

傳產2025年展望—— 跟隨政策腳步 產業趨勢向上

- 川普政策以及生物安全法案過關有利轉單效益
- 美國製造以及若俄烏停戰將有利鋼鐵產業復甦
- 航空迎接農曆春節旅遊旺季
- 金融兼具降息與殖利率概念

群益投顧



1Q25傳產投資主軸

產業	主軸	重點個股
生技	川普政策以及生物安全法案過關有利轉單效益	台康生技(6589 TT)、美時(1795 TT)、保瑞(6472 TT)
鋼鐵	美國製造以及若俄烏停戰將有利鋼鐵產業復甦	中鋼(2002 TT)、中鴻(2014 TT)、大成鋼(2027 TT)、大國鋼(8415 TT)
航空	航空迎接農曆春節旅遊旺季	長榮航(2618 TT)、華航(2610 TT)
金融	金融兼具降息與殖利率概念	京城銀(2809 TT)、中信金(2891 TT)

生技產業展望

--川普政策以及生物安全法案過關有利轉單效益

群益投顧



簡報大綱

- 川普政策對於生技醫療產業影響
- 美國生物安全法案推動背景與核心內容
- 台灣產業具專單效益
- 重點股：台康生技(6589 TT)、美時(1795 TT)、保瑞(6472 TT)。

- **廢除《平價醫療法案》**（Affordable Care Act, ACA）：川普多次嘗試廢除被稱為「歐巴馬健保」的ACA，雖然未能成功，但他透過行政手段削弱了該法案的影響力，例如取消個人強制投保條款，終止向保險公司提供成本分攤補助等。
- **降低處方藥價格**：川普簽署行政命令，旨在降低胰島素和腎上腺素等藥物價格，消除中間商回扣，開放從加拿大進口較便宜的藥品，並使Medicare藥價與他國一致。
- **減少監管，促進市場競爭**：川普主張減少對生技醫藥產業的監管，以加速新藥的審批程序，促進產業創新，讓患者更快速地使用新療法。
- **促進本土生產**：川普鼓勵製藥及生技公司在美國本土進行研發與生產，承諾對這些公司提供稅收優惠，旨在提升美國經濟，確保醫療供應鏈的安全。
- **應對公共衛生危機**：在COVID-19疫情期間，川普政府推出「快速疫苗計畫」（Operation Warp Speed），加速疫苗的研發與分配，強調生技產業在公共衛生危機中的重要性。

- **醫療保險政策**：川普政府預期將推動Medicare私有化，擴大Medicare Advantage計劃，可能提高支付率，對Humana、UnitedHealth和CVS等公司有利。川普曾批評《平價醫療法案》（ACA），可能削減Medicaid擴展，對主要依賴該計劃的公司如Molina Healthcare和Centene構成不利影響。
- **藥品價格與監管**：川普政府可能放鬆對藥品價格的管制，減少對製藥公司的壓力，可能促進併購活動。預期將簡化FDA審批流程，加速新藥上市，對生技公司有利。
- **生技投資與創新**：川普政府可能減少對生技創新的直接聯邦資金支持，但放鬆監管可能促進私營部門的投資。
- **醫療服務與醫院**：削減Medicaid擴展可能減少醫院和醫療服務提供者的收入來源，特別是那些依賴Medicaid的機構。
- **受益者**：大型醫療保險公司和製藥企業可能受益於政策放鬆和支付率提高。
- **受影響者**：依賴Medicaid的公司和醫療服務提供者可能面臨挑戰。

美國生物安全法案重點整理

- **生物安全法案 (BIOSECURE Act)** 是美國近期針對生物技術領域所推動的重要立法，為加強國家安全，限制與特定外國生物科技公司的合作。以下是最新進展與影響：
- **法案通過進程：**
 - **眾議院通過：** 09/09/2024美國眾議院以306票贊成、81票反對，通過《生物安全法案》。
 - **參議院審議：** 法案已提交參議院，正等待進一步審議和表決。
- **法案主要內容：**
 - **限制合作對象：** 禁止美國聯邦機構與被視為國家安全威脅的特定外國生技公司簽訂合同。
 - **指定公司：** 法案特別點名五家中國生物科技公司，包括華大基因 (BGI Group)、華大智造 (MGI)、Complete Genomics、藥明康德 (WuXi AppTec) 和藥明生物 (WuXi Biologics)。
 - **禁令生效時間：** 參議院版本中，對目前上市公司的禁令將在頒布後約6個月生效。對於後來新增的公司，禁令將在頒布後約 16 個月生效。在眾議院版本中，針對上市公司的禁令將在頒布後約 18 個月生效，而針對後來新增的公司的禁令將在頒布後約 36 個月生效。
 - **過渡期限：** 現有合作關係允許延續至2032年1月1日，為美國企業提供調整供應鏈的時間。參議院版本對上市公司將在頒布後約6個月生效。新增公司將在頒布後16個月生效。
 - 眾議院版本對上市公司將在頒布後約18個月生效，新增公司將在頒布後36個月生效。
- **影響與反應：**
 - **中國企業：** 受法案影響，藥明康德和藥明生物正考慮出售部分業務。
 - **臺灣企業：** 法案可能為臺灣生技製藥公司帶來商機，在美中供應鏈調整的背景下，臺灣企業有望填補市場空缺。

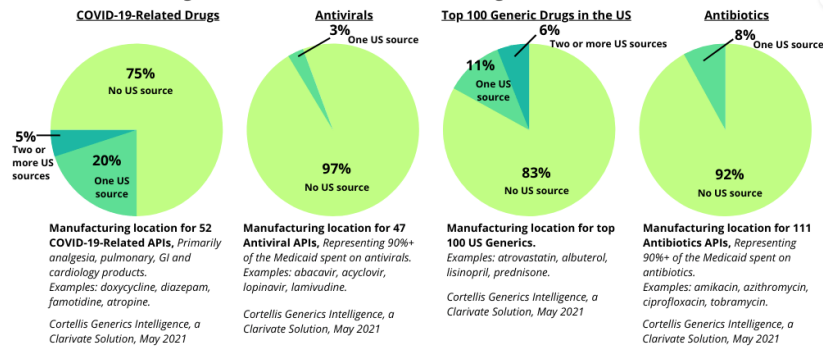
產業鏈將轉移到美國及其盟友國家

- **美國生物安全法案 (BIOSECURE Act) 將產生的影響：**
- **市場進入限制：** 法案中的市場限制將影響與中國等國家有關的生物技術公司。WuXi Biologics (2269.HK) 和 BGI Genomics (300676.SZ)，與基因數據相關的業務將面臨在美國失去聯邦合同的風險。
- **生物技術行業的稼動率與擴產挑戰：** Pfizer (PFE) 和 Moderna (MRNA)，因為新法案要求需遵守更嚴格的技术來源審查和供應鏈合規規範。導致企業在擴產計劃上遇到困難。
- **減少依賴國際供應鏈：** Gilead Sciences (GILD) 和 Regeneron Pharmaceuticals (REGN) 等需要減少對國際供應鏈的依賴，特別是在生物技術設備和材料方面，需要在短期內調整其資源分配與生產線，以適應新法案對於本土生產的鼓勵政策。
- **全球市場影響：** Roche Holding AG (ROG.SW) 和 AstraZeneca PLC (AZN.L) 等跨國公司，可能在涉及基因數據處理或與中國有業務往來的領域面臨全球市場規模縮小的挑戰。
- **技術出口與市場規模縮小：** 法案實施可能會對 Thermo Fisher Scientific (TMO) 和 Illumina (ILMN) 造成直接影響，因為基因測序和數據處理領域的技術出口可能會受到嚴格管制，需要適應新的出口審查制度。

美國大部分藥物來源非美國本土

- 根據美國衛生系統藥劑師協會收集數據，美國有323種現行藥品短缺，是有史以來最高。
- COVID-19 相關藥物75% 無美國來源，20%僅一個來源藥廠在美，主要為止痛劑、肺部、腸胃和心臟病藥品。例如：多西環素、地西泮、法莫替丁、阿托品
- 美國前100大仿製藥之中，83%無美國來源，11% 僅一個來源藥廠在美，例如：阿托伐他汀、沙丁胺醇、賴諾普利、潑尼松。
- 抗病毒藥物97%無美國來源，3%僅一個來源在美國，例如：阿巴卡韋、阿昔洛韋、拉米夫定。
- 抗生素92% 無美國來源，8%僅一個來源在美國，例如：阿米卡星、阿奇黴素、環丙沙星、妥布黴素。
- 中國是美國藥品進口的主要來源國，以重量計算佔藥品進口23%，花費約1,960 億美元，其中中國和印度佔布洛芬進口量的95%、氫化可的松進口量的91%、對乙酰氨基酚進口量的70% 以及青黴素進口量的約45%。

Figure 1: Sources of API Manufacturing, Select Product Areas



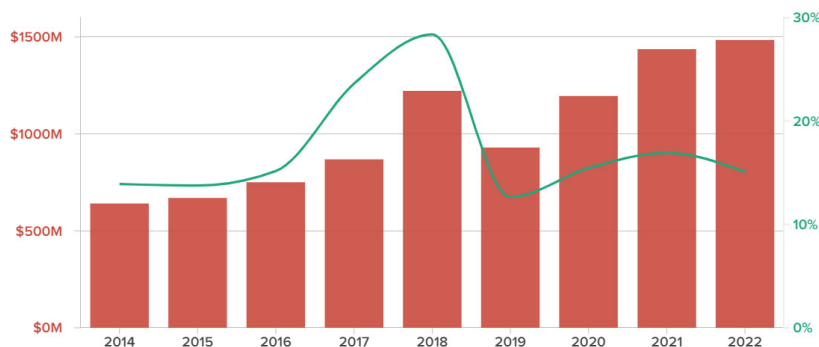
Source: R. Sardella, "The US Active Pharmaceutical Ingredient Infrastructure: The Current State and Considerations to Increase US Healthcare Security," Olin Business School, Washington University (St. Louis, MO), August 2021.

