

# 否極泰來的自行車產業

庫存調整逐漸結束，可望迎來谷底回升

賴季宏

04/30/2024

群益投顧



## 簡報大綱

- 目前台灣自行車業者的庫存調整狀況
- 零組件端對2024年的營運展望
- 自行車雙雄的出貨單價趨勢
- 重點個股

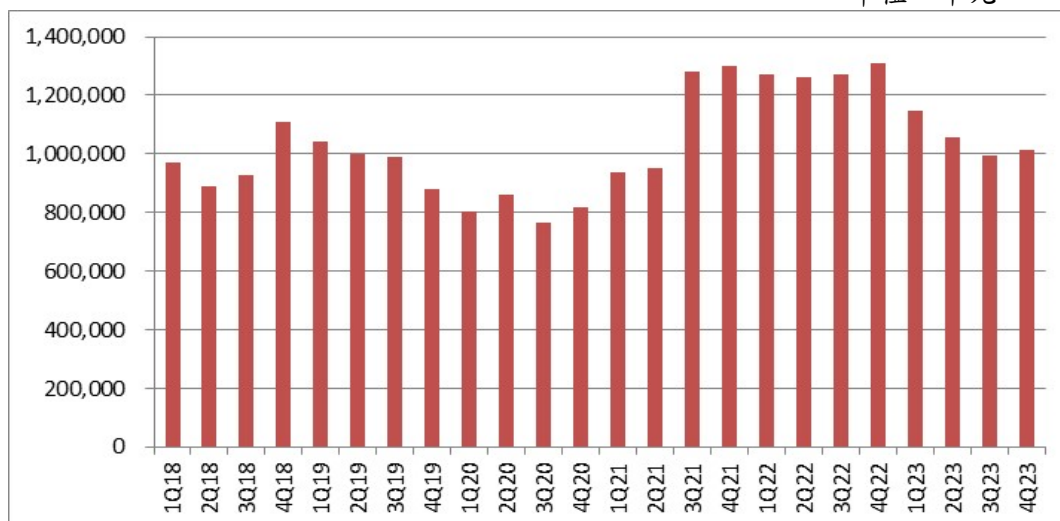
- 自行車產業經歷一年以上的庫存調整，目前已經漸露曙光，2024年的營運獲利可望谷底回升，但目前股價仍在相對谷底，投資機會浮現。
- 上游零件廠桂盟的庫存已在3Q23回落至疫情前的正常水準，並樂觀看待2024年營運成長，為產業釋出正面訊號。
- 變速器大廠Shimano，在1Q24的財報中上修了全年的獲利預估，並維持2024年的營收展望目標，雖然整體外銷營收仍可能下滑，但主要因為歐美地區銷售仍弱。整體2H24銷售將可望明顯優於1H24。
- 依群益對產業的研調，目前中低價車款的庫存仍高，但是高價及電動自行車的庫存調整進度快於平均水準，可望率先完成庫存調整。
- 台系自行車廠以高價車款為主，預期2H24營運即可恢復成長，4Q23為獲利的谷底。
- 推薦個股：美利達、巨大、桂盟。

