

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價	67.4 元
目標價	
3 個月	74 元
12 個月	74 元

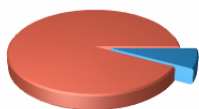
## 近期報告日期、評等及前日股價

11/20/2023	Trading Buy	80.2 元
09/01/2023	Trading Buy	83.4 元

## 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	10,700
市值(億元)	721
目前每股淨值(元)	55.99
外資持股比(%)	5.31
投信持股比(%)	0.22
董監持股比(%)	34.47
融資餘額(張)	31,407
現金股息配發率(%)	30.24

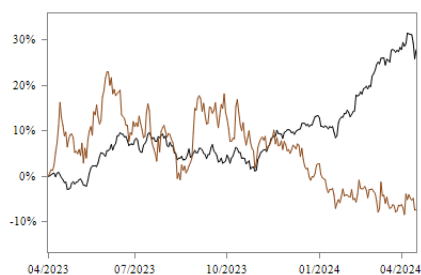
## 產品組合



- 製造及銷售各種汽車及相關零組件: 92.39%
- 其他: 7.61%

## 股價相對大盤走勢

— 2201 — TWSE



## 裕隆(2201 TT)

Trading Buy

獲利能力改善，投資建議維持 Trading Buy。

**投資建議維持 Trading Buy：**2023 年獲利能力已明顯改善，預估 2024 年營運動能向上，整體獲利表現穩定增長。投資建議維持 Trading Buy，目標價 74 元(以 2024 年 EPS 及 PE 15 倍評價)。

**新店裕隆城 2024 年持續貢獻租金收入：**新店裕隆城已於 01/2023 開始認列攤提費用，持續影響裕隆營業費用。而新店裕隆城商場於 09/2023 正式開幕。裕隆集團先前預期商場租金年收入約 3.5~4 億元，因 2024 年營運樂觀，預估 2024 年租金收入可達 4 億元。

**納智捷 n7 車款交車量將於 2024 明顯攀升：**納智捷 Luxgen n7 於 1Q24 已交車 500 輛；由於出廠品質進行嚴格管控，1Q24 交車量較少。04/2024 將開始正常交車，單月交車數可達 1,200~1,500 輛，預計 3Q24 即可消化既有的 9,000 台訂單。Luxgen n7 預計於 05/2024~06/2024 開放第二波訂車。

**2023 年獲利能力明顯改善，2024 年獲利表現穩定增長：**2023 年方面，裕隆日產銷量約 2.4 萬輛，納智捷銷量約 2,400 輛。由於 2022 年認列新安東京防疫險損失，2023 年無此因素影響並有迴轉利益約 7.4 億元，2023 年業外表現明顯改善。2023 年整體獲利獲得明顯改善。2023 年營收 821.21 億元，YoY+6.54%，稅後純益 46.91 億元，轉虧為盈，EPS 4.38 元。2024 年方面，裕隆集團預期新店裕隆城將挹注租金收入 4 億元，且受惠於 n7 車款大量交車、裕日車改款上市、引進新電動車，預估營收動能向上。因無一次性迴轉利益挹注，整體獲利表現呈現穩定增長。預估 2024 年營收 888.13 億元，YoY+8.15%，稅後純益 52.47 億元，YoY+11.86%，EPS 4.90 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	82,121	88,813	96,598	19,052	19,501	20,499	23,068	20,644	21,408	22,363	24,398	22,397
營業毛利淨額	28,862	31,234	33,922	6,943	7,032	7,357	7,533	7,467	7,788	7,957	8,022	8,110
營業利益	8,592	10,792	12,350	2,371	2,290	2,382	1,549	2,722	2,751	2,814	2,506	3,130
稅後純益	4,691	5,247	6,288	1,201	1,094	1,256	1,140	1,379	1,352	1,352	1,164	1,654
稅後 EPS(元)	4.38	4.90	5.88	1.12	1.02	1.17	1.07	1.29	1.26	1.26	1.09	1.55
毛利率(%)	35.15%	35.17%	35.12%	36.42%	36.06%	35.89%	32.66%	36.17%	36.38%	35.58%	32.88%	36.21%
營業利益率(%)	10.46%	12.15%	12.79%	12.45%	11.74%	11.62%	6.72%	13.18%	12.85%	12.58%	10.27%	13.98%
稅後純益率(%)	5.71%	5.91%	6.51%	6.30%	5.61%	6.13%	4.94%	6.68%	6.32%	6.04%	4.77%	7.39%
營業收入 YoY/QoQ(%)	6.54%	8.15%	8.77%	-9.40%	2.36%	5.12%	12.53%	-10.51%	3.70%	4.46%	9.10%	-8.20%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	11.86%	19.84%	N.A	-8.88%	14.79%	-9.20%	20.96%	-1.98%	-0.03%	-13.88%	42.11%