美國大量原料藥訂單有望釋出

- 進口金額：從 2014 年到 2022 年，美國從中國進口的 API 金額穩步增加，從 2014 年的約 5 億美元增至 2022 年的超過 15 億美元。
- 全球進口份額：儘管進口金額增加，但中國在美國 API 總進口中的份額在 2018 年達到高峰後有所下降，隨後又在 2020 年略有回升，並於 2022 年保持在約 20% 的水準。
- 原料藥方面，截至 2021 年，全球有 349 個生產 10 種或以上 API 的工廠，其中 15 個工廠位於美國。全球 103 個生產 30 種或更多 API 的工廠，其中 4 個在美國運作。美國行動論壇的一項見解，2019 年中國提供美國 API 進口量約 17.8%。

US Imports of Active Pharmaceutical Ingredients from China
Import Value (LHS) vs Portion of Global Imports (RHS)

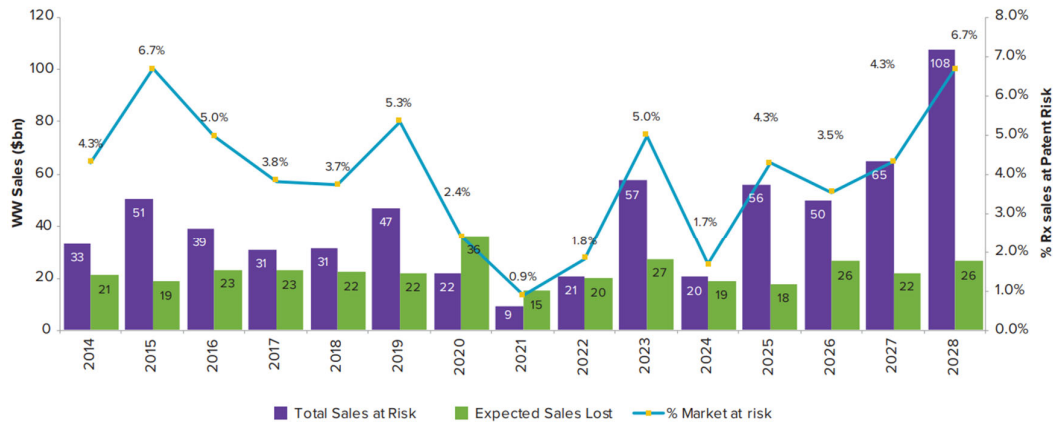
Atlantic Council
GEOECONOMICS CENTER



Source: Author's Calculations, US Census Bureau
Author defined active pharmaceutical ingredients (API) to include 10-digit harmonized tariff system (HTS) Chapter 29 (Organic Chemicals) codes that had an end-use classification of pharmaceuticals (40100).

重磅藥專利懸崖來臨，仿製藥商機現

- 根據Evaluate Pharma預估，2025-2028年全球專利到期藥品合計銷售額約500到1,080億美元，佔整體製藥市場的3.5%到6.7%。
- 考量專利訴訟延遲仿製藥上市時間的因素，2025-2028年全球專利到期藥品實際下降銷售額達180到260億美元。
- 專利懸崖： Abbvie類風溼性關節炎藥Humira(2023)、BMS/Pfizer抗血栓藥Eliquis(2026)、J&J/Abbvie血癌藥Imbruvica(2027)、癌症免疫療法Keytruda、Opdivo(2028)

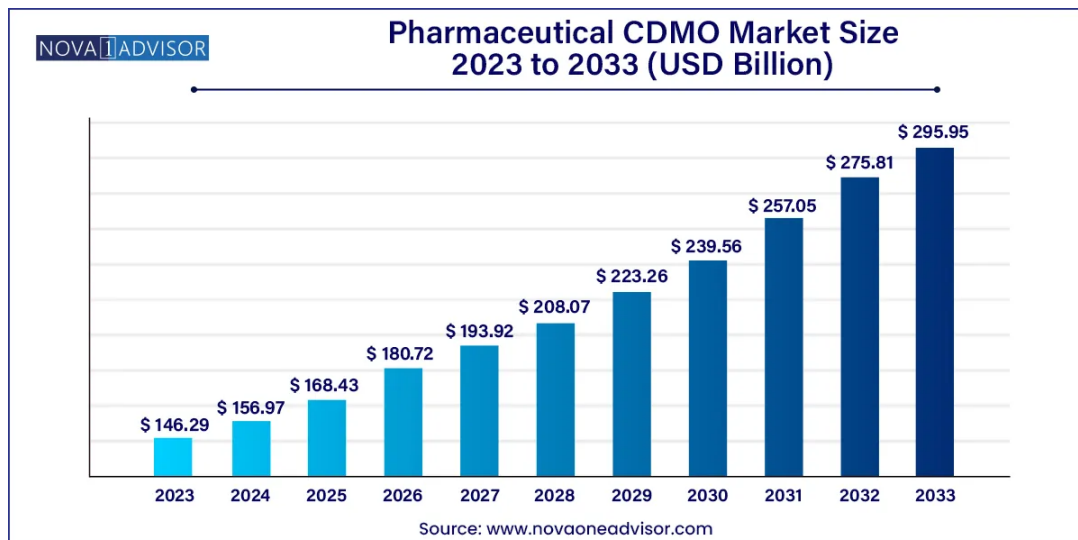


Source: Evaluate Pharma® (Aug 2022)

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

數項因素推動CDMO產業成長

- 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2959.5億美元左右，2024年至2033年的預測期內複合年增長率為7.3%。
- 川普政策、美國生物安全法案、缺藥議題、專利懸崖，帶動生技醫療國際併購、CDMO產業受惠，台廠接獲轉單機率提升。



Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

三星生物為首先受惠者

- 1H24三星生物披露新增訂單金額已經累計近20億美元，包括禮來、默沙東、UCB等客戶；迄今為止最大一筆訂單，與一家美國製藥公司簽署價值10.6億美元的合約客製化生產(CMO) 協議。2024年累計合約量超過131.5億元（2.5 兆韓元），約佔去年訂單總值194.62億元（3.7兆韓元）的70%。

Samsung Biologics Co Ltd

₩1,026,000.00 ↑30.04% +237,000.00 本年迄今

11月7日, 上午8:00:00 [UTC+9] · KRW · KRX · 免責事項

1天 5天 1個月 6個月 YTD 1年 5年 最長



公司	1H24營收(億美元)	YOY
Thermo Fisher(賽默飛)	114.8	-0.96
IQVIA	75.51	2.3
ICON	42.11	5.29
Lonza(龍沙)	36	1.8
WuXi AppTec(藥明康德)	24.04	-8.64
Catalent	21	-4.09
Charlis River	20.38	-1.5
Fortrea(富啟睿)		
Samsung Biologics(三星生物)	15.25	34
Medpace	10.39	16.1

Capital Care 群益關心您

群益投顧

13

台北 · 香港 · 上海

以美國為主要投資方向

名稱	產業簡介	相關個股
CDMO (化學藥、生物藥)	CDMO是「委託開發暨製造服務」，製藥公司提供藥物開發、製造等服務的第三方公司。產業發展驅動力包括：一、新藥研發成本高昂，CDMO可降低研發風險。二、新藥開發時間長，CDMO可加快上市。三、製造技術複雜，交由專業的CDMO公司製造有利開發進度。	保瑞(6472)、美時(1795)、永昕(4726)、台康生(6589)
再生醫療、外泌體(生物製劑)	新版再生醫療雙法已於2024年三讀通過。相關廠商已積極布局再生醫療市場，異體細胞治療為未來主要開發方向，外泌體為新興方向。	順藥(6535)、永昕(4726)、長聖(6712)、育世博(6976)、博晟(6733)、向榮、台寶、台灣生物醫藥製造
新劑型新藥 (505b2)	新劑型新藥(505(b)2) 是指活性成分與已上市藥物相同，但劑型、給藥方式、適應症或療效有所改進的新藥。505(b)2新藥開發優勢包括：一、風險較低，只需證明其新劑型或給藥方式的安全性和有效性。二、研發周期通常較短。三、研發成本通常比新成分新藥低。	順藥(6535)、逸達(6576)、智擎(4162)、中裕(4147)
ADC (抗體藥物偶聯物)	ADC主要是由抗體(antibody)、毒殺藥物(payload)，連接子(linker)組成的接合平台(conjugation)。透過具專一辨識作用的抗體作為載體，連接毒殺癌細胞的小分子藥物精準殺死癌細胞，可大幅減少治療副作用。	台耀(4745)、台康生(6589)、浩鼎(4174)、永昕(4726)
醫療科技與服務 (AI醫療眼科醫材、精準醫療)	台灣具備IT結合醫療之優勢，AI帶動之外溢效果眼科醫材為醫療科技之中，市值最大之族群，複製電子產業成功模式。	晶碩(6491)、視陽(6782)、望隼(4771)、醫揚(6569)、宏基智醫(6857)、晉宏(6796)、長佳智能(6841)

Capital Care 群益關心您

群益投顧

14

台北 · 香港 · 上海

優選美國設廠以及美國市場為主

- 美國小型生物科技公司，依賴中國 CDMO。受限於生物安全法案，將需要轉換供應商，或將產線轉移回美國，都將導致生產中斷及成本上升。
- 根據「美國繁榮聯盟」(Coalition for a Prosperous America) 發表報告，印度從中國進口約 70% 的活性藥品原料 (API)，因此轉向印度 CDMO 同樣面臨問題。

