

# 傳產3Q24展望—— 新政府，『新』政策『新』方向

--航太軍工，路遙知馬力

--觀光航空暑期旺季，若有兩岸全面開放政策具加分效果

--鋼鐵，逐漸走出谷底具有轉機

--生技醫美，成長趨勢明確

研究部  
06/19/2024

群益投顧



## 3Q24傳產投資主軸

產業	主軸	重點個股
航太軍工	路遙知馬力	駐龍(4572 TT)、晟田(4541 TT)、八貫(1342 TT)、亞航(2630 TT)、漢翔(2634 TT)、jpp-KY(5284 TT)
觀光航空	暑期旺季，若有兩岸全面開放政策具加分效果	晶華(2707 TT)、雄獅(2731 TT)、長榮航(2618 TT)、華航(2610 TT)
鋼鐵	逐漸走出谷底具有轉機	中鋼(2002 TT)、大成鋼(2027 TT)
生技醫美	受惠高齡化、可支配所得增，醫美成長趨勢明確	科妍(1786 TT)、雙美(4728 TT)

# 3Q24航太軍工產業展望

--航太軍工，路遙知馬力

群益投顧

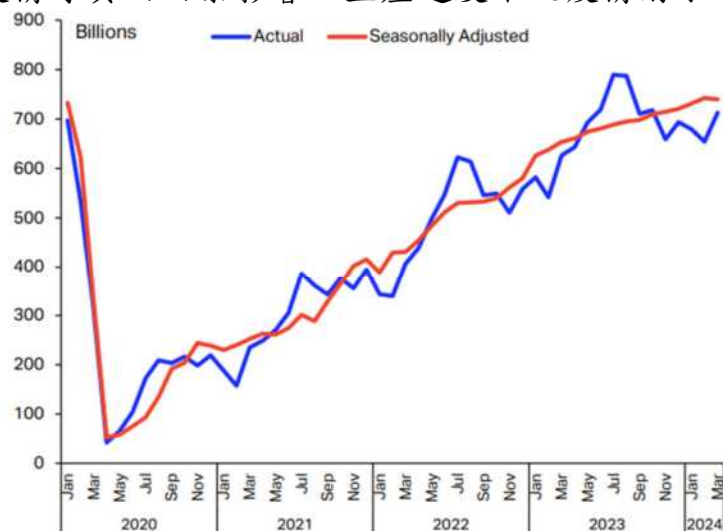


## 簡報大綱

- 航太供不應求的原因，需求開始成長與供給復甦緩慢
- 航太景氣繁榮，對企業短、中、長期營運影響
- 航太需求成長、供給維持低檔，有利維修業務高檔
- 亞太地區國防趨勢與台灣關係
- 台灣國防預算核心目標
- 國防自主、國機國造、軍機採購對企業獲利關聯
- 重點股

## 旅遊復甦，觀光需求已超越疫情前

- 01-03/2024全球航空載客需求(RPK，客運收益公里數)已超越疫情前，03/2024的RPK需求較03/2019成長13.8%，主要是亞太地區復甦，符合原先預估2024年全球載客需求成長動能來自亞太地區。但載客供給，即航太製造端持續受疫情等負面因素影響，生產速度不及疫情前水準。



資料來源：IATA

群益投顧

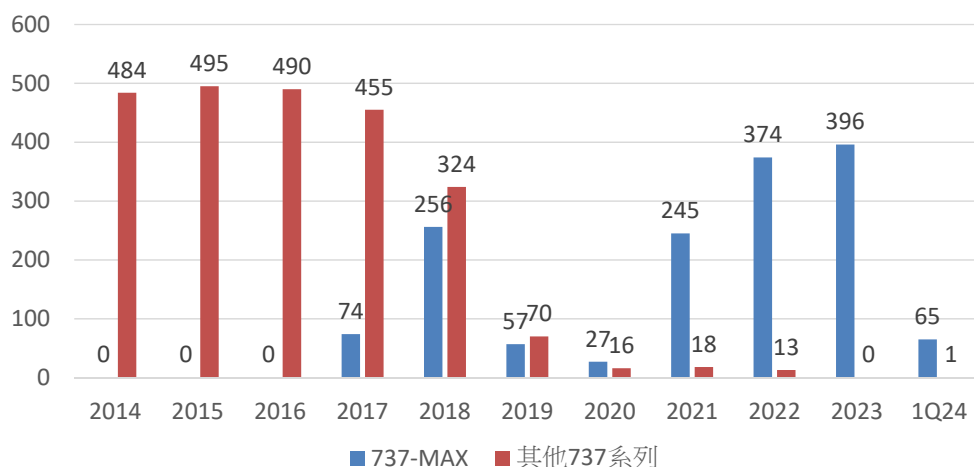
5

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 前生737-MAX墜機，生產暫停

- 但觀光供給端，即民航生產因737-MAX搭載的LEAP引擎，因設計問題2019年737-MAX在印尼與埃塞俄比亞發生的兩起空難，一共造成346人死亡，讓波音暫停生產全系列737機型，等到2020年開放737-MAX復飛後，737-MAX生產才得以延續。

737系列交機情形



資料來源：Bloomberg；群益投顧彙整

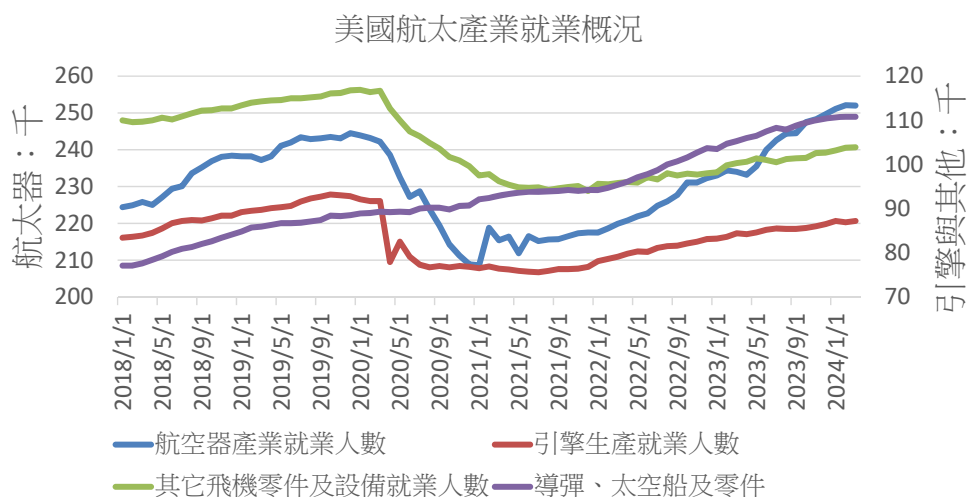
群益投顧

6

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 今生-疫情仍影響新機生產

- 美國航太產業中，僅子產業-國防景氣繁榮，民航仍受疫情裁員影響，未恢復到疫情前水準，加上基礎的航太員工至少需訓練6-12個月才能上手，讓當前航太產業持續面臨質(員工訓練)跟量(就業人數)吃緊，造成先前勢必銳不良品與波音艙門脫落問題。



資料來源：Bloomberg；群益投顧彙整

群益投顧

7

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 波音體系品質問題與改善計畫

- 受先前勢必銳與波音產品問題，波音於03/01/2024提出品質改善計畫，研究部預期受90天的品質改善計畫影響，1H24交機僅有31架的交機水準，並在此次品質計畫結束、取得改善後，預估2H24產能逐步往38架/月靠攏，後續也有機會在FAA放行波音的交機速度後，交機量將突破38架/月的水準。

發生時間	事件
04/13/2023	勢必銳垂直尾翼
08/23/2023	勢必銳後壓艙壁緊固件問題
10/12/2023	波音擴大勢必銳產品檢查範圍
01/05/2024	波音艙門剝落
03/01/2024	波音被FAA要求提出90天品質改善計畫
05/30/2024	品質改善計畫結束，波音遞交後續計畫，成果預期未來幾個月波音不會交機量
06/2024	由FAA向美國國會報告波音近況

資料來源：Bloomberg；群益投顧彙整

群益投顧

8

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 來生-供應鏈穩定後的交機展望

- 隨著波音體系交機品質提升，預期交機量將從研究部預期1H24的31架，長期逐步邁向50架水準。

		4Q23	1H24F	2H24F	2025F	2026F
737系列	01/2024波音看法	38	暫停給予展望	暫停給予展望	有信心完成先前50架目標	
	04/2024波音看法	38	低於38架	38	50	
787系列	10/2023看法	5	5		10	
	01/2024看法	5	略低於5架	5		10

資料來源：波音；群益投顧彙整

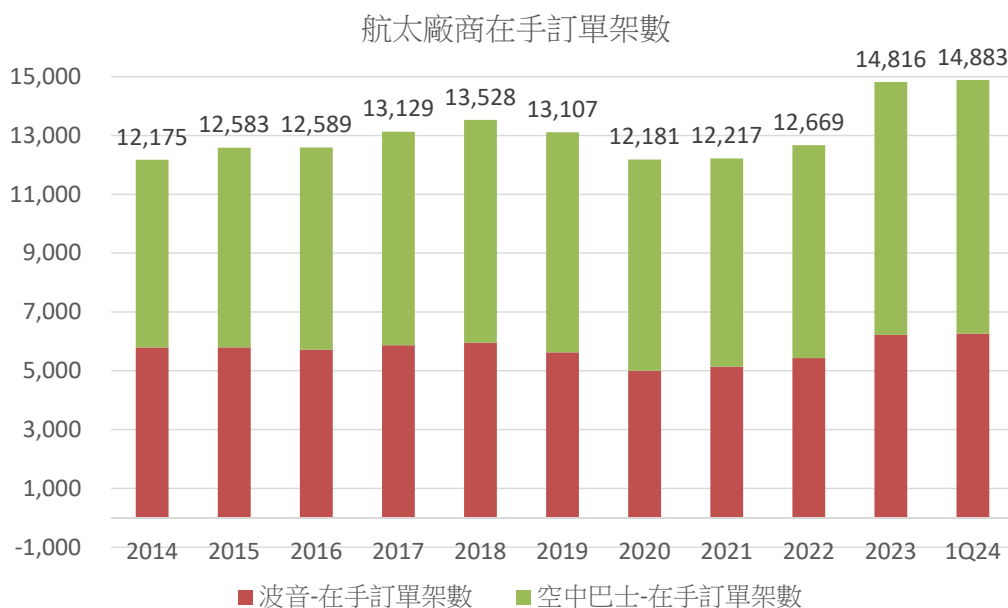
群益投顧

9

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 航太廠商在手訂單創11年新高

- 兩家航空系統整合公司合計在手訂單來到14,883架，創11年新高。



資料來源：Bloomberg；群益投顧彙整

群益投顧

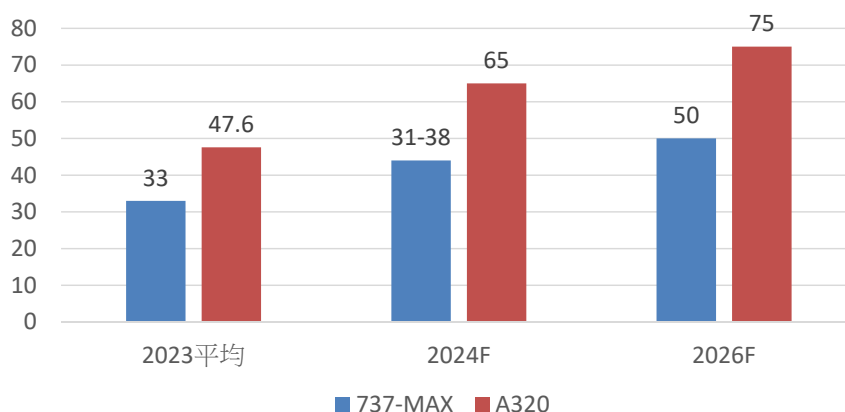
10

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 航太廠商擴產到2026年

- 產業供不應求，廠商在手訂單來到近年高點，驅使廠商增產。
- 例如：波音預計2025-2026年737-MAX的月產能上升至50架；空中巴士預計2026年A320的月產能上升至75架，波音的737-MAX與空中巴士的A320，產能規畫到2026年，帶動相關供應鏈持續成長。

航太主流機種月交機展望



資料來源：Bloomberg；Boeing；空中巴士；JPP-KY；群益投顧彙整

群益投顧

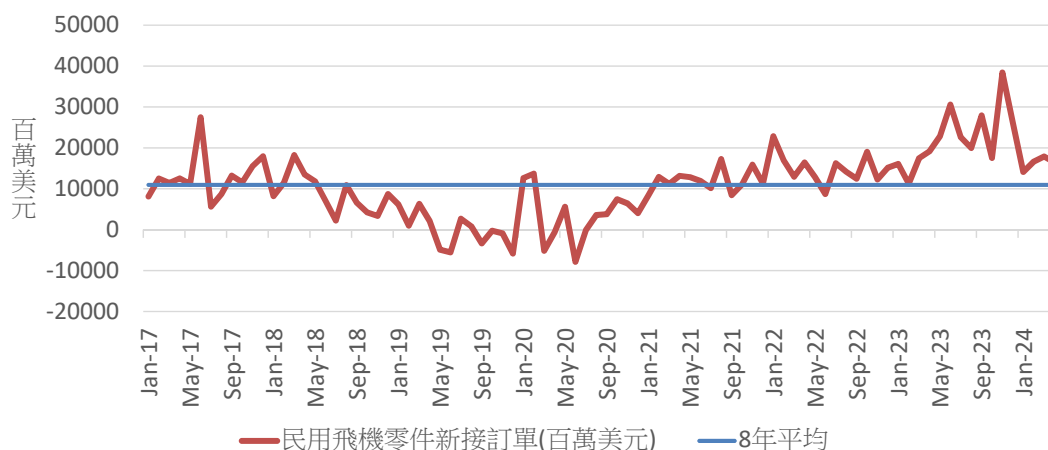
11

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 航太產業新接訂單

- 受惠航太產業供不應求，美國民用飛機耐久財新接訂單近期持續維持在8年平均以上的水準，帶動相關供應鏈營運向上。

美國耐久財新接訂單航太細項



資料來源：Bloomberg；群益投顧彙整

群益投顧

12

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海



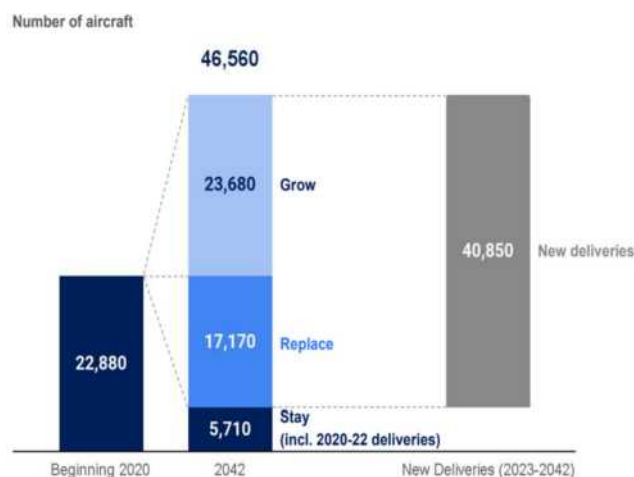
## 航太廠商樂觀看待未來20年需求

- 因疫後需求復甦與在手訂單持續增加，波音預計到2042年全球共有48,575架的波音飛機，CAGR換算3.48%；空中巴士預計到2042年全球共有46,560架的空巴飛機，CAGR換算3.28%。即航太廠商樂觀看待未來20年需求。

波音2042年交機展望



空中巴士2042年交機展望



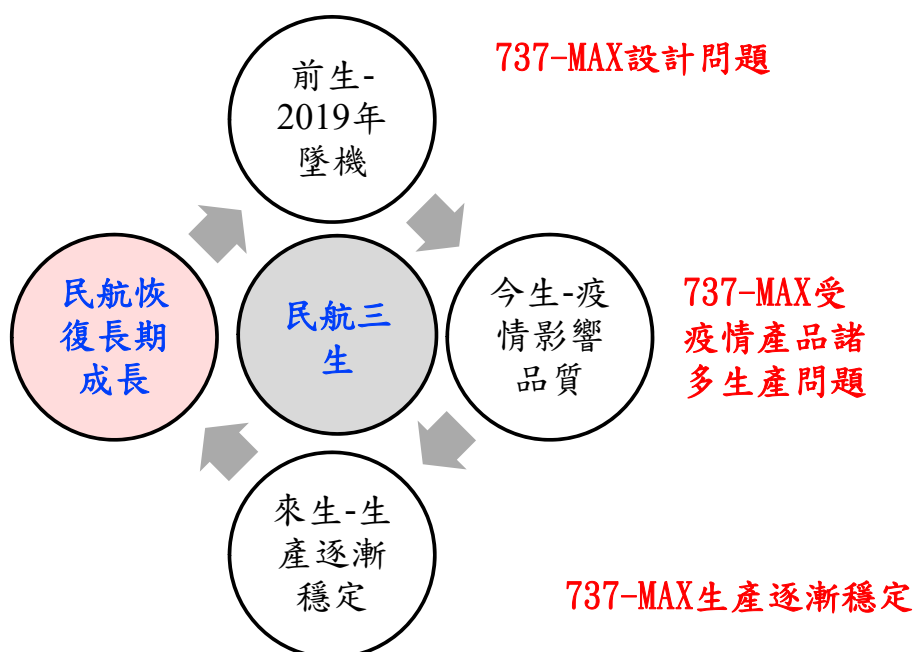
資料來源：Bloomberg；Boeing；空中巴士；群益投顧彙整

群益投顧

13

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 民用航太的三生



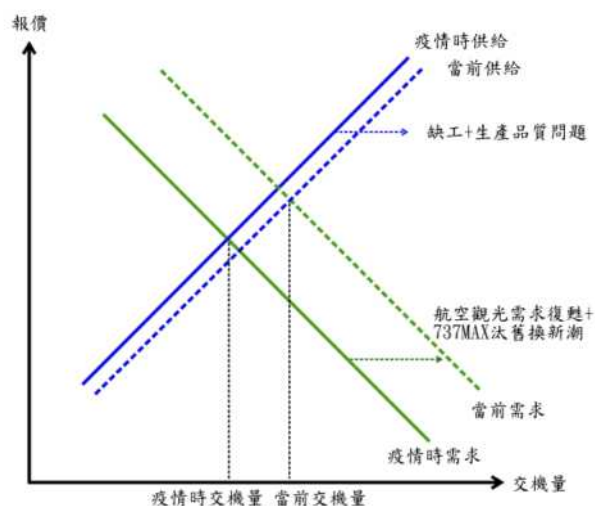
群益投顧

14

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 需求成長、供給緩增，航太供不應求

- 2024年需求端受惠 (1)亞太區疫後復甦的觀光需求，訂單量成長。
- 供給端因(1)疫情影響航太製造缺工、(2)生產品質不良影響。供給緩增。
- 需求成長、供給緩增，航太製造供不應求。



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

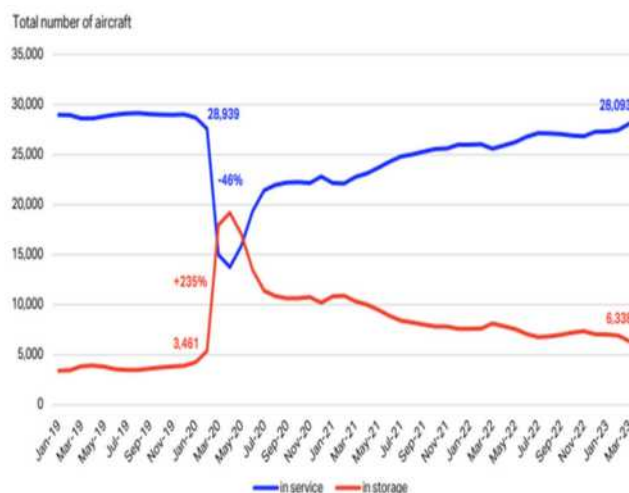
15

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 航太製造持續低檔，維修需求高檔

- 受惠1)民航-新飛機生產短期仍維持低檔，2)疫後飛機復飛需支付額外維修成本，促使航空公司減化機隊，讓2023年全球營運飛機僅佔全球飛機84%，不及疫情前90%，全球閒置飛機仍有6338架，仍高於疫情前的3461架。因民航新機生產速度維持低檔，加上疫後觀光需求已明顯復甦，預期民航維修需求將持續強勁。

