

聯合

(4129.TWO/4129 TT)

歐美市場進入快速擴張期

增加持股 · 維持

收盤價 May 29 (NT\$)	94.40
12 個月目標價 (NT\$)	132.0
前次目標價 (NT\$)	106.0
調升 (%)	24.5
上漲空間 (%)	39.8

焦點內容

1. 美歐地區成長迅速。
2. 市場經營策略靈活。
3. 3-5 年內聯合會先以擠進全球前 10 為目標，挑戰年營收達 2 億美元。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	9.09 / 281.4
流通在外股數 (百萬股)：	96.26
外資持有股數 (百萬股)：	14.00
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.93
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	62.70 - 106.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-4.9	6.1	54.8
相對表現 (%)	-19.1	-18.6	24.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.46A	0.32A	1.01A	1.05A
2023	0.85A	0.97A	1.30A	1.42A
2024	0.98A	1.06F	1.30F	1.47F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

陳宣甫
886 2 2181 8724
hsuan.chen@kgi.com

孫瑞隆
886 2 2181 8745
sean.sun@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

重要訊息

聯合骨科營運持續成長，1Q24 營收 10.66 億，創歷史第一季新高，YoY +15%，營業利益 1.25 億，YoY +23%，業外損益 70 萬，YoY +104%，淨利 9,375 萬，YoY +41%，因有特別股轉換與可轉換公司債全部轉換，股權稀釋後 EPS 0.98，目前聯合骨科的年營收約為 1 億美元，中期目標是實現年營收 2 億美元，並進入全球前十大廠商。

評論及分析

美歐地區成長迅速。歐洲、美國、日本和台灣營收持續增長。1Q24 市場占比為歐洲 33%、台灣 22%、美國 18%、子公司 8%、日本 6%、中國 4%；地區營收增幅則為台灣+18%，美國+30%，歐洲+12%，日本+36%，國際-1%，中國+8%；1Q24 以高毛利的美國增長最速，美國為人工關節最大市場，也最難進入，聯合骨科已躋點 11 年，以髌關節、膝關節為主的腫瘤產品逐漸打開市場，腫瘤產品為四種人工關節中單價最高產品，相對應的手術器械器具，一套 200-300 件的組配，生產成本達 300 萬台幣，因此這類產品毛利也最高。

市場經營策略靈活。(1)美國為主要市場(全球 200 億美金人工關節市場，美國占 50%)，毛利也最高(8 成)，但相對應的推廣、營業費用也高，固定成本中 3 成是服務推廣費，1 成是手術器械攤提，因此推廣單價毛利較高的腫瘤型產品為主力，需長時間與 KOL 建立關係，2025 在美有 3-4 個新產品上市，未來兩年對業績明顯助益。(2)歐洲市場快速增長除了 Smith+Nephew (英)在法國供應鏈斷貨而使聯合有機會切入，也因品質優良，累積足夠的術後臨床證據，逐漸獲得當地認可。(3)創造差異化：聯合骨科不僅銷售人工關節，還提供與其產品相關的手術器械，符合當地醫師的使用習慣，提高使用聯合骨科產品的意願。(4)3-5 年內聯合會先以擠進全球前 10 大廠商為目標，挑戰年營收達 2 億美元。

