



自行車產業

2Q24 營收超前；未來成長動能更高

焦點內容

1. 美利達 (9914 TT, NT\$221.5, 增加持股) 2Q24 營收優於預期係受惠電動自行車出貨復甦與中國業務強勁。鑒於其 OEM 夥伴 SBC 之庫存已接近健康水準，我們預期 2H24 營收成長動能將更加強勁。
2. 巨大 (9921 TT, NT\$210.5, 增加持股) 2Q24 營收優於預期係因中國業務成長強勁，抵銷歐美市場營收下滑。儘管美國庫存仍高於平均，公司表示部分高階自行車款供給短缺，並預期美國營收衰退 2H24 將改善。
3. 鑑於 2Q24 營收優於預期且中國業務成長強勁，我們預期巨大與美利達獲利將帶來上檔驚喜。我們認為在獲利於 2H24-2025 進入上升週期之際，近期股價回檔為良好的進場布局機會。

重要訊息

巨大 (9921 TT, NT\$210.5, 增加持股) 與美利達 (9914 TT, NT\$221.5, 增加持股) 2Q24 營收優於預期，係受惠中國業務成長強勁與歐美市場銷售改善。鑒於客戶庫存去化即將告一段落，我們預期 2H24 兩家營收動能將增強，帶動獲利進入上升週期。

評論與分析

美利達 - 2Q24 營收優於預期。6 月營收月增 3%、年增 49% 至 32 億元，創 15 個月新高。2Q24 營收達 93 億元，季增 58%、年增 25%，分別優於我們預期與市場預估 12% 與 4%。營收超前主要係因電動自行車出貨回升與中國市場強勁。電動自行車出貨延續自 2 月起的復甦，季增 55%，但年減 21% 至 2Q24 的 41,759 台，顯示下游通路庫存明顯改善。中國市場需求依舊強勁，2Q24 營收年增 145%，受惠於出貨年增 109% 且產品均價上揚 12%。鑒於其 OEM 夥伴 Specialized Bicycle Components (SBC) 營收近幾個月恢復年增，且庫存接近健康水準，我們預期 SBC 可望於 2Q24 轉虧為盈，且美利達營收將逐月成長至 3Q24 季末。

巨大 - 中國業務帶動 2Q24 營收超前。6 月營收達 71 億元，月減 1%、年減 8%，主因中國自有品牌銷售強勁 (年增 60%) 抵銷 OE 業務下滑 38%。2Q24 累計營收季增 32%、年減 6% 至 212 億元，分別優於我們預估與市場共識 12% 與 3%。中國仍為營運亮點，1H24 營收年增 43%，成長動能較 1Q24 成長 24% 更強勁，原因為騎乘單車熱潮進一步推升中高階車款需求。儘管美國庫存仍高於平均，巨大表示部分高階自行車款供給短缺，並預期 2H24 美國營收衰退幅度將較 1H24 年減 20% 收窄。歐洲方面，1H24 自有品牌營收年減 15%，較 1Q24 的衰退 20% 改善。

市場即將上修獲利。巨大與美利達將分別於 8 月 9 日與 13 日公告 2Q24 財報。營收優於預期與中國業務成長較強勁帶動下，我們認為毛利率與獲利將帶來上檔驚喜，亦將驅使市場上修獲利預估。我們認為 2Q24 眾所關注的庫存週轉天數將進一步季減與年減，原因為營收規模擴大與經銷商庫存改善，意味巨大與美利達 2H24 營收成長動能將更加強勁。我們預估 3Q24 美利達營收將年增 34%，4Q24 將進一步上揚至年增 65%，帶動獲利年增 55%，EPS 達 8.8 元，扭轉連續兩年衰退之頹勢。我們預估巨大本季營收衰退將收窄至年減 2%，並於 4Q24 恢復成長。我們亦預期其獲利將進入上升週期，未來兩年複合成長 28%。

投資建議

我們認為近期自行車品牌商股價回檔正創造好的進場機會，係因巨大與美利達營收優於預期，呼應我們認為庫存去化將告一段落之展望，且兩家獲利將進入上升週期。我們持續正向看待自行車產業，並維持巨大、美利達「增加持股」評等，目標價分別為 270 元、280 元。