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 107.00 億元計算。

## 裕隆(2201 TT) ESG：

**1.溫室氣體排放：**(1)將氣候變遷議題納入董事會每季報告，功能委員會每半年報告。(2)2030 年減碳 50%，2050 年淨零。(3)溫室氣體排放減量抵減 4.2%/年。(4) 2025 年完成 20.2 MW 佈建，達成廠區綠電佔比 170%。(5) 2030 年公務車及運具 100%電氣化；製程改善及設備效能提升 4.2%/年。(6)用水減量抵減 10%/年。(7)資源循環零廢棄：抵低減售服件包裝材重量 10%/年。(8)每年依照 TCFD 框架對利害關係人揭露氣候資訊。

**2.能源管理：**推動淨零節能減廢、節能九步驟，並建置節能系統。為推動資源永續循環，邁向循環經濟，已擬定資源回收再利用推動計畫，從採購、生產廢棄物及再生各階段，推動物料永續循環，全公司共同推動廢棄物資源化。

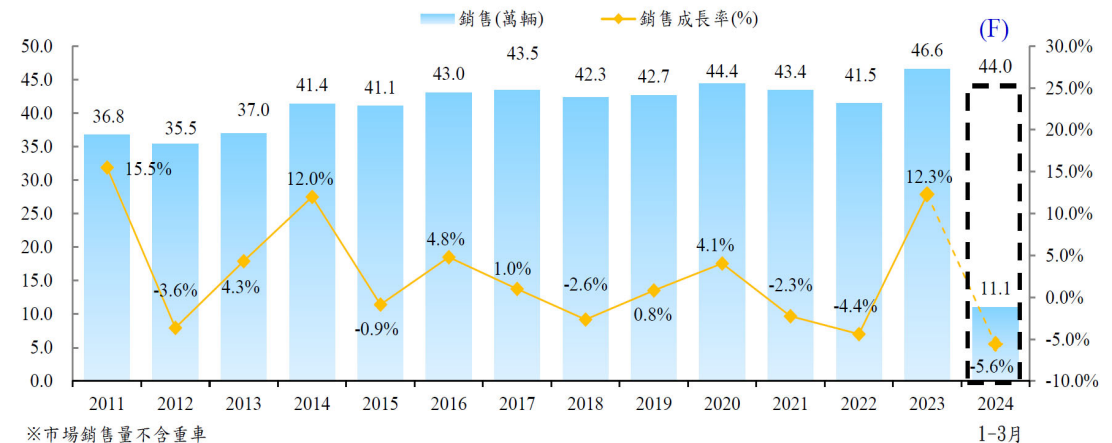
**3.水資源管理：**(1)製程用水，推動水回收再利用及用水最佳化。(2)生活用水，推動節約用水，設置省水裝置。(3)裝設智慧水表，結合看板資訊系統進行水資源管理。(4)減量目標:2023 年單位產品用水量低減 30%(以 2021 年為基準)，降至 7.64 立方公尺/台。

**4.廢棄物管理：**源頭降低產出，產出垃圾落實九大類分類有效資源回收，每年至少低減 4.2%以上。

## 裕隆集團預估 2024 年台灣汽車市場銷售量 44 萬輛，YoY-5.58%：

由於車市需求強勁，進口車大量來車，2023 年台灣汽車市場總銷量(不含重車)46.6 萬輛，YoY+12.3%。01/2024~03/2024 台灣汽車市場總銷量(不含重車) 11.1 萬輛，YoY+1.1%；因各品牌春節前後積極交車，1Q24 銷量較去年同期略為增長。考量台灣近期受到通膨及升息之影響，裕隆集團預估 2024 年台灣汽車市場銷售量 44 萬輛，YoY-5.58%。

