

1Q25投資主軸

產業	主軸	重點個股
網通產業	產業重回成長，5G FWA、PON、DOCSIS4.0與WiFi-7為主要動能	智易(3596 TT)、合勤控(3704 TT)、中磊(5388 TT)、啟碁(6285 TT)、宇智(6470 TT)、聯亞(3081 TT)
電商產業	營運谷底靜待翻揚	富邦媒(8454 TT)、91APP*-KY(6741 TT)、網家(8044 TT)
自動化產業	景氣逐步邁向回升趨勢，預估1Q25即為全年低點	上銀(2049 TT)、亞德客-KY(1590 TT)
汽車產業	新車銷售動能回升 電動車需求增速仍放緩	東陽(1319 TT)

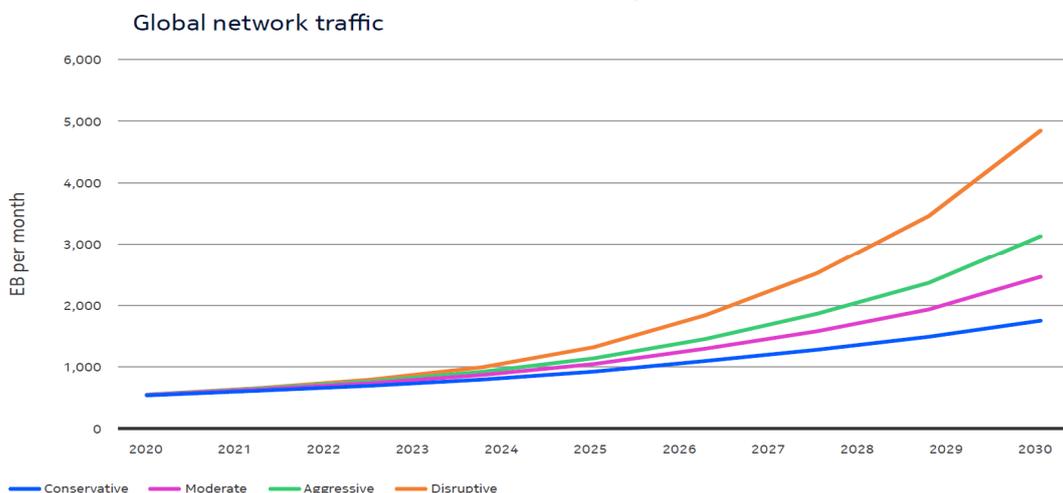
2025年網通產業重回成長

--5G FWA、PON、DOCSIS4.0與WiFi-7為主要動能

- 諸多新應用導入下，網路流量將由2022年的433 EB/month成長到2030年的4,820 EB/month，5年CAGR=35.15%，網路流量提升帶動設備汰舊換新，網路流量持續成長，通訊產業將持續發展。
- 寬頻網路基礎建設帶動，預期2025年PON相關產值118.7億美元，YoY+5.98%。
- 隨著基礎建設升級，並於後續帶動DOCSIS4.0 CPE升級換機，預期2025年DOCSIS產值34.5億美元，YoY+7.14%，重回成長軌道。
- 預期2025年北美、印度持續成長，預估5G FWA產值121億美元，YoY+39.08%。
- WiFi-6發表2年後受到疫情與缺料因素影響，在2Q21市佔率暴增，若WiFi-7在未來無特殊因素影響，預期呈現穩健增長態勢，2024年滲透率小於5%，2025年滲透率約10%。
- 矽光Transceiver具高整合度優勢，在高速網路趨勢下，2026年將開始放大市場規模。
- 重點股：智易(3596 TT)、合勤控(3704 TT)、中磊(5388 TT)、啟碁(6285 TT)、宇智(6470 TT)、聯亞(3081 TT)。

- 根據Nokia報告，全球網路基礎建設持續升級，10G PON、DOCSIS4.0、5G FWA陸續導入，在諸多新應用導入下，流量將由2022年的433 EB/month成長到2030年的4,820 EB/month，5年CAGR=35.15%。
- 其中，以消費者固網以及企業網路流量為主要成長動能。

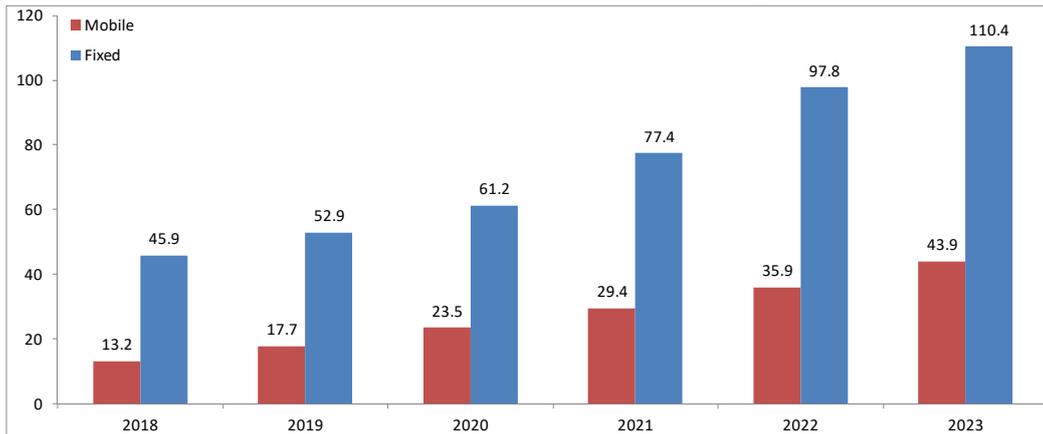
預估全球網路流量(Exabyte/Month)



網路提速趨勢未變

- 為傳輸更大的網路流量，網路設備傳輸速度勢必提升，全球固網傳輸均速由2018年的45.9Mbps提升至2023年的110.4Mbps。
- 全球行動網路傳輸均速由2018年的13.2Mbps提升到2023年的43.9Mbps，5G的商轉成為推升行動網路網速的最大推手。
- 網速提升帶動設備汰舊換新，網路流量持續成長，通訊產業將持續發展。

全球固網、行動網路平均網速(Mbps)



資料來源：Speed Test，群益投顧彙整。

Capital Care 群益關心您

CPE傳輸速度將達10G

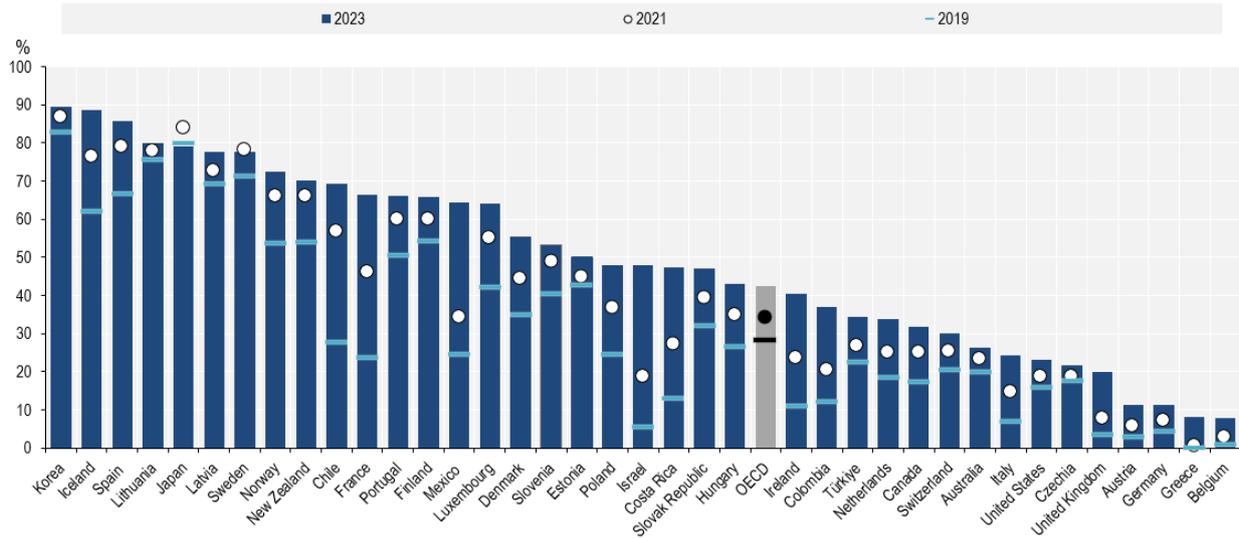
- CPE(Customer Premise Equipment)為消費者接取網路流量的最終端產品，近期CPE速度為1Gbps，下一階段將升級至10Gbps。

DSL	PON	Cable Modem	FWA
<ul style="list-style-type: none"> ● 分為ADSL與VDSL。 ● 近年來固網提速，出貨以VDSL為主。 ● G.Fast極速可達1Gbps，為VDSL下一代產品。 ● 以銅線傳輸，極速難達到10Gbps，未來將難享有高速商機。 	<ul style="list-style-type: none"> ● FTTH終端產品。 ● 中國實行寬頻中國政策，2.5Gbps GPON大量出貨，價格下降50%至30 USD。 ● 因成本大降，歐洲、南亞、中南美洲開始佈建2.5Gbps PON網路。 ● 未來將升級至10Gbps PON。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 有線電視業者提供寬頻上網的終端設備。 ● DOCSIS3.0規格，傳輸速度為1Gbps。 ● DOCSIS4.0規格已問世，速度提升至10Gbps。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 固網佈線不易的替代方案，向外接收無線網路訊號供家戶使用者上網。 ● 外部無線網路訊號多樣，有衛星訊號、LMDS、4G或5G。 ● 未來趨勢為5G，傳輸極速可達10Gbps。

Capital Care 群益關心您

光纖到戶網路持續成長

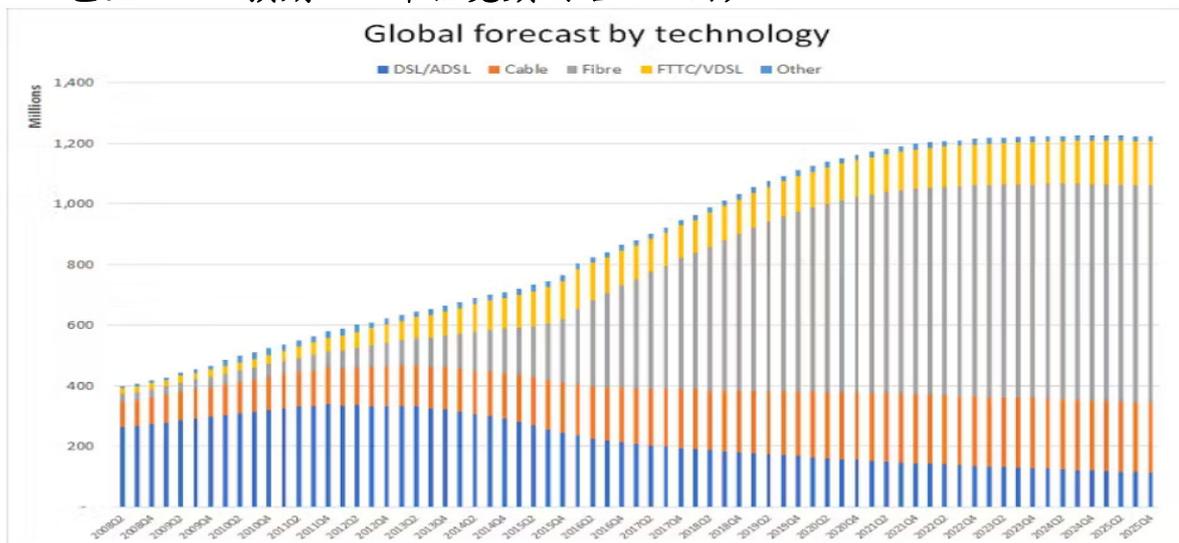
- 亞洲國家光纖網路滲透率高，歐美光纖網路滲透率仍低，美國、加拿大、德國、英國光纖到戶在固網戶數的滲透率仍低於OECD國家平均，未來數年內仍將持續佈建光纖到戶網路。
- 印度持續推進寬頻網路基礎建設，光纖網路成長可期。



資料來源：OECD、群益投顧彙整。

光纖網路為終端接取主流技術

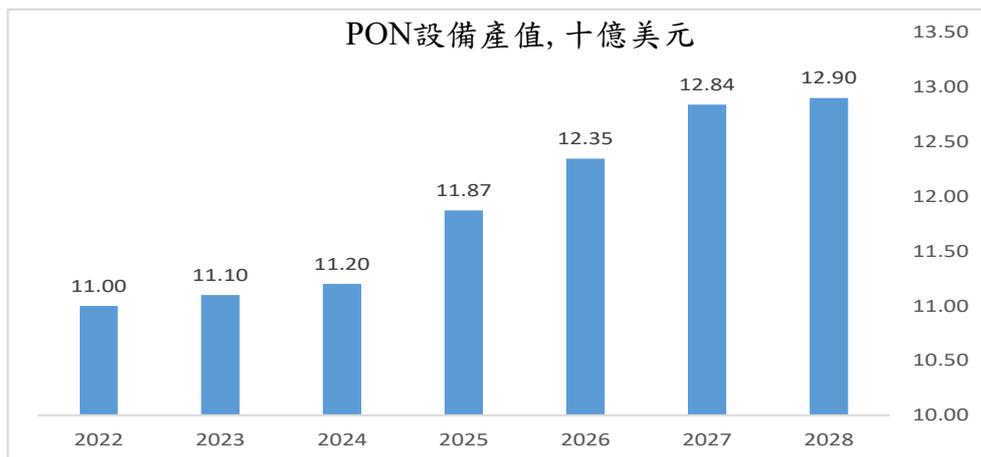
- 自2016年寬頻中國專案啟動後，PON光纖網路成為中國接取網路主流技術，龐大出貨量快速壓低Optical Transceiver價格，促進FTTH技術全球普及。
- 1Gbps以上的高速網路，光纖傳輸距離較銅線長，網速可輕易升級至10G、25G甚至50G，預期2025年佔寬頻網路60%用戶。



資料來源：Point Topic、群益投顧彙整。

歐、美、印度為成長來源

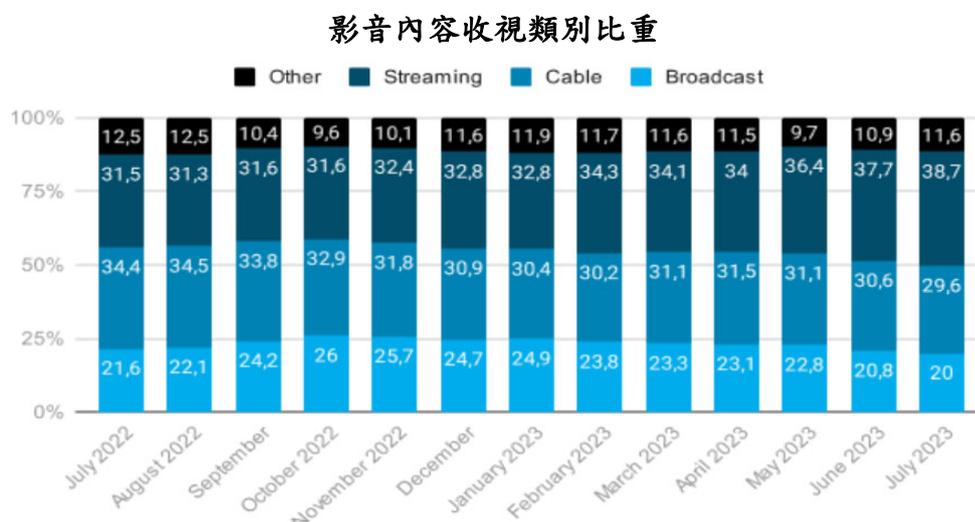
- 印度僅約0.4億戶安裝固網，預估約2.6億戶仍未申裝固網，網路成長潛力巨大，Reliance Jio與Bharti Airtel以1G PON供應市場。
- 德國、英國光纖滲透率僅分別為11.2%與20.1%，低於OECD國家平均42.5%，政府以政策推升滲透率。美國、加拿大光纖滲透率僅分別為23.1%與31.8%，寬頻網路政策仍將持續推升滲透率。
- 寬頻網路基礎建設帶動，預期2025年PON相關產值118.7億美元，YoY+5.98%



資料來源：各研究機構、群益投顧彙整。

全球有線電視用戶下滑

- 寬頻網路普及與網速提升，以及串流影音興起，付費電視用戶收視習慣不再限制於電視，平板、手機皆可接收影音內容，有線電視用戶數量下滑。
- 2022~1H24，遭逢高利率、高庫存，以及用戶持續出走的打擊，歐美有線電視營運商放緩採購，造成相關產業鏈持續調整。

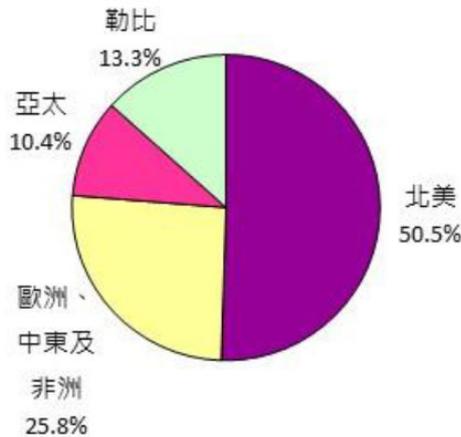


資料來源：AC Nielsen、群益投顧彙整 (固定於此處，請勿移動或更改字體大小。)

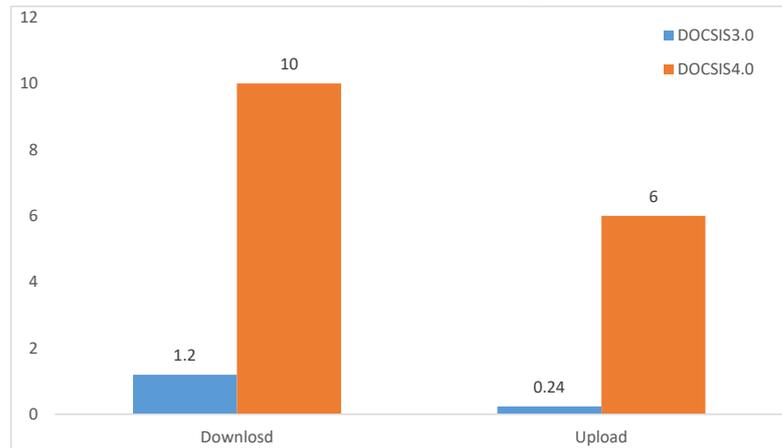
加快寬頻網路建設

- 由於寬頻網路持續侵蝕有線電視用戶基礎，歐美有線電視營運商積極轉型擁抱寬頻網路，並積極推出加值服務推高每戶平均產值，維繫營收表現。
- 2025年有線電視營運商加大投資DOCSIS4.0頭端設備，CPE在未來幾年將陸續升級至DOCSIS4.0，用戶平均下載速度更接近10Gbps，推動相關產值重回成長。

