

## 傳統產業 第四季財報檢視

隱形眼鏡/觀光產業表現突出，未來可關注製藥/隱形眼鏡/電商/觀光產業

## 報告內文個股資訊

產業	公司	代碼	評等	目標價
鋼鐵	中鴻	2014 TT	買進	27.0
	新光鋼	2031 TT	買進	75.0
成衣	儒鴻	1476 TT	買進	692.0
	聚陽	1477 TT	買進	430.0
製鞋	寶成	9904 TT	買進	37.0
	豐泰	9910 TT	買進	215.0
觀光	雲品	2748TT	買進	100.0
製藥	保瑞	6472 TT	買進	875.0
	台耀	4746 TT	買進	145.0
隱形眼鏡	視陽	6782 TT	買進	300.0
零售	91APP*-KY	6741 TT	買進	188.0
	寶雅	5904 TT	買進	605.0
	統一超	2912 TT	買進	325.0

## 蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuanta.com

## 蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

## 陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

## 陳韻筑

Eileen.YZ.Chen@yuanta.com

## 蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

## 陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

## 余鈴華

liz.yu@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 成衣/製鞋 2Q24 預期營收維持年增；鋼鐵預期 1H24 煉鋼利差仍有壓。

◆ 製藥 1Q24 將受惠重磅藥成長及新產品取證；醫材展望中性；隱形眼鏡 4Q23 表現強勁，後市看法持續正向。

◆ 電商有望於 2Q24 見到雙位數成長；餐飲將面臨高基期及連假天數減少之挑戰；觀光將持續受惠國際旅客回流。

## 塑化 1H24 市況仍不佳；成衣/製鞋延續復甦態勢；鋼鐵產業靜待 2H24 利差擴張帶動獲利回升

1)塑化：4Q23 盈轉虧，主因受煉油利差萎縮，中國石化產品市況不佳影響，且仍處在產能擴張階段，展望欠佳；2)成衣/製鞋：儒鴻/聚陽 EPS 皆優於預期，寶成本業獲利大幅改善抵銷業外衝擊，而品牌商庫存去化告終，下單意願提高，2024 年將延續復甦態勢；3) 鋼鐵：毛利率隨內外銷價格上漲改善，獲利由虧轉盈，符合預期，看好鋼廠利差擴張將帶動獲利回升，並期待終端需求在總經雜音緩解下釋出，推薦新光鋼、中鴻；4) 水泥：4Q23 獲利遠低於預期，旺季水泥價格漲幅、出貨量皆不如預期，中國疲態的水泥需求與報價使後續獲利仍難以推升，看法保守。

## 製藥 1Q24/2Q24 預估營收雙季增；醫材 4Q23 低於預期，後市看法中性；隱形眼鏡 1H24 具成長雙引擎

1)製藥：4Q23 本業穩健，業外認列匯兌損失，獲利符合預期。受惠於已上市重磅藥品持續成長、併購效益，預估製藥產業 1Q24/2Q24 營收季增 6%/33%，推薦保瑞、台耀；2)醫材：4Q23 業外認列匯損，使獲利低於預期，醫院耗材穩健，血糖檢測外銷業務待拓展，看法中性；3)隱形眼鏡：受惠於消費旺季，4Q23 台灣對中國/日本出口片數年增 25%/39%，財報優於預期，中國市場滲透率提升、矽水膠鏡片為成長雙引擎，推薦視陽。

## 零售/餐飲 4Q23 表現不如預期，2Q24 電商有望成長雙位數；觀光 4Q23 優於預期，1H24 將持續受惠國際旅客回流

1)零售：實體零售快速展店使費用維持高檔，獲利低於預期，展望後市，實體零售穩健成長，電商亦有望在 2Q24 回到雙位數成長，D2C 電商成長加速，推薦 91APP、寶雅、統一超；2)餐飲：4Q23 營收強勁，但受原物料/人力成本等影響獲利不如預期，後市將面臨高基期及連假天數減少挑戰；3)觀光：國際旅客及房價齊揚，表現優於預期，後市將持續受惠國際旅客回流，看法正面，推薦雲品。

### 塑化產業 4Q23 由盈轉虧，中國需求不振，供給過剩，利差惡化

塑化產業 4Q23 整體獲利欠佳，營業虧損 26.9 億元，由盈轉虧，其中台塑化虧損 4.7 億元(原估 47.3 億元)，乃煉油利差萎縮，烯烴產品虧損擴大，及認列原油存貨跌價損失拖累所致。其餘塑化相關族群獲利欠佳，多處於小盈小虧狀態，乃中國塑化產品市況欠佳，需求低迷，加上新產能開出，供需過剩，拖累石化廠商營運表現，其中台塑本業虧損 17.5 億元，表現最為疲軟，台化本業獲利萎縮至 3.4 億元，僅南亞本業獲利改善至 8.6 億元，相對穩健，係受惠電子材料產品利差改善所帶動，彌補化工及聚酯產品虧損之拖累。

小塑族群多數陷入虧損狀態，僅亞聚本業仍維持獲利 1.1 億元，但較 3Q23 獲利 2.1 億元，顯著萎縮，EVA 產品勉強維持正利差，其餘產品線表現均不振，PVC 廠商華夏本業虧損 0.7 億元，EVA 廠商台聚本業虧損 0.4 億元，雙雙由盈轉虧，而 ASB 及 PS 廠商台達化本業虧損擴大 1.1 億元。另 SM 廠商國喬 4Q23 本業虧損擴大至 4.5 億元，台苯也虧損 2.2 億元，均是受到中國石化產品市況欠佳，需求低迷，及新產能開出，供需過剩之衝擊。以產品線劃分，SM 與 SM 下游 ABS 及 PS 營運最辛苦，PVC 利差也不振，EVA 利差收斂顯著。

### 塑化族群 4Q23 存貨金額滑落，仍處偏高水準

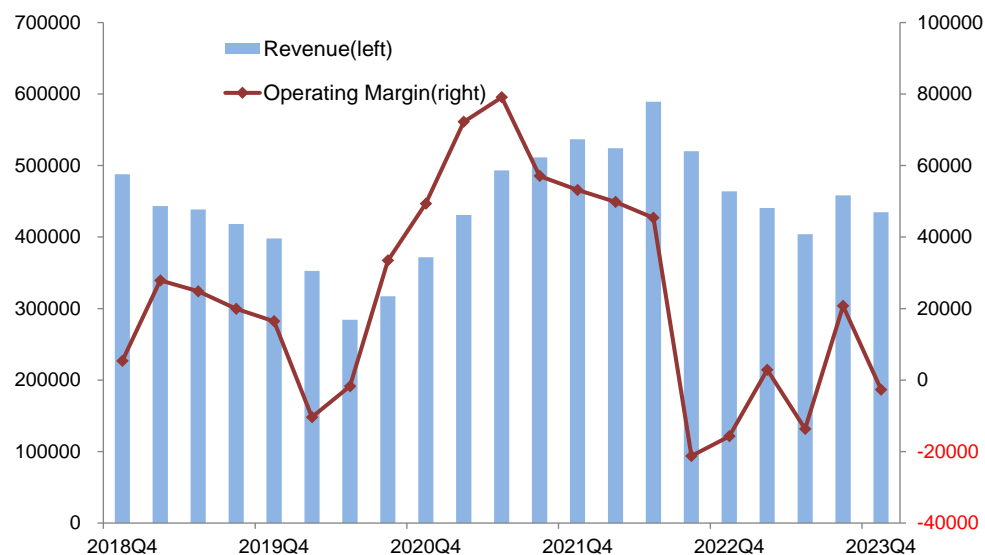
觀察 4Q23 塑化族群整體存貨金額降至 2654.4 億元，季減 5.1%，年減 5.8%，整體存貨水位高於疫情前 1800 億元至 2200 億元的區間，仍處偏高水準。不過 4Q23 庫存天數減少 4.5 天至 56.9 天，雖見改善，但仍處高檔，也高於疫情前 40-50 天的水準。

