

2024 年 1 月 29 日

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價 179.00 元  
目標價  
3 個月 226.00 元  
12 個月 226.00 元

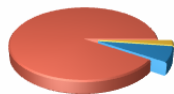
近期報告日期、評等及前日股價

09/01/2022 Neutral 232.00

## 公司基本資訊

目前股本(百萬元) 3,921  
市值(億元) 702  
目前每股淨值(元) 86.01  
外資持股比(%) 36.51  
投信持股比(%) 0.32  
董監持股比(%) 18.04  
融資餘額(張) 2,934  
現金股息配發率(F)(%) 80.08

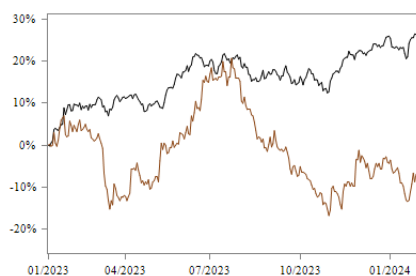
## 產品組合



■ 自行車:90.95%  
■ 材料:6.89%  
■ 其他:2.16%

## 股價相對大盤走勢

— 9921 — TWSE



## 巨大(9921 TT)

Buy

高階車款庫存去化進度較佳，2024 營運可望回升。

**投資建議：**(1)雖然中低階車款的庫存去化預期 2024 年仍將持續進行，但高階車款的庫存去化進度已明顯較佳，預期 2H24 高價車種的出貨將有較明顯的成長。(2)歐美市場經歷一整年的庫存調整後，2024 年的銷售表現可望較佳，除了可優化巨大的產品組合外，也可望降低應收帳款備抵損失的提列金額，提升營益率。(3)電動自行車趨勢維持成長，電動車的銷售可望落底回升。考量巨大營運可望在高階車款庫存去化率先結束下落底回溫，2024~2025 年的獲利成長趨勢可信度高，將巨大的投資建議調整為 Buy，目標價 226 元，(2024 年 PER 24X)。

**2023 年營收獲利下滑，預期 2H24 成長較明顯，EPS 回升至 9.44 元：**受到自行車產業庫存去化的負面影響，巨大 2023 年營收 769.51 億元，YoY-16.40%，預估稅後 EPS 8.74 元。高階車款的庫存調整進度較快，預期 2024 年可望恢復成長，但 1H24 因基期較高，營運表現預期仍相對較弱，2H24 的成長會較明顯。預估 2024 年營收 776.38 億元，YoY+0.89%，受惠於產品組合優化，獲利能力可望上升，預估稅後 EPS 回升至 9.44 元。

**巨大在越南持續擴增新產能，目標因應 2025 年回升的歐洲市場需求：**由於越南廠銷往歐美享有關稅優惠，尤其是 2025 年起越南銷往歐洲的自行車關稅可望大降，可避開從中國廠出口面臨的關稅問題，預期未來的訂單只要越南廠可以負擔，將著重在越南廠生產。巨大規劃在越南平陽建立新產線，將分期擴增產能，預計每年產能規模 100 萬台，以因應 2025 年將復甦的歐洲市場。

**電動自行車長期成長仍將持續，2H24 開始出貨可望回升：**電動自行車是自行車業者近年主力推動的產品項目，巨大 2022 電動自行車的出貨量為 80.3 萬台，YoY+10.76%。巨大估計 2023 年電動自行車的出貨量降至 65 萬台，YoY-19.05%，主要因為歐美市場的庫存問題，導致出貨量下滑，預期 2H24 至 2025 年的出貨將可回升。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	76,951	77,638	83,551	21,169	20,119	22,464	19,517	14,850	15,713	21,278	22,418	18,229
營業毛利淨額	16,347	16,906	18,527	4,349	4,405	4,674	4,189	3,080	3,276	4,624	5,008	3,998
營業利益	4,888	5,332	6,541	1,026	1,690	1,573	1,168	456	455	1,749	1,989	1,139
稅後純益	3,427	3,701	4,328	213	836	1,182	1,103	307	331	1,215	1,362	793
稅後 EPS(元)	8.74	9.44	11.04	0.54	2.13	3.01	2.81	0.78	0.84	3.10	3.47	2.02
毛利率(%)	21.24%	21.78%	22.17%	20.54%	21.89%	20.81%	21.46%	20.74%	20.85%	21.73%	22.34%	21.93%
營業利益率(%)	6.35%	6.87%	7.83%	4.85%	8.40%	7.00%	5.99%	3.07%	2.89%	8.22%	8.87%	6.25%
稅後純益率(%)	4.45%	4.77%	5.18%	1.01%	4.15%	5.26%	5.65%	2.07%	2.11%	5.71%	6.07%	4.35%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-16.40%	0.89%	7.62%	-18.17%	-4.96%	11.65%	-13.12%	-23.91%	5.81%	35.42%	5.36%	-18.69%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-41.36%	8.00%	16.95%	-89.38%	292.36%	41.41%	-6.71%	-72.19%	8.03%	266.88%	12.03%	-41.79%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 39.21 億元計算。