廠商	CDMO 領域	主要業務	廠房
保瑞藥業 / 保瑞生技 (6472 TT)	小分子藥、生物製劑	大分子及小分子原料藥或學名藥 CDMO，目前規模為台灣最大	台灣5個廠、美國2個廠、加拿大1個廠
美時製藥(1795 TT)	小分子藥	學名藥、原料藥、ADC 及針劑藥品 CDMO	南投廠、韓國廠
台耀化學(4743 TT)	小分子藥、生物製劑	原料藥、ADC 及針劑藥品 CDMO	蘆竹廠，收購芝加哥CRO實驗室 SynChem
台灣神隆(1789 TT)	小分子藥	小分子藥、針劑、肝臟藥物生產	南科廠
國光生技(4142 TT)	生物製劑	疫苗及生物製劑研發生產	竹北廠
台康生技(6589 TT)	生物製劑	抗體藥物、眼部疾病生物相似藥、ADC、疫苗用載體蛋白	汐止廠
永昕生醫(4762 TT)	生物製劑	重組蛋白、單株抗體藥、疫苗、細胞治療素、ADC	竹南廠
中裕新藥(4147 TT)	生物製劑	愛滋病防治新藥 (單株抗體 / ADC)	竹北廠
泰福生技(6541 TT)	生物製劑	生物相似藥、細胞開發、雙特異性抗體	美國聖地牙哥廠
啟弘生技(6939 TT)	創新藥物	客製化病毒載體 (腺相關病毒、慢病毒、反轉錄病毒等)	汐止廠、竹北廠
台灣生物醫藥製造 (TBMC)	預計2026-2027		與美國Resilience合作

結論

- 川普政府可能放鬆對藥品價格管制：減少對製藥公司的壓力，可能促進併購活動。預期將簡化FDA審批流程，加速新藥上市，對生技公司有利。
- 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。
- 生技醫療產業受惠：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：台康(6589 TT)、美時(1795 TT)、保瑞(6472 TT)、順藥(6535 TT)。

台康即將取得美國藥證

- **EG12014預計2024年底前取得藥證：**EG12014 150mg劑量規格在台灣、歐洲和美國進行臨床試驗。06/2024已向美國FDA提交完整藥證申請，預計2024年底前取得美國藥證。製程穩定性已在台耀的工廠完成三批確效，並已經準備向台灣TFDA送審。
- 420mg規格在歐洲和美國市場佔比較高。預計420mg規格將於3Q25完成在美國與歐洲的藥證審查申請，並在2026年上市。
- **EG1206A年底前將完成國際授權，1Q25正式啟動臨床三期試驗：**EG1206將在2024年底前完成國際授權，授權總金額將不低第一代的7,000萬美元，受限IFRS會計準則，授權金將分批入帳，不會一次性認列。
- 1Q25正式啟動第三期臨床試驗，2025年完成三批次確效。實驗預計將在全球多個國家同時進行持續一年半。
- **投資建議：**基於(1)自有產品EG12014和EG1206A的藥證與授權進展、(2)穩定的CDMO業務發展、(3)美國生物安全法案可能帶來訂單轉移。(4)預估2025年EPS-2.38元，建議PBR 3.9X，目標價111元。

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EPS18.72、21.98元，以2025年EPS為評價基礎，建議PER 15X，目標價330元。

- **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，涵蓋服固體劑型、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，帶給保瑞的業外虧損影響將逐步轉為利益。(2)2025年主要成長來自 USL 貢獻完整年度營收約 80 億，其次 Camden 無菌針劑充填廠約 24 億。(3)預估 2025 年 EPS41.04元，建議 PER 22X，加計業外 EPS9.22 元為評價基礎，目標價 912 元。

鋼鐵產業

--美國製造以及若俄烏停戰將有利鋼鐵產業復甦

- 國際鋼鐵市場結構的轉變
- 川普新政帶來的可能影響
- 俄烏戰爭結束後的重建需求
- 2025年中國鋼鐵需求
- 重點股：中鋼(2002 TT)、中鴻(2014 TT)、大成鋼(2027 TT)、大國鋼(8415 TT)

2025年全球鋼鐵需求可望回升

- 在經歷三年的下滑後，2025年全球的鋼鐵需求可望落底回升。

WSA對全球鋼鐵需求成長預測

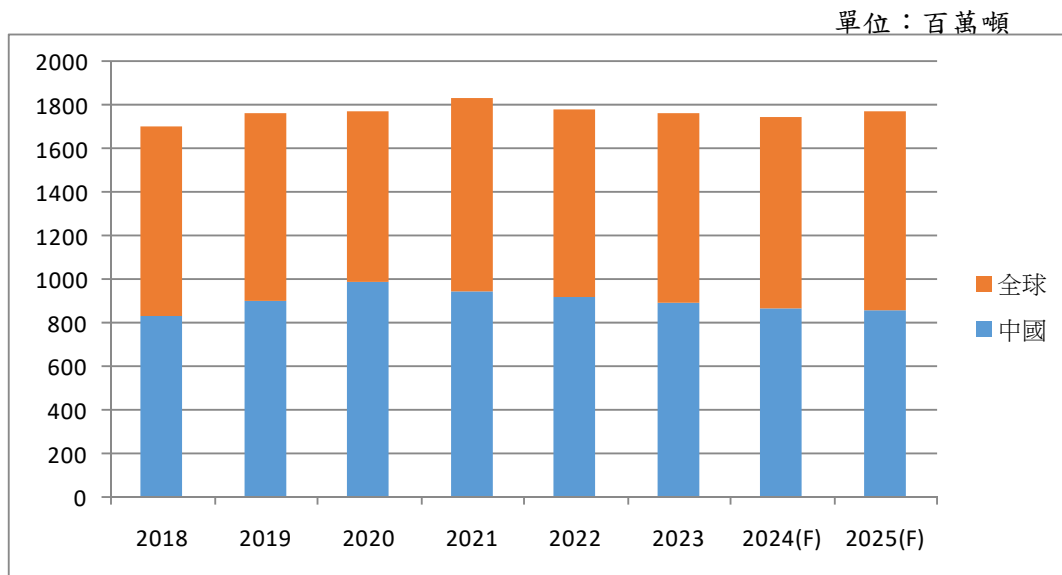
單位：％

地區	2023	2024F	2025F
全球	-0.8	-0.9	1.2
歐盟加英國	-8.7	-1.5	3.5
獨立國協(+烏克蘭)	11.5	0.3	-0.8
中國	-3.3	-3	-1
美國	-4.2	-1.5	2
印度	14.4	8	8.5
東盟五國	-2.2	4.5	3.5
新興發展中經濟體 (中印除外)	7.4	6.8	6.8

