

4129.TT 聯合

獲利符合預期，維持買進建議

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

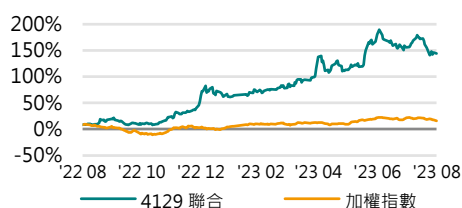
買進

82

【前次投資建議】買進，100

【大盤指數/股價】16307 / 65.3

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)	84
市值(百萬元)	5,534
3M 平均日成交值(百萬元)	194
外資持股率(%)	19.72
投信持股率(%)	2.68
董監持股率(%)	9.83

重點財報解析

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	3,169	4,023	4,474
營業利益	352	528	622
母公司本期淨利	222	393	482
EPS(元)	2.84	4.46	5.47
每股現金股利(元)	2.28	3.57	4.43
每股淨值(元)	38.34	36.23	38.22
本益比(x)	23.24	14.81	12.07
本淨比(x)	1.72	1.82	1.73
殖利率(%)	3.45	5.40	6.71

環境、社會與治理(ESG)



重點摘要

➤ 2Q23 營收 9.33 億元，稀釋後 EPS 0.97 元，符合預期

聯合 2Q23 營收 9.33 億元，QoQ+0.6%·YoY+25.5%，稀釋後 EPS 0.97 元，1H23 累計 EPS 1.71 元，符合投研部預期，營收年增主因美國、歐洲等高毛利市場訂單維持高成長動能所致，其中歐洲市場於 2022 年順利滿足法國客戶急單需求後，已成為長期合作夥伴，穩定貢獻營收成長，投研部認為，07~08/2023 雖為東方傳統淡季但仍將受惠歐美客戶訂單挹注維持成長態勢，2023/09 將進入旺季，營收將有爆發性成長，因此，投研部上修 3Q23 營收至 10.1 億元，QoQ+7.9%，YoY+32.6%，全年營收則調整至 40.23 億元，在高毛利市場訂單挹注下，毛利率有望提升至 77.76%，稀釋後 EPS 4.46 元，YoY+77.3%。

➤ 2024 年主力市場滲透率穩步提升，營運展望無虞

- 1)台灣市場：聯合為台灣第 2 大骨科品牌、市占率達 27%，隨滲透率持續提升，投研部預估 2024 年貢獻營收 8.75 億元，YoY+10%。
- 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，國票預估 2024 年歐洲市場將維持 YoY+30% 高成長動能，貢獻營收 12.45 億元。
- 3)美國市場：聯合深耕美國多年，營收穩步成長，持續與 KOL 合作進行產品研發及推廣，加以聯合於美國市場滲透率仍低，推估 2024 年將有 YoY+25% 的表現，貢獻營收 4.4 億元
- 4)其他國際市場(包含哥倫比亞、阿根廷、越南等)：4Q22~2Q23 陸續於各國建立分公司負責經銷業務，且有望出現轉單效應，預估 2024 年國際市場可 YoY+35%，貢獻營收 8.79 億元。

➤ 正向看待聯合營運表現，調升目標價至 82 元

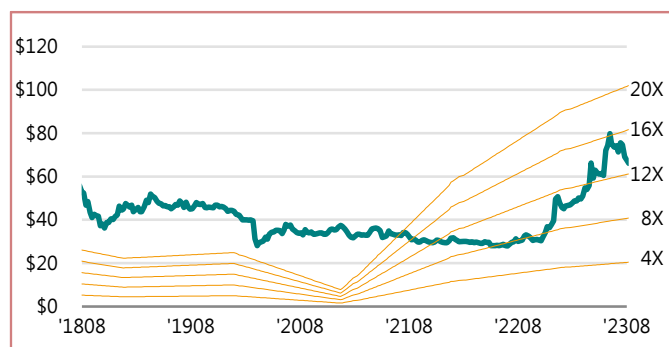
投研部認為，受惠全球高齡化趨勢帶動，骨材為剛性需求，穩定成長可期，因尚須觀察中國市場情形，我們先下修 2024 年營收至 44.74 億元，YoY+11.2%，毛利率則維持於高檔的 77.9%，EPS 5.47 元，YoY+22.7%。我們看好聯合在未來數年營運動能明確且成長性佳，短期目標價以中緣 15X 進行評價，推得目標價 82 元，長線則以中上緣本益比 19X 給予評價，推得目標價 104 元(2024F EPS* 19X)，維持買進投資建議。