2024 年 1 月 29 日

## 巨大的 ESG：

巨大致力將 ESG 結合本業，以「Cycling for a Better Future 騎向淨好未來」為主軸，結合創新低碳生活（Innovating a clean future）、轉型價值循環（Transforming for circularity），以及促進多元共融（Mobilizing for DEI）三個 ESG 策略面向為架構推行企業永續經營。優先在生產製造中減少碳排放量，同時挹注研發創新技術，以實際作為重塑與供應夥伴的合作方式，減少對下個世代的环境影響。

## 公司簡介：

巨大為台灣自行車品牌龍頭，產品線廣範從低階的平價自行車到高價的高階自行車皆有包涵。目前在台灣、中國、歐洲皆設有生產基地，未來仍有越南廠將投產，生產地遍佈歐亞兩洲。從 2023 年的銷售區域來看，歐洲是主要的銷貨地區，營收占比約 35%，其次為北美約占 16%，中國占 24%，日本占 6%，台灣 5%。

## 2023 年營收獲利下滑，預期 2H24 成長較明顯，EPS 回升至 9.44 元：

受到自行車產業庫存去化的負面影響，巨大 2023 年營收 769.51 億元，YoY-16.40%，預估稅後 EPS 8.74 元。高階車款的庫存調整進度較快，預期 2024 年可望恢復成長，但 1H24 因基期較高，營運表現預期仍相對較弱，2H24 的成長會較明顯。預估 2024 年營收 776.38 億元，YoY+0.89%，受惠於產品組合優化，獲利能力可望上升，預估稅後 EPS 回升至 9.44 元。

## 巨大在越南持續擴增新產能，目標因應 2025 年回升的歐洲市場需求：

由於越南廠銷往歐美享有關稅優惠，尤其是 2025 年起越南銷往歐洲的自行車關稅可望大降，可避開從中國廠出口面臨的關稅問題，預期未來的訂單只要越南廠可以負擔，將著重在越南廠生產。巨大規劃在越南平陽建立新產線，將分期擴增產能，預計每年產能規模 100 萬台，以因應 2025 年將復甦的歐洲市場。

## 電動自行車長期成長仍將持續，2H24 開始出貨可望回升：

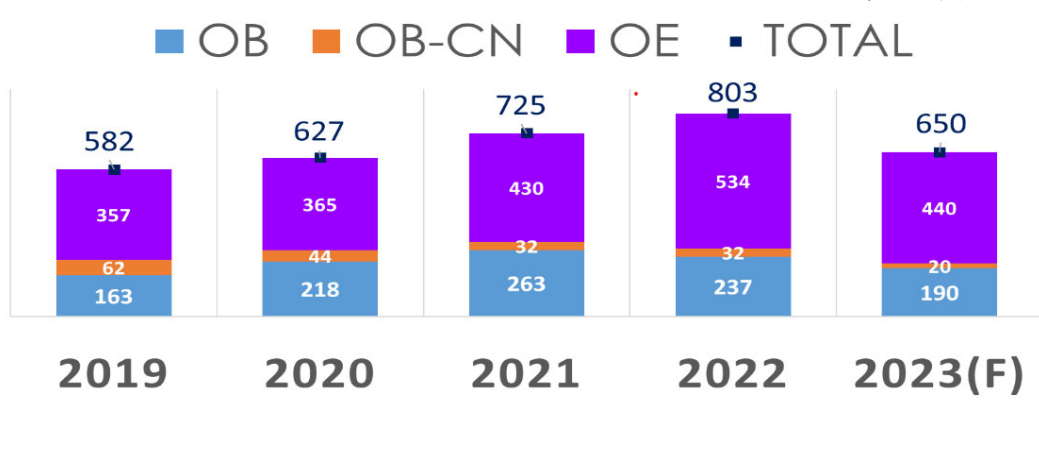
電動自行車是自行車業者近年主力推動的產品項目，巨大 2022 電動自行車的出貨量為 80.3 萬台，YoY+10.76%。巨大估計 2023 年電動自行車的出貨量降至 65 萬台，YoY-19.05%，主要因為歐美市場的庫存問題，導致出貨量下滑，預期 2H24 至 2025 年的出貨將可回升。