中國需求下滑的影響漸輕

- 中國需求下滑一直是影響全球鋼鐵市場的主因，但全球其它市場的成長逐漸彌補其負面影響，2025年有機會成為逆轉的一年。

全球鋼鐵需求量



資料來源：WSA、群益投顧彙整

群益投顧

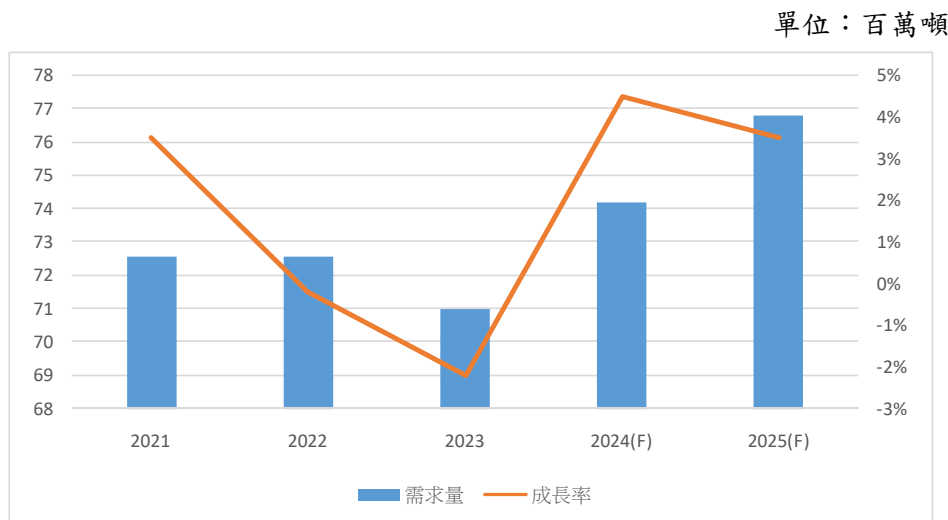
23

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

東協鋼鐵需求可望回升

- 東協是中國製造業外移的主要受惠地區之一，2022~2023年因基期拉高等因素使鋼鐵需求量下滑，但今明兩年預期都將恢復成長。

東協五國鋼鐵需求量



資料來源：WSA、群益投顧彙整

群益投顧

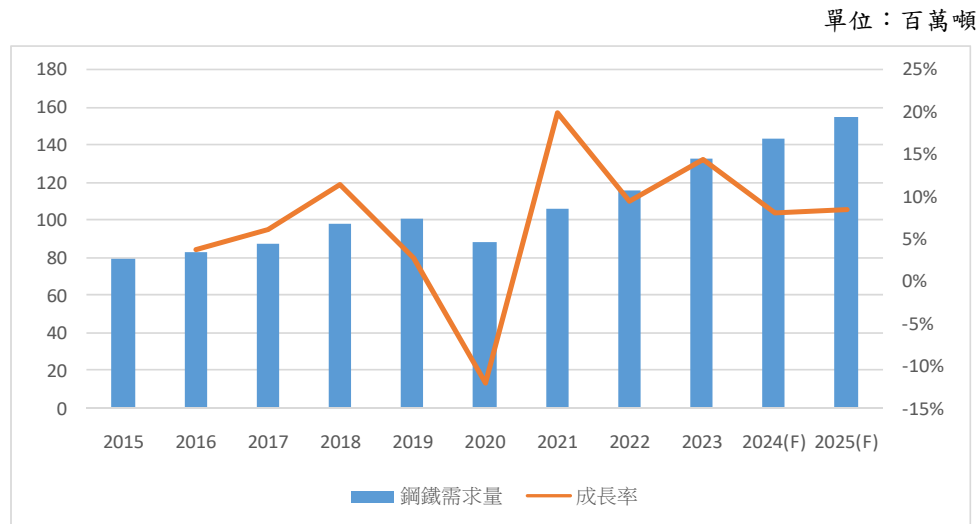
24

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

印度鋼鐵需求維持高成長

- 印度的鋼鐵消費量近十年持續成長(除2020年受疫情影響)，印度持續投入資金充實基礎建設，製造業的增加可讓印度未來鋼鐵需求持續成長。

印度鋼鐵需求量



資料來源：WSA、群益投顧彙整

群益投顧

25

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

川普二十條承諾提升鋼鐵需求

- 預期在美國總統川普將實行關稅政策及美國進入降息循環雙重因素帶動下，將會從以下幾個層面提高美國本土的鋼鐵需求量。

封鎖邊境，阻止移民入侵

重建包括首都在內的各大城市，恢復安全、清潔、美麗

使美國成為迄今為止世界上最主要的能源生產國

停止外包，使美國成為製造業超級大國

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

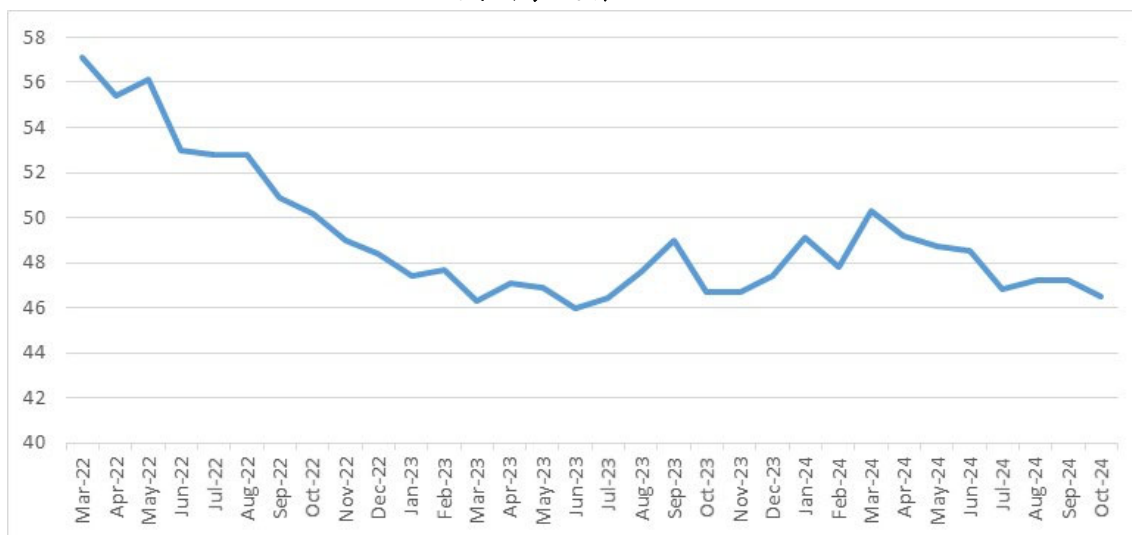
26

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國製造業2025年可望反轉

- 美國製造業偏弱已維持約二年，但在進入降息循環後，預期利率下降有利於製造業投資增加，且經濟若要持續成長，製造業也可望跟上服務業的腳步。

美國製造業PMI



資料來源：Bloomberg、群益投顧彙整

群益投顧

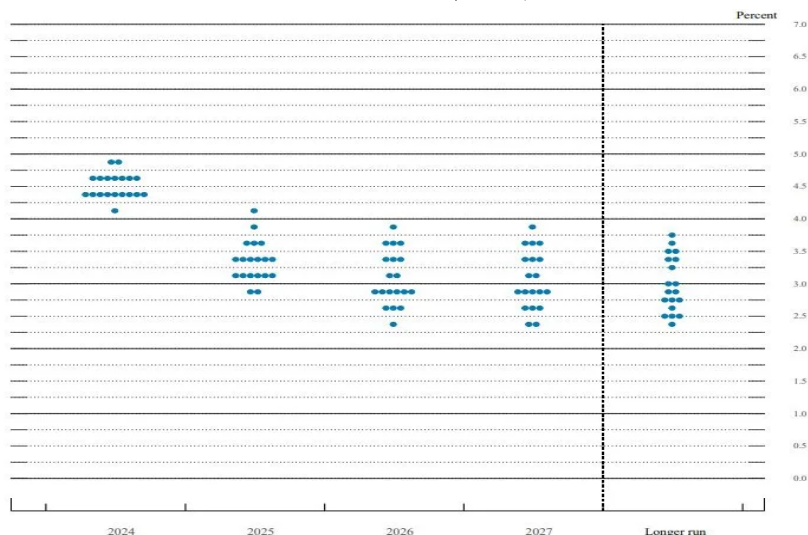
27

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國進入降息循環有利鋼需回升

- 美國的通膨下降，但失業率逐漸上升。聯準會降息的預期上升，隨著美國利率降低，有助於不動產、設備投資等項目成長，進而推升美國鋼鐵需求。

美國FED利率點陣點



資料來源：FED

群益投顧

28

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

預期川普將盡快結束俄烏戰爭

- 川普選前不斷表示將儘快結束俄烏戰爭，預期很快將與普丁、澤倫斯基進行通話，協調俄烏戰爭的解決方案。



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

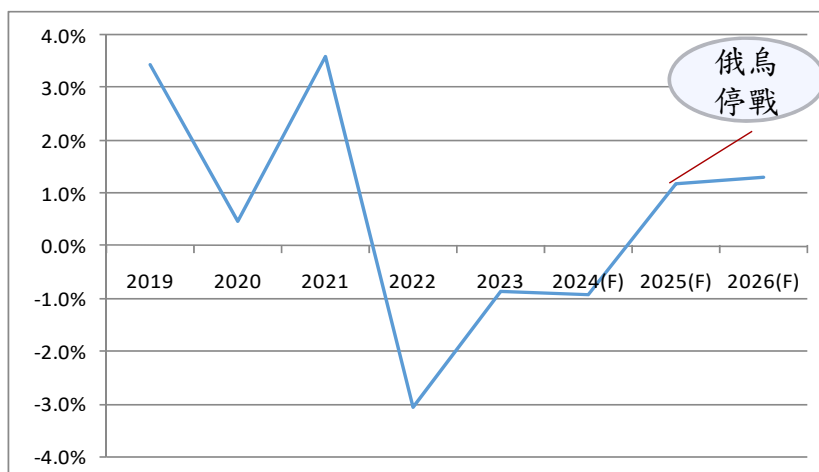
29

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

烏克蘭重建將提升全球鋼鐵需求

- 根據世界銀行（World Bank）、歐洲聯盟（EU）、聯合國（UN）與烏克蘭政府的聯合評估結果，烏克蘭需要將近5000億美元才夠支付遭俄羅斯入侵的重建費用。估算烏克蘭重建將提升全球的鋼鐵需求每年增加0.6~0.7個百分點。

全球鋼鐵需求成長率



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

30

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

國際鎳價快速下跌

- 鎳價在回落到15000美元後隨即反彈，目前報價約16500美元/噸左右。觀察全年價格變化2024年中雖有短暫拉高報價但隨後即快速下跌，整個2024年的鎳價相對2022~2023年屬於平穩水準。

國際鎳價格



資料來源：群益投顧彙整，CMONEY

群益投顧

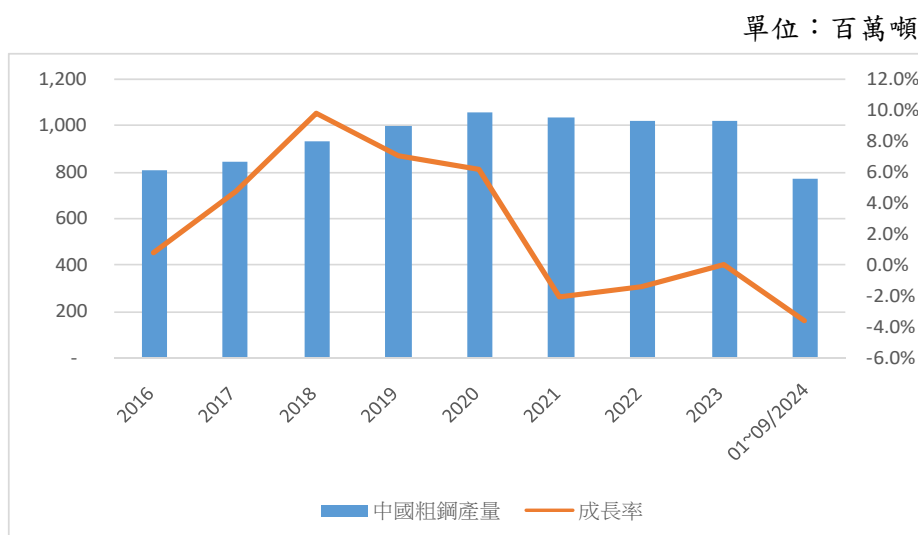
31

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

中國粗鋼產量持續下降

- 中國的粗鋼產量持續下滑，2024年的粗鋼產出量可能回到2019年的水準，中國生產量的減少是造成原料價格偏弱的主因。

中國粗鋼生產量



資料來源：中鋼協、群益投顧彙整

群益投顧

32

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

擠牙膏式的中國經濟刺激政策

- 11月初中國舉辦人民代表大會，市場原期待十兆人民幣的經濟刺激計劃並未推出使當日鐵礦砂價格下跌。但在國際環境不利的現況下中國仍有刺激經濟的壓力，預期將在12月的中央經濟工作會議討論新一波刺激政策。預期未來中國會不斷推出刺激政策，且房地產是重中之重。

