

2024 年 5 月 10 日

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價 53.0 元
目標價
3 個月 66 元
12 個月 66 元

堤維西(1522 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

1Q24 獲利表現亮眼，投資建議調升至 Buy。

投資建議調升至 Buy：(1) 1Q24 獲利表現亮眼，EPS 1.83 元，為單季歷史新高且超乎市場預期。(2) 受惠於北美保險業者 State Farm 擴大採用 AM 件，且 CAPA 認證之產品毛利率較高，將有助於帶動堤維西營運表現。(3) 目前評價相對偏低，且近期市場資金回流 AM 題材，有助拉升評價表現。考量上述理由，投資建議調升至 Buy，目標價 66 元(以 2024 年 EPS 及 PE 12.5 倍評價)。

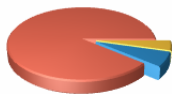
1Q24 營收 51.16 億元，QoQ+6.53%，稅後純益 6.28 億元，QoQ+151.39%，EPS 1.83 元：1Q24 方面，雖受農曆春節假期影響，工作天數相對短少，但因是北美 AM 市場旺季，且有部分訂單遞延至 01/2024 出貨，1Q24 營收 51.16 億元，QoQ+6.53%、YoY+8.63%。獲利能力方面，1Q24 毛利率 30.15%，維持 4Q23 高檔水準，且因營業費用相對較低，營業利益 7.14 億元，QoQ+27.94%、YoY+82.47%。因業外有匯兌利益挹注，業外淨收入由 4Q23 的 -2.43 億元上升至 1.23 億元。稅後純益 6.28 億元，QoQ+151.39%、YoY+211.74%，EPS 1.83 元。2Q24 方面，預估營收表現平穩，但受到毛利率略降、營業費用上升影響，本業獲利將相對季減，但能較大幅年增。因業外較無匯兌利益挹注，預估整體獲利同樣呈現季減、年增態勢。

預估 2024 年 203.58 億元，YoY+5.60%，稅後純益 18.22 億元，YoY+66.64%，EPS 5.31 元：2024 年方面，受惠於北美 AM 市場穩定增長，且美國前二大車險公司 State Farm 從 12/2022 宣布擴大使用 AM 碰撞件(從 2 州擴大至全美 47 州，且自 06/26/2023 起，加州、亞利桑那州全面使用 AM 件)，有助於北美 AM 市場需求持續增長。而 CAPA 認證之產品利潤率較高，將帶動毛利率表現。在此趨勢帶動下，預估堤維西 2024 年營收 203.58 億元，YoY+5.60%，呈現穩定增長態勢。獲利能力方面，由於產品組合優化，毛利率於 2023 年逐季攀升，預估 2024 年延續此趨勢，毛利率提升至 29.27%，營業利益 24.27 億元，YoY+38.92%。因受匯率因素影響，業外淨收入相對提升，稅率維持穩定，預估稅後純益 18.22 億元，YoY+66.64%，EPS 5.31 元。

公司基本資訊

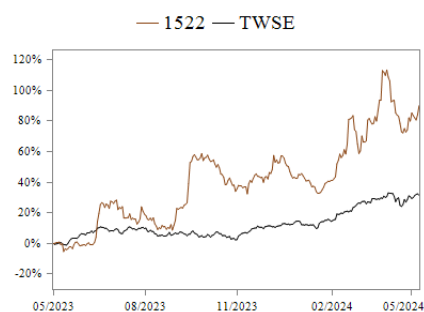
目前股本(百萬元) 3,429
市值(億元) 182
目前每股淨值(元) 26.76
外資持股比(%) 18.23
投信持股比(%) 0.02
董監持股比(%) 24.14
融資餘額(張) 8,710
現金股息配發率(%) 60.42

