

2024 年 7 月 26 日

研究員：陳執中 [tc.chen@capital.com.tw](mailto:tc.chen@capital.com.tw)

前日收盤價 70.4 元  
目標價  
3 個月 75 元  
12 個月 75 元

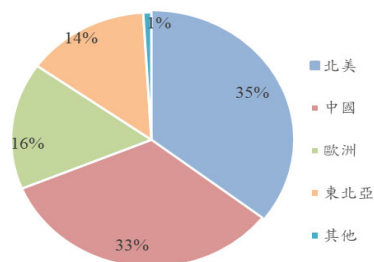
近期報告日期、評等及前日股價

06/19/2024 Buy 70.7

## 公司基本資訊

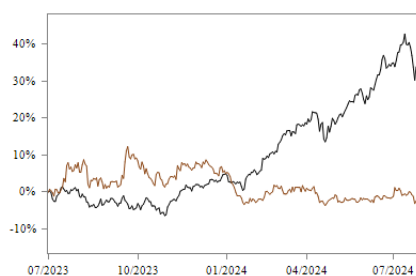
目前股本(百萬元) 749  
市值(億元) 53  
目前每股淨值(元) 46.81  
外資持股比(%) 5.23  
投信持股比(%) 0.00  
董監持股比(%) 15.09  
融資餘額(張) 432  
現金股息配發率(%) 58.93

## 產品組合



## 股價相對大盤走勢

— 9951 — TWSE



## 皇田(9951 TT)

Trading Buy

2024 年整體獲利略降，投資建議 Trading Buy。

**投資建議 Trading Buy:** 因面臨中國市場降價壓力、高運費影響，預估 2024 年整體獲利小幅下降。公司近年穩定配發現金股利 3.3~3.4 元，現金殖利率約落於 4.5%~5%，高現金殖利率值得留意。惟考量近期市場氛圍轉向，短期評價不易拉升，投資建議由 Buy 調整至 Trading Buy，目標價 75 元(以 2024 年 EPS 及 PE 14 倍評價)。

**預估 2Q24、3Q24 營運動能向上:** 2Q24 方面，受惠於賽力斯拉貨穩定，Honda、Toyota 北美市場需求佳，且現代 Santa Fe 改款，客戶正在建立庫存，2Q24 營收 13.34 億元，QoQ+10.18%、YoY+11.48%。獲利能力方面，因營收規模增加，預估毛利率回升至 25.11%，因仍受高運費影響，預估營業費用約與 1Q24 相當，營業利益 1.00 億元，QoQ+57.73%、YoY-0.66%。若業外較無匯兌利益挹注，預估稅後純益 0.92 億元，QoQ+0.03%、YoY-14.72%，EPS 1.23 元。3Q24 方面，以訂單能見度 3 個月來看，公司預期 07/2024、08/2024 營收將小幅年增。且仍以北美市場的日系客戶、現代集團表現較佳。中國市場預期維持 2Q23 表現，歐洲市場將受到暑休影響。預估 3Q24 營收 13.66 億元，QoQ+2.40%、YoY+3.52%。受惠於毛利率小幅提升、營業費用平穩，預估本業獲利小幅增長，營業利益 QoQ+8.12%。加計業外、稅率表現後，預估 3Q24 整體獲利穩定。

**長期營運表現穩定，並帶有成長契機:** 預估 2024 年營收 54.24 億元，YoY+4.15%。而受到中國市場降價、費用率較高(歐洲廠、運費漲價)影響，預估本業、整體獲利略降 2023 年下降，2024 年 EPS 5.31 元。2025 年方面，因 2023 年接到較多訂單，包含 Volvo、Jaguar 等新車款訂單，預計於 3Q25、4Q25 開始出貨。而現代集團訂單持續增加並將陸續增加新車款、新地區。日系客戶的安全氣囊訂單，目前僅為單一車款，2025 年將會放量出貨。2025 年營收成長動能有望優於 2024 年，即使未脫離高運價的環境且相對無匯兌利益挹注，預估 2025 年整體獲利表現仍有機會向上提升。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	5,208	5,424	5,817	1,196	1,319	1,466	1,211	1,334	1,366	1,514	1,358	1,337
營業毛利淨額	1,349	1,364	1,468	315	331	380	294	335	346	389	336	330
營業利益	464	423	504	100	107	144	63	100	108	152	100	94
稅後純益	432	398	417	108	114	109	92	92	89	124	83	80
稅後 EPS(元)	5.77	5.31	5.56	1.44	1.52	1.46	1.23	1.23	1.19	1.66	1.10	1.07
毛利率(%)	25.91%	25.14%	25.23%	26.35%	25.07%	25.91%	24.27%	25.11%	25.31%	25.71%	24.73%	24.70%
營業利益率(%)	8.91%	7.79%	8.66%	8.39%	8.13%	9.82%	5.23%	7.48%	7.90%	10.01%	7.37%	7.04%
稅後純益率(%)	8.30%	7.33%	7.16%	9.03%	8.64%	7.44%	7.61%	6.91%	6.51%	8.22%	6.08%	6.00%
營業收入 YoY/QoQ(%)	7.38%	4.15%	7.25%	-2.40%	10.28%	11.14%	-17.44%	10.18%	2.40%	10.85%	-10.28%	-1.60%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	4.92%	-8.00%	4.81%	7.01%	5.51%	-4.28%	-15.59%	0.03%	-3.48%	39.83%	-33.55%	-2.93%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 7.49 億元計算。