## 桂盟庫存調整已經結束

- 桂盟的庫存調整已經在3Q23完成，庫存水位回到疫情前的正常區間。自行車上游零件的庫存調整已經結束。

桂盟庫存水位金額

單位：千元

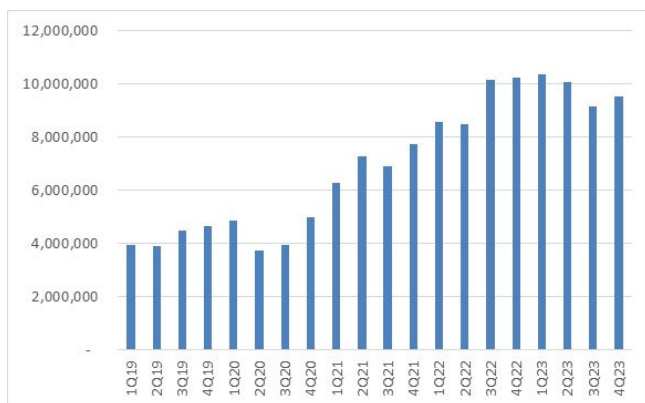


## 自行車雙雄庫存仍在下降中

- 疫情期間建立的大量庫存雖持續減少，但目前仍未完全消化完畢。成車市場的庫存仍在去化中，但今年銷售旺季時可望完成。

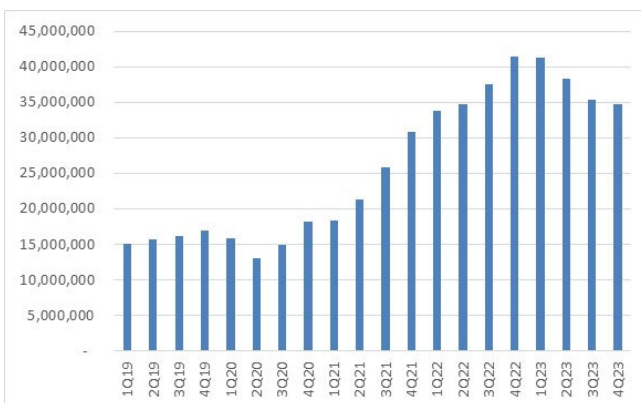
美利達庫存水準變化

單位：千元



巨大庫存水準變化

單位：千元



資料來源：美利達、巨大

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## SHIMANO財測的隱藏亮點

- Shimano最新2024年展望中，雖然對2024年總體的自行車零件營收看法維持下降1成的預期，但台灣在2H24有明顯的成長，與高階市場2H24復甦的看法吻合。

Shimano營收及2024年展望

單位：百萬日元

自行車零件	2023結果		2024展望	
	1H23	2H23	1H24	2H24
日本	5,779	4,915	4,000	5,000
海外總和	199,208	154,778	138,000	178,000
歐洲	112,781	73,865	65,000	88,000
中國	28,540	35,125	35,000	33,000
台灣	23,784	18,268	14,000	26,000

資料來源：Shimano

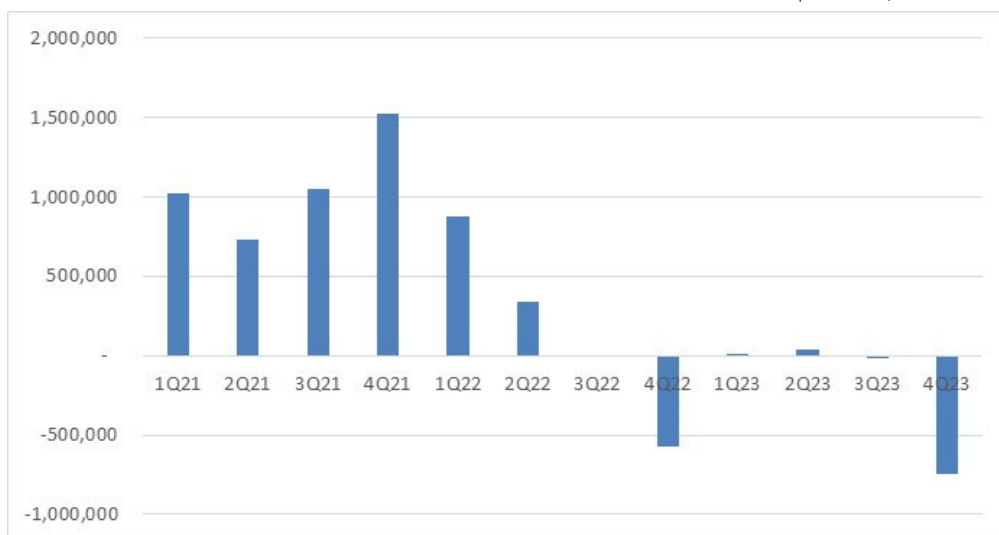
Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## SBC對美利達的貢獻可望回升