拉丁美洲和加



DOCSIS設備規格, Gbps



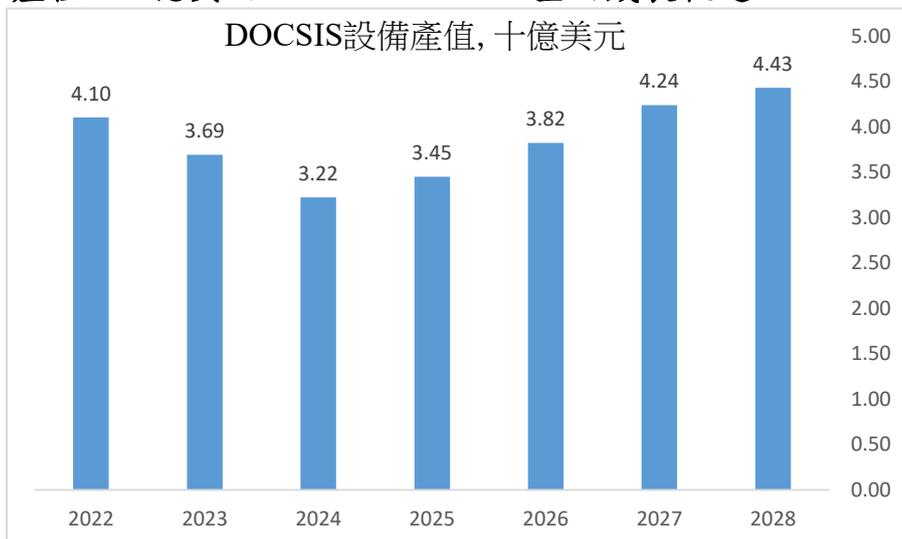
資料來源：IEK、Cable Labs、群益投顧彙整。

Capital Care 群益關心您

預期2025年重回成長

- 展望2025年，MSO庫存調整已完成，並且投資DOCSIS4.0頭端設備，DOCSIS4.0 CPE換機潮將於2H25陸續發生。
- 隨著基礎建設升級，並於後續帶動DOCSIS4.0 CPE升級換機，預期2025年DOCSIS產值34.5億美元，YoY+7.14%，重回成長軌道。

DOCSIS設備產值, 十億美元



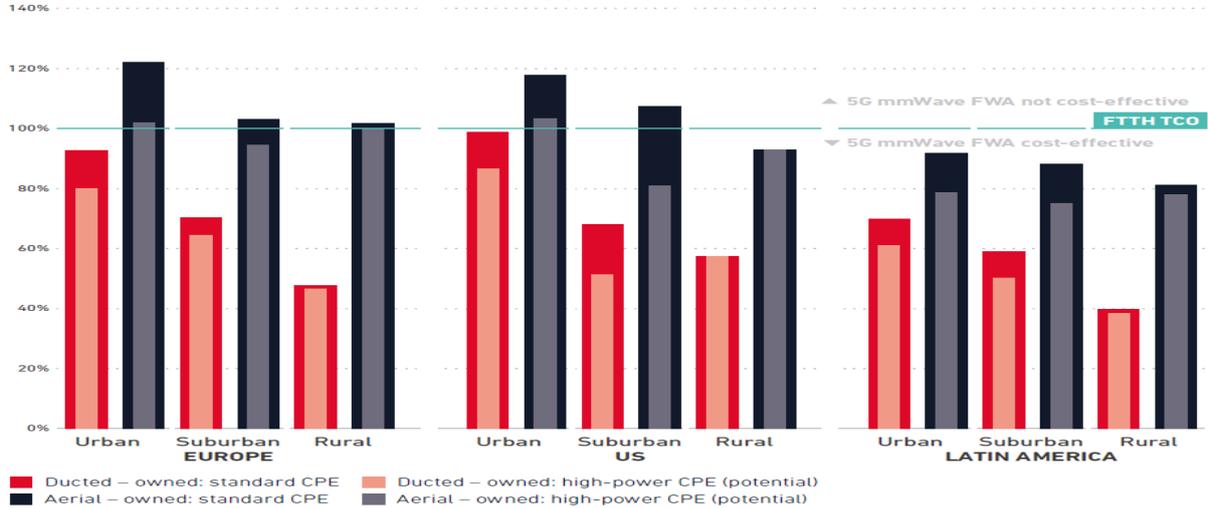
資料來源：各研究機構、群益投顧彙整。

Capital Care 群益關心您

5G FWA的成本優勢

- 不論在歐洲、印度或拉丁美洲，在固網基礎建設越缺乏的地區，5G FWA相對於FTTH成本優勢更明顯，最低的5G FWA佈建總成本可達FTTH 40%。
- 佈建成本低又快速，5G FWA成為快速增加用戶的利器。

5G FWA總成本/FTTH總成本 比值



資料來源：GSMA，群益投顧彙整。

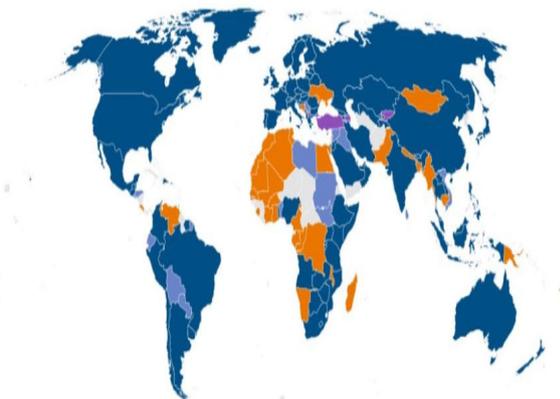
Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

營運商提供5G FWA 服務

- 5G高速傳輸可媲美光纖的特點，有助於降低數位落差，加上佈建快速、成本較低，有利於搶佔用戶。
- 與2021年相較，提供5G FWA服務的電信營運商大幅成長。

全球已商轉5G的國家

■ 5G deployed in network, services launched ■ Planning/evaluating/testing/trialing ■ Deploying/deployed, precommercial ■ 5G deployed in network, soft launch



提供5G FWA服務電信營運商數量



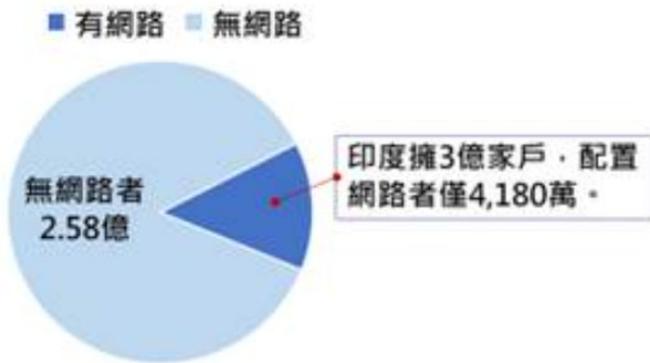
資料來源：GSMA、Digitimes，群益投顧彙整。

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

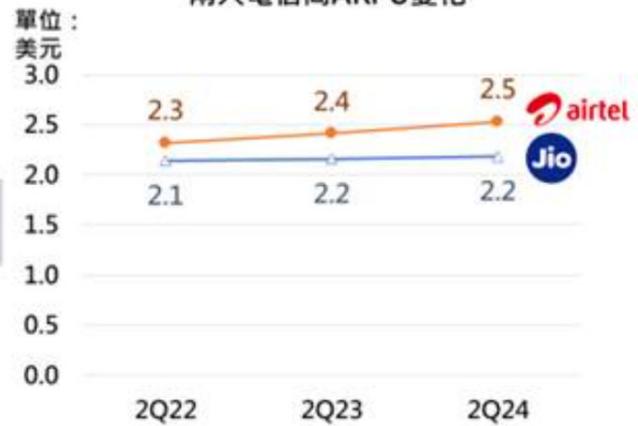
印度市場潛力巨大

- 印度總人口14億，家戶數約3億，目前4G/5G行動用戶數8.98億，固網寬頻0.42億，以5G FWA推動寬頻網路，市場成長潛力巨大。
- 印度市場行動用戶月ARPU約2.2~2.5元，近期Reliance Jio與Bharti Airtel推動5G FWA送OTT影音串流服務，月費約7~8美元，5G FWA有助於提升ARPU值。

印度固網用戶數



兩大電信商ARPU變化

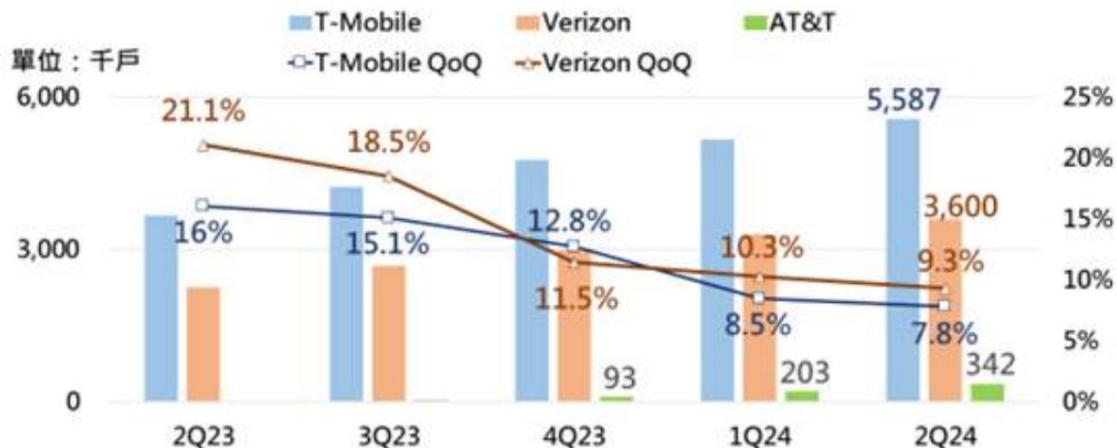


資料來源：Digitimes、群益投顧彙整。

北美5G FWA將加速成長

- T-Mobile與Verizon不讓FWA影響行動網路服務品質，皆收購光纖網路營運商擴容網路，整合期過後，5G FWA用戶將重回成長。
- AT&T為了擴增行動網路訊號，以5G Outdoor Bridge作為擴網手段，擴增訊號後，有助於增加5G FWA用戶數。

美國三大電信商5G FWA用戶數



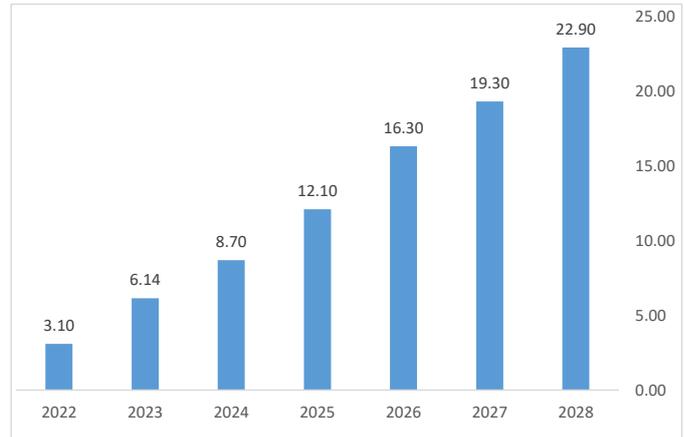
資料來源：Digitimes、群益投顧彙整。

北美、印度皆有成長契機

- 印度寬頻網路建設推動PON、5G FWA成長，且目前基期偏低，未來成長空間大。美國三大電信商5G FWA用戶數在2024年放緩，主因在於網路服務容量不足，併購光纖網路營運商、擴增5G訊號之後，5G FWA用戶數將加快成長步調。
- 預期2025年北美、印度持續成長，預估產值121億美元，YoY+39.08%。

預期全球FWA用戶數,百萬

預期全球FWA產值,十億美元



資料來源：Ericsson、群益投顧彙整。

Capital Care 群益關心您

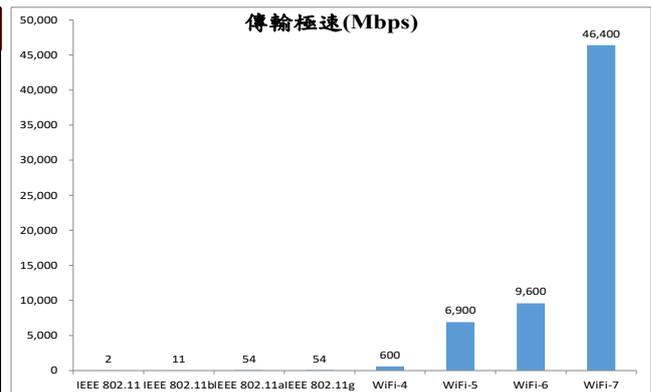
配合固網，WiFi持續升級

- 無線網路傳輸不限制使用者行為，WiFi為最重要的網路分流技術，無論是手機、NB、平板、IoT、AR/VR等...終端設備，多透過WiFi接取上網。
- 10G PON、DOCSIS 4.0、5G等終端網路接取點傳輸極速已可達10Gbps，WiFi做為區域無線網路傳輸主角，有必要同時升級至10Gbps以配合上述技術。

各代WiFi規格一覽

技術名稱	發表時間	標準名稱	支援頻段
	1997	IEEE 802.11	2.4GHz
	1999	IEEE 802.11b	2.4GHz
	1999	IEEE 802.11a	5GHz
	2003	IEEE 802.11g	2.4GHz
WiFi-4	2009	IEEE 802.11n	2.4GHz/5GHz
WiFi-5	2014	IEEE 802.11ac	2.4GHz/5GHz
WiFi-6	2019	IEEE 802.11ax	2.4GHz/5GHz/6GHz
WiFi-7	2024	IEEE 802.11 be	2.4GHz/5GHz/6GHz

各代WiFi傳輸速度



資料來源：WiFi Alliance，群益投顧彙整。

Capital Care 群益關心您

技術比較總覽

	WiFi-5	WiFi-6	WiFi-6E	WiFi-7
Frequency	5GHz	2.4GHz/5GHz Dual-Band	2.4GHz/5GHz/6GHz Tri-Band	
Bandwidth	20MHz、40MHz、80MHz、160MHz			20MHz、40MHz、80MHz、160MHz、320MHz
Modulation	256 QAM	1,024 QAM		4,096 QAM
MIMO	4x4 DL MU-MIMO	8x8 MU-MIMO		16x16 MU-MIMO
Speed	6.9Gbps	9.6Gbps		46.4Gbps
Channel	Single			MLO

資料來源：WiFi Alliance、群益投顧彙整。

Capital Care 群益關心您
台北·香港·上海

WiFi-7出貨比重提升

- 2024年為WiFi-7元年，就過往WiFi設備迭代升級軌跡來看，企業級網通設備將會率先導入WiFi-7；售價因素使然，消費級產品將略為延後放量時程。
- WiFi-6發表2年後受到疫情與缺料因素影響，在2Q21市佔率暴增，若WiFi-7在未來無特殊因素影響，預期呈現穩健增長態勢，2024年滲透率小於5%，2025年滲透率約10%。

預估全球WiFi AP出貨量(單位：百萬台)



資料來源：ABI Research，群益投顧彙整。

Capital Care 群益關心您
台北·香港·上海



- 中磊(5388 TT)、智易(3596 TT)、合勤控(3704 TT)、啟碁(6285 TT)、宇智(6470 TT)、康全(8089 TT)。



- 中磊(5388 TT)、智易(3596 TT)、仲琦(2419 TT)。



- 中磊(5388 TT)、智易(3596 TT)、合勤控(3704 TT)、正文(4906 TT)。



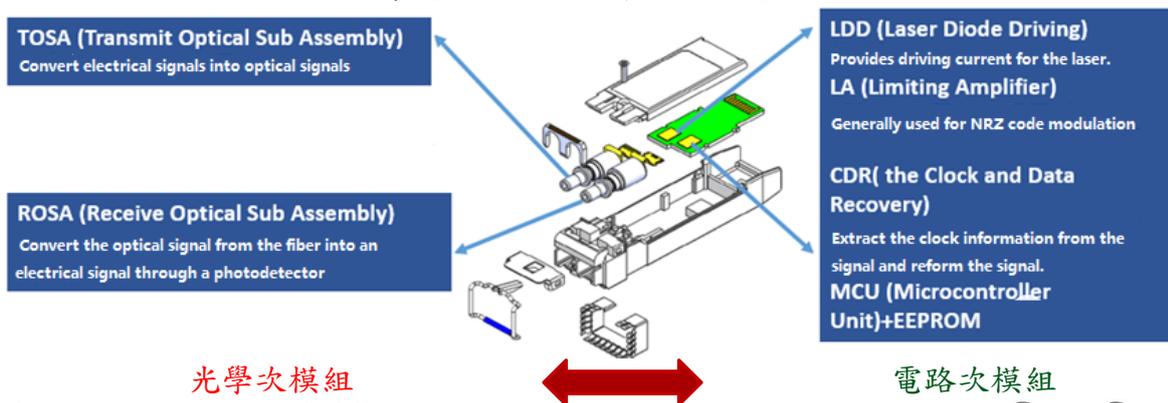
- 中磊(5388 TT)、智易(3596 TT)、啟碁(6285 TT)、合勤控(3704 TT)、正文(4906 TT)。

資料來源：群益投顧彙整。

Transceiver為光電轉換要角

- Transceiver為光電訊號轉換器，分為光學次模組與電路次模組二大部份。
- 電路次模組主要零組件為DSP、Re-Timer、Laser Driver、轉阻放大器...，光學次模組主要零組件為雷射晶粒、檢光元件，光路透鏡、分波器等...。
- 傳統製程Transceiver由多個離散元件組裝而成，電路次模組耗能與傳輸速度成正比，多光路光學次系統中，雷射數量多、散熱空間有限，高速網路下散熱問題浮上檯面。

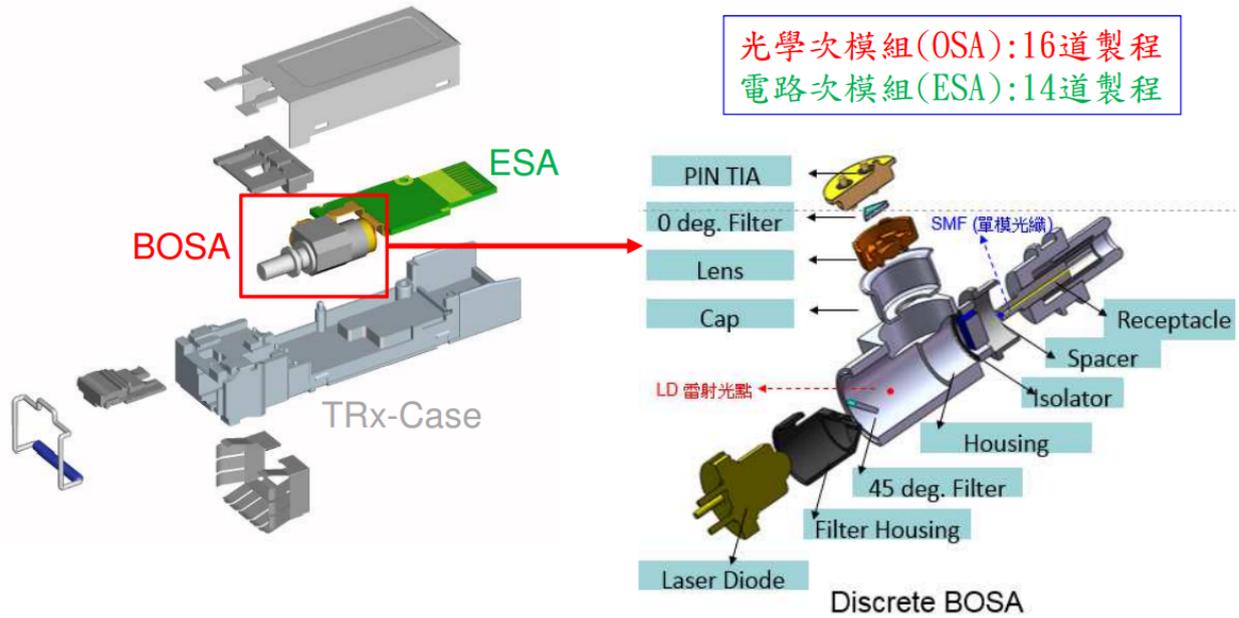
傳統Transceiver零組件示意圖



資料來源：Fiber Mall、群益投顧彙整。

傳統Transceiver製程複雜

- 傳統Transceiver光學次模組由多樣元件組裝而成，製程繁雜且不易提升良率，成本不易下降。

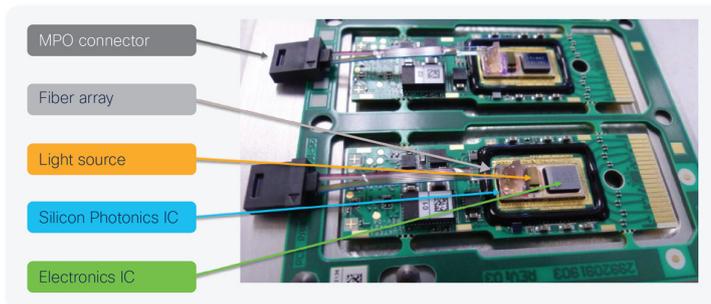


資料來源：創威光電、群益投顧彙整。

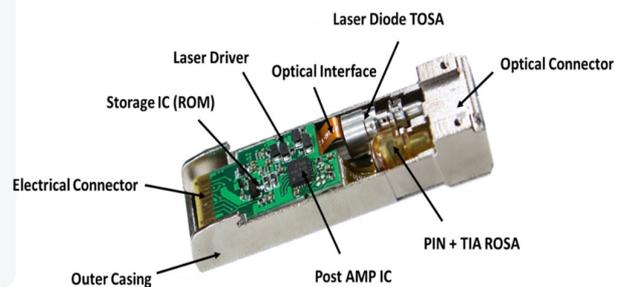
矽光Transceiver結構大幅簡化

- 矽光子模組因半導體製程精進，能將電路與光路元件整合在一個模組裡，與傳統Transceiver製程比較，矽光模組具有體積小、良率高、散熱佳的優勢。
- 由於Transceiver當中大多數的光學次模組製程以半導體製程光子晶片(PIC)取代，電路次模組以電子晶片(EIC)取代，因絕大多數製程已在半導體廠完成，矽光Transceiver廠商的製程相對單純。