## 皇田(9951 TT) ESG：

**溫室氣體排放：**(1)企業對於因應氣候變遷或溫室氣體管理之策略。皇田特別將節能減碳及節約用水列為重點管理項目，並設置太陽能發電系統及安裝節水裝置，另外也將廢紗布再利用為燃料棒。(2)企業溫室氣體排放量減量目標。皇田已擬定碳盤查時程，待完成盤查後再行設定減量目標。(3)企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫。皇田已擬定碳盤查時程，待完成盤查後規劃減量政策並編列預算。此外辦公室亦調整空調使用時間及設定冰水主機溫度，以減低電力負荷，並安裝省水裝置減少不必要的水資源浪費。(4)企業產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果。皇田持續關注減碳議題，並透過低碳排產品降低對環境造成之衝擊，落實永續經營。**水資源管理：**配合政府水情宣導節約用水。**廢棄物管理：**可回收或再利用下腳料，予以出售或再製成燃料棒，減少廢棄物總產出量。

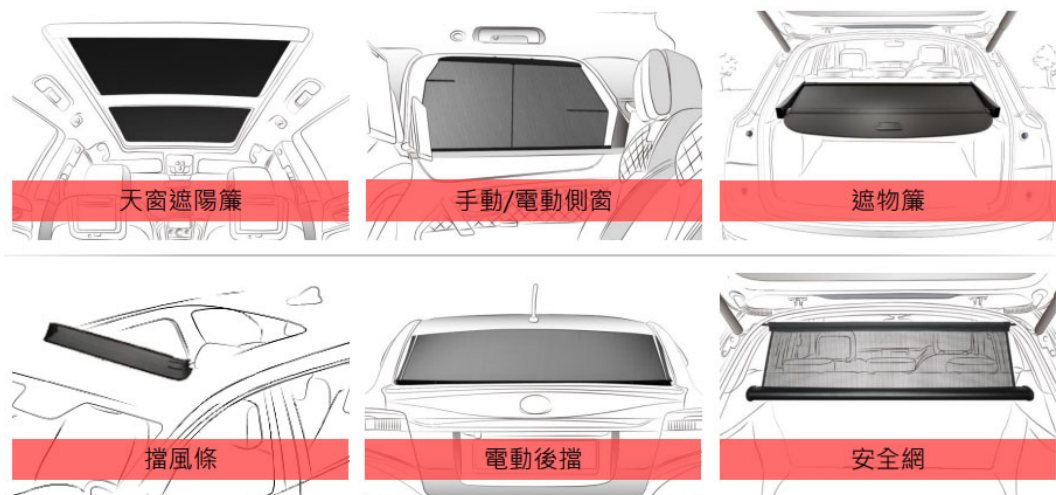
## 公司概况：

皇田(9951 TT)為全球前三大汽車窗簾製造大廠，國際競爭對手包含德國 BOS、日商 ASHIMORI 等。主要營收來自於汽車捲簾，占 2023 年營收比重 99.58%，產品包含手動後擋遮陽簾、電動後擋遮陽簾、手動側窗遮陽簾、電動側窗遮陽簾、三角窗遮陽簾、天窗遮陽簾、遮物簾、擋風條、安全網。其他產品營收占比 0.42%，包含電池式割草機、電池式修邊機、電動手推車、車門扶手、車門地圖袋。

