

傳產4Q24展望—— 具備題材以及利基型產業當道

- 金融產業，受惠降息
- 重電綠能，電力需求持續不斷
- 生技，CDMO產業成長將加速
- 穩定配息與美國製造
- 市場運力受限，運價逐步墊高

研究部
09/24/2024

群益投顧



4Q24傳產投資主軸

產業	主軸	重點個股
金融	金融產業，受惠降息	富邦金(2881 TT)、國泰金(2882 TT)、中信金(2891 TT)
重電綠能	電力需求持續不斷	華城(1519 TT)、士電(1503 TT)、中興電(1513 TT)、森崙能源(6806 TT)、泓德能源(6873 TT)、世紀鋼(9958 TT)
生技	CDMO產業成長將加速	美時(1795 TT)、保瑞(6472 TT)
利基型	穩定配息與美國製造	世界健身-KY(2762 TT)、柏文(8462 TT)、大成鋼(2027 TT)
散裝	市場運力受限，運價逐步墊高	裕民(2606 TT)、新興(2605 TT)、中航(2612 TT)

4Q24金融產業展望

--金融產業，受惠降息

群益投顧



美國歷史十次降息期間

- 美國歷史降息期間。

美國降息時期	利率變動(bps)	降息原因
1984/8~1984/12	-300	利率正常化
1987/10~1988/2	-75	經濟成長擔憂：黑色星期一事件
1989/6~1989/12	-150	利率正常化
1990/7~1992/9	-525	經濟衰退：波斯灣戰爭
1995/7~1996/2	-75	利率正常化
1998/9~1998/11	-75	經濟成長擔憂：避險基金 LTCM 瀕臨破產
2001/3~2001/12	-475	經濟衰退：網路泡沫破裂 & 911 事件
2007/9~2008/12	-525	經濟衰退：房地產泡沫破裂
2019/7~2019/11	-75	經濟成長擔憂：中美貿易戰、中國經濟放緩
2020/3~2020/3	-150	經濟衰退：新冠疫情

利息以外淨收益持續成長

- 手續費也隨海外旅遊和財管銷售動能而估將維持中高位數成長，Swap(換匯)投資收益動能則將收斂。
- 金融市場波動推升投資收益，手續費收入也增加，彌補了利息淨收益衰退。

主要銀行利息以外淨收益



Source: Cmoney、Capital Research

主要銀行利息淨收益



Source: Cmoney、Capital Research

國泰金資產配置

- 1H24國泰人壽資產配置中，國內股票報酬16.4%，海外股票報酬14.5%。

(NT\$BN)	FY21	FY22	FY23			1H24		
總投資金額 ⁽¹⁾	7,254.1	7,330.6	7,638.1			7,937.0		
	Weight	Weight	Weight	Amount	Return	Weight	Amount	Return
現金及約當現金	4.4%	4.1%	2.6%	199	2.0%	3.4%	270	2.7%
國內股票	7.2%	5.1%	6.6%	504	7.4%	6.9%	547	16.4%
國外股票 ⁽²⁾	6.4%	5.6%	5.6%	427	5.5%	5.4%	429	14.5%
國內債券	7.9%	7.1%	8.1%	622	4.8%	8.0%	636	5.1%
國外債券 ⁽²⁾	57.7%	61.9%	61.8%	4,718	3.8%	61.6%	4,886	3.8%
擔保放款	4.2%	3.8%	3.0%	230	2.5%	2.8%	221	2.5%
保單貸款	2.3%	2.3%	2.2%	170	5.1%	2.1%	166	5.0%
不動產	7.6%	7.7%	7.5%	577	2.4%	7.4%	590	3.1%
其他	2.3%	2.5%	2.5%	192	0.9%	2.4%	194	0.5%

富邦金資產配置

- 1H24富邦人壽資產配置中，國內股票報酬27.49%，海外股票報酬16.88%。

NT\$十億元	2023/12/31			2024/6/30		
	金額	佔比	報酬率	金額	佔比	報酬率
現金及約當現金	194.8	4.0%	1.30%	221.9	4.3%	1.56%
國內債券 ⁽¹⁾	617.7	12.8%	2.36%	642.9	12.6%	2.76%
國外債券 ⁽²⁾	2,732.7	56.7%	3.91%	2,889.0	56.6%	4.18%
國內股票	440.4	9.1%	12.45%	458.5	9.0%	27.49%
國外股票	312.5	6.5%	7.84%	380.2	7.4%	16.88%
房貸	99.4	2.1%	2.09%	89.8	1.8%	2.25%
保單貸款	77.8	1.6%	4.53%	79.2	1.6%	4.53%
不動產	342.8	7.1%	1.65%	344.6	6.7%	-0.82%
總投資資產	4,818.1	100.0%	3.79%	5,106.1	100.0%	5.43%
國內	1,658.5	34.4%	5.02%	1,689.2	33.1%	8.48%
國外	3,159.6	65.6%	3.12%	3,416.9	66.9%	3.86%

ETF 金融股持股比例增加

- 篩選能持續為股東創造現金流、基本面穩固、盈利能力佳和具持續增長潛力之標的，成分股並以股利率進行加權，表現股息導向之投資組合績效。
- 金融股的增加和電子股的減少，有助於降低整體投資組合的波動性，提供更穩定的回報。
- 透過降低本益比和提高ROE，這一策略能夠提高資金的運用效率，增強投資組合的潛在收益。

ETF	規模 百萬元	金融股
940	187,000	京城銀、玉山金、永豐金、第一金
939	62,168	玉山金、上海商銀、中租-KY
919	201,214	中信金、兆豐金
878	284,390	中信金、元大金、永豐金、國泰金、兆豐金、富邦金、上海商銀、第一金。
56	295,419	中信金、元大金、永豐金、兆豐金、京城銀

銀行法72-2限額影響有限

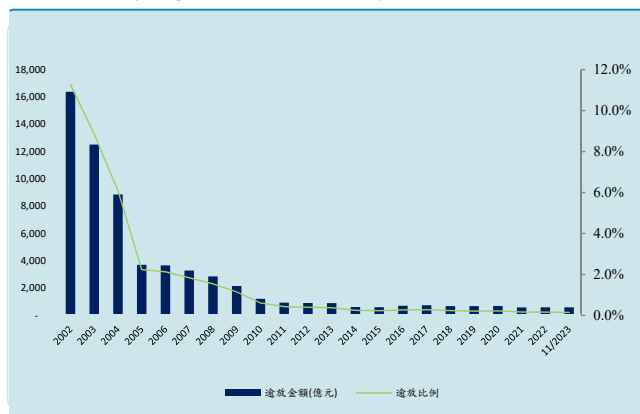
- 金管會最新統計，根據銀行法第 72-2 條規定，商業銀行辦理住宅建築及企業建築放款之總額，不得超過放款時所收存款總餘額及金融債券發售額之和之百分之三十。目前全體國銀不動產放款平均比率為 26.47%，距離 72-2 條法定上限還有 3.53%，未來仍有空間。
- 個別銀行，比率超出 29% 的銀行掛零，比率落在 28%-29% 的銀行有 5 家，比率落在 27%-28% 的銀行有 7 家，比率落在 26-27% 的銀行有 9 家，比率落在 25-26% 的銀行有 2 家。

資本、資產健全

- 本國銀行資本狀況健全，會有較佳的風險抵禦能力。
- 截至8/2024底，本國銀行逾放比例為0.18%，資產品質良好。截至2023年底，本國銀行資本適足率為15.3%，維持較佳水準。

2002以來逾放金額及比例

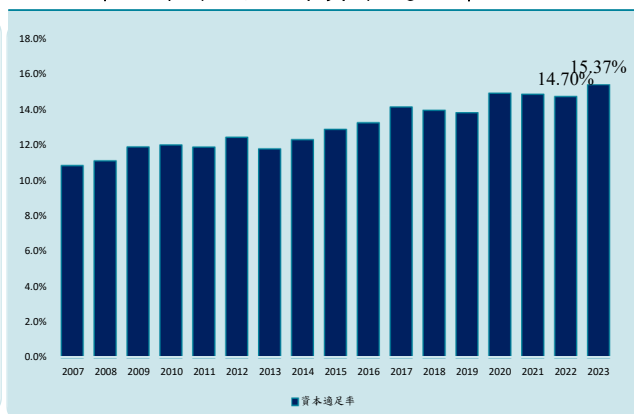
單位:百萬元/%



Source: Cmoney、Capital Research

2007年以來本國銀行資本適足率

單位: %



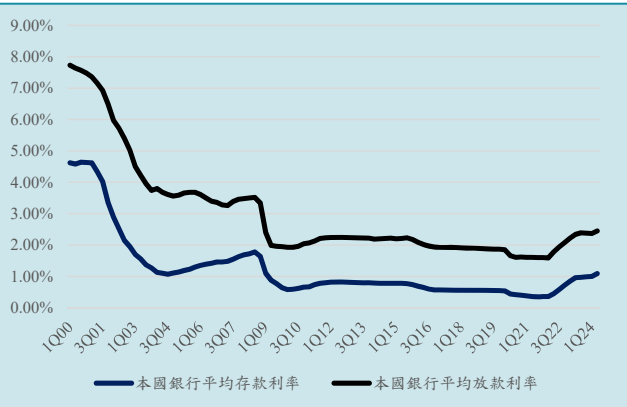
Source: Cmoney、Capital Research

2025年存放款利差持穩

- 由於央行在1Q20降息，影響所致3Q20本國銀行利差來到低點1.19%，但自3Q20後，存款成本的持續調整，存放利差逐步回復。
- 預期2025年金融業利差持穩。

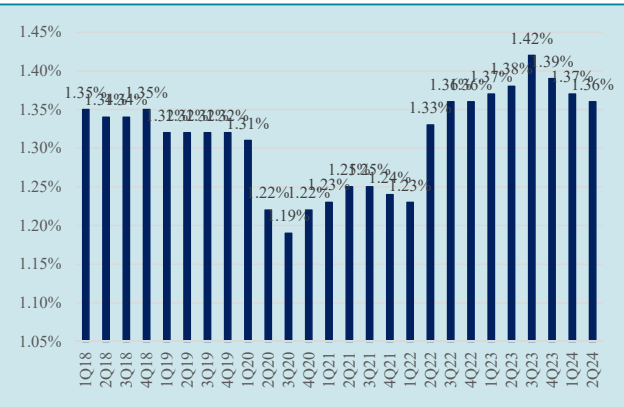
2000~以來存放款利率

單位：%



2018年以來存放利差

單位：%



預期2025年放款中性成長

- 台灣放款成長率年增率在4/2022來到高點9.7%，之後隨市場升息墊高資金成本，至4/2023放款年增率降至5.5%。
- 2024年在半導體及房貸需求成長下，截至7/2024年增率已達8.9%。
- 預期2025年放款成長率仍將有5%的成長，淨利息收益會逐步成長。

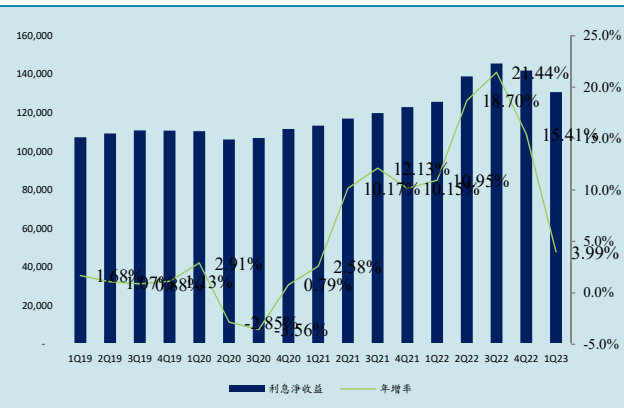
2001~今放款餘額及年增率

單位：百萬元/%



2019年以來主要銀行利息收入

單位：百萬元



- 2025年降息成為市場共識，金融產業在市場穩定成長下，投資收入有機會持續增長。此外，在ETF金融股持股比例提高，下檔有撐，而銀行法72-2房貸影響有限，目前金融產業，基本面穩健。
- 主要重點股：富邦金(2881 TT)、國泰金(2882 TT)、中信金(2891 TT)。

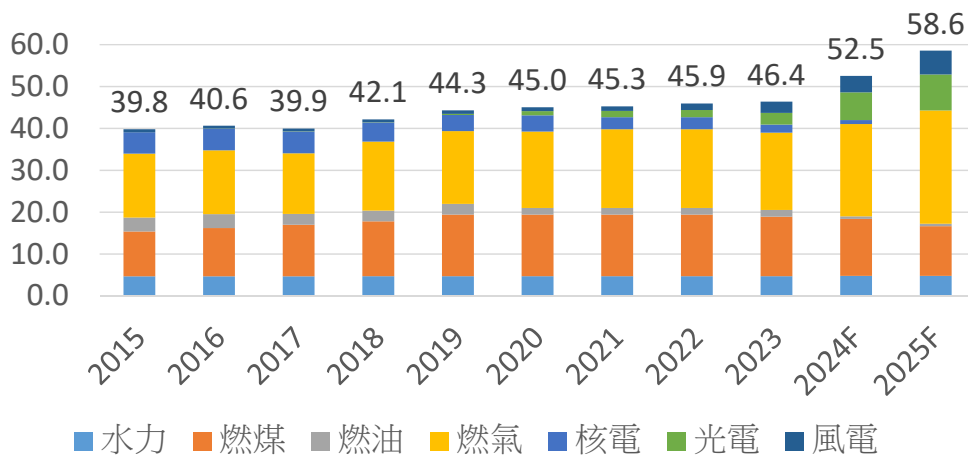
4Q24重電產業展望

--電力需求持續不斷

台灣2025年電力供給展望

- 考量政府氣主煤從、非核家園、淨零轉型多項政策，加上案場建置遞延等因素，預期2024-2025年台電發電機組的淨新裝置容量為11.2GW，另有民營電廠的森霸二期1.0GW、中佳燃氣電廠0.61GW陸續於2024、2025年併網，帶動民間燃氣機組裝置容量上升，於2025年達58.6GW。

