	1,405	1,061	1,071
資產總計	5,616	5,613	6,097
短期借款	773	763	768
流動金融負債	0	0	0
應付款項	752	420	421
其他流動負債	168	373	271
流動負債	1,736	1,556	1,460
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	528	783	983
其他非流動負債	79	41	269
負債總計	2,526	2,381	2,712
股本	881	881	881
資本公積	1,744	1,744	1,744
保留盈餘	468	611	764
其他權益	(98)	(98)	(98)
庫藏股	0	0	0
非控制權益	95	95	95
股東權益	3,090	3,232	3,385

資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
本期稅前淨利(淨損)	303	477	589
折舊攤提	298	328	361
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	(4)	(2)	(2)
收取之股利	0	0	0
營運資金增減	(393)	(147)	(207)
支付之利息	0	(7)	(20)
支付之所得稅	(41)	(115)	(147)
其他	157	106	107
來自營運之現金流量	357	678	718
資本支出	(303)	(229)	(244)
長投增減	0	0	0
短投增減	0	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	0	0	0
其他	(77)	(44)	(36)
來自投資之現金流量	(380)	(272)	(280)
自由現金流量	(24)	406	438
借款增(減)	319	245	205
股利發放	0	(220)	(289)
發行公司債	0	0	0
償還公司債	(500)	0	0
現金增資	0	0	0
其他	(50)	(47)	(48)
來自融資之現金流量	(231)	(22)	(132)
匯率調整	14	(20)	(20)
本期產生之現金流量	(241)	364	286
期末現金及約當現金	398	762	1,048

資料來源：TEJ、國票投顧

聯合歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	64

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%，且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。