中國鐵礦砂期貨價格

單位：美元/噸



資料來源：群益投顧彙整

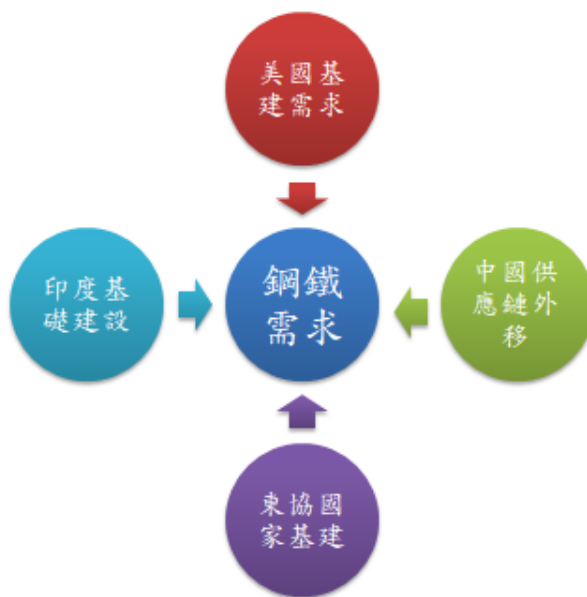
群益投顧

33

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

未來10年鋼鐵需求來源

- 認為美國的基礎建設，及中國供應鏈外移帶動的設廠需求，印度、印尼、越南等國家相繼推動基建，都會帶動鋼鐵需求增加。



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

34

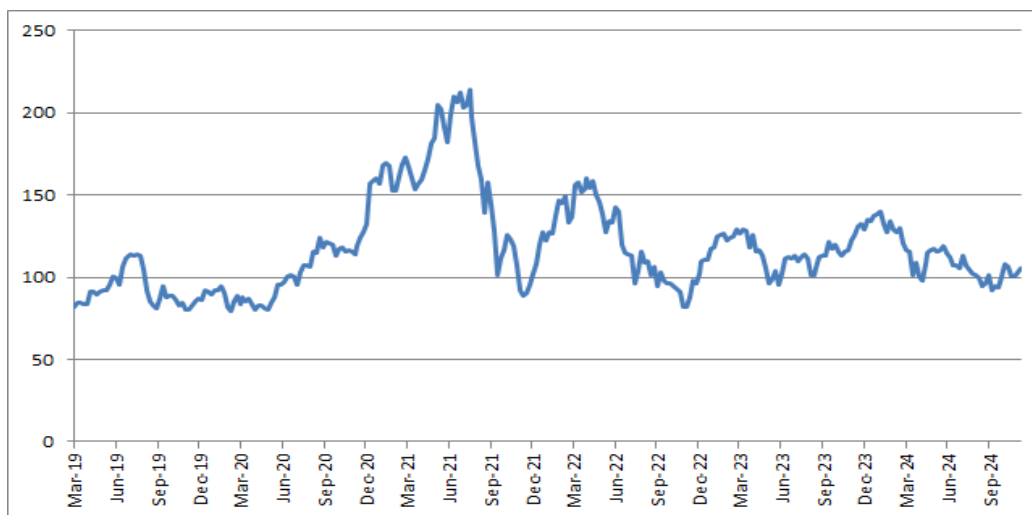
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

市場樂觀氣氛令鐵礦砂價格強勢

- 鐵礦砂價格已經歷三年的下跌，雖仍略高於疫情前，但受通膨影響預期目前價格已接近谷底。2025年隨需求回升，預期將有對應的上漲。

鐵礦砂價格

單位：美元/噸



資料來源：Bloomberg、群益投顧彙整

群益投顧

35

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

結論

- 川普二十項承諾：預期在美國總統川普將實行關稅政策及美國進入降息循環雙重因素帶動下，將會從以下幾個層面提高美國本土的鋼鐵需求量。
- 2025年中國需求有機會逆轉：中國將持續不斷推出刺激經濟政策，有利於鋼鐵產業復甦，而全球其它市場尤其是印度與東協等新興國家的基建成長將帶來鋼鐵業另一波成長空間。
- 川普有機會結束俄烏戰爭：普丁也表示願意就俄烏問題與美國談判。預期很快三方將進行通話，協調俄烏戰爭的解決方案。根據各國國際機構與烏克蘭政府的聯合評估結果，烏克蘭重建需要將近5,000億美元。估算若俄烏停戰，烏克蘭重建將提升全球的鋼鐵需求每年增加0.6~0.7個百分點。
- 重點股：中鋼(2002 TT)、中鴻(2014 TT)、大成鋼(2027 TT)、大國鋼(8415 TT)。

群益投顧

36

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

航空產業展望

--迎接農曆春節旅遊旺季

群益投顧

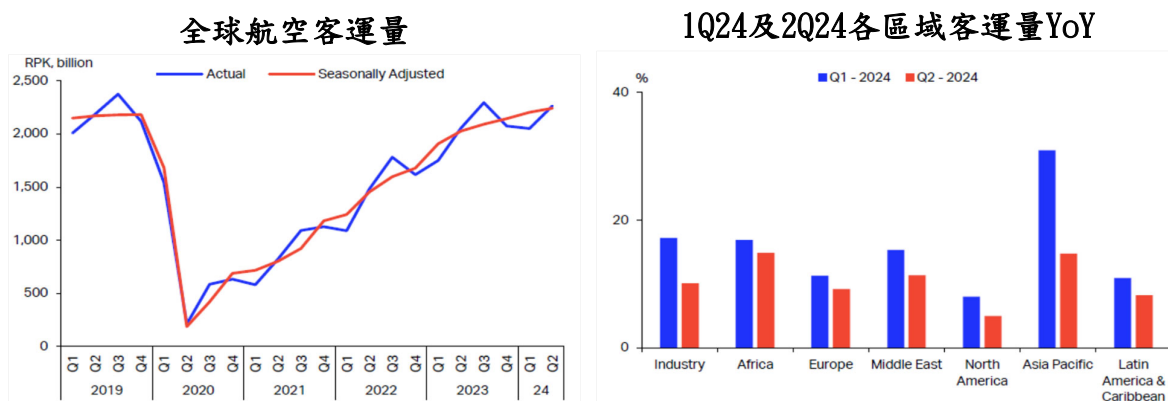


簡報大綱

- 全球及台灣航空客運市場概況
- 全球及台灣航空貨運市場概況
- 疫情前後台灣客運市場變化
- 航空燃油價格下跌，有利舒緩航空公司營運成本壓力
- 重點股：長榮航(2618 TT)、華航(2610 TT)

全球航空客運量回到疫情前水準

- 全球航空客運量於2024年恢復至疫情前水準，1H24各主要區域客運量YoY以亞太地區成長相對強勁。



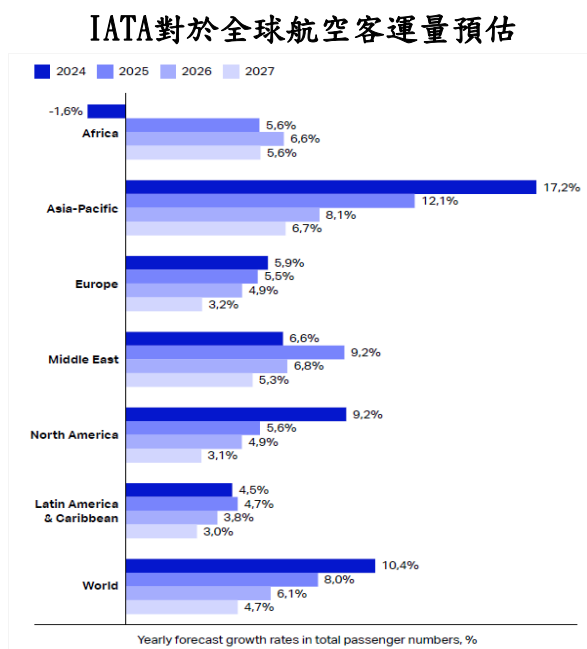
資料來源：IATA，群益投顧彙整

群益投顧

39

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

預計2025年亞洲客運量仍有雙位數增長



- 根據IATA預估，全球航空2024年客運量YoY+10.4%、2025年客運量YoY+8%。
- IATA預估亞洲市場2024年客運量YoY+17.2%、2025年客運量YoY+12.1%。

