

汽車零組件 | 虎山 (7736 TT, 未評等)

AM 車門把手市佔率第一

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2020	2021	2022	2023
營業收入	1,070	1,227	1,139	1,165
營業毛利	419	510	449	427
稅後純益	243	335	370	298
EPS	4.05	5.59	6.17	4.33
現金股利	1.0	1.2	1.0	-

何宗祐

bill0066@yuanta.com

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

元大觀點

- ◆ 深耕 AM 車門把手市場多年，並具備全球唯一 CAPA 認證實驗室。
- ◆ 受惠 ADAS 需求浮現，2024 年將新增車用鏡頭營收動能，有望帶動營收、獲利皆年增雙位數。
- ◆ 考量虎山實業除車門把手穩定貢獻營收外，車用鏡頭、雷達為公司另一成長動能，評價有望往中上緣靠攏。

虎山實業為 AM 車門把手市場領導者

虎山實業成立至今已逾 50 年，深耕 AM 車門把手領域，提供穩定的產品品質，現與客戶關係緊密，2023 年產品比重：車門把手 68%、車用鏡頭 10%、其他 22%。虎山實業自主研發車用鏡頭，並於 2020 年通過 CAPA 702 認證，為全球第一和唯一通過該認證的廠商；8M23 CAPA 更於官網公告虎山實業汽車傳感器通過 CAPA 703 認證(車用傳感器標準)，2023 年共計 40 個產品通過 CAPA 認證，同時虎山為全球唯一擁有美國 CAPA 認證實驗室廠商。預期 2024 年虎山車門把手增速與 AM 整體市場成長率 5-8% 一致；車用鏡頭方面，虎山已取得美國郵政署 USPS 新貨車訂單，總計 16 萬輛，2H24 將出貨 5,000-10,000 輛，預期 2024 年 Camera 年增速有望翻倍，2024 年成長動能將以汽車車門把手及車用鏡頭為主，因車用鏡頭毛利優於公司平均，有望帶動產品組合改善，2024 年營收、獲利有望年增雙位數。

跨足汽車電子領域，挹注新成長動能

虎山實業車門把手市佔已為全球最高，具 13000 種品號，年銷售 1000 萬支以上，同時具備汽車市場多數車型產品，並提供客戶穩定貨源及品質，此一站式購足模式使虎山與客戶關係緊密。除傳統車門把手外，虎山 2017 年完成倒車鏡頭開發，並於 2019 年取得台灣專利，2021 年 AM 倒車鏡頭通過 CAPA 702 認證，2022 年 AM 倒車雷達通過 CAPA 703 認證，品質獲得專業認證機構肯定，並開始出貨各售服產品通路商，虎山正式由傳統汽車零組件跨入汽車電子領域。

ADAS 需求有望爆發性成長，評價往汽車零組件中上緣靠攏

觀察各國行車安全意識抬頭，ADAS 已逐漸成為各車款的主流標配，由 2018 年開始美國政府將倒車顯影列為標配後，全球車用鏡頭年出貨量達 1 億顆，2025 年用量將近 4 億顆，將產生巨大的售後替換需求。因此參考汽車零組件本益比 10-20 倍，而汽車鏡頭考量虎山實業除車門把手穩定貢獻營收外，車用鏡頭、雷達為公司另一動能，汽車電子本益比區間多落在 20-30 倍，整體而言有利於虎山往汽車零組件評價上緣靠攏。

公司簡介

虎山實業股份有限公司成立於 1972 年，實收資本額 6.9 億元，現員工人數 270 人。主要產品為汽車副廠零件，並以車門把手、車用鏡頭、車用五金扣件為主，成立初期以台灣內銷市場為主，現銷售超過全球 100 國以上的市場並持續拓點中，覆蓋全球主要汽車品牌如通用、福特、福斯集團、克萊斯勒集團、豐田...等，超過 13,000 種品項。虎山實業廠房位於新北市瑞芳，並另設台灣及美國加州研發據點，2020 年宣布投入 12 億元興建虎山 4 廠，將整合現有的 1~3 廠設備資源，預計 2025 年底完工並於 2026 年採用，同時配合全球廠商分散地緣風險要求，虎山於北江投入第三地產能，且已通過客戶驗證。