表 1：財務分析差異表

	最新預估		前次預估		差異	
	FY23F	FY24F	FY23F	FY24F	FY23F	FY24F
	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	(YoY%)	(YoY%)
營業收入	4,023	4,474	4,042	4,990	-0.47%	-11.53%
營業毛利	3,129	3,485	3,086	3,807	1.39%	-9.24%
營業利益	528	622	494	584	6.88%	6.51%
稅後淨利	393	482	361	441	8.86%	10.88%
稀釋後 EPS (元)	4.46	5.47	4.1	5		
Margin (%)						
營業毛利率	77.76%	77.90%	76.34%	76.30%		
營業利益率	13.12%	13.90%	12.22%	11.71%		
稅後淨利率	9.76%	10.77%	8.93%	8.84%		

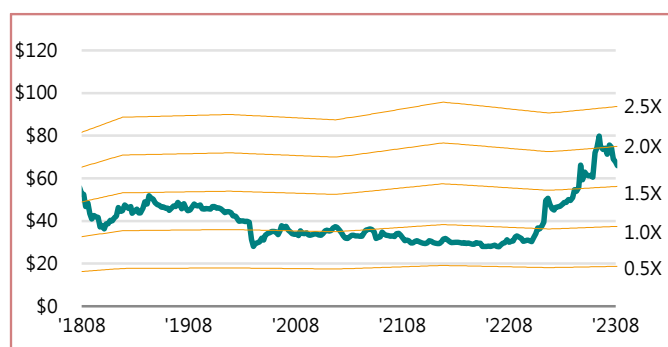
資料來源：國票投顧

聯合未來 12 個月 P/E 區間



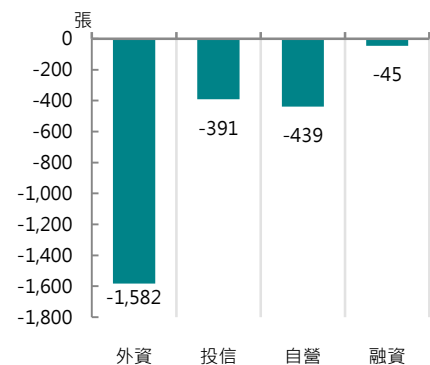
資料來源：國票投顧

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	3.16
大通 JP 摩根(有)	2.34
林春生	2.22
匯豐摩根士丹	2.07
吳楚華	1.71
野村 e 科技基金專	1.35
林德堅	1.22
花旗託柏克萊	1.11
中信磐石財務(股)	1.02
黃華山	1.02

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	3.16
林春生	董事	2.22
吳楚華	董事	1.71
林德堅	董事/副總經理	1.22
郝海晏	董事	0.81
劉建麟	獨立董事	0.09
吳孟達	獨立董事	0
李坤璋	獨立董事	0
陳麗如	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：2023Q3

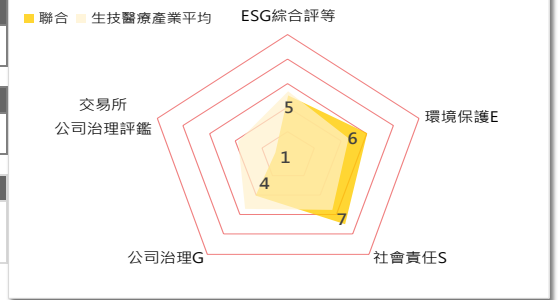
落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