投資建議

預估 2024、2025 EPS 分別為 4.75 與 5.77，以 2 年平均 EPS 5.3，PE 25 倍，目標價 132 元。

投資風險

供貨不順導致市佔被搶、品質瑕疵導致訴訟。

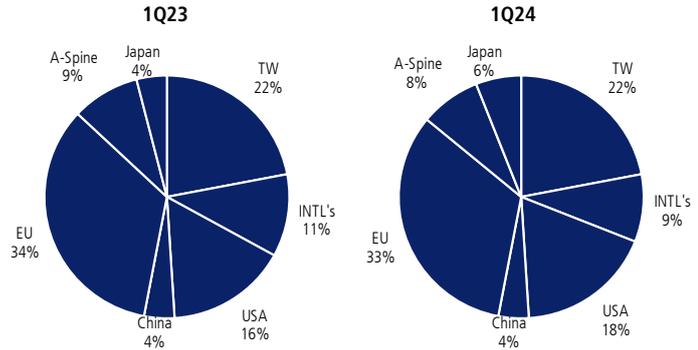
主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	2,571	3,169	3,930	4,583	5,341
營業毛利 (NT\$百萬)	1,841	2,363	3,036	3,582	4,167
營業利益 (NT\$百萬)	161	342	543	645	765
稅後淨利 (NT\$百萬)	52	222	384	459	558
每股盈餘 (NT\$)	0.37	2.84	4.50	4.75	5.77
每股現金股利 (NT\$)	-	2.50	4.00	5.24	6.36
每股盈餘成長率 (%)	(70.1)	664.8	58.7	5.6	21.4
本益比 (x)	254.6	33.3	21.0	19.9	16.4
股價淨值比 (x)	2.8	2.5	2.4	2.4	2.4
EV/EBITDA (x)	14.8	11.0	8.6	6.7	6.0
淨負債比率 (%)	30.8	31.1	27.5	25.1	25.3
殖利率 (%)	0.0	2.6	4.2	5.5	6.7
股東權益報酬率 (%)	2.0	8.0	12.0	13.2	16.0

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 區域營收占比

區域營收占比，百分比



資料來源：公司資料：凱基

圖 2: 聯合骨材全球布局



資料來源：公司資料：凱基

圖 3: 前 10 大人工關節公司，前四大佔 74.9%，聯合骨科目前年營收約 1 億美金，佔比 0.5%，離排名第 10 的 MicroPort 市佔約為一半，將先以擠進前 10 為目標

營收，百萬美金

Zimmer Biomet	\$5,067.6
Stryker	\$4,611.6
DePuy Synthes	\$3,234.0
Smith+Nephew	\$1,648.4
Aesculap	\$444.0
Medacta	\$401.1
DJO	\$373.1
Exactech	\$329.0
LimaCorporate	\$241.9
MicroPort Orthopedics	\$206.0
All Others	\$2,868.1

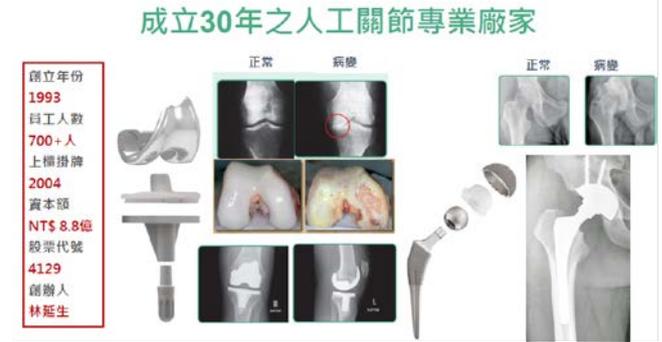
Orthoworld Annual report 2022

資料來源：公司資料：凱基

圖 4: 公司概況

聯合骨科成立於 1993 年，為亞洲人工關節的領導品牌公司，從產品開發設計、生產製造、到終端全球市場行銷達到完全垂直整合，產品以高進入門檻的人工膝關節與髖關節為大宗，佔 2014 年營收 94%。公司於 1999 年獲得 ISO 13485 認證，於 2000 年起陸續通過歐盟 CE Mark 以及美國 FDA 510k 的規範，並於 2005 年取得中國 FDA 認證。2022 年台灣營收佔比 23%、美國佔 14%、歐洲佔 26%、日本 4%、中國 7%，其他地區佔 16%。