圖 1：虎山廠區佈局



台灣新北市瑞芳工業區：

營運總部：研發、銷售、管理

虎山 1 廠：鏡頭組裝製造

虎山 2 廠：倉庫

虎山 3 廠：把手組裝製造

虎山 4 廠：塑膠射出

虎山 5 廠：自動倉儲、物流中心
(預計2025年完工)



美國研發服務中心：

美國西岸加州：車用電子研發中心

美國東岸賓州：業務服務中心



台灣 + 1 越南製造基地：

北江：把手製造、倉庫

資料來源：公司資料、元大投顧預估

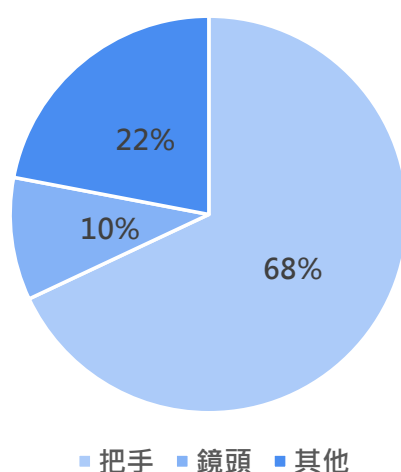
2023 年產品比重：車門把手 68%、車用鏡頭 10%、其他 22% (其他包含：窗戶升降機、塑膠扣件、線材、汽車相關零配件等)。虎山實業自主研發車用鏡頭，並於 2020 年通過 CAPA 702 認證，為全球第一和唯一通過該認證的廠商；8M23 CAPA 更於官網公告虎山實業汽車傳感器通過 CAPA 703 認證(車用傳感器標準)，2023 年共計 40 個產品通過 CAPA 認證，同時虎山也是全球唯一擁有美國 CAPA 認證實驗室廠商。

圖 2：虎山具全球唯一通過美國 CAPA 車用鏡頭、雷達實驗室



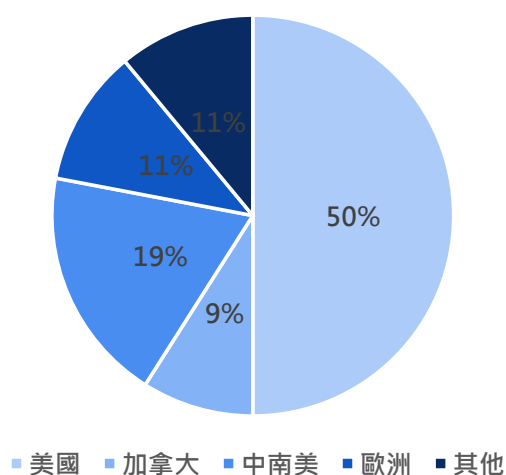
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 3：虎山以車門把手銷售為主



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 4：虎山美洲銷售佔 80%以上



資料來源：公司資料、元大投顧預估

營運現況

公司 2023 年營收 11.7 億元，年增 2.3%，主因部份客戶面臨庫存調整，略微抵銷車門把手與鏡頭成長。毛利率 36.6%，年減 2.8 個百分點，主因提列庫存跌價損失影響。EPS 4.3 元，年減 29.8%。展望未來，受通膨高漲與消費動力下滑等因素使消費者更換副廠件誘因提升，儘管車門把手非碰撞件，但目前虎山實業具 13000 種品號，年銷售 1000 萬支以上，為全球最大的 AM 車門把手廠商，於美國市佔超過 50%。就策略上，虎山以製造高品質車門把手，甚至補足原廠設計缺陷，雖提供副廠零件但品質更勝於原廠，現也研發導入 RFID 感應式門把手技術，利用無線射頻技術做 ID 比對，搭配指向性天線設計，達到免接觸的車門把手，現產品已獲取美日台專利。就產業特性方面，客戶通常希望供應商能提供一站式購足服務，並維持穩定供貨，因此以虎山成立至今已逾 50 年，深耕 AM 領域，能提供穩定的產品品質，並與客戶維持緊密關係，預期虎山車門把手營收增速將與 AM 整體市場 5-8%一致。