從產業角度來看，電動自行車近年快速成長，在歐洲及北美地區是目前主要的電動自行車銷售區域，其中尤以歐洲區是最主要的區域。電動自行車成長主要動能來自於 1)新產品帶來的新需求、新客群：電動自行車會吸引原本不騎乘自行車的人群，進入自行車市場。此外，也會令原本騎乘傳統自行車的人，有換車的動機。2)電動自行車的功能較強：電動自行車的續航里程可較傳統自行車高，且在爬坡及較惡劣的地形中可以電動輔助帶來省力輕便的效果。目前電動自行車的滲透率仍低，預期仍有幾年的高成長機會。

2024 年 1 月 29 日

## 圖、巨大電動自行車出貨量

單位：千輛



資料來源：巨大

## 投資建議：

(1)雖然中低階車款的庫存去化預期 2024 年仍將持續進行，但高階車款的庫存去化進度已明顯較佳，預期 2H24 高價車種的出貨將有較明顯的成長。(2)歐美市場經歷一整年的庫存調整後，2024 年的銷售表現可望較佳，除了可優化巨大的產品組合外，也可望降低應收帳款備抵損失的提列金額，提升營益率。(3)電動自行車趨勢維持成長，電動車的銷售可望落底回升。考量巨大營運可望在高階車款庫存去化率先結束下落底回溫，2024~2025 年的獲利成長趨勢可信度高，將巨大的投資建議調整為 Buy，目標價 226 元，(2024 年 PER 24X)。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 1 月 29 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	77,199	93,535	96,593	95,678	103,281
流動資產	58,062	73,217	66,693	48,326	66,918
現金及約當現金	7,714	11,955	9,992	7,581	10,224
應收帳款與票據	14,357	16,227	17,504	14,402	16,730
存貨	30,872	41,385	35,988	27,240	26,204
採權益法之投資	95	101	235	479	326
不動產、廠房設備	12,182	13,092	13,092	13,092	13,092
<b>負債總計</b>	<b>47,546</b>	<b>57,635</b>	<b>59,442</b>	<b>57,407</b>	<b>63,557</b>
流動負債	40,450	47,223	44,462	33,559	44,612
應付帳款及票據	9,032	9,689	5,254	9,721	6,313
非流動負債	7,096	10,412	19,414	23,815	22,322
<b>權益總計</b>	<b>29,653</b>	<b>35,900</b>	<b>37,151</b>	<b>38,271</b>	<b>39,723</b>
普通股股本	<b>3,751</b>	<b>3,921</b>	<b>3,921</b>	<b>3,921</b>	<b>3,921</b>
保留盈餘	24,455	26,624	27,875	28,995	30,447
母公司業主權益	27,476	33,356	34,430	35,387	36,578
<b>負債及權益總計</b>	<b>77,199</b>	<b>93,535</b>	<b>96,593</b>	<b>95,678</b>	<b>103,281</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	81,840	92,044	76,951	77,638	83,551
營業成本	62,076	71,220	60,603	60,732	65,024
<b>營業毛利淨額</b>	19,764	20,824	16,347	16,906	18,527
營業費用	11,055	12,910	11,545	11,767	12,096
<b>營業利益</b>	8,709	7,914	4,888	5,332	6,541
<b>EBITDA</b>	10,606	10,983	7,211	7,456	8,894
業外收入及支出	19	824	410	111	-28
稅前純益	8,728	8,738	5,297	5,443	6,513
所得稅	2,421	2,561	1,694	1,578	1,924
稅後純益	5,930	5,844	3,427	3,701	4,328
稅後 EPS(元)	15.12	14.90	8.74	9.44	11.04
完全稀釋 EPS**	15.12	14.90	8.74	9.44	11.04

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 39.21【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 39.21 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
-------	------	------	-------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	16.90%	12.47%	-16.40%	0.89%	7.62%
營業毛利淨額	22.24%	5.36%	-21.50%	3.41%	9.59%
營業利益	26.99%	-9.13%	-38.24%	9.09%	22.66%
稅後純益	19.82%	-1.45%	-41.36%	8.00%	16.95%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	24.15%	22.62%	21.24%	21.78%	22.17%
EBITDA(%)	12.96%	11.93%	9.37%	9.60%	10.64%
營益率	10.64%	8.60%	6.35%	6.87%	7.83%
稅後純益率	7.25%	6.35%	4.45%	4.77%	5.18%
總資產報酬率	7.68%	6.25%	3.55%	3.87%	4.19%
股東權益報酬率	20.00%	16.28%	9.22%	9.67%	10.90%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	61.59%	61.62%	61.54%	60.00%	61.54%
負債/淨值比(%)	160.34%	160.54%	160.00%	150.00%	160.00%
流動比率(%)	143.54%	155.05%	150.00%	144.00%	150.00%