Fleet renewal underway



資料來源：波音；IATA；Cirium；群益投顧彙整

群益投顧

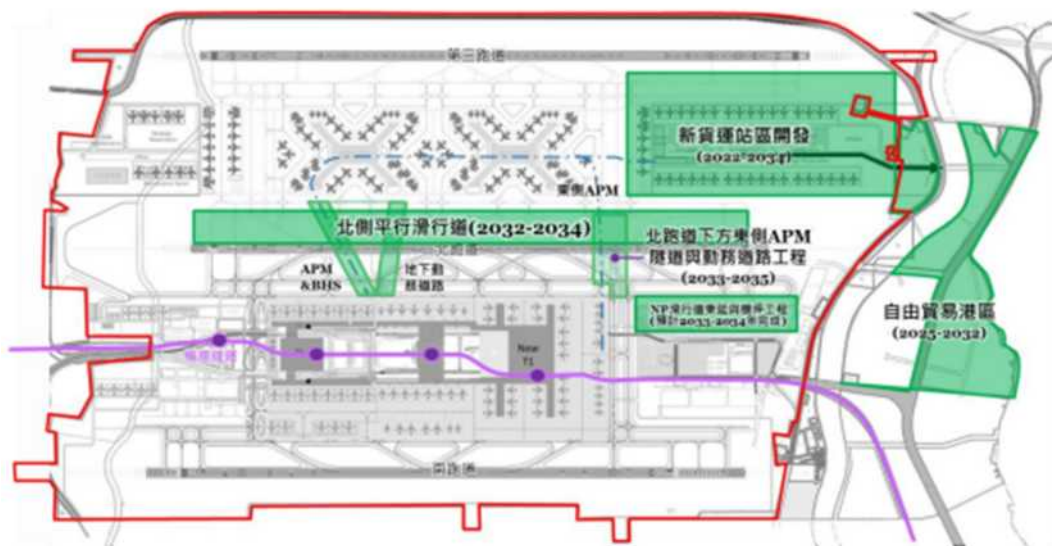
16

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海



## 維修新產能2028年才開出

- 預期總樓地板面積58萬平方公尺的桃園機場第三航廈將於2H26完工，後續也有招標等一系列流程規劃，對維修廠商而言，可能要等到2028年才有產能開出。



資料來源：桃園機場公司

群益投顧

17

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

# 台灣航太供應鏈

- 因航太全機整合產業壟斷於歐美廠商，對於台廠，主要從事Tier 2 ~ Tier 3 零組件生產，台灣零件廠商有漢翔、駐龍、寶一、晟田、jpp-KY等。其他周邊廠商則有，機隊維修的長榮航太、亞航等。



資料來源：漢翔；群益投顧彙整

群益投顧

18

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 台灣航太個股簡介

	1Q24航太佔比	主要客戶	民用產品
漢翔	84%	國防部、GE	發動機零組件等
駐龍	100%	勢必銳	機身結構件等
寶一	100%	賽鋒	引擎機匣、起落架等
晟田	65%	漢翔 for GE	發動機等
jpp-KY	45%	Thales等	航電機構件與改裝件等
長榮航太	100%	長榮航空、GE等	機隊維修、LEAP熱鍛件等
八貫	16%	SAFRAN、Collins等	減重版逃生滑梯、救生衣等

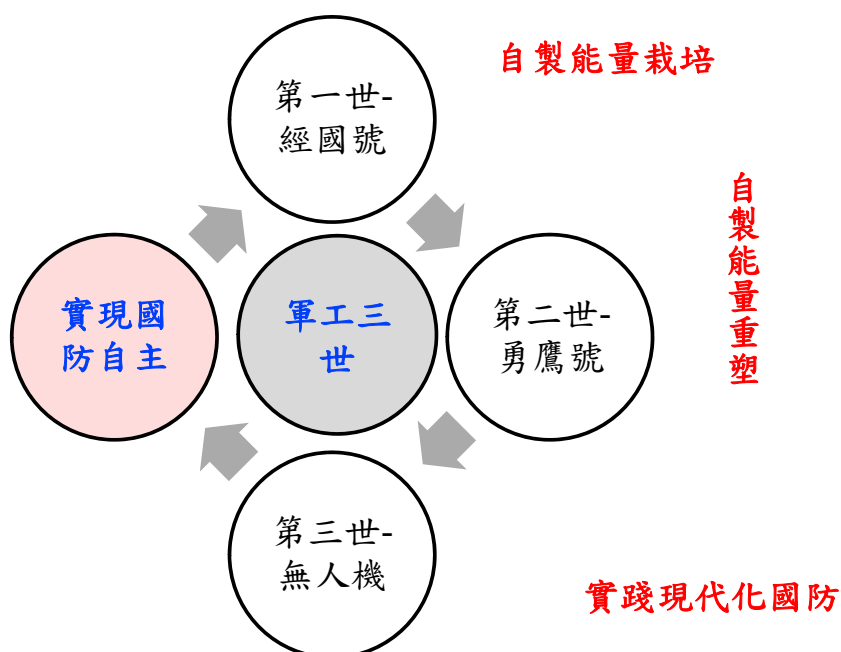
資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

19

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 軍工自製的三世



群益投顧

20

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 亞太國家逐步落實國防自主

- 因應美中戰略競爭對亞太安全環境影響，亞太各國除了採購，強化自身軍備外，近年持續調整國防政策，落實國防自主，並逐步增加國防預算。
- 對於國防自主，亞太國家主要偕同國內民間廠商進行軍備生產，例如：日本偕同三菱重工自製2艘FFM潛艦等；澳洲偕同ASC成立澳美英聯盟研製核子動力潛艦。

	國防自主政策
日本	建造2艘護衛艦(FFM)、1艘潛艇
韓國	建造輕型航艦、4000噸級潛艦，積極發展無人機戰鬥體系
印度	首艘自製航艦「維克蘭」號於2021年海試，並對部分軍事系統實施進口禁令，展現國防自主
澳洲	與美、英合作研發高超音速飛彈、核潛艦、水下無人系統等



資料來源：台灣國防報告書；群益投顧彙整

群益投顧

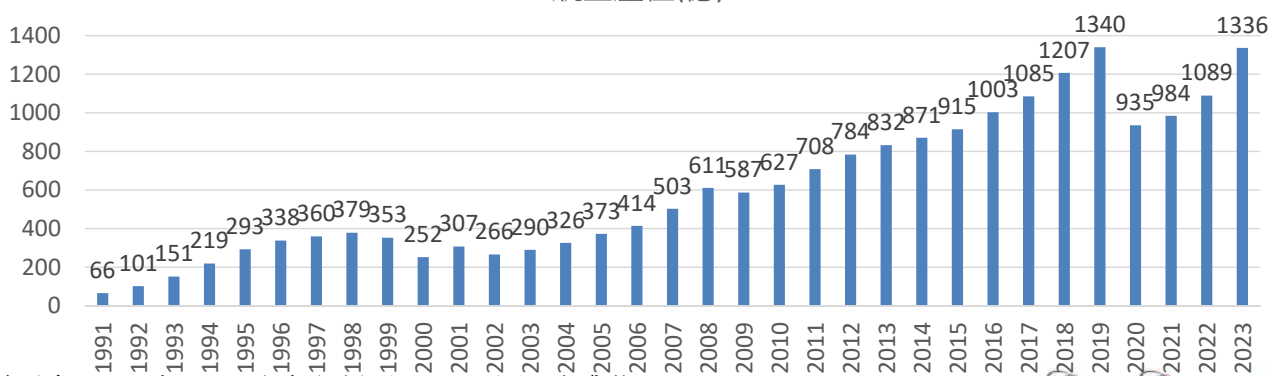
21

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 軍工第一世-台灣國防自主起源-經國號

- 第一世，1991-1999年間，行政院自製IDF經國號，期間花費788億，共生產130架IDF，創下年複合成長率20.3%驚人表現。
- 但在IDF完成交機後，後續2000-2016年複合成長率下滑至9.0%。
- 第二世，後續在高教機研發後，2017-2019年複合成長率上升至11.1%，並且2023年產值已逼近疫情前高點。
- 第三世，預計國內航空高成長趨勢將延續到新一代戰機與無人機生產。

航空產值(億)



資料來源：經濟部航太產業發展推動小組；群益投顧彙整

群益投顧

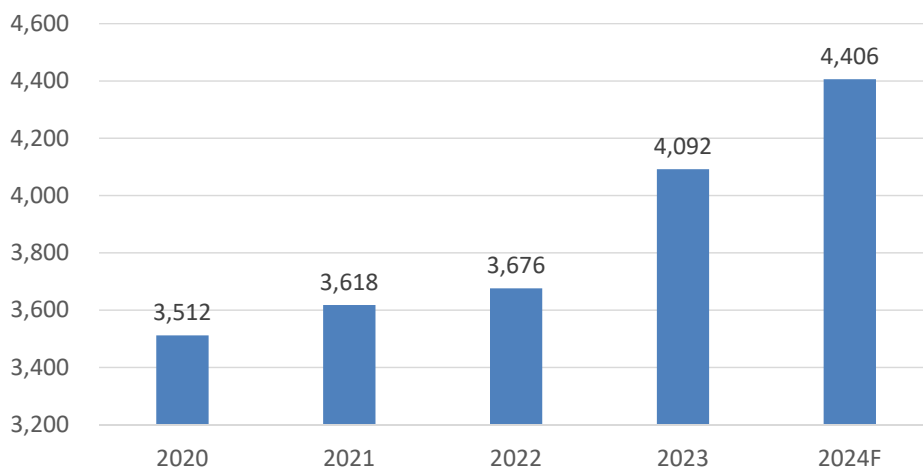
22

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 2024年台灣國防預算創高

- 因應台灣國防自主延伸的高教機等需求，2024年台灣國防預算持續創下近年新高，達4,406億元，YoY+7.67%。

近年國防預算



資料來源：國防部；群益投顧彙整

群益投顧

23

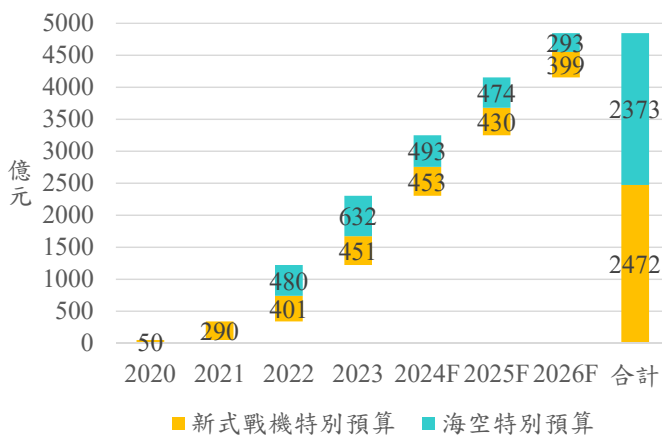
Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 台灣編列特別預算近五千億元

- 除了因應國防自主之外，為了優化即時性，近年也編列兩筆特別預算，如：新式戰機與海空特別預算，兩筆特別預算合計4,845億元，於2026年前執行完畢，加速籌備台灣國防實力。

特別預算	規模(億元)	預算期間
新式戰機特別預算	2,472	2020-2026
海空特別預算	2,373	2022-2026
合計	4,845	2020-2026

特別預算逐年規劃



資料來源：國防部；群益投顧彙整

群益投顧

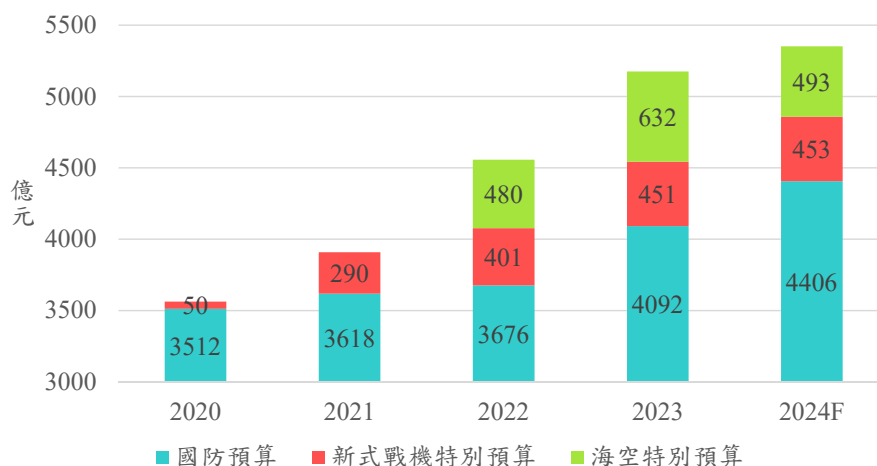
24

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 2024年台灣國防總預算持續走揚

- 因應台灣持續落實國防自主需求，2024年國防預算4,406億元、並編列兩筆特別預算合計946億元，整體合計5,352億元，使得2024年國防總預算持續創高，YoY+3.36%，持續創高。

國防預算與特別預算近年支出概況



資料來源：國防部；群益投顧彙整

群益投顧

25

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 軍工第二世-新戰機的自製/採購

- 台灣空軍預算，主要偕同漢翔，實現自製勇鷹高教機，逐步落實「國防自主」，其中勇鷹高教機也是今年空軍設備支出最大項，佔比47.5%。
- 台灣空軍除了自製勇鷹高教機，另有F-16採購與升級，例如：共採購66架新型F-16V，與採購MQ-9B無人機，帶動台灣相關廠商。

專案	2024年預算(億元)	空軍設備支出佔比	目標
海空特別預算	493		自製艦艇與採購飛彈、防空系統等
新式戰機特別預算	453		共購買66架F-16V
<b>勇鷹高教機</b>	<b>125.5</b>	47.5%	<b>共自製66架勇鷹高教機</b>
F-16A/B性能提升	4.9	1.9%	升級F-16A/B系統與武器取得
F-16V遠距精準武器籌購	30.0	11.3%	強化F-16V遠距作戰能力
高高空無人機系統	4.0	1.5%	籌建長滯空、全時段監視、打擊能力的無人機

註：2024年國防部空軍一般裝備支出總額為264.4億元

資料來源：國防部；群益投顧彙整

群益投顧

26

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海



## 新一代戰機-勇鷹高教機交機展望

- 台灣現有高教機、部訓機因為機齡已高，已經進入淘汰階段，未來由漢翔自製的勇鷹高教機替代，從2017年開始執行勇鷹高教機專案，帶動國內軍工產業成長。
- 2024年國防部編列勇鷹高教機預算125.5億元，為空軍設備支出最大項目、佔比47.5%，預估今年交機18架，來到交機高峰。

年度	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	期間合計
交機架數	2	8	17	18	18	3	66架
預算(億元)	76.5	64.6	65.5	125.5	61.8	61.8	455.7*

註：勇鷹高教機在2021-2026年交機期間預算455.7億元，整體專案預算為686億元，前後落差為尾款或研發費用。

資料來源：中國民國空軍；群益投顧彙整

群益投顧

27

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 勇鷹高教機深化國軍研發能量

- 空軍透過勇鷹高教機自製，將累積未來國軍在新一代戰機ADF、初教機的研發能量，生產更具戰力的新機型。
- 此外，中科院目前正透過110億元預算實施「織女星計畫」，協助發動機技術取得，預期專案於2024年執行完畢，逐步實踐新型戰機研發能量，力求新一代初教機替換2033年即將淘汰的T-34初教機。

		機型	首批出廠	全壽期年限	機齡	生產情形	取代機型	量產與否
訓練	初教機	T-34C	1985	2033-	39	採購	新一代初教機	無
	高教機	AT-3	1980	2017-	44	自製	勇鷹高教機	有
	部訓機	F-5E/F	1974	2023-2024	50	協作		
戰鬥	戰鬥機	IDF	1988		36	自製	ADF(可能)	無

資料來源：中國民國空軍；國防部；漢翔；群益投顧彙整

群益投顧

28

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海



## 當前採購軍機仍為趨勢

- 全面落實國防自主前，空軍主流機型仍來自採購，如：F-16、幻象2000，這兩種採購機型的服役數量，共計191架，佔服役戰機比例48%，考量2026年特別預算完成採購66架F-16V，預估2026年底台灣共有452架戰鬥機，相較2023年統計的396架，成長14.14%，加上飛機維修成本是生產成本186%，預計逐漸成長的軍機採購數量，替國內廠商帶來更多維修商機。

主要戰機	2023年	12/31/2026(F)*
F-16系列	137	203
IDF	129	129
F5-E/F系列	62	0
幻象2000	54	54
勇鷹高教機	14	66
總和	396	452

資料來源：Flightglobal；群益投顧彙整

群益投顧

29

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 軍機維修代表-二指部GOCO

- 空軍第二後勤指揮部軍工廠委託民間經營案(以下簡稱二指部GOCO案)：  
二指部GOCO案是空軍與台廠共同維修國內軍機的主要基地，從事空軍F-16、幻象2000、IDF、T-34、UH-60M等軍機維修，並分為屏東與台中兩廠區，對台廠而言，以亞航作為國內軍機維修的龍頭廠商。

二指部GOCO執行期間	2014-2017年	2018-2022年	2023-2027年
預算(億元)	95.7	133.6	133.6
主要得標廠商	漢翔	亞航	亞航

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

30

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 既有專案將結案，國防預算騰出空間

- 戰機壽命約50年，加上台灣戰機年齡偏大，隨著勇鷹高教機、F-16V性能提升等預算結束，新型戰機迎來生產空窗期，有利舊型戰機性能提升，帶動國內廠商取得類似F-16V性能提升的專案訂單。

機種	軍種	採購年份	架數	預算(億元)	後續展望	補充
500MD	陸	1977	9			
CH-47	陸	1983	8			
C-130H	空	1984	20	100	性能提升	預計2025-2030年執行
IDF	空	1988	36	167.27	性能提升	2009-2017年執行完成
S-70C	海	1991	18			
幻象2000	空	1992	54		延壽	
AH-1W	陸	1992	63			
E-2K	空	1995	5	15.11	性能提升	
F-16V	空	1996	137	1402.04	性能提升	2012-2026年執行完成
TH-67	陸	1996	29		小部分性能提升	
OH-58	陸	1997	13			
P-3C	空	2007	12			
AH-64E	陸	2008	30			
H225M	空	2010	3			
UH-60M	空+陸	2014	45			

## 軍工第三世-無人機

- 受惠烏俄戰爭，現代戰爭出現典範轉移，透過無人機的低成本、高靈活度，實現不對稱作戰的戰略應用。
- 例如：相比傳統的P-8 Poseidon戰機，MQ-9B無人機可降低85.7%的操作成本、96%的耗油量、提升250%的滯空時間。

	MQ-9B無人機海巡	P-8 Poseidon傳統戰機海巡	無人機/傳統戰機比率
操作成本(美金)/小時	5,000	35,000	14.3%
耗油量(磅)/小時	200	5,000	4%
最大滯空時間(小時)	25	10	250%