表一、台灣汽車市場銷售狀況

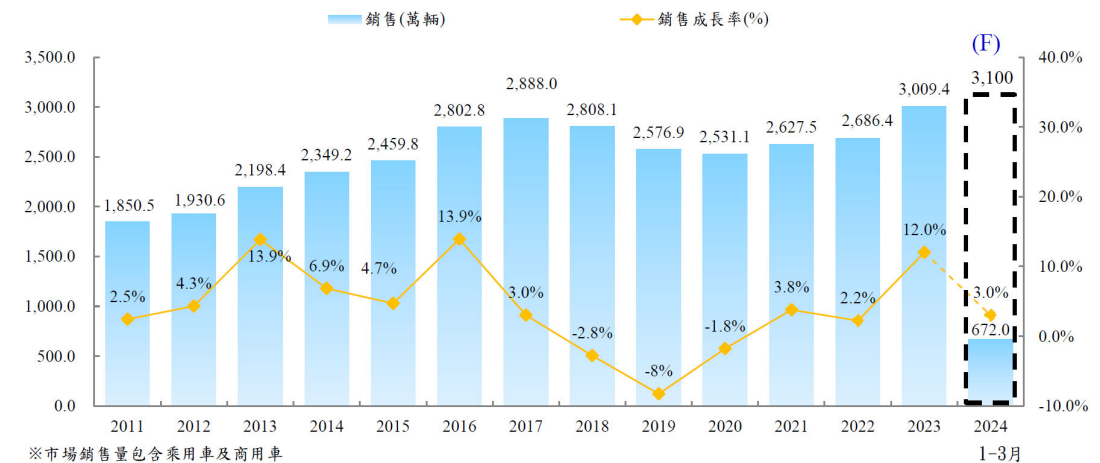


## 2024 年中國汽車市場銷售量預估為 3,100 萬輛，YoY+3.01%：

01/2024~03/2024 中國汽車市場總銷量為 672 萬輛，YoY+10.6%，其中乘用車銷量 568.7 萬輛，YoY+10.7%。由於車用電池中碳酸鋰價格下跌，中國電動車展開新一輪價格戰，且隨著各品牌新車款陸續推出，中國車市呈現穩定增長態勢。2024 年方面，中汽協預估中國汽車市場銷售量 3,100 萬輛，YoY+3.01%。

2024 年 4 月 18 日

表二、中國汽車市場銷售狀況



## 新店裕隆城於 09/2023 正式開幕，2024 年持續貢獻租金收入：

新店裕隆城主體建物樓層為 B3~8F，約為 4.3 萬坪，B1~4F 為誠品商場、5F~6F 為商場、7F~8F 為威秀影廳。商場於 09/2023 正式開幕。新店裕隆城已於 01/2023 開始認列攤提費用，持續影響裕隆營業費用。裕隆集團先前預期新店裕隆城商場租金收入約 3.5~4 億元，因 2024 年營運樂觀，預估 2024 年租金收入可達 4 億元。

## 納智捷 n7 車款交車量將於 2Q24 明顯攀升：

鴻華先進為鴻海(2317 TT)與裕隆(2201 TT)合資設立，鴻海持股 49.92%、裕隆持股 47.96%。鴻華先進營運模式為 CDMS(委託設計製造服務)商業模式，零件生產或整車組裝則交由鴻海或裕隆代工。納智捷 Luxgen n7 車款以鴻華先進 Model C 架構生產，重點細節包含：(1)純電動力技術，五人座純電續航力最高為 505 公里、七人座為 489 公里。30 分鐘快充 10%~80%。(2)長寬高為 4,695、1,895、1,625mm，軸距 2,920mm，分為 5 座及 5+2 座雙車型。(3)數位科技座艙，搭載 12.3 吋數位儀表板及 15.6 吋中控螢幕。(4)空氣力學造型。(5)智慧駕駛輔助，標配 ADAS L2+自動駕駛輔助功能，搭載 AR View+360 度環景、AR 底盤透視等功能。價格則分為(1)5 人純粹版 99.9 萬元。僅開放給 2022 年預定的 2.5 萬名會員，完成繳交萬元預購金則可享此價格並獲得優先交車序位。但這版本未搭載 AR View+、全景式車頂、電動座椅/尾門、車載充電地圖等。(2)5 人亮點版 129.9 萬元。(3)7 人亮點版 134.9 萬元。納智捷 Luxgen n7 於 1Q24 已交車 500 輛；由於出廠品質進行嚴格管控，1Q24 交車量較少。04/2024 將開始正常交車，單月交車數可達 1,200~1,500 輛，預計 3Q24 即可消化既有的 9,000 台訂單。Luxgen n7 預計於 05/2024~06/2024 開放第二波訂車。

## 2023 年獲利能力明顯改善，2024 年獲利表現穩定增長：

2023 年方面，裕隆日產銷量約 2.4 萬輛，納智捷銷量約 2,400 輛。由於 2022 年認列新安東京防疫險損失，2023 年無此因素影響並有迴轉利益約 7.4 億元，2023 年業外表現明顯改善。2023 年整體獲利獲得明顯改善。2023 年營收 821.21 億元，YoY+6.54%，稅後純益 46.91 億元，轉虧為盈，以股本 107.00 億元計算，EPS 4.38 元。