台灣發購電裝置容量(GW)



資料來源：台電；國發會；森崙能源；海龍離岸風電；台汽電；大汽電；群益投顧彙整

群益投顧

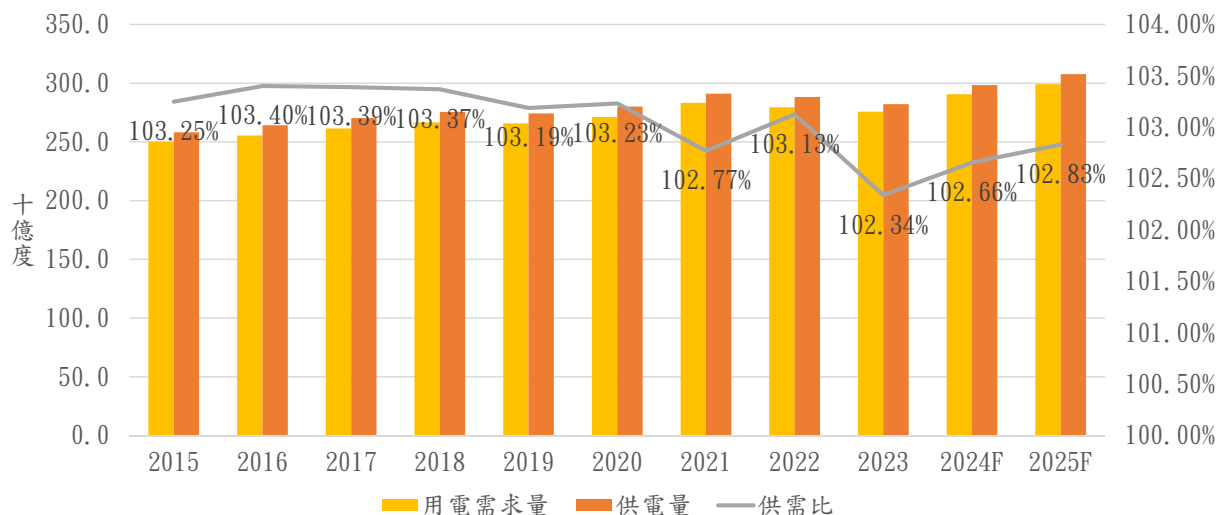
15

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

台灣電力供需展望

- 預期台灣2024年電力供需比預估102.66%，為近年低檔水準，雖有電力供給壓力，但仍在可控範圍。

台灣電力供需情形



資料來源：IEK；台電；國發會；森崙能源；綠能專案推動辦公室；海龍離岸風電；群益投顧彙整

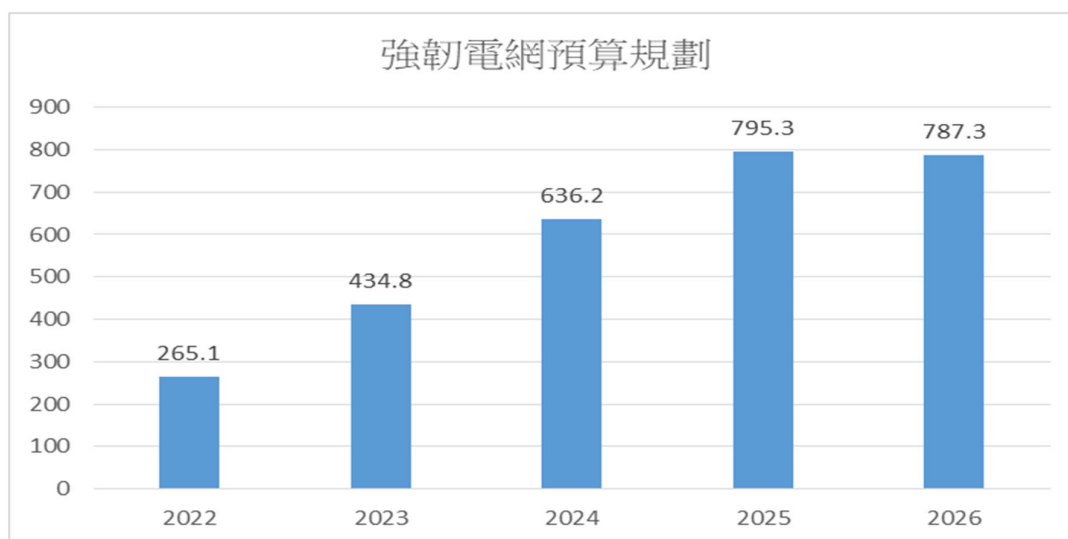
群益投顧

16

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

台電投資延續-強韌電網計畫

- 為了維持電力供應穩定，台電編列5,645總預算執行強韌電網計畫，並明定十年內汰換1,005億元的老舊重電設備，此外隨著預算的執行，預期2024、2025年皆會持續創高，YoY成長分別為46.32%、25.01%，2025年預算將達795.3億元。



資料來源：中興電；群益投顧彙整

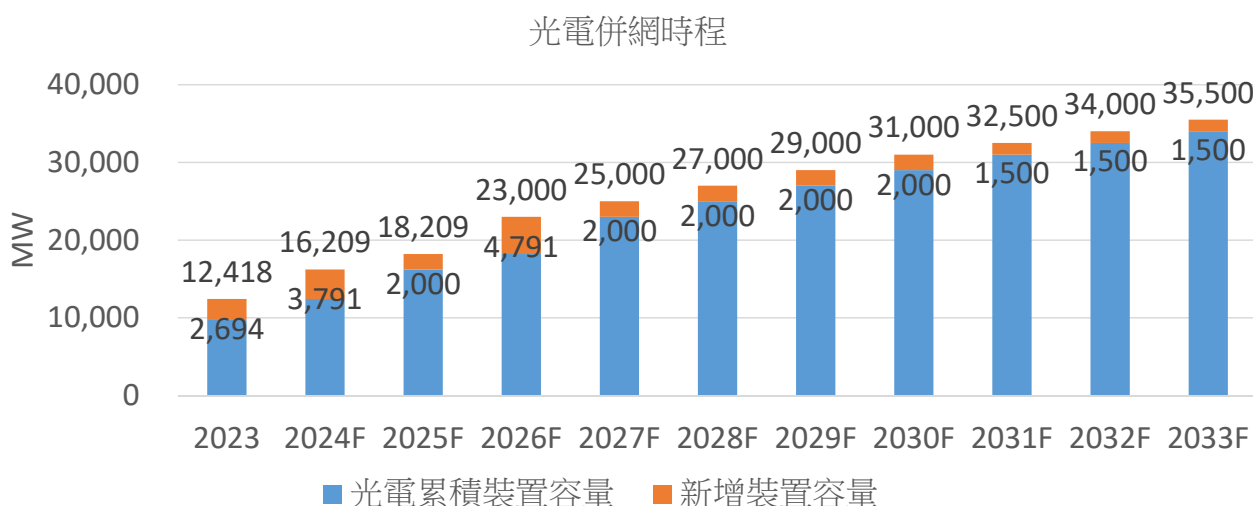
群益投顧

17

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

十年光電併網展望

- 風電佔2023年台灣總發電量4.6%、總裝置容量為12,418MW，隨著2024年初地方民情因素結束，預期2024年新增3,791MW的光電案場，帶動包括泓德能源的3座共210MW、雲豹能源60MW、大亞的2座共215MW等光電案場陸續開工。



資料來源：經濟部能源局；泓德能源；雲豹能源；大亞；群益投顧彙整

群益投顧

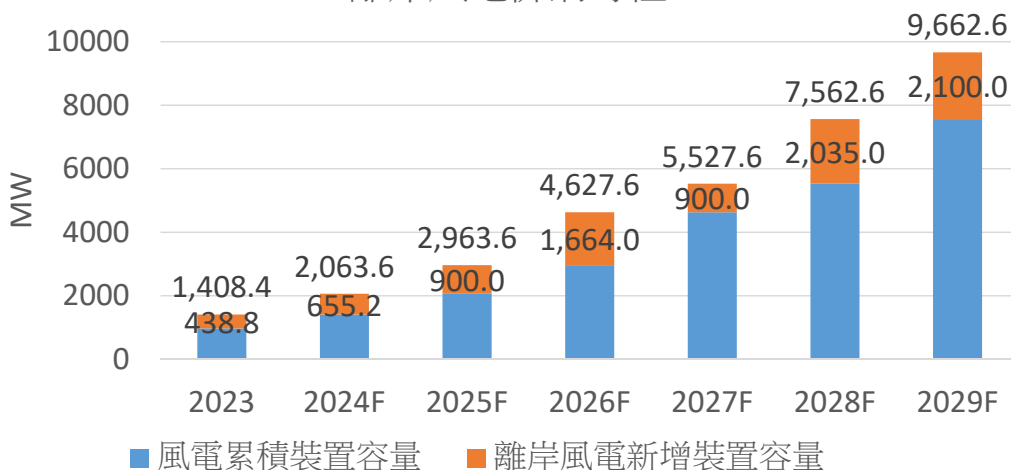
18

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

預期2029年台灣風電總裝置容量將達 9,663MW，CAGR+37.8%

- 風電佔2023年台灣總發電量2.2%、總裝置容量為1,408MW，隨著離岸風電第二階段(台電二期、海龍、沃旭等)進入尾聲，貢獻2026年以前裝置容量，後續由離岸風電3-1、3-2期接上，貢獻2027-2029年裝置容量，預期2029年台灣風電總裝置容量將達9,663MW，CAGR+37.8%。

離岸風電併網時程



資料來源：審計部；經濟部能源署；群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

群益投顧

19

非核家園與乾淨能源考量(核電是否重啟)

- 隨著台灣電力成長，非核家園政策未來可能出現調整，但考量台灣既有已經除役的核電發電機組，1)已拆除關鍵設備、2)乾式儲存槽未建置、3)公投不同意，預期若非核家園政策調整，僅有核三延役機率較大。

	裝置容量(MW)	除役時程	當前情況	後續影響
核一	1,272MW	2019年	已拆除核安關鍵設備	重啟難度極高
核二	兩台機組共 1,970MW	03/2023	完成修法+安全審查流程+乾式儲存槽興建	乾式儲存槽興建後，最快2026年後重啟
核三	兩台機組共 1,902MW	07/2024、05/2025 各機組陸續除役	完成修法+安全審查流程	2023年兩台機組共貢獻171億度、7%佔比發電
核四	2,700MW		2021年公投後封存	公投重啟+多項流程，最快2031年後重啟