## 其他比率分析

存貨天數	144.26	185.16	233.00	190.00	150.00
應收帳款天數	58.83	60.64	80.00	75.00	68.00

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	-4,960	512	9,193	12,591	3,711
稅前純益	8,728	8,738	5,297	5,443	6,513
折舊及攤銷	1,946	2,144	2,095	2,095	2,095
營運資金變動	-14,128	-11,726	-314	16,317	-4,701
其他營運現金	-1,506	1,355	2,115	-11,264	-196
<b>投資活動現金</b>	-1,752	-631	-11,858	-20,513	7,985
資本支出淨額	-2,001	-2,312	-2,011	-2,050	-2,050
長期投資變動	43	1,474	-400	-1,255	-800
其他投資現金	205	207	-9,447	-17,208	10,835
<b>籌資活動現金</b>	4,775	4,610	703	5,511	-9,053
長借/公司債變動	-913	4,711	9,001	4,401	-1,493
現金增資	0	2,754	0	0	0
發放現金股利	-3,001	-3,751	-2,352	-2,744	-3,137
其他籌資現金	8,688	895	-5,946	3,854	-4,423
<b>淨現金流量</b>	-1,657	4,240	-1,962	-2,412	2,643
<b>期初現金</b>	9,371	7,714	11,955	9,992	7,581
<b>期末現金</b>	7,714	11,955	9,992	7,581	10,224

資料來源：CMoney、群益

2024 年 1 月 29 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	25,869	21,169	20,119	22,464	19,517	14,850	15,713	21,278	22,418	18,229	16,738	22,719
營業成本	20,094	16,820	15,715	17,790	15,329	11,770	12,437	16,654	17,410	14,231	13,263	17,714
營業毛利淨額	5,775	4,349	4,405	4,674	4,189	3,080	3,276	4,624	5,008	3,998	3,475	5,005
營業費用	3,413	3,323	2,715	3,101	3,020	2,709	2,924	2,898	3,109	2,836	2,889	3,132
營業利益	2,362	1,026	1,690	1,573	1,168	456	455	1,749	1,989	1,139	642	1,910
業外收入及支出	600	-239	-165	249	344	-18	33	38	13	27	-66	24
稅前純益	2,962	787	1,525	1,822	1,512	438	487	1,787	2,003	1,166	576	1,934
所得稅	851	485	642	577	362	114	141	518	581	338	161	580
稅後純益	2,006	213	836	1,182	1,103	307	331	1,215	1,362	793	392	1,276
最新股本	3,921	3,921	3,921	3,921	3,921	3,921	3,921	3,921	3,921	3,921	3,921	3,921
稅後EPS(元)	5.12	0.54	2.13	3.01	2.81	0.78	0.84	3.10	3.47	2.02	1.00	3.26

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	22.32%	20.54%	21.89%	20.81%	21.46%	20.74%	20.85%	21.73%	22.34%	21.93%	20.76%	22.03%
營業利益率(%)	9.13%	4.85%	8.40%	7.00%	5.99%	3.07%	2.89%	8.22%	8.87%	6.25%	3.84%	8.41%
稅後純益率(%)	7.76%	1.01%	4.15%	5.26%	5.65%	2.07%	2.11%	5.71%	6.07%	4.35%	2.34%	5.62%

## QoQ(%)

營業收入淨額	13.74%	-18.17%	-4.96%	11.65%	-13.12%	-23.91%	5.81%	35.42%	5.36%	-18.69%	-8.18%	35.74%
營業利益	7.32%	-56.54%	64.63%	-6.89%	-25.74%	-60.96%	-0.36%	284.88%	13.71%	-42.76%	-43.63%	197.56%
稅前純益	23.84%	-73.43%	93.74%	19.50%	-17.02%	-71.03%	11.21%	266.88%	12.03%	-41.79%	-50.60%	235.90%
稅後純益	11.33%	-89.38%	292.36%	41.41%	-6.71%	-72.19%	8.03%	266.88%	12.03%	-41.79%	-50.60%	226.02%

## YoY(%)

營業收入淨額	29.70%	6.36%	-9.62%	-1.23%	-24.55%	-29.85%	-21.90%	-5.28%	14.86%	22.75%	6.52%	6.77%
營業利益	19.57%	-33.30%	-27.33%	-28.50%	-50.53%	-55.56%	-73.10%	11.19%	70.26%	149.61%	41.22%	9.18%
稅前純益	50.19%	-47.27%	-41.28%	-23.82%	-48.95%	-44.34%	-68.05%	-1.91%	32.43%	166.05%	18.18%	8.20%
稅後純益	56.60%	-80.60%	-54.14%	-34.42%	-45.04%	43.97%	-60.36%	2.84%	23.49%	158.45%	18.18%	5.02%

註1：稅後EPS以股本39.21億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。



## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。