- 疫情前美利達一年認列自SBC的獲利約可有7~10億元的水準，近五季因SBC進行打折促銷壓低獲利，預期2024年SBC獲利可落底回升。

美利達認列自SBC獲利

單位：千元



資料來源：美利達

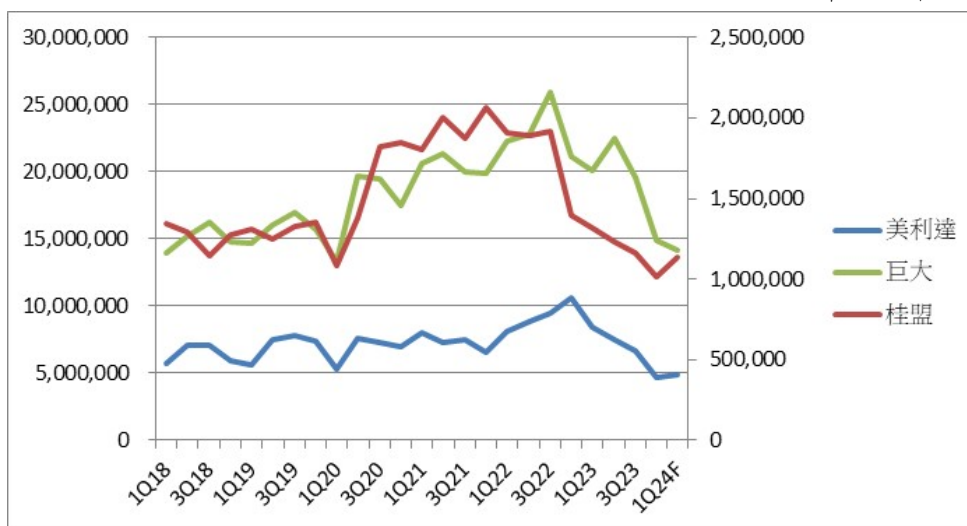
Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 桂盟營收可望率先復甦

- 桂盟的營收已率先回升，以零件營收約略領先成車一到二季的常態評估，預期美利達、巨大將隨後跟上。

自行車業者營收趨勢

單位：千元



資料來源：桂盟、巨大、美利達

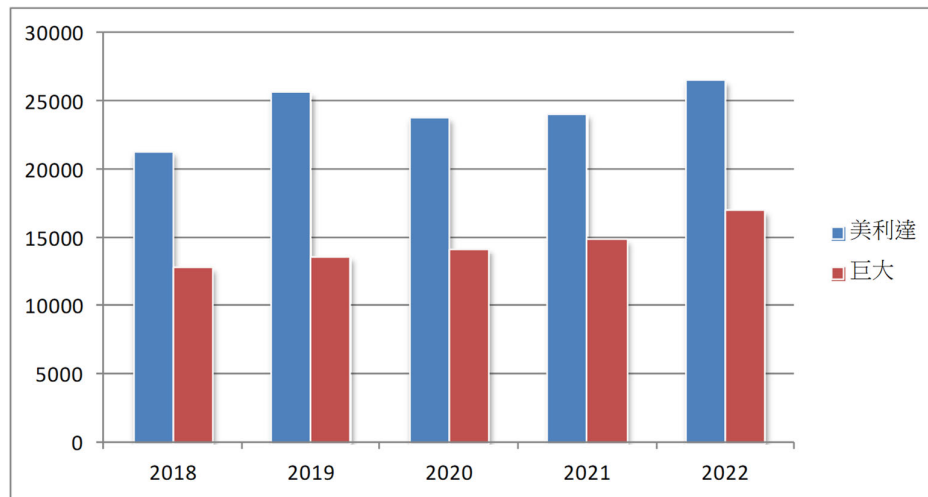
Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 自行車雙雄的ASP趨勢