## 台灣無人機建軍規畫

- 面對中國已經成軍的無人機軍隊，台灣以「遠距、精準、機動、無人化、AI」建立不對稱作戰能量，將無人機納入國軍兵力整建規劃，除了MQ-9B的採購外，未來軍規無人機於2022-2028年釋商80%產值，每年量產約700架；商規無人機於2024-2028年，每年量產約3000架，提升無人機戰力，帶動國內無人機產業發展。

	量產架數需求	需求期間
軍規軍用無人機	4,900	2022-2028
商規商用無人機	15,000	2024-2028



資料來源：國防報告書；群益投顧彙整

群益投顧

33

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 軍規無人機展望

- 雖軍規無人機預算已達八年338.04億元，但受限於產品可能涉及槍砲彈藥等法規影響，目前僅有銳鳶二代的試產標由民間廠商生產，其餘研究部預期可能仍以國防部生產為主，後續也可觀察是否有維修標開出。

	MQ-9B	銳鳶二代*	劍翔	騰雲	巡飛彈	魔羯
生產過程	採購	試產標進行中	海空特別預算編列	戰備測試未過01/2024	擬定採購	擬定轉商規
預算規模(億元)	217.23	0.96	119.85	-	-	
預算期間	2022-2029	2024-2025	2022-2025	-	-	2024-2027
其他	未釋商	如果未來量產標開出，研究部預期預算規模將達11.52億元	未釋商	未釋商	未釋商	

\*群益投顧自行預估

資料來源：國防報告書；國防報告書；外交政策雜誌；群益投顧彙整

群益投顧

34

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 軍規無人機訂單穩定，規模有待成長

- 台灣軍規無人機目前僅有銳鳶二代的試產標由亞航與碳基合作生產，並考量列五年65.8億元預算，用於2,830架的軍用商規無人機試產標，預期在近期完成廠商交機、政府測試後，2H24中下旬試產標將開標，貢獻國內軍工股2025年營收。

市佔率	訂單規模 (百萬元)	亞航體系*
銳鳶二代	96	100%
軍規無人機訂單 佔2023年營收		0.7%

\*群益投顧自行預估，亞航對於軍用商規無人機屬於零組件供應，無法完全認列標案營收

資料來源：亞航；群益投顧彙整

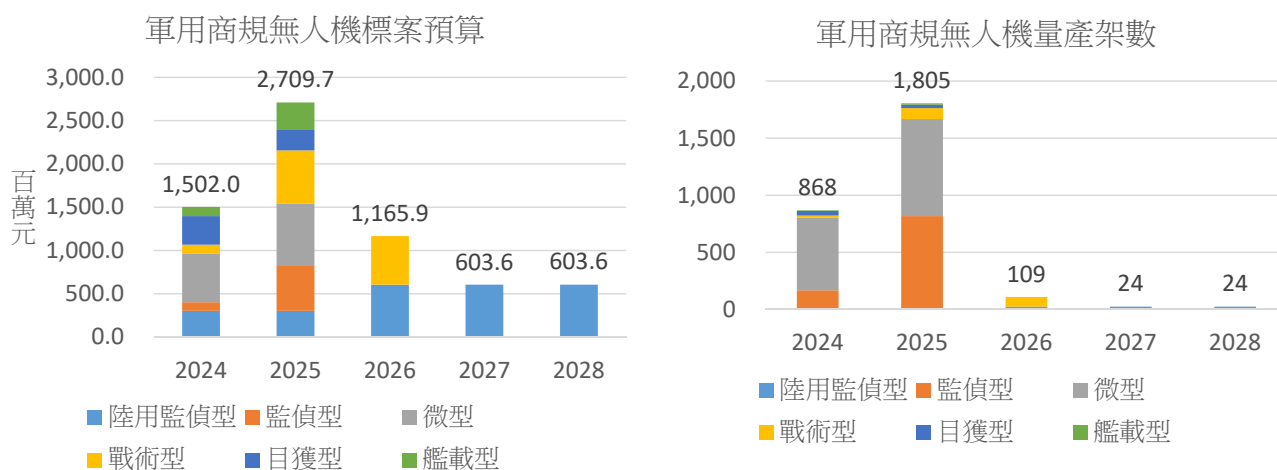
群益投顧

35

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 商規無人機展望

- 台灣目前編列五年65.8億元預算，用於2,830架的軍用商規無人機第一批量產標，並且規劃在量產標開出後，預算規模將於2025年創高，達27.097億元，而量產標時程預期在近期完成廠商交機、政府測試後，2H24中下旬將開標，貢獻國內軍工股2025年營收。



資料來源：國防預算書；亞航；群益投顧彙整

群益投顧

36

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 商規無人機百家爭鳴，訂單為王

- 在此次商規無人機標案中，雷虎、中光電等廠商以中小型無人機為主；亞航與長榮航太以中大型無人機為主，預期長榮航太可取得12.072億元、雷虎可取得6.407億元、亞航可取得4.896億元的訂單；並以訂單/營收來看，預期雷虎、亞航受惠無人機標案程度較大，訂單/營收佔比超過10%。

市佔率	訂單規模 (百萬元)	單價 (百萬元)	雷虎	中光電	長榮航太	亞航體系*
艦載型	424.7	26.5				O
陸用監偵型	2,414.4	25.2			O	O
目獲型	566.6	7.9				O
戰術型(魔羯)	1,280.2	6.4				
微型	1,281.4	0.9	O	O		
監偵型	617.6	0.6		O		
訂單總和(百萬元)	6,584.8		640.7	949.5	1,207.2	489.6
商規無人機訂單 佔2023年營收			64.8%	2.4%	8.1%	10.1%

\*群益投顧自行預估，亞航對於軍用商規無人機屬於零組件供應，無法完全認列標案營收

資料來源：國防報告書；亞航；群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

群益投顧

37

## 軍規&商規無人機-未來市場空間大

- 彙整台灣近期的無人機標案，雖然當前預算規模僅有66.808億元，而上市櫃公司僅能分得33.187億元，整體市場偏小，但隨著無人機趨勢、國防預算受惠既有專案結束，騰出空間，皆有利未來政府無人機預算增加，強化國防部的研發能量；民間廠商受惠國防部釋商、本土化需求，突破學習曲線，長期將改善對外軍備採購問題，自製率不足的問題。

市佔率	雷虎	中光電	長榮航太	亞航體系*
預期商規+軍規無人機訂單	640.7	949.5	1,207.2	521.2
商規+軍規無人機訂單 佔2023年營收	64.8%	2.4%	8.1%	10.7%

\*群益投顧自行預估，亞航對於軍用商規無人機屬於零組件供應，無法完全認列標案營收

資料來源：國防報告書；亞航；群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

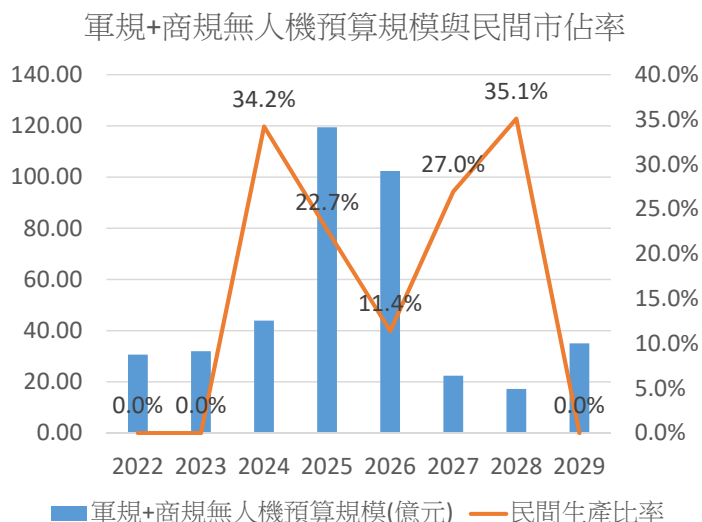
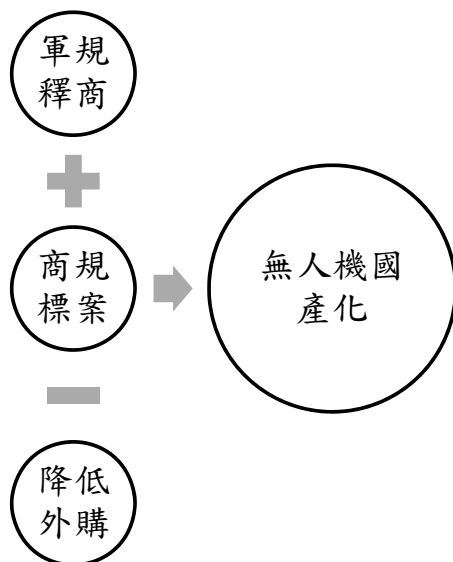
群益投顧

38



## 無人機未來趨勢-國產化提升

- 隨著軍方、民間的生產問題改善，國防部預期未來5款軍規無人機將釋商80%產值，並持續推動商規無人機進程，即長期無人機國產化比率將提升到80%以上，但當前國內無人機標案的國產化比率不到40%。



資料來源：國防報告書；國防預算書；亞航；群益投顧彙整

群益投顧

39

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 台灣軍工個股簡介

	1Q24軍工佔比	在手無人機訂單/2023年營收佔比	主要客戶	產品
亞航	90%	0.7%	國防部等	軍機維修MRO、無人機組裝等
漢翔	56%	0%	國防部等	高教機研發、F-16性能提升等
長榮航太	0%	0.2%	國防部等	商規無人機統包
八貫	8%	0%	歐美廠商	防彈背心

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

40

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海



- 全球航太市場需求端受惠 (1)疫後開始成長的觀光需求、(2)2019年的737-MAX墜機後，汰舊換新需求遞延；供給端(1)疫情影響航太製造缺工、(2)生產品質不良影響。供給緩增、需求成長快速，導致航太製造供不應求。
- 美國航太耐久財新接訂單維持高檔，兩家航太系統整合廠在手訂單總量創11年新高，樂觀預期2042年全球航太需求，未來CAGR達3.28~3.48%。
- 觀光需求成長、新機製造速度維持低檔，有利維修事業營運維持高檔。
- 2024年台灣國防預算，受惠勇鷹高教機等需求，預算持續創高，有利軍工生產廠商；近年更透過特別預算，編列新式戰機與海空特別預算，加速籌備軍機規模，有利台灣軍機維修MRO廠商。
- 展望未來，受惠勇鷹高教機、F-16性能提升等中大型專案預算即將結束，國防預算出現空間，有利未來老舊軍機性能提升、無人機專案預算編列。
- 重點股：駐龍(4572 TT)、晟田(4541 TT)、八貫(1342 TT)、亞航(2630 TT)、漢翔(2634 TT)、jpp-KY(5284 TT)。

## 3Q24觀光航空產業展望

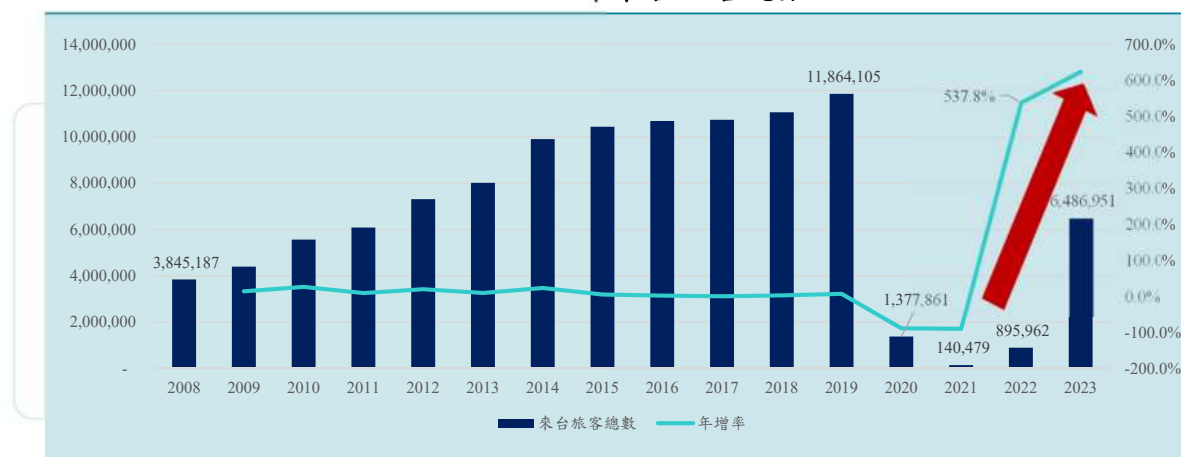
--暑期旺季，若有兩岸全面開放政策具加分效果

- 2024年來台觀光人數持續成長
- 兩岸政策為未來重要影響
- 國際旅館住用率可望持續回升
- 出國旅遊浪潮持續
- 全球及台灣航空客貨運市場概況
- 航空燃油價格下跌，有利舒緩航空公司營運成本壓力
- 重點股

## 2023年來台人數持續向上

- 2019年來台旅客總數為1,186萬人次，較2018年成長7.2%。(包含業務、觀光、探親、會議、求學、展覽、醫療、其他等)
- 2022年來台觀光人數為89.5萬人，年增537.8%，2023年來台旅客總數為648.7萬人次，年增624%，相較於2019年的1186萬人次，約回復54.7%。

2008~2023年來台旅客總數

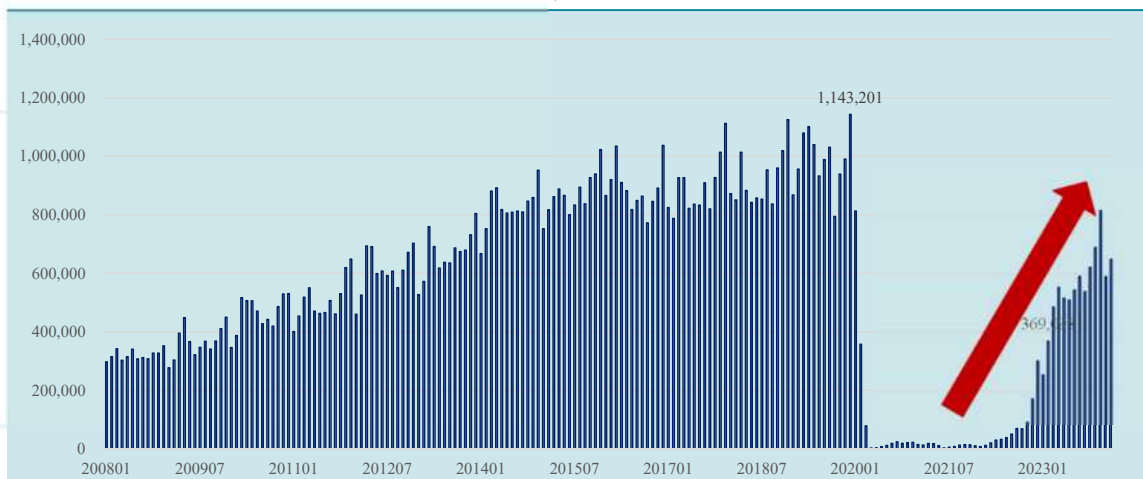


Source: Cmoney、Capital Research

## 10/2022後Inbound大幅成長

- 3/2020後，因疫情影響，主要是3/19/2020限制所有非本國籍人士入境，事前申請核准者才予放行。。
- 在2019年疫情前，每月來台旅客約在80~100萬人次之間。10/2022開放邊境後，來台旅客人數呈現大幅成長，2/2024單月已達648,348人次

2008~今來台旅客總數



Source: Cmoney、Capital Research

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 中國來台人數仍處低檔

- 2019年來中國來台觀光總數為271.4萬人次。
- 2020年來中國來台觀光總數為11.1萬人次，年減95.9%，2023年來台旅客為226,269人，年增828%，僅來到2019年的8.33%。

2019~2023年中國來台旅客總數



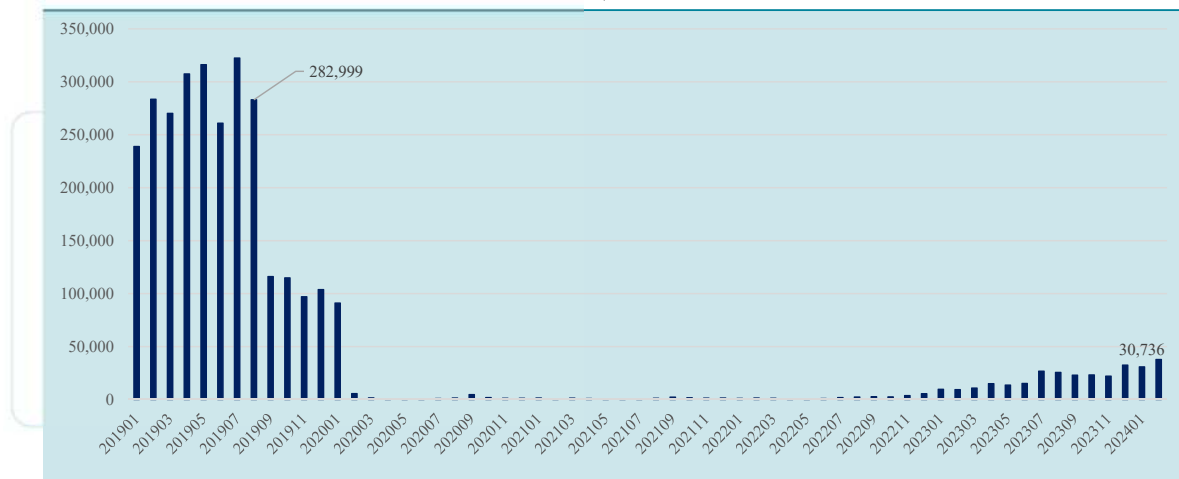
Source: Cmoney、Capital Research

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 中國來台人數仍處低檔

- 3/2020後，因疫情影響，主要是3/19/2020限制所有非本國籍人士入境，事前申請核准者才予放行。所有入境者入境後都需進行居家檢疫14天。
- 在2019年疫情前每月中國來台觀光旅客約在30萬人次之間，2/2024年中國來台旅客為30,736人次。

2008~2/2024年來台觀光人次總數



Source: Cmoney、Capital Research

## 520演講強調對等尊嚴

- 總統賴清德就職後，除了再次宣示新政府會落實「觀光立國」，著重國際市場的人才培育，也對於業者希望重啟兩岸旅遊，秉持對等尊嚴原則。
- 顧及旅行業者的利益，行政院宣布6/1/2024前所規劃的所有旅行團，都可以繼續執行與出團，不受影響。初估有1,000團、2萬人不受影響。

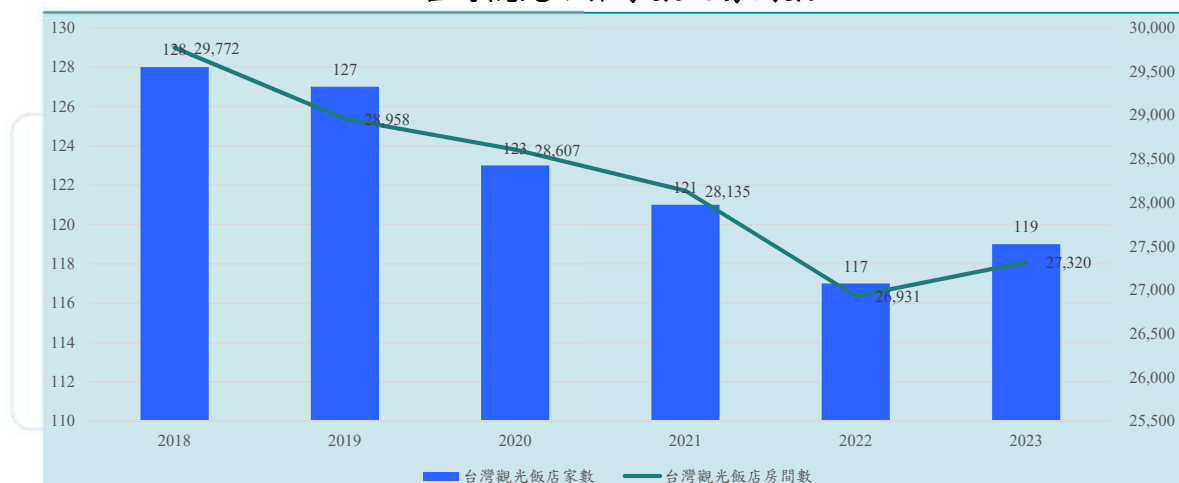
## 兩岸政策仍為主要原因

- 中國大陸解放軍於5/23~14/2024在臺海進行「聯合利劍-2024A」演習。
- 福州市旅遊協會5/30/2024發布「關於延期赴馬祖考察的函」聲明，內容提到，協會原計畫組織由韓鳴會長率領的福州赴馬祖旅遊考察團，共28人於6/10~12/2024赴馬祖展開文化旅遊交流活動，因故延期。