資料來源：台電；中油；EIA；WIND；群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

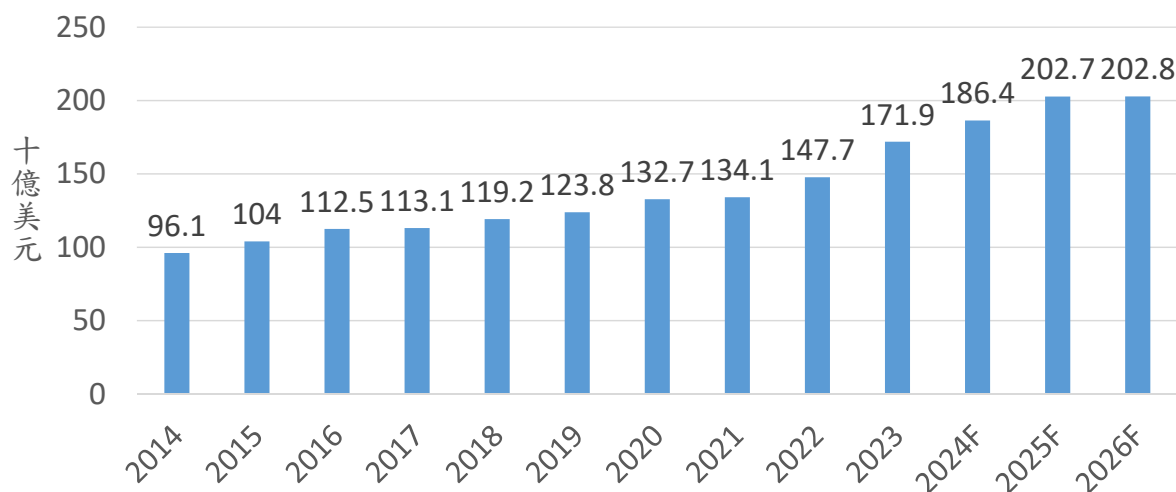
群益投顧

20

2025年美國電力公司資本支出持續創高

- 受惠美國IRA等政策，預期美國電力公司總資本支出於2024、2025年持續創高，YoY成長分別為8.44%、8.74%，2025年預算將達2,027億美元。

美國電力公用產業總資本支出



資料來源：EEl；群益投顧彙整

群益投顧

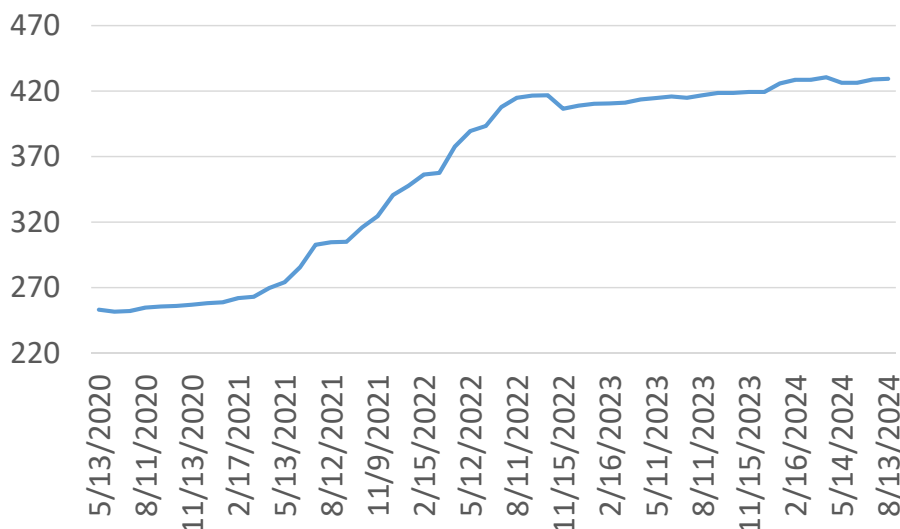
21

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國變壓器價格概況

- 受惠美國市場變壓器供不應求，當前美國市場的變壓器價格持續上揚，帶動有出口變壓器至美國的國內廠商，營運續強。

美國生產者物價指數-特種電力變壓器



資料來源：BloomBerg；群益投顧彙整

群益投顧

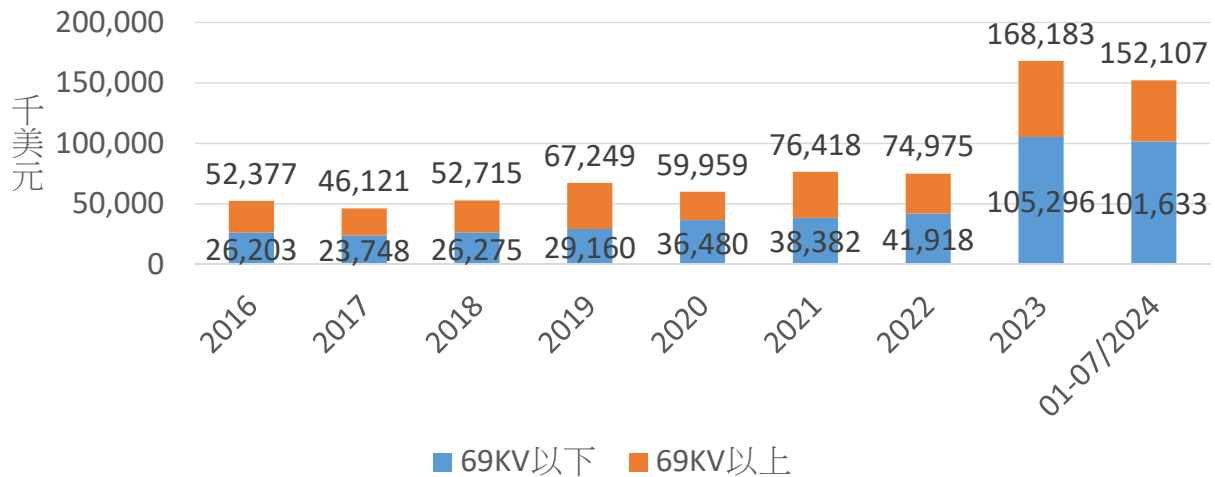
22

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

台灣銷往變壓器至美國概況

- 受惠美國市場因應淨零轉型政策，延伸出來的美國變壓器供不應求、價格上漲，加上台灣已有廠商深耕美國市場多年，帶動台灣變壓器銷往美國的出口金額持續上升，01-07/2024變壓器出口金額已達1.52億美元，帶動有出口變壓器至美國的國內廠商，營運續強。

台灣出口變壓器至美國統計



資料來源：關務署；群益投顧彙整

群益投顧

23

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

台灣綠能个股簡介

	主要題材	國內		海外	
		發電 (綠電案場)	輸配電 (重電)	發電 (綠電案場)	輸配電 (重電)
中興電	GIS龍頭，國內市佔80%以上； 強韌電網計畫	16%	62%		美國佈局中
華城	500kv變壓器出口美國	28%	36%		36%
士電	變壓器產能提前投產	30%	33%		美國、亞洲佈局中
大同	國內變壓器產能與市佔率提升	54%			2024出口美國
亞力	民間節能需求、台電強韌電網	30%	70%		
上緯投控	佈局高毛利率非中國地區銷售	13%		77%	
泓德能源	海內外光、儲案場	100%		亞洲佈局中	
森崙能源	離岸風電-台電二期工程	100%		亞洲佈局中	
世紀鋼	離岸風電Jacket製造	100%			
東元	海外E-SKID建置與國內綠電衍生的STACOM需求	22%	7%		46%

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

24

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

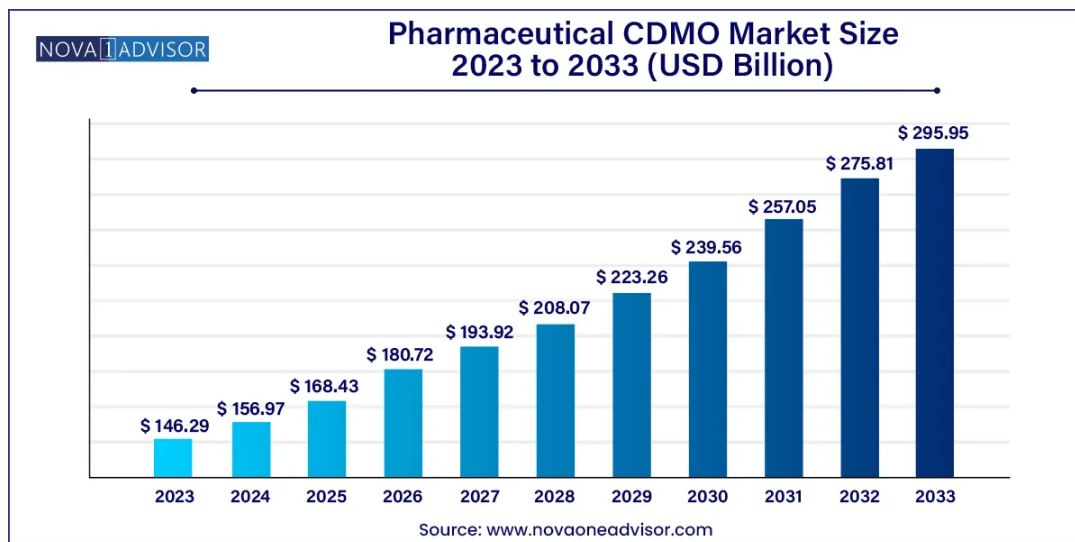
- 隨著AI電力需求出現，加上近年因為疫情造成發電案場建置不足等影響，預估2024-2027年期間夜間備載容量率僅8.5-10.3%，未來電力供給仍有壓力，使得未來強韌電網預算可能出現加速、或是核能可能出現延議。
- 受惠美國IRA等政策，預期美國電力公司總資本支出2025年預算持續創高，達2,027億美元，YoY+8.74%，加上報價上漲，以及01-07/2024台灣變壓器出口美國金額已達1.52億美元，帶動國內相關廠商營運續強。
- 重點個股：華城(1519 TT)、中興電(1513 TT)、士電(1503 TT)、森崙能源(6806 TT)、泓德能源(6873 TT)、世紀鋼(9958 TT)。

4Q24生技產業展望

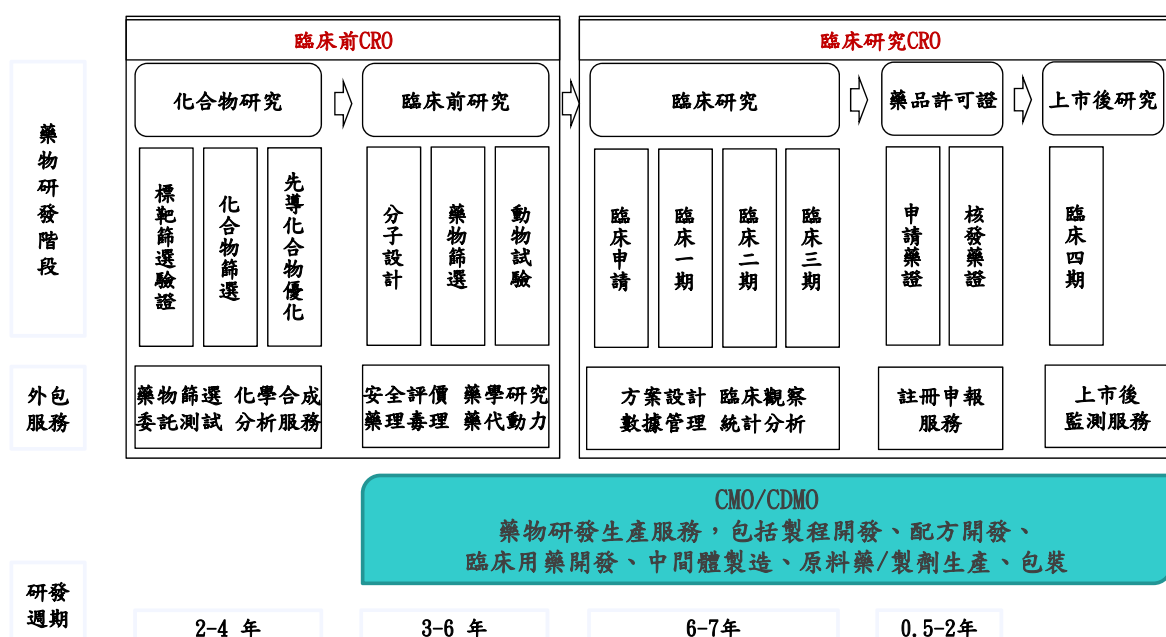
--CDMO產業成長將加速

在法案推動下CDMO產業成長將加速

- 2023年全球醫藥CDMO市場規模預計為1,462.9億美元，預計到2033年將達到2,959.5億美元左右，2024年至2033年的預測期內複合年增長率為7.3%。
- 美國生物安全法案倘若通過，CDMO公司可能受惠轉單效益。



CMO/CDMO產業鏈



CDMO產業分工明確

分類	地位	描述	廠商
CDMO	新藥公司兼營 CDMO(PharmaCo CDMO)	有些新藥公司將一部份產能以簽約方式出讓給其他的 MAH，以達到產能充分使用，分攤原有藥品產線的成本以取得市場競爭優勢。	台康生(6589)、永昕(4726)、保瑞(6472)
CDMO	學名藥廠兼營 CDMO(Generics manufacturing CDMO)	學名藥廠生產大量學名藥及生物相似藥，通常也一併對外提供閒置產能給其他MAH。	保瑞(6472)、美時(1795)、東洋(4105)
CDMO	純代工(Pure play CDMO)	專門為新藥 MAH 或其他 CDMO 提供藥物開發、生產服務，並須提供生產過程中所需的化學原料。	台耀(4743)、南光(1752)、中化生(1762)
CDMO	周邊服務 CDMO(Pharma affiliate CDMO)	這類公司原先專注製藥周邊產業，如化學原料供應、消費性產品製造、或於生醫價值鏈中提供關鍵中間產品。	旭富(4119)、生泰(1777)

美時血癌藥美國市占率持續成長

- **3Q24邁入出貨高峰：**預估營收52億台幣，血癌藥1、4、5、7月已出貨達2024年配額80%，2Q~3Q將達出貨高峰，4Q小批量出貨。預計2024年營收將年增10%，EPS雙位數增長。
- **併購與整合逐漸展開：**美時已完成Teva泰國子公司的併購，年營收約0.2到0.25億美元，毛利率約5成。並且計劃在東南亞進行3項併購案，包括越南的大藥廠品牌學名藥、品牌學名藥組合，以及東南亞大型品牌學名藥組合，合計營收約1億美元，毛利率約5到6成。
- **投資建議：**基於(1)核心產品Lenalidomide在2024到2025年美國市占率持續成長；Lenalidomide於2024年累計出貨量已達全年預估的80%，預計維持高峰至3Q24。(2)Nintedanib學名藥預計於2026年上市，市場規模約35億美元，將成為新的成長動能。(3)預估2024至2025年EPS分別為18.72及21.98元。

保瑞CDMO與全球市場佈局有成

- **保瑞CDMO與全球市場佈局**：保瑞全球佈局包括亞洲與北美兩大區域。亞洲方面，台灣擁有6個生產工廠，涵蓋固體劑型、特殊劑型及大分子藥品等，並已取得多國藥監機構認證。北美區域的佈局則以USL製藥廠及加拿大廠為核心。USL位於美國明尼蘇達州，負責物流及產品出口；加拿大廠則承擔固體劑型、液體劑型及外用乳膏劑型等多元劑型的生產與出口，目前產品已出口至80多個國家。
- **保瑞策略聯盟泰福-KY將具長期綜效**：2Q25將貢獻處分利益逾新台幣20億元。股權交換計劃預計於1Q25完成。保瑞持有泰福-KY30.5%股份。以8/26/2024收盤價61元估算將認列約20億處分利益。
- **投資建議**：基於(1)保瑞與泰福-KY換股後，短期、長期皆有利，泰福轉型為CDMO公司。(2)2025年主要成長來自USL貢獻完整年度營收約80億元，其次Camden無菌針劑充填廠約24億元。(3)預估2024年及2025年EPS分別為35.77元及50.36元。

結論

- **生物安全法案將重塑全球生物技術產業鏈**：美國的生物安全法案將迫使企業調整供應鏈，並推動產業鏈向美國及其盟國轉移，對中國生技公司構成挑戰。
- **CDMO產業成為主要受益者**：隨著全球企業尋求新的生產夥伴，台灣的CDMO公司將受惠於法案帶來的轉單效益，並有望進一步擴大市場佔有率。
- **市場進入門檻提高，企業擴產面臨挑戰**：法案對供應鏈合規和技術來源審查的嚴格要求，將提高市場進入門檻。
- **重點个股**：保瑞(6472 TT)、美時(1795 TT)。