產品組合



■ 汽車類:89.21%
■ 其他類:6.47%
■ 機車類:4.32%

股價相對大盤走勢



(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	19,278	20,358	20,867	4,710	4,801	4,964	4,802	5,116	5,039	5,055	5,147	5,204
營業毛利淨額	5,168	5,958	6,282	1,154	1,216	1,332	1,467	1,543	1,443	1,451	1,521	1,590
營業利益	1,747	2,427	2,617	391	353	445	558	714	551	557	605	755
稅後純益	1,093	1,822	1,847	201	273	369	250	628	382	387	424	540
稅後 EPS(元)	3.19	5.31	5.39	0.59	0.80	1.08	0.73	1.83	1.11	1.13	1.24	1.57
毛利率(%)	26.81%	29.27%	30.11%	24.49%	25.32%	26.84%	30.55%	30.15%	28.63%	28.71%	29.55%	30.56%
營業利益率(%)	9.06%	11.92%	12.54%	8.30%	7.35%	8.97%	11.61%	13.95%	10.93%	11.03%	11.76%	14.52%
稅後純益率(%)	5.67%	8.95%	8.85%	4.28%	5.68%	7.44%	5.20%	12.28%	7.58%	7.66%	8.24%	10.37%
營業收入 YoY/QoQ(%)	0.37%	5.60%	2.50%	-4.38%	1.94%	3.38%	-3.25%	6.53%	-1.50%	0.32%	1.81%	1.10%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	17.22%	66.64%	1.41%	48.23%	35.32%	35.37%	-32.31%	151.39%	-39.18%	1.35%	9.53%	27.24%

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 34.29 億元計算。

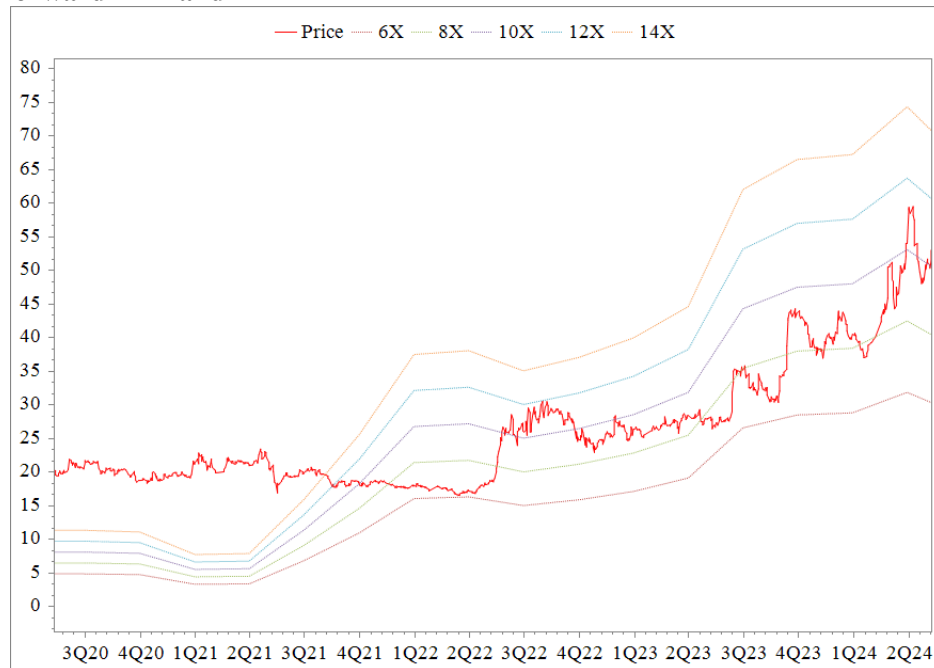
2024 年 5 月 10 日

堤維西(1522 TT) ESG：

溫室氣體排放方面，1.對於因應氣候變遷或溫室氣體管理之策略：(1)短期計畫。進行溫室氣體盤查，以明確掌握現況，設定減碳短中長期目標。排程優化建置、異常模具每年持續改善。(2)中期計畫。設定基準年與減量目標，持續導入節能措施，降低溫室氣體排放總量。預計導入再生能源建置(太陽能發電自用)及進行廠務節能設備汰換。(3)長期計畫。增設儲電設備。2.企業溫室氣體排放量減量目標：短期目標為單位產品用碳排量削減 3% (以 2022 年為基準年碳排量)。(2)中期目標為 2025 年下降 5%。長期目標為 2030 年下降 10%。3.企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫，包含製程設備汰舊換新、使用高效節能伺服馬達、使用符合環保冷煤、公務車汰換油車改電車、預計導入再生能源建置規劃、導入運輸管理系統等。**能源管理**方面，將導入能源管理系統及能源效率高的設備，以提升能源使用效率，並將製程原料持續進行回收再利用。**水資源管理**方面，將持續維持回收再利用之理念，並逐步朝多元水源之目標邁進，以期降低缺水導致減產甚至損壞設備之風險，將水資源的衝擊減到最低。**廢棄物管理**方面，實施源頭減量及持續資源回收再利用。