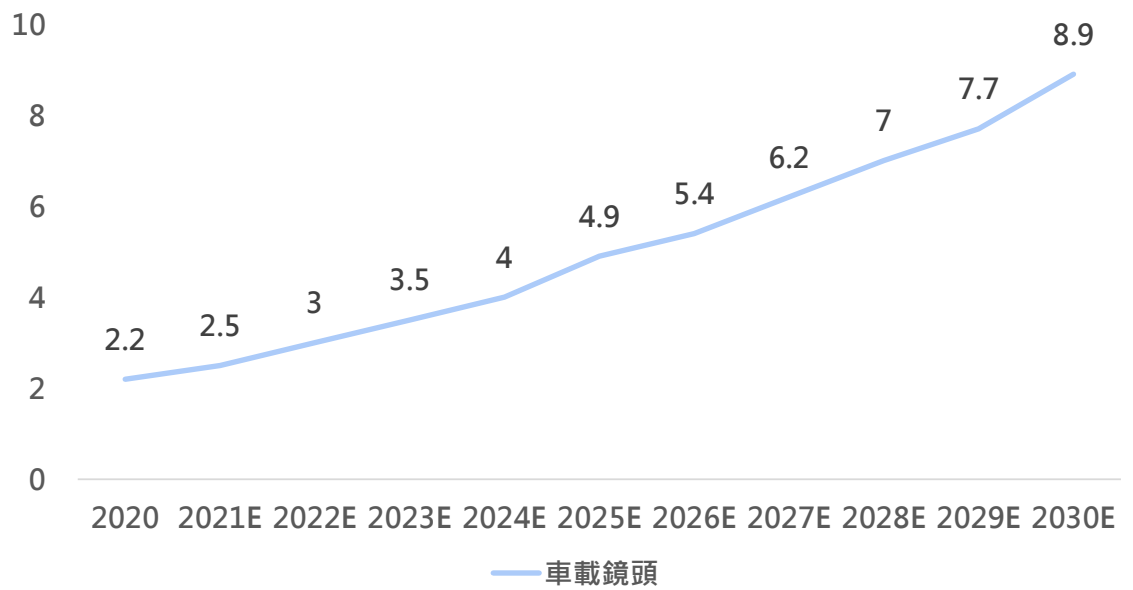
表 1：虎山策略為 AM2.0

項目	OEM/ODM/OES	AM	副廠升級零件(AM 2.0)
零件價格	高	低	中/高(超越原廠)
市場來源	隨汽車廠生產	交通事故、天氣狀況	原廠設計缺陷、品質缺陷
訂單	穩定	不穩定	較穩定(專利保護)
市場指標	汽車出貨量	汽車存量、車齡	汽車存量、車齡、原廠設計缺陷
毛利率	10-20%	30-40%	40-50%以上
銷售管道	車廠/原廠指定 4S 店	售後維修廠/改裝/零售店	保險公司/售後維修廠/改裝零售店
競爭風險	新車型標單未得標	原廠專利軟體機構複雜	原廠零件品質穩定
競爭力關鍵	技術、成本、品質、產能	通路/模具/庫存/少量多樣	通路/模具/庫存/少量多樣/專利