矽光Transceiver零組件示意圖



傳統Transceiver零組件示意圖

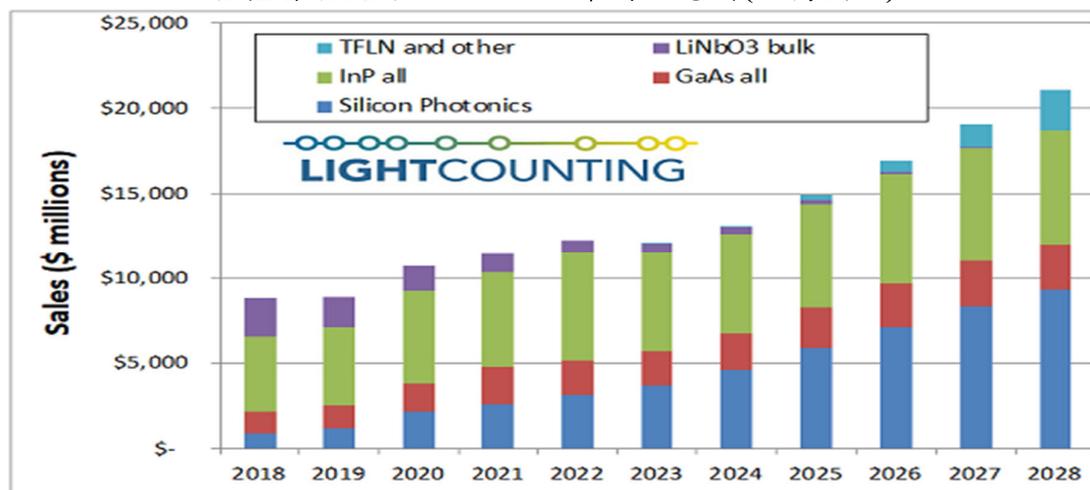


資料來源：Cisco、Lumenci、群益投顧彙整。

高速越見矽光優勢

- 由於矽光Transceiver具有高整合度優勢，具有大量生產的潛能，在高速網路趨勢下將會放大市場規模。
- 2024年起見到矽光Transceiver快速成長，2026年後可望搭上CPO趨勢。

各種雷射光源Transceiver市場示意圖(百萬美元)



資料來源：Light Counting、群益投顧彙整。

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

矽光相關供應鏈業者

上游

- 光子晶片：台積電(2330 TT)。
- 雷射晶粒：聯亞(3081 TT)。

中游

- 光纖耦合封裝：波若威(3163 TT)、上詮(3363 TT)。

下游

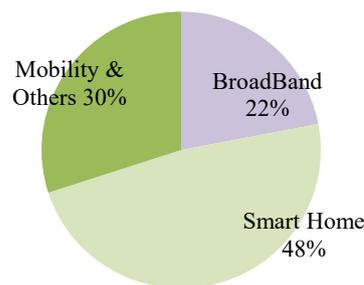
- 矽光Transceiver：聯鈞(3450 TT)、前鼎(4908 TT)。

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

重點股：智易(3596 TT)

- 展望2025年，取得德國電信固網標案，印度寬頻基礎建設持續進行，北美Tier-1電信商為提升5G訊號覆蓋，擴增5G基地台資本支出，有利5G FWA與PON出貨進一步增加；已切入北美有線電視營運商，Cable Modem出貨將逐季成長，推升營收成長。
- 受惠於歐洲標案挹注，北美電信商擴建5G網路基礎建設，新增北美有線電視營運商客戶，已見到2025年網通產業復甦的曙光。

產品組合



單位：百萬元	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	48,684	53,537	59,901	14,127	12,547	12,167	12,167	11,804	10,979	13,057	14,053	15,448
營業毛利淨額	7,382	8,207	9,179	2,092	1,860	1,823	1,876	1,823	1,675	1,996	2,156	2,381
營業利益	3,079	3,778	4,366	957	758	681	844	796	643	912	1,031	1,191
稅後純益	2,453	2,762	3,203	661	622	586	658	587	463	667	756	876
稅後EPS(元)	11.13	12.53	14.53	3.00	2.82	2.66	2.98	2.66	2.10	3.02	3.43	3.98
毛利率(%)	15.16%	15.33%	15.32%	14.81%	14.82%	14.98%	15.42%	15.44%	15.25%	15.29%	15.34%	15.41%
營業利益率(%)	6.32%	7.06%	7.29%	6.77%	6.04%	5.60%	6.94%	6.74%	5.85%	6.99%	7.34%	7.71%
稅後純益率(%)	5.04%	5.16%	5.35%	4.68%	4.96%	4.82%	5.41%	4.97%	4.22%	5.11%	5.38%	5.67%
營業收入YoY/QoQ(%)	-4.84%	9.97%	11.89%	1.84%	-11.19%	-3.03%	0.00%	-2.98%	-6.99%	18.93%	7.63%	9.93%
稅後純益YoY/QoQ(%)	1.34%	12.58%	15.99%	-3.91%	-5.82%	-5.80%	12.18%	-10.78%	-21.03%	43.87%	13.33%	15.96%

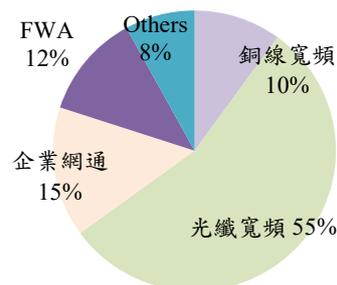
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本22.04億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

重點股：合勤控(3704 TT)

- 展望2025年，隨著新一代網通CPE規格逐漸底定，WiFi-7、10G PON等新產品將替換舊有產品，電信商客戶加大回補庫存力道；印度持續進行寬頻網路基礎建設，5G FWA是有效布建寬頻網路訊號的手段，預期印度電信商客戶將加快5G FWA佈署。
- 3Q24虧損為營運谷底，4Q24歐洲與印度需求增加，以及國防標案集中認列，營收小幅回溫，2025年歐美客戶將加快回補庫存，帶動營運重回成長。

產品組合



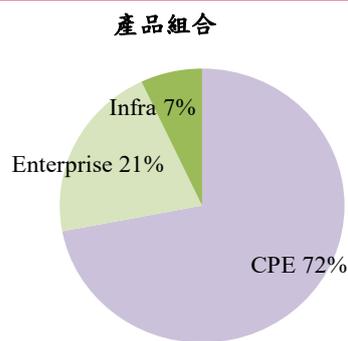
單位：百萬元	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	25,494	28,794	32,747	7,429	5,559	6,509	6,401	7,025	6,170	6,987	7,363	8,274
營業毛利淨額	6,289	7,125	8,023	1,707	1,415	1,581	1,455	1,838	1,472	1,668	1,826	2,160
營業利益	458	1,786	2,072	276	-36	59	-75	510	207	340	486	753
稅後純益	453	1,320	1,534	286	44	130	-113	391	151	250	359	560
稅後EPS(元)	1.10	3.22	3.74	0.70	0.11	0.32	-0.27	0.95	0.37	0.61	0.88	1.36
毛利率(%)	24.67%	24.75%	24.50%	22.97%	25.46%	24.29%	22.73%	26.16%	23.86%	23.87%	24.80%	26.11%
營業利益率(%)	1.80%	6.20%	6.33%	3.72%	-0.64%	0.91%	-1.17%	7.26%	3.36%	4.87%	6.60%	9.11%
稅後純益率(%)	1.78%	4.59%	4.69%	3.85%	0.80%	2.00%	-1.76%	5.57%	2.44%	3.58%	4.88%	6.77%
營業收入YoY/QoQ(%)	-16.08%	12.94%	13.73%	6.52%	-25.18%	17.09%	-1.65%	9.75%	-12.17%	13.24%	5.38%	12.37%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-66.21%	191.36%	16.22%	-1.51%	-84.45%	192.44%	N.A	N.A	-61.53%	66.15%	43.64%	55.88%

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41.05億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

重點股：中磊(5388 TT)

- 展望2025年，客戶庫存已降至低水位，北美寬頻網通晶片大廠已見到4Q24寬頻晶片衰退放緩的狀況，隨著10G PON、DOCSIS4.0以及WiFi-7新應用陸續發生，並促進家用CPE出貨重回成長軌道，公司為歐美Tier-1電信商直接供貨夥伴，直接受惠於電信商需求復甦商機。
- 北美、歐洲電信商持續調整庫存，2024年整體營收表現遲緩，但北美網通晶片大廠預見2025年電信營運商庫存回補動能，帶動2025年業績回溫。



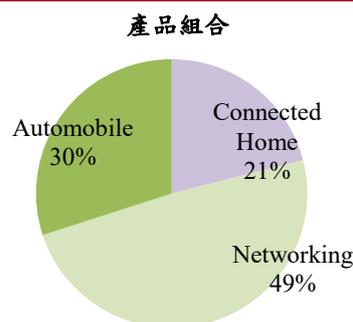
單位：百萬元	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	58,567	68,004	76,347	15,634	16,193	13,711	13,460	15,203	13,278	15,475	18,569	20,683
營業毛利淨額	10,335	11,155	12,492	3,047	2,807	2,422	2,421	2,685	2,177	2,537	3,054	3,389
營業利益	3,081	3,611	3,978	889	857	677	701	845	504	695	1,113	1,300
稅後純益	2,402	2,742	3,040	698	674	545	546	637	361	518	857	1,007
稅後EPS(元)	8.03	9.16	10.16	2.33	2.25	1.82	1.82	2.13	1.21	1.73	2.86	3.36
毛利率(%)	17.65%	16.40%	16.36%	19.49%	17.34%	17.66%	17.99%	17.66%	16.39%	16.39%	16.45%	16.38%
營業利率率(%)	5.26%	5.31%	5.21%	5.69%	5.29%	4.94%	5.21%	5.56%	3.79%	4.49%	6.00%	6.28%
稅後純益率(%)	4.10%	4.03%	3.98%	4.47%	4.16%	3.98%	4.06%	4.19%	2.72%	3.35%	4.61%	4.87%
營業收入YoY/QoQ(%)	-6.42%	16.11%	12.27%	0.05%	3.58%	-15.33%	-1.83%	12.95%	-12.66%	16.54%	20.00%	11.38%
稅後純益YoY/QoQ(%)	0.66%	14.16%	10.85%	6.46%	-3.43%	-19.13%	0.17%	16.56%	-43.32%	43.69%	65.22%	17.51%

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29.93億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

重點股：啟碁(6285 TT)

- 展望2025年，WiFi-7將會是企業級網通設備換機潮的重點；汽車電子化趨勢持續，CPU Module、ADAS Sensor以及車用監控系統持續出貨，帶動車用營收持續成長；北美客戶持續擴增5G網路訊號，以及併購光纖網路營運商擴增網路容量，帶動5G FWA、PON出貨成長，推升營收表現。
- 受惠北美電信商回補庫存，帶動WiFi-7、5G FWA與PON出貨回溫，後續營運將穩健成長。



單位：百萬元	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	108,602	117,398	132,084	29,685	25,585	30,713	25,967	26,338	23,803	27,630	32,247	33,718
營業毛利淨額	12,827	14,627	17,002	3,621	2,962	3,871	2,952	3,042	2,730	3,409	4,139	4,350
營業利益	3,280	4,798	6,682	1,305	753	1,242	601	685	469	1,019	1,591	1,720
稅後純益	2,968	3,621	5,104	869	750	1,165	520	534	336	762	1,204	1,318
稅後EPS(元)	6.12	7.46	10.52	1.79	1.55	2.40	1.07	1.10	0.69	1.57	2.48	2.72
毛利率(%)	11.81%	12.46%	12.87%	12.20%	11.58%	12.60%	11.37%	11.55%	11.47%	12.34%	12.83%	12.90%
營業利率率(%)	3.02%	4.09%	5.06%	4.39%	2.94%	4.04%	2.31%	2.60%	1.97%	3.69%	4.93%	5.10%
稅後純益率(%)	2.73%	3.08%	3.86%	2.93%	2.93%	3.79%	2.00%	2.03%	1.41%	2.76%	3.73%	3.91%
營業收入YoY/QoQ(%)	-1.97%	8.10%	12.51%	1.63%	-13.81%	20.04%	-15.45%	1.43%	-9.62%	16.08%	16.71%	4.56%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-21.94%	21.99%	40.95%	-38.44%	-13.70%	55.26%	-55.36%	2.68%	-36.97%	126.60%	57.93%	9.49%

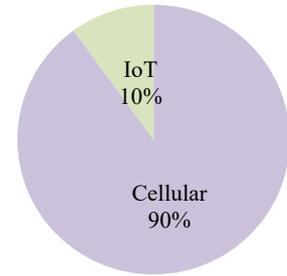
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本48.53億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

重點股：宇智(6470 TT)

- 展望2025年，出貨給瑞典設備商客戶5G Outdoor Bridge，因單價高，2025年供應的設備款數增加同時提升出貨量，5G相關網通設備為營收成長最大提升動能，智慧電網標案出貨WiFi-7無線網路模組，軟體含量技術高，產品毛利率優於公司平均。
- 受惠於北美Tier-1電信商擴容5G網路，帶動5G Outdoor Bridge需求向上，智慧電表標案帶WiFi-7模組出貨，以及5G Fail-Over出貨至日本市場，4Q24起營運重回成長軌道。

產品組合



單位：百萬元	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	1,980	2,401	2,741	506	344	461	596	580	493	559	690	658
營業毛利淨額	324	396	455	77	57	74	98	95	81	92	115	108
營業利益	137	205	237	27	12	27	49	49	37	48	64	56
稅後純益	116	171	196	-12	34	30	11	41	32	40	53	47
稅後EPS(元)	3.08	4.53	5.19	-0.31	0.91	0.79	0.30	1.09	0.84	1.06	1.39	1.24
毛利率(%)	16.37%	16.51%	16.61%	15.16%	16.59%	16.05%	16.51%	16.36%	16.36%	16.49%	16.68%	16.47%
營業利益率(%)	6.89%	8.55%	8.65%	5.42%	3.50%	5.80%	8.21%	8.41%	7.56%	8.51%	9.26%	8.57%
稅後純益率(%)	5.86%	7.11%	7.13%	-2.30%	9.95%	6.45%	1.88%	7.05%	6.44%	7.12%	7.61%	7.09%
營業收入YoY/QoQ(%)	-16.48%	21.23%	14.18%	-22.06%	-32.16%	34.19%	29.17%	-2.56%	-15.00%	13.43%	23.29%	-4.55%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-24.54%	47.13%	14.52%	N.A	N.A	-12.95%	-62.33%	265.10%	-22.42%	25.43%	31.86%	-11.07%

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3.77億元計算。

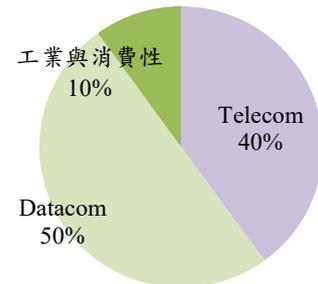
資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您

重點股：聯亞(3081 TT)

- 全球矽光子CW LD主要供應商之一，繼美系CSP大客戶之後，又接獲中系光收發模組廠CW LD訂單，預期2H25中系客戶營收貢獻將超越美系CSP客戶。
- 主要因傳統製程光收發模組所用高速EML LD價格高昂，100G EML LD價格已高於CW LD數倍，矽光子800G光收發模組雷射價格優勢已明顯勝出，1.6T高速光收發模組放量，矽光子成本優勢更加明顯，預期矽光子技術為長線發展趨勢。

產品組合



單位：百萬元	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	1,302	2,242	3,571	297	324	273	323	382	364	547	621	709
營業毛利淨額	273	748	1,160	79	20	40	89	124	117	175	212	243
營業利益	-67	377	772	-28	-67	-47	8	39	30	81	119	147
稅後純益	-28	327	641	-31	-40	-31	8	34	29	71	102	125
稅後EPS(元)	-0.31	3.56	6.98	-0.34	-0.44	-0.33	0.09	0.37	0.32	0.77	1.11	1.36
毛利率(%)	20.94%	33.35%	32.47%	26.51%	6.15%	14.58%	27.59%	32.38%	32.13%	32.04%	34.17%	34.27%
營業利益率(%)	-5.17%	16.80%	21.61%	-9.43%	-20.57%	-17.38%	2.54%	10.08%	8.23%	14.84%	19.12%	20.69%
稅後純益率(%)	-2.17%	14.58%	17.95%	-10.40%	-12.35%	-11.25%	2.47%	9.01%	7.99%	13.00%	16.40%	17.60%
營業收入YoY/QoQ(%)	23.26%	72.26%	59.27%	65.74%	9.18%	-15.86%	18.51%	18.28%	-4.61%	50.15%	13.50%	14.22%
稅後純益YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	96.09%	N.A	N.A	N.A	N.A	330.63%	-15.43%	144.36%	43.24%	22.58%

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9.18億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您