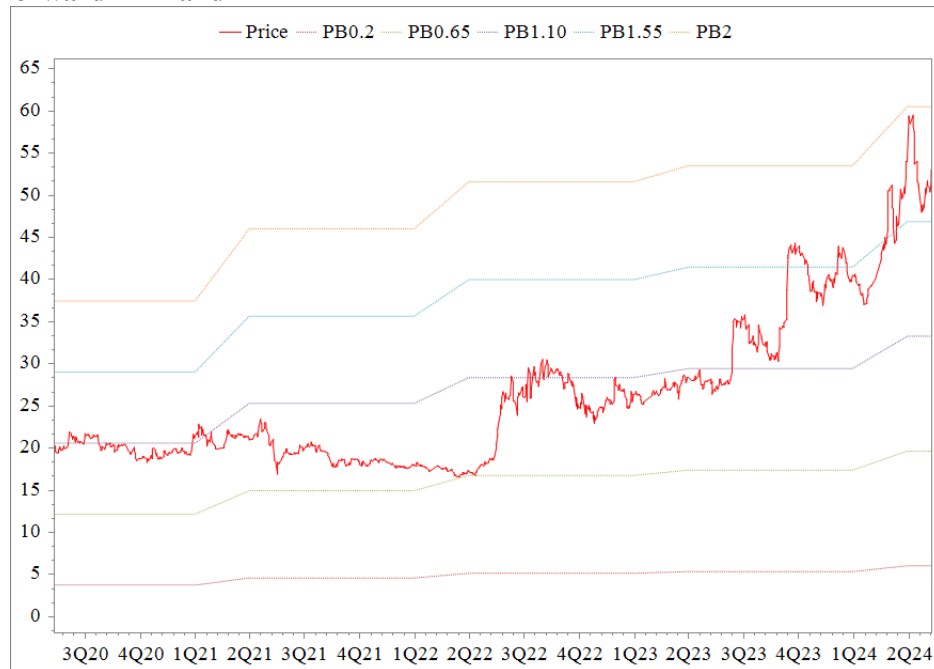
2024 年 5 月 10 日

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 5 月 10 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	24,055	26,046	25,831	27,532	28,507
流動資產	9,889	11,694	11,189	12,761	13,322
現金及約當現金	899	1,855	1,858	2,071	2,186
應收帳款與票據	2,780	3,452	3,471	3,557	3,647
存貨	5,579	5,981	5,248	5,641	5,787
採權益法之投資	1,966	2,090	2,007	1,984	2,051
不動產、廠房設備	7,924	8,017	8,186	8,386	8,586
負債總計	15,864	16,876	16,316	16,735	16,872
流動負債	7,555	8,284	8,568	9,816	10,248
應付帳款及票據	3,193	2,854	3,093	3,140	3,173
非流動負債	8,309	8,592	7,748	6,872	6,544
權益總計	8,191	9,170	9,515	10,797	11,636
普通股股本	3,129	3,129	3,129	3,129	3,129
保留盈餘	2,233	2,998	3,442	4,725	5,563
母公司業主權益	7,890	8,846	9,176	10,371	11,123
負債及權益總計	24,055	26,046	25,831	27,532	28,507

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	438	1,378	3,852	4,037	4,214
稅前純益	329	1,268	1,504	2,471	2,511
折舊及攤銷	1,670	1,630	1,644	1,677	1,717
營運資金變動	-1,486	-1,414	955	-432	-203
其他營運現金	-76	-105	-250	321	188
投資活動現金	-1,235	-1,286	-1,932	-2,051	-2,248
資本支出淨額	-1,075	-1,244	-1,829	-2,000	-2,000
長期投資變動	-130	-22	-74	-100	-100
其他投資現金	-31	-20	-29	49	-148
籌資活動現金	789	625	-1,943	-1,773	-1,852
長借/公司債變動	362	816	-596	-875	-327
現金增資	1,496	0	0	0	0
發放現金股利	-187	-180	-622	-626	-1,095
其他籌資現金	-882	-11	-726	-271	-428
淨現金流量	-91	957	3	213	115
期初現金	990	899	1,855	1,858	2,071
期末現金	899	1,855	1,858	2,071	2,186

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	16,577	19,207	19,278	20,358	20,867
營業成本	13,569	15,023	14,109	14,400	14,585
營業毛利淨額	3,007	4,184	5,168	5,958	6,282
營業費用	2,579	3,297	3,422	3,531	3,665
營業利益	429	887	1,747	2,427	2,617
EBITDA	2,132	3,100	3,435	4,148	4,229
業外收入及支出	-99	381	-243	44	-105
稅前純益	329	1,268	1,504	2,471	2,511
所得稅	93	266	348	563	578
稅後純益	193	933	1,093	1,822	1,847
稅後 EPS(元)	0.56	2.72	3.19	5.31	5.39
完全稀釋 EPS**	0.56	2.72	3.19	5.31	5.39

