

2024 年 10 月 15 日

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價 153.50 元
目標價
3 個月 170 元
12 個月 170 元

宇隆(2233 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

12/19/2023	Trading Buy	134.50
11/14/2023	Trading Buy	133.50
10/26/2023	Trading Buy	145.00
11/30/2022	Trading Buy	96.70
07/26/2022	Trading Buy	119.50

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	603
市值(億元)	93
目前每股淨值(元)	61.54
外資持股比(%)	12.27
投信持股比(%)	0.93
董監持股比(%)	25.19
融資餘額(張)	1,409
現金股息配發率(%)	59.82

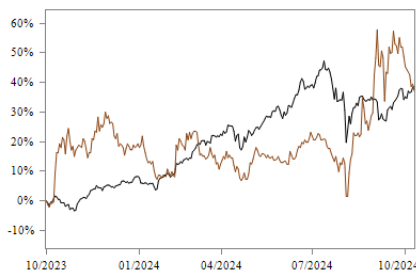
產品組合



■ 精密金屬零件: 100.00%

股價相對大盤走勢

— 2233 — TWSE



短期營運動能較弱，但長期營運向上，建議 Trading Buy。

投資建議 Trading Buy：3Q24 營運穩定，獲利將維持高檔表現。雖然 4Q24 營運動能相對較弱，但考量 2024 年獲利能力已明顯改善，且 2025 年營運展望向上，投資建議 Trading Buy，目標價 170 元(以 2024 年 EPS 及 PE 15.5 倍評價)。

預估 3Q24 營運表現平穩，4Q24 營運相對下滑：3Q24 營收 9.64 億元，QoQ+2.58%、YoY+7.41%。以產品組合來看，汽車類產品擴大產品應用範圍，切入汽車剎車等新領域，營收小幅季增。醫療產品受惠於客戶拉貨穩定，營收小幅季增。自行車受惠於終端市場需求回溫，出貨表現已脫離谷底，營收動能持續向上，季增幅度最大。工業應用出貨表現相對較弱。獲利能力方面，由於稼動率維持高檔，預估 3Q24 毛利率表現與 2Q24 相當，營業費用平穩，營業利益 1.98 億元，QoQ+5.36%、YoY+5.86%。若業外淨收入、稅率變動有限，預估稅後純益 1.75 億元，QoQ-3.53%、YoY+12.60%，EPS 2.90 元。4Q24 方面，因進入自行車傳統淡季，預估出貨將明顯下降，近期汽車產品外銷有趨緩現象，工業應用出貨也缺乏動能；醫療產品則維持平穩出貨表現。就整體來看，4Q24 營運將相對下滑，預估營收 9.12 億元，QoQ-5.35%。

預估 2024 年營運動能向上：2024 年方面，預估營收 36.82 億元，YoY+10.31%。汽車產品因與客戶關係緊密，且於客戶佔有率持續提升，預估營收 YoY+7.40%。醫療產品則呈現穩定增長態勢，預估營收 YoY+10.97%。自行車產品因庫存去化的影響已告一段落，市場需求回升帶動出貨自谷底攀升，預估營收 YoY+47.64%。工業應用出貨表現相對疲弱，預估營收 YoY-12.15%。獲利能力方面，因 2H23 獲利能力已較 1H23 明顯改善，此效應延續至 2024 年，預估 2024 年毛利率由 2023 年的 32.70% 提升至 37.24%，營業利益 7.28 億元，YoY+36.90%。若業外淨收入小幅提升、稅率回升，預估稅後純益 6.66 億元，YoY+24.78%，以股本 6.03 億元計算，EPS 11.05 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	3,337	3,682	4,133	898	865	865	940	964	912	937	991	1,133
營業毛利淨額	1,091	1,371	1,556	326	312	305	357	366	343	350	375	428
營業利益	532	728	881	187	150	162	188	198	180	188	206	256
稅後純益	534	666	772	155	146	150	181	175	160	167	180	223
稅後 EPS(元)	8.86	11.05	12.80	2.58	2.42	2.48	3.01	2.90	2.66	2.76	2.98	3.70
毛利率(%)	32.70%	37.24%	37.65%	36.33%	36.05%	35.23%	38.00%	37.99%	37.56%	37.38%	37.81%	37.82%
營業利率(%)	15.93%	19.77%	21.31%	20.83%	17.31%	18.74%	19.99%	20.53%	19.74%	20.05%	20.82%	22.60%
稅後純益率(%)	16.00%	18.10%	18.67%	17.31%	16.87%	17.30%	19.30%	18.15%	17.56%	17.79%	18.14%	19.71%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-0.38%	10.31%	12.27%	12.93%	-3.64%	0.06%	8.59%	2.58%	-5.35%	2.69%	5.74%	14.35%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-14.20%	24.78%	15.84%	14.85%	-6.10%	2.64%	21.10%	-3.53%	-8.41%	4.01%	7.86%	24.20%