### 中國市況欠佳，能見度低，1H24 營運平淡

2024 年以來中國需求未見起色，不過巴拿馬運河限航及紅海危機造成船運航期大亂，遠洋貨源減少，及石化廠檢修，供給下滑，搭配油價上漲的成本推動，1Q24 塑化產品普遍上漲，上游原料包括乙烯上漲 8.1%，丙烯上漲 1.2%，苯價上漲 16.5%，SM 上漲 17.6%，下游五大泛用樹脂以 PS 上漲 11.3%，ABS 上漲 13% 較強，PVC 上漲 6%，PP 小漲 1.7%，LDPE 上漲 6.2%，EVA 上漲 12.2%。由於塑化產品報價處在長期低檔區間，塑化廠也降低開工率減產，預期價格下檔空間有限，歐美通膨及升息的干擾淡化，需求落底回溫，惟石化產能擴張的大環境持續，預期石化產品價格反彈空間受壓抑。

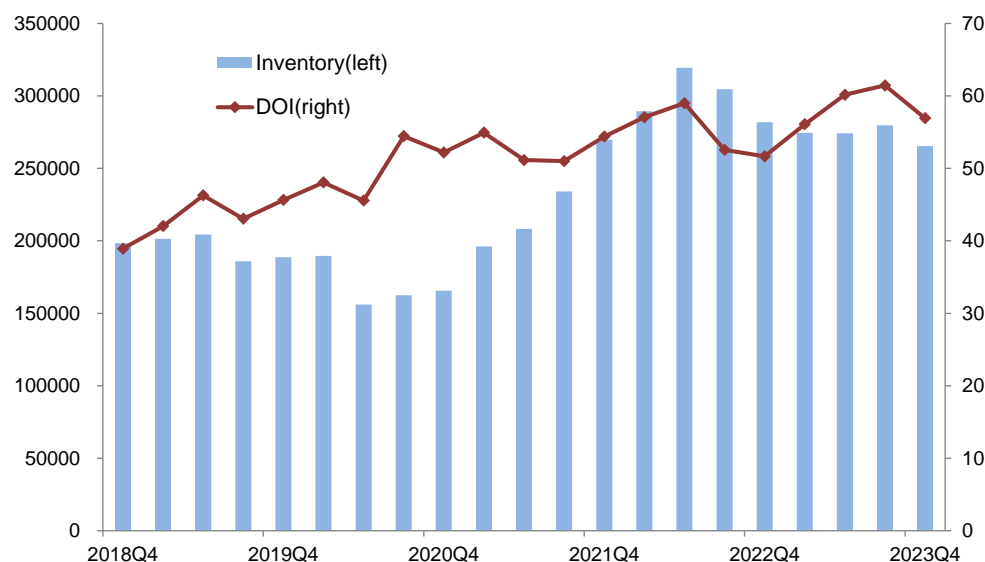
塑化族群 2024 年前 2 個月營收合計年減 6.7%，表現平淡，農曆春節假期干擾抵銷產品價格上漲之效益。預估 1Q24 營收季減 0-5%，營運動能平淡，展望 2Q24 工作天數恢復正常，而中國庫存偏低，預期將有基本的回補庫存需求浮現，有利維繫塑化產品價格低檔整理，出貨回穩，預估 2Q24 塑化族群營收可季增 0-5% 之小幅回升格局。對塑化族群看法保守，乃中國內需疲弱，降價競爭態勢未變，供需寬鬆格局難以扭轉。

圖 1：塑化族群營收及營業利益趨勢圖 (單位：百萬元台幣)



資料來源：CMoney、元大投顧整理

圖 2：塑化族群存貨金額及存貨天數趨勢圖 (單位：百萬元台幣及天)



資料來源：CMoney、元大投顧整理

### 儒鴻及聚陽 4Q23 獲利優於預期

成衣族群 4Q23 營運回溫，獲利優於預期。儒鴻 4Q23 營收 84.99 億元，季增 6.6%，年增 11.4%，終止連 4 季營收 YoY 衰退，重啟正成長，毛利率滑落 0.6ppt 至 32.5%，優於預期 1.8ppt，乃挑單生產，捨棄低毛利率訂單，產品結構優化持續，且自有工廠生產比率提高，生產效率提升，抵銷台幣升值干擾，而費用控管佳，營業利益 19.41 億元，季增 6.6%，年增 64.9%，優於預期 6.7%，稅後 EPS 為 5.10 元，季增 6.7%，年增 76.5%，優於預期 12.1%。2023 年營收 307.90 億元，年減 22.5%，營業利益 65.49 億元，年減 15.4%，但優於預期 1.9%，稅後 EPS 為 18.86 元，年減 23.8%，優於預期 2.9%。聚陽 4Q23 營收 81.28 億元，季減 12.3%，年增 10.4%，優於預期 3.1%，出貨順暢，沒有船期遞延干擾。不過 4Q23 毛利率滑落 0.6ppt 至 26.2%，拖累營業利益 11.6 億元，季減 21.2%，年增 8.9%，低於預期 4.9%，而盈餘匯回免稅，使得稅率降低，稅後 EPS 為 3.78 元，季減 30.9%，年增 17.8%，優於預期 7.4%。聚陽 2023 年營收 324.59 億元，年增 1.2%，稅後 EPS 達 16.5 元，年增 13.6%，優於預期 1.7%。

### 儒鴻及聚陽存貨可控，沒有庫存過高問題

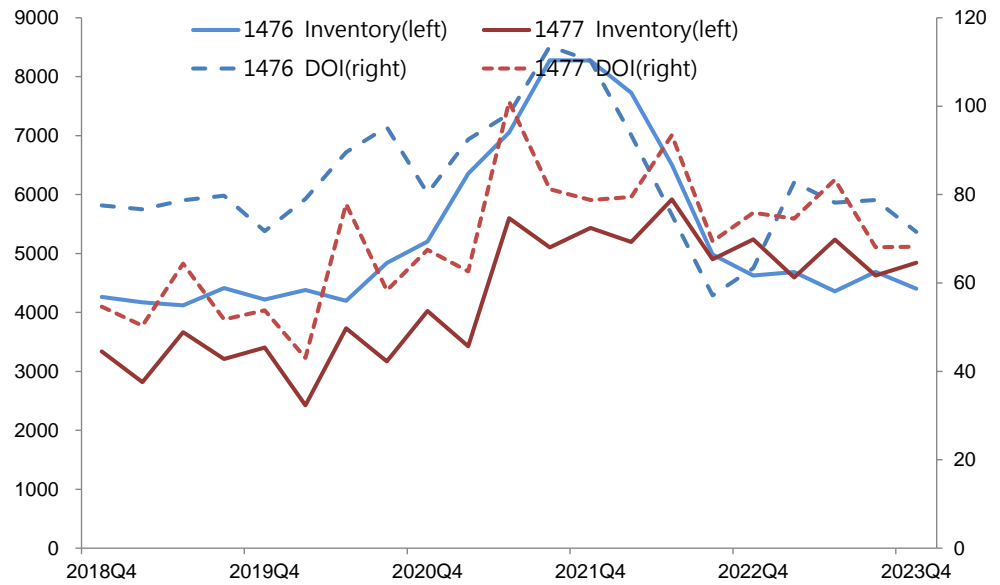
儒鴻 4Q23 存貨金額降至 44.02 億元，季減 6.1%，年減 4.8%，與 3Q21 高峰 82.79 億元相比，已經顯著滑落，管控狀況良好，回到疫情前 42-45 億元的存貨水準，沒有庫存過高疑慮。聚陽 4Q23 存貨金額則增至 48.43 億元，季增 4.7%，年減 7.6%，與 2Q22 的高峰 59.18 億元相比，仍顯著滑落，雖仍較疫情前 37-40 億元的庫存水準為高，但整體可控，無須擔心聚陽的庫存問題。