2024 年 4 月 18 日

2024 年方面，裕隆集團預期新店裕隆城將挹注租金收入 4 億元，且受惠於 n7 車款大量交車、裕日車改款上市、引進新電動車，預估營收動能向上。因無一次性迴轉利益挹注，整體獲利表現呈現穩定增長。預估 2024 年營收 888.13 億元，YoY+8.15%，稅後純益 52.47 億元，YoY+11.86%，以股本 107.00 億元計算，EPS 4.90 元。

### 投資建議：

投資建議方面，2023 年獲利能力已明顯改善，預估 2024 年營運動能向上，整體獲利表現穩定增長。投資建議維持 Trading Buy，目標價 74 元(以 2024 年 EPS 及 PE 15 倍評價)。

2024 年 4 月 18 日

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整



2024 年 4 月 18 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	323,863	360,432	387,744	407,194	433,570
流動資產	235,282	270,783	288,249	313,873	364,006
現金及約當現金	15,292	17,301	14,813	18,031	19,855
應收帳款與票據	167,456	202,373	205,820	212,696	231,918
存貨	10,462	9,883	12,923	12,948	13,496
採權益法之投資	28,029	24,244	26,905	23,812	12,092
不動產、廠房設備	35,566	38,905	44,658	44,788	44,918
<b>負債總計</b>	<b>253,163</b>	<b>287,920</b>	<b>298,992</b>	<b>310,243</b>	<b>327,821</b>
流動負債	226,995	253,572	273,705	285,339	303,339
應付帳款及票據	5,094	4,998	4,678	5,103	5,372
非流動負債	26,168	34,348	25,287	24,478	23,788
<b>權益總計</b>	<b>70,700</b>	<b>72,512</b>	<b>88,752</b>	<b>96,951</b>	<b>105,749</b>
普通股股本	<b>10,000</b>	<b>10,000</b>	<b>10,700</b>	<b>10,700</b>	<b>10,700</b>
保留盈餘	36,025	29,851	33,275	41,473	50,271
母公司業主權益	52,652	48,131	59,914	63,663	67,811
<b>負債及權益總計</b>	<b>323,863</b>	<b>360,432</b>	<b>387,744</b>	<b>407,194</b>	<b>433,570</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	-20,195	-29,979	-13,007	13,655	-4,269
稅前純益	9,698	1,380	10,792	12,334	13,912
折舊及攤銷	10,263	11,007	12,020	12,093	12,128
營運資金變動	-28,755	-34,434	-6,807	-6,476	-19,502
其他營運現金	-11,401	-7,932	-29,012	-4,296	-10,808
<b>投資活動現金</b>	-2,608	-2,734	-5,740	-3,089	5,867
資本支出淨額	-863	-722	-1,301	-1,300	-1,300
長期投資變動	-2,545	-3,107	-5,041	-5,000	-5,000
其他投資現金	801	1,095	602	3,211	12,167
<b>籌資活動現金</b>	18,152	34,555	17,961	-8,915	226
長借/公司債變動	62	1,952	-3,808	-808	-689
現金增資	0	0	4,752	0	0
發放現金股利	-2,148	-2,913	-2,995	-1,498	-2,140
其他籌資現金	20,238	35,517	20,012	-6,608	3,056
<b>淨現金流量</b>	-4,745	2,009	-922	1,651	1,824
<b>期初現金</b>	20,037	15,292	17,301	16,380	18,031
<b>期末現金</b>	15,292	17,301	16,380	18,031	19,855

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	78,048	77,079	82,121	88,813	96,598
營業成本	54,627	49,623	53,257	57,579	62,676
<b>營業毛利淨額</b>	23,424	27,456	28,862	31,234	33,922
營業費用	16,288	17,350	20,270	20,442	21,572
<b>營業利益</b>	7,136	10,106	8,592	10,792	12,350
<b>EBITDA</b>	5,199	-5,936	3,362	24,427	26,040
業外收入及支出	2,303	-9,023	1,829	0	0
稅前純益	9,698	1,380	10,792	12,334	13,912
所得稅	1,955	2,568	2,298	2,637	2,975
稅後純益	4,716	-4,697	4,691	5,247	6,288
稅後 EPS(元)	4.41	-4.39	4.38	4.90	5.88
完全稀釋 EPS**	4.41	-4.39	4.38	4.90	5.88

