

江申(1525)

HOLD

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 柯亮宇 Charles Ko
charlesko@masterlink.com.tw

評等

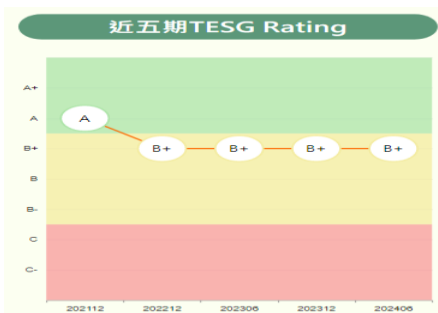
日期: 2024/6/3
目前收盤價 (NT\$): 78.2
目標價 (NT\$): 76
52 週最高最低(NT\$): 68.1-123.5
加權指數: 21174.22

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 734
市值 (NT\$/mn): 5,740
市值 (US\$/mn): 191
20 日平均成交量(仟股): 143
PER (2024): 21.55
PBR (2024): 1.20
外資持股比率: 0.21
TCRI: 6

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	11.1	3.9	0.3
加權指數報酬率	3.8	11.6	2.4

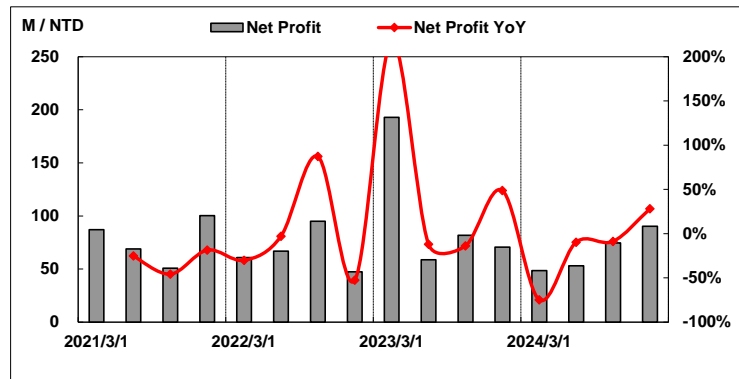
2024 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	
目標價 (NT\$)	76	
營業收入 (NT\$/mn)	1,460	
毛利率 (%)	12.78	
營益率 (%)	3.63	
EPS (NT\$)	3.63	
BVPS(NT\$)	65.2	



主要客戶仍在調整

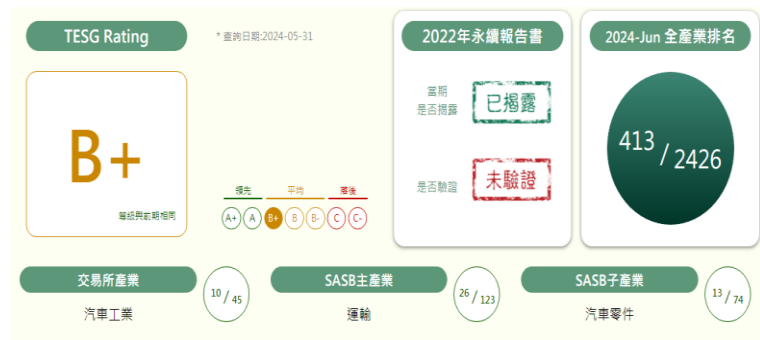
- 1Q24 本業受到客戶庫存調整以及電動巴士電池供應不及影響，而轉投資部分廣州 NTN 與襄陽 NTN 廠，由於中國的日系品牌銷售不佳導致獲利不如預期，但在福享廠受惠寧德時代單季虧轉盈下，單季 EPS 0.66 元，較去年好轉(扣除 1Q23 處分杭州江申一次性利益 1.59 億元後)。
- 2Q24 本業車架與電動巴士訂單回溫，營收可望優於第一季。業外轉投資廣州 NTN 與襄陽 NTN 透過外銷與集中生產調整有機會較第一季好轉，福享廠受惠寧德時代成長有機會再成長。在本業與業外轉投資落底轉好，預期單季 EPS 0.72 元。
- 展望 2024 年本業受惠電商用車庫存調整告一段落，以及電巴電池供應穩定後，推估營收逐季好轉。獲利部分，主要獲利廣州 NTN 與襄陽 NTN 透過外銷與產地移轉生產調整產能，推估 2H24 營運回升，預期 2024 年 EPS 3.63 元。
- 中立建議：儘管本業營運好轉，不過主要獲利轉投資公司仍在調整階段，加上 PER 21-22X 為歷史評價上緣，因此建議中立，目標價 76 元。