## 疫後觀光旅館家數回升有限

- 因疫情影響，台灣觀光飯店家數呈現明顯下滑，由2019年疫情前的127家，下滑至2022年的117家，觀光飯店房間數由2019年的28,958間下滑至2022年的26,931間，減少幅度為7.0%。
- 隨著景氣復甦，2023年底台灣觀光旅館家數提高至119家，27,320房間數。

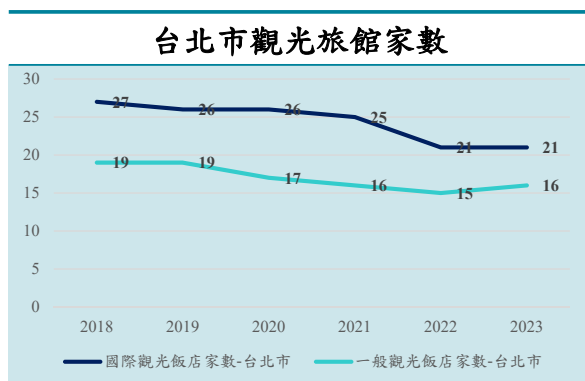
台灣觀光旅館家數及房間數



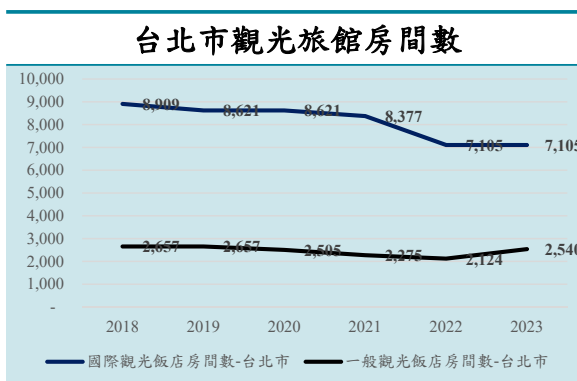
Source: Cmoney、Capital Research

## 疫情後台北市旅館業回升有限

- 受疫情影響，國外觀光客受限於各國政府政策影響，觀光客來台受到限制，因此以國際觀光客為主的台北市觀光飯店影響最大。
- 台北市國際觀光旅館家數由2019年的26家，減少至2022年的21家，房間數由8,621間，下滑至7,105間，供應減少17.6%。
- 2023年台北市一般觀光飯店增加1家至16家，房間數略增至2,540。



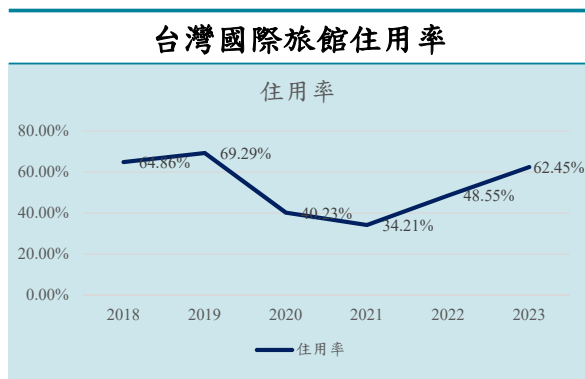
Source: Cmoney、Capital Research



Source: Cmoney、Capital Research

## 國際旅館住用率可望回升

- 疫情前台灣國際觀光旅館的住用率約在70%，2020年後因疫情影響，住用率降至35%~40%。
- 疫情前國際觀光旅館平均房價約在3,900元，因政府防疫政策影響，平均房價上揚至4,396元。
- 2023年台灣國旅館住用率提高至62.45%，平均房價上揚至4,891。



Source: Cmoney、Capital Research

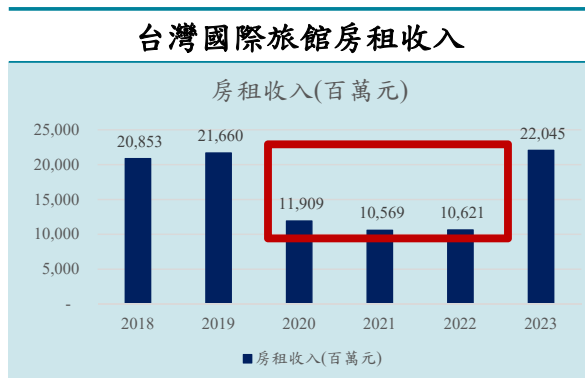


Source: Cmoney、Capital Research

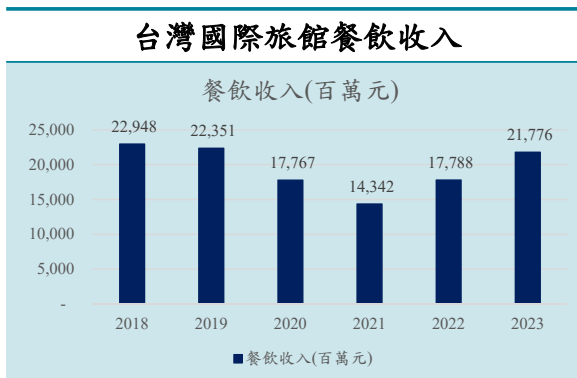


## 國際旅館收入回升

- 疫情前台灣國際觀光旅館的房租收入約在200億元，受疫情影響，相關收入呈現腰斬，2020~2022年房租收入約在100億元。
- 疫情前餐飲收入約在220億元左右，2020~2022年約在140~170億元之間，隨著來台旅客增加，預期將明顯復甦。
- 2023年國際旅館房租收入已超過2019年，餐飲收入回升至217億元。



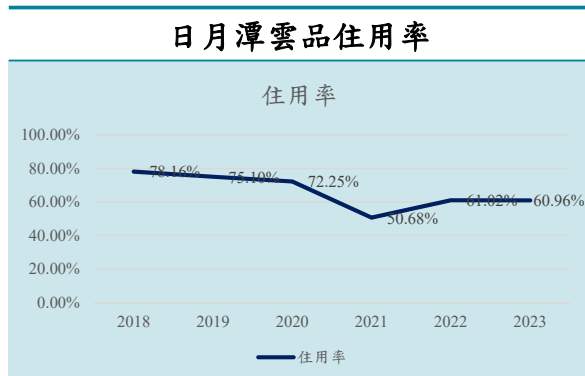
Source: Cmoney、Capital Research



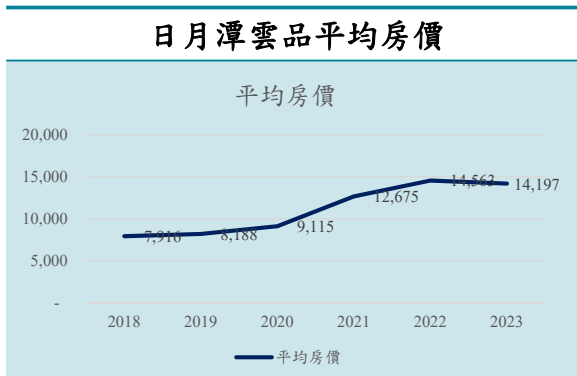
Source: Cmoney、Capital Research

## 住用率及平均房價—日月潭雲品

- 疫情前雲品的住用率約在75%，2020年後因疫情影響，公司策略上將住用率降至60%。
- 疫情期間因政府未開放國門，使得國旅呈現大幅成長，雲品平均房價由2019年的8,188元上揚至2022年的14,563元，成長77.8%。
- 2023黏住用率維持在60.96%，平均房價為14197元。



Source: Cmoney、Capital Research



Source: Cmoney、Capital Research

## 住用率及平均房價—晶華

- 疫情前台北晶華的住用率約在80%，2020年後因疫情影響，住用率降至40%。
- 疫情前台北晶華平均房價約在5,500元，因來台旅客減少，2020~2022年平均房價降至3,900元水準，降幅為30.6%。
- 2023年住用率回升至77.91%，平均房價來到5612。

台北晶華住用率



Source: Cmoney、Capital Research

台北晶華平均房價

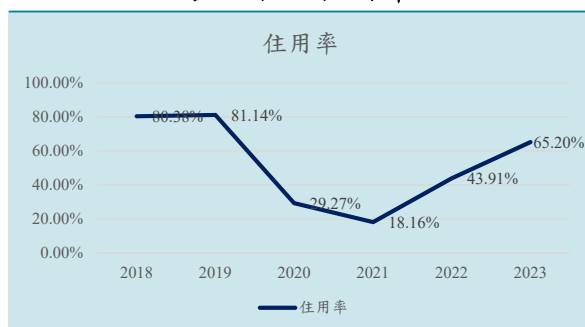


Source: Cmoney、Capital Research

## 住用率及平均房價—台北君品

- 疫情前台北君品的住用率約在80%，2020年後因疫情影響，住用率最低降至18%。
- 疫情前台北君品平均房價約在4,900元，因來台旅客減少，2020~2022年平均房價降至2,900~3,100元水準，降幅為36.3%。
- 2023年住用率回升至65.2%，平均房價為4992元。

台北君品住用率



Source: Cmoney、Capital Research

台北君品平均房價



Source: Cmoney、Capital Research

## 2023年台灣Outbound大幅成長

- 2019年出國人數為1,710萬人次，較2018年成長2.7%。2020年來出國人數為233.6萬人次，年減86.3%，2021年來出國人數為36.0萬人次，年減84.6%，2022年出國人數為1,482,821人次，年增311.9%。
- 2023年出國人次為1179萬人次，年增695.5%。

2008~2021年台灣出國人數



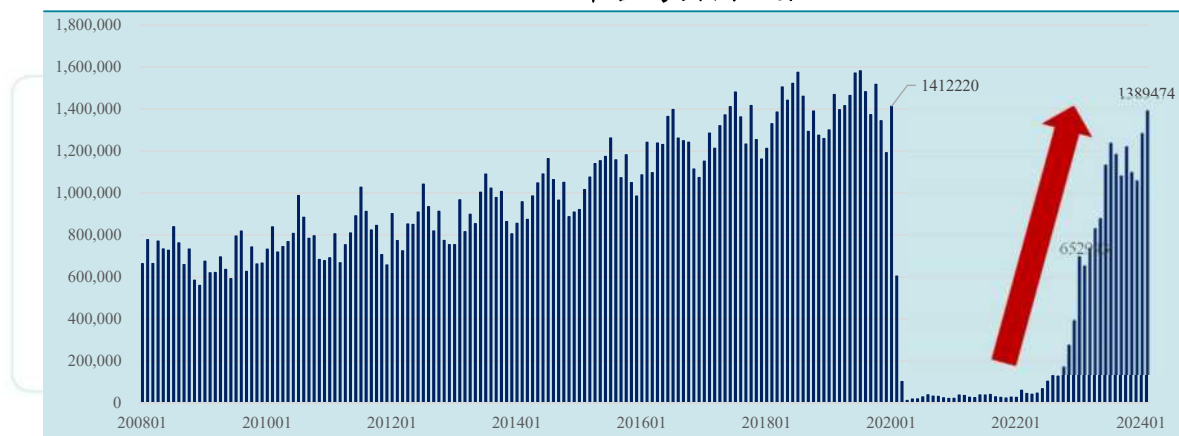
Source: Cmoney、Capital Research

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 疫後旅遊浪潮持續

- 3/2020後，因疫情影響，3/17/2020天宣布全國高中以下師生禁止出境。3/21/2020中央流行疫情指揮中心將全球的旅遊疫情警示升為第三級，國人應避免所有非必要之出國旅遊，至此產業墜入谷底。
- 在2019年疫情前，每月出國人數約在100萬人次以上，2/2024已回升至138.94萬人次。

2008~2021年台灣出國人數

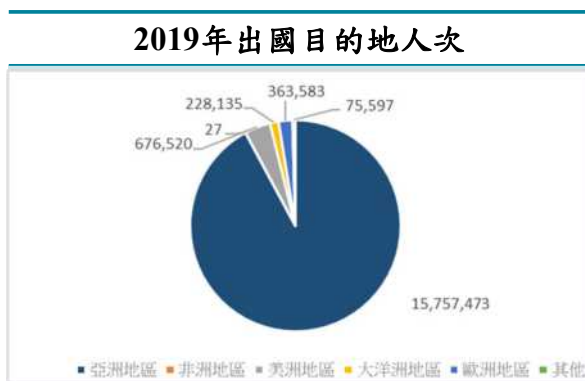


Source: Cmoney、Capital Research

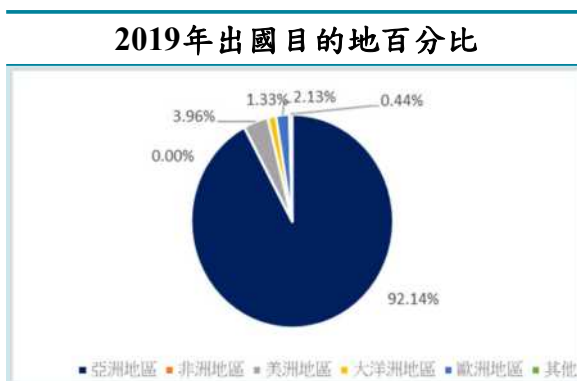
Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 疫情前出國地區以亞洲為主

- 疫情期間受到政府政策影響，因此出國人數大幅下降，但以2019年的出國地區來看，是以亞洲區為最主要的出國地區，目的地為亞洲的出國人次達到1,575萬人次，占全年出國人次的92.14%。
- 其餘地區部分，美洲地區3.96%，大洋地區1.33%，歐洲地區2.13%。



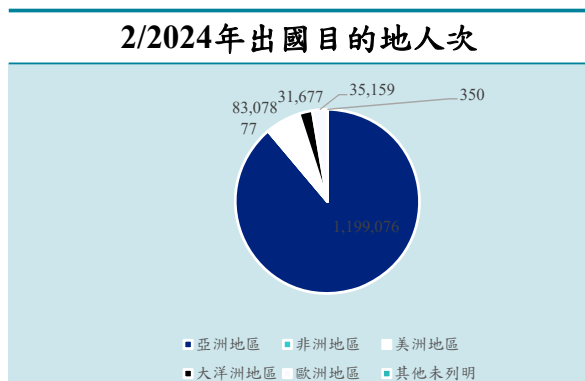
Source: Cmoney、Capital Research



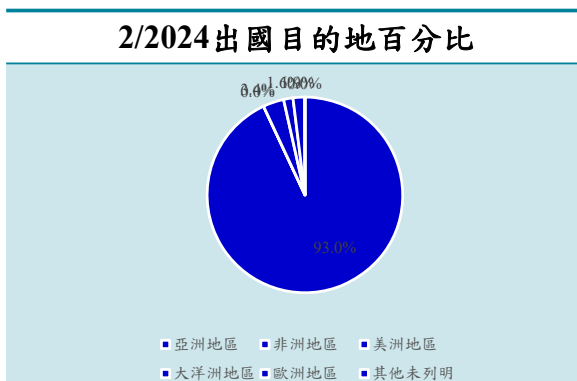
Source: Cmoney、Capital Research

## 2/2024出國地區仍以亞洲為主

- 2/2024年的出國地區來看，以亞洲區為最主要的出國地區，目的地為亞洲的出國人次達到129萬人次，占全年出國人次的93%。
- 其餘地區部分，美洲地區3.4%，大洋地區1.6%，歐洲地區1.9%。



Source: Cmoney、Capital Research

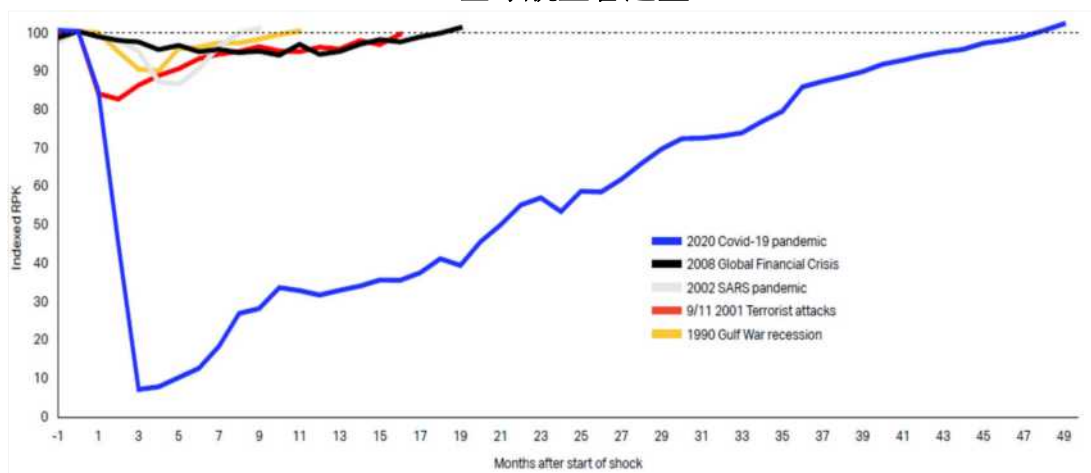


Source: Cmoney、Capital Research

## 全球航空客運量恢復至疫情前水準

- Covid-19對全球航空業衝擊為史上最大，耗費近四年、至2024年為止，全球航空客運量才恢復至疫情前水準。

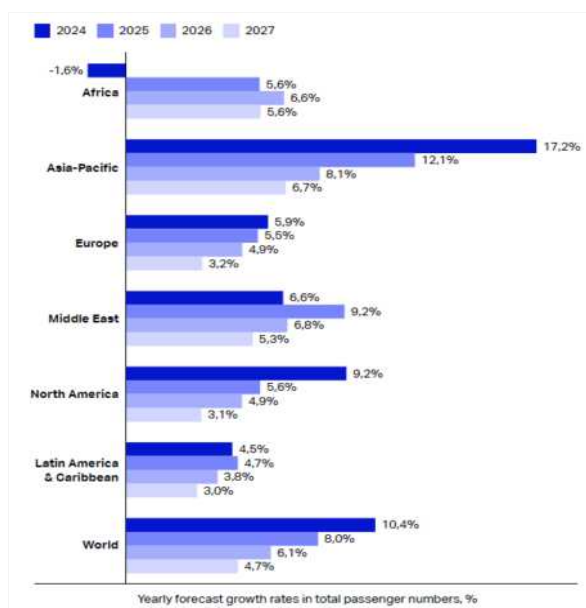
全球航空客運量



資料來源：IATA，群益投顧彙整

## 預計2024年客運量仍有雙位數增長

IATA對於全球航空客運量預估



- 根據IATA預估，全球航空2024年客運量YoY+10.4%、2025年客運量YoY+8%。
- IATA預估亞洲市場2024年客運量YoY+17.2%、2025年客運量YoY+12.1%。