資料來源：IATA，群益投顧彙整

群益投顧

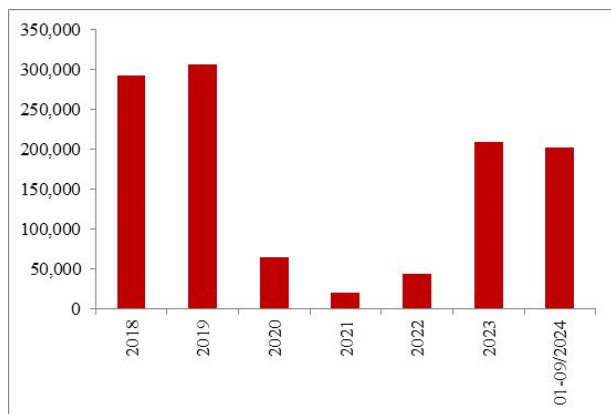
40

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

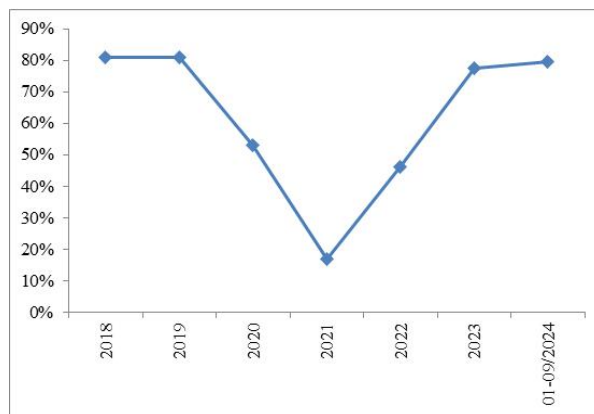
台灣飛航班次已恢復至疫情前水準

- 台灣機場飛航班次目前約恢復至疫情前的92%，載客率約80%，與疫情前相當。

台灣機場飛航班次



國內航空公司載客率

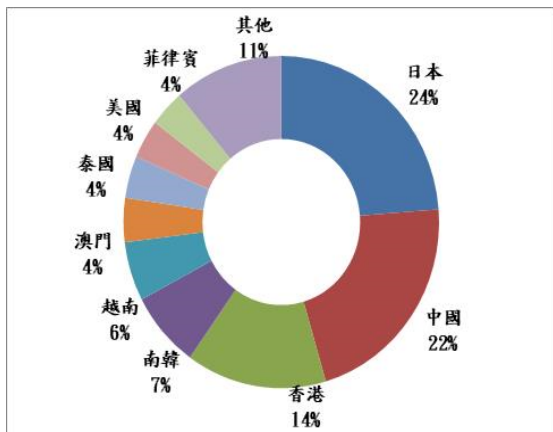


資料來源：民航局，群益投顧彙整

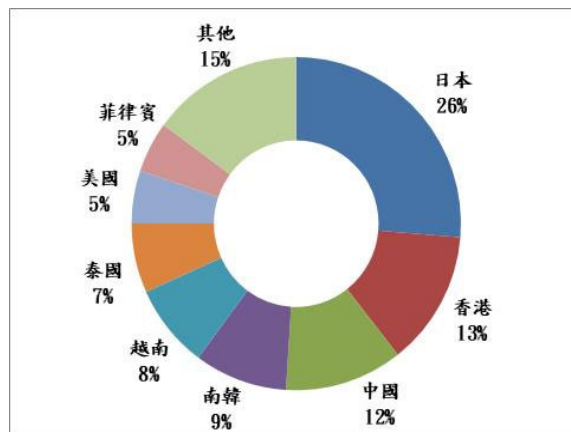
日本線為航班最大宗

- 疫情後日本線仍為國內飛航班次最大宗。
- 兩岸航線比重衰退最為顯著，主要被東南亞、東北亞及歐美線所取代。

航空公司飛航班次市佔率(疫情前)



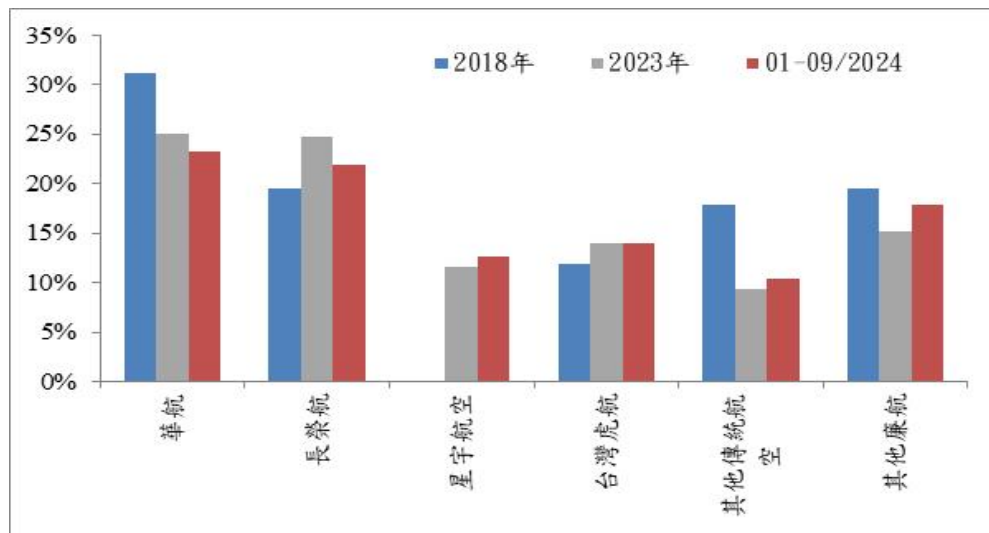
航空公司飛航班次市佔率(2024年)



資料來源：華航，群益投顧彙整

- 觀察台灣日本線載客數市佔率變化，疫情後日本線市佔率較疫情前提升的公司包括長榮航及台灣虎航。

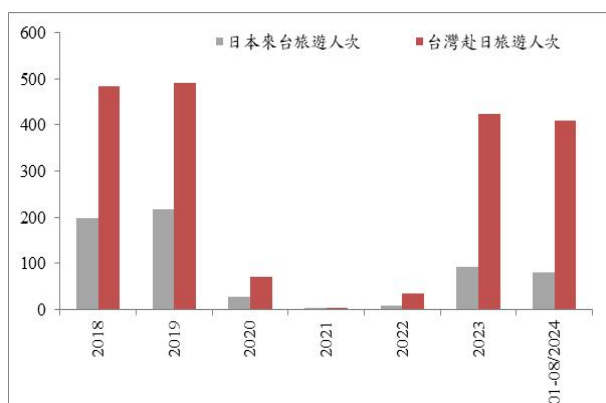
國內航空公司日本線載客數市佔率變化



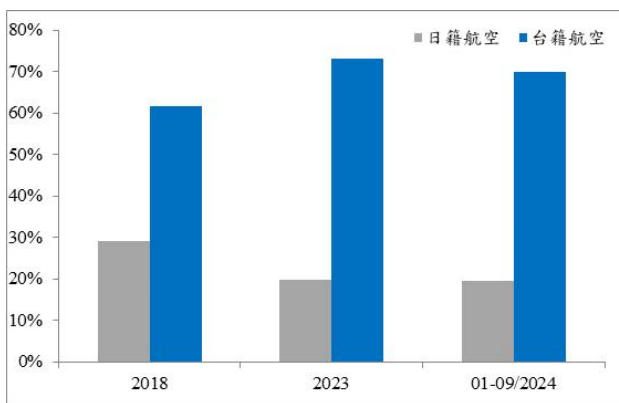
資料來源：民航局，群益投顧彙整

- 01-08/2024台灣赴日旅遊人次約410萬人次，年化後約614萬人次，超越疫情前的480-490萬人次。然同期間日本來台旅遊人次約79萬人次，年化後約119萬人次，僅約疫情前的六成左右。
- 疫情後台日籍航空在日本線的市佔率呈現此長彼消的情況。台日觀光旅遊人次逆差導致日籍航空在台灣飛航班次尚未完全回到疫情前水準，為台籍航空提供布局日本線良好契機。

日來台旅遊vs台赴日旅遊人次（萬人）



台灣日本航線市佔率(台籍vs日籍航空)

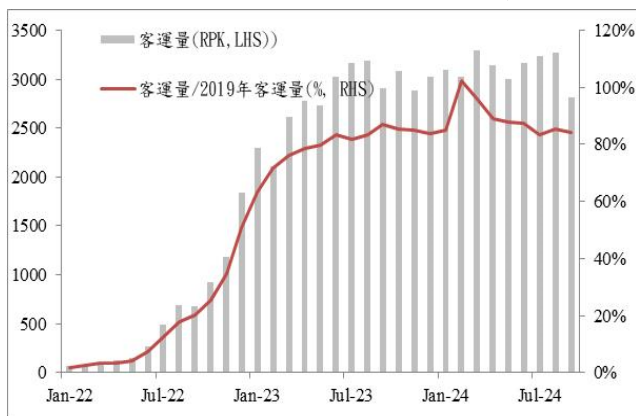


資料來源：民航局，群益投顧彙整

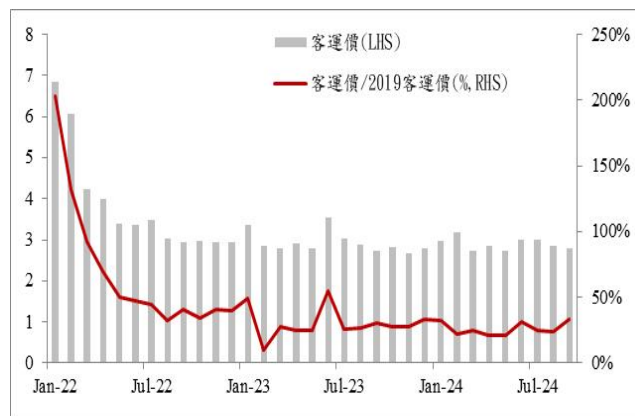
國內航空公司客運價仍高於疫情前

- 國內航空公司客運量已逐漸恢復至疫情前水準；客運價格方面，相較於疫情前水準仍有20%~30%的漲幅。

國內航空公司客運量走勢



國內航空公司客運價走勢



資料來源：華航，群益投顧彙整

群益投顧

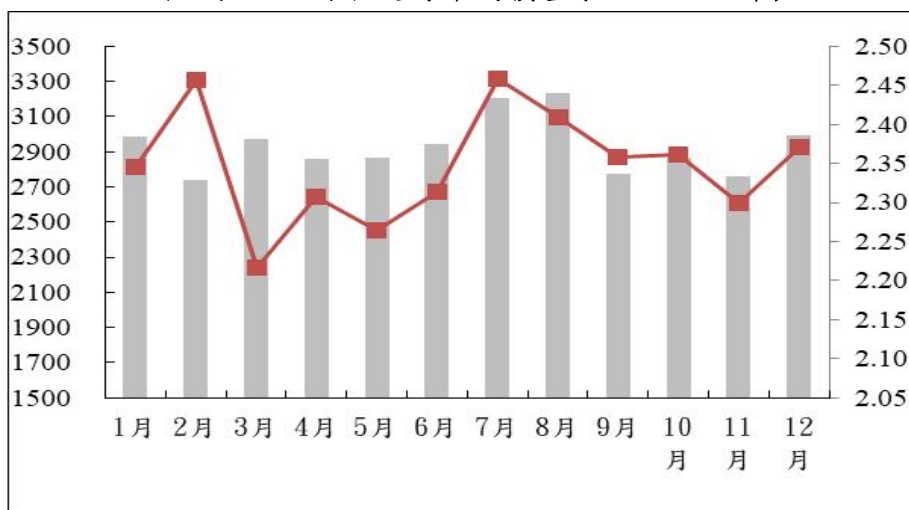
45

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

農曆春節客運價量有望回升

- 觀察疫情前國內航空公司客運價量走勢，除了暑期旺季之外，農曆春節向來為客運票價高峰期間。根據航空公司表示，2025年春節客運票價有望與2024年相當、維持高檔水準。