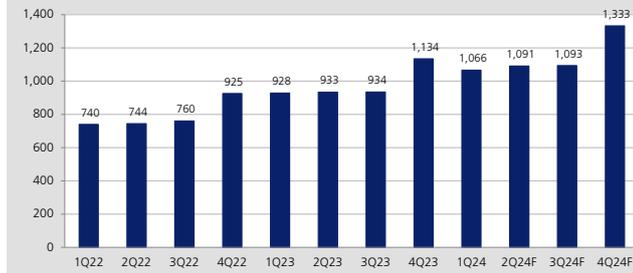
資料來源：凱基

圖 5: 聯合骨科簡介


資料來源：凱基

圖 6: 季營業收入

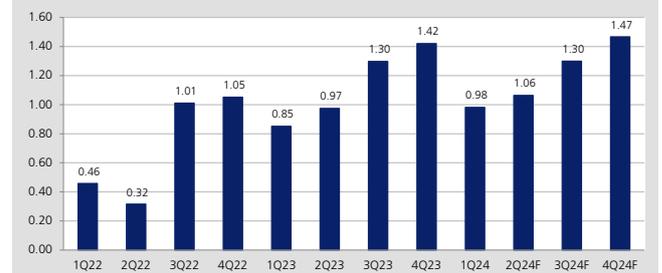
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7: 每股盈利

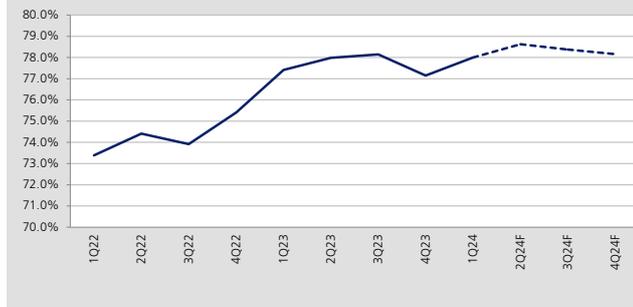
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8: 毛利率

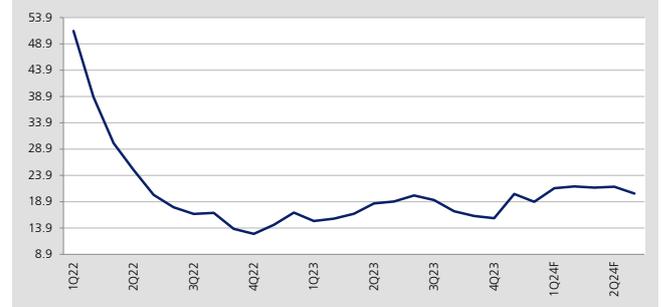
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 本益比

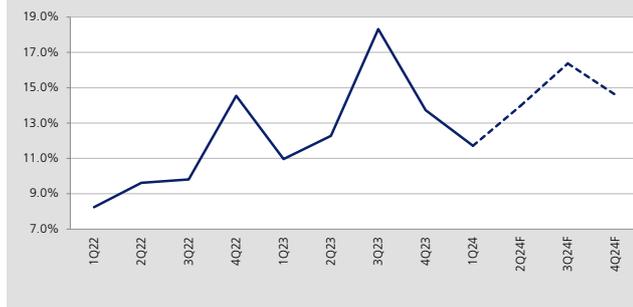
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 10: 營業利潤率