資料來源：公司資料、元大投顧預估

車用鏡頭方面，常見種類有倒車鏡頭、側視鏡頭、前視鏡頭、環景鏡頭、車道偏移辨識鏡頭、障礙物辨識鏡頭、雨滴感應鏡頭、夜視鏡頭等。美國運輸部也於 2014 年宣布，強制要求 5M18 起製造的新車必須搭配倒車鏡頭，因此產生大量鏡頭需求。根據 Yole 測算 2020 年全球單車平均搭載 3 顆攝像頭，預計 2030 年平均單車搭載量有望達 8.9 顆，未來需求可期。除既有出貨的環景鏡頭、倒車鏡頭，虎山已取得美國郵政署 USPS 新貨車訂單，將供應 360 度環景鏡頭 AVM Camera 產品，總計 16 萬輛，2H24 將出貨 5,000-10,000 輛，預估 2024 年 Camera 年增速有望翻倍，2024 年成長動能將以汽車車門把手及車用鏡頭為主，兩者合計佔公司營收比重逾 80%。因 AM 產品毛利率通常在 30-40%區間，且因虎山於車門把手市佔最高，因此議價能力較高，而供應車用鏡頭毛利優於 AM 產品，有利於公司產品組合改善，帶動毛利率提升。

圖 5：單車平均鏡頭至 2030 年將倍數成長



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：虎山汽車傳感器產品



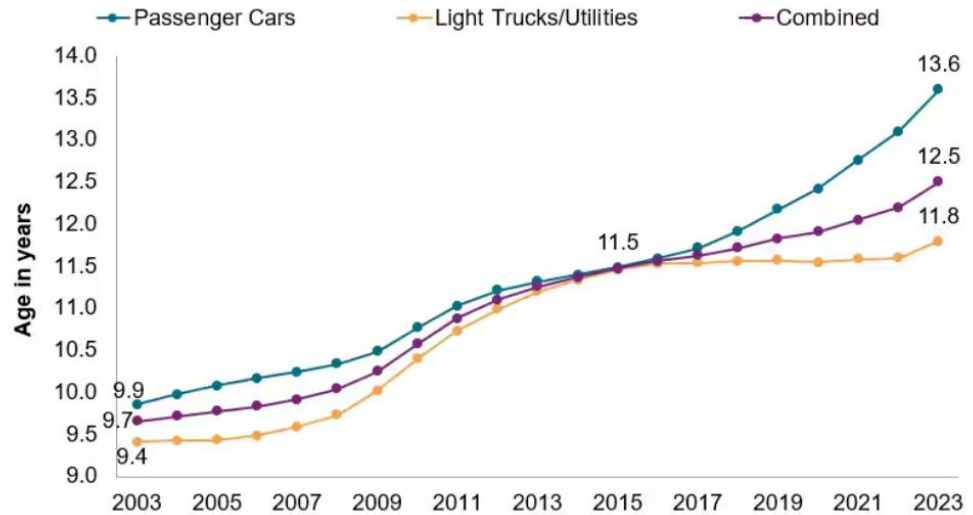
資料來源：公司資料、元大投顧預估

產業概況

OE 的需求主要來自於汽车品牌訂單，因此相關汽車 OE 廠商營運通常與汽車銷售量呈正相關；相較之下，AM 需求通常來自於零件耗損、意外事故、天氣因素等，更換零件的車輛大多為舊車，因此大致上與汽車保有量、汽車車齡呈正相關。