除了既有產品外，皇田於 2024 年透過日系客戶新增膝部安全氣囊布袋定單，主要供應一款北美市場大型休旅車。目前已有一條產線進入試產階段，預計 3Q24 開始量產。安全氣囊對於 2H24 營收貢獻相對有限，但有助於 2025 年營收表現，有望占到個位數表現。

皇田目前生產基地主要落於台灣、中國昆山、墨西哥，占比分別為 50%、30%、20%，由於客戶希望就近生產供應，台灣占比會調整至 40~45%，中國昆山、墨西哥產能將逐步提升。此外，因應客戶要求，公司將赴歐洲斯洛伐克設廠，目前處於洽談廠房階段，預定在當地生產側窗、擋風條、遮物簾等產品，生產時程將落於 2026 年。

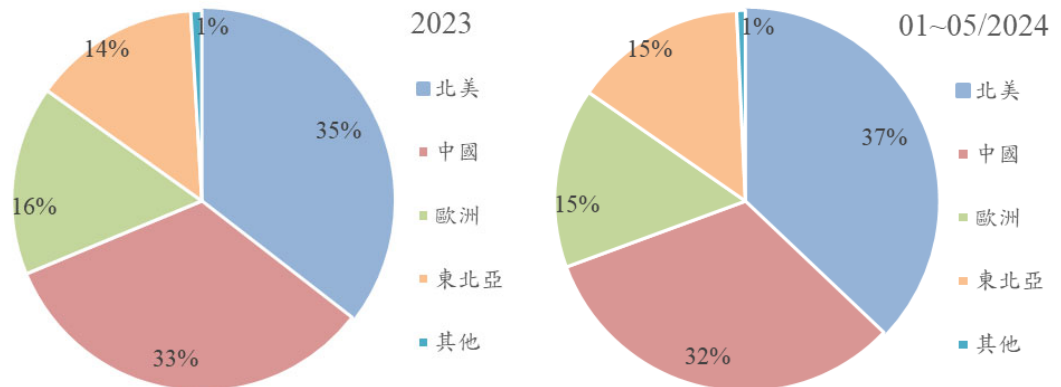
## 圖一、皇田主要產品項目



資料來源：皇田

2024 年 7 月 26 日

圖二、皇田銷售地區占比



資料來源：皇田、群益投顧整理

**1Q24 營收 12.11 億元，QoQ-17.44%，稅後純益 0.92 億元，QoQ-15.59%，EPS 1.23 元：**

1Q24 營收 12.11 億元，QoQ-17.44%、YoY-1.24%。獲利能力方面，1Q24 毛利率 24.27%，較 4Q23 的 25.91%、1Q23 的 26.39% 下滑，主要原因在於 1. 毛利率較低的遮物簾產品營收占比相對提高。2. 天窗方面，日系客戶佔比提升，且目前出貨產品利潤率較低。歐美客戶因庫存調節，短期需求相對較低。因國際物流費用上漲，且因應通膨而調整人事費用，1Q24 費用率相對提高，營業利益 0.63 億元，QoQ-56.08%、YoY-43.71%。受惠於匯兌利益挹注，稅後純益 0.92 億元，QoQ-15.59%、YoY-8.77%，EPS 1.23 元。

**預估 2Q24、3Q24 營運動能向上：**

2Q24 方面，雖過往 2Q 營收多相對下滑，但受惠於賽力斯拉貨穩定，Honda、Toyota 北美市場需求佳，且現代 Santa Fe 改款，客戶正在建立庫存，2Q24 營收 13.34 億元，QoQ+10.18%、YoY+11.48%。獲利能力方面，因營收規模增加，預估毛利率回升至 25.11%，因仍受高運費影響，預估營業費用約與 1Q24 相當，營業利益 1.00 億元，QoQ+57.73%、YoY-0.66%。若業外較無匯兌利益挹注，預估稅後純益 0.92 億元，QoQ+0.03%、YoY-14.72%，EPS 1.23 元。

3Q24 方面，以訂單能見度 3 個月來看，公司預期 07/2024、08/2024 營收將小幅年增。且仍以北美市場的日系客戶、現代集團表現較佳。中國市場預期維持 2Q23 表現，歐洲市場將受到暑休影響。預估 3Q24 營收 13.66 億元，QoQ+2.40%、YoY+3.52%。受惠於毛利率小幅提升、營業費用平穩，預估本業獲利小幅增長，營業利益 QoQ+8.12%。加計業外、稅率表現後，預估 3Q24 整體獲利穩定。