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 6.03 億元計算。

宇隆(2233 TT) ESG：

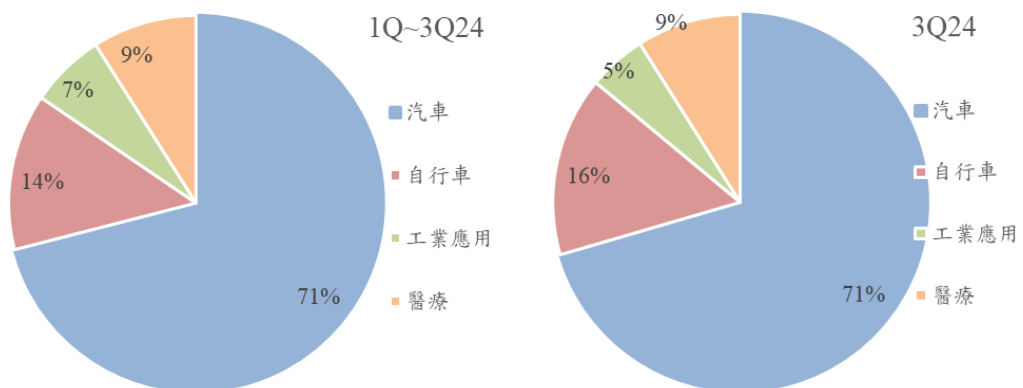
宇隆已設立永續發展委員會，該委員會組織分工之永續環境小組，負責氣候變遷相關、溫室氣體排放及水資源管理、廢棄物管理、供應商管理、危害風險評估等相關議題因應，並向董事會提報重大議題之展開與執行成果。企業溫室氣體排放量的減量目標以 2021 年為基準年，目標 2025 年之碳排放量相較基準年減排 2%。公司為了進一步減少溫室氣體排放和提高能源效率，正採取多種行動，其中包括：表單 E 化(無紙化)、照明燈具更換，導入碳管理系統以了解碳排放量並製定未來的碳減排計劃，建立產品整體碳足跡，並與客戶互相分享排碳數據，提升全面性碳排資訊透明度。能源管理將檢視能源績效，執行節能措施。水資源管理以宣導節約用水並定期檢測為主。廢棄物管理將持續推廣資源回收概念，減少廢棄物產生，促進物資回收再利用。

公司概況：

宇隆(2233 TT) 從事精密金屬零組件的機械加工、製造，產品應用面涵蓋汽車燃油系統零件、傳動系統、醫療注射器及工業相關產品。宇隆目前擁有台中、東莞、浙江三個廠區，台中廠主要負責自行車(主要項目)、工業應用、醫療，新廠已於 2024 年正式啟用，占營收比重可達兩成以上。東莞信豐廠主要負責汽車、工業應用、醫療。浙江宇鑽廠聚焦於中國內銷與亞洲市場，以汽車、工業應用為主。

產品組合方面，汽車零組件占 3Q24 營收占比 70.5%、自行車占 15~16%、工業應用占 5~6%、醫療產品占 9%。汽車零組件包含汽柴油直噴系統零組件、高壓油泵零組件(HPFP)、變速箱控制單元(DCT)、汽車正時控制單元(VCT)、燃料電池、ADAS 等應用。客戶涵蓋 BOSCH、DENSO、BorgWarner、聯合汽車電子、HITACHI、SCHAEFFLER 等汽車供應鏈 Tier 1 廠商。自行車零組件方面，產品包含前後避震器、前叉、花鼓、座桿零件，主力客戶包括 FOX、DT SWISS 等。工業應用方面，產品包含工業自動化用感測器、液壓控制單元，客戶為 IFM、Danfoss、SANDVIK 等。醫療零組件方面，主要提供給胰島素給藥系統產品、胰島素注射器核心部件等產品使用，主力客戶為諾和諾德(Novo Nordisk)。