投資風險

庫存去化較預期緩慢、新台幣升值。

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

圖 1：同業評價比較

公司	代碼	評等	股價 (元)	目標價 (元)	上漲空間 (%)	EPS (NT\$)				PE (x)				PB (x)			
						2023	2024F	2025F	2026F	2023	2024F	2025F	2026F	2023	2024F	2025F	2026F
美利達	9914 TT	增加持股	221.50	280.00	26.4	5.66	8.80	12.71	13.49	39.1	25.2	17.4	16.4	3.2	3.1	2.9	2.7
巨大	9921 TT	增加持股	210.50	270.00	28.3	8.68	8.00	11.23	13.14	24.3	26.3	18.7	16.0	2.5	2.4	2.2	2.1

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：2Q24 營收與凱基預估暨市場共識比較

NT\$m	4月	5月	6月	2Q24	QoQ (%)	YoY (%)	凱基預估	差異 (%)	市場共識	差異 (%)
美利達	2,987	3,100	3,203	9,290	58.4	24.8	8,287	12.1	8,927	4.1
巨大	6,908	7,164	7,094	21,166	31.8	(5.6)	18,929	11.8	20,643	2.5

資料來源：Bloomberg、凱基投顧

圖 3：美利達營收成長將加速

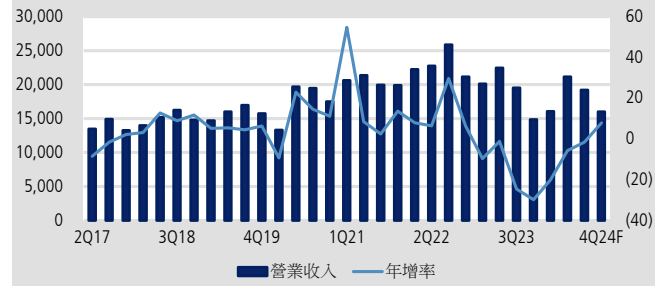
營業收入，百萬元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 4：巨大營收將於 4Q24 重回成長軌道

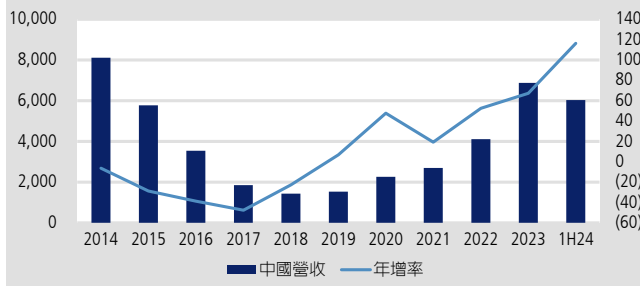
營業收入，百萬元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 5：美利達中國營收成長加速

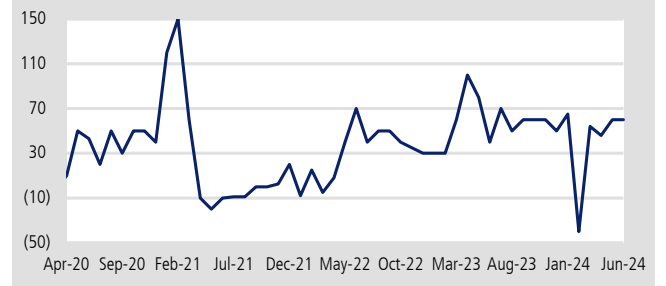
營業收入，百萬元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 6：巨大中國營收維持強勁

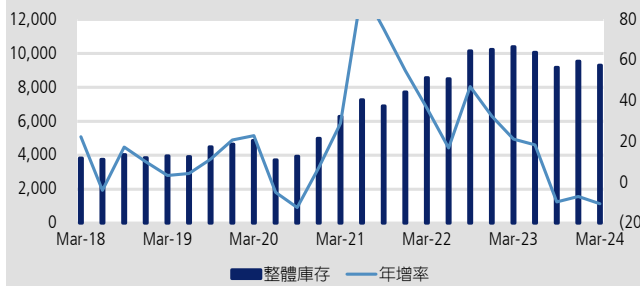
自有品牌中國營收年增率，百分比



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 7：美利達庫存延續年減趨勢

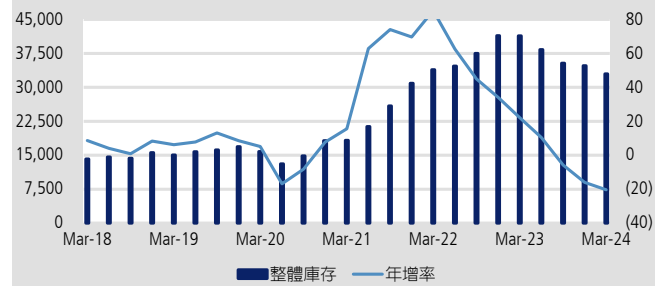
庫存金額，百萬元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 8：巨大庫存進一步改善