### 美國品牌商庫存調整告終，成衣族群 2024 年營收持續正成長

儒鴻及聚陽本身的存貨水位不高，品牌商包括 Nike 及 Adidas 存貨則逐步滑落，庫存陸續去化，狀況改善。觀察美系品牌商存貨金額總和攀升至 4Q22 高點後開始滑落，已連 3 季度滑落，3Q22 存貨 YOY 達到 39.6% 的高點後，連 5 季度減速至 4Q23 的 -17.1%，連 2 季負成長，由於領導品牌 Nike 及 Adidas 最新存貨各自年減 13.2% 及 24.2%，預期此波庫存去化已告終。

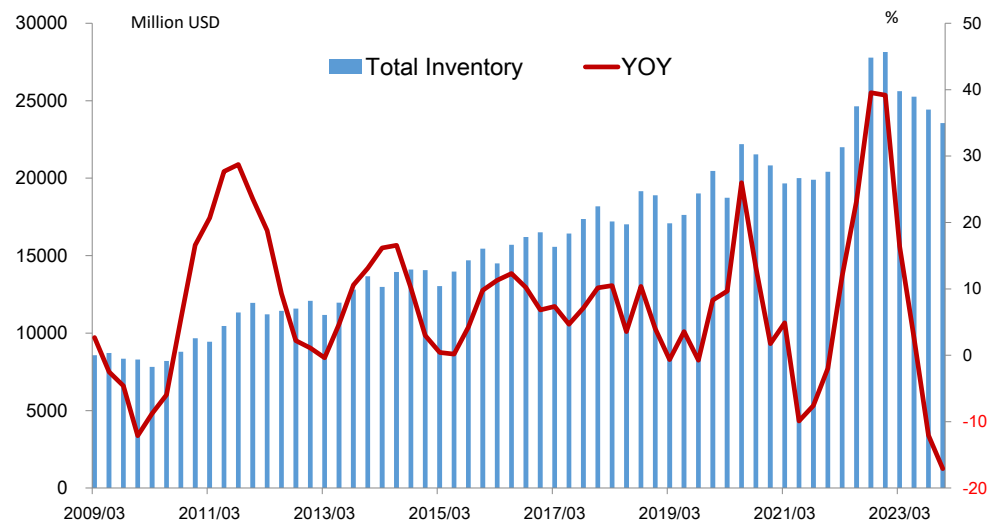
品牌商庫存水位偏低，下單意願提高，成衣族群 2024 年來自美國地區的訂單穩步復甦，聚陽來自日系客戶訂單持續穩健，儒鴻 2024 年 2 月營收 21.82 億元，月減 17.0%，年增 9.0%，動能減緩，1Q24 營收下修 2.2% 至 76.28 億元，季減 10.3%，年增 17.4%。展望 2Q24，受惠通路商回補庫存的訂單增強，亦有部分訂單由 1Q24 遞延出貨之貢獻，2Q24 營收上修 1.8% 至 96.83 億元，季增 22%，年增 21.6%。聚陽 2024 年 3 月營收提升至 31.27 億元，月增 14.7%，年增 12.0%，動能回穩，不過 1Q24 營收 86.1 億元，年增 9.9%，低於預期 3.7%，係船期干擾，遞延出貨，及代工單價跌幅較大所致。展望 2Q24 為傳統淡季，亦有船運交期調整的變數干擾，2Q24 營收下修 3.7% 至 79.62 億元，季減 7.5%，年增 10.2%。儘管儒鴻及聚陽 1H24 營收微幅調整，但仍延續 YOY 正成長的格局，復甦趨勢延續。

圖 3：儒鴻及聚陽存貨金額及存貨天數趨勢圖(單位:百萬元台幣及天)



資料來源：CMoney、元大投顧整理

圖 4：美國品牌商存貨總和及 YOY 趨勢圖(單位:百萬美元及%)



資料來源：公司資料、元大投顧預估

## 製鞋族群寶成 4Q23 本業大幅改善彌補業外虧損，豐泰 4Q23 獲利同見復甦

寶成 4Q23 營收 608.76 億元，季增 4.4%，年減 3.3%，營業利益增至 48.72 億元(原估 18.91 億元)，季增 220.2%，年增 139.1%，本業優於預期 157.6%，不過業外認列南山人壽虧損，拖累稅後 EPS 僅 0.01 元(原估 0.08 元)，季減 99.3%，低於預期 87.5%。轉投資虧損拖累，寶成 4Q23 本業獲利大幅改善，原因包括稼動率提高，成本及費用控管嚴謹。2023 年營收 2466.34 億元，年減 7.8%，稅後 EPS 為 3.61 元，年減 16.0%。豐泰 4Q23 營收增至 225.37 億元，季減 2.3%，年減 1.4%，低於預期 2.6%，營業利益增至 22.92 億元，季增 17.6%，年減 14.8%，優於預期 3.3%，不過業外匯損拖累，稅後 EPS 為 1.36 元，季減 20.7%，年減 29.8%，符合預期。2023 年營收 857.69 億元，年減 10.6%，低於預期 0.7%，稅後 EPS 為 5.04 元，年減 51.1%。2023 年訂單減少，豐泰產能利用率滑落，拖累整體獲利表現。

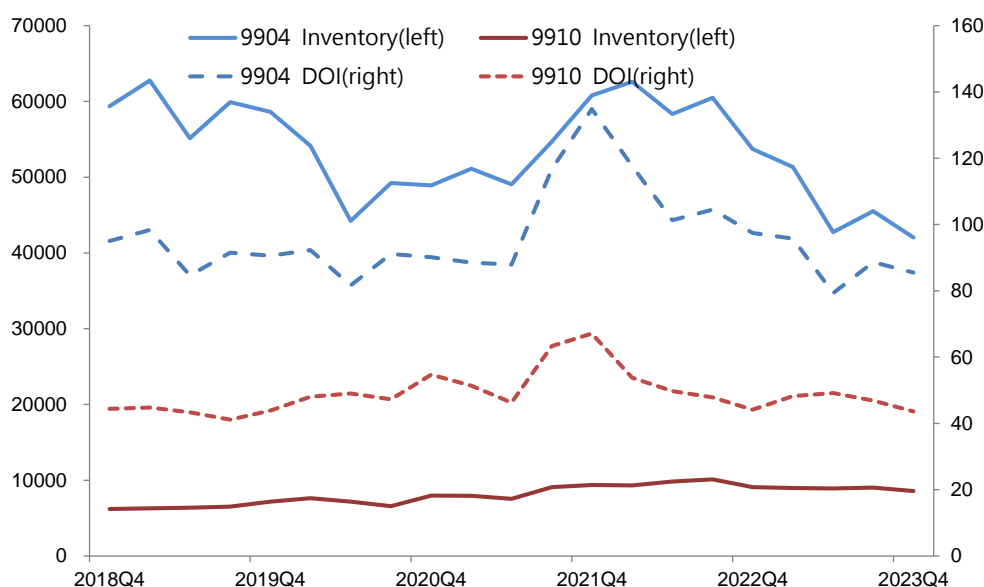
## 寶成及豐泰存貨下滑，庫存天數在正常範圍，沒有庫存過高疑慮

寶成 4Q23 存貨金額降至 420.27 億元，季減 7.7%，年減 21.8%，較 1Q22 高點 625.8 億元已顯著下降，存貨天數下滑 3.18 天至 85.48 天，遠低於 4Q21 高點 135 天，處於先前 80-90 天的水準，庫存問題輕微，無須擔憂。豐泰 4Q23 存貨金額略降至 85.78 億元，季減 5.1%，年減 5.8%，低於 3Q22 高點 101.1 億元。存貨天數減少 3.21 天至 43.65 天，與 4Q21 高點 67.1 天相比，也是顯著滑落，在先前 45-50 天的水準內，沒有庫存過高的疑慮。