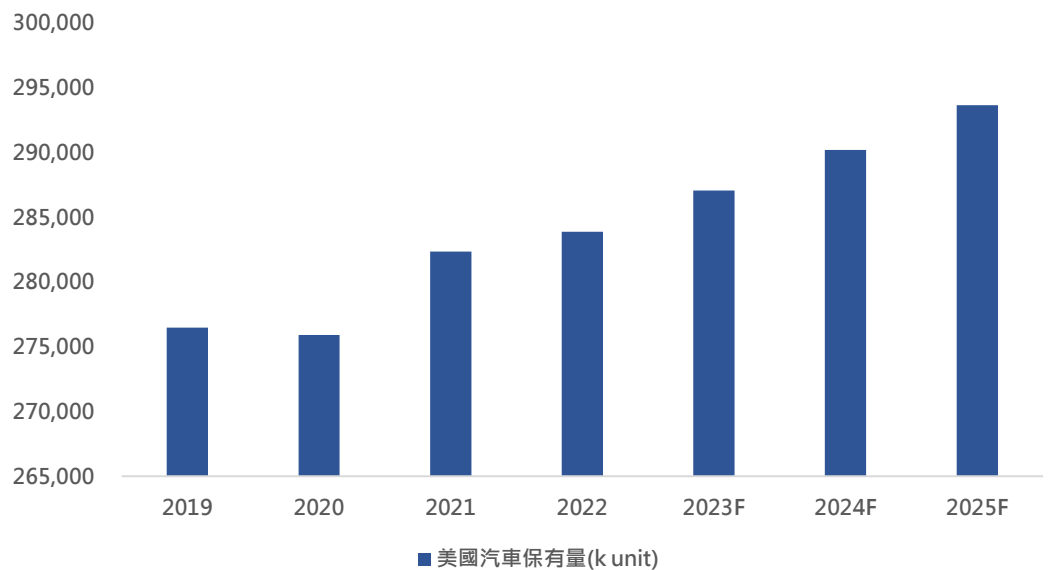
由於 AM 市場發展軌跡通常跟隨平均車齡而增長，據 S&P Global Mobility 統計平均車齡已延長至 12.5 年，且 AM 價格僅 OE 價格的 30~50%，受人工、通膨等因素造成每單位零件汽車成本提升，消費者採用 AM 意願有望提高。