Exhibit 1：稅後淨利及稅後淨利 YOY



Sources : Masterlink

Exhibit 2：ESG 評分



Sources : Masterlink

轉投資獲利佔稅前
85-95%，為主要獲利來源

江申為國內製造汽車車體車架、木床(市佔 90%)、底盤懸吊系統大廠，目前以供應國內的商用車與大巴市場為主，近期受惠電動巴士國產化政策政策，新增電動巴士車架訂單，營收佔比由 2022 年的 5%增至 2023 年的 10%。目前公司獲利來源為以權益法認列的轉投資公司為主，近五年佔稅前獲利比重 85-95%。

Exhibit 3：轉投資佔稅前獲利比重

轉投資獲利佔比	2020	2021	2022	2023	1Q24
福享(江申持有35%)	-	2%	2%	8%	5%
廈門金龍(江申持有50%)	-	-	3%	30%	2%
廣州NTN(江申持有40%)	63%	6%	47%	27%	35%
襄陽NTN(江申持有40%)	38%	35%	35%	18%	19%
總計	96%	39%	87%	82%	91%

Sources：CMoney、Masterlink

1Q24 主要產品營收比重為車架佔 21%、電巴佔 2%、載台佔 41%、零件 26%、模具 8%、其他 2%。本業受到客戶庫存調整以及電動巴士電池供應不及影響，業績不如預期。

轉投資部分廣州NTN與襄陽NTN廠受到在中國的日系品牌銷售不佳導致獲利不如預期，目前透過外銷與調整全球供應鏈減緩影響；福州福享廠受惠客戶寧德時代訂單成長，加上控制成本與費用，第一季虧轉盈。整體單季 EPS 0.66 元，較去年好轉(扣除 1Q23 處分杭州江申一次性利益 1.59 億元後)。

Exhibit 4：電巴為未來營收成長動能

產品 營收比重	1Q24	1Q23	2023	2022
車架	21%	35%	26%	31%
電巴車架	2%	11%	10%	5%
載台	41%	34%	37%	40%
零件	26%	19%	23%	21%
模具	8%	0%	3%	2%
其他	2%	1%	1%	1%

Sources：公司、Masterlink

本業與轉投資落底，部分客
戶仍在調整

2Q24 本業車架與電動巴士訂單回溫，營收可望優於第一季。業外轉投資廣州NTN與襄陽NTN透過外銷與集中生產調整有機會較第一季好轉，福享廠受惠寧德時代成長有機會再成長。在本業與業外轉投資落底轉好，預期單季 EPS 0.72 元。

廣州 NTN 提升外銷比重彌補中國市場下滑

廣州 NTN 為江申與日本 NTN 合資與中國設廠，主要客戶為日產中國 (23%)、日本 NTN(佔比 15%)、墨西哥 NTN(20%)、一汽與廣汽豐田(10%)、馬自達(8%)與廣汽本田(6%)。受到在中國的日系品牌銷售不佳導致獲利不如預期，目前透過外銷墨西哥與回銷日本彌補下滑，1Q24 受惠匯率有利以及外銷，獲利較去年同期成長 15%。2Q24 外銷訂單持續，推估仍將較上季成長。

襄陽 NTN 將透過產能條配提升稼動率

襄陽 NTN 主要客戶為東風日產佔比 31%、東風本田佔比 27%、北京奔馳佔 8%、印度 NTN7%與法國 NTE6%。受到客戶廣汽三菱停產以及庫存調整影響，獲利較去年同期下滑 35%。目前透過 NTN 總公司調配產能將歐洲 NTN 訂單轉移至襄陽 NTN 生產，送樣認證中，推估 2H24 可提升稼動率。

Exhibit 5：認列轉投資獲利比重變化

轉投資認列獲利比重	1Q24	1Q23	2023	2022
福州福享	9%	-8%	9%	2%
廣州NTN	57%	11%	33%	58%
襄陽NTN	30%	11%	22%	44%
廈門金龍江申	4%	86%	36%	-4%

Sources：公司、Masterlink

福州福享受惠寧德時代業績成長

福州福享廠主要生產汽車車身零件與底盤件，主要客戶比重為寧德時代 80%、鄭州日產 7%、福建奔馳 5%與 VOLVO 4%。受惠寧德時代業績成長為轉投資公司中表現最好的廠，2023 年營收成長 30%，全年獲利 0.43 億元。1Q24 營收成長 6%，較去年同期由虧轉盈。目前為小米電動車供應鏈出貨電池殼，推估 2Q24 業績將優於第一季，預估全年有機會與去年獲利相當。目前有另一車款在洽談，若順利出貨可望提升獲利。