## 品牌商庫存調整告一段落，製鞋族群 2024 年營收重啟 YOY 正成長

寶成 2024 年前 2 個月營收 422.3 億元，年減 1.9%，動能雖弱，但已較 4Q23 衰退幅度收斂，預估 1Q24 營收 630.1 億元，季增 3.5%，年減 2.1%，年減幅度收斂。至於豐泰 2024 年前 2 個月營收 133.6 億元，年增 4.2%，動能平穩，預估 1Q24 營收 215.8 億元，季減 4.3%，年增 10.6%。展望 2Q24，領導品牌 Nike 及 Adidas 最新存貨各自年減 13.2%及 24.2%，此波庫存去化已經告終。品牌商庫存水位偏低，寶成及豐泰來自品牌商訂單將逐步增溫，預估寶成 2Q24 營收 652.1 億元，季增 3.5%，年增 3.5%，預估豐泰 2Q24 營收 231.4 億元，季增 7.3%，年增 12%，兩公司均可延續營收 YoY 正成長動能。

圖 5：寶成及豐泰存貨金額及存貨天數趨勢圖(單位:百萬元台幣及天)



資料來源：CMoney、元大投顧整理

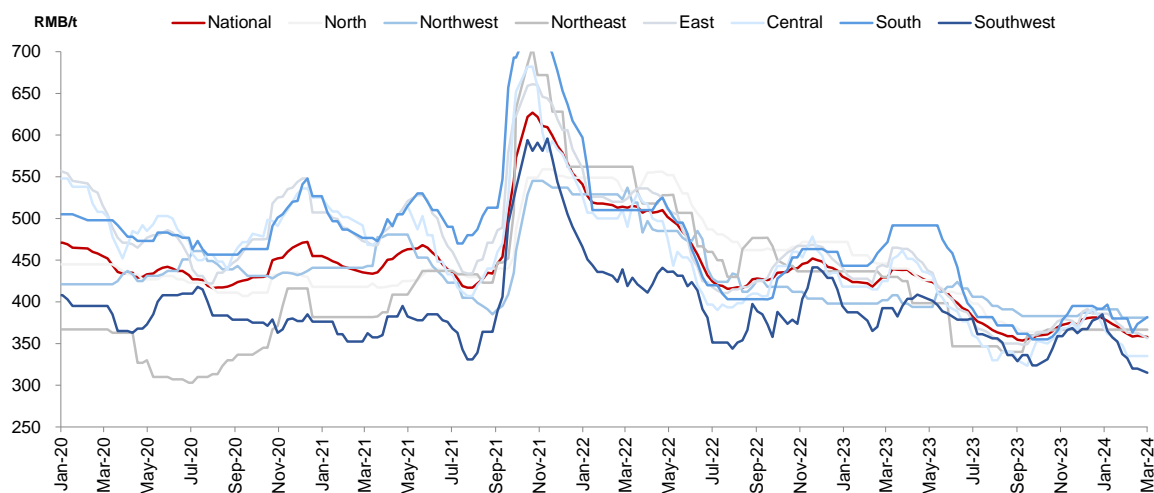


#### 4Q23 旺季中國水泥價量皆低，本業獲利遠低於預期

水泥產業本業獲利遠低於預期，其中 4Q23 亞泥營業利益季減 21.2%/年減 38.5%、EPS 低於本中心預期 48.1%，台泥營業利益季增 12.1%/年增 47.1%、EPS 低於市場預期 47.7%，主因中國水泥事業旺季不旺，4Q 中國水泥均價僅季增中低個位數，低於過往旺季季增 15%以上之水準，低迷的房市亦使出貨量維持低檔，亞泥中國出貨量僅季增 3%/年減 13%至 610 萬噸，旺季價格上漲幅度、出貨量皆不如預期，噸毛利在水泥均價上漲僅略微擴張；1Q24 為開工淡季，且目前庫容比維持在 70%-80%的高檔水準，預估中國水泥出貨量下滑 10-15%、出貨均價下滑中低個位數，噸毛利維持在低檔水準，估營收季減 15%以上、本業獲利維持低檔；展望 2Q24，將進入房市開工旺季，預期營收季增 15%以上，噸毛利有望隨望季略為擴張帶動獲利成長，需留意台泥歐非水泥新事業將於 2Q24 併表，帶動 2Q24 三率三升。

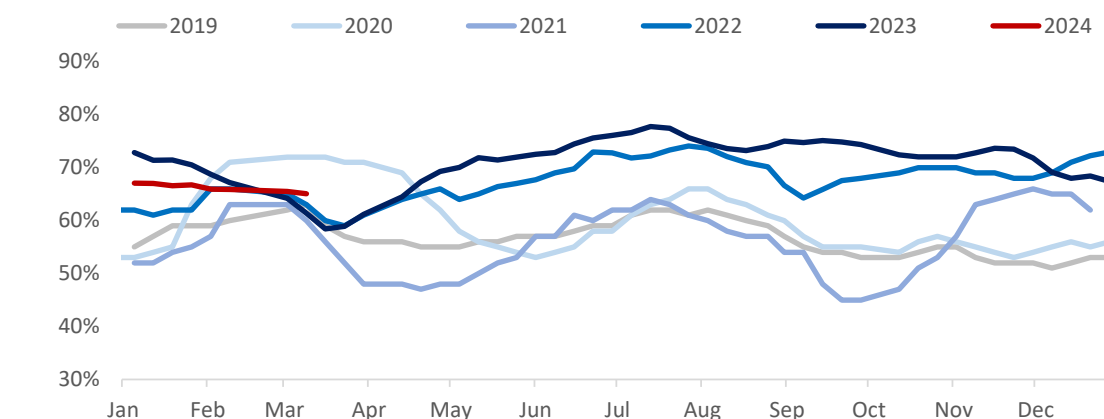
2023 年中國新屋開工年減 23%、房地產投資額年減 10%，中國水泥行業獲利年減 55%，更有部份中國水泥廠已陷虧損，因此推估中國水泥價格持續下行但跌幅收斂，儘管各地區錯峰生產天數增加抑制供給量(2023 年中國水泥產量年減 4.5%)，仍難以抵銷需求低迷的負面影響，水泥報價及出貨量同步承壓，預期 2024 年中國水泥需求年減 0-2%，價格偏向 L 型弱勢復甦，價量展望皆不樂觀。

圖 6：水泥價格自 2022 年初至今向下整理



資料來源：Wind、元大投顧預估

圖 7：中國水泥庫容比位於六年同期高檔



資料來源：Wind、元大投顧預估

## 板鋼廠 4Q23 獲利符合預期，內外銷價格上漲帶動獲利轉正

板鋼廠 4Q23 由虧轉盈，符合預期，4Q23 上旬鋼市供需改善不佳，下游買氣縮手，旺季不旺，中鋼出貨量季增 0.7%、中鴻出貨量季減 5%，不過毛利率季增 3-5ppt，主因內外銷價格同步上漲，成本端持平至略降，使煉鋼利差擴張，且鋼價上漲下認列存貨回升利益；儘管 1Q24 為開工淡季，但中鋼出貨量季增 6%/預期中鴻季減 0-3%，且 1-3M24 盤價上漲約 5%。估營收季增 3-5%，惟 4Q23 鐵礦砂/煉焦煤均價季增 13%/31%，售價成本同步上升壓縮獲利，預期中鋼毛利率季減 2.5ppt；展望 2Q24，由於中國年後需求復甦緩慢、美國降息預期延後，鋼鐵市場需求缺乏向上動能，預期 2Q24 出貨量季持平，並預期 5-6 月盤價將開平低盤，成本部分，1Q24 鐵礦砂/煉焦煤均價僅季減中低個位數，成本售價同步緩降下，認為整體毛利率難以擴張，2Q24 板鋼廠獲利仍有壓力。