圖 7：2003-2022 年美國運營車輛的平均車齡持續攀升



資料來源：S&P Global Mobility、元大投顧整理

圖 8：美國汽車保有量逐年提升

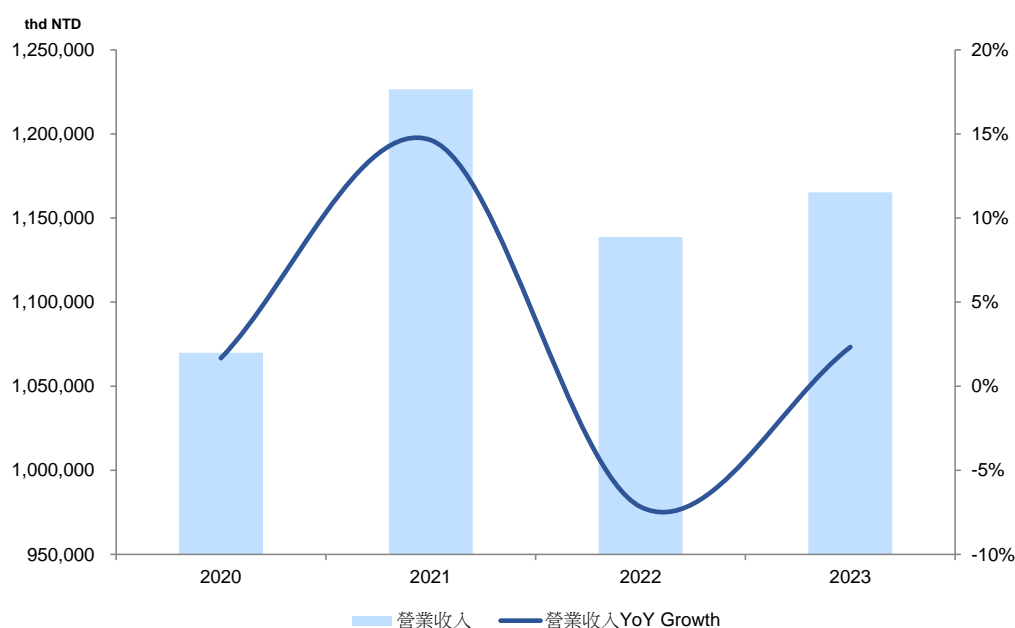


資料來源：S&P Global Mobility、元大投顧整理

成長動能與展望

展望 2024-2025 年，受惠汽車保有量及平均車齡提升，AM 市場規模持續成長，根據研究中心以近五年報廢率 4.5%及美國新車銷售輛推算，2024 年汽車保有量將達 2.9 億，年增 1.1%，同時 2003-2023 年美國運營車輛平均車齡持續攀升，AM 市場需求量持續上升，因此研究中心預期虎山車門把手將維持產業平均增速 5-8%。車用鏡頭方面，公司新增美國郵政署 USPS 新貨車訂單，預期於 2H24 開始出貨後，2025 年將出貨 15,000 輛，並將持續出貨至 2030 年，總計 11 萬台，共計 22 億台幣的訂單。倒車雷達方面，美國交通部及國家高速公路管理局規定自 5M18 起新車必須將倒車顯影列為標配，又據虎山歷史營運狀況顯示，公司銷售較佳的產品通常為 5~7 年前車型，以美國將倒車顯影列為標配起試算，2025 年倒車雷達需求將逐步提升，同時虎山已通過倒車鏡頭及雷達 CAPA 認證，具品質認證有利於客戶採用虎山產品，預期 2024 年營收、獲利皆有望雙位數成長。

圖 9：虎山實業營收與年增率

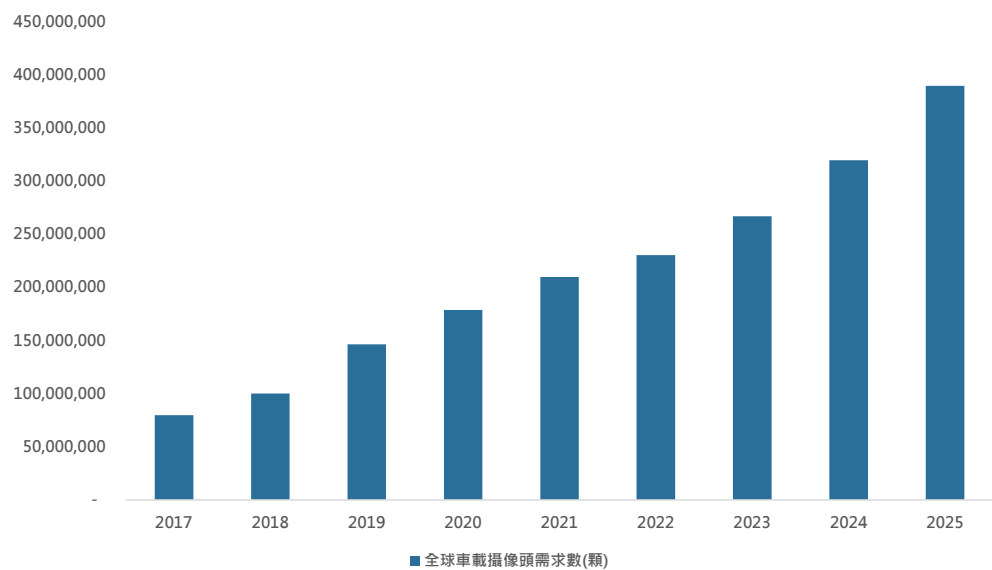


資料來源：公司資料、元大投顧預估

競爭優勢與評價

虎山實業深耕 AM 市場已逾 50 年，車門把手全球市占最高，同時具備汽車市場多數車型產品，並提供客戶穩定貨源及品質，此提供一站式購足服務使虎山與客戶關係緊密。除傳統車門把手外，虎山 2017 年完成倒車鏡頭開發，並於 2019 年取得台灣專利，2021 年 AM 倒車鏡頭通過 CAPA 702 認證，2022 年 AM 倒車雷達通過 CAPA 703 認證，品質獲得專業認證機構肯定，並開始出貨各售服產品通路商，虎山正式由傳統汽車零組件跨入汽車電子領域。觀察各國行車安全意識抬頭，ADAS 已逐漸成為各車款的主流標配，由 2018 年開始美國政府將倒車顯影列為標配後，全球車用鏡頭年出貨量達 1 億顆，2025 年用量將近 4 億顆，將產生巨大的售後替換需求。因此參考汽車零組件本益比 10-20 倍，考量虎山實業除車門把手穩定貢獻營收外，車用鏡頭、雷達為公司另一成長動能，汽車電子本益比區間多落在 20-30 倍，因此評價有望往汽車零組件區間上緣靠攏。