預期 2024 年 EPS 3.63 元

展望 2024 年本業受惠電商用車庫存調整告一段落，以及電巴電池供應穩定後，推估營收逐季好轉。獲利部分，主要獲利廣州 NTN 與襄陽 NTN 透過外銷與產地移轉生產調整產能，推估 2H24 營運好轉，預期 2024 年 EPS 3.63 元。

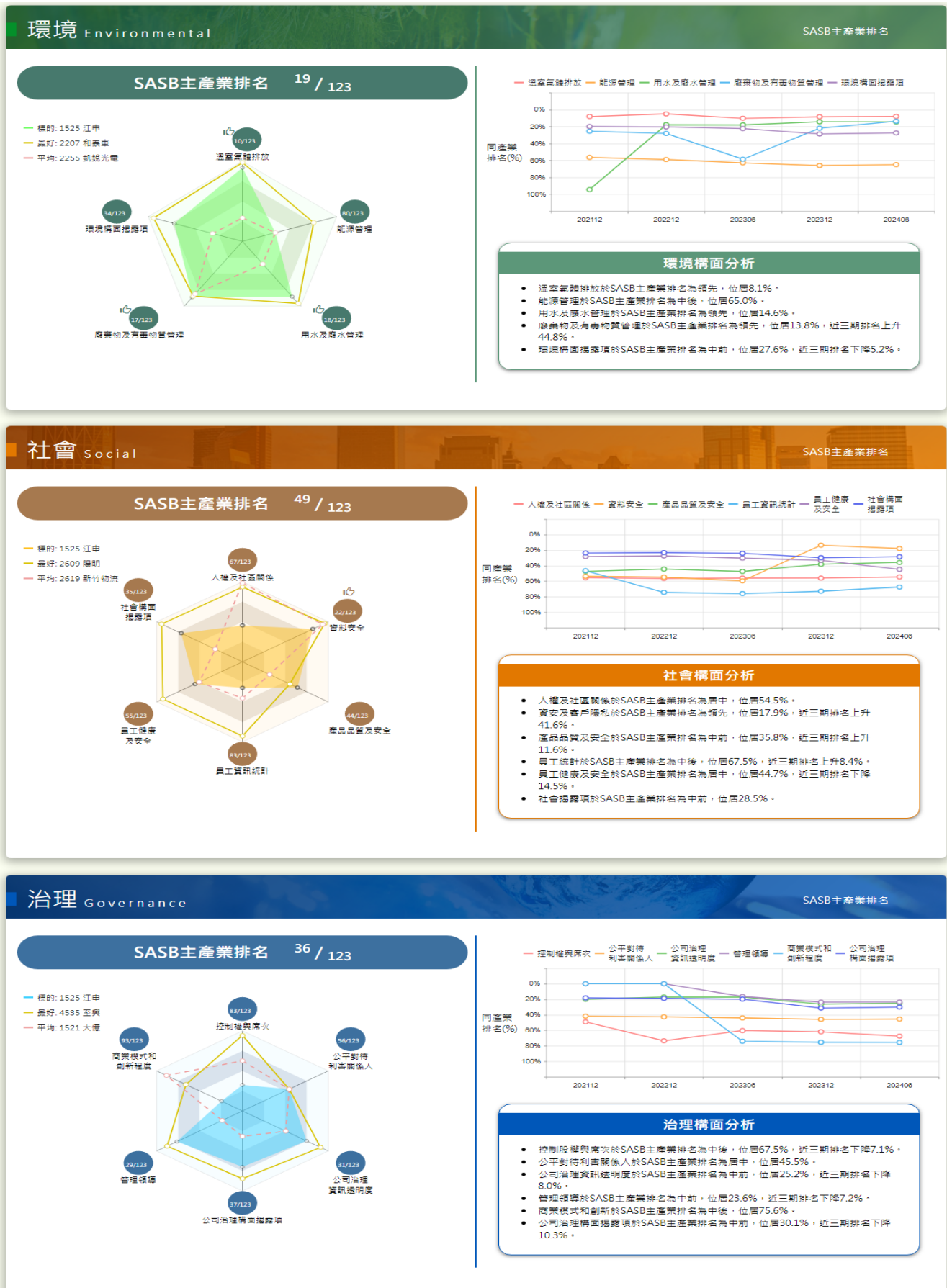
中立建議

儘管本業營運好轉，不過主要獲利轉投資公司仍在調整階段，加上 PER 21-22X 為歷史評價上緣，因此建議中立，目標價 76 元。

風險提示

(1)電巴出貨狀況；(2)中國客戶拉貨情況

TESG 企業永續指標



資料來源：TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	1,276	1,500	1,598	1,460	
COGS	1,172	1,350	1,410	1,274	
Gross profit	104	151	189	187	
Operating expense	89	103	115	132	
Operating profit	15	45	65	53	
Total non-operate. Inc.	362	294	487	0	
Pre-tax profit	376	339	552	356	
Total Net profit	307	270	404	53	
Minority	0	0	0	0	
Net Profit	307	270	404	356	
EPS (NT\$)	4.18	3.68	5.50	3.63	
Y/Y %	FY21	FY22	FY23	FY24F	
Sales	21.1	17.6	6.5	(8.6)	
Gross profit	12.6	44.9	25.4	(1.1)	
Operating profit	(97.9)	208.4	46.1	(19.0)	
Pre-tax profit	(8.3)	(9.8)	62.8	(35.5)	
Net profit	(5.3)	(12.0)	49.7	(11.8)	
EPS	(5.3)	(12.0)	49.7	(34.1)	
Margins %	FY21	FY22	FY23	FY24F	
Gross	8.1	10.0	11.8	12.8	
Operating	1.1	3.0	4.1	3.6	
EBITDA	35.3	30.3	44.1	37.7	
Pre-tax	29.5	22.6	34.5	24.4	
Net	24.0	18.0	25.3	24.4	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	309	358	387	406
Gross profit	31	43	54	57
Operating profit	3	11	19	20
Total non-ope inc.	63	60	80	100
Pre-tax profit	66	71	99	120
Net profit	48	53	75	90
EPS	0.66	0.72	1.02	1.23
Y/Y %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
Net sales	(32.2)	(15.7)	7.7	13.3
Gross profit	(49.5)	(20.7)	48.6	52.0
Operating profit	(90.5)	(52.3)	109.7	208.1
Net profit	(74.9)	(9.7)	(8.8)	27.9
Q/Q %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
Net sales	(14.0)	16.2	8.0	5.0
Gross profit	(18.3)	40.6	26.0	5.0
Operating profit	(61.0)	318.0	80.0	5.0