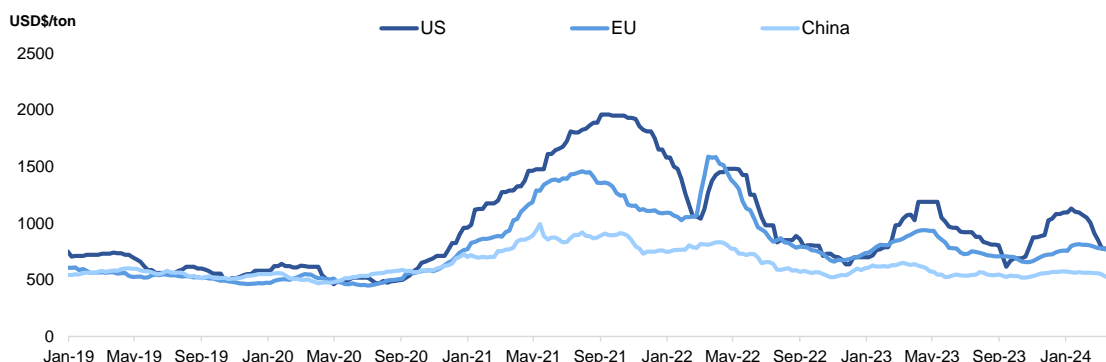
鋼筋廠 4Q23 獲利優於預期，東鋼毛利率季增 1.2ppt 至 15%、EPS 1.84 元 (季增 15.7%/年增 61.6%)，優於我們/市場預期 22%/18%，主因鋼結構部門認列工程結算獲利、越南廠在國際鋼價上漲下虧損收斂、鋼筋毛利率略為擴張；1Q24 為營建業淡季，東鋼營收季減 10%/年增 10%，推估鋼筋+型鋼出貨量季減中個位數，而因鋼筋以中長單為主，單價與毛利率較不受到淡季需求轉弱影響，預期毛利率僅季減 1ppt、EPS 季減 21%；2Q24 進入建築用鋼旺季，預估營收和 EPS 季增 5-10%。

## 鋼價短期面臨修正，看好 2H24 利差擴張

年後煉鋼原物料價格急轉向下，加上鋼市需求放量時點遞延至 2H24，美/歐/中鋼價年初至今下跌 26%/3%/10%(美國鋼價因於 4Q23 急漲使下修幅度較大)，需靜待美國降息時點，屆時房市基建、設備投資等用鋼需求將受到激勵，我們認為短期鋼價面臨再跌空間有限、上漲缺乏動能的情況；不過因鋼廠普遍保守看待後市而自主減產，我們認為 2Q24 不會重演 2Q-3Q23 供給大增使鋼價崩落、鋼廠大幅虧損之情形。而年初至今鐵礦砂/煉焦煤價格下滑 25%/24%至每噸 109/275 美元，將使鋼廠 2H24 成本壓力緩解，我們看好鋼廠利差擴張將帶動獲利回升，並期待終端需求在總經雜音緩解下釋出，進一步推升鋼價，板鋼廠獲利低谷將在 2Q24 並逐季好轉。

我們推薦切入綠能供應鏈的新光鋼(2031 TT)及 2H24 利差和需求復甦的中鴻(2014 TT)。新光鋼積極朝綠能轉型，推估 2023 年高值化產品佔營收近 30%，預期 2024 年出貨佔比將拉升至 30-35%，目前在手訂單近百億元，產品組合轉佳帶動毛利率穩定向上，長期成長動能無虞；中鴻儘管短期面臨鋼價格修正及成本居高，但考量我們預期獲利低谷將在 2Q24，未來獲利將逐季轉佳，且目前評價偏低具吸引力。

圖 8：美/歐/中鋼價自 10 月低點至 4Q23 未反彈 65%/15%/11%



資料來源：Bloomberg、元大投顧預估



### 4Q23 製藥公司本業穩健，業外認列匯兌損失，獲利大致符合預期

4Q23 學名藥廠獲利 QoQ-43%/YoY+12%，季減主因重磅學名藥出貨較少到美國市場，使得營收規模下降，且營收產品組合較差，年底費用普遍較高，不過既有產品營收持續成長下，整體獲利仍穩健年成長；以研發為主的新藥公司及生物相似藥公司多未獲利，4Q23 生技公司虧損較前季收斂，受惠於已上市新藥銷售持續成長，且費用沒有大幅增加，藥華藥因認列所得稅利益使獲利優於預期。整體而言，4Q23 製藥公司本業穩健，業外認列匯兌損失，獲利大致符合預期。

### 已上市重磅藥品持續成長，新產品上市、併購為製藥公司成長動能

美時近幾季營收受美國血癌藥 Lenalidomide 出貨波動影響，預估美時 1Q24/2Q24 營收 QoQ+23%/+18%(YoY-7%/+12%)、營業利益 13.3 億元/19.4 億元(QoQ+832%/+46%、YoY-20%/+20%)，高毛利率血癌藥 Lenalidomide 在美國限量出貨下逐年成長至 2025 年，帶動美時整體營運成長無虞，預估美時 2024/2025 年 EPS 為 15.94 元/20.58 元，YoY+1%/+29%，後續可關注血癌藥 Midostaurin、特發性肺纖維化用藥 Nintedanib 等困難學名藥在美國的上市時程及營收貢獻。

保瑞於美東時間 4/1 完成 Upsher-Smith 併購案，預估保瑞 1Q24/2Q24 營收 QoQ+3%/+59%(YoY-31%/+66%)、營業利益 12 億元/14.6 億元(QoQ+6%/+21%、YoY-22%/+8%)，符合預期，展望後市，CDMO 業務穩定成長、學名藥新產品取證上市、新併購案，預期帶動保瑞 2024/2025 年營收 YoY+35%/+15%，雖然高毛利率胃食道逆流學名藥 Dexlansoprazole 營收下滑，預期使 2024 年 EPS 年持平在 30.22 元，但 2025 年不須再認列給安成藥原股東的分潤支出，加上併購效益顯現，預估 2025 年 EPS 達 43.65 元，YoY+44%，看法正向。

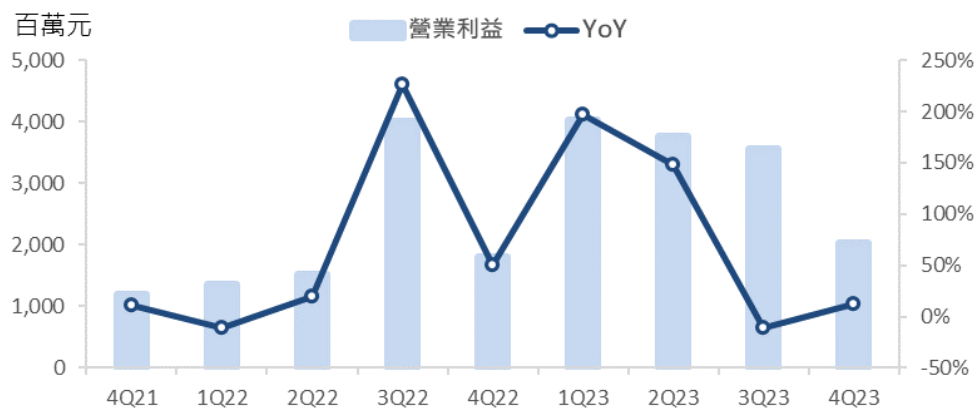
台耀 1Q24 受工作天數影響、膽固醇磷酸鹽結合劑產品組合較差，使得台耀 1Q24 營收 11.34 億元，QoQ-6%/YoY+22%，低於預期 4%，且台耀持有台康 6%股權，台康股價下跌 13%，將使業外認列 2.5 億元金融資產評價損失，預估台耀 1Q24 每股虧損 0.36 元，展望 2Q24，子公司台新藥眼科新藥 APP13007 在美國上市後會再認列 200 萬美元里程碑金，加上原料藥穩定成長，預估台耀 2Q24 營收 QoQ+12%/YoY+17%、EPS 預估為 1.72 元，QoQ 負轉正/YoY+149%，自有針劑學名藥 Eribulin 預計於 3Q24 取得美國藥證為下一動能，預估 2024/2025 年台耀本業 EPS 為 7.19 元/9.04 元，YoY+11%/+26%，看法正向。

藥華藥 1Q24 營收 16.53 億元，QoQ 持平/YoY+86%，季持平主因 1Q24 歐洲銷貨收入較 4Q23 少，低於預期 7%，主因真性紅血球增生症(PV)新藥 Besremi 在美國銷售成長不如預期，展望 2Q24，預期美國用藥人數持續成長，加上歐洲銷貨收入，預估藥華藥 2Q24 營收為 27.8 億元，QoQ+68%/YoY+120%，未來受惠於 PV 新藥採用病患數提升，以及新適應症血小板增生症(ET)的開發。