資料來源：IATA，群益投顧彙整

## 國內航空公司客運價量概況

- 國內航空公司客運量已逐漸恢復至疫情前水準，客運價格相較於疫情前水準仍有20%~30%的漲幅。

國內航空公司客運量走勢



國內航空公司客運價走勢



資料來源：華航，群益投顧彙整

群益投顧

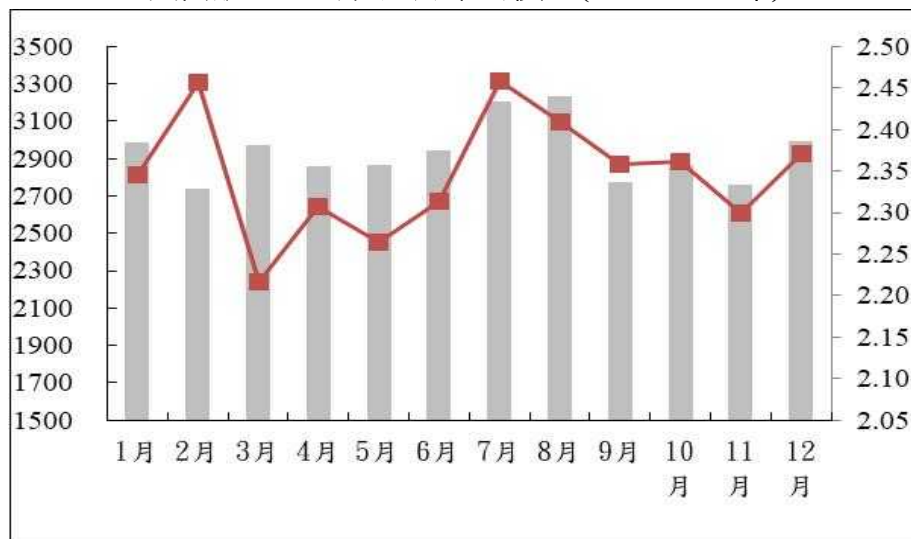
63

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 3Q進入客運旺季有望推升營運動能

- 觀察疫情前國內航空公司客運價量走勢，3Q(七月及八月)通常為客運價量高峰。

國內航空公司客運月平均價量(2008~2018年)



資料來源：華航，群益投顧彙整

群益投顧

64

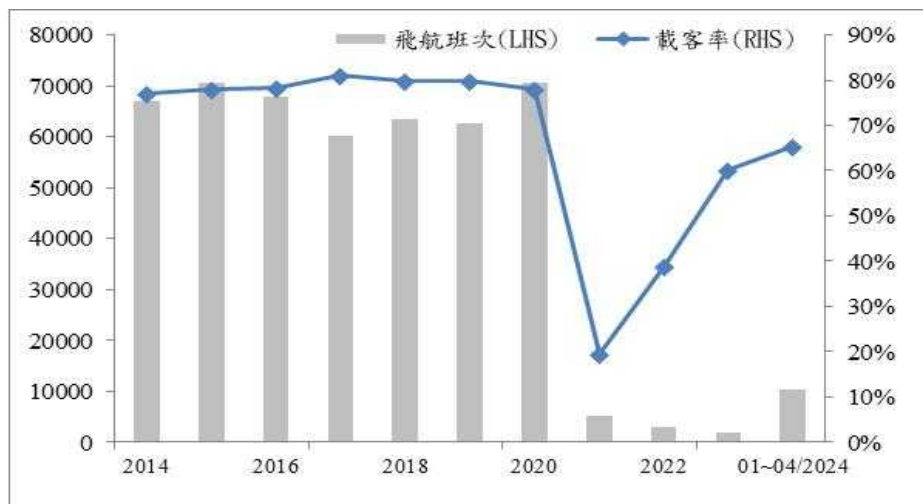
Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海



## 台灣兩岸航線飛航班次逐漸恢復

- 目前台灣國際航線飛航班次約恢復到疫情前40%~50%左右(年化後計算)，航點以一線城市為主。。

台灣兩岸航線飛航班次及載客率變化



資料來源：民航局，群益投顧彙整

## 兩岸開放雙向觀光有譜

大陸促請我方恢復兩岸海上客運直航以及擴大恢復空中客運直航，國台辦強調，具體包含5條海上客運直航航線以及天津等30個大陸航點。

台灣行政院表示，歡迎陸客來台政策始終沒有改變，兩岸可以先從重啟雙邊對等觀光旅遊跨出第一步，期盼中國大陸方面展現相對善意跟努力，為兩岸和平交流做出貢獻。。

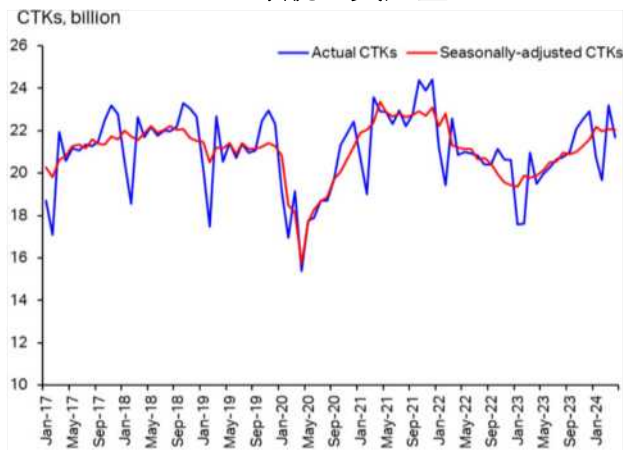
兩岸人流限制完全開放後有利航空公司兩岸往返人次的回溫，然載客率的變化則需視航空公司航班增班速度而定，目前政策對於股價具題材性效益，實質效益則待觀察。

資料來源：IATA，群益投顧彙整

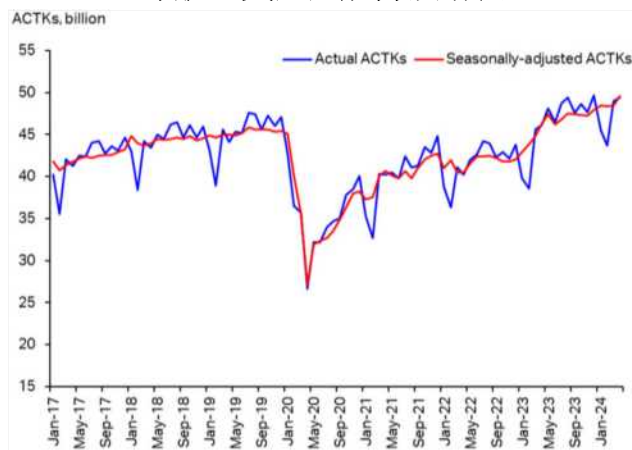
## 全球航空貨運需求及運能同步回升

- 全球航空貨運量自2H23開始回升。
- 隨客機陸續復飛、機腹載貨的運能增加後，供需動態調整仍是貨運價格最大變數。

全球航空貨運量



全球航空貨運運能持續增長



資料來源：IATA，群益投顧彙整

群益投顧

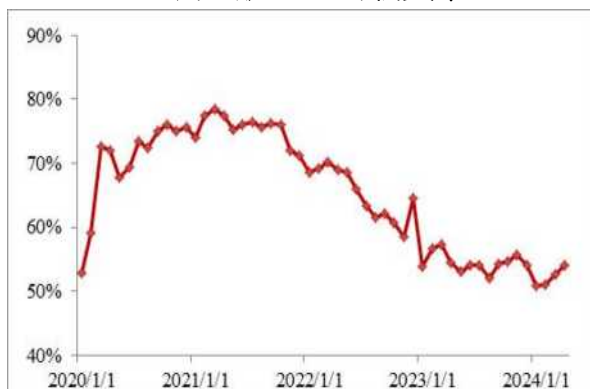
67

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

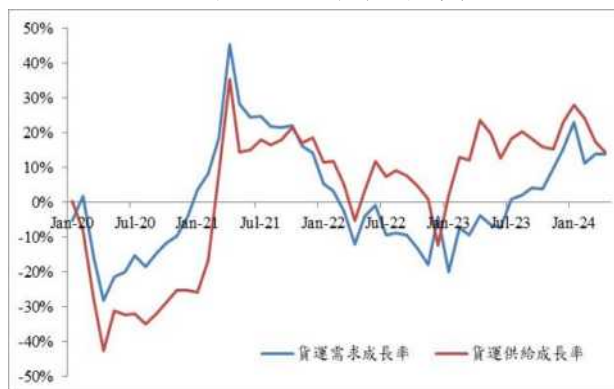
## 貨運需求回升支撐載貨率反彈

- 隨貨運市場需求回升、運力增速放緩，支撐亞洲航空公司近期整體載貨率有所反彈。

亞洲區航空公司載貨率



亞洲區航空公司貨運供需YoY



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

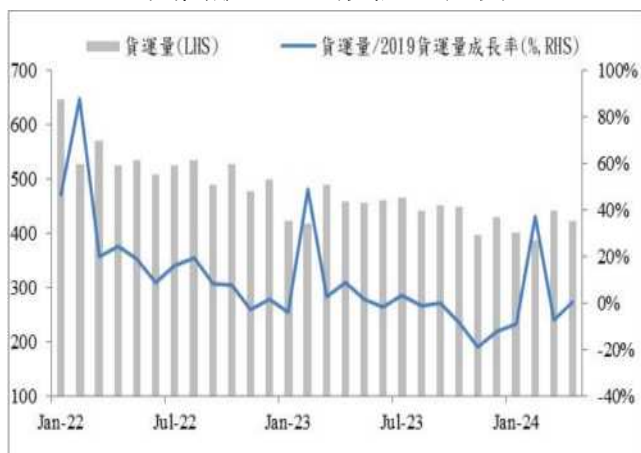
68

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 國內航空公司貨運價量概況

- 目前貨量已逐漸接近疫情前水準，價格相較於疫情前水準仍有20%~30%的漲幅。
- 電商及AI產品需求支撐下，2H24若市場運力返回速度放緩，則貨運價格水準有望維持高檔。

國內航空公司貨運量走勢



國內航空公司貨運價走勢



資料來源：華航，群益投顧彙整

群益投顧

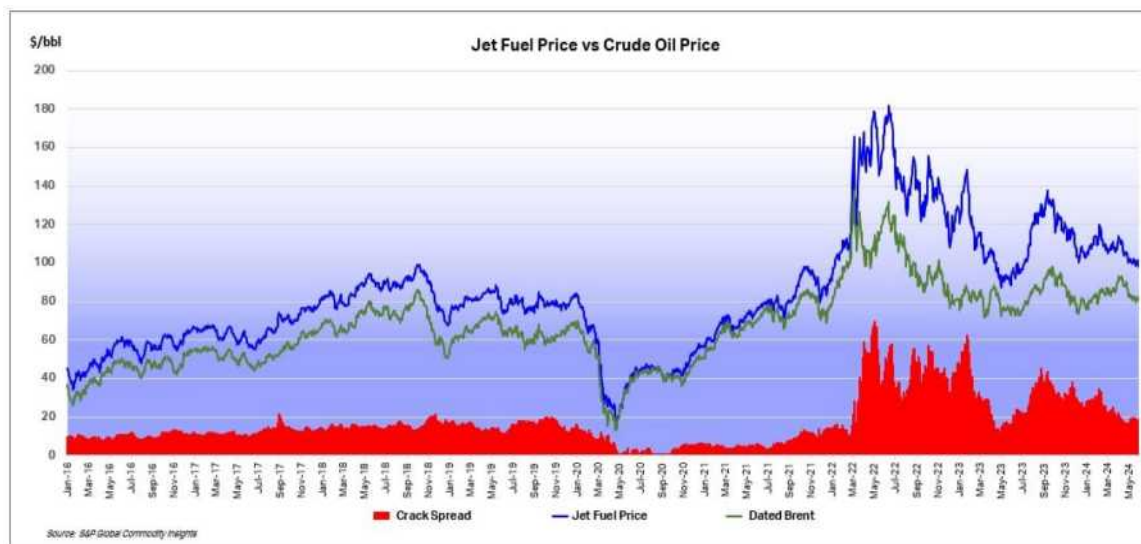
69

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 燃油價格下跌舒緩成本壓力

- 航空公司1Q24成本結構中，燃油比重約三成。
- 航空燃油價格持續走跌，有望舒緩航空公司成本壓力。

航空燃油價格走跌



資料來源：IATA，群益投顧彙整

群益投顧

70

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 燃油成本敏感度分析

航空燃油價格變動對華航EPS影響數

油價變動金額(美元/桶)	2	4	6	8	10
燃油成本變動金額(千元台幣)	992,000	1,984,000	2,976,000	3,968,000	4,960,000
對華航EPS影響數	0.16	0.33	0.49	0.66	0.82

航空燃油價格變動對長榮航EPS影響數

航空燃油增加金額(美元/桶)	2	4	6	8	10
燃油成本(千美元)	35,000	70,000	105,000	140,000	175,000
對長榮航EPS影響數	0.21	0.41	0.62	0.83	1.04

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

71

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 結論

- 2024年來台觀光人數持續成長。
- 國際旅館住用率可望持續回升。
- 出入境旅遊浪潮持續。
- 3Q24進入傳統客運旺季，推升營收及獲利成長。
- 貨運價格水準有望維持高檔。
- 航空燃油價格下跌，有利舒緩航空營運成本壓力。
- 重點股：晶華(2707 TT)、雄獅(2731 TT)、長榮航(2618 TT)、華航(2610 TT)。

# 3Q24鋼鐵產業展望

--逐漸走出谷底具有轉機

群益投顧



## 簡報大綱

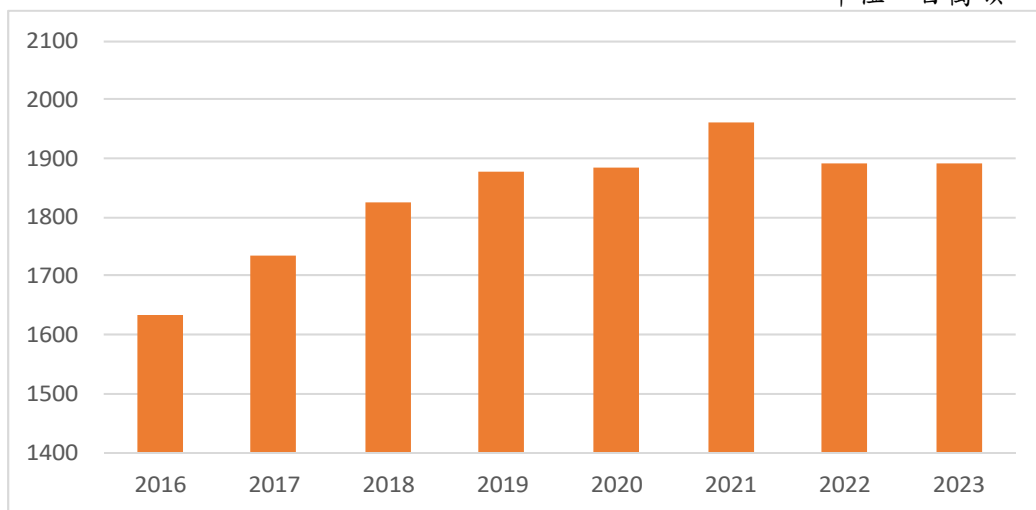
- WSA預期2024年鋼鐵需求可望回升
- 中國推出多項政策，推升房市並支撐國內需求
- 未來鋼鐵需求面成長來源
- 重點股

## 全球粗鋼生產量

- 2021年因疫情因素使粗鋼產量暴增推高原物料價格，也造成2022年需求下降時原物料價格的大跌，2023年粗鋼產量已回歸平穩。

全球粗鋼生產量

單位：百萬噸



資料來源：WSA、群益投顧彙整

群益投顧

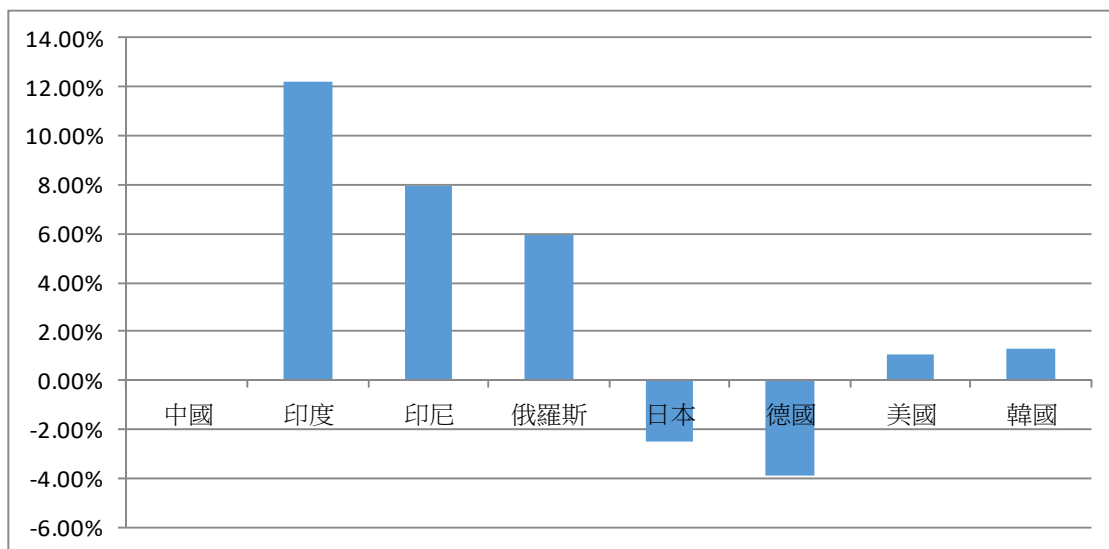
75

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 2023年各國鋼鐵產出狀況

- 2023年美韓等國粗鋼產出都回升，但中國粗鋼產出量持平，印度、印尼受惠國內需求強勁，粗鋼產出維持成長。中國占全球供需量過半，未來還是觀察重點。

主要國家 2023年粗鋼生產量變化



資料來源：WSA、群益投顧彙整

群益投顧

76

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海



## 2024年全球鋼鐵需求可望回升

- WSA預期2024年鋼鐵需求可望回升，動能來自己開發國家、歐盟及中國等地的需求落底回升。

### WSA對全球鋼鐵需求成長預測

單位：%

地區	2023	2024F	2025F
全球	-1.1	1.7	1.2
歐盟加英國	-10.0	2.9	5.3
獨立國協(+烏克蘭)	8.6	4.1	0.8
中國	-3.3	0.0	-1.0
USMCA(美墨加)	-1.0	1.4	1.9
已開發國家	-4.2	1.3	2.7
開發中國家、不含中國	5.5	5.0	4.0

資料來源：WSA、群益投顧彙整

群益投顧

77

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 2024前四個月全球粗鋼產出變化

- 2024年前二個月全球的粗鋼產出呈現年增長，但3、4月全球的粗鋼產量突然減少，顯示鋼鐵需求前景仍不明朗，後續仍待觀察。中國下滑的幅度最大，反應中國內需的疲弱，但下半年可望有轉機。

今年的粗鋼產出成長率

單位：%

地區	04/2024	01~04/2024
全球	-5.0	-0.9
北美洲	-5.2	-3.7
獨立國協(+烏克蘭)	-3.5	-0.6
中國	-7.2	-3.0
南美洲	-3.9	1.2
歐盟	1.1	-0.6
印度	3.6	8.5