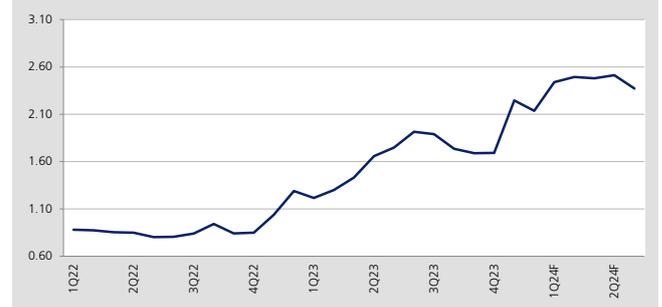
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	928	933	934	1,134	1,066	1,091	1,093	1,333	3,930	4,583	5,341
營業成本	(215)	(208)	(206)	(265)	(234)	(236)	(238)	(293)	(894)	(1,001)	(1,174)
營業毛利	713	725	729	870	832	855	855	1,039	3,036	3,582	4,167
營業費用	(617)	(613)	(559)	(719)	(706)	(705)	(678)	(847)	(2,508)	(2,936)	(3,402)
營業利益	102	115	171	156	125	152	179	195	543	645	765
折舊	(82)	(85)	(87)	(90)	(94)	(172)	(172)	(250)	(344)	(688)	(773)
攤提	(10)	(12)	(15)	(15)	(15)	(13)	(13)	(11)	(52)	(52)	(52)
EBITDA	193	211	274	261	234	338	364	456	940	1,386	1,590
利息收入	2	2	2	2	2	1	1	1	7	6	6
投資利益淨額	-	-	-	2	-	0	0	1	2	1	2
其他營業外收入	9	13	9	13	8	9	9	9	44	36	37
總營業外收入	11	15	10	17	10	11	11	11	53	43	44
利息費用	(9)	(11)	(12)	(12)	(10)	(7)	(7)	(7)	(44)	(32)	(29)
投資損失	(22)	(20)	(16)	(18)	(14)	(24)	(24)	(24)	(76)	(85)	(96)
其他營業外費用	1	12	16	5	15	7	9	9	34	40	35
總營業外費用	(30)	(20)	(12)	(25)	(9)	(24)	(22)	(23)	(87)	(77)	(90)
稅前純益	83	109	170	147	126	140	168	183	509	610	719
所得稅費用[利益]	(16)	(22)	(57)	(26)	(32)	(36)	(42)	(40)	(121)	(150)	(160)
少數股東損益	(0)	(2)	(0)	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)	(4)	(2)	(2)
非常項目前稅後純益	67	85	113	120	94	103	125	143	384	459	558
非常項目	0	(0)	0	0	(0)	0	0	0	-	0	0
稅後淨利	67	85	113	120	94	103	125	143	384	459	558
每股盈餘 (NT\$)	0.85	0.97	1.30	1.42	0.98	1.06	1.30	1.47	4.50	4.75	5.77
獲利率 (%)											
營業毛利率	77.4	78.0	78.1	77.1	78.0	78.6	78.4	78.2	77.6	78.2	78.0
營業利益率	11.0	12.3	18.3	13.7	11.7	14.0	16.4	14.6	13.8	14.1	14.3
EBITDA Margin	20.8	22.6	29.3	23.0	22.0	30.9	33.3	34.2	23.9	30.2	29.8
稅前純益率	8.9	11.7	18.2	13.0	11.8	12.8	15.3	13.7	13.0	13.3	13.5
稅後純益率	7.2	9.1	12.1	10.6	8.8	9.4	11.5	10.7	9.8	10.0	10.4
季成長率 (%)											
營業收入	0.3	0.6	0.1	21.4	(6.0)	2.4	0.2	21.9			
營業毛利	3.0	1.3	0.3	19.8	(5.0)	3.2	(0.1)	21.6			
營業收益增長	(24.4)	12.6	49.4	(9.0)	(19.8)	22.1	17.4	8.8			
EBITDA	(13.5)	9.3	29.4	(4.4)	(10.4)	44.1	7.9	25.1			
稅前純益	(25.6)	31.4	55.5	(13.2)	(14.8)	11.3	19.8	9.4			
稅後純益	(18.9)	27.8	32.4	6.3	(21.7)	9.8	21.9	13.9			
年成長率 (%)											
營業收入	25.5	25.4	23.0	22.6	14.8	16.9	17.0	17.5	24.0	16.6	16.6
營業毛利	30.9	29.0	29.3	25.5	16.7	18.0	17.3	19.5	29.5	17.4	16.3
營業收益	67.0	60.1	129.7	15.7	22.7	33.1	4.5	25.0	59.0	18.8	18.5
EBITDA	35.8	36.9	74.9	16.9	21.1	59.7	33.1	74.3	38.8	47.5	14.7
稅前純益	65.5	188.5	64.1	32.0	51.2	28.1	(1.3)	24.3	68.0	19.9	17.8
稅後純益	86.0	245.2	42.7	45.9	40.7	20.9	11.3	19.3	73.4	19.5	21.4