2025年電商產業

--營運谷底靜待翻揚

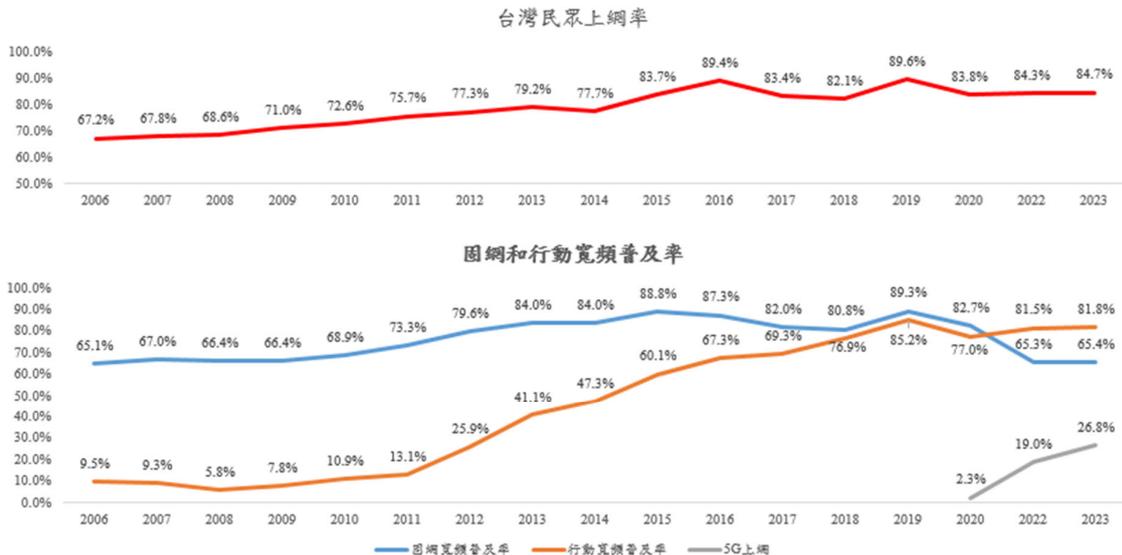


結論

- **2Q24台灣電商的滲透率約13%**，雖2020~2022年受到疫情的影響而加速滲透率的提升，仍遠低於南韓、中國、英國和印尼等國家的30%以上。2023年受到解封後民眾外出購物意願提升影響線上消費力道，故**2023年零售業營業額YOY反常的超越網路購物**，1H24仍未有顯著復甦跡象，不過若以滲透率來講，台灣電商仍有很大的成長潛力。
- **MOMO成功關鍵在於：桃紅色設計吸引女性、衛星倉設置、集團的力量、購物頁面編排成功吸引消費者**。營運未見好轉，股價仍在低檔徘徊，主要原因除了是解封後民眾外出購物意願提升外，競爭加劇亦是主因。
- **Coupang資本支出和營收規模都明顯高於MOMO**，且在台灣初期的表現優於韓國，故有持續深耕台灣的打算，網家或是其他規模較小的B2C將首當其衝，MOMO未來的成長動能也將面臨壓力。
- **實體零售網路銷售額遇逆風**，1Q24 YOY表現較弱主要是在**布疋及服飾品零售業、資通訊及家電設備零售業和其他零售業**等的網路銷售額，2Q24則恢復YOY成長。
- **重點股：91APP*-KY(6741 TT)、富邦媒(8454 TT)、網家(8044 TT)**

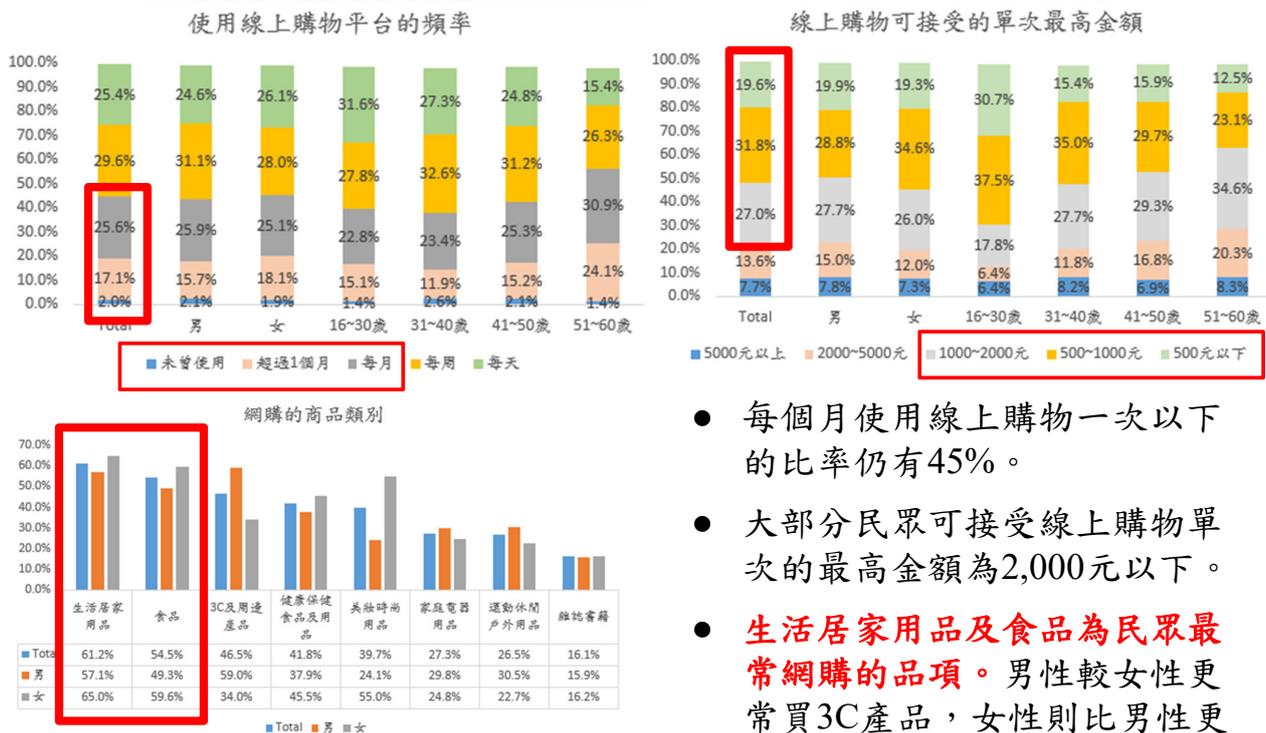
2023年台灣民眾上網率為84.7%

- 根據TWNIC的資料顯示，2023年台灣民眾上網率為84.7%。過去以固網為主，但近幾年固網和行動網路普及率已不分軒輊，甚至行動網路普及率呈現黃金交叉。



資料來源：TWNIC，群益投顧彙整

台灣民眾線上購物行為統計

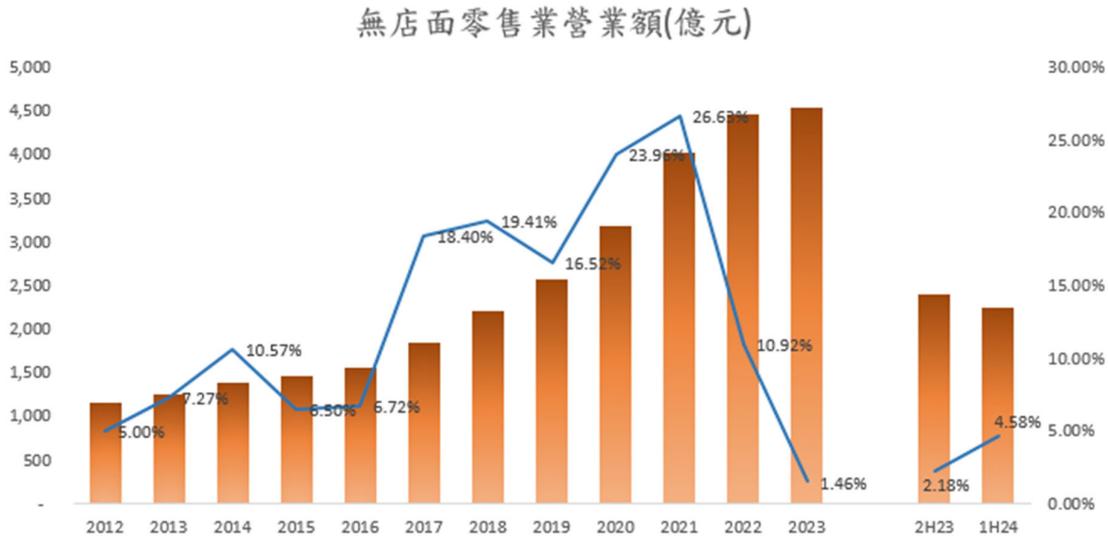


- 每個月使用線上購物一次以下的比率仍有45%。
- 大部分民眾可接受線上購物單次的最高金額為2,000元以下。
- **生活居家用品及食品為民眾最常網購的品項。男性較女性更常買3C產品，女性則比男性更常買美妝用品。**

資料來源：Z.com Engagement Lab (09/2023)，群益投顧彙整

台灣無店面零售業營業額已逾4,500億元

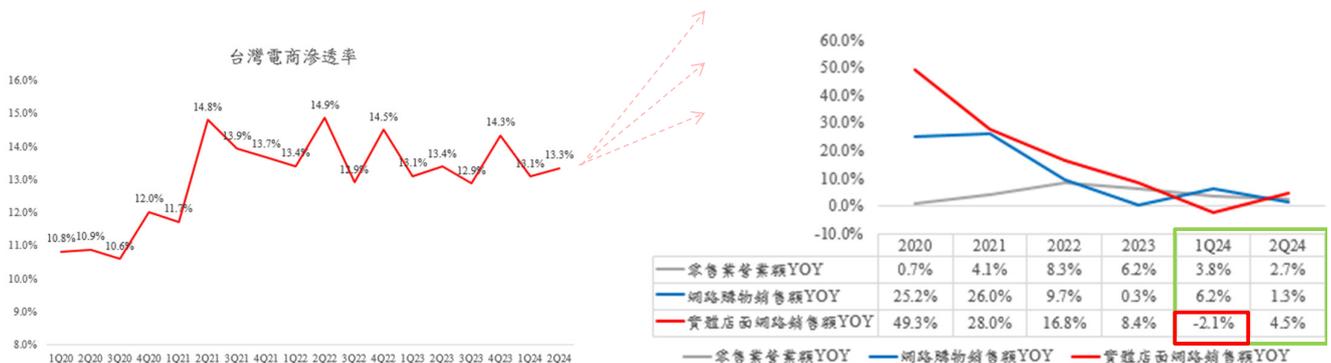
- 根據台灣經濟部統計處的數據顯示，隨著網際網路商機湧現，加上民眾消費習慣的改變，**台灣的無店面零售業營業額在2023年為4,531億元，YOY 1.46%。2012~2023年 CAGR為13.2%。**



資料來源：經濟部統計處

台灣線上消費滲透率仍偏低

- 根據經濟部統計處的資料顯示，**2Q24台灣電商的滲透率約13%**，雖2020~2022年受到疫情的影響而加速滲透率的提升，仍遠低於南韓、中國、英國和印尼等國家的30%以上。
- 2023年受到解封後民眾外出購物意願提升影響線上消費力道，故2023年零售業營業額YOY反常的超越網路購物，**1H24仍未有顯著復甦跡象，不過若以滲透率來講，台灣電商仍有很大的成長潛力。**



資料來源：經濟部統計處，群益投顧彙整

實體零售網路銷售額同樣遇逆風

- 實體零售網路銷售額遇逆風，1Q24 YOY表現較弱主要是在布疋及服飾品零售業、資通訊及家電設備零售業和其他零售業等的網路銷售額，2Q24則恢復YOY成長。

各類零售業網路銷售額YOY	1Q24	2Q24	1H24占比
綜合商品零售業網路銷售額YOY	4.8%	3.8%	6.3%
食品、飲料及菸草製品零售業網路銷售額YOY	15.0%	3.6%	2.7%
布疋及服飾品零售業網路銷售額YOY	-5.2%	5.1%	4.8%
家用器具及用品零售業網路銷售額YOY	15.6%	5.3%	2.4%
藥品、醫療用品及化粧品零售業網路銷售額YOY	4.0%	2.1%	2.2%
文教育樂用品零售業網路銷售額YOY	17.3%	15.5%	1.6%
資通訊及家電設備零售業網路銷售額YOY	-5.6%	8.5%	3.6%
其他非店面零售業網路銷售額YOY	6.2%	1.3%	69.2%
其他零售業網路銷售額YOY	-24.0%	2.1%	7.2%
整體零售業網路銷售額YOY	3.6%	2.3%	100.0%

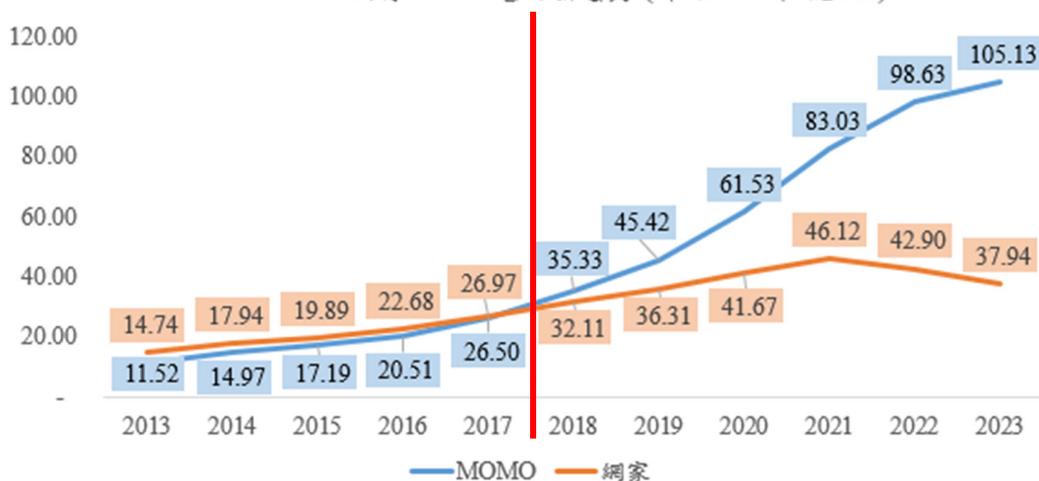
資料來源：經濟部統計處，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

台灣B2C龍頭為MOMO

- MOMO於2018年正式超越網家成為台灣B2C龍頭，之後差距越拉越大
- 2013~2023年MOMO B2C營收CAGR為24.75%，網家為12.60%。
- 2018~2023年MOMO B2C營收CAGR為9.92%，網家為3.39%。

MOMO vs 網家 B2C營收走勢(單位：十億元)



Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

富邦媒PE band



● 富邦媒近幾年的PE band區間為20~100x，2Q21台灣疫情爆發，政府實施三級警戒至4Q21旺季這區間股價在80~100x震盪做頭之後做大幅修正，目前修正至PE 30x上下。

資料來源：CMoney(08/19/2024)，群益投顧彙整

富邦媒殖利率概念股？

年度	EPS(元)	現金股利(元)	現金股利發放率	股票股利(元)
2014	9.11	8.48	93.08%	0
2015	7.48	7	93.58%	0
2016	8.45	8	94.67%	0
2017	9.07	8	88.2%	0
2018	10.35	9	87.0%	0
2019	9.95	8.5	85.4%	0
2020	10.67	10	93.7%	3
2021	15.01	13	86.6%	2
2022	14.29	15	105.0%	1
2023	15.1	14.8	98.0%	0.5
2024F	14.49	13.0	90.0%	0

資料來源：Bloomberg，CMoney，群益投顧彙整

YTD 富邦媒股價 vs 加權指數

- 營運未見好轉，股價仍在低檔徘徊

富邦媒還原股價 vs 加權指數



資料來源：CMoney(10/22/2024)，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

MOMO成為B2C龍頭的關鍵



台灣有75%家庭購買決策由女性決定，momo的桃紅色設計就是為了吸引女性。



MOMO選擇在都會區近郊設置衛星倉，將顧客可能購買的商品先送至衛星倉，等顧客下訂後立即出貨，縮短送貨時間。



結合集團的力量，像是跟富邦銀行聯手發行momo卡、台灣大哥大提供momo會員門市取貨，並推出活動贈送momo幣、momo電視購物商品在momo購物網上架等等。

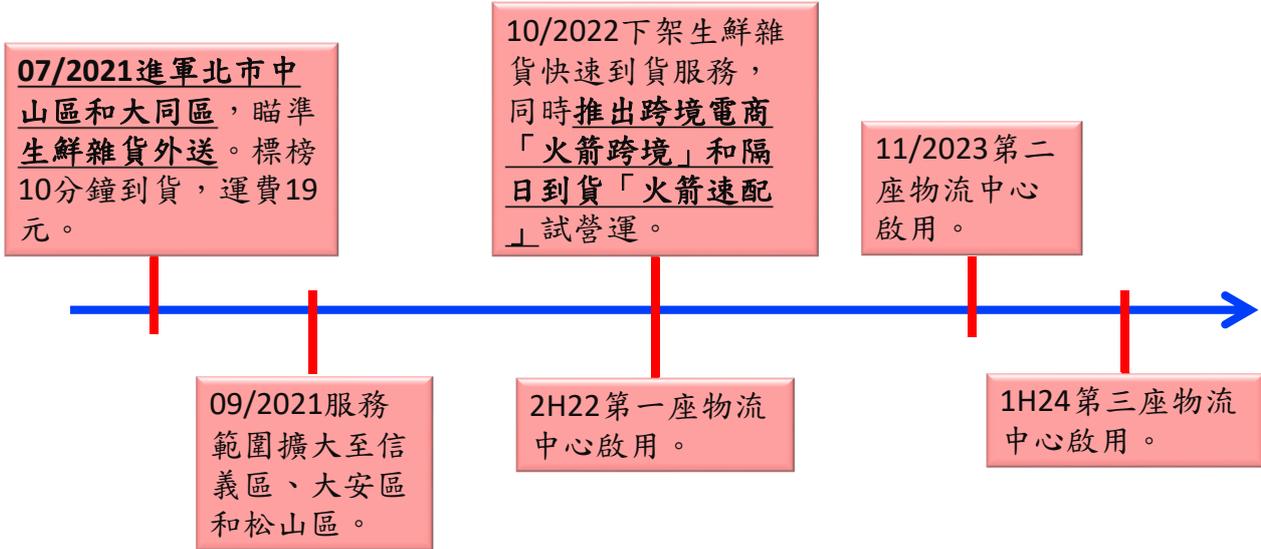


網購頁面的折扣、回饋和贈品，都標示很清楚，資訊的排序與篩選也做得很好，故能吸引消費者逛下去，花更多的錢購物。

資料來源：商業週刊(10/2020)，群益投顧彙整

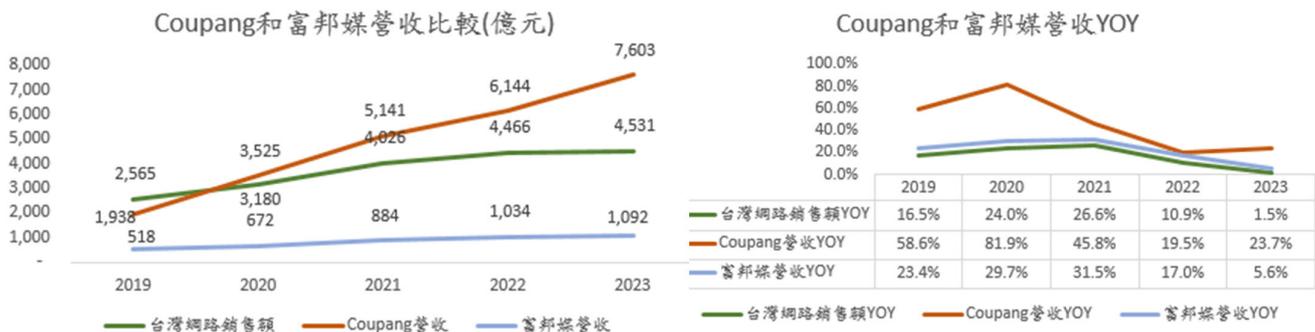
Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

Coupang於07/2021進軍台灣



Coupang營收規模是富邦媒近7倍水準

- 受惠於疫情，Coupang和富邦媒營收都有不錯的增速，成長速度Coupang明顯優於富邦媒，疫情後增速都有趨緩跡象。
- 2019年Coupang營收為1,938億元，是富邦媒整體營收的3.7倍，並於2020年超車台灣網路銷售額。2023年營收高達7,603億元，已是富邦媒整體營收近7倍的水準，營收YOY也維持20%以上的高成長。