台康 CDMO 訂單逐漸回升，預估台康 1Q24/2Q24 營收 QoQ-50%/+4%(YoY+7%/+74%)，惟研發費用維持高檔，本業仍虧損，未來可關注 EG12014 美國藥證補件時程，以及 Perjeta 生物相似藥 EG1206A 授權開發計畫。

整體而言，受惠於已上市重磅藥品持續成長、新產品取證，預估製藥產業 1Q24/2Q24 營收 QoQ+6%/+33%(YoY-7%/+39%)、營業利益 26 億元/36 億元(QoQ+153%/+39%、YoY+8%/+47%)，推薦積極併購擴充營運版圖的保瑞，以及自有針劑學名藥開發可期的台耀。

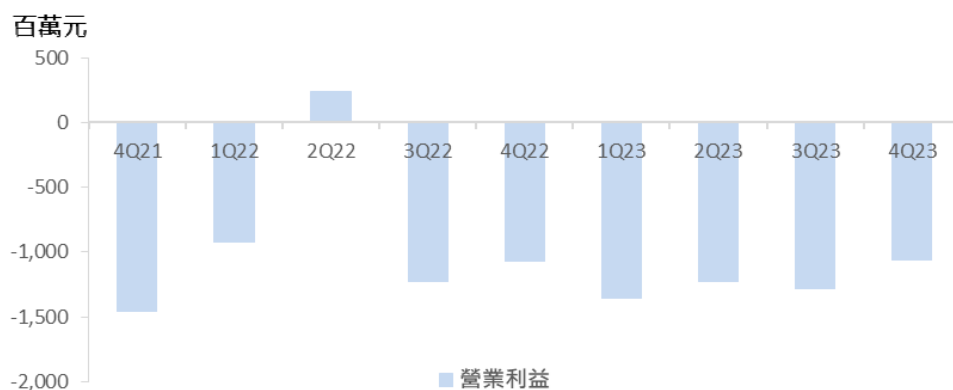
圖 9：學名藥廠/原料藥廠季度營業利益及年增率趨勢



採納公司：1795 美時、6472 保瑞、4105 東洋、1752 南光、4114 健喬、1762 中化生、4746 台耀

資料來源：TEJ、元大投顧整理

圖 10：新藥/生物相似藥公司季度營業利益趨勢



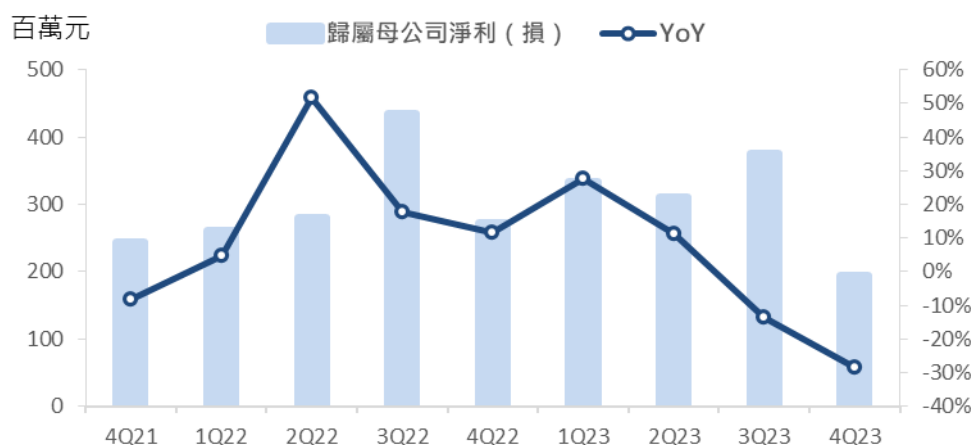
採納公司：6446 藥華藥、4162 智擎、4147 中裕、6576 逸達、4743 合一、6589 台康

資料來源：TEJ、元大投顧整理

### 醫院耗材訂單穩健，血糖檢測外銷業務待拓展，醫材廠營收平淡

4Q23 醫院醫療耗材廠獲利 QoQ-48%/YoY-28%，反映一般性照護耗材出貨持續修正，且業外認列匯兌損失。4Q23 檢測試劑廠商獲利 QoQ-74%/YoY-64%，主因全球疫情趨緩，新冠檢測試劑需求減少，使相關廠商營收、毛利率皆大幅修正，疫情期間跨國參展不易，近期血糖機等其他生化檢測外銷訂單不佳。整體而言，4Q23 醫材廠本業獲利符合預期，不過業外匯兌損失，使得稅後淨利低於預期。醫院醫療耗材訂單穩健，血糖檢測外銷業務待拓展，醫材廠 1Q24 營收 QoQ+3%/YoY-24%，符合預期，預估 2Q24 營收 QoQ+2%/YoY-6%，預估 1Q24/2Q24 營業利益 QoQ+22%/+4%、YoY-35%/+33%，看法中性。

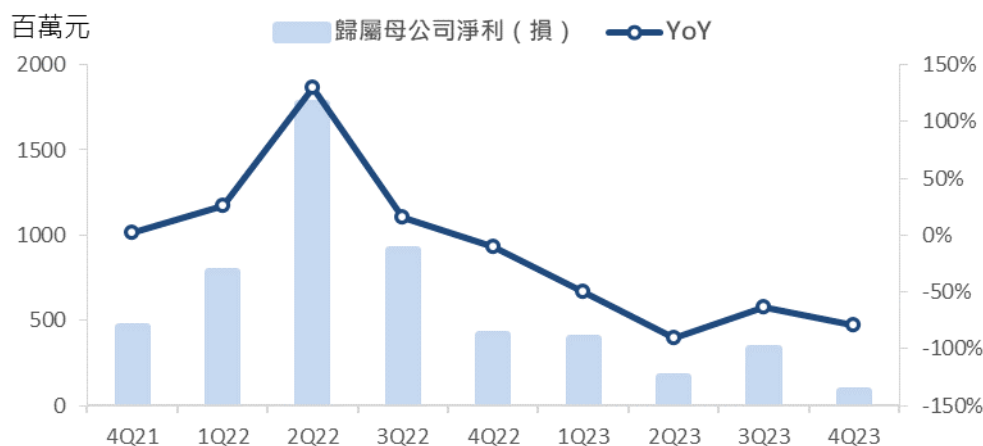
圖 11：醫院醫療耗材廠季度獲利及年增率趨勢



採納公司：4126 太醫、4107 邦特、4163 鐘鈺

資料來源：TEJ、元大投顧整理

圖 12：檢驗試劑廠季度獲利及年增率趨勢



採納公司：4736 泰博、1733 五鼎、4737 華廣、4171 瑞基

資料來源：TEJ、元大投顧整理

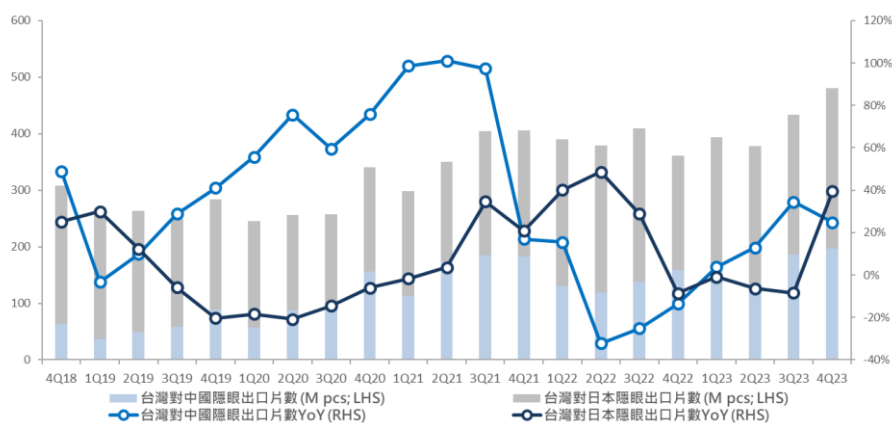
### 中國旺季效益顯現，4Q23 財報優於預期

4Q23 隱形眼鏡廠獲利 QoQ+28%/YoY+9%，優於預期，受惠於中國雙 11 旺季效益，具競爭力廠商產能利用率回升至 80-90%，對廠商毛利率有正面挹注。4Q23 台灣對中國隱眼出口片數 QoQ+6%/YoY+25%，受惠於中國品牌客戶因應雙 11 購物節拉貨旺季。4Q23 台灣對日本隱眼出口片數 QoQ+14%/YoY+39%，受惠於 12 月日本消費旺季。觀察 4Q23 隱形眼鏡產業整體存貨金額為 22.8 億元，QoQ-6%/YoY-3%，反映日本、中國品牌廠需求強勁，代工廠庫存下降。