資料來源：WSA、群益投顧彙整

群益投顧

78

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 中國為維持需求將不斷推振興政策

- 中國推出多項政策，企圖推升房市並支撐國內需求。研究部認為，政策推出後中國房地產的買氣可望提升，為了維持國內經濟，未來預期仍會有新的政策再推出。

### 降利率

- 降公積金代款利率，取消房貸利率下限。

### 保障房

- 設3000億元，鼓勵國有企業購買未出售的商品房。

### 降低首付

- 首套房最低首付比例降為15%。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

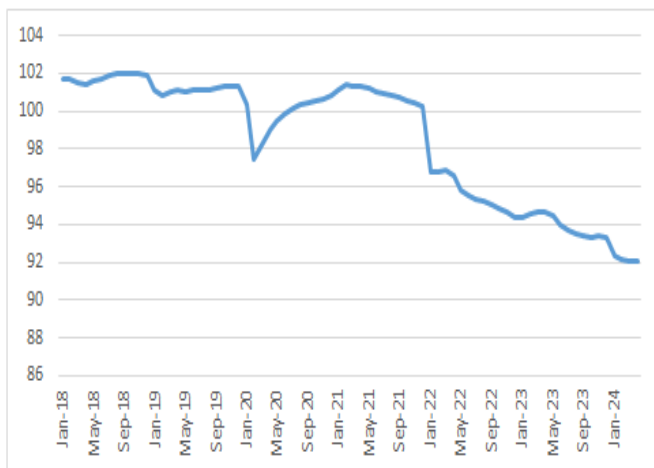
79

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 中國的房地產景氣

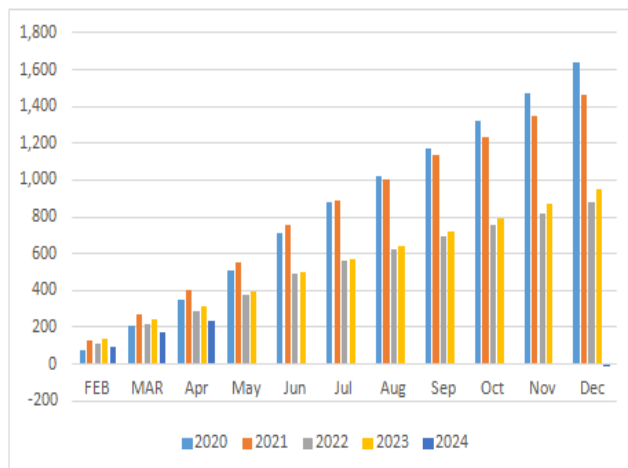
- 中國的房地產景氣仍弱，01~04/2024房屋新開工面積及商品房銷售都較去年同期下滑，但在中國這麼弱的房地產需求下，卻撐起了鋼價。

中國房地產開發景氣指數



中國房屋新開工面積

單位：萬平方



資料來源：Bloomberg、群益投顧彙整

群益投顧

80

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 鐵礦砂價呈現盤整

- 國際鐵礦砂價格進入六月後轉弱，跌破接近二個月的整理區間。主要仍是反應市場對未來需求的不確定性仍高。

鐵礦砂價格

單位：美元/噸



資料來源：Bloomberg、群益投顧彙整

群益投顧

81

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 中鋼盤價上漲有助獲利

- 近幾個月中鋼的盤價相對於亞洲鋼價而言，呈現跟漲不跟跌的走法，對外銷及部份客戶或型號以專案價格供應維持競爭力，對中鋼自身的獲利相對有利。

中鋼內銷月盤價近期調整狀況

NT 元/噸	02/2024	03/2024	04/2024	05/2024	06/2024
熱軋鋼板	300	300	0	0	300
熱軋鋼捲一般料	300	300	0	0	300
冷軋一般料	300	300	0	0	300
電磁鋼捲(中低/高)	0	0	0	0	0
熱浸鍍鋅鋼捲	300	300/0	0	0	0

資料來源：中鋼公司、群益投顧彙整

群益投顧

82

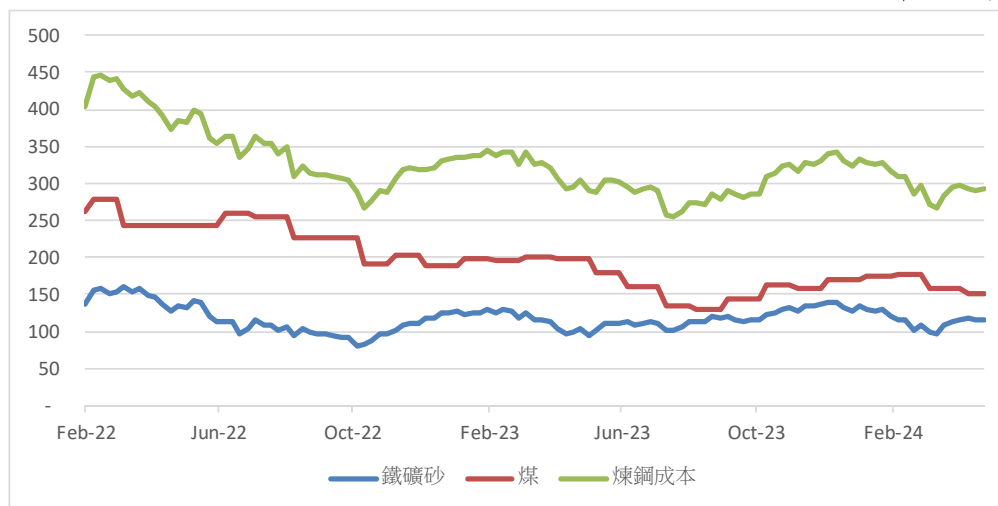
Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 煉鋼成本已經下降

- 鐵礦砂價格短期震盪，但煤價相對偏弱，使得煉鋼成本持穩微降，成本下降鋼價卻守穩，有利於鋼廠獲利。

### 煉鋼的主要原料成本

單位：美元/噸



資料來源：Bloomberg、群益投顧彙整

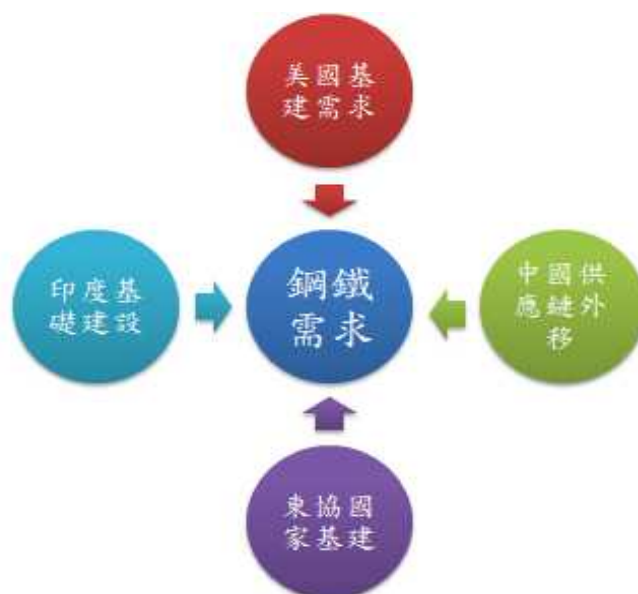
群益投顧

83

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 未來鋼鐵需求面成長來源

- 美國的基礎建設，及中國供應鏈外移帶動的設廠需求，印度、印尼、越南等國家相繼推動基建，都會帶動鋼鐵需求增加。



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

84

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

- WSA預期2024年鋼鐵需求成長1.7%，動能來自已開發國家、歐盟及中國等地的需求落底回升。
- 中國推出多項政策，推升房市並支撐國內需求。研究部認為，政策推出後中國房地產的買氣可望提升，為了維持國內經濟，未來預期仍會有新的政策再推出。
- 近幾個月中鋼的盤價相對於亞洲鋼價而言，呈現跟漲不跟跌的走法，對外銷及部份客戶或型號以專案價格供應維持競爭力，對中鋼自身的獲利相對有利。
- 美國基礎建設，及中國供應鏈外移帶動的設廠需求，印度、印尼、越南等國家相繼推動基建，都會帶動鋼鐵需求增加。
- 重點個股：中鋼(2002 TT)、大成鋼(2027 TT)。

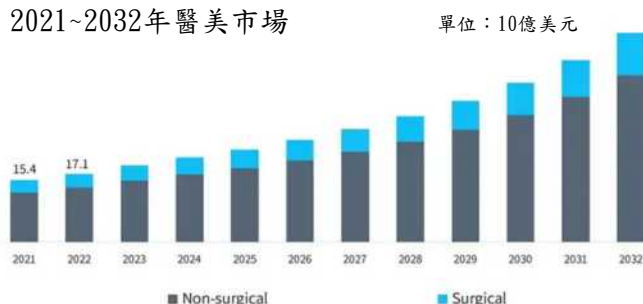
## 3Q24醫美產業展望

--受惠高齡化、可支配所得增，醫美成長趨勢明確

- 全球醫美市場分析。
- 醫美項目分類及注射劑簡介。
- 玻尿酸、膠原蛋白、膠原蛋白增生劑、肉毒素簡介及市場分析。
- 台灣相關廠商。

- 2022年全球醫美市場規模達171億美元，2023~2030年 CAGR>11%。
- 美國占比最高、達34.9%。
- 亞洲成長最快，主要由中國、韓國、印度、馬來西亞推動。
- 推動因素：老化、對健康及年輕的意識提升、可支配所得增加、儀器設備等技術進步。
- 非手術類(注射類、電波、線雕)主導整體市場。

2021~2032年醫美市場



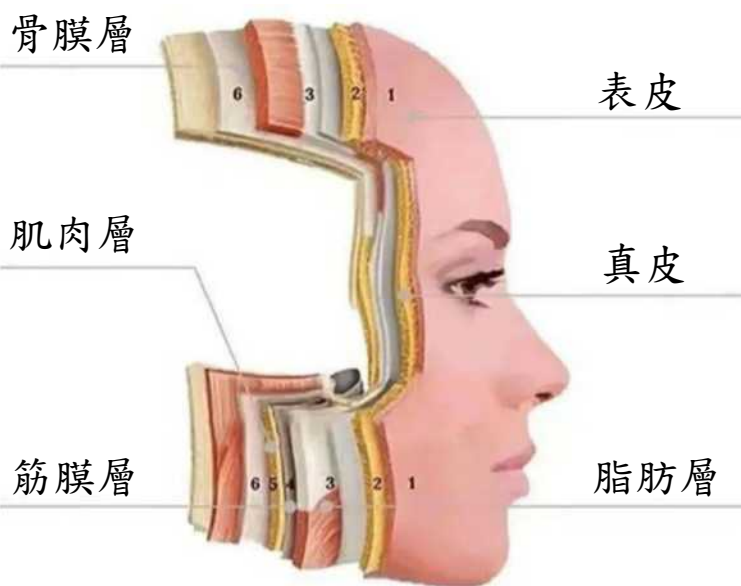
2023年全球醫美市場分布





## 醫美整型項目

儀器	電波拉皮 音波拉提
注射微整	加法：填充物 減法：消脂針
微創	一般線雕 3代8字
手術	拉皮 拉提



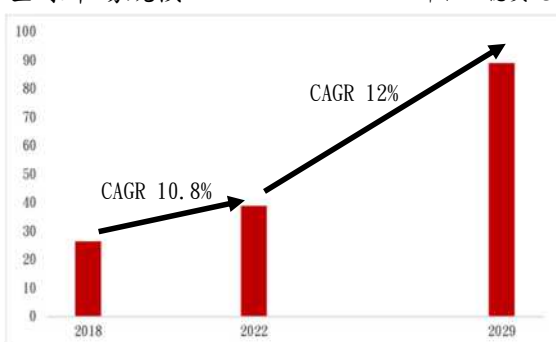
## 各類注射劑比較

	玻尿酸	膠原蛋白	膠原蛋白增生劑	肉毒桿菌
主成分	透明質酸	膠原蛋白	PLLA、PDLLA、PCL、CMC	肉毒素
作用特點	體積填充	體積填充+促生長	體積填充+促生長	去皺紋、瘦臉等
作用機理	注入皮膚深層填充凹陷	及時填充，並刺激自體膠原蛋白生成	填充外，同時刺激自體膠原蛋白生成，可達長期填充效果	毒素作用於運動神經末梢、神經肌肉突觸，進而影響肌肉收縮
產品特性	應用廣，組織相容性好；代謝快，易吸水、位移，殘留交聯劑	吸水性低，具美白效果，適用於眼周但支撐力弱，或產生過敏反應	可代謝，精準填充且效果自然，對醫生要求高	須調配成可注射濃度的液體
起效時間	立即	立即	立即或漸進	1~2周
維持時間	6~12個月	3~9個月	12~48個月	4~10個月

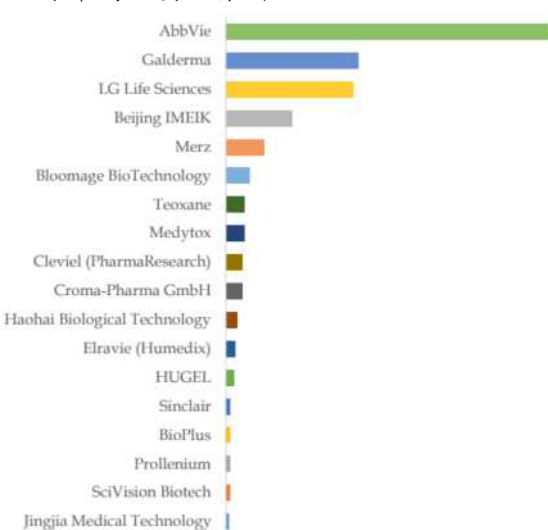
## 全球玻尿酸市場成長將加速

- 根據QYRResearch報告，2029年玻尿酸填充劑市場規模將達89.1億元，CAGR 12%。
- 全球前5大廠商市占高達77%。
- 亞洲地區將為主要成長市場。

全球市場規模



全球市場主要企業排名



資料來源：QYRResearch；群益投顧彙整

## 中國各產品占比及成長率分析

中國主要醫美產品市場銷售額

單位：10億人民幣



中國主要醫美產品CAGR



資料來源：Frost & Sullivan；群益投顧彙整

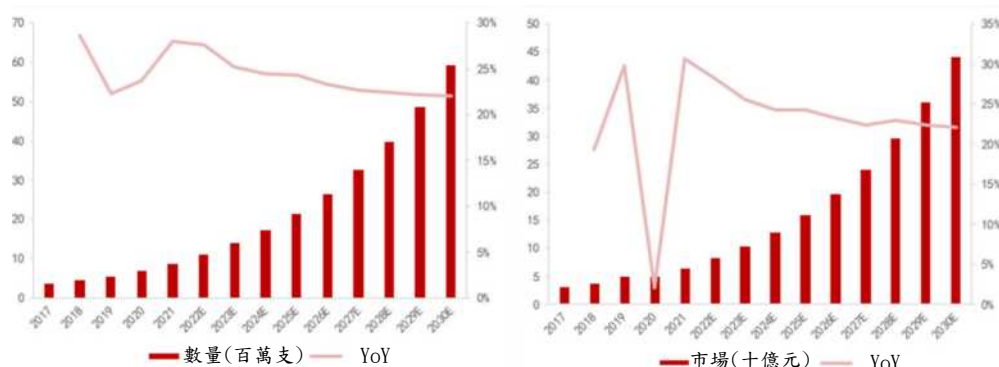
- 玻尿酸規模遠大於其他品類。
- 受惠基期低及持續推出創新產品，促膠原蛋白增生劑及包埋產品成長率相對高。

## 玻尿酸為注射類主要產品

- 中國市場注射類以玻尿酸需求最高。
- 根據Frost & Sullivan預估，2022~2030年玻尿酸產品數量/市場規模CAGR分別為23.3%/23.4%。

2017~2030年玻尿酸注射產品銷售數量

2017~2030玻尿酸注射產品市場規模

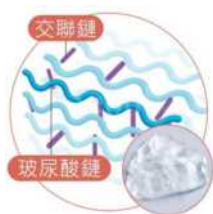


資料來源：Frost & Sullivan；群益投顧彙整

## 玻尿酸依交聯狀態分型

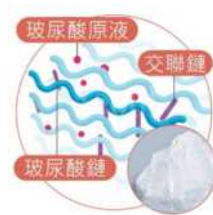
- 玻尿酸廣泛存在於人體結締組織及真皮層中，為保濕的重要成分，已應用於醫藥及醫美領域。

依劑型分：



### 凝膠型玻尿酸

- 為「完全交聯玻尿酸」
- 固態
- 依照交聯程度、濃度不同，產生不同的支撐力與持久性



### 顆粒型玻尿酸

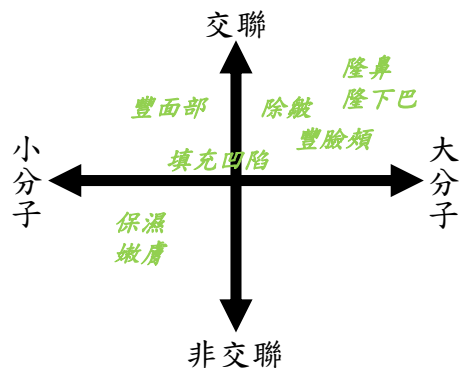
- 為「交聯+未交聯的混合玻尿酸」
- 固態+液態混合，彈性好
- 依照顆粒大小不同，產生不同的支撐力與持久性

	非交聯	單相交聯	雙相交聯
型態	水溶	凝膠	顆粒
黏性	低	高	較低
彈性	低	低	高
質地	軟	硬	較軟
持久度	低	高	較低
交聯率	-	高	低
常見產品	水光針	注射用、填充塑性	
功效	保濕提亮	輪廓塑性	軟組織填充、除皺

## 玻尿酸依分子大小分型

依分子大小分：

分類	質地	注射部位	用途
小	特軟	皮膚淺層	保濕、改善皺紋等。能夠給皮膚補水，增加皮膚彈力，從而保濕嫩膚。
中	較軟	真皮層、皮膚淺層	組織 <b>填充</b> 和除皺。主要適用於豐額頭、唇部、蘋果肌、淚溝、祛黑眼圈及皺紋等。
大	較硬	真皮層	填充 <b>塑形</b> 。主要用於鼻唇溝、隆鼻、隆下巴、豐臀、太陽穴填充、隆胸等塑形方面。

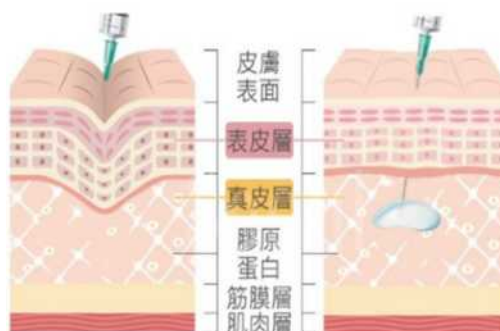


## 玻尿酸主要施打位置與訴求



- 局部精雕
- 凹陷填補
- 紋路撫平
- 長效保濕

玻尿酸主要施打位置



可逆性  
皮膚較薄出容易有凹凸感  
廷格爾效應

## 玻尿酸可用於關節腔注射

- 玻尿酸為天然直鏈多醣，作為細胞外基質主要成分，具有保水性、潤滑性、黏彈性等特性，亦為**關節滑液主要成分**，注射後可緩解關節疼痛。
- 玻尿酸可分為醫藥級、化妝品級和食品級，其中醫藥級玻尿酸技術難度和品質需求高，因此價格也最貴。
- 膝骨關節炎好發於中老年人，以關節滑膜充血、水腫、關節軟骨退化、骨贅形成、半月板退化等為病理特徵，主要表現有疼痛和膝關節功能障礙。
- 注射玻尿酸可減少關節摩擦。