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	未發布或未申報交易所

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	127	69	否	

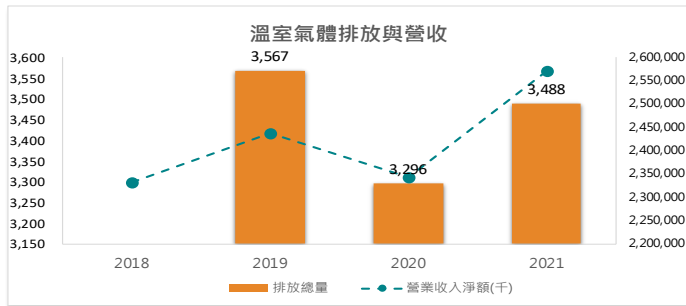
資料來源：CMoney

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	-	-

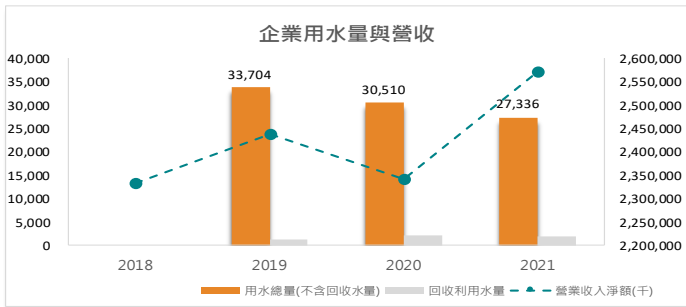
*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

*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

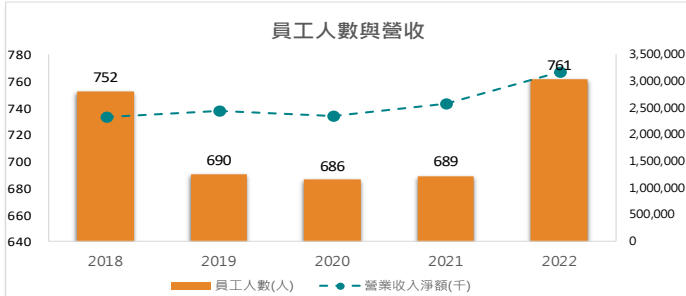
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

*排水量：排放的汙水總量

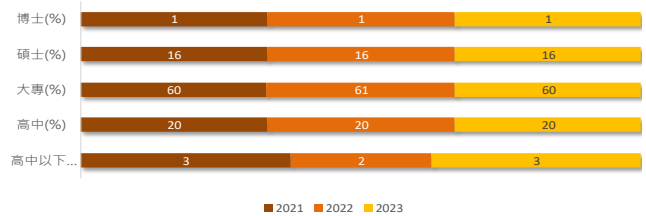
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