圖一、1Q24~3Q24、3Q24 營收比重



資料來源：宇隆、群益投顧整理

2024 年 10 月 15 日

預估 3Q24 營運表現平穩，4Q24 營運相對下滑：

3Q24 方面，營收 9.64 億元，QoQ+2.58%、YoY+7.41%。以產品組合來看，汽車類產品擴大產品應用範圍，切入汽車剎車等新領域，營收小幅季增。醫療產品受惠於客戶拉貨穩定，營收小幅季增。自行車受惠於終端市場需求回溫，出貨表現已脫離谷底，營收動能持續向上，季增幅度最大。工業應用出貨表現相對較弱。獲利能力方面，由於稼動率維持高檔，預估 3Q24 毛利率表現與 2Q24 相當，營業費用平穩，營業利益 1.98 億元，QoQ+5.36%、YoY+5.86%。若業外淨收入、稅率變動有限，預估稅後純益 1.75 億元，QoQ-3.53%、YoY+12.60%，EPS 2.90 元。4Q24 方面，因進入自行車傳統淡季，預估出貨將明顯下降，近期汽車產品外銷有趨緩現象，工業應用出貨也缺乏動能；醫療產品則維持平穩出貨表現。就整體來看，4Q24 營運將相對下滑，預估營收 9.12 億元，QoQ-5.35%。

預估 2024 年營收 36.82 億元，YoY+10.31%，稅後純益 6.66 億元，YoY+24.78%，EPS 11.05 元：

2024 年方面，預估營收 36.82 億元，YoY+10.31%。汽車產品因與客戶關係緊密，且於客戶佔有率持續提升，預估營收 YoY+7.40%。醫療產品則呈現穩定增長態勢，預估營收 YoY+10.97%。自行車產品因庫存去化的影響已告一段落，市場需求回升帶動出貨自谷底攀升，預估營收 YoY+47.64%。工業應用出貨表現相對疲弱，預估營收 YoY-12.15%。獲利能力方面，因 2H23 獲利能力已較 1H23 明顯改善，此效應延續至 2024 年，預估 2024 年毛利率由 2023 年的 32.70% 提升至 37.24%，營業利益 7.28 億元，YoY+36.90%。若業外淨收入小幅提升、稅率回升，預估稅後純益 6.66 億元，YoY+24.78%，以股本 6.03 億元計算，EPS 11.05 元。

2025 年方面，公司展望營收雙位數增長，以各產品表現來看：(1)雖然日系客戶營運動能相對較弱；但因與客戶洽談長期合約，且客戶將其他供應商轉單至宇隆，預估汽車產品營收動能向上。(2)醫療產品出貨穩健增長。(3)自行車產品成長動能最大；除了既有客戶出貨增長外，2025 年 E-Bike 產品將有明顯挹注。(4)工業應用於 2024 年表現不佳，2025 年有機會回溫且行星減速器將有所斬獲。

投資建議：

3Q24 營運穩定，獲利將維持高檔表現。雖然 4Q24 營運動能相對較弱，但考量 2024 年獲利能力已明顯改善，且 2025 年營運展望向上，投資建議 Trading Buy，目標價 170 元(以 2024 年 EPS 及 PE 15.5 倍評價)。

Forward PE Band

2024 年 10 月 15 日



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 10 月 15 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	4,927	4,983	5,167	5,616	6,068
流動資產	2,967	2,869	2,943	3,460	3,856
現金及約當現金	1,393	1,213	1,287	1,488	1,671
應收帳款與票據	569	681	779	815	861
存貨	708	899	739	793	831
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	1,582	1,525	1,938	1,943	1,948
負債總計	1,789	1,535	1,584	1,689	1,764
流動負債	1,255	1,033	984	1,153	1,285
應付帳款及票據	318	339	453	458	474
非流動負債	533	502	600	530	459
權益總計	3,138	3,448	3,584	3,927	4,303
普通股股本	603	603	603	603	603
保留盈餘	1,708	2,150	2,322	2,666	3,042
母公司業主權益	3,116	3,434	3,573	3,919	4,299
負債及權益總計	4,927	4,983	5,167	5,616	6,068

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	3,233	3,350	3,337	3,682	4,133
營業成本	2,083	2,247	2,246	2,311	2,577
營業毛利淨額	1,149	1,104	1,091	1,371	1,556
營業費用	500	559	559	643	675
營業利益	649	545	532	728	881
EBITDA	939	1,089	875	1,121	1,259
業外收入及支出	3	217	22	63	47
稅前純益	652	775	571	791	928
所得稅	122	161	41	127	160
稅後純益	543	622	534	666	772
稅後 EPS(元)	9.00	10.32	8.86	11.05	12.80
完全稀釋 EPS**	9.00	10.32	8.86	11.05	12.80

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 6.03【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 6.03 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	27.36%	3.64%	-0.38%	10.31%	12.27%
營業毛利淨額	39.63%	-3.97%	-1.13%	25.64%	13.50%
營業利益	60.30%	-16.08%	-2.39%	36.90%	21.00%
稅後純益	44.69%	14.66%	-14.20%	24.78%	15.84%

獲利能力分析(%)