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 34.29【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 34.29 億元計算

比率分析

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

成長力分析(%)

營業收入淨額	14.75%	15.87%	0.37%	5.60%	2.50%
營業毛利淨額	5.25%	39.12%	23.53%	15.27%	5.44%
營業利益	60.87%	106.86%	96.99%	38.92%	7.83%
稅後純益	-26.41%	382.50%	17.22%	66.64%	1.41%

獲利能力分析(%)

毛利率	18.14%	21.78%	26.81%	29.27%	30.11%
EBITDA(%)	12.86%	16.14%	17.82%	20.38%	20.27%
營益率	2.59%	4.62%	9.06%	11.92%	12.54%
稅後純益率	1.17%	4.86%	5.67%	8.95%	8.85%
總資產報酬率	0.80%	3.58%	4.23%	6.62%	6.48%
股東權益報酬率	2.36%	10.17%	11.49%	16.87%	15.88%

償債能力檢視

負債比率(%)	65.95%	64.79%	63.17%	60.78%	59.18%
負債/淨值比(%)	193.67%	184.04%	171.48%	155.00%	145.00%
流動比率(%)	130.90%	141.17%	130.59%	130.00%	130.00%

其他比率分析

存貨天數	134.11	140.43	145.25	138.00	143.00
應收帳款天數	58.67	59.22	65.54	63.00	63.00

2024 年 5 月 10 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	4,925	4,710	4,801	4,964	4,802	5,116	5,039	5,055	5,147	5,204	5,188	5,182
營業成本	3,707	3,556	3,586	3,632	3,335	3,573	3,597	3,604	3,626	3,613	3,659	3,645
營業毛利淨額	1,219	1,154	1,216	1,332	1,467	1,543	1,443	1,451	1,521	1,590	1,529	1,537
營業費用	877	763	863	887	909	829	892	894	916	835	920	920
營業利益	342	391	353	445	558	714	551	557	605	755	610	617
業外收入及支出	-106	-98	19	80	-243	123	-26	-26	-26	-26	-26	-26
稅前純益	236	293	371	525	314	837	524	531	579	729	583	591
所得稅	87	74	83	136	55	187	121	122	133	168	134	136
稅後純益	136	201	273	369	250	628	382	387	424	540	428	433
最新股本	3,429	3,429	3,429	3,429	3,429	3,429	3,429	3,429	3,429	3,429	3,429	3,429
稅後EPS(元)	0.40	0.59	0.80	1.08	0.73	1.83	1.11	1.13	1.24	1.57	1.25	1.26

獲利能力(%)

毛利率(%)	24.74%	24.49%	25.32%	26.84%	30.55%	30.15%	28.63%	28.71%	29.55%	30.56%	29.48%	29.66%
營業利益率(%)	6.95%	8.30%	7.35%	8.97%	11.61%	13.95%	10.93%	11.03%	11.76%	14.52%	11.75%	11.91%
稅後純益率(%)	2.76%	4.28%	5.68%	7.44%	5.20%	12.28%	7.58%	7.66%	8.24%	10.37%	8.24%	8.36%

QoQ(%)

營業收入淨額	5.49%	-4.38%	1.94%	3.38%	-3.25%	6.53%	-1.50%	0.32%	1.81%	1.10%	-0.30%	-0.11%
營業利益	305.80%	14.29%	-9.81%	26.27%	25.24%	27.94%	-22.83%	1.22%	8.60%	24.79%	-19.28%	1.26%
稅前純益	-32.83%	24.34%	26.75%	41.38%	-40.12%	166.13%	-37.35%	1.28%	9.03%	25.92%	-19.98%	1.32%
稅後純益	-54.37%	48.23%	35.32%	35.37%	-32.31%	151.39%	-39.18%	1.35%	9.53%	27.24%	-20.78%	1.38%

YoY(%)

營業收入淨額	14.35%	2.23%	-4.08%	6.31%	-2.50%	8.63%	4.96%	1.85%	7.17%	1.71%	2.95%	2.51%
營業利益	241.18%	81.98%	43.71%	428.18%	63.01%	82.47%	56.12%	25.14%	8.52%	5.85%	10.72%	10.77%
稅前純益	59.94%	-23.52%	24.77%	49.66%	33.42%	185.55%	41.14%	1.11%	84.10%	-12.89%	11.26%	11.30%
稅後純益	11.38%	-26.71%	21.85%	23.90%	83.82%	211.74%	40.12%	4.91%	69.75%	-14.08%	11.90%	11.93%

註1：稅後EPS以股本34.29億元計算

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。