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	5,245	5,616	6,417	6,676	7,134
流動資產	2,420	2,641	3,384	4,008	4,874
現金及短期投資	639	411	458	706	1,025
存貨	1,103	1,301	1,691	1,890	2,223
應收帳款及票據	596	849	1,092	1,270	1,484
其他流動資產	82	80	143	143	143
非流動資產	2,825	2,974	3,033	2,668	2,260
長期投資	580	483	445	360	264
固定資產	1,374	1,454	1,581	1,301	989
什項資產	871	1,036	1,007	1,007	1,007
負債總額	2,424	2,526	2,823	3,086	3,549
流動負債	1,929	1,736	1,891	2,144	2,288
應付帳款及票據	111	155	213	238	280
短期借款	1,292	833	745	898	901
什項負債	527	748	934	1,009	1,107
長期負債	495	789	932	942	1,261
長期借款	217	528	691	701	1,020
其他負債及準備	90	79	76	76	76
股東權益總額	2,821	3,090	3,594	3,590	3,585
普通股	781	781	877	877	877
保留盈餘	49	233	427	421	415
少數股東權益	98	95	96	98	100
優先股股東資金	100	100	4	4	4

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	9.8%	23.3%	24.0%	16.6%	16.6%
營業收益增長	79.6%	111.6%	59.0%	18.8%	18.5%
EBITDA	25.1%	43.7%	38.8%	47.5%	14.7%
稅後純益	(48.7%)	323.8%	73.4%	19.5%	21.4%
每股盈餘成長率	(70.1%)	664.8%	58.7%	5.6%	21.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	71.7%	74.3%	77.6%	78.2%	78.0%
營業利益率	6.3%	10.8%	13.8%	14.1%	14.3%
EBITDA Margin	18.3%	21.4%	23.9%	30.2%	29.8%
稅後純益率	2.0%	7.0%	9.8%	10.0%	10.4%
平均資產報酬率	1.0%	4.1%	6.4%	7.0%	8.1%
股東權益報酬率	2.0%	8.0%	12.0%	13.2%	16.0%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	53.5%	44.0%	39.9%	44.5%	53.6%
淨負債比率	30.8%	31.1%	27.5%	25.1%	25.3%
利息保障倍數 (x)	5.2	13.6	12.5	19.9	25.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.0	0.2	0.4	0.4	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	19.4	14.8	9.8	29.0	33.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.3	0.4	0.5	1.0	1.0
流動比率 (x)	1.3	1.5	1.8	1.9	2.1
速動比率 (x)	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2
淨負債 (NT\$百萬)	870	962	987	902	906
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	0.37	2.84	4.50	4.75	5.77
每股現金盈餘 (NT\$)	4.39	4.57	5.14	9.78	10.19
每股淨值 (NT\$)	33.57	37.05	39.82	39.76	39.68
調整後每股淨值 (NT\$)	33.68	37.06	41.44	36.53	36.46
每股營收 (NT\$)	33.02	40.57	46.61	47.99	55.94
EBITDA/Share (NT\$)	6.05	8.66	11.14	14.51	16.65
每股現金股利 (NT\$)	-	2.50	4.00	5.24	6.36
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.47	0.58	0.65	0.70	0.77
應收帳款周轉天數	84.6	97.8	101.4	101.4	101.4
存貨周轉天數	551.6	589.4	690.9	690.9	690.9
應付帳款周轉天數	55.6	70.4	86.9	86.9	86.9
現金轉換周轉天數	580.6	616.7	705.4	705.4	705.4