Coupang資本支出金額驚人

- Coupang資本支出超出富邦媒和網家許多，2023年達279.4億元，富邦媒僅13.1億元。
- Coupang的資本支出主要是來自於**建造物流中心以及自有的物流車隊**，目的在面積約為台灣2.76倍的韓國，Coupang可以做到24小時內送達99.3%訂單。
- **Coupang準備砸4億美元拓展台灣及其它市場業務，因成長速度超越了Coupang在韓國的初期表現。**
- 若未來Coupang打算深耕台灣，擴大投資，網家或是其他規模較小的B2C將首當其衝，富邦媒未來的成長動能也將面臨壓力。

單位：億元	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Coupang資本支出	28.2	67.3	142.8	188.2	246.1	279.4
富邦媒資本支出	6.8	2.0	6.3	2.9	24.1	13.1
網家資本支出	1.9	2.3	1.8	5.7	2.3	8.4

Coupang的競爭優勢



建置屬於自己的倉儲物流系統，能在比台灣面積大2.8倍的韓國數小時就能將貨物送達。全韓國已經有超過100座的物流中心。



培育出自己物流體系的Coupang man，除了服務態度外，也期望能夠為消費者帶來便利舒適的消費體驗，例如：提前聯繫消費者是否在家，若消費者無法現身取貨，會將商品放在消費者指定的位置；又或是得知消費者家中有嬰幼兒時，於送貨時便會降低音量。



大量投放數位廣告，還一度成為Facebook在南韓的最大廣告客戶，有統計數據顯示，韓國Facebook用戶每月在Facebook上，平均會看到72次Coupang的廣告，在台灣廣告投放亦不手軟。

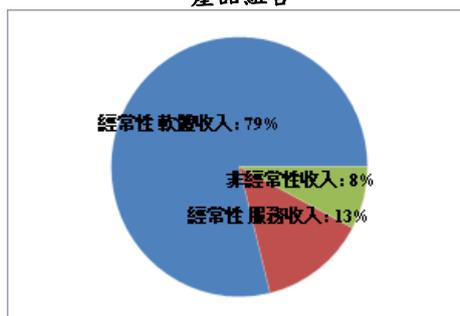


提供多元服務，包括當日和隔日上午送達一般商品及日用雜貨，以及透過Coupang Pay簡易支付、Coupang Eats運送熟食、Coupang Play線上串流直播。

重點股：91APP*-KY(6741 TT)

- 2023年受到景氣下滑，以及解封後民眾外出購物意願提升影響線上消費力道，這些不利因素2024年逐漸淡化，2024~2025年91APP營收將恢復高成長。
- 91APP在台灣的大型實體和品牌通路的市佔率目前為15~20%，尚有不少實體客戶尚未轉型D2C，公司目標是未來能在大型實體和品牌通路的市佔率達30~40%。

產品組合



單位：百萬元	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	1,627	1,954	2,364	417	372	384	381	489	442	457	459	596
營業毛利淨額	1,221	1,467	1,775	326	274	284	280	383	325	338	337	467
營業利益	522	657	821	145	110	115	111	186	131	144	143	239
稅後純益	496	582	715	109	120	118	99	159	120	132	127	204
稅後EPS(元)	4.11	4.83	5.93	0.90	1.00	0.98	0.82	1.32	0.99	1.09	1.05	1.69
毛利率(%)	75.06%	75.09%	75.09%	78.24%	73.71%	73.82%	73.37%	78.39%	73.61%	73.90%	73.45%	78.35%
營業利率率(%)	32.08%	33.62%	34.73%	34.67%	29.60%	29.90%	29.04%	38.07%	29.69%	31.47%	31.14%	40.10%
稅後純益率(%)	30.49%	29.80%	30.24%	26.17%	32.24%	30.67%	25.94%	32.57%	27.08%	28.81%	27.69%	34.22%
營業收入YoY/QoQ(%)	17.10%	20.09%	21.01%	28.89%	-10.73%	3.27%	-0.84%	28.16%	-9.60%	3.50%	0.30%	30.00%
稅後純益YoY/QoQ(%)	24.55%	17.39%	22.79%	-4.37%	9.98%	-1.76%	-16.12%	60.91%	-24.85%	10.14%	-3.61%	60.65%

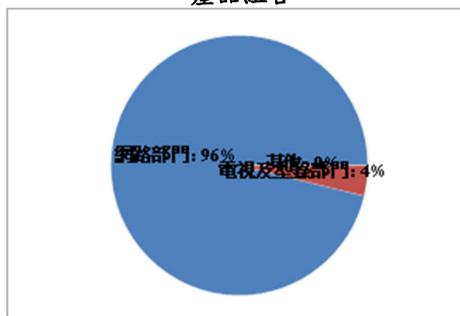
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本6.03億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

重點股：富邦媒(8454 TT)

- 考量台灣電商滲透率偏低，未來仍有很大的成長潛力，若台灣電商的滲透率開始提升，將有助於富邦媒的營收回復到高成長。
- 南部物流中心則預計於4Q24開始營運，未來會擴大在南部的送貨服務，以提高市佔率和營運效率。中部物流中心於11/2023動工，預計2027年啟用。

產品組合



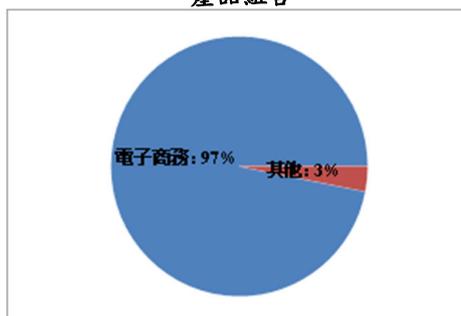
單位：百萬元	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	112,439	123,760	138,566	32,836	26,878	26,657	25,553	33,351	27,715	29,074	28,791	38,181
營業毛利淨額	10,339	11,450	12,863	3,057	2,537	2,427	2,279	3,095	2,608	2,647	2,652	3,543
營業利益	3,959	4,292	4,911	1,379	1,117	924	823	1,095	916	955	960	1,461
稅後純益	3,232	3,484	3,979	1,147	909	768	666	888	745	777	780	1,181
稅後EPS(元)	12.81	13.81	15.77	4.55	3.60	3.05	2.64	3.52	2.95	3.08	3.09	4.68
毛利率(%)	9.20%	9.25%	9.28%	9.31%	9.44%	9.11%	8.92%	9.28%	9.41%	9.11%	9.21%	9.28%
營業利率率(%)	3.52%	3.47%	3.54%	4.20%	4.16%	3.47%	3.22%	3.28%	3.30%	3.29%	3.33%	3.83%
稅後純益率(%)	2.87%	2.81%	2.87%	3.49%	3.38%	2.88%	2.61%	2.66%	2.69%	2.67%	2.71%	3.09%
營業收入YoY/QoQ(%)	2.93%	10.07%	11.96%	30.95%	-18.14%	-0.82%	-4.14%	30.52%	-16.90%	4.90%	-0.97%	32.61%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-10.92%	7.79%	14.21%	52.91%	-20.74%	-15.48%	-13.29%	33.37%	-16.11%	4.22%	0.45%	51.39%

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25.23億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

- 若2H24~2025年3C產品有復甦，則群益預估2025年營收YOY有望持平至低個位數衰退，不過因為B2C競爭仍非常激烈，故2025年要損平仍有難度。
- 網家於10/23/2024宣布由統一(1216 TT)認購私募，約佔網家增資後已發行股份30%，公司表示用途為充實營運資金，並沒有併購綜效。

產品組合



單位：百萬元	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	38,427	38,029	38,013	12,250	9,650	8,454	8,911	11,412	9,222	8,441	8,969	11,397
營業毛利淨額	4,843	4,855	4,912	1,276	1,243	1,184	1,156	1,261	1,197	1,199	1,187	1,272
營業利益	-362	-225	-123	-246	-12	-35	-95	-219	2	46	-64	-208
稅後純益	-579	-361	-229	-298	-76	-105	-152	-246	-25	19	-121	-235
稅後EPS(元)	-4.02	-2.51	-1.59	-2.07	-0.53	-0.73	-1.05	-1.71	-0.17	0.14	-0.84	-1.63
毛利率(%)	12.60%	12.77%	12.92%	10.41%	12.88%	14.00%	12.98%	11.05%	12.98%	14.21%	13.23%	11.16%
營業利益率(%)	-0.94%	-0.59%	-0.32%	-2.00%	-0.12%	-0.42%	-1.07%	-1.92%	0.02%	0.55%	-0.72%	-1.83%
稅後純益率(%)	-1.51%	-0.95%	-0.60%	-2.43%	-0.78%	-1.25%	-1.70%	-2.16%	-0.27%	0.23%	-1.35%	-2.06%
營業收入YoY/QoQ(%)	-6.93%	-1.03%	-0.04%	25.55%	-21.22%	-12.40%	5.41%	28.06%	-19.19%	-8.46%	6.26%	27.07%
稅後純益YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

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14.40億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

2025年自動化產業展望

--景氣逐步邁向回升趨勢，預估1Q25即為全年低點

- **nVIDIA**執行長黃仁勳10/2024指出，未來企業的核心將在AI，AI不僅存在於虛擬世界，實體AI(如機器人)更將成為全球各行業的基石，黃仁勳並強調，「AI本質上就是機器人」。黃仁勳於03/2024 GTC大會發表人形機器人通用基礎模型「Project GR00T」，且現階段以重工業領域為目標市場。群益認為，機器人長期潛在發展空間大，相關商機為台灣傳動元件廠、IPC廠業績成長動能，且為重要股價題材。
- 雖然01~09/2024中國汽車出貨2,149.1萬輛，YoY+2.02%，不過，3Q24中國汽車出貨752.4萬輛，YoY-3.87%，多頭景氣不確定性提高。
- 05~07/2024日本工具機新增訂單金額連續3個月走揚，合計增加至382.29億日圓，YoY+7.42%，但08~09/2024合計則為236.13億日圓，YoY-5.06%，觀察產業供需狀況，群益認為，景氣回升趨勢仍存在雜音。
- 目前自動化產業已屆空頭景氣低點，雖通膨、地緣政治等不確定因素仍在，但市場庫存歷經多季調整後已逐漸回歸正常水準，加以機器人商機逐步落實，群益預估，2025年出貨展望優於2024年，且1Q25即為全年低點。
- 重點股：上銀(2049 TT)、亞德客(1590 TT)。

黃仁勳：「AI本質上就是機器人」

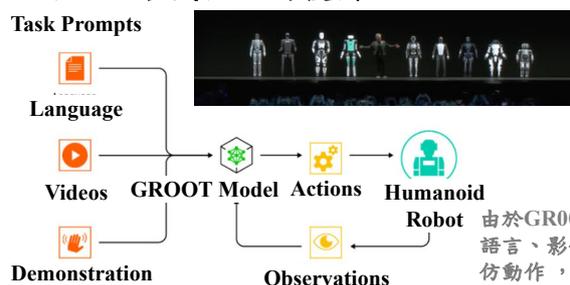
- **nVIDIA**執行長黃仁勳10/2024出席聯想(lenovo)舉辦的「Tech World」中指出，未來企業的核心將在AI，AI不僅存在於虛擬世界，實體AI(如機器人)更將成為全球各行業的基石，黃仁勳並強調，「AI本質上就是機器人」。
- 黃仁勳於03/2024GTC大會發表軟硬體整合產品「Project GR00T」，並指出該產品為「創建人形機器人所需的技術」。
- nVIDIA技術副總裁Rev Lebedev則指出，由GR00T驅動的機器人將用於重工業領域，現正與Figure AI、Boston Dynamics、TESLA、宇樹科技、Agility Robotics、Disney、Sanctuary AI、Apptroik等策略夥伴加速研發中。

nVIDIA用於人形機器人的技術GR00T

03/2024 nVIDIA GTC大會發表GB200 Grace Blackwell超級晶片系統、AI軟體(NIM微服務)、Omniverse雲端、Project GR00T(通用型機器人技術)等4個產品。

除展示GPU強大的功能、新一代「Blackwell」運算架構外，也表明以AI技術進軍人形機器人領域，這方面推出的相關產品包括Jetson Thor晶片、模擬平台(Isaac Sim)與人形機器人通用基礎模型(GR00T)。

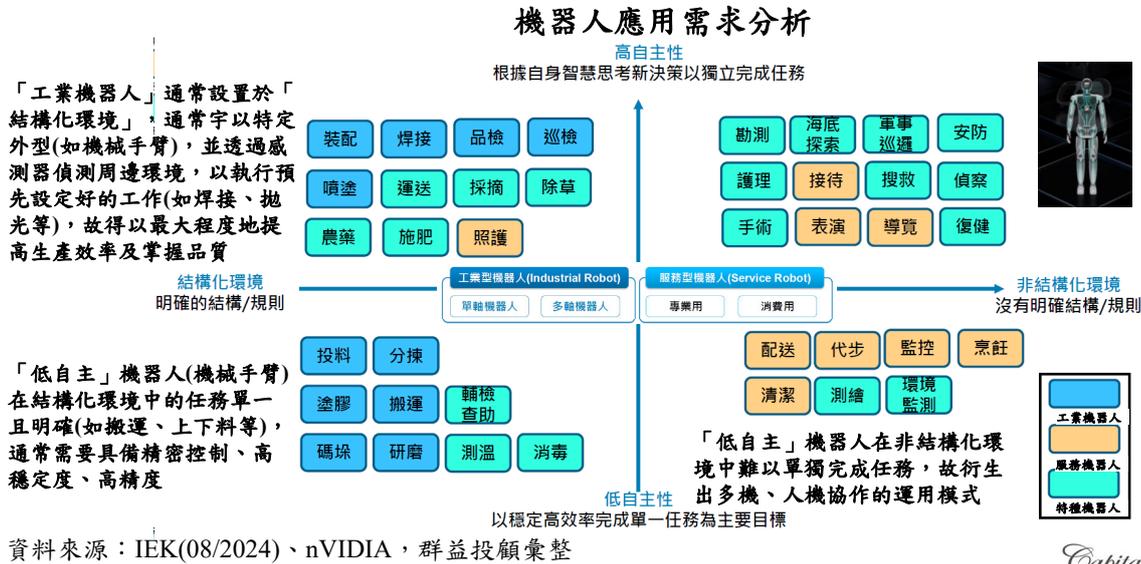
資料來源：nVIDIA、IEK(05/2024)，群益投顧彙整



GR00T係包括機器人所需的電腦和AI系統、生成式AI軟體，在該模型中，乃透過AI晶片提供算力，讓機器人學習各種狀態的應對，此外若遭遇事先無程式設定的狀況，機器人亦可立即自行學習解決。

由於GR00T驅動的機器人能理解自然語言、影像，透過觀察人類行為來模仿動作，以及進一步強化能力。

- 人形機器人乃以雙腿行走，並透過手臂完成任務，基於演算法、人工智慧，擁有理解語意、人機互動、自主決策等能力，換言之，**人形機器人的核心能力在於感知計算、運動控制**，此外，**人形機器人亦為機器人產業發展由專用場景邁向通用場景的重要里程碑**。



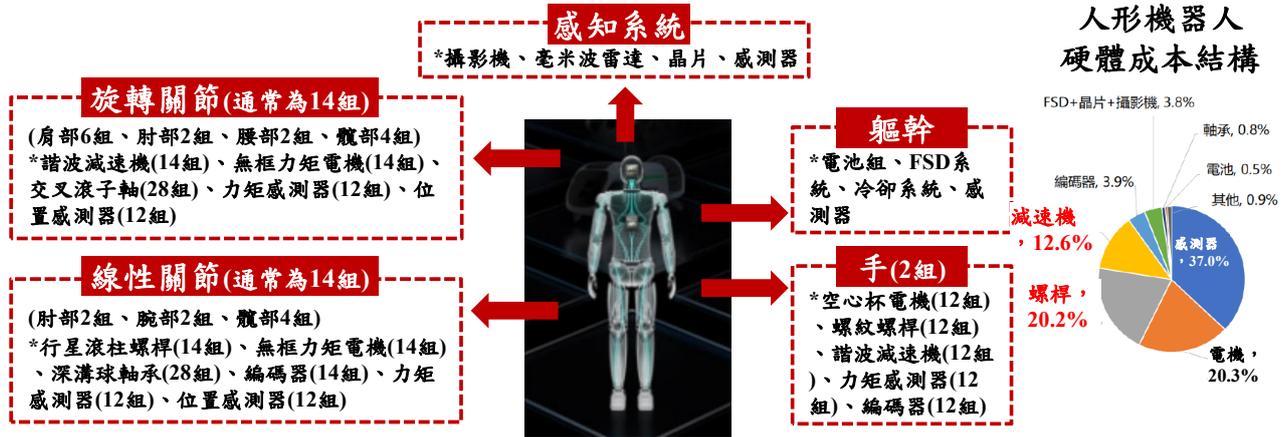
- 現階段人形機器人重要潛力終端應用市場有二，(1)執行製造業中**3K(危險、辛苦、骯髒)工作**，有助於降低職業災害、彌補相關就業人力缺口，**根據研調機構IEK指出，單就美國而言，相關職缺即高達1千萬個**，(2)**照顧/陪伴(失智症、自閉症等)患者、長者，以及提升接待、導覽工作的服務品質**，群益認為，**此為機器人外觀以「人形」顯現的關鍵**。



硬體成本為發展進度重要觀察指標

- 相較於機械手臂、機械手臂搭配AGV(無人搬運車)、履帶式/輪軸驅動式AMR(自主移動機器人)等，人形機器人的移動方式可不限於單一平面空間，為此，能否達成包括輕量化(由鎂合金改採碳纖維複合材料的比重提高)、高扭距/高剛性機構件(伺服馬達、滾珠螺桿、齒輪等零組件)、高傳動效率(通常採用直流電池，續航力高低將取決於此)等硬體規格要求並控制整體成本，為人形機器人發展進度的重要觀察指標。

人形機器人各重要零組件



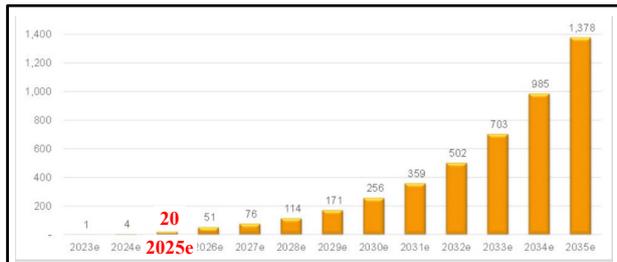
資料來源：nVIDIA、IEK(08/2024)，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

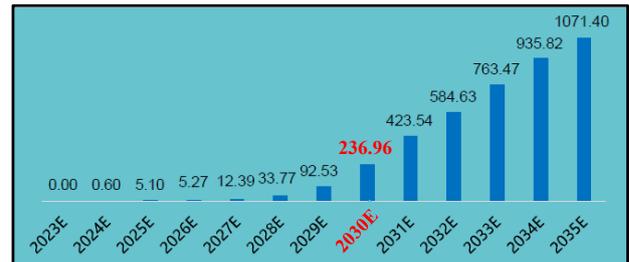
人形機器人首波應用場域在智慧製造

- 根據Goldman Sachs Group指出，雖然2024年全球人形機器人出貨尚低於5千台，不過，預估2035年將擴大至137.8萬台。現階段影響人形機器人加速普及的問題有二，(1)動作速度慢，作業效率低，(2)在非結構性場景下運作的穩定度、可靠性偏低。
- 根據研調機構IEK指出，由於製造業部份場景固定、工序單純，預估在汽車、3C產品智慧製造領域將為人形機器人首波大量應用的場域，2030年製造業人形機器人市場規模將達236.96億美元。

全球人形機器人出貨量(單位：千台)