國內航空公司客運月平均價量(2008~2018年)



資料來源：華航，群益投顧彙整

群益投顧

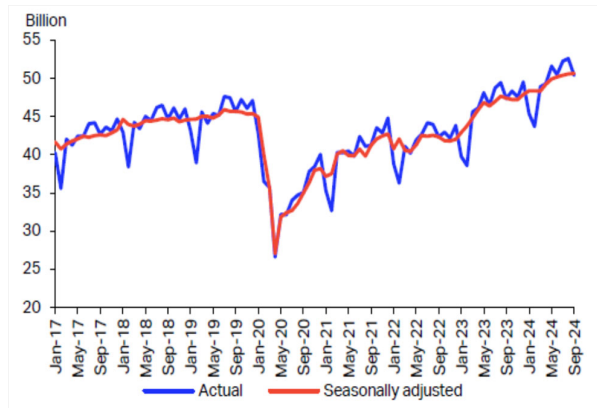
46

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

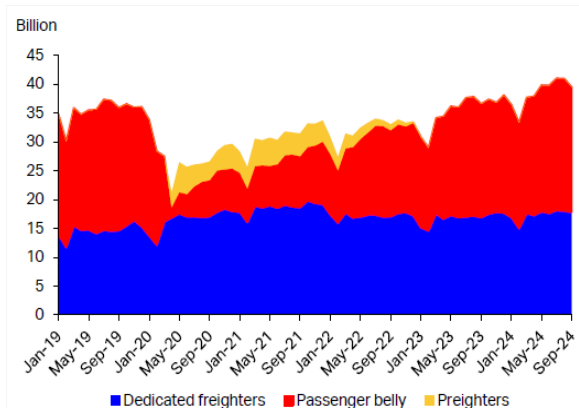
全球航空貨運運能持續增長

- 疫情過後隨客機復飛，機腹載貨運力持續增長，帶動整體航空貨運運力持續增長。

全球航空貨運運能



全球航空貨運運能來源



資料來源：IATA，群益投顧彙整

群益投顧

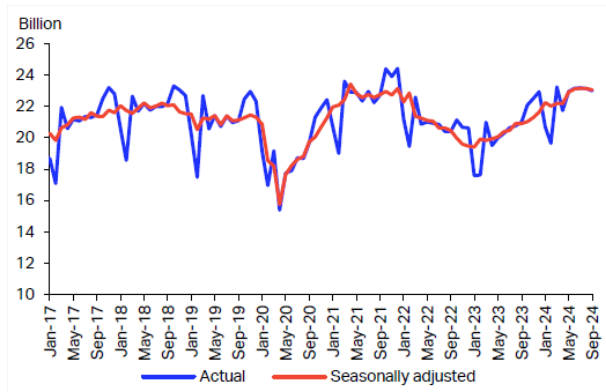
47

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

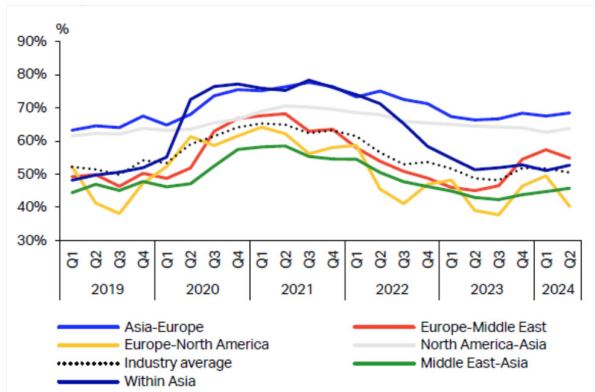
全球航空貨運需求維持高檔

- 全球航空貨運需求仍維持在相對高檔。
- 各區域方面，以歐洲線及北美線貨運需求表現較佳。

全球航空貨運量



全球航空貨運量YoY



資料來源：IATA，群益投顧彙整

群益投顧

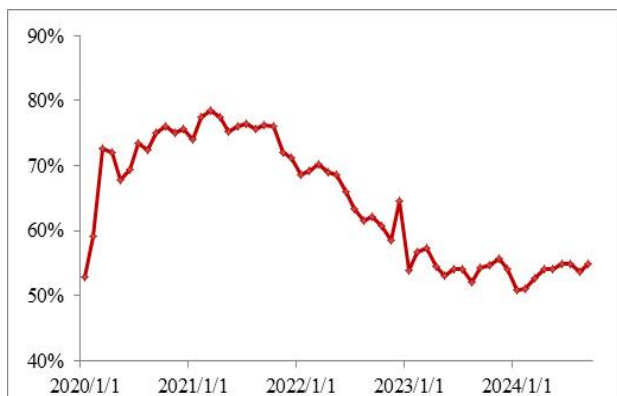
48

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

亞洲航空市場貨運供需增速接近平衡

- 亞洲航空公司貨運供需增速維持平衡，支撐整體載貨率反彈。

亞洲區航空公司載貨率



亞洲區航空公司貨運供需YoY



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

49

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

國內航空公司貨運價格維持高檔

- 2H24以來國內航空公司貨量與疫情前水準相當，價格相較於疫情前水準則有40%~50%的漲幅。
- 若市場運力增速放緩，在電商及AI產品需求支撐下，貨運價格水準有望維持高檔。

國內航空公司貨運量走勢



國內航空公司貨運價走勢



資料來源：華航，群益投顧彙整

群益投顧

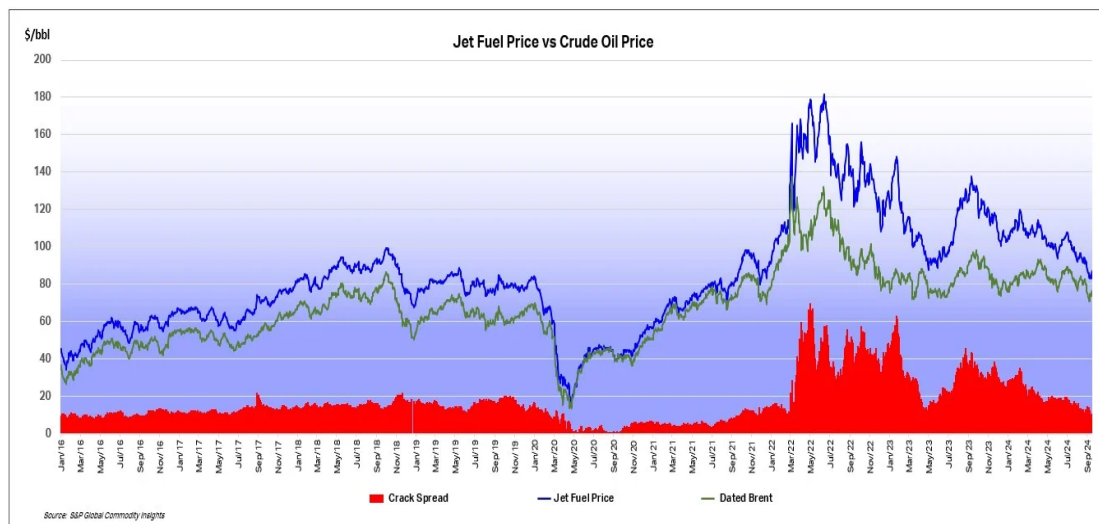
50

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

燃油價格下跌舒緩成本壓力

- 航空公司成本結構中，燃油比重約20%~30%。
- 航空燃油價格持續走跌，有望舒緩航空公司成本壓力。

航空燃油價格走跌



資料來源：IATA，群益投顧彙整

群益投顧

51

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

燃油成本敏感度分析

航空燃油價格變動對華航EPS影響數

油價變動金額(美元/桶)	2	4	6	8	10
燃油成本變動金額(千元台幣)	992,000	1,984,000	2,976,000	3,968,000	4,960,000
對華航EPS影響數	0.16	0.33	0.49	0.66	0.82

航空燃油價格變動對長榮航EPS影響數

航空燃油增加金額(美元/桶)	2	4	6	8	10
燃油成本(千美元)	35,000	70,000	105,000	140,000	175,000
對長榮航EPS影響數	0.21	0.41	0.62	0.83	1.04

航空燃油價格變動對星宇航空EPS影響數

航空燃油增加金額(美元/桶)	2	4	6	8	10
燃油成本變動金額(千元台幣)	198,400	396,800	595,200	793,600	992,000
對星宇航空EPS影響數	0.07	0.13	0.20	0.26	0.33

航空燃油價格變動對台灣虎航EPS影響數

航空燃油增加金額(美元/桶)	2	4	6	8	10
燃油成本變動金額(千元台幣)	69,760	139,520	209,280	279,040	348,800
對台灣虎航EPS影響數	0.16	0.31	0.47	0.62	0.78

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

- 客運市場:2025年全球航空客運量仍有望維持正增長，農曆春節有望迎來客運價格小高峰。
- 貨運市場:若市場運力返回速度放緩，電商及AI產品需求支撐下，貨運價格水準有望維持高檔。
- 航空燃油價格下跌，有利舒緩航空公司營運成本壓力。
- 重點股：長榮航(2618 TT)、華航(2610 TT)。