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	2,571	3,169	3,930	4,583	5,341
營業成本	(730)	(806)	(894)	(1,001)	(1,174)
營業毛利	1,841	2,363	3,036	3,582	4,167
營業費用	(1,682)	(2,014)	(2,508)	(2,936)	(3,402)
營業利益	161	342	543	645	765
總營業外收入	28	39	53	43	44
利息收入	2	4	7	6	6
投資利益淨額	1	2	2	1	2
其他營業外收入	26	32	44	36	37
總營業外費用	(115)	(77)	(87)	(77)	(90)
利息費用	(18)	(24)	(44)	(32)	(29)
投資損失	(49)	(95)	(76)	(85)	(96)
其他營業外費用	(48)	42	34	40	35
稅前純益	75	303	509	610	719
所得稅費用[利益]	(22)	(79)	(121)	(150)	(160)
少數股東損益	(1)	(2)	(4)	(2)	(2)
非常項目	-	(0)	0	0	0
稅後淨利	52	222	384	459	558
EBITDA	471	677	940	1,386	1,590
每股盈餘 (NT\$)	0.37	2.84	4.50	4.75	5.77

現金流量

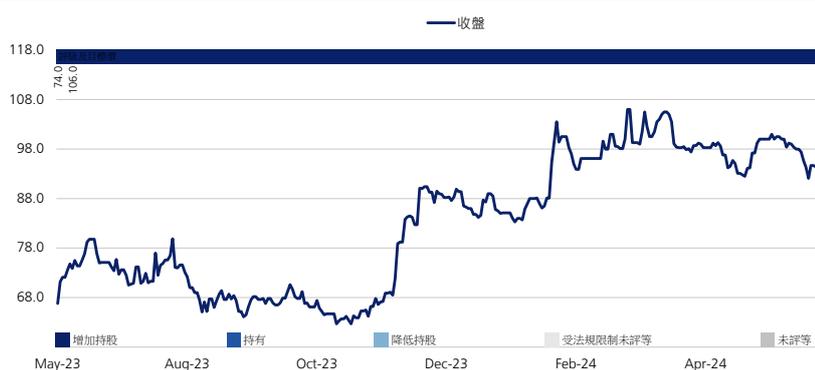
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	342	357	434	934	973
本期純益	52	222	384	459	558
折舊及攤提	310	335	396	740	825
本期運用資金變動	(28)	(548)	(565)	(351)	(506)
其他營業資產及負債變動	8	348	218	85	96
投資活動之現金流量	(187)	(380)	(470)	(461)	(513)
投資用短期投資出售[新購]	34	(13)	(5)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(199)	(303)	(513)	(408)	(461)
其他資產變動	(22)	(64)	49	(52)	(52)
自由現金流	163	(301)	(319)	416	401
融資活動之現金流量	(322)	(231)	109	(225)	(142)
短期借款變動	(186)	(26)	(105)	-	-
長期借款變動	(4)	(155)	482	163	323
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(89)	-	(201)	(384)	(459)
其他融資現金流	(43)	(50)	(66)	(4)	(5)
匯率影響數	(34)	14	(22)		
本期產生現金流量	(200)	(241)	51	248	318

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	65.4%	63.6%	63.8%	64.1%	63.7%
= 營業利益率	6.3%	10.8%	13.8%	14.1%	14.3%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.0	1.1	1.1	1.3	1.5
營業利益率	6.3%	10.8%	13.8%	14.1%	14.3%
x 資本周轉率	1.0	1.1	1.1	1.3	1.5
x (1 - 有效現金稅率)	70.9%	73.8%	76.3%	75.5%	77.8%
= 稅後 ROIC	4.5%	8.6%	11.8%	13.9%	16.6%

資料來源：公司資料，凱基

聯合 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-06-07	增加持股	106.0	73.9

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國 上海 上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室
郵政編號：200040

台灣 台北 104 台北市明水路 700 號
電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691

香港 香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓
電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800

泰國 曼谷 8th - 11th floors, Asia Centre Building
173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand
電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014

新加坡 珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈
郵政編號：068807
電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826

印尼 Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia
電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。

*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。