製造業人形機器人市場規模(單位：億美元)



資料來源：Goldman Sachs Group、IEK(09/2024)，群益投顧彙整

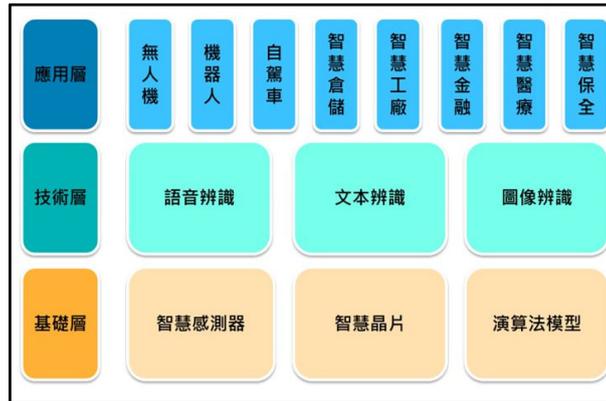
Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

- 根據麥肯錫報告指出，生成式AI將帶動3.44兆美元產業效益，其中以高科技的0.35兆美元居冠，其次則為零售業的0.28兆美元、金融業的0.27兆美元。
- AI架構分為基礎層、技術層、應用層等3層，其中，應用層乃延伸至無人機、機器人、自駕車、智慧倉儲、智慧工廠等諸多情境，相關衍生商機為台灣自動化業者重要長線潛在動能。

生成式AI產業應用效益
(單位：百億美元)



AI核心架構



資料來源：McKinsey & Company、IEK(01/2024)，群益投顧彙整

- **Edge AI**係指在接近數據來源的位置(邊緣伺服器)進行資料處理、分析，僅將必要結果傳送至雲端伺服器，藉以減少頻寬需求、降低對雲端伺服器的依賴，並得以提供更快速的回應。**邊緣裝置的AI有助於保護隱私安全，例如生成程式碼的程式設計助理僅在裝置上執行，不會上傳至雲端。**
- **Edge AI軟體**2023年產值10.87億美元，預估2027年將超過30.8億美元，**2022年至2027年CAGR 28.9%**，終端應用包括智慧能源、智慧交通、智慧製造、電信、智慧醫療等。**Edge AI硬體**包括手機、智慧喇叭、監視攝影機、機器人、汽車等，2022年出貨10.56億部，預估2027年增加至27.16億部，**2022年至2027年CAGR 20.8%**。

全球Edge AI軟體產值(單位：百萬美元)

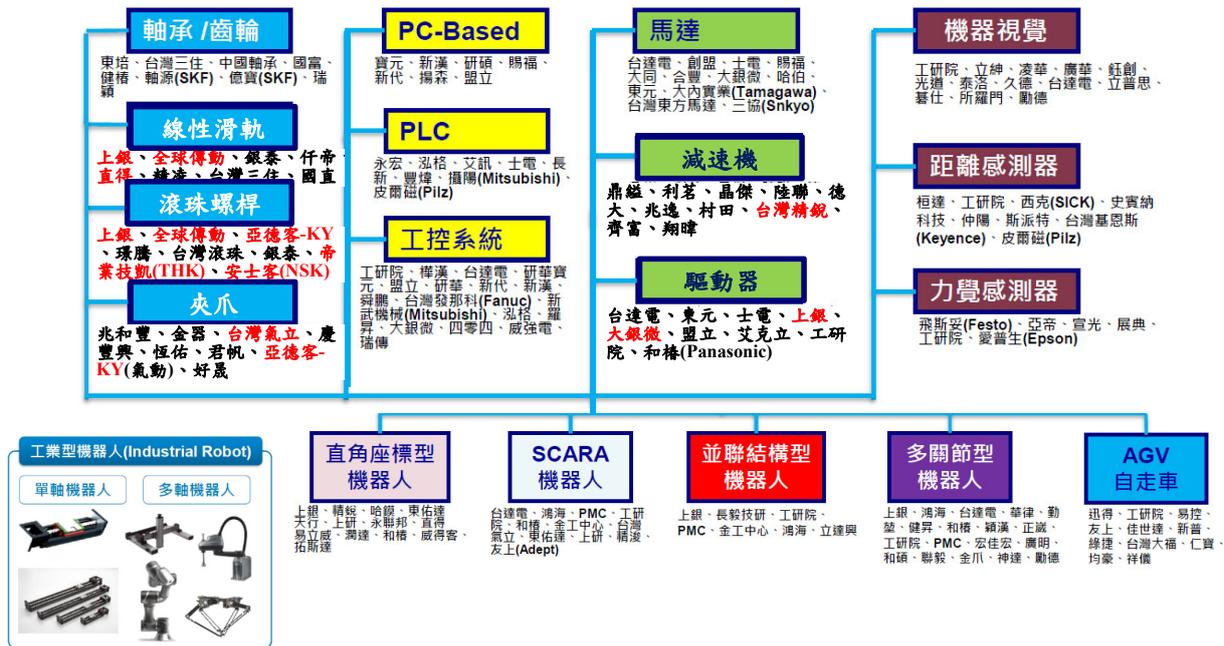


全球Edge AI硬體出貨量(單位：百萬部)



資料來源：IEK(03/2024)、IFR、IEEE、AIPAT、Data Science Association、IAAIL、Market&Market，群益投顧彙整

台灣機器人供應鏈



資料來源：IEK(08/2024)，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

估2025年工業機器人安裝量YoY+2.6%

- 根據研調機構IFR指出，由於企業資本支出態度陸續轉為保守，2023年全球工業機器人安裝數量54.1萬台，YoY-2%，IFR並預估，隨著全球總經景氣觸底反彈，2024年全球工業機器人安裝數量維持與2023年接近水準，且2025年即可重拾成長動能，全球工業機器人安裝數量增加至55.5萬台，YoY+2.6%。

全球工業機器人安裝數量(單位：千台)



機器人類型概況

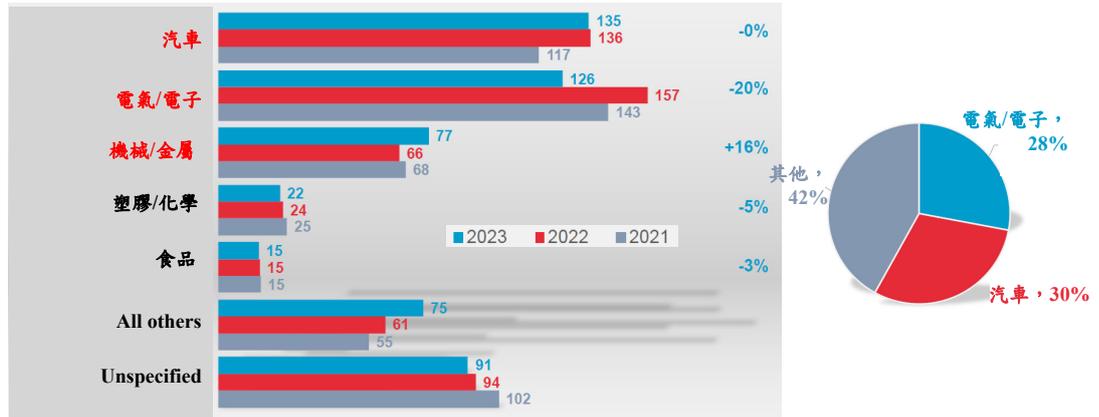


資料來源：World Robotics 2024、IFR(09/2024)、IEK(08/2024)，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

- 根據研調機構IFR 09/2024發表的World Robotics 2024指出，**工業機器人前兩大終端應用為汽車、電氣/電子**，2023年安裝數量分別為13.5萬台(YoY-0%)、12.6萬台(YoY-20%)，**近幾年出貨比重分別為20~30%、20~30%**。此外，**機械/金屬、塑膠/化學、食品業**的安裝數量分別為7.7萬台(YoY+16%)、2.2萬台(YoY-5%)、1.5萬台(YoY-3%)，**近幾年出貨比重分別為10~15%、4~6%、2~4%**。

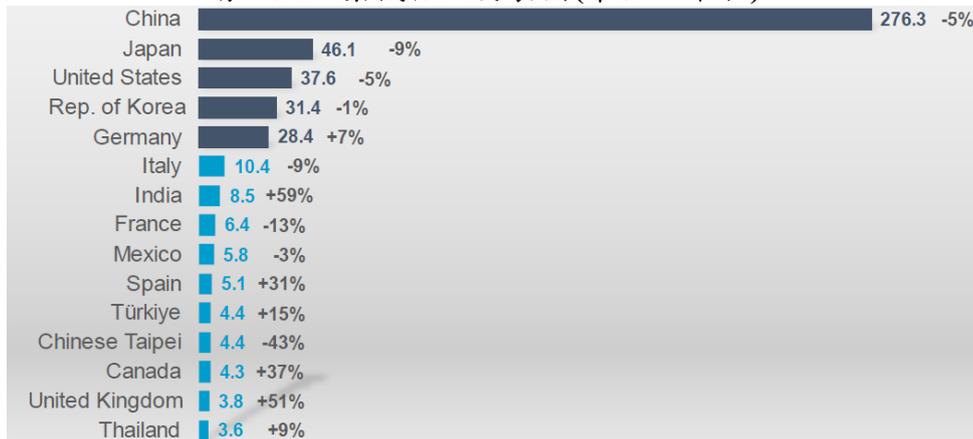
2023年各主要終端應用的工業機器人安裝數量(單位：千台)



資料來源：World Robotics 2024、IFR(09/2024)，群益投顧彙整

- 根據研調機構IFR指出，**2023年全球工業機器人安裝數量中的79%集中在中國、日本、美國、南韓、德國等前5大市場**。其中，**中國市場安裝數量減少至27.63萬台，YoY-5%**，**惟仍占前15大工業機器人安裝國總數的51%**(2022年為52%，2012年則僅14%)；**日本(亦為最重要的工業機器人製造國)、美國、南韓安裝數量亦低於2022年**；然而，**德國市場安裝數量則增加至2.84萬台，YoY+7%**。

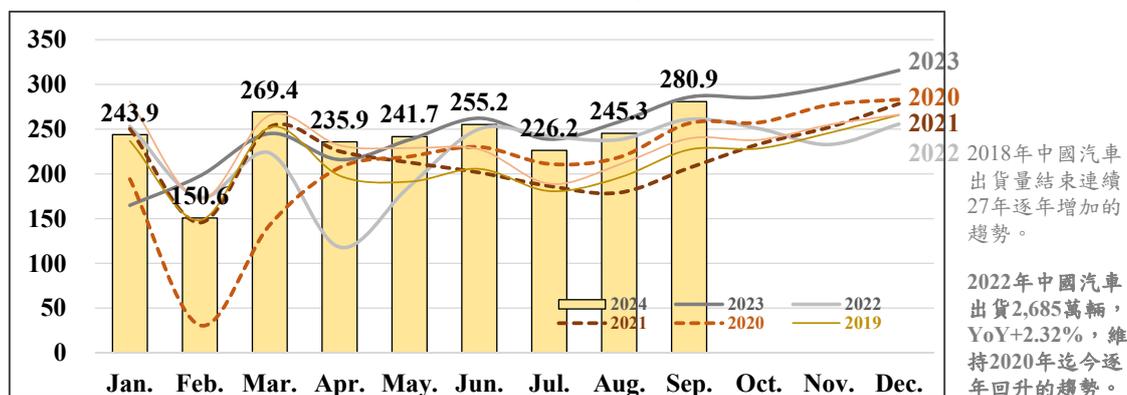
前15大工業機器人安裝國(單位：千台)



資料來源：World Robotics 2024、IFR(09/2024)，群益投顧彙整

- 2023年中國汽車出貨3,004.5萬輛，YoY+11.90%，創歷史新高，其中，12/2023出貨315.6萬輛，亦超過12/2017(306.0萬輛)成為單月歷史新高。
- 雖然01~09/2024中國汽車出貨2,149.1萬輛，YoY+2.02%，不過，3Q24中國汽車出貨752.4萬輛，YoY-3.87%，多頭景氣不確定性提高。

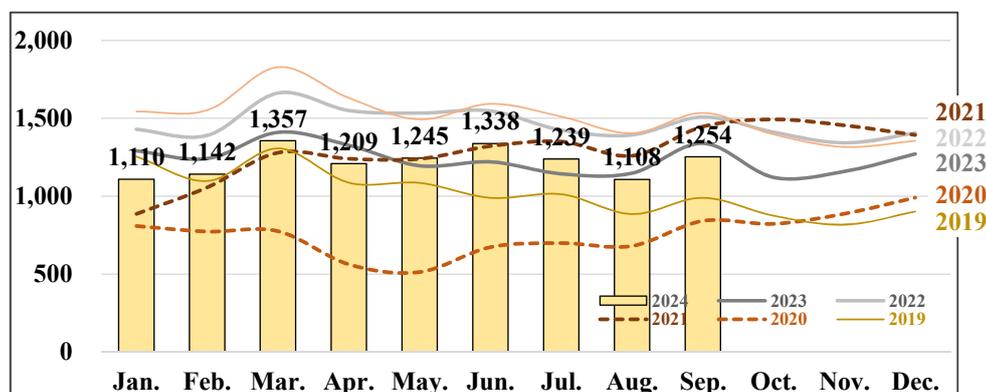
中國汽車銷售量(單位：萬輛)



資料來源：中國工信部(10/2024)，群益投顧彙整

- 05~07/2024日本工具機新增訂單金額連續3個月走揚，合計增加至382.29億日圓，YoY+7.42%，但08~09/2024合計則為236.13億日圓，YoY-5.06%，觀察產業供需狀況，群益認為，雖然市場庫存歷經多季調整後已回歸正常水準，但受到地緣政治、通膨等因素影響，景氣回升趨勢仍存在雜音。

日本工具機訂單金額(單位：億日圓)



資料來源：JMTBA(日本工具機協會，10/2024)，群益投顧彙整

- 觀察IPC龍頭廠研華近期的接單狀況，3Q24 b/b ratio雖尚低於過去約1.1的平均水準，但已回升至1.07(2Q24為1.01)，維持2Q23迄今逐季走高的趨勢，且北美、歐洲、中國等重要市場均已回升至1以上。其中，北美市場b/b ratio由2Q24的1.00提高至1.11，歐洲市場由2Q24的1.04提高至2Q24的1.16，至於中國市場為1.01，維持與1H24接近的水準。群益認為，2024年自動化產業市況逐季復甦，4Q24訂單能見度有機會持續提高，且2025年亦維持緩步回升趨勢。

研華近期接單/出貨比 (b/b ratio)

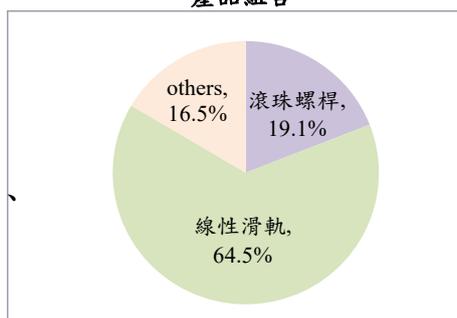


資料來源：研華(11/2024)，群益投顧彙整

重點股：上銀(2049 TT)

- 上銀主要生產滾珠螺桿、線性滑軌等傳動元件，近幾年營收比重為15~25%、50~70%，此外，也跨足工業機器人領域，近幾年營收比重為5~10%。
- 上銀產品除透過代理商銷售外，亦於美、德、日、中國、韓國、新加坡等地設置行銷子公司，通路佈局完整，為另一競爭利基。

產品組合



單位：百萬元	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	24,527	26,629	28,170	5,758	5,506	6,183	6,326	6,511	6,065	6,796	6,952	6,816
營業毛利淨額	7,518	8,237	8,774	1,516	1,589	1,948	1,944	2,036	1,845	2,105	2,161	2,125
營業利益	2,407	3,044	3,443	179	400	656	685	667	632	832	857	723
稅後純益	2,147	2,473	2,781	333	395	582	664	505	504	700	724	545
稅後EPS(元)	6.07	6.99	7.86	0.94	1.12	1.65	1.88	1.43	1.42	1.98	2.05	1.54
毛利率(%)	30.65%	30.93%	31.15%	26.33%	28.86%	31.51%	30.73%	31.28%	30.43%	30.98%	31.09%	31.17%
營業利益率(%)	9.81%	11.43%	12.22%	3.10%	7.27%	10.61%	10.82%	10.24%	10.43%	12.24%	12.32%	10.61%
稅後純益率(%)	8.75%	9.29%	9.87%	5.78%	7.18%	9.41%	10.50%	7.76%	8.31%	10.30%	10.41%	8.00%
營業收入YoY/QoQ(%)	-0.43%	8.57%	5.79%	-12.20%	-4.36%	12.28%	2.32%	2.91%	-6.85%	12.05%	2.29%	-1.95%
稅後純益YoY/QoQ(%)	5.51%	15.18%	12.46%	-47.30%	18.82%	47.26%	14.16%	-23.99%	-0.21%	38.82%	3.45%	-24.65%

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35.38億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

- 亞德客-KY主要生產氣動元件，產品終端應用領域營收比重以電子設備居冠，近幾年為20~30%，其餘應用領域上包括能源與照明、電池、包裝機械、汽車製造等。
- 相較於日、德同業，亞德客-KY的成本控制力較佳，且目前產品規格總數已達20~25萬件，且仍持續增加，為市佔率逐年提高的關鍵。

產品組合



單位：百萬元	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	30,920	33,237	34,996	7,356	7,206	8,428	7,381	7,906	7,647	8,810	8,684	8,096
營業毛利淨額	14,501	15,505	16,239	3,462	3,395	3,989	3,415	3,701	3,545	4,138	4,073	3,749
營業利益	9,434	10,226	10,763	2,156	2,162	2,648	2,186	2,438	2,296	2,759	2,716	2,454
稅後純益	7,656	8,028	8,452	1,699	1,829	2,261	1,663	1,903	1,822	2,133	2,158	1,915
稅後EPS(元)	38.28	40.14	42.26	8.50	9.15	11.31	8.32	9.51	9.11	10.67	10.79	9.58
毛利率(%)	46.90%	46.65%	46.40%	47.06%	47.12%	47.33%	46.27%	46.81%	46.36%	46.97%	46.90%	46.31%
營業利益率(%)	30.51%	30.77%	30.76%	29.32%	30.01%	31.42%	29.61%	30.84%	30.03%	31.32%	31.28%	30.32%
稅後純益率(%)	24.76%	24.15%	24.15%	23.10%	25.39%	26.83%	22.54%	24.07%	23.83%	24.21%	24.85%	23.66%
營業收入YoY/QoQ(%)	3.66%	7.49%	5.29%	-2.75%	-2.04%	16.96%	-12.42%	7.11%	-3.27%	15.20%	-1.43%	-6.77%
稅後純益YoY/QoQ(%)	9.91%	4.86%	5.28%	-12.39%	7.64%	23.60%	-26.43%	14.38%	-4.23%	17.07%	1.14%	-11.24%

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20.00億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