### 中國市場成長、矽水膠鏡片為動能，預期 1Q24/2Q24 營業利益 YoY+23%/+32%

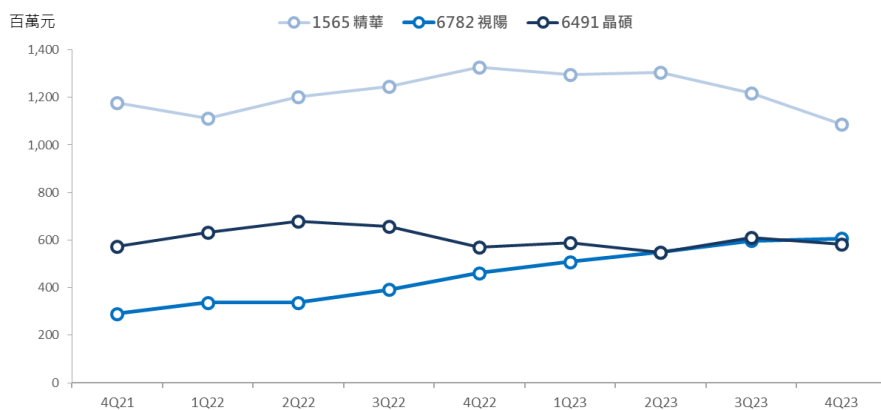
後疫情日本市場穩定成長中個位數，品牌間市佔率或有消長，具競爭力廠商日本營收可望成長雙位數。中國隱形眼鏡需求延續後疫情復甦，加上隱形眼鏡滲透率持續提升，預估 2024 年中國隱形眼鏡市場將成長 15-20%，帶動台灣代工廠訂單成長。隱形眼鏡廠 1Q24 營收 QoQ-5%/YoY+18%，優於預期，主因中國市場需求優於預期，且廠商陸續推出矽水膠新產品，預估 1Q24 營業利益 QoQ-11%/YoY+23%。展望 2Q24，中國、日本市場穩定成長，預估 2Q24 營收 QoQ 持平/YoY+14%、營業利益 QoQ+10%/YoY+32%。晶碩客戶穩健分散，受惠於中國彩片需求復甦，視陽供應客戶完整的矽水膠鏡片產品線，各家代工廠皆致力於開發矽水膠鏡片，以協助客戶從國際四大品牌廠中贏得市佔率，推薦亞洲第一大矽水膠隱形眼鏡廠視陽。

圖 13：台灣對中國/日本出口隱形眼鏡片數趨勢圖



資料來源：TEJ、元大投顧整理

圖 14：晶碩、精華、視陽庫存金額趨勢

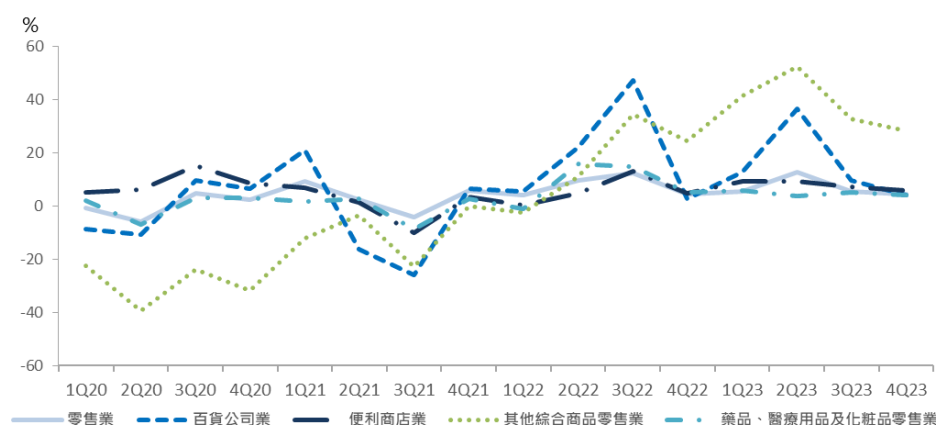


資料來源：TEJ、元大投顧整理

## 4Q23 實體零售表現較佳，2024 年整體零售市場穩健成長

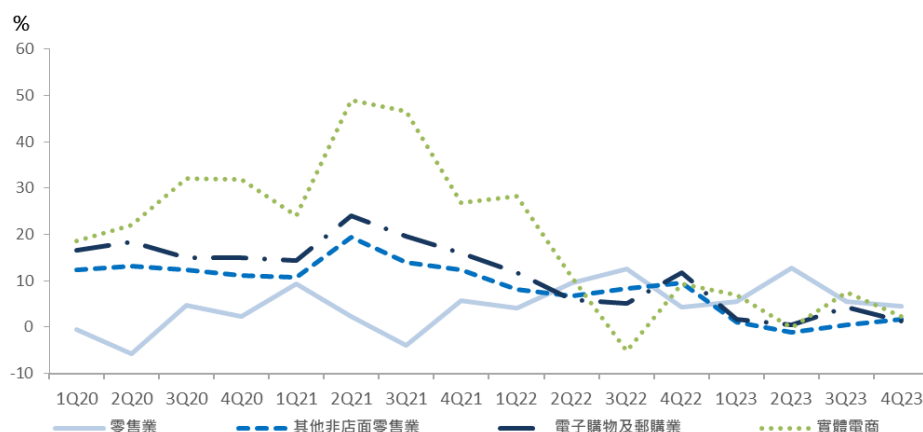
百貨週年慶檔期開跑，4Q23 零售業營業額年增 4.42%，優於預期，其中百貨公司/便利商店/其他綜合商品零售營業額 YoY+4.2%/+6.0%/+28.4%，表現強勁，4Q23 實雅/統一超/全家同店營收 YoY+4.2%/+2~3%/+6~7%，惟快速展店使費用維持高檔，獲利低於預期。民間消費動能延續，實體零售穩健成長，預估 1Q24/2Q24 實體零售業營收 QoQ-1.5%/+3.1%、YoY+6.2%/+6.8%，預估營業利益 44 億元/42 億元(QoQ+16%/-4%、YoY+2%/+2%)。反觀電商在出遊風氣的負面影響下，4Q23 零售業網路銷售額僅年增 2.4%，富邦媒、91APP 營收表現仍優於產業，4Q23 電商業者費用管控得宜，本業獲利符合預期。展望 2024 年，連假天數減少、基期逐漸降低，預期 2Q24 電商銷售可望雙位數年成長，預估電商龍頭業者 1Q24/2Q24 營收 QoQ-15%/+5%(YoY+11%/+13%)、營業利益 11.6 億元/12.4 億元(QoQ-24%/+7%、YoY-3%/+13%)。長期電商滲透率將向 2-3 成靠攏，而後疫情 D2C 電商成長加速，D2C 電商市場還有 6 倍成長空間，由實體品牌通路發展 OMO 帶動，統一超全通路佈局完整，實雅拓展新店型有成，推薦 91APP、實雅、統一超。