利基型產業脫穎而出

--穩定配息與美國製造

群益投顧



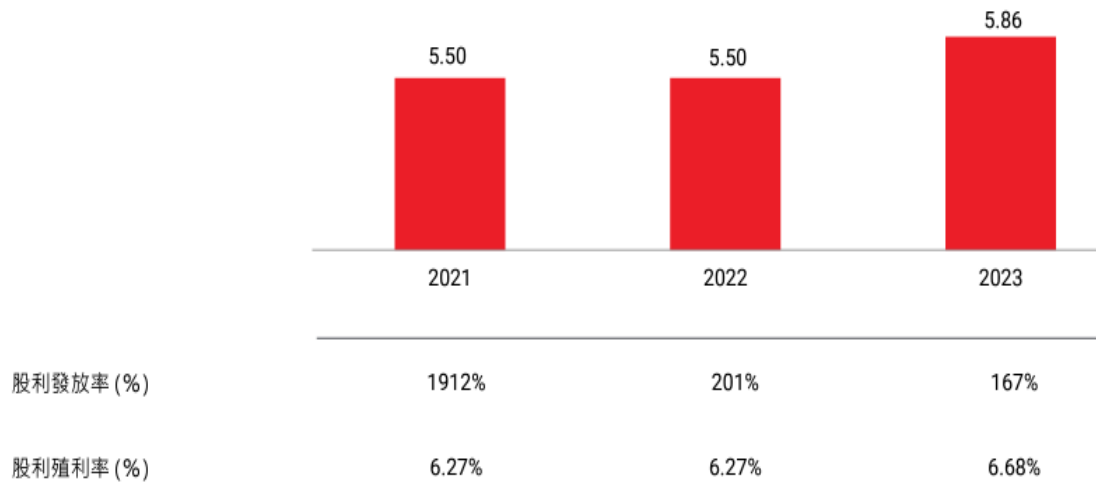
結論

- 隨營運逐漸走出疫情影響，台灣健身業者的展店數及營收將恢復成長，推動獲利上升。柏文股價受惠財報已先起漲，預期世界健身後續將跟上。
- 觀察美國健身中心的歷史PER在28~40倍左右，近期股價大漲已突破40倍，美國市場已經飽和但台灣市場還有不小成長空間，台灣的健身中心評價有機會逐漸接近美國市場水準。
- 若川普當選，可能提高美國關稅，有利於美國製造業的產能增加，擴大鋼鐵需求。若賀錦麗當選，預期會延續拜登的基建法案政策，美國鋼需求也不會太弱。
- 重點股：中鋼、大成鋼

世界健身-KY歷史配息金額

- 世界健身-KY的配息是以EBIDA做為衡量基準，故配息金額常會高於EPS，隨營運成長預計2025年的配息金額可望較2024年成長。

世界健身-KY歷史配息金額



資料來源：世界健身-KY

群益投顧

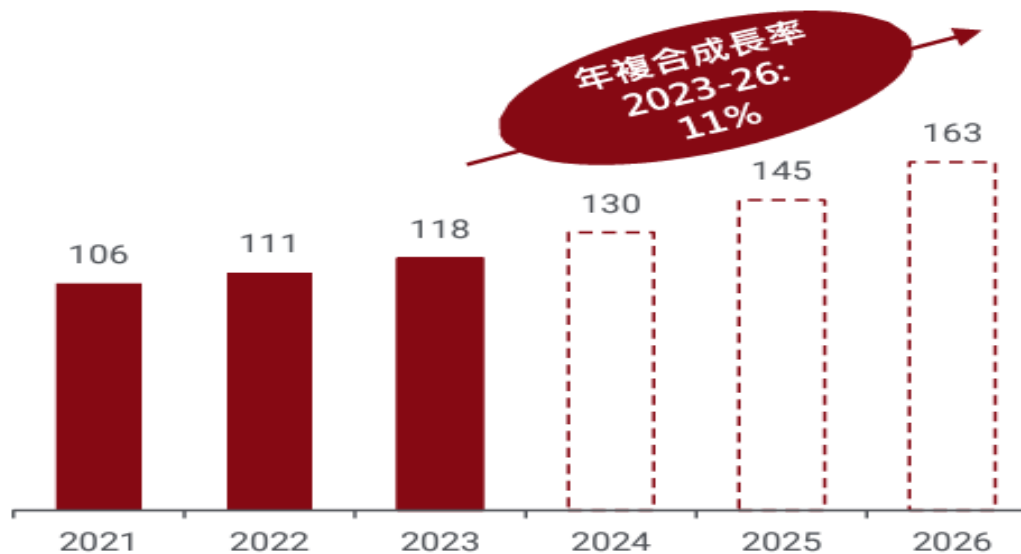
35

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

2H24開始加快展店速度

- 世界健身-KY在2H24開始加快展店速度，預期2H24將展店10家，2025年也將展店15家，未來一年營運成長速度加快。

世界健身-KY展店進度



資料來源：世界健身-KY

群益投顧

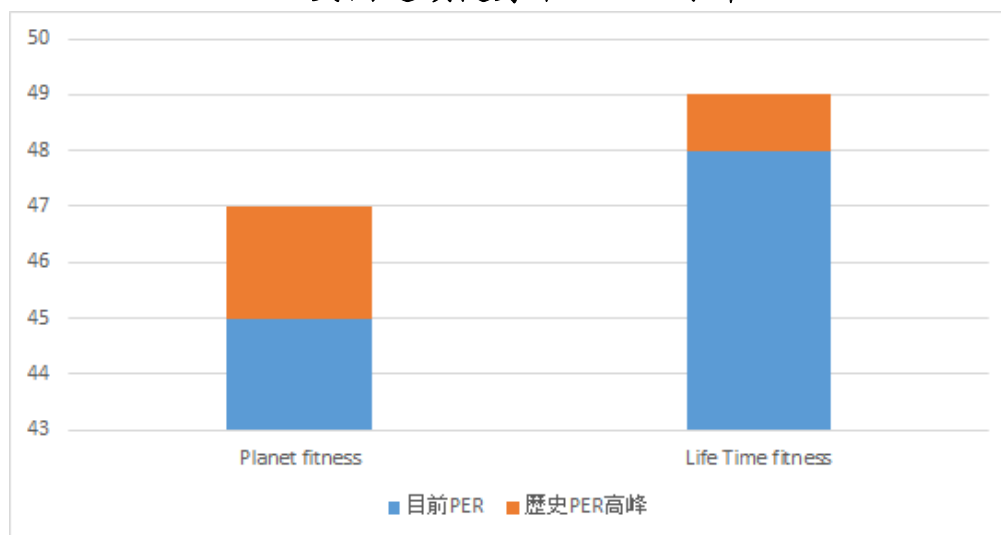
36

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國健身中心業者的評價水準

- 觀察美國健身中心的歷史PER在28~40倍左右，近期股價大漲已突破40倍，美國市場已經飽和但台灣市場還有不小成長空間，台灣的健身中心評價有機會逐漸接近美國市場水準。

美國連鎖健身中心PER水準



資料來源：Bloomberg、群益投顧彙整

群益投顧

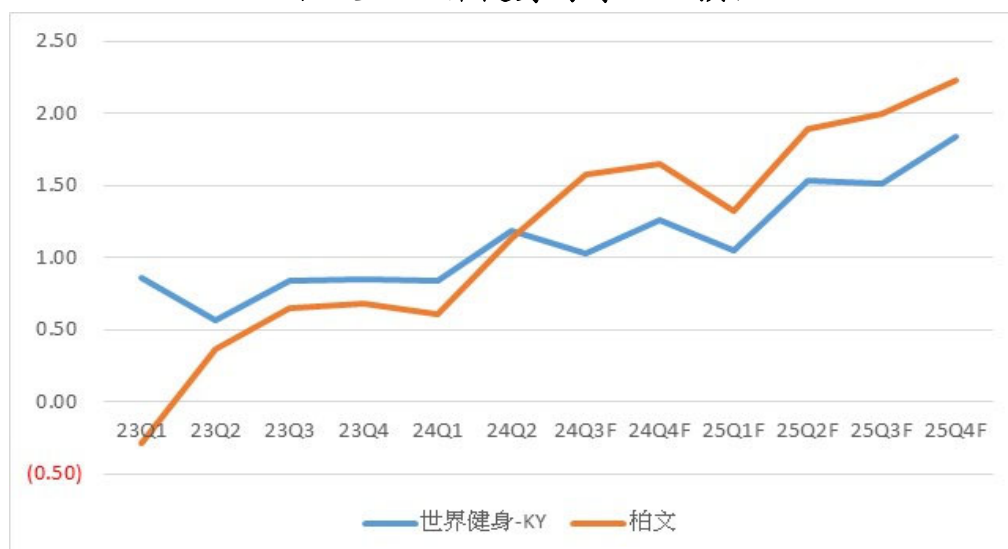
37

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

柏文、世界健身獲利前景佳

- 隨營運逐漸走出疫情影響，台灣健身業者的展店數及營收將恢復成長，推動獲利上升。柏文股價受惠財報已先起漲，預期世界健身後續將跟上。

柏文、世界健身每季EPS預估



資料來源：柏文、世界健身、群益投顧彙整

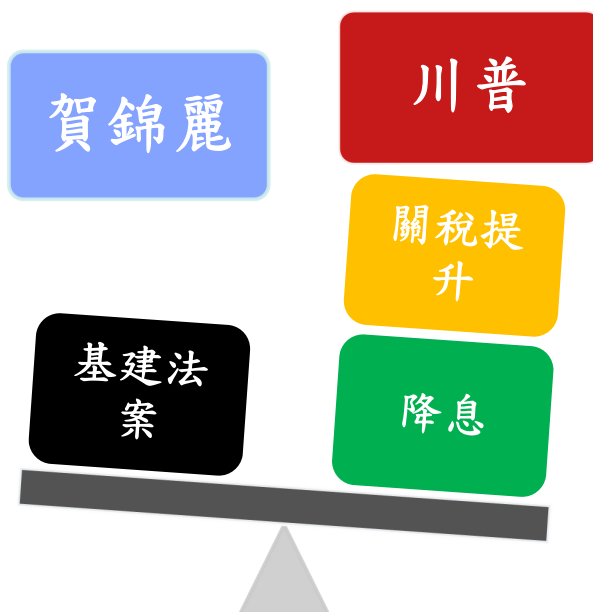
群益投顧

38

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國大選後鋼鐵需求將持續提升

- 若川普當選，可能提高美國關稅，有利於美國製造業的產能增加，擴大鋼鐵需求。若賀錦麗當選，預期會延續拜登的基建法案政策，美國鋼需求也不會太弱。



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

39

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

大成鋼主要銷售地區為美國

- LME鎳價在谷底整理一段時間，有利於庫存成本下降至較低位階。大成鋼為不銹鋼、鋁及扣件等金屬產品的大型通路商，主要銷售地區為美國，占營收比重超過九成。美國若降息或提高關稅，皆會提升美國的各類投資，如房地產、製造業、廠房機械設備等需求，皆有利於大成鋼的銷售成長。

國際鎳價格

單位：美元/噸



資料來源：群益投顧彙整，CMONEY

群益投顧

40

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

4Q24散裝產業展望

--市場運力受限，運價逐步墊高

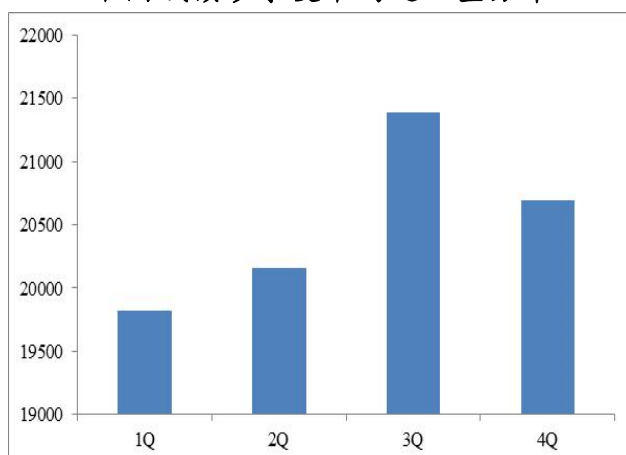
群益投顧



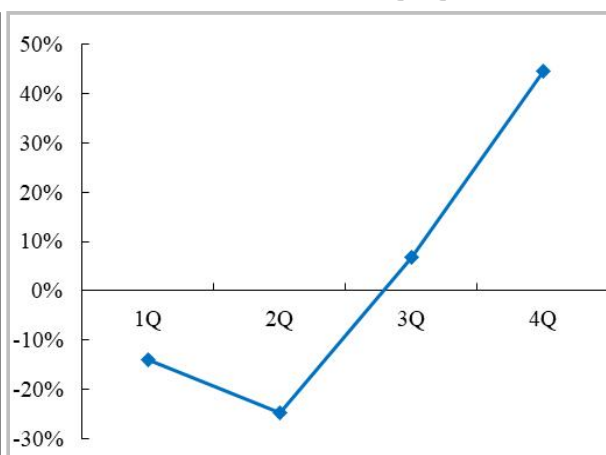
下半年進入傳統需求旺季

- 觀察歷年來中國鐵礦砂平均季度進口量分布，1Q向來為進口需求淡季，2H開始進口量逐漸回溫。
- 美國為全球最大穀物出口國，按其往年四季穀物出口量分布的狀況來看，穀物平均出口量QoQ通常於下半年回升。