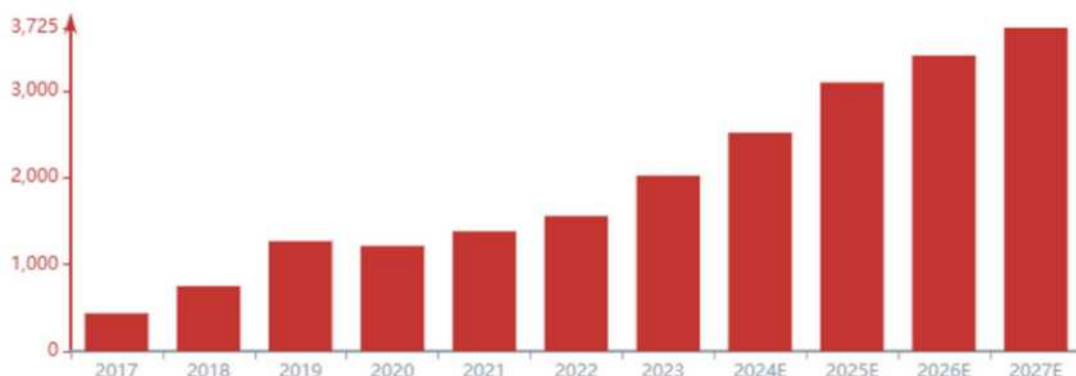
分類	傳統3~5針劑型	長效一針劑型
持久度	須多針注射可維持約半年	一年一針維持6個月以上
療程	1周1次，連續3周，一年2個療程	1年1個療程
價格	1,200~1,600元/針	6,100元/針

## 膠原蛋白注射劑使用率尚低

- 膠原蛋白為人體含量最多的蛋白質，通常提供結構支持，促進止血及細胞黏附、刺激細胞增生等。
- 2022年中國膠原蛋白注射劑使用量僅占填充劑類別的0.75%。
- 2023~2027年中國膠原蛋白注射類規模將從20.2億人民幣增長至37.2億人民幣。

2017~2027年中國膠原蛋白注射劑市場規模

單位：百萬人民幣



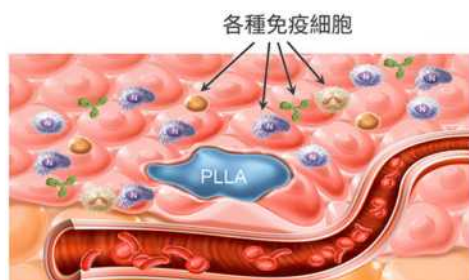
資料來源：中國國家統計局，平台公開數據



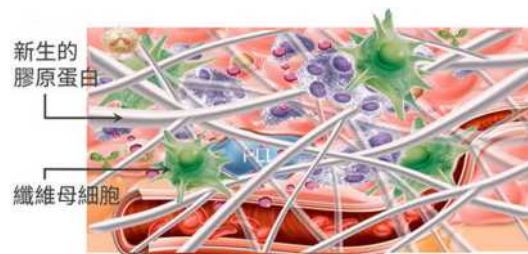
- 分為動物源、重組人源化兩大類膠原蛋白。
- 動物源膠原蛋白生產成本高且具安全隱憂。
- 重組人源化膠原蛋白雖安全性更高，但價格昂貴。
- 由於生產良率較低，因此審批更嚴格，需要進行臨床實驗及安全性評價，資金需求量大，拿證周期和難度都更高。
- 上游研發生產商進入門檻高，競爭相對穩定。

## 膠原蛋白增生劑作用原理

注射後30分鐘~2天啟動免疫反應，吸引各種免疫細胞過來，並讓這些細胞分泌出許多不同的激素或生長因子



細胞激素或生長因子，會吸引纖維母細胞過來，並使其生產出大量的膠原蛋白，最後達到改善皮膚老化、修補皺紋、凹陷的目的



膠原蛋白增生劑

**微球粒子**

(生物可降解高分子材料)

PLA(聚乳酸)

PCL(聚己內酯)

PMMA(聚甲基丙烯酸甲酯)

PVA(聚乙烯醇)



**載體**

(立即填充)

CMC(羧甲基纖維素)

玻尿酸

海藻酸鈉

甘露醇

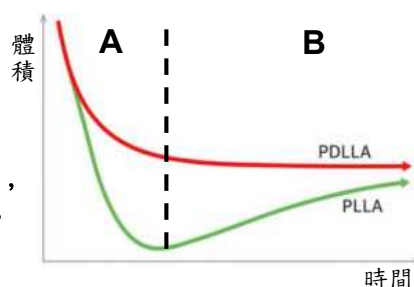


# 膠原蛋白增生劑

	童顏針	少女針	精靈針
主成分	PLLA	30%PCL+70%CMC	PDLLA
作用特點	促增生	即時填充+促增生	即時填充+促增生
起效時間	1~3個月	立即性	半立即性
維持時間	25個月	18~24個月	12個月
效果	刺激膠原蛋白生長效果較佳	CMC可立即填充，PCL隨後刺激膠原蛋白增生	PDLLA為球狀可提供即時填充，並刺激膠原蛋白增生

- 聚左旋乳酸poly-L-lactic acid (PLLA)，呈不規則片狀
- 聚雙旋乳酸Poly-D,L Lactic-Acid (PDLLA)，呈多孔洞的空心球狀

A：隨水分被吸收而體積下降  
B：PLLA隨膠原蛋白生成而體積增加  
PDLLA微球提供膠原蛋白生長支架，因此在接下來幾周體積保持不變，但可穩定膠原蛋白生成效果



資料來源：Journal of Cosmetic Dermatology；群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

# 台灣膠原蛋白增生劑成長態勢明確



- 2010年Galderma的童顏針首度引入台灣。
- AestheFill由於具更速溶、PDLLA維持時間更久等優勢，2022年市占首度超越第一代童顏針。
- 膠原蛋白增生劑仍是依實際需求選擇產品，並無好壞差別。

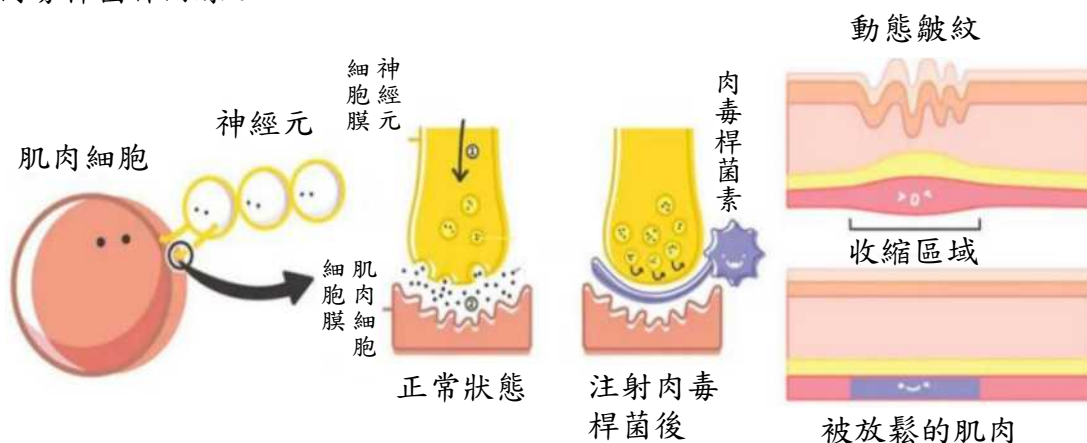
資料來源：頭豹研究院；群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 肉毒素可用於放鬆肌肉

- 肉毒素是一種生物製劑，是肉毒桿菌繁殖過程中所生成的毒性蛋白質，根據所產生毒素的抗原性不同，可分為A、B、Ca、Cb、D、E、F、G型，在醫美主要使用A型，肉毒速被廣泛用於瘦臉、瘦腿等。

肉毒桿菌作用原理



## 北美仍是肉毒素主要市場

- 2022年全球肉毒桿菌毒素市場規模達54億美元。IMARC Group預計到2028年市場規模將達到84億美元，2022-2028年CAGR為7.64%。
- 肉毒素可用於治療和美容，因此消費者對肉毒桿菌素的需求不斷增長，市場不斷擴大。慢性偏頭痛、頸肌張力障礙和痙攣等嚴重慢性病患率上升也推動了市場增長。
- 與醫院相比，專科診所和皮膚科診所進行的非侵入性整容手術更多，也讓醫美上的使用成為推動肉毒素市場規模成長的主因。
- 在全球肉毒桿菌毒素市場中，北美是主要生產國之一，同時也是消費量最大的市場。
- 亞太地區則是成長最佳的市場。

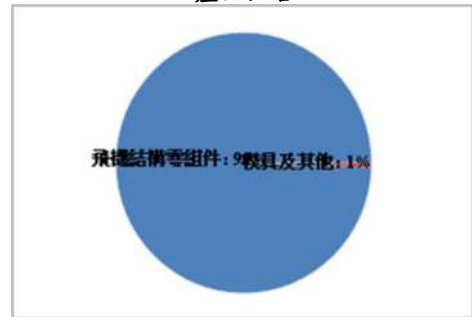
- 醫美市場受惠高齡化、可支配所得增加，成長趨勢明確。
- 非手術類主導醫美市場，其中又以注射類產品討論度最高，品項持續推陳出新。
- 玻尿酸為注射類中占比最高的品項，可達到即時填充效果，最為人詬病的為交聯劑殘留問題。
- 膠原蛋白注射劑市場占比低，但由於進入門檻高，上游生產廠商競爭相對有限，未來隨重組技術成熟，有機會推動市場成長。
- 促膠原蛋白增生劑在內容物及訴求上差異性大，CAGR優於其他注射類產品。
- 肉毒素產品變化有限，亞洲區域成長最值得期待。
- 重點个股：科妍(1786 TT)、雙美(4728 TT)。

產業	主軸	重點个股
航太軍工	路遙知馬力	駐龍(4572 TT)、晟田(4541 TT)、八貫(1342 TT)、亞航(2630 TT)、漢翔(2634 TT)、jpp-KY(5284 TT)
觀光航空	暑期旺季，若有兩岸全面開放政策具加分效果	晶華(2707 TT)、雄獅(2731 TT)、長榮航(2618 TT)、華航(2610 TT)
鋼鐵	逐漸走出谷底具有轉機	中鋼(2002 TT)、大成鋼(2027 TT)
生技醫美	受惠高齡化、可支配所得增，醫美成長趨勢明確	科妍(1786 TT)、雙美(4728 TT)

## 重點股：駐龍(4572 TT)

- 1Q24受波音品質改善計畫，營運維持低檔，但隨著品質改善計畫結束，波音預期2H24交機>1H24，加上新產品逐步貢獻，有利駐龍營運增溫。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	833	1,024	1,072	191	219	217	205	232	247	274	271	244
營業毛利淨額	398	495	513	84	105	105	104	114	116	132	134	114
營業利益	288	361	377	72	73	75	68	84	85	95	97	82
稅後純益	242	307	305	59	64	75	44	84	69	79	76	68
稅後EPS(元)	6.21	7.88	7.83	1.51	1.64	1.92	1.14	2.14	1.76	2.04	1.94	1.75
毛利率(%)	47.75%	48.40%	47.86%	43.77%	48.08%	48.30%	50.54%	49.16%	47.08%	47.98%	49.38%	46.68%
營業利益率(%)	34.59%	35.28%	35.12%	37.75%	33.23%	34.44%	33.25%	36.19%	34.34%	34.76%	35.89%	33.80%
稅後純益率(%)	29.07%	30.02%	28.46%	30.81%	29.14%	34.55%	21.57%	36.10%	27.87%	28.94%	27.88%	27.90%
營業收入YoY/QoQ(%)	30.75%	22.94%	4.77%	12.53%	14.48%	-0.98%	-5.39%	12.88%	6.52%	11.15%	-1.26%	-9.94%
稅後純益YoY/QoQ(%)	31.85%	26.98%	-0.69%	165.30%	8.29%	17.40%	-40.94%	88.95%	-17.76%	15.38%	-4.85%	-9.88%

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3.90億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

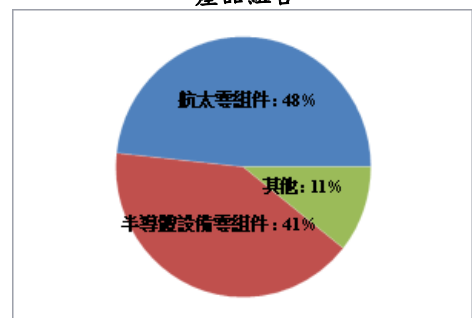
107

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 重點股：晟田(4541 TT)

- 受惠2024年航太新產品持續貢獻出貨，營運持續成長。
- 預期2Q24高毛利率的半導體設備緩步復甦，有利毛利率、虧損改善，2024年全年實現轉虧為盈。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	1,200	1,458	1,720	288	301	313	298	286	361	402	409	395
營業毛利淨額	40	173	244	12	5	9	14	1	45	63	64	60
營業利益	-110	12	85	-22	-34	-29	-26	-38	6	26	18	22
稅後純益	-76	46	70	-23	-11	-3	-39	-10	12	32	12	15
稅後EPS(元)	-1.12	0.68	1.04	-0.34	-0.16	-0.04	-0.58	-0.15	0.17	0.48	0.18	0.21
毛利率(%)	3.35%	11.86%	14.21%	4.23%	1.58%	2.95%	4.70%	0.44%	12.42%	15.59%	15.67%	15.17%
營業利益率(%)	-9.19%	0.83%	4.91%	-7.56%	-11.13%	-9.19%	-8.81%	-13.21%	1.59%	6.50%	4.40%	5.46%
稅後純益率(%)	-6.33%	3.16%	4.07%	-8.00%	-3.55%	-0.88%	-13.26%	-3.59%	3.24%	7.99%	3.05%	3.68%
營業收入YoY/QoQ(%)	-12.35%	21.53%	18.00%	-12.16%	4.75%	3.85%	-4.92%	-4.02%	26.46%	11.38%	1.64%	-3.37%
稅後純益YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	52.12%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	174.87%	-61.23%	16.58%

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6.76億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

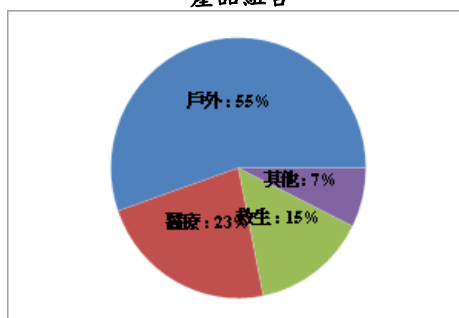
108

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 重點股：八貫(1342 TT)

- 展望2Q24，預期航太與軍工產品受惠新產品輕量化趨勢與驗證結束，將成為營運主要焦點，惟戶外、醫療部分客戶拉貨趨於保守
- 新廠房、新設備逐步於1Q24開出。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	2,565	2,762	3,183	637	607	664	656	613	602	736	810	690
營業毛利淨額	833	901	1,104	180	201	222	231	174	208	248	271	236
營業利益	615	672	850	132	147	166	171	122	154	187	209	178
稅後純益	530	576	695	104	141	154	131	124	129	157	165	146
稅後EPS(元)	7.43	8.07	9.75	1.46	1.98	2.16	1.83	1.74	1.81	2.20	2.31	2.05
毛利率(%)	32.50%	32.61%	34.66%	28.29%	33.01%	33.43%	35.16%	28.33%	34.48%	33.73%	33.46%	34.25%
營業利率率(%)	23.99%	24.32%	26.70%	20.68%	24.20%	25.03%	25.97%	19.91%	25.49%	25.39%	25.82%	25.79%
稅後純益率(%)	20.66%	20.84%	21.84%	16.29%	23.25%	23.20%	19.93%	20.29%	21.44%	21.32%	20.38%	21.20%
營業收入YoY/QoQ(%)	-0.94%	7.67%	15.28%	-10.03%	-4.71%	9.23%	-1.07%	-6.62%	-1.75%	22.24%	10.03%	-14.78%
稅後純益YoY/QoQ(%)	6.06%	8.64%	20.81%	-26.05%	35.98%	9.03%	-15.02%	-4.93%	3.85%	21.55%	5.14%	-11.34%

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7.13億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

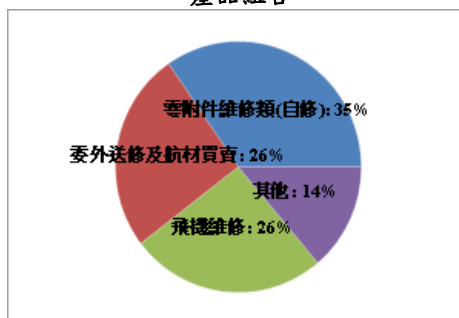
109

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 重點股：亞航(2630 TT)

- 軍規無人機等新產品將於2H24逐步出貨，有利營運維持高檔。
- 預期6款商規無人機標案於2H24中下旬招標有利無人機在手訂單提升。
- 2024年主要受惠新產品挹注、學習曲線上升

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	4,864	5,232	5,315	1,110	1,280	1,184	1,289	1,260	1,270	1,355	1,346	1,091
營業毛利淨額	337	438	470	67	45	117	109	111	113	100	114	101
營業利益	95	179	187	10	-19	60	44	53	47	37	42	30
稅後純益	57	134	144	3	-29	52	32	39	35	29	32	23
稅後EPS(元)	0.27	0.64	0.69	0.01	-0.14	0.25	0.15	0.18	0.17	0.14	0.15	0.11
毛利率(%)	6.94%	8.37%	8.85%	6.04%	3.49%	9.86%	8.45%	8.82%	8.86%	7.38%	8.47%	9.27%
營業利率率(%)	1.96%	3.41%	3.52%	0.92%	-1.50%	5.09%	3.39%	4.18%	3.73%	2.71%	3.11%	2.73%
稅後純益率(%)	1.17%	2.57%	2.70%	0.23%	-2.28%	4.40%	2.46%	3.06%	2.73%	2.12%	2.40%	2.08%
營業收入YoY/QoQ(%)	19.52%	7.57%	1.59%	5.90%	15.35%	-7.50%	8.82%	-2.20%	0.76%	6.68%	-0.63%	-18.99%
稅後純益YoY/QoQ(%)	323.46%	135.02%	6.99%	-44.96%	N.A	N.A	-39.16%	21.62%	-10.02%	-17.19%	12.54%	-29.75%

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20.94億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

110

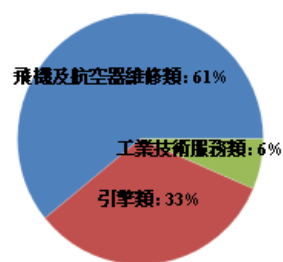
Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海



## 重點股：漢翔(2634 TT)

- 國防專案2024年出貨高檔，預期漢翔2024年營運維持高檔。
- 靜待國防新業務，例如：新一代初教機、ADF、無人機等訂單耕耘。
- 因2Q23為科服營運認列高峰，預期2Q24漢翔受科服仍無新工程入帳，研究部預期2Q24漢翔營運將呈現年減。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	39,100	43,307	44,847	9,941	9,540	9,979	9,640	10,576	10,364	10,988	11,379	10,313
營業毛利淨額	4,358	5,031	5,413	931	1,184	981	1,262	1,088	1,179	1,341	1,424	1,273
營業利益	2,791	3,269	3,565	646	841	594	710	769	742	942	816	912
稅後純益	2,226	2,956	3,076	544	754	660	269	804	677	787	689	801
稅後EPS(元)	2.36	3.14	3.27	0.58	0.80	0.70	0.29	0.85	0.72	0.84	0.73	0.85
毛利率(%)	11.15%	11.62%	12.07%	9.37%	12.41%	9.83%	13.09%	10.28%	11.37%	12.20%	12.51%	12.35%
營業利益率(%)	7.14%	7.55%	7.95%	6.50%	8.81%	5.95%	7.37%	7.27%	7.16%	8.58%	7.17%	8.84%
稅後純益率(%)	5.69%	6.83%	6.86%	5.47%	7.90%	6.61%	2.79%	7.60%	6.53%	7.16%	6.05%	7.77%
營業收入YoY/QoQ(%)	29.29%	10.76%	3.56%	10.97%	-4.03%	4.60%	-3.40%	9.71%	-2.00%	6.02%	3.56%	-9.37%
稅後純益YoY/QoQ(%)	36.78%	32.81%	4.05%	114.36%	38.64%	-12.48%	-59.24%	199.11%	-15.85%	16.24%	-12.45%	16.30%