- 自行車雙雄的出貨單價趨勢長期向上，且美利達的ASP穩定高於巨大，顯示兩者在產品定位上的不同。

美利達、巨大的ASP

單位：新台幣元



資料來源：美利達、巨大

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 台北自行車展為年度重要展事

- 3月初舉辦的台北自行車展，參展的廠商與攤位均較去年明顯成長。展期現場氛圍及詢價狀況也佳，整體自行車業銷售可望落底。

時間	展場	時間	展場
2024/3/6	台北自行車展	2024/5/5	中國國際自行車展(上海)
2024/3/20	EUROBIKE展(伊斯坦堡)	2024/5/31	美國丹佛電動車展
2024/4/6	日本自行車展	2024/6/23	法國巴黎自行車展
2024/4/18	加州自行車展	2024/7/3	德國法蘭克福自行車展
2024/4/19	印度國際自行車展	2024/9/24	台中自行車週
2024/4/19	英國自行車展	2024/11/5	米蘭車展(義大利)
2024/4/30	亞洲自行車展(印尼雅加達)	2024/12/5	科隆兩輪車展(德國)

資料來源：市場收集

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 重點個股



### 美利達(9914 TT)： Buy

目標價250.0元

- 高階自行車與電動自行車因庫存去化較順利美利達台灣廠的稼動率在1Q24開始逐漸提升並在2H24出貨大幅成長以因應新年度車款的訂單需求。
- SBC降價促銷加快銷售，但也造成獲利下滑目前庫存狀況已較2023年初明顯好轉，可預期2024年各車種的打折幅度會開始出現落差銷售較佳的高階車種折扣將率先結束。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	27,261	31,230	34,072	8,387	7,459	6,688	4,727	5,864	8,118	9,440	7,809	6,388
營業毛利淨額	5,624	5,948	6,208	1,435	1,381	1,230	1,068	1,097	1,633	1,826	1,391	1,115
營業利益	3,386	3,652	3,759	967	979	867	573	689	1,077	1,165	721	662
稅後純益	1,692	3,089	3,848	565	672	758	-303	527	864	1,069	630	674
稅後EPS(元)	5.66	10.33	12.87	1.89	2.25	2.54	-1.01	1.76	2.89	3.57	2.11	2.25
毛利率(%)	20.63%	19.05%	18.22%	18.91%	20.70%	19.69%	24.90%	18.71%	20.12%	19.35%	17.82%	17.45%
營業利益率(%)	12.42%	11.69%	11.03%	11.53%	13.13%	12.96%	12.13%	11.75%	13.26%	12.35%	9.24%	10.36%
稅後純益率(%)	6.21%	9.89%	11.29%	6.74%	9.01%	11.34%	-6.42%	8.99%	10.64%	11.32%	8.06%	10.55%
營業收入YoY/QoQ(%)	-26.33%	14.56%	9.10%	-20.96%	-11.06%	-10.34%	-29.33%	24.05%	38.44%	16.29%	-17.28%	-18.19%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-50.08%	82.58%	24.58%	85.63%	18.86%	12.88%	N.A	N.A	63.91%	23.75%	-41.08%	6.97%

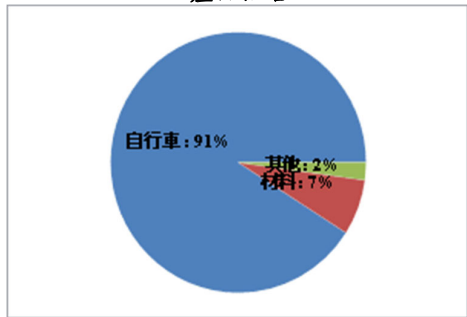
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本29.90億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