毛利率	35.55%	32.94%	32.70%	37.24%	37.65%
EBITDA(%)	29.03%	32.52%	26.21%	30.45%	30.46%
營益率	20.08%	16.26%	15.93%	19.77%	21.31%
稅後純益率	16.79%	18.58%	16.00%	18.10%	18.67%
總資產報酬率	11.02%	12.49%	10.33%	11.86%	12.72%
股東權益報酬率	17.30%	18.05%	14.90%	16.97%	17.94%

償債能力檢視

負債比率(%)	36.30%	30.80%	30.65%	30.07%	29.08%
負債/淨值比(%)	56.99%	44.51%	44.19%	43.00%	41.00%
流動比率(%)	236.32%	277.73%	299.12%	300.00%	300.00%

其他比率分析

存貨天數	111.18	130.52	133.04	121.00	115.00
應收帳款天數	71.50	68.07	79.84	79.00	74.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	839	710	895	975	1,178
稅前純益	652	775	571	791	928
折舊及攤銷	290	320	318	330	331
營運資金變動	-5	-283	177	-85	-69
其他營運現金	-98	-102	-171	-61	-12
投資活動現金	-436	-442	-496	23	-101
資本支出淨額	-220	-162	-26	-50	-50
長期投資變動	0	0	0	0	0
其他投資現金	-216	-279	-470	73	-51
籌資活動現金	66	-673	-311	-796	-894
長借/公司債變動	320	149	114	-69	-71
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-226	-326	-362	-320	-392
其他籌資現金	-28	-496	-63	-407	-431
淨現金流量	473	-414	74	201	183
期初現金	920	1,627	1,213	1,287	1,488
期末現金	1,393	1,213	1,287	1,488	1,671

資料來源：CMoney、群益

2024 年 10 月 15 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	795	898	865	865	940	964	912	937	991	1,133	1,073	1,073
營業成本	559	571	553	560	583	598	570	587	616	705	670	672
營業毛利淨額	236	326	312	305	357	366	343	350	375	428	403	401
營業費用	139	139	162	143	169	168	163	162	168	172	172	170
營業利益	96	187	150	162	188	198	180	188	206	256	231	231
業外收入及支出	23	-4	20	14	26	12	12	12	12	12	12	12
稅前純益	119	183	170	176	214	210	192	200	218	268	242	243
所得稅	-16	29	24	26	33	36	33	34	39	46	41	41
稅後純益	135	155	146	150	181	175	160	167	180	223	202	203
最新股本	603	603	603	603	603	603	603	603	603	603	603	603
稅後EPS(元)	2.24	2.58	2.42	2.48	3.01	2.90	2.66	2.76	2.98	3.70	3.35	3.36

獲利能力(%)

毛利率(%)	29.64%	36.33%	36.05%	35.23%	38.00%	37.99%	37.56%	37.38%	37.81%	37.82%	37.54%	37.38%
營業利益率(%)	12.11%	20.83%	17.31%	18.74%	19.99%	20.53%	19.74%	20.05%	20.82%	22.60%	21.50%	21.53%
稅後純益率(%)	17.02%	17.31%	16.87%	17.30%	19.30%	18.15%	17.56%	17.79%	18.14%	19.71%	18.85%	18.87%

QoQ(%)

營業收入淨額	1.85%	12.93%	-3.64%	0.06%	8.59%	2.58%	-5.35%	2.69%	5.74%	14.35%	-5.34%	0.09%
營業利益	-2.78%	94.27%	-19.93%	8.35%	15.80%	5.36%	-8.96%	4.30%	9.80%	24.13%	-9.95%	0.21%
稅前純益	21.05%	53.18%	-7.11%	3.40%	21.48%	-1.86%	-8.46%	4.04%	9.23%	22.83%	-9.52%	0.20%
稅後純益	38.88%	14.85%	-6.10%	2.64%	21.10%	-3.53%	-8.41%	4.01%	7.86%	24.20%	-9.47%	0.20%

YoY(%)

營業收入淨額	-6.62%	4.39%	16.83%	10.90%	18.24%	7.41%	5.51%	8.27%	5.44%	17.53%	17.54%	14.56%
營業利益	-30.37%	40.10%	36.26%	63.86%	95.19%	5.86%	20.36%	15.86%	9.85%	29.42%	28.01%	22.99%
稅前純益	-46.44%	-10.77%	36.33%	78.10%	78.72%	14.51%	12.85%	13.54%	2.09%	27.78%	26.30%	21.64%
稅後純益	-20.26%	-7.32%	40.06%	53.74%	34.05%	12.60%	9.83%	11.30%	-0.87%	27.62%	26.13%	21.51%

註1：稅後EPS以股本6.03億元計算

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。