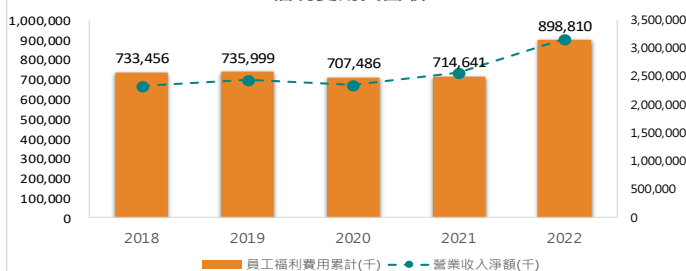
員工人數



員工學歷分佈



福利費用與營收



公司治理 Corporate Governance

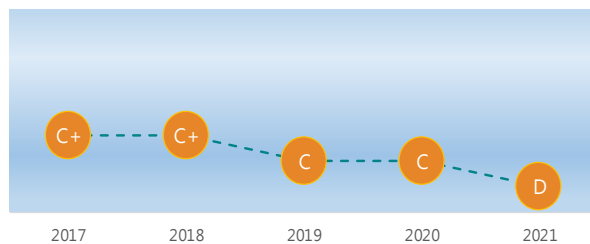
公司治理評鑑

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



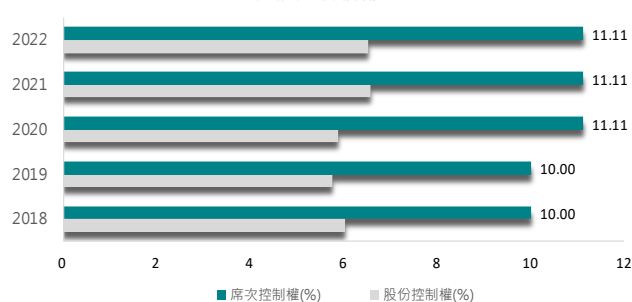
企業功能委員會

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	2Q23	3Q23F	4Q23F	2Q23	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	928	933	1,007	1,155	935	1,018	1,185	1,336	3,169	4,023	4,474
營業毛利	713	728	786	902	727	794	924	1,041	2,363	3,129	3,485
營業費用	617	613	661	716	610	663	745	844	2,011	2,601	2,863
營業利益	102	115	125	187	116	130	178	197	352	528	622
稅前淨利	83	109	126	188	117	132	179	198	303	506	625
本期淨利(NI)	67	87	98	146	92	103	140	154	224	399	489
淨利歸屬於_母公司業主	67	85	96	145	90	101	138	153	222	393	482
淨利歸屬於_非控制利益	0	2	2	2	2	2	2	2	2	6	7
稀釋後每股盈餘_本期淨利	0.76	0.97	1.09	1.64	1.02	1.15	1.57	1.73	2.84	4.46	5.47
QoQ(%)											
營收淨額	0.30	0.56	7.90	14.70	(19.05)	8.88	16.40	12.74			
銷貨毛利	2.95	2.07	7.92	14.83	(19.43)	9.19	16.39	12.72			
營業利益	(24.39)	12.63	8.86	49.50	(37.63)	12.08	36.79	10.38			
稅後純益_母公司淨利	(18.86)	28.10	12.60	50.60	(38.04)	13.15	36.18	10.41			
YoY(%)											
營收淨額	25.46	25.45	32.56	24.83	0.74	9.07	17.68	15.67	23.25	26.97	11.20
銷貨毛利	30.91	29.56	39.35	30.23	1.92	9.03	17.59	15.43	28.33	32.40	11.40
營業利益	67.03	60.19	67.39	38.60	14.33	13.76	42.95	5.54	118.09	50.17	17.82
稅後純益_母公司淨利	85.98	246.09	21.73	76.27	34.59	18.88	43.77	5.40	323.82	77.31	22.67
各項比率											
營業毛利率	76.84	77.99	78.01	78.10	77.73	77.96	77.95	77.94	74.57	77.76	77.90
營業利益率	10.96	12.28	12.39	16.15	12.44	12.81	15.05	14.74	11.09	13.12	13.90
稅前淨利率	8.95	11.70	12.49	16.24	12.55	13.00	15.14	14.81	9.56	12.56	14.01
稅後淨利率	7.18	9.14	9.54	12.53	9.59	9.97	11.66	11.42	6.99	9.76	10.77

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	971	1,575
流動金融資產	0	0	0
應收款項	849	1,052	1,006
存貨	1,301	1,085	1,112
其他流動資產	76	68	65
流動資產	2,641	3,193	3,779
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	5,648	6,128
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	22	223
負債總計	2,526	2,361	2,665
股本	881	881	881
資本公積	1,744	1,744	1,744
保留盈餘	468	666	841
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	3,288	3,463

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	506	627
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)	7	89
支付之利息	0	(7)	(20)
支付之所得稅	(41)	(107)	(138)
其他	157	106	107
來自營運之現金流量	357	868	1,061
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)	595	781
借款增(減)	319	245	205
股利發放	0	(201)	(314)
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)	(2)	(157)
匯率調整	14	(20)	(20)
本期產生之現金流量	(241)	573	604
期末現金及約當現金	398	971	1,575

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	74

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。