Net profit	(31.3)	9.4	40.4	21.1
Margins %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
Gross	9.9	12.0	14.0	14.0
Operating	0.8	3.0	5.0	5.0
Net	15.7	14.8	19.3	22.2

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	777	1,350	1,787	2,553	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	186	296	230	236	
Inventory	212	330	209	245	
Others	100	102	170	109	
Total current asset	1,275	2,078	2,396	3,142	
Long-term invest.	3,479	2,950	2,692	2,692	
Total fixed assets	521	550	554	569	
Total other assets	17	14	29	15	
Total assets	5,324	5,609	5,752	6,418	
Short-term Borrow	80	70	60	45	
A/P & N/P	249	364	285	283	
Other current liab.	107	171	166	724	
Total current liab.	436	605	511	1,052	
L-T borrow s	0	0	0	0	
Other L-T liab.	399	320	392	225	
Total liability.	885	990	967	1,277	
Common stocks	734	734	734	734	
Reserves	1	1	1	1	
Retain earnings	3,704	3,885	4,049	4,405	
Total Equity	4,439	4,620	4,784	5,141	
Total Liab. & Equity	5,324	5,609	5,752	6,418	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	307	270	404	356	
Dep & Amort	48	55	16	195	
Investment income	-362	-275	-184	-280	
Changes in W/C	18	-112	-18	-44	
Other adjustment	-12	-10	-154	302	
Cash flow – ope.	-1	-72	63	529	
Capex	-24	-79	-13	-15	
Change in L-T inv.	-37	0	0	0	
Other adjustment	678	885	-18	758	
Cash flow –inve.	617	805	-32	743	
Free cash flow	-25	-152	50	514	
Inc. (Dec.) debt	-45	-10	-70	-15	
Cash dividend	-161	-154	0	0	
Other adjustment	-41	-0	-0	-25	
Cash flow –Fin.	-247	-165	-70	-40	
Exchange influence	0	4	6	3	
Change in Cash	369	573	437	766	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
ROA	5.78	4.94	7.11	5.86	
ROE	7.00	5.96	8.59	7.18	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 5 of 5