中國鐵礦砂季度平均進口量分布



美國穀物出口QoQ

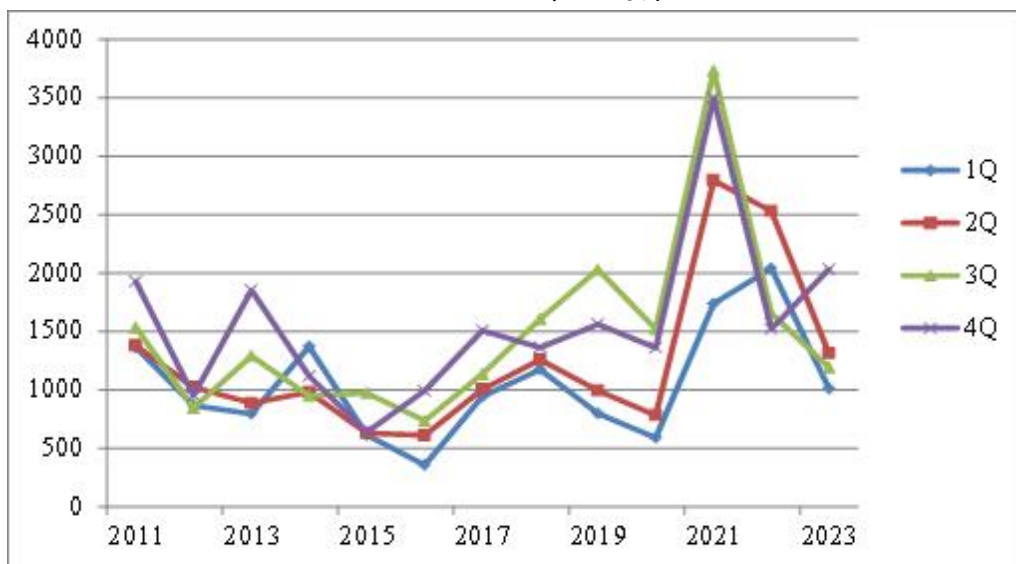


資料來源：群益投顧彙整

2H24運價指數有望走高

- 觀察歷史BDI指數走勢，2H通常為鐵礦砂出貨旺季，帶動運價表現優於1H。

BDI指數四季度走勢



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

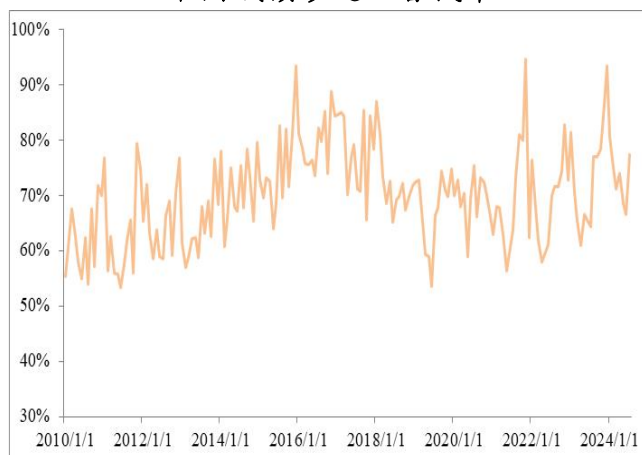
43

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

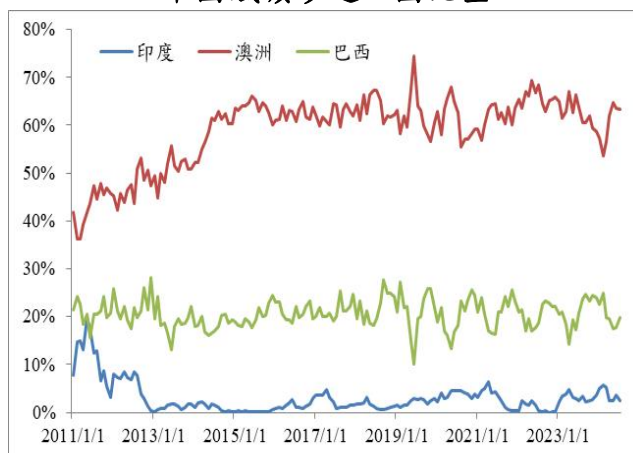
中國對澳洲鐵礦依賴程度最高

- 中國境內生產鐵礦砂較不環保且成本較高，中長期仍以進口鐵礦為主。

中國鐵礦砂進口替代率



中國鐵礦砂進口國比重



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

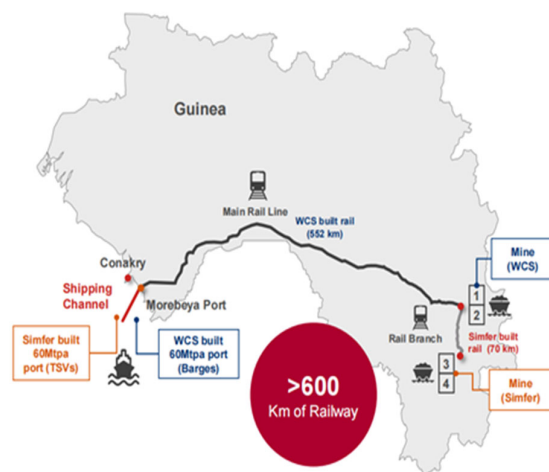
44

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

中國企業與力拓(Tinto)於西非合資開發的西芒度鐵礦項目有望於2025年開始產出，預計於2028年1.2億噸的產能有望全能開出。

西芒度鐵礦項目未來應用途徑可能有二：

1. 取代中國境內品位較低的鐵礦砂：西芒度鐵礦為高品位鐵礦，若透過進口鐵礦取代中國境內鐵礦，則相當於市場需要新增170艘海岬型船舶。
2. 降低對於澳洲鐵礦依賴程度：中非運輸路程較中澳遠，可望進一步消耗市場運力，有利運價表現。



資料來源：群益投顧彙整

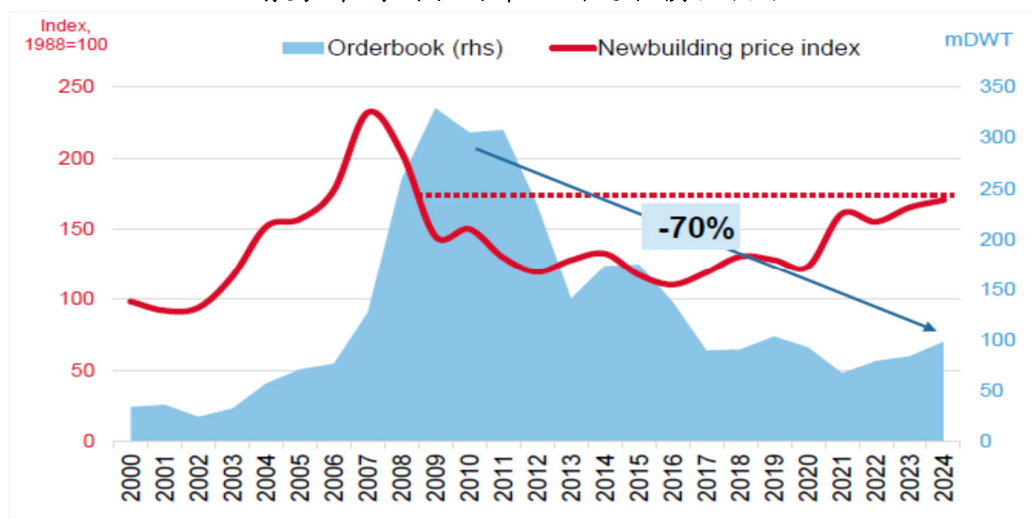
群益投顧

45

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

- 新造船價高+因應環保法規船型尚未底定→航商不願積極下新船訂單→未來2~3年內市場新增運力有限。

散裝市場新船訂單及新造船價格指數



資料來源：裕民法說簡報，群益投顧彙整

群益投顧

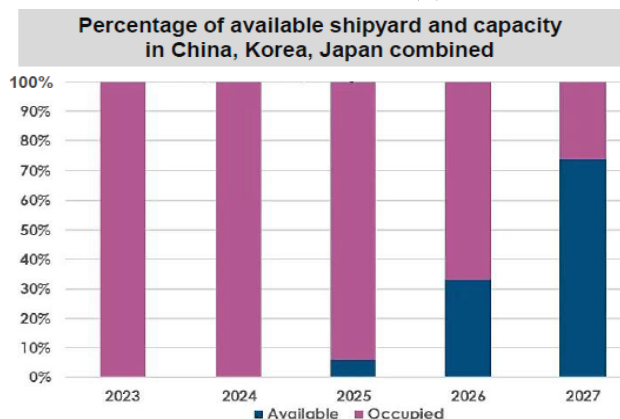
46

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

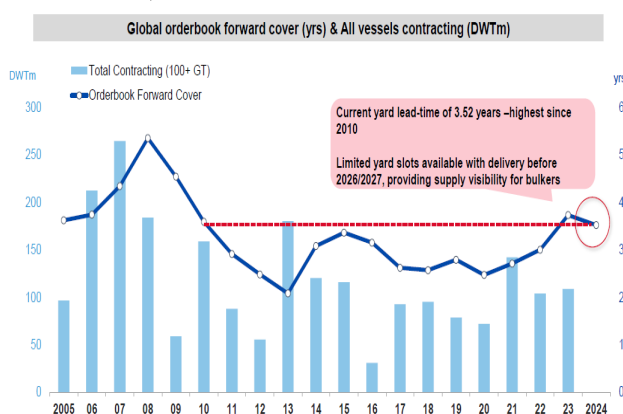
散裝市場三年內出現運力大幅增長機率不高

- 2024~2025年造船廠產能幾乎處於滿載狀態，訂單以LNG、LPG及貨櫃船為主。
- 目前平均交船期約3~4年，在散裝新船訂單仍低的情況下，顯示未來三年內散裝市場新增運力出現大幅增長的機率較低。

造船廠產能滿載



市場交船量及交船期變化

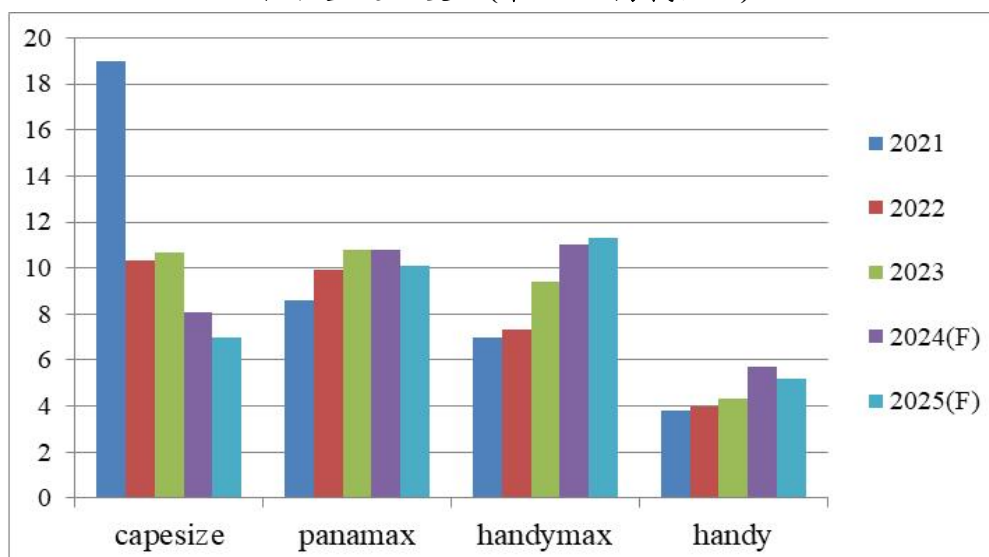


資料來源：裕民法說簡報，群益投顧彙整

海岬型船舶新增運力持續下滑

- 近年來海岬型船舶新增運力顯著下滑，中小型船舶新增運力則略有提升。

各船型運力變化(單位:百萬載重噸)