圖 10：全球車載攝像頭需求數(顆)



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 11：損益表

(NT\$千元)	2020A	2021A	2022A	2023H1
營業收入	1,069,944	1,226,573	1,138,708	559,472
營業成本	651,145	716,197	689,581	371,050
營業毛利	418,799	510,376	449,127	188,422
營業費用	116,759	115,260	147,898	75,558
營業利益	302,040	395,116	301,229	112,864
營業外收入及支出	16,517	21,936	173,080	68,749
稅前淨利	318,557	417,052	474,309	181,613
稅後純益	243,092	335,251	370,468	143,218
每股盈餘(NT\$)	4.05	5.59	6.17	2.11

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：資產負債表

(NT\$千元)	2020A	2021A	2022A	2023H1
現金及約當現金	88,900	55,775	180,717	279,278
其他流動資產	993,282	1,438,179	2,112,862	2,388,938
流動資產	1,082,182	1,493,954	2,293,579	2,668,216
不動產、廠房及設備	838,852	822,322	870,410	853,449
其他資產	131,420	128,885	126,814	148,959
資產總額	2,052,454	2,445,161	3,290,803	3,670,624
流動負債	371,624	518,825	1,053,156	1,276,833
非流動負債	127,784	98,039	109,353	71,608
負債總額	499,408	616,864	1,162,509	1,348,441
股本	600,000	600,000	600,000	625,000
資本公積	0	0	0	87,500
保留盈餘	953,046	1,228,297	1,526,765	1,544,983
其他權益	0	0	1,529	64,700
歸屬母公司之權益	1,553,046	1,828,297	2,128,294	2,322,183
股東權益總額	1,553,046	1,828,297	2,128,294	2,322,183

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：現金流量表

(NT\$千元)	2020A	2021A	2022A	2023H1
稅前淨利	318,557	417,052	47,439	181,613
折舊與攤銷	49,906	55,650	56,211	33,041
其他營業現金流入	2,179	-179,296	239,001	-16,243
營運現金流	370,642	293,406	342,651	198,411
購置與處分不動產、廠房及設備	-44,884	-46,659	-87,919	-18,166
其他投資活動現金流	-410,156	-299,770	-560,733	-250,364
投資活動現金流	-455,040	-346,429	-648,652	-268,530
短期借款	50,000	82,000	509,000	77,036
其他籌資活動現金流	92,411	-62,102	-78,542	91,498
籌資活動現金流	142,411	19,898	430,458	168,534
期初現金及約當現金	30,887	88,900	55,775	180,717
期末現金及約當現金	88,900	55,775	180,717	279,278

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	每股盈餘 EPS			PE				EPS 成長率		
					2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	TTM	2022	2023F	2024F
車用同業														
怡利電子	2497.TW	未評等	54.8	235	2.88	1.89	3.74	19.0	28.9	14.7	28.0	256.9	(34.3)	97.5
為升	2231.TW	未評等	117.5	588	4.47	3.15	-	26.3	37.3	-	30.7	22.1	(29.6)	-
同致電子	3552.TWO	未評等	119.0	357	7.22	4.51	-	16.5	26.4	-	26.0	32.7	(37.5)	-
堤維西	1522.TW	未評等	50.2	420	2.99	3.31	-	16.8	15.2	-	12.8	382.5	10.7	-
耿鼎	1524.TW	未評等	34.8	163	2.04	2.13	-	17.1	16.3	-	16.6	441.9	4.7	-
帝寶	6605.TW	未評等	196.5	767	10.86	14.29	-	18.1	13.8	-	11.7	58.5	31.6	-
東陽	1319.TW	買進	118.5	1,514	3.64	5.10	6.91	32.6	23.2	17.1	18.5	212.9	40.2	35.5
車用同業平均					4.9	4.9	5.3	20.9	23.0	15.9	20.6	201.1	(2.0)	66.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣臺北市 106 敦化南路二段
65 號 10 樓、71 號 10 樓