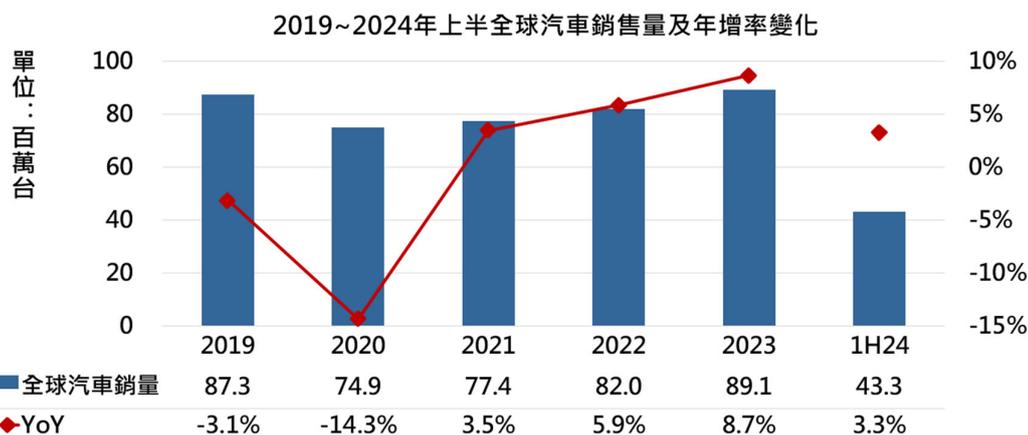
汽車產業2025

--新車銷售動能回升，電動車需求增速仍放緩

- 整體經濟景氣復甦，但因面臨地緣政治不確定性、高利率影響汽車貸款條件、各項物資上漲排擠購車預算等多重因素，壓抑消費者購車意願，2024年全球整體汽車銷量微幅增長。預估2025年成長力道相對轉好。
- 政府政策方面，中國持續加大電動車推廣力道。美國、歐盟政府推動力道則相對放緩；且美國、歐盟相繼對於中國電動車設下關稅壁壘，以避免中國電動車大舉傾銷，此影響將延續至2025年。
- 2024年方面，預估全球電動車銷量為1,719萬台，YoY+23.8%。年增率低於2020~2023年之表現。全球電動車市場仍由主要區域市場中國、歐洲、美國所主導，三大市場占比超過90%。2025年電動車市場需求將持續增長，但增速依舊呈現放緩跡象。
- 因電動車發展需要充電設施支持，故公共充電樁、私人充電樁建置將持續增長。
- 重點股：可留意營運能持續增長的東陽(1319 TT)。

1H24全球汽車銷量YoY+3.3%

- 根據DIGITIMES資料統計顯示，1H24全球汽車銷售量4,330萬台，YoY+3.3%。其中，1Q24銷量約2,100萬台，YoY+5.2%；2Q24銷量約2,200萬台，YoY+1.5%。由於車廠消化先前基壓的需求訂單，2023年全球汽車市場強勁反彈，1Q24延續此態勢，但隨著積壓訂單逐漸去化完畢，2Q24銷量年增率出現降溫情形。



1H24全球汽車市場區域性差異明顯

- 1H24全球汽車市場出現區域性差異，成熟市場汽車銷量年增率較低，新興市場則成長動能相對強勁。中國、美國、歐洲三大市場佔1H24整體銷量約60%，但年增率落於1.4~4.4%；日本銷量則明顯下滑，YoY-13.2%。而印度、巴西、墨西哥等新興市場需求較佳，1H24成長性分別為YoY+7.4%、YoY+15.4%、YoY+12.5%。

國家/地區	1H23銷售量	1H24銷售量	YoY
中國	11,099,606	11,255,000	1.4%
美國	7,658,200	7,810,700	2.0%
歐洲	6,589,174	6,879,438	4.4%
日本	2,450,600	2,127,490	-13.2%
印度	1,848,479	1,985,140	7.4%
巴西	934,700	1,078,300	15.4%
墨西哥	628,986	707,700	12.5%

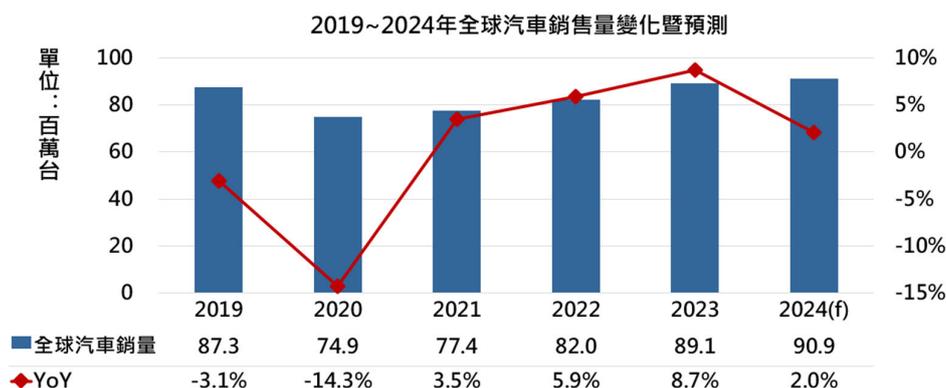
資料來源：Digitimes(09/2024)、群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

73

2024年全球汽車銷量增長動能放緩

- 由於晶片短缺現象已獲得緩解，且為了消化2022年累積訂單而產生的遞延性需求，2023年全球汽車銷量回升至8,910萬台，YoY+8.7%。
- 雖整體經濟景氣復甦，但因面臨地緣政治不確定性、高利率影響汽車貸款條件、各項物資上漲排擠購車預算等多重因素，將壓抑消費者購車意願，Digitimes預估2024年全球汽車銷量約9,090萬台，YoY+2.0%。



資料來源：Digitimes(09/2024)、群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

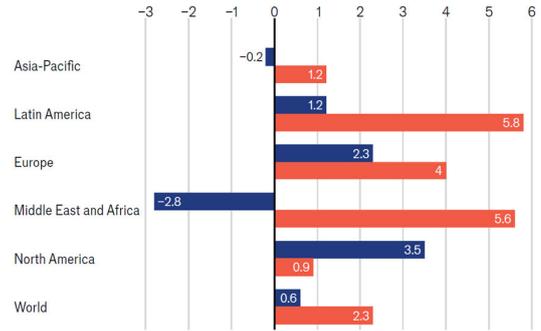
74

2025年全球汽車銷量動能回升

- 以經濟學人智庫(EIU)資料來看，雖然統計基礎不同，但2024年新車銷售同樣處於微幅增長態勢，但2025銷量動能相對回升。以各區域來看，亞太地區、拉丁美洲、歐洲、中東/非洲成長幅度提升，而北美增幅下降。
- 商用車銷量維持增長態勢且成長幅度相對較強。各區域表現走勢則與新車銷售相同。

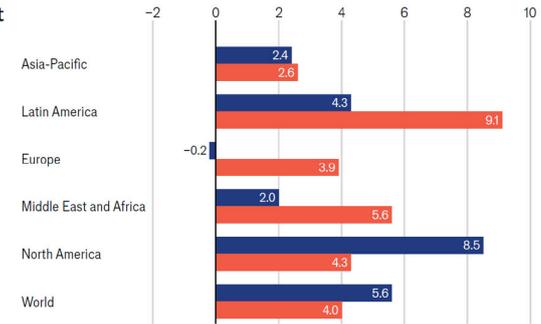
New-car sales will pick up in 2025
% change, year on year

■ 2024
■ 2025



The commercial vehicle market will hold up well in 2025
% change, year on year

■ 2024
■ 2025



資料來源：EIU、群益投顧彙整

2024年電動車主要市場發展因素

地區	2023	2024	YoY	影響市場發展主要因素
中國	829萬	1,100萬	24.7%	<ul style="list-style-type: none"> ● 正向因素：(1) 2024~2025年延長實施電動車免徵車購稅政策。(2) 提升充電基礎設施，形成城市面狀、公路線狀、鄉村點狀的充電網路。 ● 負向因素：2023年基期已高，2024年成長率趨緩。
歐洲	300萬	307萬	2.0%	<ul style="list-style-type: none"> ● 正向因素：(1) 歐盟理事會通過「Fit for 55」法案，促使歐系傳統車廠持續提升電動車產品款數。(2) Tesla擴建柏林廠、中企出口至歐洲銷量增，推升該區電動車滲透率。 ● 負向因素：部分國家減少電動車補貼，如德國、瑞典、荷蘭等。
美國	146萬	158萬	7.7%	<ul style="list-style-type: none"> ● 正向因素：IRA補貼政策刺激，促使眾車廠推出更多電動車產品線，將滿足不同市場需求。 ● 負向因素：(1) 福特及通用汽車放緩短期電動車發展計畫。(2) IRA法案中，享有7,500美元購車減稅的條件趨嚴，符合條件車款數將減少。

資料來源：Digitimes(09/2024)

中國電動車購置稅減免政策持續實施

- 06/2023中國財政部、稅務總局、工信部三部門公告電動車減免購置稅政策再延長施行至2027年底，此次政策內容與前幾次相較，有以下幾點差異：(1)延長時程高達4年，較先前單次延長時程最多為2年4個月還更長。(2)設有減稅金額上限，與過去無設上限有所不同，可謂接間設置排富條款。(3)購置稅減免政策將逐步退場。

	宣布日期	主要內容
政策開始執行	2014年8月1日	購置日期在2014年9月1日至2017年12月31日間的電動車，免徵車輛購置稅。
政策四次展延	2017年12月26日	購置日期在2018年1月1日至2020年12月31日間的電動車，免徵車輛購置稅。
	2020年4月16日	購置日期在2021年1月1日至2022年12月31日間的電動車，免徵車輛購置稅。
	2022年9月18日	購置日期在2023年1月1日至2023年12月31日間的電動車，免徵車輛購置稅。
	2023年6月21日	電動車購置稅減免政策自2024年起延長施行至2027年底，並採逐步退場方式。

2024年1月1日至2025年12月31日	購置日期	2026年1月1日至2027年12月31日
免徵車輛購置稅	減免政策	減半徵收車輛購置稅
不超過人民幣3萬元	每台電動車免稅額	不超過人民幣1.5萬元

資料來源：Digitimes (07/2023)、群益投顧彙整

中國加大支持以舊換新政策

項目	《汽車以舊換新補貼實施細則》 《交通運輸擴大規模設備更新行動方案》	《關於加力支持大規模設備更新和消費品以舊換新的若干措施》
乘用車	購買納入《減免車輛購置稅的新能源汽車型目錄》的新能源乘用車，補貼1萬元人民幣；報廢排放標準燃油乘用車並購買2.0升及以下排量燃油乘用車的，補貼7,000元人民幣。	購買納入《減免車輛購置稅的新能源汽車型目錄》的新能源乘用車，補貼2萬元人民幣；報廢排放標準燃油乘用車並購買2.0升及以下排量燃油乘用車的，補貼1.5萬元人民幣。
老舊營運貨車		支持報廢國三及以下排放標準營運類柴油貨車，加快更新為低排放貨車。報廢並更新購置符合條件的貨車，平均每輛車補貼8萬元人民幣。無報廢只更新購置符合條件的貨車，平均每輛車補貼3.5萬元人民幣。只提前報廢老舊營運類柴油貨車，平均每輛車補貼3萬元人民幣。
新能源公交車		推動城市公交車電動化替代，支持新能源公交車及動力電池更新。更新車齡8年及以上的新能源公交車及動力電池，平均每輛車補貼6萬元。
財政資金安排	汽車以舊換新資金由中央財政和地方財政按6:4安排。	汽車以舊換新資金由中央財政和地方財政按9:1安排。中國國家發展改革委員會會同有關部門擬安排1,500億元債券，預用於支持貨車、乘用車、公交車、家電等以舊換新的報廢更新。

資料來源：中國發改委、群益投顧彙整

美國削減通膨法案(Inflation Reduction Act, IRA) 2024年版本調整項目：

- (1) 增加年收入條件：國內消費者年收入30萬美元以下夫婦(戶主低於22.5萬美元)。年收入15萬美元以下單身人士。需過去三年未購置任何電動汽車，用途限制為自用。
- (2) 取消車廠電動車款銷量累積超過 20萬輛(如 Tesla、GM)無法取得抵免限制。2.5萬美元以下之二手電動車(需至少使用兩年)買主提供30%車價抵減，上限為最高4千美元。
- (3) 自01/01/2024起，可將稅收抵免額度轉讓汽車經銷商，直接將抵免額轉換為購車優惠，不需再等至年底報稅。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

美國IRA法案排除FEOC生產之電池

- 美國政府宣布，自01/01/2024起，任何內含「受關注外國時體」(FEOC)成分所生產電池的電動車，將不符合《削減通膨法案(IRA)》稅收抵免資格；初期主要針對電池元件成品，自2025年起將進一步擴至鎳、鋰等電池關鍵原料。FEOC包含任何設在中國、俄羅斯、北韓與伊朗的業者；或上述國家官方持有公司25%以上股權、投票權或董事會席次的業者。

車廠	Tax Credit Amount \$3,750 車型	車廠	Tax Credit Amount \$7,500 車型
Audi	Q5 PHEV 55 TFSI e quattro (2023-2024) Q5 S Line 55 TFSI e quattro (2023-2024)	Acura	ZDX (2024)
Ford	Escape (2022-2024)	Cadillac	LYRIQ (2024)
Jeep	Grand Cherokee PHEV 4xe (2022-2024) Wrangler PHEV 4xe (2022-2024)	Chevrolet	Blazer (2024) Bolt (2022-2023) Bolt EUV (2022-2023) Equinox (2024)
Lincoln	Corsair Grand Touring (2022-2024)	Chrysler	Pacifica PHEV (2022-2024)
Nissan	Leaf S (2024) / Leaf SV Plus (2024)	Ford	F-150 Lightning: Standard, Extended Range Battery (2022-2024)
Rivian	R1S Dual Large (2023-2024) R1S Dual Standard, Standard+ (2024) R1S Performance Dual Standard+ (2024) R1S Quad Large (2022-2024) R1T Dual Large (2023-2025) R1T Dual Max (2023-2024) R1T Dual Performance Large (2023) R1T Dual Standard, Standard+ (2024) R1T Performance Dual Standard+ (2024) R1T Quad Large (2022-2024)	Honda	Prologue (2024)
		Tesla	Model 3 Long Range AWD (2024) / RWD (2024) Model 3 Performance (2023-2024) Model X AWD (2023-2024) Model Y AWD / Performance (2023-2024) Model Y RWD / Long Range RWD (2024)
		Volkswagen	ID.4 AWD Pro / Pro S / Pro S Plus ID.4 Pro / Pro S / Pro S Plus ID.4 S / Standard (2023-2024)

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

美國政府調降2032年電動車目標

- 美國政府於03/21/2024宣布，2032年電動車普及目標由原先規劃的67%下調至35%。並採取“科技中立”的監管原則。不限定使用純電動車或油電混合車來達成減碳目標。另外，排氣量減少目標由2023年提案的56%，降低至49%。

Final rule, fleet, CO2, grams/mile

Model year	Cars, CO2 (g/mile)	Trucks, CO2 (g/mile)	Fleet, CO2 (g/mile)
2026 adjusted	131	184	168
2027	129	184	170
2028	125	165	153
2029	112	146	136
2030	99	128	119
2031	86	109	102
2032 and later	73	90	85

Source: US Environmental Protection Agency

EPA Potential Pathways

Pathway	Technology	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Pathway A- Higher BEV Pathway (control analysis case)	ICE	64%	58%	49%	43%	35%	29%
	HEV	4%	5%	5%	4%	3%	3%
	PHEV	6%	6%	8%	9%	11%	13%
Pathway B - Moderate HEV and PHEV Pathway	BEV	26%	31%	39%	44%	51%	56%
	ICE	62%	56%	49%	39%	28%	21%
	HEV	4%	4%	3%	6%	7%	6%
Pathway C - Higher HEV and PHEV Pathway	PHEV	10%	12%	15%	18%	24%	29%
	BEV	24%	29%	33%	37%	41%	43%
	ICE	61%	41%	35%	27%	19%	17%
Pathway C - Higher HEV and PHEV Pathway	HEV	4%	15%	13%	16%	15%	13%
	PHEV	10%	17%	22%	27%	32%	36%
	BEV	24%	26%	30%	31%	34%	35%

Source: US Environmental Protection Agency

資料來源：S&P Global Mobility、群益投顧彙整

美國對中國電動車課徵關稅100%

- 美國政府於05/14/2024公布針對中國戰略產業的全新關稅措施，將對價值180億美元從中國進口的商品課稅。電動車關稅從25%調高至100%，鋰電池關稅從7.5%調高至25%，關鍵礦產關稅從0%調高至25%，太陽能電池從25%調高至50%，半導體從25%調高至50%，鐵、鋁與個人防護裝備從0%~7.5%調高至25%。美國總統拜登表示，增加關稅是對於中國電動車產業“產能過剩”的因應措施，意在保護美國車廠，免受廉價進口產品影響。新關稅多已在09/27/2024開始生效，而半導體從25%調高50%的關稅稅率將於2025年開始生效。
- 根據中國海關資料顯示，美國占2023年中國電動車及燃油車整體出口比重僅3.25%，若單以電動車來看，美國只占0.97%。由於占比極低，故關稅大幅提升至100%實質影響有限。
- 除此之外，由於擔憂中國或俄羅斯可能利用車輛連接系統(VCS)或自動駕駛系統(ADAS)等技術對美國進行間諜活動。美國商務部提議禁止來自於中國、俄羅斯的車載軟體技術和設備進入美國市場。

資料來源：群益投顧彙整

川普當選後恐砍電動車補助

- 川普宣布當選後將致力於提升美國能源計畫，以降低物價成本，其中包含擴大開採石油。也宣布將終止對於電動車產業的支持與補助，並對進口電動車課徵高關稅。同時將綠能計畫資金轉向公共基礎建設，如興建公路、橋梁等重要設施。
- 與電動車有關的談話包含：(1)上任第一天將終止拜登政府的電動車的的政策，並停止對於購買電動車可享的聯邦稅務獎勵措施。雖拜登政府未頒布電動車命令，但環保署公布的空汙限制規定，將促使車廠採取更高比重的純電動車或油電混合車。(2)川普計劃重新談判北美自由貿易協定(NAFTA)，以解決中國車輛藉由墨西哥進入美國市場的問題。宣稱將對墨西哥進口的中國製汽車徵收高達200%的關稅，並不排除進一步提升至1000%。



資料來源：群益投顧彙整

歐洲零碳運輸法規

- Fit-for-55為歐盟對應氣候變遷、推動綠色轉型的一籃子法案，該法案目標2030年的溫室氣體淨排放量須較1900年減少55%。Fit-for-55法案涵蓋面向廣泛，包含能源、建築、碳交易、土地利用、交通運輸等。因道路運輸為歐盟溫室氣體排放量的大宗，乘用車與輕型商用車的二氧化碳排放量占歐盟整體近18%，降低道路運輸碳排放為歐盟主要的減碳手段之一。



資料來源：IEK、群益投顧彙整

歐洲政府調整電動車補貼政策

- 德國政府宣布自12/18/2023起，不再接受新的電動車(EV)補助申請。原本這項從2016年起開始的電動車補貼計畫將實施至2024年底，意味德國政府提前一年結束補貼計畫。
- 法國對低碳排車輛的補貼金額自2022年起逐年遞減，2024年取消對PHEV的直接購買補貼。西班牙的補貼因原規畫預算尚未用完，持續執行到07/2024。
- 英國：已取消對個人電動車購買者的大部分補貼，包含5,000英鎊的電動車補貼。2023年英國政府將銷售新汽油車、柴油車的禁令由2023年延長至2035年。

	2021	2022	2023	2024
德	車價<€40,000; €9,000 (BEV/FCEV), €6,750 (PHEV)		車價<€40,000; €6,750 (BEV/FCEV) PHEV無(補貼款1/3由車商提供)	
法	車價<€45,000; €7,000 (BEV/FCEV/PHEV*)	車價<€45,000; €6,000 (BEV/FCEV/PHEV*)	車價<€47,000; €5,000 (BEV/FCEV)	車價<€47,000; €4,000 (BEV/FCEV)
義	車價<€50,000; €6,000 (BEV/PHEV*)		車價<€35,000; €3,000 (BEV/PHEV*)	車價<€35,000; €3,000 (BEV/PHEV*)
西	2021-2023 €4,500-4,700 (BEV/FCEV), €2,500-5,000 (PHEV)			暫定延續至2024/7/31 車價<€45,000; €4,500 (BEV)