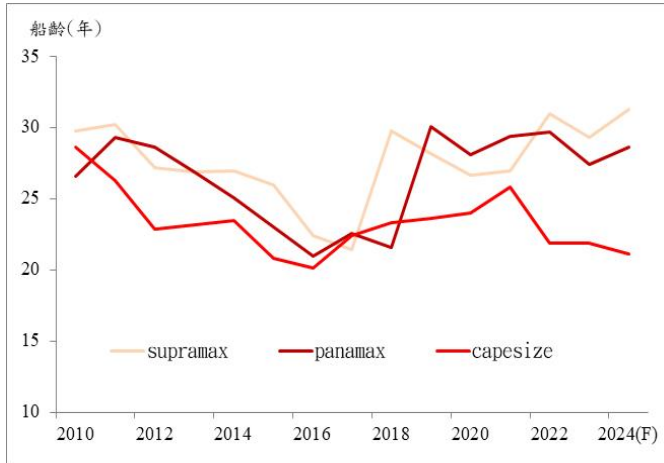


資料來源：群益投顧彙整

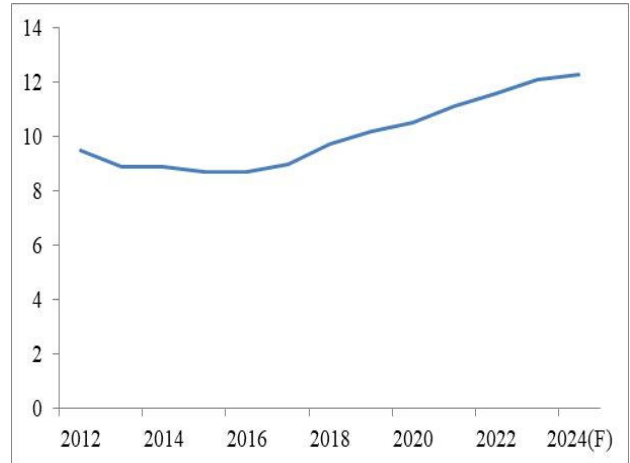
近年來大船拆船船齡略有降低

- 市況不佳導致航商營運壓力較大，對於拆船意願大增；近年來大船在環保法規趨嚴之下，拆船船齡持續下降。
- 新船下水減少→平均船齡逐年增加。

散裝市場拆船船齡



散裝船平均船齡

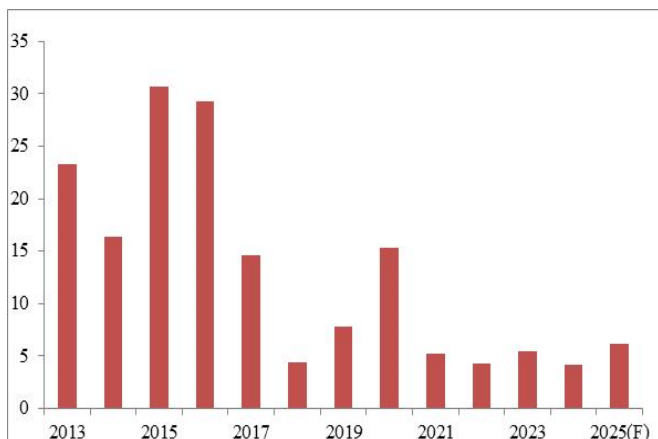


資料來源：群益投顧彙整

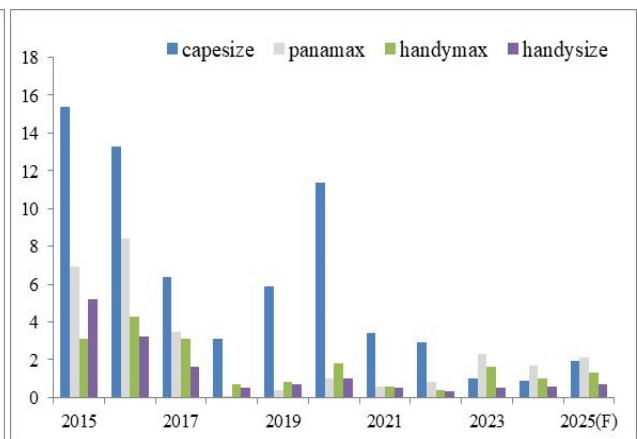
大船拆船量有望回升

- 往年散裝拆船量大約於2015~2016年達到高峰。
- 海岬型船舶2025年拆船量呈現回升。

市場拆船量(百萬噸)



各船型拆船量(百萬噸)

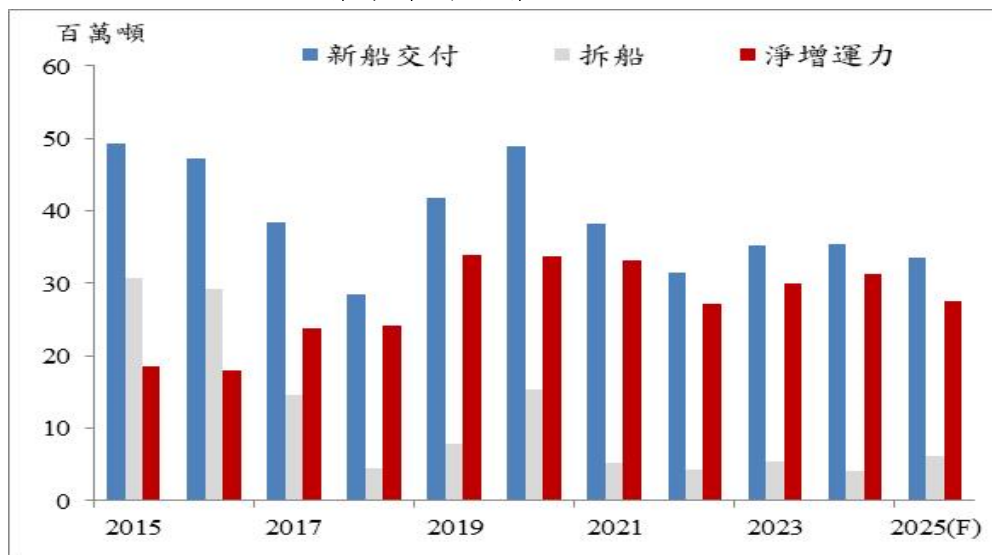


資料來源：群益投顧彙整

2025年市場淨增運能下滑

- 2025年市場拆船量、新船下水量一增一減之下，散裝市場淨增運力將呈下滑，其中又以海岬型船舶改善程度最為顯著。

散裝市場淨增運力變化



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

51

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

看好海岬型船舶運價走勢



海岬型船舶運價走勢有望
優於其他船型

新船下
水較少

拆船船
齡較低

非洲鐵
礦項目
帶來新
增需求

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

52

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

- 需求面：依歷史經驗顯示，散裝運價指數下半年通常高於上半年。2025年西非鐵礦項目開始產出，有利市場運力去化。
- 新增訂單增速維持低檔、環保法規趨嚴提高拆船意願及降低船速，將成為散裝產業向上周期的主要驅動來源。
- 各類船型中，看好海岬型船舶運價表現。
- 重點股:裕民(2606 TT)、新興(2605 TT)、中航(2612 TT)。

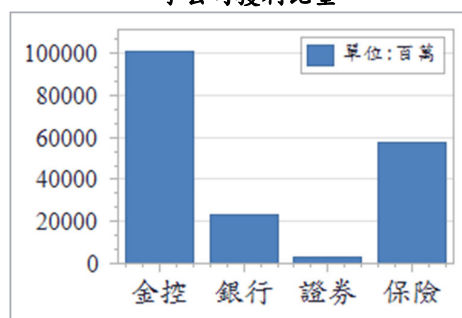
4Q24傳產投資主軸

產業	主軸	重點個股
金融	金融產業，受惠降息	富邦金(2881 TT)、國泰金(2882 TT)、中信金(2891 TT)
重電 綠能	電力需求持續不斷	華城(1519 TT)、士電(1503 TT)、中興電(1513 TT)、森崙能源(6806 TT)、泓德能源(6873 TT)、世紀鋼(9958 TT)
生技	CDMO產業成長將加速	美時(1795 TT)、保瑞(6472 TT)
利基 型	穩定配息與美國製造	世界健身-KY(2762 TT)、柏文(8462 TT)、大成鋼(2027 TT)
散裝	市場運力受限，運價逐步墊高	裕民(2606 TT)、新興(2605 TT)、中航(2612 TT)

重點股：富邦金(2881 TT)

- 受惠金融市場回溫，2024年富邦金獲利表現回溫，獲利可望跳戰歷史新高。展望2025年，預期金融市場好轉，人壽端開始提供營運獲利動能，且銀行端仍能提供穩定的獲利，營運展望正向。

子公司獲利比重



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
淨利息收益	169,017	178,654	180,674	41,733	44,337	43,081	43,887	45,163	45,446	44,158	44,984	43,846
QoQ/YoY(%)	2.30	5.70	1.13	4.69	6.24	-2.83	1.87	2.91	0.63	-2.83	1.87	-2.53
手續費淨收益	-709	-18	-456	-460	51	-40	-378	349	51	-41	2	-469
QoQ/YoY(%)	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-85.30	N.A	N.A	N.A
淨收益	167,799	245,742	235,909	66,121	55,441	14,198	89,205	84,809	57,104	14,624	91,881	70,148
放款呆帳費用	9,983	11,388	12,098	2,877	2,517	3,503	2,992	2,315	2,542	3,538	3,022	2,935
稅前純益	74,444	130,574	110,045	32,366	32,351	-4,297	34,999	54,562	33,513	7,500	35,174	32,690
稅後純益	66,017	119,046	101,241	28,922	24,908	-1,796	30,408	50,907	30,832	6,900	32,360	30,075
稅後EPS	4.32	7.80	6.63	1.89	1.63	-0.12	1.99	3.33	2.02	0.45	2.12	1.97

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1526.58億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

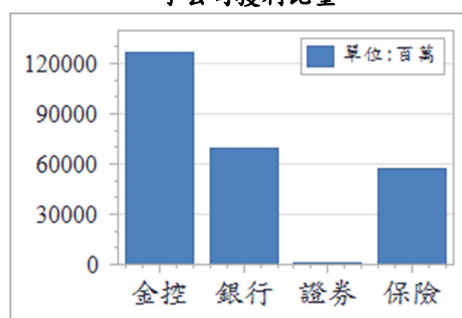
群益投顧

55

重點股：國泰金(2882 TT)

- 受惠資本市場轉佳，2024年國泰金盈餘年增率表現佳。展望2025，金融市場好轉有利於資產價格表現，加上國泰世華銀提供穩定的核心收入貢獻，金控旗下兩大子公司獲利均受惠資本市場好轉，營運展望正向。

子公司獲利比重



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
淨利息收益	245,630	253,932	255,201	60,971	61,925	63,203	62,425	65,753	62,235	63,519	62,737	66,082
QoQ/YoY(%)	8.61	3.38	0.50	2.44	1.54	2.06	-1.23	5.33	-5.35	2.06	-1.23	5.33
手續費淨收益	17,751	15,692	17,541	1,011	4,342	6,073	3,418	4,010	4,091	4,172	4,256	4,341
QoQ/YoY(%)	15.11	-11.60	11.78	-54.02	38.37	39.86	-43.71	17.32	2.00	2.00	2.00	2.00
淨收益	304,173	334,096	344,119	92,285	80,028	61,732	116,568	71,515	82,429	63,584	120,065	73,661
放款呆帳費用	4,103	4,904	1,400	1,607	912	1,930	2,302	1,901	350	350	350	350
稅前純益	58,469	138,710	137,838	31,629	32,339	-12,533	43,229	37,481	40,500	17,500	35,500	38,417
稅後純益	50,929	125,120	126,811	25,487	26,756	-8,323	38,109	33,652	37,260	16,100	32,660	35,344
稅後EPS	3.14	7.72	7.83	1.57	1.65	-0.51	2.35	2.08	2.30	0.99	2.02	2.18

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1620.25億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

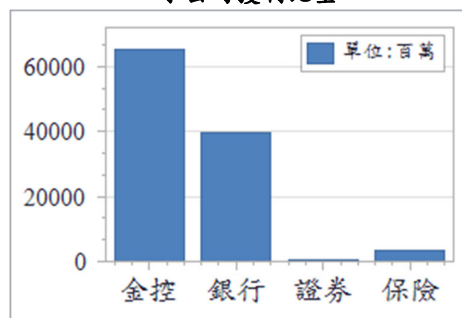
群益投顧

56

重點股：中信金(2891 TT)

- 受惠金融市場轉佳帶動壽險公司獲利成長，中信金2024年稅後盈餘表現佳。目前公開收購新光金告一段落，合併帶來的潛在影響減輕，預期在2025年營運仍為正向。

子公司獲利比重



單位: 百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
淨利息收益	132,066	131,143	137,014	32,586	33,378	33,448	31,903	32,752	33,079	33,410	33,744	34,081
QoQ/YoY(%)	3.89	-0.70	4.48	-0.21	2.43	0.21	-4.62	2.66	1.00	1.00	1.00	1.00
手續費淨收益	28,599	33,792	34,130	5,787	7,147	6,306	11,100	9,104	7,219	6,369	11,211	9,195
QoQ/YoY(%)	4.12	18.16	1.00	-38.16	23.50	-11.77	76.00	-17.97	-20.71	-11.77	76.00	-17.97
淨收益	136,576	170,163	172,644	38,952	44,393	29,693	48,512	42,574	40,298	38,779	44,954	43,277
放款呆帳費用	9,674	9,231	6,000	2,548	2,911	3,026	2,476	3,755	1,500	1,500	1,500	1,500
稅前純益	66,934	76,167	72,675	17,045	23,678	10,415	25,543	20,455	16,602	13,568	20,536	18,011
稅後純益	56,081	64,360	65,407	15,854	19,773	7,495	20,920	16,287	14,942	12,211	18,482	16,210
稅後EPS	2.79	3.20	3.25	0.79	0.98	0.37	1.04	0.81	0.74	0.61	0.92	0.81

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2012.05億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

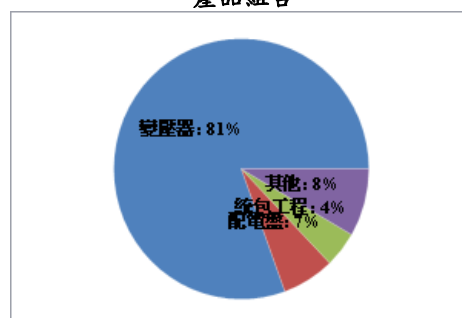
群益投顧

57

重點股：華城(1519 TT)

- 既有國內唯一500kv變壓器生產與出口能力，直接受惠美國兩大基礎政策，讓華城訂單能見度達2026年。
- 華城2024年將加大資本支出，透過加班、產線優化、購買機台等，產能上升30-40%，帶動2024年營運再次成長。

產品組合



單位: 百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	13,900	20,383	27,138	3,103	3,644	5,612	3,038	4,646	5,913	6,787	4,561	6,061
營業毛利淨額	4,334	7,374	10,007	917	1,198	1,787	1,042	1,681	2,191	2,459	1,649	2,229
營業利益	2,854	5,002	7,092	592	777	1,263	621	1,150	1,587	1,644	1,025	1,498
稅後純益	2,577	4,268	5,936	544	713	1,115	598	894	1,335	1,441	828	1,263
稅後EPS(元)	8.97	14.86	20.67	1.89	2.48	3.88	2.08	3.11	4.65	5.02	2.88	4.40
毛利率(%)	31.18%	36.17%	36.87%	29.55%	32.88%	31.85%	34.30%	36.19%	37.05%	36.24%	36.15%	36.78%
營業利益率(%)	20.53%	24.54%	26.13%	19.06%	21.31%	22.51%	20.45%	24.75%	26.84%	24.23%	22.48%	24.72%
稅後純益率(%)	18.54%	20.94%	21.87%	17.52%	19.56%	19.87%	19.68%	19.25%	22.57%	21.23%	18.16%	20.84%
營業收入YoY/QoQ(%)	79.33%	46.65%	33.14%	101.40%	17.46%	53.99%	-45.87%	52.95%	27.28%	14.77%	-32.80%	32.90%
稅後純益YoY/QoQ(%)	207.46%	65.59%	39.09%	164.37%	31.12%	56.36%	-46.37%	49.57%	49.26%	7.93%	-42.50%	52.48%

