

# 巨大

(9921 TT, NT\$ 224, 增加持股)

## 焦點內容

1. 美國庫存去化順利，自有品牌庫存現為 5-6 個月，經銷商已開始拉貨，第二季也推出新的車款，預期美國營收下半年有機會轉正。
2. 中國共享單車推出前，內銷主要是山地車、登山車，疫情後主要是運動型的公路車熱銷。山地車單價 1,000-4,000 元人民幣，現在公路車則是 4,000 元人民幣起跳，帶動內銷單價明顯提升。
3. 管理層預估 2024 年營收個位數衰退，全年毛利率 21-22%，第一季毛利因為提列庫存跌價準備應是全年最低，之後提列減少毛利率應該會改善。

## 結論

巨大庫存將在 3Q24 末回到正常水準，我們預期營收將重拾成長動能，加上中國內銷成長，將帶動公司獲利進入上升週期。我們維持「增加持股」評等及 270 元目標價，根據 24 倍本益比。

## 營運展望

- 巨大美國庫存去化較歐洲順利，自有品牌庫存現為 5-6 個月，較月初的 6 個月改善，對比正常水準為 2-3 個月，公司表示經銷商已開始拉貨，且第二季也推出新的車款，預期美國銷售下半年有機會轉正。
- 歐洲除傳統車外，中低價位的電動車也面臨庫存過高問題，歐洲庫存去化較美國慢一點，現在庫存為 4-5 個月。公司預期歐美市場庫存有望在 3Q24 季底回到正常水位。
- 管理層預估 2024 年營收個位數衰退，全年毛利率展望 21-22%，第一季毛利因為提列庫存跌價準備應是全年最低，之後提列準備減少毛利率應該會改善。
- 公司預估今年電動車出貨量年減 10%至 55.3 萬台 (對比去年 61.7 萬)，其中 OB 為 16 萬台 (17 萬)、中國 1.8 萬台 (2 萬)；OE 為 37.5 萬台 (42.7 萬)。
- 全年營利率預估 6-7%，由於公司自有品牌營收占比較高，儘管營收衰退仍須負擔行銷、車隊贊助、產品研發等費用，如果營收如預期個位數年減，營業費用率將成長至 15%以上。

## 中國市場

- 2023 年中國自行車銷售由前一年的 140 萬台成長至 190 萬台，隨著基礎建設的完善與疫後運動風潮帶動公路車熱銷，登山車則表現持平。其中彎把公路車銷量從 2022 年的 3.6 萬台成長至 19 萬台，平把手公路車由 11 萬台成長至 40 萬台。

## 凱基投顧

莊政翰  
886 2 2181 8719  
angus.chuang@kgi.com

張育程  
886 2 2181 8735  
eden.chang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

- 中國共享單車推出前，內銷主要是山地車、登山車，疫情後主要是運動型的公路車熱銷。山地車單價 1,000-4,000 元人民幣，現在公路車則是 4,000 元人民幣起跳，帶動內銷單價明顯提升。
- 中國市場目前毛利率 22%，對比過去 18% 左右，主因公路車佔比提高，帶動 ASP 上升，入門款自行車的量也有減少。
- 中國有 6 個銷售子公司，至今年三月底共有 2,800 家經銷通路商，其中有 13 家直營店，目前籌備規劃新增 2 家。
- 中國主要有四個生產基地，昆山廠、昆山新廠、昆山電動車廠、天津廠，可以供應 90% 以上的需求，TCR 系列車款主要由台灣生產。
- 中國營收占比由 2022 年的 12% 提升至去年的 24%，並在 1Q24 成長至 28%。

#### 營運更新

- 巨大 4 月營收小幅下滑 2%，其中歐洲成長 7%（因為促銷活動）、美國衰退 12%、中國成長 46%。5 月內銷與歐美銷售狀況皆優於第一季。
- 1Q24 獲利年減 38%，受到營收規模年減 20%，導致營益率年減 5 個百分點，不過受惠 2.1 億元匯兌收益，稅後淨利達 5.2 億元，換算每股盈餘為 1.33 元。
- 1Q24 毛利率 20.1%，低於公司目標 2024 全年毛利率 21-22%，主因提列 5 億元庫存跌價損失，若排除毛利率約 24%。
- 公司於 2022 年在越南設廠，當地最大年產能可達 100 萬台，由於歐美市場仍在調整庫存，目前僅少量生產並藉此訓練員工。
- 匈牙利廠主要供應歐洲市場，生產電動車與傳統自行車。
- 電動車 OB 不含中國：7 成銷售到歐洲，剩下 3 成銷往亞洲與北美。

**凱基證券集團據點**

<b>中國</b>	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
<b>台灣</b>	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
<b>香港</b>		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
<b>泰國</b>	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
<b>新加坡</b>		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
<b>印尼</b>		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

**股價說明**

<b>等級</b>	<b>定義</b>
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，適後若有變更時，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。