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94.19億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

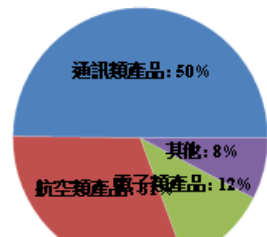
111

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 重點股：jpp-KY(5284 TT)

- 2Q24航太維修產品業務因新舊專案轉換期，出貨暫緩，靜待後續新專案啟動。
- 賽峰新訂單仍在洽談價格，未來將慢慢放量。
- AI伺服器與飲料機2Q24仍在等候客戶拉貨。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	2,249	2,596	3,105	559	562	645	484	603	581	711	702	696
營業毛利淨額	878	1,023	1,244	234	229	270	145	212	230	292	289	283
營業利益	487	369	748	146	124	148	69	-99	130	182	156	131
稅後純益	399	314	599	121	132	143	3	-60	106	146	122	106
稅後EPS(元)	8.34	6.55	12.51	2.52	2.76	2.99	0.07	-1.26	2.21	3.05	2.54	2.21
毛利率(%)	39.03%	39.39%	40.05%	41.78%	40.66%	41.95%	30.04%	35.13%	39.64%	40.99%	41.20%	40.71%
營業利益率(%)	21.66%	14.21%	24.11%	26.20%	22.03%	22.92%	14.32%	-16.40%	22.30%	25.59%	22.28%	18.87%
稅後純益率(%)	17.76%	12.08%	19.30%	21.59%	23.52%	22.22%	0.68%	-10.03%	18.25%	20.56%	17.37%	15.19%
營業收入YoY/QoQ(%)	25.72%	15.43%	19.59%	7.73%	0.53%	14.69%	-24.98%	24.60%	-3.59%	22.43%	-1.35%	-0.76%
稅後純益YoY/QoQ(%)	63.94%	-21.45%	91.03%	81.49%	9.52%	8.33%	-97.71%	N.A	N.A	37.94%	-16.67%	-13.23%

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4.79億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

112

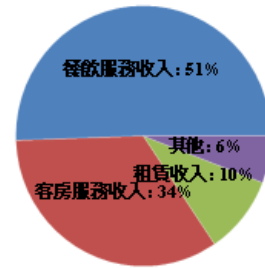
Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海



## 重點股：晶華(2707 TT)

- 受惠來台旅客的持續成長，加上台北市國際旅館的供給並未增加，因此以台北為主要營運的國際觀光旅館營運動能持續，雖說大魯閣晶英受花蓮地震影響，但若兩岸觀光回復，預期仍帶來約10%以上的營收成長。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	6,765	6,657	5,768	1,739	1,599	1,630	1,798	1,747	1,600	1,630	1,680	1,633
營業毛利淨額	2,514	2,340	2,099	652	586	560	716	666	548	556	570	580
營業利益	1,843	1,542	1,274	492	426	380	545	502	351	357	333	378
稅後純益	1,416	1,407	1,209	362	344	294	416	425	331	335	316	353
稅後EPS(元)	11.11	11.05	9.49	2.84	2.70	2.31	3.27	3.33	2.60	2.63	2.48	2.77
毛利率(%)	37.16%	35.15%	36.40%	37.48%	36.66%	34.36%	39.85%	38.13%	34.25%	34.11%	33.90%	35.52%
營業利益率(%)	27.25%	23.17%	22.09%	28.30%	26.65%	23.32%	30.31%	28.73%	21.94%	21.90%	19.79%	23.15%
稅後純益率(%)	20.92%	21.14%	20.96%	20.80%	21.50%	18.03%	23.15%	24.32%	20.70%	20.57%	18.80%	21.60%
營業收入YoY/QoQ(%)	20.86%	-1.60%	-13.36%	4.63%	-8.05%	1.97%	10.27%	-2.81%	-8.42%	1.88%	3.07%	-2.83%
稅後純益YoY/QoQ(%)	56.78%	-0.59%	-14.10%	20.69%	-4.95%	-14.48%	41.55%	2.09%	-22.05%	1.25%	-5.82%	11.67%

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12.74億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

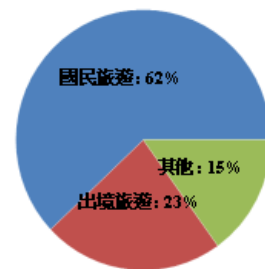
群益投顧

113

## 重點股：雄獅(2731 TT)

- 雄獅為台灣最大旅行社，受惠出國旅遊復甦，營收已逐步回復正軌，另雄獅董事會另行決議配發現金股利8元，股價下檔具有支撐，除此之外，市場對於兩岸觀光仍有期待，若兩岸觀光成行，預期對營收會有10%以上的成長預估。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	21,512	23,865	24,420	3,292	5,504	6,652	6,064	5,945	6,210	6,105	5,605	6,205
營業毛利淨額	3,241	3,223	2,982	582	777	962	919	1,011	766	753	693	796
營業利益	934	1,364	1,458	104	215	309	306	352	366	353	293	406
稅後純益	1,392	1,111	1,134	93	225	264	810	325	284	275	227	317
稅後EPS(元)	14.91	11.89	12.14	1.00	2.41	2.82	8.68	3.48	3.04	2.94	2.43	3.39
毛利率(%)	15.07%	13.51%	12.21%	17.69%	14.12%	14.47%	15.16%	17.01%	12.33%	12.34%	12.37%	12.82%
營業利益率(%)	4.34%	5.71%	5.97%	3.15%	3.91%	4.65%	5.04%	5.91%	5.89%	5.79%	5.23%	6.54%
稅後純益率(%)	6.47%	4.66%	4.64%	2.83%	4.10%	3.96%	13.36%	5.47%	4.58%	4.50%	4.04%	5.10%
營業收入YoY/QoQ(%)	551.83%	10.94%	2.33%	112.48%	67.23%	20.86%	-8.84%	-1.97%	4.46%	-1.69%	-8.19%	10.70%
稅後純益YoY/QoQ(%)	N.A	-20.22%	2.07%	N.A	142.18%	16.99%	207.23%	-59.84%	-12.59%	-3.45%	-17.48%	39.72%

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9.34億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

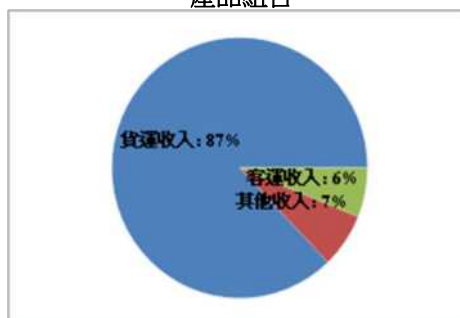
群益投顧

114

## 重點股：華航(2610 TT)

- 3Q24進入客運旺季有望推升營運動能。
- 預估華航2024年稅後獲利118.88億元，稅後EPS 1.96元。

產品組合



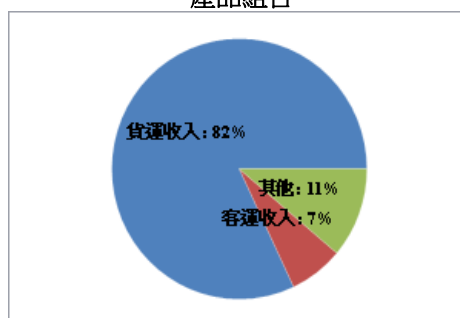
單位：百萬元	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	184,817	196,974	189,509	42,692	47,193	47,682	47,250	48,645	49,374	50,626	48,330	46,975
營業毛利淨額	23,831	30,880	22,324	5,198	8,006	5,994	4,632	7,597	7,915	8,369	6,999	5,791
營業利益	10,157	15,770	7,778	1,826	4,767	2,481	1,084	3,852	4,163	4,622	3,133	2,268
稅後純益	6,819	11,888	6,678	1,306	3,294	2,297	-79	3,099	3,216	3,326	2,246	2,020
稅後EPS(元)	1.13	1.96	1.10	0.22	0.54	0.38	-0.01	0.51	0.53	0.55	0.37	0.33
毛利率(%)	12.89%	15.68%	11.78%	12.18%	16.97%	12.57%	9.80%	15.62%	16.03%	16.53%	14.48%	12.33%
營業利益率(%)	5.50%	8.01%	4.10%	4.28%	10.10%	5.20%	2.29%	7.92%	8.43%	9.13%	6.48%	4.83%
稅後純益率(%)	3.69%	6.04%	3.52%	3.06%	6.98%	4.82%	-0.17%	6.37%	6.51%	6.57%	4.65%	4.30%
營業收入YoY/QoQ(%)	22.62%	6.58%	-3.79%	9.64%	10.54%	1.03%	-0.90%	2.95%	1.50%	2.54%	-4.54%	-2.80%
稅後純益YoY/QoQ(%)	138.45%	74.34%	-43.82%	N.A	152.28%	-30.27%	N.A	N.A	3.77%	3.41%	-32.46%	-10.08%

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601.34億元計算。  
資料來源：群益投顧彙整

## 重點股：長榮航(2618 TT)

- 3Q24進入客運旺季有望推升營運動能。
- 預估長榮航2024年稅後獲利197.57億元，稅後EPS 3.66元。

產品組合



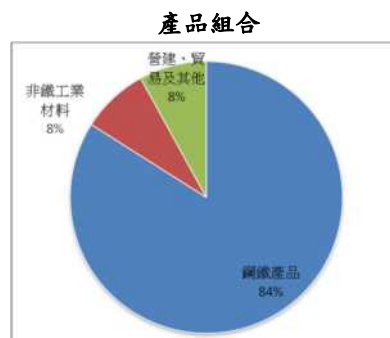
單位：百萬元	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	200,357	211,052	203,516	44,426	48,609	53,263	54,058	51,915	53,616	54,244	51,277	50,552
營業毛利淨額	43,277	42,767	34,871	9,224	11,292	11,665	11,096	10,412	11,307	11,844	9,205	8,596
營業利益	29,566	27,870	20,218	6,273	7,763	7,870	7,661	6,654	7,553	8,047	5,616	4,956
稅後純益	21,594	19,757	14,119	4,498	5,941	5,958	5,198	4,712	5,360	5,696	3,989	3,465
稅後EPS(元)	4.00	3.66	2.61	0.83	1.10	1.10	0.96	0.87	0.99	1.05	0.74	0.64
毛利率(%)	21.60%	20.26%	17.13%	20.76%	23.23%	21.90%	20.53%	20.05%	21.09%	21.83%	17.95%	17.00%
營業利益率(%)	14.76%	13.21%	9.93%	14.12%	15.97%	14.78%	14.17%	12.82%	14.09%	14.83%	10.95%	9.80%
稅後純益率(%)	10.78%	9.36%	6.94%	10.12%	12.22%	11.19%	9.61%	9.08%	10.00%	10.50%	7.78%	6.85%
營業收入YoY/QoQ(%)	45.11%	5.34%	-3.57%	12.64%	9.42%	9.57%	1.49%	-3.96%	3.28%	1.17%	-5.47%	-1.41%
稅後純益YoY/QoQ(%)	204.52%	-8.51%	-28.54%	540.43%	32.08%	0.28%	-12.76%	-9.33%	13.74%	6.27%	-29.97%	-13.14%

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534.63億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

## 重點股：中鋼(2002 TT)

- 中鋼為台灣最大的高爐煉鋼廠，約66%內銷、34%外銷，中鋼亦投資在物流運輸、建設工程、工業材料等領域，但仍以鋼鐵業務為最主要營運項目。
- 長期鋼鐵需求增加，中國推動碳中和及鋼鐵限產、限制出口，有助於國際鋼鐵供需結構轉佳，鋼鐵價格可擺脫過去十年的弱勢局面。



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	363,326	382,541	404,180	91,346	95,357	88,229	88,394	93,754	97,748	92,989	98,050	97,458
營業毛利淨額	16,773	18,609	22,917	3,388	4,796	2,702	5,886	4,107	4,154	4,445	5,903	5,770
營業利益	3,586	5,041	8,404	-26	1,438	-494	2,668	769	726	1,064	2,483	2,274
稅後純益	1,682	5,299	7,041	-725	993	-703	2,117	641	1,298	1,808	1,552	1,720
稅後EPS(元)	0.11	0.34	0.45	-0.05	0.06	-0.04	0.13	0.04	0.08	0.11	0.10	0.11
毛利率(%)	4.62%	4.86%	5.67%	3.71%	5.03%	3.06%	6.66%	4.38%	4.25%	4.78%	6.02%	5.92%
營業利益率(%)	0.99%	1.32%	2.08%	-0.03%	1.51%	-0.56%	3.02%	0.82%	0.74%	1.14%	2.53%	2.33%
稅後純益率(%)	0.46%	1.39%	1.74%	-0.79%	1.04%	-0.80%	2.40%	0.68%	1.33%	1.94%	1.58%	1.76%
營業收入YoY/QoQ(%)	-19.18%	5.29%	5.66%	-4.23%	4.39%	-7.47%	0.19%	6.06%	4.26%	-4.87%	5.44%	-0.60%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-90.54%	215.13%	32.87%	N.A	N.A	N.A	N.A	-69.75%	102.61%	39.34%	-14.16%	10.78%

資料來源：群益投顧彙整

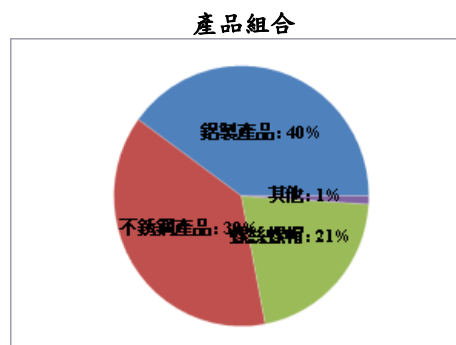
Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

群益投顧

117

## 重點股：大成鋼(2027 TT)

- 大成鋼主要銷售地區為美國，占營收比重超過九成。經過多次的併購與經營團隊的努力目前大成鋼集團在不鏽鋼、商用鋁材、螺絲扣件等三大產品都是美國最主要通路商。
- 因歐美限制俄國鋁鎳交易及美國總統拜登表示將對中國生產的鋼鋁提高關稅，帶動鋁及鋁的價格出現短期上漲，未來靜待美國需求回升。



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	101,257	96,977	100,590	28,967	26,369	24,210	21,711	23,225	24,767	25,208	23,777	24,376
營業毛利淨額	19,457	18,921	21,745	6,168	5,235	4,477	3,577	3,983	4,993	5,301	4,644	5,126
營業利益	8,856	8,810	10,224	3,447	2,580	1,850	979	1,363	2,619	2,856	1,972	2,351
稅後純益	5,331	5,205	5,863	1,980	1,632	1,264	454	1,083	1,688	2,279	154	1,432
稅後EPS(元)	2.19	2.14	2.41	0.81	0.67	0.52	0.19	0.44	0.69	0.94	0.06	0.59
毛利率(%)	19.22%	19.51%	21.62%	21.29%	19.85%	18.49%	16.47%	17.15%	20.16%	21.03%	19.53%	21.03%
營業利益率(%)	8.75%	9.08%	10.16%	11.90%	9.79%	7.64%	4.51%	5.87%	10.57%	11.33%	8.30%	9.64%
稅後純益率(%)	5.26%	5.37%	5.83%	6.84%	6.19%	5.22%	2.09%	4.66%	6.82%	9.04%	0.65%	5.88%
營業收入YoY/QoQ(%)	-11.29%	-4.23%	3.73%	21.20%	-8.97%	-8.19%	-10.32%	6.97%	6.64%	1.78%	-5.68%	2.52%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-55.67%	-2.37%	12.64%	307.97%	-17.57%	-22.55%	-64.05%	138.27%	55.93%	35.00%	-93.22%	827.44%

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243.43億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

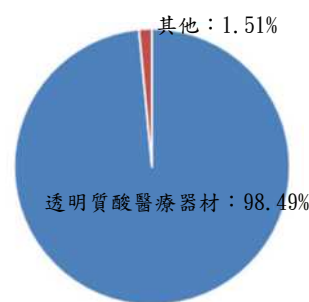
群益投顧

118

## 重點股：科妍(1786 TT)

- 促膠原蛋白增生劑04/2024取證後將於2H24開始貢獻。
- 2Q24起關節腔注射劑將於中美、南美、越南、中東、歐洲等陸續取證，後續將有鋪貨效應。
- 具生產自體交聯玻尿酸的能力。
- 科妍產品線趨於完整、國際佈局走向成熟，營運將進入成長軌道，2024年獲利將創新高。

產品組合



(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	713	1,036	1,469	120	183	206	203	195	220	280	342	294
營業毛利淨額	512	763	1,096	81	129	148	156	140	160	207	257	213
營業利益	200	339	517	42	39	58	61	50	63	95	131	87
稅後純益	178	304	458	33	51	55	39	44	56	80	123	76
稅後 EPS(元)	2.60	4.44	6.69	0.48	0.75	0.80	0.57	0.64	0.82	1.18	1.80	1.12
毛利率(%)	71.88%	73.68%	74.60%	66.96%	70.26%	71.62%	76.52%	71.57%	72.74%	73.85%	75.34%	72.61%
營業利益率(%)	28.00%	32.69%	35.22%	34.56%	21.17%	28.14%	30.12%	25.57%	28.74%	33.85%	38.34%	29.61%
稅後純益率(%)	24.95%	29.32%	31.17%	27.23%	27.93%	26.49%	19.35%	22.61%	25.46%	28.77%	36.09%	26.04%
營業收入 YoY/QoQ(%)	27.93%	45.30%	41.80%	-24.70%	52.24%	12.46%	-1.38%	-4.07%	12.65%	27.36%	22.15%	-14.01%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	25.53%	70.75%	50.74%	10.94%	56.18%	6.66%	-27.97%	12.07%	26.85%	43.95%	53.20%	-37.96%

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6.84億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

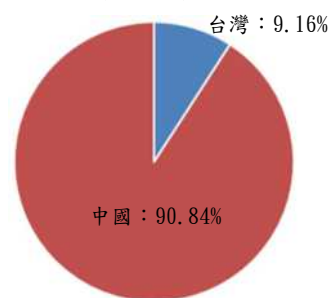
119

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 重點股：雙美(4728 TT)

- 雙美處於產業上游，由於研發生產進入門檻高，競爭相對有限。
- 2024年受產能限制，會以產線優化及產品劑型轉換因應。
- 中國外，正積極布局東南亞市場，2026年新產能投入，獲利將出現明顯跳升。

市場分布



(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	1,689	1,972	2,142	393	417	474	405	428	465	517	562	471
營業毛利淨額	1,405	1,656	1,805	339	342	391	333	357	389	435	475	394
營業利益	895	1,105	1,213	229	220	258	187	240	260	290	315	267
稅後純益	626	793	864	128	145	184	169	176	186	205	226	190
稅後 EPS(元)	11.48	14.55	15.86	2.35	2.65	3.38	3.09	3.24	3.41	3.76	4.15	3.49
毛利率(%)	83.18%	83.99%	84.25%	86.23%	81.92%	82.59%	82.20%	83.45%	83.69%	84.12%	84.53%	83.66%
營業利益率(%)	52.98%	56.03%	56.62%	58.36%	52.69%	54.44%	46.33%	56.05%	55.89%	56.12%	56.03%	56.66%
稅後純益率(%)	37.05%	40.22%	40.35%	32.61%	34.62%	38.91%	41.68%	41.24%	39.87%	39.69%	40.22%	40.40%
營業收入 YoY/QoQ(%)	20.64%	16.74%	8.64%	0.85%	6.19%	13.54%	-14.65%	5.71%	8.83%	11.02%	8.78%	-16.15%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	17.21%	26.74%	8.99%	2.91%	12.75%	27.62%	-8.59%	4.61%	5.22%	10.50%	10.22%	-15.76%

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5.45億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

120

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。