**長期營運表現穩定，並帶有成長契機：**

2024 年方面，預估營收 54.24 億元，YoY+4.15%。以各市場來看，北美市場需求走升，為主要成長動能。中國市場因 1H23 營收基期較低，且 2H24 將會有利多政策推動需求，預估 2024 年需求小增。歐洲市場則受到福斯汽車表現不佳影響，呈現持平到小衰。東北亞市場則面臨客戶調整庫存。而受到中國市場降價、費用率較高(歐洲廠、運費漲價)影響，預估本業、整體獲利略降 2023 年下降，2024 年 EPS 5.31 元。

2024 年 7 月 26 日

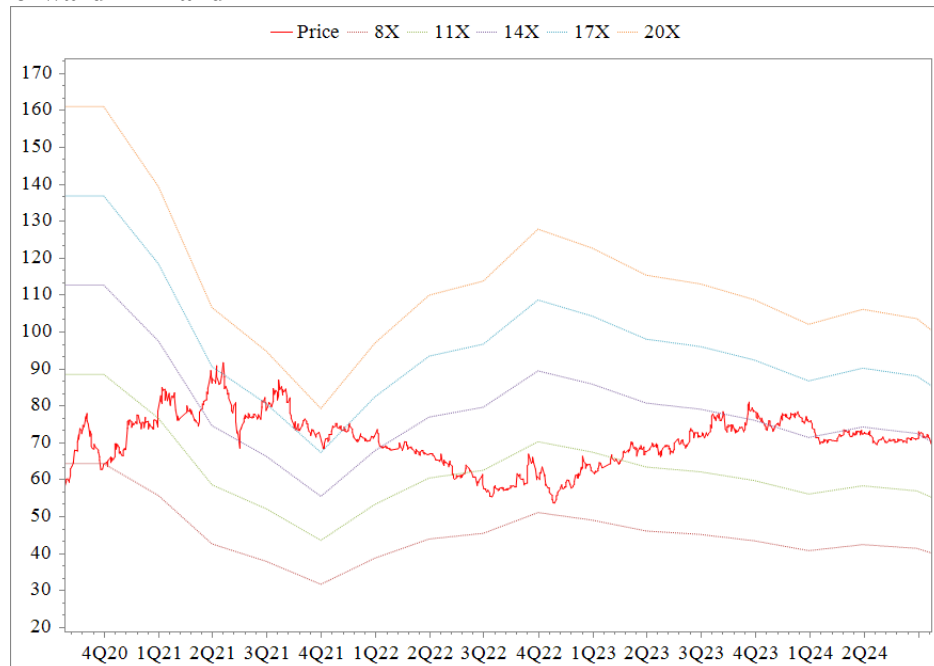
2025 年方面，因 2023 年接到較多訂單，包含 Volvo、Jaguar 等新車款訂單，預計於 3Q25、4Q25 開始出貨。而現代集團訂單持續增加並將陸續增加新車款、新地區。日系客戶的安全氣囊訂單，目前僅為單一車款，2025 年將會放量出貨，由於客戶希望將原本的越南產能轉由皇田墨西哥廠生產，如果產品出貨順利，後續仍有 5~7 個車款尚待釋出。整體而言，2025 年營收成長動能有望優於 2024 年，即使未脫離高運價的環境且相對無匯兌利益挹注，預估 2025 年整體獲利表現仍有機會向上提升。

### 投資建議：

投資建議方面，因面臨中國市場降價壓力、高運費影響，預估 2024 年整體獲利小幅下降。公司近年穩定配發現金股利 3.3~3.4 元，現金殖利率約落於 4.5%~5%，高現金殖利率值得留意。惟考量近期市場氛圍轉向，短期評價不易拉升，投資建議由 Buy 調整至 Trading Buy，目標價 75 元(以 2024 年 EPS 及 PE 14 倍評價)。