資料來源：IEK、群益投顧彙整

歐盟對中電動車課徵反補貼關稅

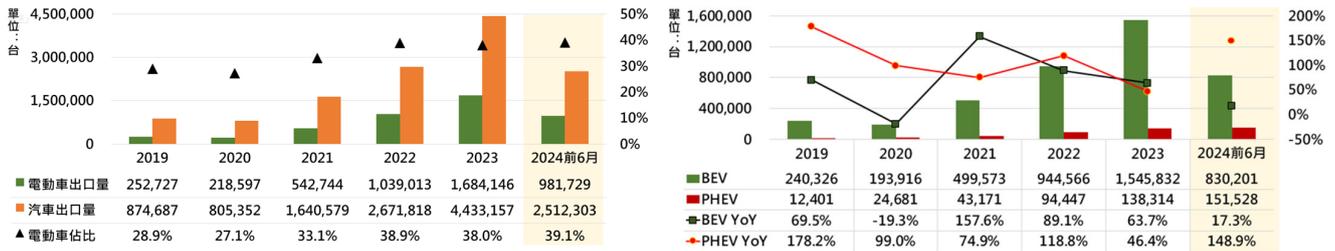
- 歐盟已於10/04/2024正式表決通過中國電動車關稅案。新法規於10/30/2024開始生效，為期五年，歐美將進行新一輪之談判。新稅制方面，在原有的10%關稅之上，上汽集團被加增最高的關稅35%。吉利、比亞迪分別被加徵18.8%、17%。中國生產的特斯拉被加徵7.8%，其他較小品牌被加徵20%。以最終關稅與臨時關稅相比，除了中國生產的Tesla由原先的20%下調至7.8%外，其餘廠商面臨的關稅多僅微幅下調。

車企分類	車企名單	初始加徵關稅	最終加徵關稅
參與歐盟抽樣調查車企	比亞迪	17.4%	17%
	吉利汽車	19.9%	18.8%
	上汽集團	37.6%	35.3%
配合歐盟調查但未被抽樣車企	中國自主品牌車企，包含江淮、奇瑞、一汽、長安、東風、長城、零跑、蔚來、小鵬、愛馳、南京金龍及在中國生產的外資車企。	20.8%	20%
	TESLA	20.8%	7.8%
未配合歐盟調查車企	其他車企。	37.6%	35.3%

資料來源：群益投顧彙整

中國汽車出口顯著增長

- 中國於2023年躍升為全球汽車出口量第一大國，出口量(乘用車)達443萬台。電動車出口量達168.4萬台，YoY+62.1%。1H24電動車出口量為98.2萬台。1H24中國電動車出口量佔比已超過39%。
- 中國電動車出口，純電動車數量明顯超越插電式混合動力車，主要因純電動車結構較為簡單，且中國掌握電池供應鏈優勢，不僅中國造車新勢力以生產純電動車為主，同時傳統車廠亦大量推出純電動車款。2023年中國純電動車款出口數量達154.6萬台，佔中國整體電動車出口比重92%；1H24純電動車佔比84.6%。

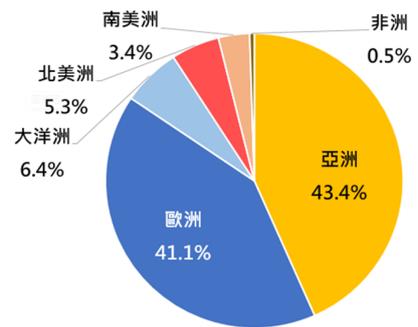


資料來源：Digitimes (07/2024)

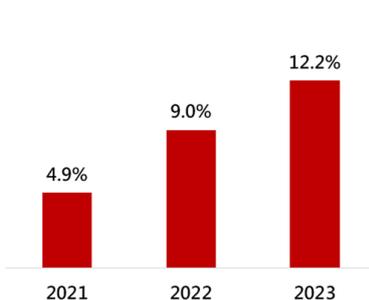
歐洲為中國電動車出口重點市場

- 2023年中國純電動車各出口區域比重分布，歐洲佔4成以上，為相當重要的海外市場。
- 2023年歐洲純電動車市場中，主要中國車廠包括上汽集團、吉利集團、比亞迪、長城、蔚來、小鵬；其中上汽集團純電動車銷量最大，於歐洲市場佔比約為6%。

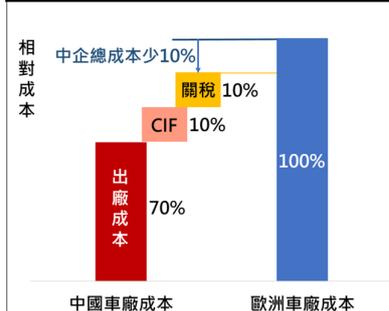
2023年中國純電動車各區域出口比重



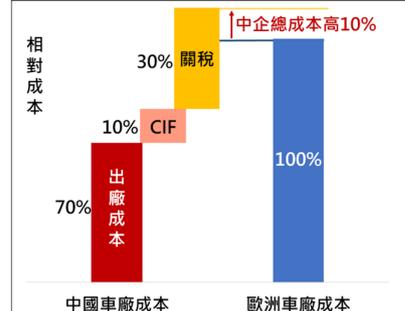
2021~2023年中系純電動車於歐洲市佔率變化



歐盟加徵關稅前 中企與歐洲電動車平均成本比較



歐盟加徵關稅後 中企與歐洲電動車平均成本比較



資料來源：Digitimes (07/2024)

歐美對中關稅差異

- 2023年中國純電動車出口至歐洲的比例超過40%，而中企純電動車在歐洲的銷量比重超過12.2%。因歐盟加徵關稅墊高中企電動車總成本，若中國車企無法優化生產成本，將加速其在歐洲設廠進程。目前已有明確在歐洲設廠計畫的中國企業包括比亞迪、奇瑞和零跑；吉利汽車則計劃將部分車款移至歐洲進行生產。

地區	美國	歐洲
2023年該區汽車市場規模	約1,550萬台	約1,400萬台
2023年該區電動車市場規模	140萬台	電動車320萬台 純電動車220萬台
加稅車款	電動車	純電動車
加稅幅度	由原25%，提高4倍至100%。	最終關稅是在原先10%基礎，依不同廠商再加7.8%~35.3%。
實施時間	2024/08/01	2024/10/30
加稅目的	保護美國產業與就業機會，避免受中國廉價進口商品衝擊。	歐盟認為中國純電動車受益於不公平補貼，加稅是避免歐盟汽車製造商遭到不公平競爭。
加稅對中國車企影響程度	<ul style="list-style-type: none"> 影響較小 原先IRA已提高中國電動車進入美國市場的門檻。 	<ul style="list-style-type: none"> 有影響，但長期將有限。 歐洲為中國電動車重要出口地區，加徵關稅後，雖提高中國純電動車成本，但將不至於顯著減少中企在歐洲電動車銷量。

資料來源：Digitimes、群益投顧彙整

1H24電動車市場銷售狀況

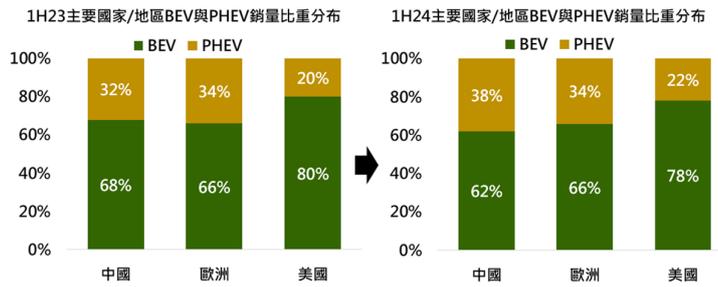
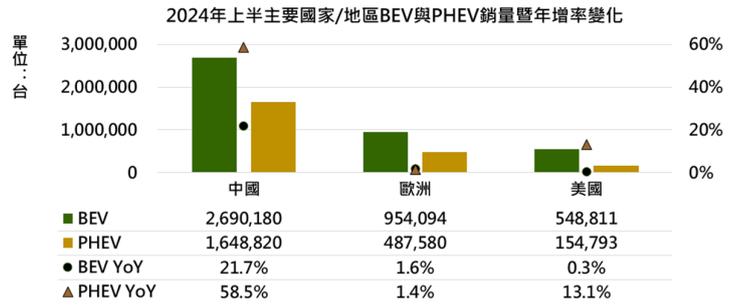
- 1H24全球電動車銷售量達718萬台，YoY+21.6%，中國、歐洲、美國合計648萬台，佔全球比重達90.3%。1H24中國市場電動車銷量434萬台，YoY+33.5%，佔全球比重60.4%，主要是受益於PHEV銷量大幅提升帶動。1H24歐洲電動車銷量144萬台，YoY+1.6%，主要是受到歐洲電動車大國德國YoY-8.6%的影響。1H24美國市場電動車銷量70.4萬台，YoY+2.8%，因充電基礎設施覆蓋率不足、電動車價位偏高等，消費者仍傾向購買燃油車或油電混合動力車(HEV)。

國家/地區	1H23銷量	1H24銷量	YoY	1H23滲透率	1H24滲透率
中國 	3,250,187	4,339,000	33.5%	29.3%	38.6%
歐洲 	1,419,616	1,441,674	1.6%	21.5%	21.0%
美國 	684,258	703,604	2.8%	8.9%	9.0%
其他 	552,695	696,396	26.0%	3.3%	4.0%
全球合計	5,906,756	7,180,674	21.6%	14.1%	16.6%

資料來源：Digitimes(09/2024)

1H24 BEV與PHEV銷售變化

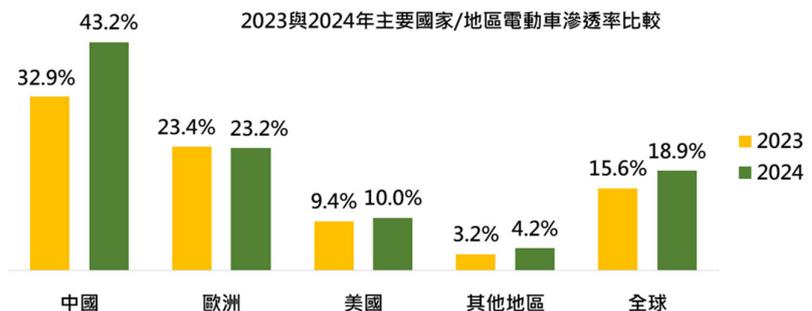
- 中國市場1H24 PHEV 銷量 YoY+58.5%，高於BEV的21.7%。主要原因是中國車廠比亞迪、理想等推出多款價格合理，且電動續航里程較長的PHEV車款，適合長途駕駛需求高且充電基礎設施相對不足的地區。
- BEV於1H24美國市場仍佔主導位置，但PHEV銷量YoY+13.1%，高於BEV的0.3%。主要原因包含Tesla市占率下降(1H24約50%)，且其他車廠推出的新款SUV型PHEV性能提升並受市場歡迎。



資料來源：Digitimes(09/2024)

2024年全球電動車銷量續增

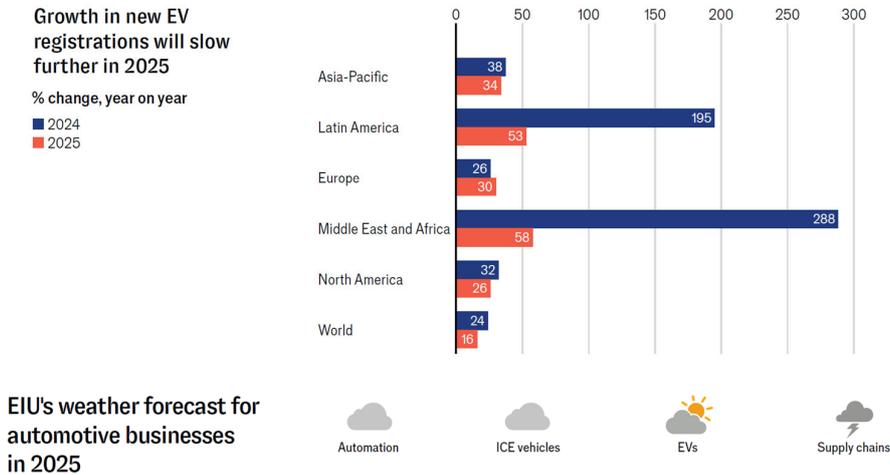
- 2023年全球電動車銷量較整體汽車市場明顯成長，銷售量1,388萬台，YoY+35.8%。2024年方面，Digitimes預估全球電動車銷量為1,719萬台，YoY+23.8%。年增率低於2020~2023年之表現。全球電動車市場仍由主要區域市場中國、歐洲、美國所主導，三大市場占比超過90%。



資料來源：Digitimes(09/2024)

2025年全球電動車銷量成長力道放緩

- 以經濟學人智庫(EIU)資料來看，2025年全球電動車銷量將持續增長，但成長力道仍相對放緩。預估2025年全球EV銷量成長性下降至YoY+16%。就汽車產業來看，電動車仍是表現最佳的一環，而汽車供應鏈前景則相對較差。



資料來源：EIU、群益投顧彙整

充電樁用途分類

- 充電樁為純電動車(BEV)、插電式混合動力車(PHEV)的充電設備，分成交流慢充與直流快充兩大類。**交流慢充**：電力傳遞至交流充電樁，再經由電動車中的小功率車載充電器(OBC)轉換成直流電進入電池，一般功率為7~22kW，充飽電耗時較長，一般用於私人充電及目的地充電。**直流充電樁**：將交流電轉成直流電，直接為電動汽車的電池充電，輸出的電壓和電流調整範圍大，以大功率充電實施快速充電，一般大多設置於公共充電地點。目的地充電通常會設置25~60kW快充，可滿足在1~2小時停留時間內充飽電的需求；而旅途中充電地點目前多設置150kW以上快充。

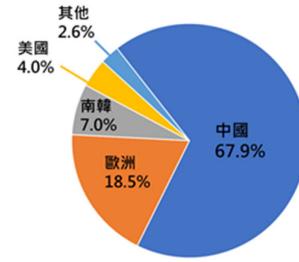
	私人充電	公共充電	
設置場所類型	 集合式住宅停車場 獨棟住宅車庫 工作場所停車場	目的地充電 顧客停車場 路邊停車格/路外停車場	旅途中充電 高速公路、加油站、專用充電站
停留時間	• 特定使用者 • 長時間停放	• 不特定使用者 • 停留30分鐘到數小時	• 不特定使用者 • 停留30分鐘內
功率選擇 (較常見的)	• 慢充：7~11kW	• 慢充為主：7~22kW • 快充為輔：25~60 kW	• 超充：≥150kW

資料來源：IEK(07/2023)

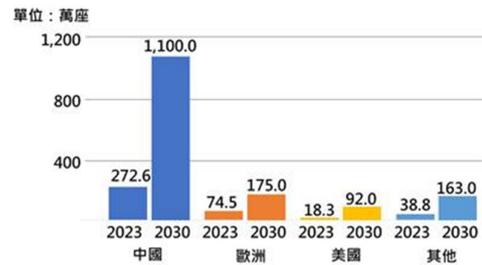
充電樁需求將持續增長

- 根據DIGITIMES資料顯示，2023年全球公共充電樁保有量達402萬座，集中在中國、歐洲、南韓、美國四大市場的充電樁建設總量達391萬座，佔市場比重97.3%。中國273萬座充電樁位居第一，佔比達67.9%，歐洲、南韓、美國充電樁數則分別為74萬、28萬與16萬座，佔比分別為18.5%、7.0%與4.0%。
- 為了滿足充電需求，各國政府將持續擴大充電樁基礎建設，IEA依各國政策、建置進度評估全球公共充電樁保有量將於2030年成長至1,530萬座規模，其中仍以中國地區擁有約1,100萬座佔比最高。

2023年全球主要國家公共充電樁保有量佔全球比重



2023、2030年全球公共充電樁保有量變化及預估



資料來源：Digitimes(09/2024)

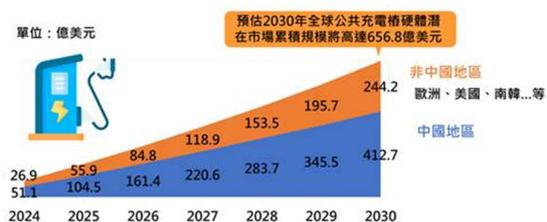
充電樁需求將持續增長

- 因公共快充樁建設成本高昂，各地區業者投入程度不一，各國公共快充樁佔比有所差異。中國2023年快充樁佔比約44.1%，隨著當地電動車滲透率上升，持續加大公共快充樁需求，IEA預期中國地區2030年公共快充樁佔比將達47.3%。歐洲、美國2023年公共快充樁佔比分別為13.5%與23.5%，IEA預期歐洲、美洲2030年佔比分別提升至20.0%、30.4%。
- 以全球2030年公共充電樁建設目標與2023年已建設進度相比，仍有1,128萬座成長空間。DIGITIMES預估2024~2030年全球充電樁潛在硬體市場累積規模將高達656.8億美元

2030年中美兩國及歐洲地區公共充電樁快充佔比預估



2024~2030年全球公共充電樁硬體潛在市場累積規模變化及預估

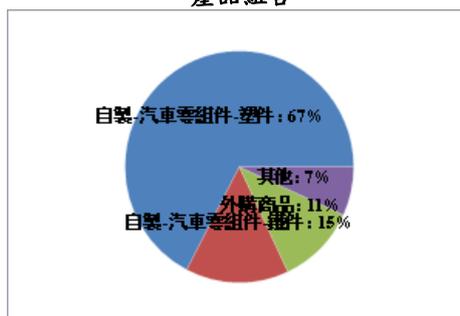


資料來源：Digitimes(09/2024)

重點股：東陽(1319 TT)

- 受惠於北美客戶庫存調整後需求回升，且通膨帶動二手車需求，以及美國前二大車險公司State Farm擴大使用AM碰撞件，有助於東陽拓展AM業務。
- 2024年方面，AM業務維持增長態勢，OEM業務成長幅度則相對較小，整體獲利表現續揚。2025年將延續此一態勢，營運動能持續向上。

產品組合



單位：百萬元	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	25,465	27,228	28,914	6,555	6,174	6,186	6,315	6,790	6,405	6,508	6,816	7,498
營業毛利淨額	8,386	9,087	9,744	2,176	2,088	1,997	2,057	2,244	2,144	2,171	2,268	2,504
營業利益	4,797	5,344	5,852	1,210	1,211	1,087	1,179	1,319	1,265	1,248	1,314	1,516
稅後純益	4,190	4,341	4,750	797	1,172	1,041	883	1,095	1,029	1,016	1,068	1,228
稅後EPS(元)	7.08	7.34	8.03	1.35	1.98	1.76	1.49	1.85	1.74	1.72	1.81	2.08
毛利率(%)	32.93%	33.37%	33.70%	33.19%	33.82%	32.28%	32.57%	33.05%	33.47%	33.35%	33.27%	33.40%
營業利率率(%)	18.84%	19.63%	20.24%	18.45%	19.61%	17.58%	18.67%	19.43%	19.75%	19.18%	19.28%	20.22%
稅後純益率(%)	16.45%	15.94%	16.43%	12.15%	18.98%	16.83%	13.98%	16.12%	16.06%	15.61%	15.67%	16.38%
營業收入YoY/QoQ(%)	6.73%	6.92%	6.20%	6.52%	-5.81%	0.19%	2.09%	7.51%	-5.67%	1.60%	4.74%	10.00%
稅後純益YoY/QoQ(%)	38.78%	3.59%	9.43%	-18.22%	47.11%	-11.20%	-15.19%	23.98%	-6.03%	-1.22%	5.11%	15.00%

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59.15億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

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。