圖 15：台灣實體零售營業額年增率趨勢



資料來源：經濟部統計處、元大投顧整理

圖 16：台灣電商營業額年增率趨勢



資料來源：經濟部統計處、元大投顧整理

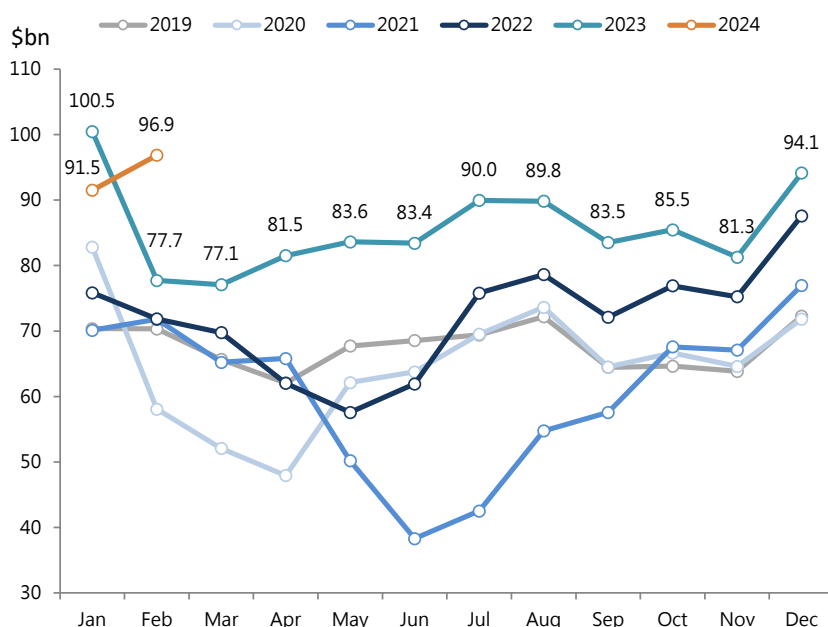
## 原物料價格壓力、大陸地區復甦緩慢，4Q23 獲利不如預期

下半年為餐飲業傳統旺季，4Q23 為年底節慶聚餐旺季，4Q23 餐飲產業營收 2,609 億元，年增 9%，季持平，2023 全年累計營收 1.03 兆元，年增 18.8%，亦較疫情前成長 27%，創下歷年同期新高，顯示國內餐飲市場表現仍強勁，2023 年以來餐飲業每月業績屢創歷年同期新高，顯示國內餐飲市場營收成長動能強勁。

雖營收動能維持強勁，然原物料壓力、人力成本上升、及大陸地區民生消費降級等不利因素仍持續影響餐飲業者獲利表現。王品 4Q23 獲利年增 29.6%至 2.7 億元，主要是 2022 年大陸受疫情影響基期低之外，時逢年底聚餐旺季，使毛利率年增 2.32 個百分點至 45.85%，然受到原物料漲價影響、且大陸復甦不如預期，使毛利率低於研究中心原先預期(46.1%)，營益利益 4.1 億元，較去年成長 57.5%，因費用控管得宜，使營利率優於原先預期，然而受到大陸閉店損失影響，業外虧損大增近 9000 萬元，王品 4Q23 EPS 3.24 元，獲利達成率僅有 86%，低於研究中心預期；展望後市，因台灣地區汰弱留強後，經營綜效持續提升，推出多品牌開發案持續展店，2024 年將維持展店動能，營收成長動能佳，亦將有助於顯著降低租金成本，惟須注意台灣人力成本上升、大陸地區民生消費降級等不利因素延續，研究中心維持中性看待。

展望後市，研究中心預期 1Q24 起營收成長將面臨高基期挑戰，再加上 2024 年連假天數減少將影響聚餐商機(如：1Q23 春節連假長達 10 天，1Q24 春節連假僅 7 天)，預期營收成長動能將轉弱，然因應通膨以及人力成本上漲，餐飲業仍會微幅調升終端售價，預期 2024 年餐飲業營收將僅微幅年增 3.1%。

圖 17：國內餐飲業營收 2023 年屢創同期新高



資料來源：經濟部統計處、元大投顧



## 國際旅客回流帶動住宿率、房價齊揚，4Q23 獲利優於預期

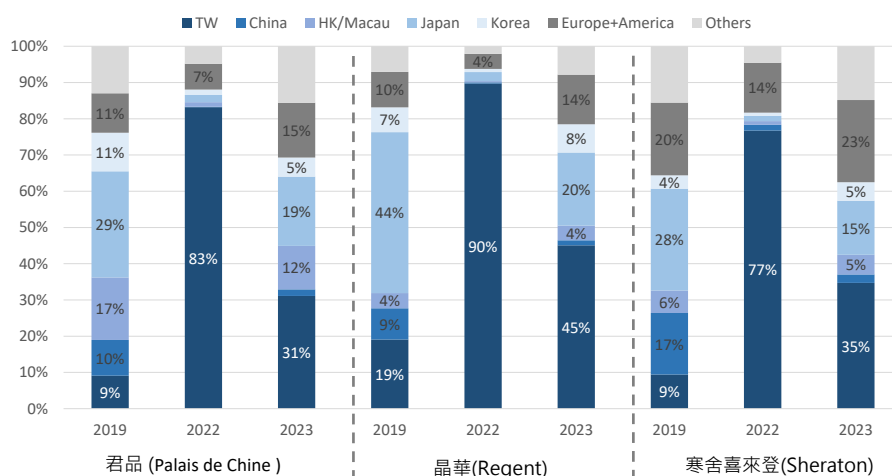
10M22 起台灣邊境解封，2022 年外國旅客入境人次已回升至 90 萬人，2023 年更達 649 萬人，恢復到疫情前的 55%，其中歐美地區已恢復到疫情前近 8 成，港澳地區在 2M23 開放自由行後亦已迅速恢復到疫情前的 68%，惟因 1) 日本、韓國僅恢復 43%/60% (日本回流慢主因日圓貶值、日本國旅優惠等因素影響日本遊客出國意願)；2) 政府仍未開放陸客來台旅遊，使整體旅客回流情形仍有不小的恢復空間。

因都會型飯店 85% 旅客來自外籍旅客，4Q23 旅館業因國際旅客回流帶動住宿率和房價提升，使獲利表現優於預期。

- 雲品 4Q23 獲利 1 億元，年減 16%，EPS 0.95 元，符合研究中心預期。獲利年減主因 1) 獎金提列增加，但部分為一次性，2) 一次性捐贈和行銷廣告費，使營業費用提升至 1.4 億元、高於過往平均 1-1.1 億元，營業利益年減 10% 至 1.4 億元，低於研究中心預期 7%，營業利益率 18.8%，低於研究中心預期 1.4ppts，業外雖有美金定存和美國國庫券投資之匯兌損失約 3,000 萬，然受惠公司債持續轉換，財務成本下降及利息收入增加等正面因素影響優於研究中心預期，使 4Q23 獲利 1 億元，年減 16%，EPS 0.95 元，符合研究中心預期。
- 晶華 4Q23 獲利年增 38.9% 至 4.2 億元，優於研究中心預期 9%，主要是受惠年底尾牙聚餐旺季、接單暢旺，且 4Q22 國境剛解封、基期較低，國際旅客持續回流。台北晶華飯店 4Q23 房價及住宿率已優於疫情前，且優於研究中心預期，使毛利率年增 4.41 個百分點至 39.85%，高於研究中心預期之 38.6%。2023 年國際旅客持續回流，台北晶華飯店房價及住宿率季季增，且 4Q 為觀光業旺季，房價上升至逾 6,000 元、使客房營利率持續往上，推升 4Q23 營利率年增 4.62 個百分點至 30.31%，獲利年增 38.9% 至 4.2 億元，EPS 3.27 元。

展望後市，國際觀光客持續回流，市場樂見 2024 年觀光客完全復甦。研究中心推薦雲品，日月潭雲品整修過後營運續強，台北君品持續受惠國際客回流，研究中心預期 2024 年住宿率可回升至 80%，館外餐飲部分，君品 Collection 持續拓點排程已至 2025 年，2024 年雲品、君品、館外餐飲三大引擎發動後，有望推升 2024 年獲利年增雙位數。

圖 18：疫情前都會型飯店以外籍旅客為主，目前仍有恢復空間



資料來源：交通部觀光局、元大投顧預估

## 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

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>