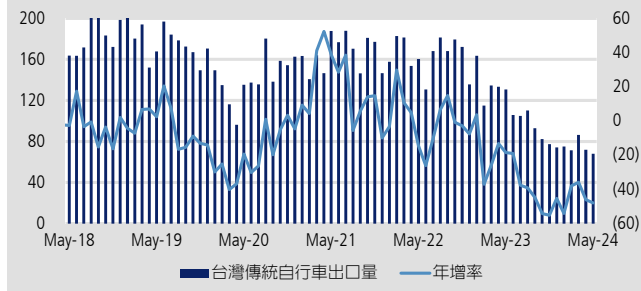
庫存金額，百萬元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 9：台灣傳統自行車出口量依舊疲弱

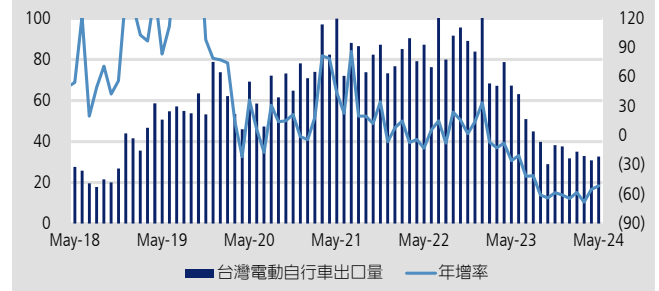
傳統自行車出口量，千輛（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：台灣自行車協會、凱基投顧

圖 10：台灣電動自行車出口量年減幅度收斂

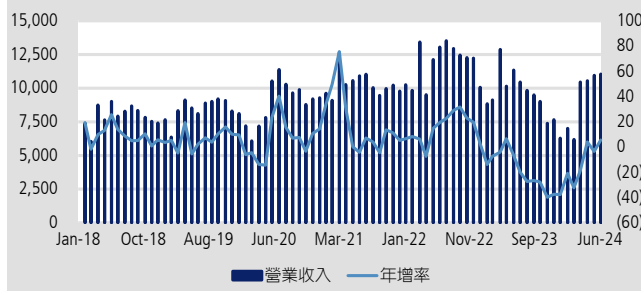
電動自行車出口量，千輛（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：台灣自行車協會、凱基投顧

圖 11：台灣自行車產業月營收重回成長軌道

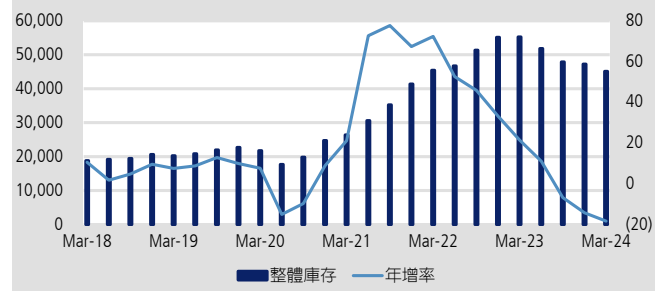
營業收入，百萬元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 12：台灣自行車產業庫存進一步年減

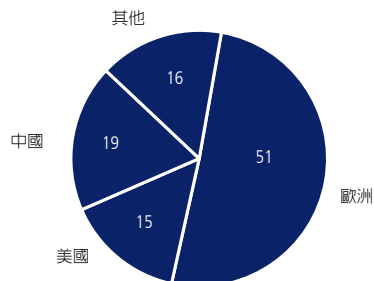
庫存金額，百萬元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 13：歐洲為美利達主要市場

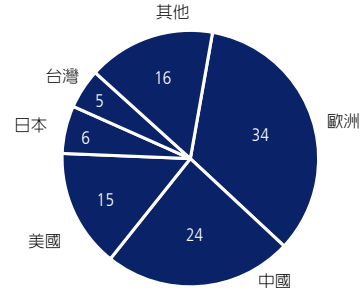
2023 年營收佔比，百分比



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 14：歐洲為巨大主要營收來源

2023 年營收佔比，百分比



資料來源：公司資料、凱基投顧

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	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。
未評等 (R)	
*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，過後若有變更時，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。