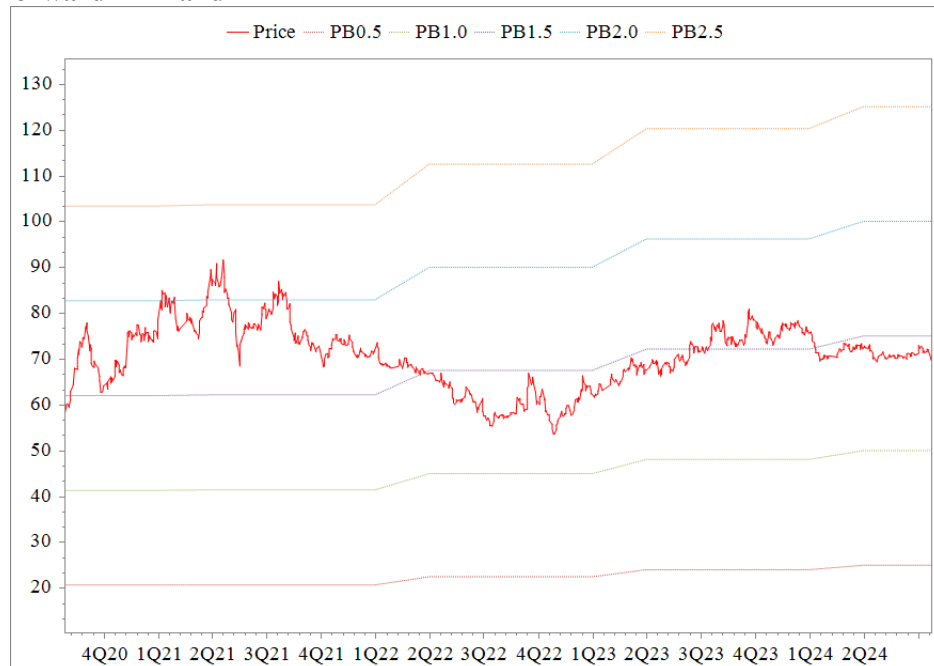
2024 年 7 月 26 日

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整



2024 年 7 月 26 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	5,353	5,661	5,845	6,073	6,309
流動資產	3,621	3,936	3,932	4,164	4,267
現金及約當現金	1,238	1,431	1,464	1,532	1,579
應收帳款與票據	889	1,121	1,014	1,185	1,206
存貨	1,190	1,074	1,041	1,140	1,196
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	1,379	1,343	1,322	1,333	1,344
<b>負債總計</b>	<b>2,245</b>	<b>2,287</b>	<b>2,239</b>	<b>2,324</b>	<b>2,390</b>
流動負債	1,880	2,000	2,051	2,191	2,188
應付帳款及票據	690	787	905	920	963
非流動負債	364	287	188	117	143
<b>權益總計</b>	<b>3,109</b>	<b>3,374</b>	<b>3,606</b>	<b>3,749</b>	<b>3,918</b>
普通股股本	<b>749</b>	<b>749</b>	<b>749</b>	<b>749</b>	<b>749</b>
保留盈餘	2,541	2,702	2,884	3,027	3,197
母公司業主權益	3,109	3,374	3,606	3,748	3,918
<b>負債及權益總計</b>	<b>5,353</b>	<b>5,661</b>	<b>5,845</b>	<b>6,073</b>	<b>6,309</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	4,773	4,850	5,208	5,424	5,817
營業成本	3,413	3,607	3,859	4,061	4,350
<b>營業毛利淨額</b>	1,360	1,243	1,349	1,364	1,468
營業費用	853	831	885	941	964
<b>營業利益</b>	507	413	464	423	504
<b>EBITDA</b>	633	624	648	620	646
業外收入及支出	-22	70	43	64	8
稅前純益	494	495	534	487	512
所得稅	94	83	101	89	95
稅後純益	399	412	432	398	417
稅後 EPS(元)	5.33	5.50	5.77	5.31	5.56
完全稀釋 EPS**	5.33	5.50	5.77	5.31	5.56

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 7.49【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 7.49 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	2.97%	1.61%	7.38%	4.15%	7.25%
營業毛利淨額	1.99%	-8.56%	8.52%	1.06%	7.62%
營業利益	-6.81%	-18.67%	12.51%	-8.97%	19.23%
稅後純益	-20.29%	3.14%	4.92%	-8.00%	4.81%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	28.49%	25.64%	25.91%	25.14%	25.23%
EBITDA(%)	13.27%	12.88%	12.45%	11.43%	11.10%
營益率	10.63%	8.51%	8.91%	7.79%	8.66%
稅後純益率	8.37%	8.49%	8.30%	7.33%	7.16%
總資產報酬率	7.46%	7.28%	7.40%	6.55%	6.61%
股東權益報酬率	12.85%	12.21%	11.99%	10.61%	10.64%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	41.93%	40.40%	38.31%	38.27%	37.89%
負債/淨值比(%)	72.20%	67.78%	62.09%	62.00%	61.00%
流動比率(%)	192.59%	196.81%	191.68%	190.00%	195.00%