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28.72億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

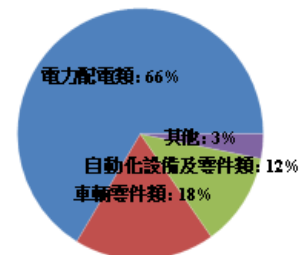
群益投顧

58

重點股：士電(1503 TT)

- 2024年台電強韌電網計畫延續，營運能見度至少上看2025年後。
- 01/2024產能小變壓器廠提前開出，當前以加班因應變壓器需求，2024年底再擴小變壓器瓶頸產能10-15%，2Q25大變壓器產能開出。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	31,807	38,517	49,330	7,677	7,700	7,458	9,918	8,171	9,796	10,632	11,010	11,850
營業毛利淨額	5,668	7,617	11,143	1,241	1,373	1,341	1,766	1,588	2,034	2,229	2,395	2,660
營業利益	2,464	4,161	7,473	457	606	408	957	794	1,186	1,225	1,621	1,769
稅後純益	2,348	3,892	6,067	595	669	290	1,180	707	1,005	1,000	1,353	1,438
稅後EPS(元)	4.51	7.47	11.65	1.14	1.28	0.56	2.26	1.36	1.93	1.92	2.60	2.76
毛利率(%)	17.82%	19.78%	22.59%	16.16%	17.83%	17.99%	17.80%	19.44%	20.77%	20.96%	21.75%	22.45%
營業利率率(%)	7.75%	10.80%	15.15%	5.95%	7.87%	5.47%	9.65%	9.71%	12.10%	11.52%	14.72%	14.93%
稅後純益率(%)	7.38%	10.10%	12.30%	7.75%	8.69%	3.90%	11.90%	8.65%	10.26%	9.41%	12.29%	12.14%
營業收入YoY/QoQ(%)	3.41%	21.09%	28.08%	-14.44%	0.30%	-3.15%	32.99%	-17.61%	19.88%	8.54%	3.55%	7.63%
稅後純益YoY/QoQ(%)	16.84%	65.74%	55.89%	-24.94%	12.45%	-56.60%	306.22%	-40.09%	42.14%	-0.47%	35.29%	6.27%

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52.10億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

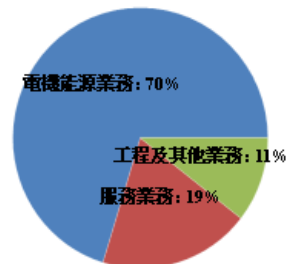
59

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

重點股：中興電(1513 TT)

- 2024年台電強韌電網計畫延續，營運能見度上看2026年後，產能每年增加20%。
- 與國內廠商的變壓器貼牌預計在2024年進行第一批出貨，並申請UL認證，預計2026年美國市場開始貢獻營運。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	22,145	26,017	30,036	4,930	5,527	5,847	6,139	6,134	6,463	7,281	6,852	6,913
營業毛利淨額	6,419	7,582	9,248	1,789	1,684	1,366	1,812	1,592	1,955	2,223	2,072	2,121
營業利益	4,386	5,237	6,764	1,600	783	978	1,225	1,119	1,371	1,522	1,504	1,554
稅後純益	1,586	4,263	5,584	-686	736	791	953	897	1,145	1,268	1,242	1,279
稅後EPS(元)	3.15	8.47	11.10	-1.36	1.46	1.57	1.89	1.78	2.28	2.52	2.47	2.54
毛利率(%)	28.99%	29.14%	30.79%	36.30%	30.47%	23.36%	29.52%	25.95%	30.25%	30.53%	30.23%	30.68%
營業利率率(%)	19.81%	20.13%	22.52%	32.45%	14.16%	16.73%	19.96%	18.24%	21.21%	20.90%	21.95%	22.47%
稅後純益率(%)	7.16%	16.39%	18.59%	-13.91%	13.31%	13.53%	15.53%	14.62%	17.71%	17.42%	18.12%	18.50%
營業收入YoY/QoQ(%)	19.40%	17.49%	15.45%	-15.60%	12.11%	5.78%	4.99%	-0.08%	5.37%	12.66%	-5.89%	0.89%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-34.86%	168.86%	30.98%	N.A	N.A	7.55%	20.48%	-5.89%	27.63%	10.76%	-2.10%	3.00%

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50.31億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

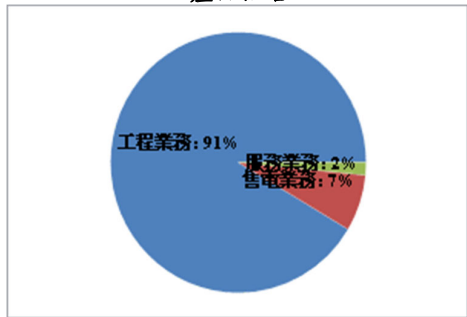
60

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

重點股：森歲能源(6806 TT)

- 工程總值538億元的台電二期2024、2025年迎來工程入帳高峰，預估合計認列66%。
- 取得離岸風電3-2期700MW標案，工程款1200-1400億元，預估2026年逐步貢獻營收。
- 資料中心驅動AI電力需求，旗下富威電力貢獻綠電交易營運成長。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	11,250	18,869	25,911	1,899	2,694	5,268	2,331	4,249	5,829	6,459	6,543	6,618
營業毛利淨額	1,168	1,825	2,758	208	284	516	215	425	552	633	671	700
營業利益	789	1,094	2,033	117	188	408	60	236	362	437	499	550
稅後純益	636	654	1,359	76	121	384	99	140	156	259	328	373
稅後EPS(元)	2.83	2.91	6.05	0.34	0.54	1.71	0.44	0.62	0.69	1.15	1.46	1.66
毛利率(%)	10.38%	9.67%	10.65%	10.96%	10.54%	9.79%	9.23%	10.00%	9.47%	9.80%	10.25%	10.58%
營業利益率(%)	7.02%	5.80%	7.84%	6.16%	6.97%	7.74%	2.56%	5.56%	6.21%	6.76%	7.62%	8.32%
稅後純益率(%)	5.66%	3.47%	5.25%	3.98%	4.50%	7.30%	4.25%	3.30%	2.67%	4.01%	5.01%	5.64%
營業收入YoY/QoQ(%)	161.55%	67.73%	37.32%	36.80%	41.83%	95.54%	-55.74%	82.28%	37.18%	10.80%	1.29%	1.16%
稅後純益YoY/QoQ(%)	182.57%	2.78%	107.81%	37.18%	60.09%	217.40%	-74.22%	41.60%	10.80%	66.65%	26.58%	13.86%

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22.47億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

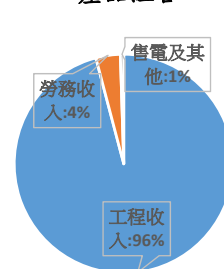
61

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

重點股：泓德能源(6873 TT)

- 在手的210MW光電、159MW儲能案場工程陸續開工，預期2025年工程將來到高峰。
- 先前泓德能源已在日本、澳洲成立子公司，後續與澳洲電力零售商ZEN Energy簽訂光儲電廠使用協議、虛擬電廠合作、儲能案場開發的合作備忘錄，有望帶動海外部門開始挹注營運。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	5,839	9,444	12,050	1,447	976	2,818	884	1,272	3,331	3,957	3,545	3,938
營業毛利淨額	1,450	2,353	2,910	284	240	788	233	328	823	983	847	940
營業利益	991	1,625	1,958	169	105	623	91	160	630	744	660	737
稅後純益	815	1,250	1,539	147	93	503	47	115	498	590	528	573
稅後EPS(元)	7.67	11.76	14.48	1.38	0.87	4.73	0.44	1.08	4.69	5.55	4.97	5.39
毛利率(%)	24.84%	24.91%	24.15%	18.43%	23.17%	27.41%	26.03%	24.89%	24.72%	24.84%	23.89%	23.87%
營業利益率(%)	16.98%	17.21%	16.25%	11.66%	10.76%	22.10%	10.30%	12.61%	18.91%	18.80%	18.60%	18.72%
稅後純益率(%)	13.96%	13.24%	12.77%	10.13%	9.49%	17.83%	5.30%	9.02%	14.96%	14.92%	14.89%	14.55%
營業收入YoY/QoQ(%)	15.39%	61.74%	27.59%	141.77%	-32.57%	188.90%	-68.65%	43.97%	161.87%	18.79%	-10.41%	11.08%
稅後純益YoY/QoQ(%)	25.43%	53.34%	23.12%	99.28%	-36.84%	442.85%	-90.68%	145.01%	334.36%	18.43%	-10.58%	8.52%

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10.63億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

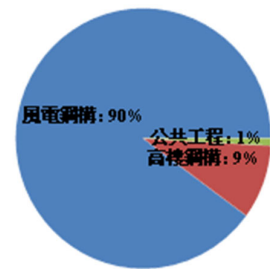
62

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

重點股：世紀鋼(9958 TT)

- 受惠學習曲線上升，管理階層上修後續專案毛利率至30%以上(原25%)。
- 台北港五期等新產能預期在2H25投產，帶動Jacket產能提升至5-6座。
- 惟1Q24專案一次性調整毛利率較高，2Q24毛利率將相對季減。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	14,516	12,978	16,313	3,219	3,645	4,976	3,149	3,033	2,886	3,909	3,462	3,765
營業毛利淨額	2,468	4,494	5,720	430	669	1,204	1,189	986	1,028	1,291	1,231	1,394
營業利益	1,956	3,954	5,085	302	542	1,038	1,060	869	888	1,136	1,082	1,246
稅後純益	1,047	2,686	3,795	231	312	456	651	563	631	841	815	923
稅後EPS(元)	4.08	10.46	14.78	0.90	1.21	1.78	2.53	2.19	2.46	3.27	3.17	3.59
毛利率(%)	17.00%	34.63%	35.06%	13.36%	18.36%	24.20%	37.76%	32.51%	35.63%	33.01%	35.56%	37.03%
營業利益率(%)	13.48%	30.47%	31.17%	9.39%	14.88%	20.86%	33.67%	28.64%	30.79%	29.07%	31.26%	33.09%
稅後純益率(%)	7.21%	20.69%	23.26%	7.17%	8.55%	9.17%	20.67%	18.55%	21.88%	21.50%	23.54%	24.50%
營業收入YoY/QoQ(%)	57.40%	-10.60%	25.70%	20.32%	13.25%	36.51%	-36.72%	-3.67%	-4.86%	35.46%	-11.45%	8.77%
稅後純益YoY/QoQ(%)	183.28%	156.60%	41.30%	383.05%	35.05%	46.34%	42.64%	-13.51%	12.18%	33.13%	-3.06%	13.22%

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25.68億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

63

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：美時(1795 TT)

- 產品管線豐富，未來成長可期：Nintedanib學名藥於1Q23取得FDA暫時許可證，1Q24歐洲許可，合作夥伴Sandoz(美)及Teva，預計2026年歐美上市銷售。2024-2029年間，預計將推出總價值達230億美元研發產品。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	16,958	18,500	20,350	4,442	4,573	3,419	4,198	4,743	5,200	4,359	4,534	5,217
營業毛利淨額	9,384	10,830	11,908	2,606	2,648	1,423	2,303	2,879	3,302	2,345	1,990	3,287
營業利益	4,903	6,075	7,106	1,614	1,482	143	1,256	1,633	2,073	1,113	806	2,075
稅後純益	4,106	4,970	5,835	1,266	1,246	400	1,036	1,332	1,689	913	674	1,700
稅後EPS(元)	15.46	18.72	21.98	4.77	4.69	1.51	3.90	5.02	6.36	3.44	2.54	6.40
毛利率(%)	55.34%	58.54%	58.51%	58.66%	57.90%	41.62%	54.87%	60.70%	63.50%	53.80%	43.90%	63.00%
營業利益率(%)	28.91%	32.84%	34.92%	36.33%	32.41%	4.19%	29.91%	34.43%	39.87%	25.53%	17.77%	39.77%
稅後純益率(%)	24.21%	26.86%	28.67%	28.50%	27.24%	11.70%	24.68%	28.07%	32.48%	20.95%	14.88%	32.58%
營業收入YoY/QoQ(%)	15.89%	9.09%	10.00%	-1.81%	2.96%	-25.24%	22.79%	12.98%	9.64%	-16.17%	4.02%	15.07%
稅後純益YoY/QoQ(%)	35.91%	21.05%	17.40%	6.02%	-1.57%	-67.90%	159.10%	28.49%	26.85%	-45.95%	-26.12%	152.00%

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26.55億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

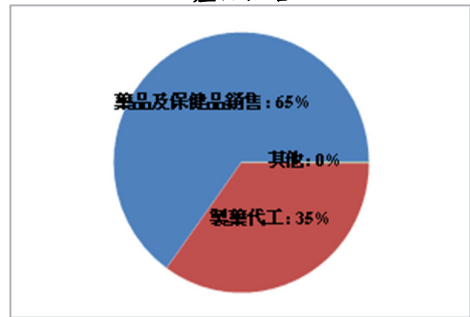
64

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：保瑞(6472 TT)