## 重點股：巨大(9921 TT)

- 2022電動車的出貨80.3萬台，YoY+10.76%。2023年電動自行車的出貨量估降至65萬台，YoY-19.05%，主因歐美市場出貨量下滑，預期2H24至2025年的出貨將可回升。
- 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。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	76,954	77,638	83,551	20,119	22,464	19,517	14,853	15,713	21,278	22,418	18,229	16,738
營業毛利淨額	16,973	16,906	18,527	4,405	4,674	4,189	3,706	3,276	4,624	5,008	3,998	3,475
營業利益	4,709	5,332	6,541	1,690	1,573	1,168	278	455	1,749	1,989	1,139	642
稅後純益	3,401	3,701	4,328	836	1,182	1,103	281	331	1,215	1,362	793	392
稅後EPS(元)	8.67	9.44	11.04	2.13	3.01	2.81	0.72	0.84	3.10	3.47	2.02	1.00
毛利率(%)	22.06%	21.78%	22.17%	21.89%	20.81%	21.46%	24.95%	20.85%	21.73%	22.34%	21.93%	20.76%
營業利益率(%)	6.12%	6.87%	7.83%	8.40%	7.00%	5.99%	1.87%	2.89%	8.22%	8.87%	6.25%	3.84%
稅後純益率(%)	4.42%	4.77%	5.18%	4.15%	5.26%	5.65%	1.89%	2.11%	5.71%	6.07%	4.35%	2.34%
營業收入YoY/QoQ(%)	-16.39%	0.89%	7.62%	-4.96%	11.65%	-13.12%	-23.90%	5.79%	35.42%	5.36%	-18.69%	-8.18%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-41.80%	8.81%	16.95%	292.36%	41.41%	-6.71%	-74.52%	17.91%	266.88%	12.03%	-41.79%	-50.60%

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

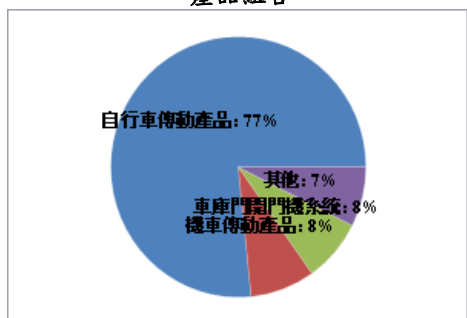
資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 重點股：桂盟(5306 TT)

- 桂盟的庫存在3Q23已經下降到9.94億元，已是2019年的水準，正式宣告自行車產業在 upstream 的零組件端，庫存調整已經完成。
- 零件廠庫存調整時間早於整車廠，目前庫存水位已經回到疫情前的正常水準，顯示自行車產業庫存調整已接近完成。預期2H24有顯著的成長。機車、車庫門、汽車等產品線，也可望在2024年成長。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	4,730	5,239	5,978	1,314	1,234	1,162	1,020	1,138	1,288	1,456	1,357	1,264
營業毛利淨額	1,841	2,121	2,453	552	486	418	385	419	523	612	567	508
營業利益	930	1,187	1,584	312	285	192	141	195	292	369	331	297
稅後純益	742	893	1,241	245	220	159	118	150	214	277	251	229
稅後EPS(元)	5.89	7.09	9.85	1.94	1.74	1.27	0.94	1.19	1.70	2.20	1.99	1.82
毛利率(%)	38.92%	40.49%	41.04%	42.02%	39.35%	35.96%	37.78%	36.81%	40.63%	42.04%	41.77%	40.19%
營業利益率(%)	19.65%	22.66%	26.50%	23.78%	23.05%	16.51%	13.80%	17.14%	22.67%	25.31%	24.42%	23.48%
稅後純益率(%)	15.68%	17.04%	20.77%	18.62%	17.80%	13.72%	11.57%	13.18%	16.65%	19.03%	18.51%	18.15%
營業收入YoY/QoQ(%)	-33.53%	10.74%	14.11%	-5.96%	-6.07%	-5.86%	-12.17%	11.48%	13.19%	13.10%	-6.81%	-6.89%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-61.41%	20.34%	39.05%	-17.44%	-10.21%	-27.44%	-25.96%	27.05%	42.99%	29.27%	-9.40%	-8.69%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本12.60億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

# 投資評等及免責聲明

## 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 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

## 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。