## 其他比率分析

存貨天數	117.53	114.56	100.00	98.00	98.00
應收帳款天數	74.78	75.63	74.83	74.00	75.00

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	616	548	744	596	587
稅前純益	494	495	534	487	512
折舊及攤銷	145	136	131	133	134
營運資金變動	-36	-19	257	-255	-34
其他營運現金	14	-64	-178	231	-26
<b>投資活動現金</b>	-177	-55	-346	-141	-276
資本支出淨額	-50	-51	-54	-55	-55
長期投資變動	-125	-3	-289	-100	-100
其他投資現金	-2	-1	-2	14	-121
<b>籌資活動現金</b>	-420	-367	-368	-388	-263
長借/公司債變動	-50	-83	-90	-70	25
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-352	-247	-247	-255	-247
其他籌資現金	-18	-37	-31	-63	-42
<b>淨現金流量</b>	-5	193	34	68	47
<b>期初現金</b>	1,243	1,238	1,431	1,464	1,532
<b>期末現金</b>	1,238	1,431	1,464	1,532	1,579

資料來源：CMoney、群益

2024 年 7 月 26 日

## 季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	1,226	1,196	1,319	1,466	1,211	1,334	1,366	1,514	1,358	1,337	1,479	1,644
營業成本	902	881	989	1,087	917	999	1,020	1,125	1,022	1,006	1,103	1,218
營業毛利淨額	323	315	331	380	294	335	346	389	336	330	376	426
營業費用	211	215	224	236	231	235	238	238	236	236	241	251
營業利益	112	100	107	144	63	100	108	152	100	94	135	175
業外收入及支出	18	25	40	-14	50	10	2	2	2	2	2	2
稅前純益	130	126	147	131	114	110	110	154	102	96	137	177
所得稅	29	18	33	21	21	18	21	29	19	16	26	34
稅後純益	101	108	114	109	92	92	89	124	83	80	111	143
最新股本	749	749	749	749	749	749	749	749	749	749	749	749
稅後EPS(元)	1.35	1.44	1.52	1.46	1.23	1.23	1.19	1.66	1.10	1.07	1.48	1.91

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	26.39%	26.35%	25.07%	25.91%	24.27%	25.11%	25.31%	25.71%	24.73%	24.70%	25.43%	25.89%
營業利益率(%)	9.17%	8.39%	8.13%	9.82%	5.23%	7.48%	7.90%	10.01%	7.37%	7.04%	9.10%	10.64%
稅後純益率(%)	8.24%	9.03%	8.64%	7.44%	7.61%	6.91%	6.51%	8.22%	6.08%	6.00%	7.48%	8.72%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-14.86%	-2.40%	10.28%	11.14%	-17.44%	10.18%	2.40%	10.85%	-10.28%	-1.60%	10.63%	11.16%
營業利益	-37.73%	-10.63%	6.84%	34.21%	-56.08%	57.73%	8.12%	40.55%	-33.98%	-5.95%	42.93%	30.04%
稅前純益	-21.45%	-3.26%	16.67%	-11.17%	-13.00%	-3.36%	0.09%	39.83%	-33.55%	-5.83%	42.06%	29.61%
稅後純益	-26.10%	7.01%	5.51%	-4.28%	-15.59%	0.03%	-3.48%	39.83%	-33.55%	-2.93%	37.81%	29.61%

## YoY(%)

營業收入淨額	7.32%	19.94%	3.85%	1.85%	-1.24%	11.48%	3.52%	3.25%	12.20%	0.21%	8.27%	8.57%
營業利益	56.07%	88.11%	0.59%	-20.20%	-43.71%	-0.67%	0.53%	5.28%	58.24%	-5.64%	24.74%	15.40%
稅前純益	23.41%	95.36%	-7.87%	-21.24%	-12.77%	-12.87%	-25.25%	17.67%	-10.12%	-12.42%	24.30%	15.21%
稅後純益	16.49%	95.06%	-14.40%	-20.13%	-8.77%	-14.72%	-21.99%	13.96%	-10.29%	-12.94%	24.30%	15.21%

註1：稅後EPS以股本7.49億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【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 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【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。