- 保瑞CDMO與全球市場佈局：6/20/2024併購的美國馬里蘭州Camden無菌針劑充填廠，可與安成(Twi)產生互補效益，Camden廠擁有四條充填產線，能滿足不同劑型生產需求。
- 保瑞策略聯盟泰福-KY將具長期綜效。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	14,200	18,739	23,000	3,139	3,075	3,206	2,857	5,027	5,227	5,627	5,310	5,735
營業毛利淨額	6,991	7,764	9,295	1,724	1,644	1,697	1,506	1,951	2,065	2,242	2,127	2,317
營業利益	5,249	4,141	5,745	1,347	1,219	1,136	892	743	1,165	1,342	1,277	1,417
稅後純益	3,030	3,645	5,132	692	733	566	716	1,172	814	943	900	2,336
稅後EPS(元)	29.74	35.77	50.36	6.79	7.19	5.55	7.03	11.50	7.99	9.26	8.83	22.92
毛利率(%)	49.23%	41.43%	40.41%	54.95%	53.46%	52.93%	52.70%	38.81%	39.50%	39.84%	40.05%	40.40%
營業利率率(%)	36.97%	22.10%	24.98%	42.91%	39.64%	35.43%	31.22%	14.77%	22.28%	23.85%	24.04%	24.71%
稅後純益率(%)	21.34%	19.45%	22.31%	22.05%	23.84%	17.64%	25.06%	23.31%	15.57%	16.76%	16.95%	40.73%
營業收入YoY/QoQ(%)	35.31%	31.97%	22.74%	-34.35%	-2.01%	4.23%	-10.86%	75.93%	3.98%	7.65%	-5.64%	8.00%
稅後純益YoY/QoQ(%)	117.70%	20.30%	40.78%	-33.42%	5.94%	-22.85%	26.61%	63.63%	-30.53%	15.88%	-4.60%	159.56%

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10.19億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

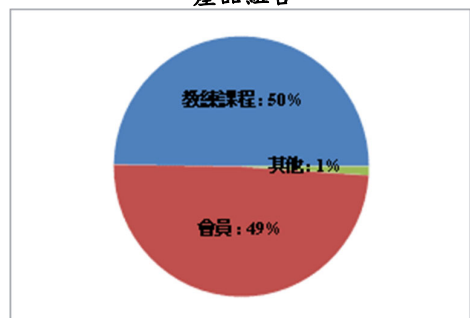
65

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：世界健身-KY(2762 TT)

- 目前擁有World Gym、World Gym Express及Fit Zone等三個不同的營運型態，1H24在台灣的營業會所共計120間。
- 將以不高於900萬美元的金額，洽談收購美國商標授權公司100%的股權。未來若收購成功將有助於世界健身擴展海外市場，也將減少每年要支付的授權金支出。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	9,428	10,013	11,300	2,360	2,336	2,464	2,539	2,675	2,580	2,757
營業毛利淨額	1,551	1,720	2,045	367	385	431	432	471	440	514
營業利益	511	687	944	104	141	176	171	199	176	242
稅後純益	350	486	672	64	94	134	116	142	119	173
稅後EPS(元)	3.11	4.32	5.97	0.57	0.84	1.19	1.03	1.26	1.05	1.54
毛利率(%)	16.45%	17.17%	18.10%	15.55%	16.48%	17.51%	17.03%	17.61%	17.07%	18.64%
營業利率率(%)	5.42%	6.86%	8.36%	4.42%	6.05%	7.15%	6.73%	7.44%	6.84%	8.77%
稅後純益率(%)	3.71%	4.86%	5.94%	2.72%	4.04%	5.43%	4.57%	5.32%	4.60%	6.28%
營業收入YoY/QoQ(%)	6.38%	6.20%	12.85%	6.79%	N.A	5.50%	3.03%	5.35%	-3.53%	6.84%
稅後純益YoY/QoQ(%)	15.05%	39.16%	38.08%	-33.65%	N.A	41.96%	-13.40%	22.65%	-16.63%	46.01%

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11.25億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

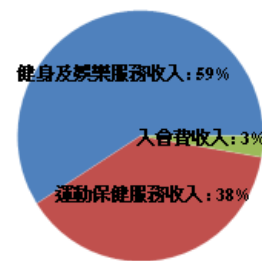
66

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：柏文(8462 TT)

- 柏文為國內主要連鎖健身中心之一，目前旗下品牌包括健身工廠、S klub、肖跳等。營運內容包括會員式健身中心、兒童體適能俱樂部、保齡球館、擬真射擊對戰遊戲。
- 柏文將維持每年8~9家店的展店速度開出新店，營收未來幾年可維持成長。規模經濟效益及會員數的增加將提升毛利率，今年可望看到單季毛利率回升到3成以上。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	4,296	5,152	5,747	1,064	1,136	1,145	1,143	1,277	1,355	1,378	1,321	1,429
營業毛利淨額	1,032	1,473	1,744	260	277	308	291	360	404	418	380	441
營業利益	219	597	846	48	75	92	82	127	188	201	161	218
稅後純益	112	429	638	29	51	54	48	90	142	148	116	162
稅後EPS(元)	1.41	5.40	8.03	0.37	0.65	0.69	0.61	1.14	1.79	1.86	1.47	2.04
毛利率(%)	24.03%	28.60%	30.34%	24.46%	24.34%	26.93%	25.46%	28.18%	29.84%	30.37%	28.77%	30.83%
營業利益率(%)	5.09%	11.59%	14.72%	4.51%	6.59%	8.05%	7.13%	9.93%	13.91%	14.55%	12.17%	15.26%
稅後純益率(%)	2.61%	8.32%	11.09%	2.74%	4.53%	4.76%	4.21%	7.09%	10.50%	10.73%	8.81%	11.36%
營業收入YoY/QoQ(%)	19.13%	19.92%	11.56%	11.97%	6.80%	0.80%	-0.25%	11.73%	6.11%	1.72%	-4.15%	8.19%
稅後純益YoY/QoQ(%)	57.92%	282.27%	48.72%	N.A	76.33%	5.91%	-11.71%	88.09%	57.18%	3.94%	-21.25%	39.46%

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7.94億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

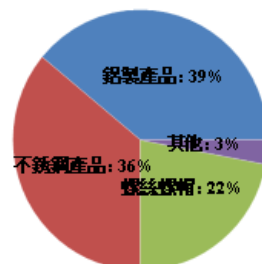
群益投顧

67

重點股：大成鋼(2027 TT)

- 大成鋼為不銹鋼、鋁及扣件等金屬產品的大型通路商，主要銷售地區為美國，占營收比重超過九成。
- 美國若降息或提高關稅，皆會提升美國的各類投資，如房地產、製造業、廠房機械設備等需求，皆有利於大成鋼的銷售成長。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	101,257	97,677	106,982	26,369	24,210	21,711	23,225	24,135	25,443	24,874	25,209	26,959
營業毛利淨額	19,457	18,724	22,866	5,235	4,477	3,577	3,983	4,765	5,030	4,945	5,059	6,112
營業利益	8,856	7,844	11,758	2,580	1,850	979	1,363	2,065	2,344	2,071	2,407	3,377
稅後純益	5,331	4,378	7,314	1,632	1,264	454	1,083	917	1,927	451	1,569	2,349
稅後EPS(元)	2.19	1.80	3.00	0.67	0.52	0.19	0.44	0.38	0.79	0.19	0.64	0.96
毛利率(%)	19.22%	19.17%	21.37%	19.85%	18.49%	16.47%	17.15%	19.74%	19.77%	19.88%	20.07%	22.67%
營業利益率(%)	8.75%	8.03%	10.99%	9.79%	7.64%	4.51%	5.87%	8.56%	9.21%	8.33%	9.55%	12.53%
稅後純益率(%)	5.26%	4.48%	6.84%	6.19%	5.22%	2.09%	4.66%	3.80%	7.58%	1.81%	6.22%	8.71%
營業收入YoY/QoQ(%)	-11.29%	-3.54%	9.53%	-8.97%	-8.19%	-10.32%	6.97%	3.92%	5.42%	-2.24%	1.35%	6.94%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-55.67%	-17.87%	67.05%	-17.57%	-22.55%	-64.05%	138.27%	-15.32%	110.22%	-76.58%	247.55%	49.72%

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

68

重點股: 裕民(2606 TT)

- 2H24進入需求旺季、加上新船交付，有利營運進一步走高。
- 預估裕民2024年稅後獲利46.97億元，YoY+71.5%，稅後EPS 5.56元。

產品組合

運費收入: 100% 其他營業收入: 0%

單位: 百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	14,375	17,001	17,550	3,648	3,901	3,970	3,845	4,164	4,572	4,420	4,049	4,381
營業毛利淨額	3,382	5,302	5,688	926	810	1,178	1,052	1,280	1,503	1,467	1,107	1,420
營業利益	2,708	4,477	4,898	780	653	968	887	1,021	1,297	1,273	925	1,223
稅後純益	2,739	4,697	4,868	598	764	882	988	1,214	1,280	1,215	872	1,171
稅後EPS(元)	3.24	5.56	5.76	0.71	0.90	1.04	1.17	1.44	1.52	1.44	1.03	1.39
毛利率(%)	23.53%	31.19%	32.41%	25.40%	20.76%	29.67%	27.37%	30.74%	32.87%	33.19%	27.34%	32.42%
營業利益率(%)	18.84%	26.34%	27.91%	21.39%	16.75%	24.38%	23.06%	24.52%	28.37%	28.79%	22.84%	27.92%
稅後純益率(%)	19.05%	27.63%	27.74%	16.39%	19.59%	22.22%	25.70%	29.15%	28.00%	27.49%	21.53%	26.74%
營業收入YoY/QoQ(%)	1.45%	18.27%	3.23%	27.68%	6.93%	1.76%	-3.13%	8.28%	9.80%	-3.32%	-8.41%	8.20%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-37.81%	71.50%	3.63%	20.96%	27.80%	15.40%	12.03%	22.82%	5.49%	-5.11%	-28.26%	34.37%

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84.51億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您

群益投顧

69

台北・香港・上海

重點股: 新興(2605 TT)

- 散裝及油輪產業結構趨正向發展，有利公司營運表現。
- 預估新興2024年稅後獲利15.97億元，YoY+259.51%，稅後EPS 2.73元。

產品組合

散裝輪: 68%
油輪: 31%
船舶管理收入: 0%

單位: 百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	4,230	4,580	4,754	976	1,067	1,132	1,140	1,205	1,096	1,197	1,114	1,178
營業毛利淨額	700	1,462	1,732	286	140	166	405	408	282	386	368	425
營業利益	426	1,113	1,415	225	65	96	315	295	211	312	285	336
稅後純益	444	1,597	1,434	102	104	113	353	701	226	316	295	342
稅後EPS(元)	0.76	2.73	2.45	0.17	0.18	0.19	0.60	1.20	0.39	0.54	0.50	0.58
毛利率(%)	16.55%	31.92%	36.44%	29.27%	13.08%	14.65%	35.58%	33.89%	25.76%	32.23%	33.05%	36.04%
營業利益率(%)	10.06%	24.31%	29.77%	23.01%	6.06%	8.46%	27.68%	24.45%	19.26%	26.03%	25.55%	28.54%
稅後純益率(%)	10.50%	34.87%	30.16%	10.45%	9.73%	9.98%	31.02%	58.22%	20.62%	26.44%	26.52%	29.06%
營業收入YoY/QoQ(%)	6.53%	8.29%	3.79%	-3.00%	9.33%	6.05%	0.66%	5.73%	-9.07%	9.25%	-6.92%	5.73%
稅後純益YoY/QoQ(%)	125.35%	259.51%	-10.25%	-18.71%	1.80%	8.76%	212.93%	98.47%	-67.79%	40.07%	-6.63%	15.86%

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58.54億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您

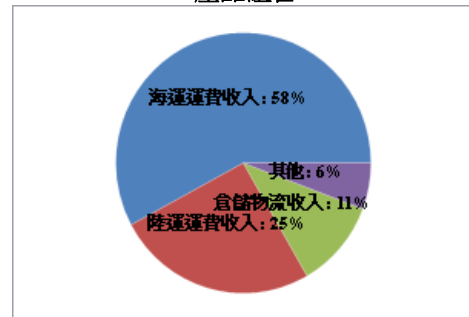
群益投顧

70

台北・香港・上海

- 1H24新船下水、2H24船舶換約有望調漲皆有利營運表現。
- 預估中航2024年稅後獲利6.15億元，YoY+87.22%，稅後EPS 3.11元。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	4,015	4,771	5,449	981	1,045	1,060	1,016	1,128	1,281	1,346	1,340	1,346
營業毛利淨額	857	1,162	1,522	202	193	243	230	270	299	363	362	368
營業利益	374	624	890	84	70	121	110	155	151	208	207	212
稅後純益	328	615	730	51	65	40	128	183	128	175	169	173
稅後EPS(元)	1.66	3.11	3.69	0.26	0.33	0.20	0.65	0.93	0.65	0.89	0.85	0.88
毛利率(%)	21.35%	24.35%	27.94%	20.58%	18.50%	22.98%	22.60%	23.94%	23.35%	26.96%	27.01%	27.32%
營業利益率(%)	9.32%	13.08%	16.34%	8.55%	6.73%	11.46%	10.84%	13.76%	11.75%	15.46%	15.41%	15.72%
稅後純益率(%)	8.18%	12.88%	13.39%	5.17%	6.19%	3.73%	12.61%	16.26%	9.99%	13.02%	12.59%	12.86%
營業收入YoY/QoQ(%)	-8.96%	18.83%	14.21%	5.56%	6.50%	1.44%	-4.16%	11.02%	13.64%	5.05%	-0.43%	0.43%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-57.14%	87.22%	18.69%	-70.78%	27.68%	-38.90%	224.04%	43.14%	-30.19%	36.91%	-3.69%	2.55%

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19.75億元計算。

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

71

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≥35%
買進(Buy)	15%≤首次評等潛在上漲空間<35%
區間操作(Trading Buy)	5%≤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。