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 107.00【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 107.00 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	-5.51%	-1.24%	6.54%	8.15%	8.77%
營業毛利淨額	25.73%	17.22%	5.12%	8.22%	8.61%
營業利益	N.A	41.63%	-14.99%	25.61%	14.44%
稅後純益	72.15%	N.A	N.A	11.86%	19.84%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	30.01%	35.62%	35.15%	35.17%	35.12%
EBITDA(%)	6.66%	-7.70%	4.09%	27.50%	26.96%
營益率	9.14%	13.11%	10.46%	12.15%	12.79%
稅後純益率	6.04%	-6.09%	5.71%	5.91%	6.51%
總資產報酬率	1.46%	-1.30%	1.21%	1.29%	1.45%
股東權益報酬率	6.67%	-6.48%	5.28%	5.41%	5.95%
<b>償債能力檢視</b>					
負債比率(%)	78.17%	79.88%	77.11%	76.19%	75.61%
負債/淨值比(%)	358.08%	397.07%	336.88%	320.00%	310.00%
流動比率(%)	103.65%	106.79%	105.31%	110.00%	120.00%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	75.04	74.82	78.15	82.00	77.00
應收帳款天數	724.02	875.64	907.14	860.00	840.00

2024 年 4 月 18 日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	21,030	19,052	19,501	20,499	23,068	20,644	21,408	22,363	24,398	22,397	23,114	24,408
營業成本	13,994	12,110	12,469	13,143	15,535	13,177	13,620	14,406	16,376	14,287	14,714	15,760
營業毛利淨額	7,036	6,943	7,032	7,357	7,533	7,467	7,788	7,957	8,022	8,110	8,400	8,648
營業費用	4,774	4,568	4,742	4,975	5,986	4,745	5,038	5,143	5,516	4,980	5,290	5,433
營業利益	2,262	2,371	2,290	2,382	1,549	2,722	2,751	2,814	2,506	3,130	3,110	3,214
業外收入及支出	-3,621	419	590	504	687	0	0	0	0	0	0	0
稅前純益	-1,359	2,790	2,880	2,885	2,236	3,095	3,124	3,187	2,929	3,508	3,488	3,592
所得稅	538	597	609	600	492	665	672	685	615	754	750	772
稅後純益	-2,758	1,201	1,094	1,256	1,140	1,379	1,352	1,352	1,164	1,654	1,588	1,620
最新股本	10,700	10,700	10,700	10,700	10,700	10,700	10,700	10,700	10,700	10,700	10,700	10,700
稅後EPS(元)	-2.58	1.12	1.02	1.17	1.07	1.29	1.26	1.26	1.09	1.55	1.48	1.51

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	33.46%	36.42%	36.06%	35.89%	32.66%	36.17%	36.38%	35.58%	32.88%	36.21%	36.34%	35.43%
營業利益率(%)	10.76%	12.45%	11.74%	11.62%	6.72%	13.18%	12.85%	12.58%	10.27%	13.98%	13.46%	13.17%
稅後純益率(%)	-13.12%	6.30%	5.61%	6.13%	4.94%	6.68%	6.32%	6.04%	4.77%	7.39%	6.87%	6.64%

## QoQ(%)

營業收入淨額	9.04%	-9.40%	2.36%	5.12%	12.53%	-10.51%	3.70%	4.46%	9.10%	-8.20%	3.20%	5.60%
營業利益	-8.35%	4.80%	-3.43%	4.02%	-34.95%	75.68%	1.06%	2.30%	-10.93%	24.91%	-0.65%	3.35%
稅前純益	N.A	N.A	3.22%	0.19%	-22.51%	38.39%	0.94%	2.02%	-8.09%	19.78%	-0.58%	2.99%
稅後純益	N.A	N.A	-8.88%	14.79%	-9.20%	20.96%	-1.98%	-0.03%	-13.88%	42.11%	-3.99%	2.01%

## YoY(%)

營業收入淨額	3.65%	0.08%	10.02%	6.29%	9.69%	8.36%	9.78%	9.09%	5.76%	8.49%	7.97%	9.15%
營業利益	34.77%	-3.39%	-21.62%	-3.52%	-31.53%	14.78%	20.13%	18.15%	61.77%	15.02%	13.07%	14.24%
稅前純益	N.A	-23.26%	N.A	99.52%	N.A	10.90%	8.45%	10.44%	30.99%	13.38%	11.67%	12.73%
稅後純益	N.A	-42.07%	N.A	N.A	N.A	14.88%	23.58%	7.63%	2.08%	19.93%	17.47%	19.86%

註1：稅後EPS以股本107.00億元計算

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。