金融產業展望

--兼具降息與殖利率概念

- 2024年獲利維持高檔
- 降息期間金融股正向反應
- 金融市場帶動投資收入成長
- ETF金融股持股比例提高，下檔有撐
- 72-2房貸影響有限
- 金融基本面穩健
- 現金殖利率處於中等水準
- 第一金(2892 TT)

2024年獲利維持高檔

代碼	公司	前九月獲利	年增率	EPS
2881	富邦金	1211.9	78.80%	8.6
2882	國泰金	1031.9	73.72%	6.77
2891	中信金	586.49	20.71%	2.95
2886	兆豐金	293.21	8.48%	1.98
2892	第一金	208.08	9.36%	1.46
2888	新光金	197.72	虧轉盈	1.24
2884	玉山金	208.76	31.41%	1.31
2890	永豐金	184.96	17.46%	1.46
2880	華南金	178.52	5.68%	1.3
2887	台新金	166.6	37.69%	1.17
2889	國票金	16.93	6.21%	0.48

美國歷史降息期間

- 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

美國歷史降息期間

- 美國降息期間，台灣金融類股表現與加權指數正相關。

股票代號	股票名稱	中美貿易戰 2019/7 - 2019/11	房地產泡沫破裂 2007/9 - 2008/12	網路泡沫破裂 2001/3 - 2001/12	避險基金瀕臨破產 1998/9 - 1998/11	利率正常化 1995/7 - 1996/2	波斯灣戰爭 1990/7 - 1992/9
TWA00	加權指數	4.63%	-49.68%	-15.51%	13.94%	-10.12%	-19.27%
TWB11	水泥類	-6.45%	-40.50%	-43.08%	11.45%	-12.10%	-20.68%
TWB12	食品類	-7.52%	-19.02%	-34.77%	10.76%	-6.34%	14.02%
TWB13	塑膠類	-11.40%	-46.10%	-38.52%	33.36%	-14.05%	-11.59%
TWB14	紡織纖維	-8.87%	-50.17%	-32.16%	11.84%	-9.84%	-1.18%
TWB15	電機類	0.66%	-53.26%	-33.37%	9.49%	-5.08%	24.25%
TWB16	電器電纜	2.75%	-59.37%	-46.55%	14.77%	-18.82%	-28.37%
TWB17	化學生技醫療	-2.85%	-47.04%	-17.90%	16.76%	-3.35%	-3.29%
TWB18	玻璃陶瓷	-5.47%	-33.48%	-35.66%	14.42%	-16.67%	-35.28%
TWB19	造紙類	-2.98%	-47.22%	-38.85%	17.14%	-28.95%	-12.75%
TWB20	鋼鐵類	-7.33%	-49.09%	-36.11%	6.11%	-15.96%	-48.01%
TWB21	橡膠類	14.59%	-48.26%	-23.70%	14.10%	-1.46%	150.37%
TWB22	汽車類	3.03%	-58.85%	-31.84%	8.41%	-11.02%	11.48%
TWB23	電子類	11.75%	-55.02%	-5.58%	10.79%	-20.54%	26.77%
TWB25	營建類	-0.30%	-61.39%	-44.34%	15.43%	-5.39%	17.11%
TWB26	運輸類	-6.40%	-38.35%	-34.98%	23.72%	1.48%	51.72%
TWB27	觀光類	-7.46%	-16.03%	-14.54%	15.95%	-2.22%	21.46%
TWB28	金融保險	0.52%	-43.47%	-21.22%	17.09%	-6.02%	-42.72%
TWB29	百貨類	1.29%	-26.72%	-25.84%	13.42%	-9.42%	-13.82%
TWB99	其他類	0.78%	-42.31%	-24.61%	8.95%	-6.00%	167.41%

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	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

- 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。但下列情形不在此限：
- 一、為鼓勵儲蓄協助購置自用住宅，經主管機關核准辦理之購屋儲蓄放款。
- 二、以中央銀行提撥之郵政儲金轉存款辦理之購屋放款。
- 三、以國家發展委員會中長期資金辦理之輔助人民自購住宅放款。
- 四、以行政院開發基金管理委員會及國家發展委員會中長期資金辦理之企業建築放款。
- 五、受託代辦之獎勵投資興建國宅放款、國民住宅放款及輔助公教人員購置自用住宅放款。
- 主管機關於必要時，得規定銀行辦理前項但書放款之最高額度。

銀行法72-2限額影響有限

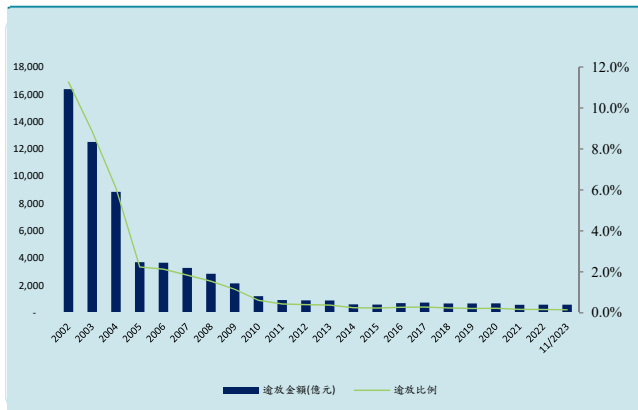
- 金管會最新統計，根據銀行法第 72-2 條規定，全體國銀不動產放款平均比率為 26.47%，個別銀行方面，比率超出 29% 的銀行掛零，比率落在 28%-29% 的銀行有 5 家，比率落在 27%-28% 的銀行有 7 家，比率落在 26-27% 的銀行有 9 家，比率落在 25-26% 的銀行有 2 家。
- 銀行法 72-2 條中的分母為放款總額 55.85 兆元，分子則是「購置住宅貸款、土建融及商辦等」，金額為 14.79 兆元，距離 72-2 條法定上限還有 3% 多，若以數學角度來估，每增加 1%，銀行相關建築放款可增加 5,585 億元。

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4/2024底，本國銀行逾放比例為0.17%，資產品質良好。截至2023年底，本國銀行資本適足率為15.37%，維持較佳水準。

2002以來逾放金額及比例

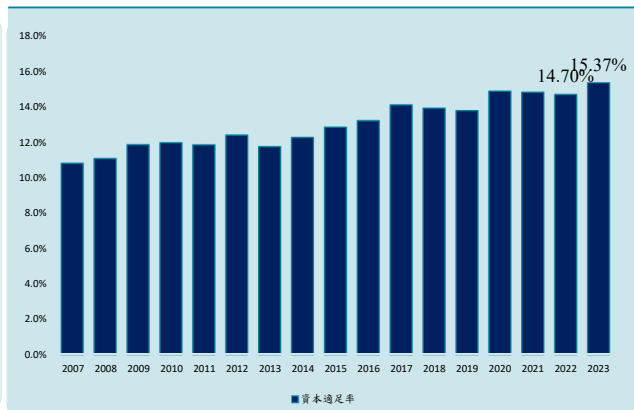
單位:百萬元/%



Source:Cmoney、Capital Research

2007年以來本國銀行資本適足率

單位:%



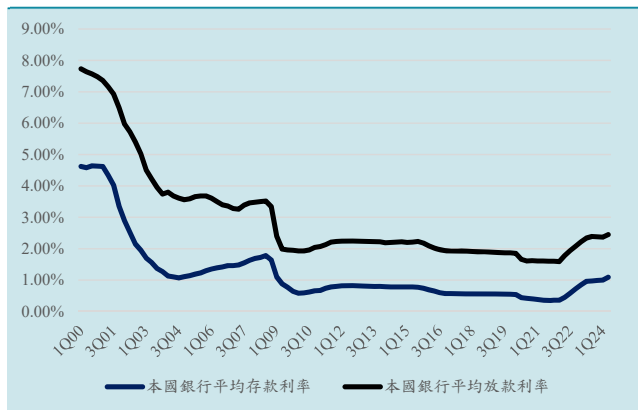
Source:Cmoney、Capital Research

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

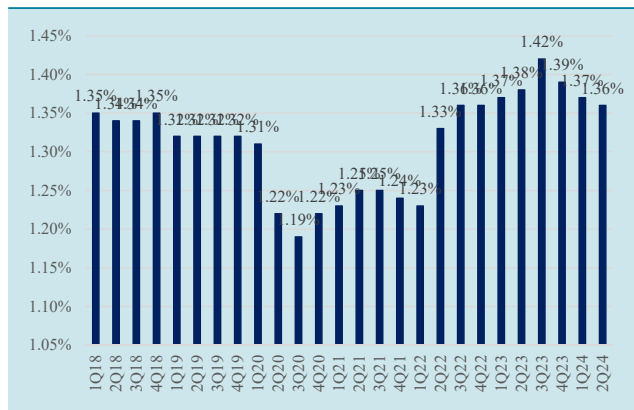
單位:%



Source:Cmoney、Capital Research

2018年以來存放利差

單位:%



Source:Cmoney、Capital Research

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/%



Source:Cmoney、Capital Research

2019年以來主要銀行利息收入

單位:百萬元



Source:Cmoney、Capital Research

現金殖利率處於中等水準

代碼	公司名	2023年現金股利	11/8/2024收盤價	現金殖利率
2809	京城銀	3.0	48.3	6.21%
2889	國票金	0.7	14.6	5.00%
2891	中信金	1.8	36.9	4.88%
2880	華南金	1.2	25.55	4.70%
2884	玉山金	1.2	27.45	4.37%
2886	兆豐金	1.5	39.1	3.84%
2887	台新金	0.6	17.15	3.50%
2885	元大金	1.1	33.2	3.31%
2890	永豐金	0.8	22.75	3.30%
2892	第一金	0.9	26.8	3.17%
2882	國泰金	2.0	69.5	2.88%
2881	富邦金	2.5	92.9	2.69%
2888	新光金	0.0	11.45	0.00%

- 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，目前金融產業，基本面穩健。
- 現金殖利率處於中等水準。
- 重點股：京城銀(2809 TT)、中信金(2891 TT)。

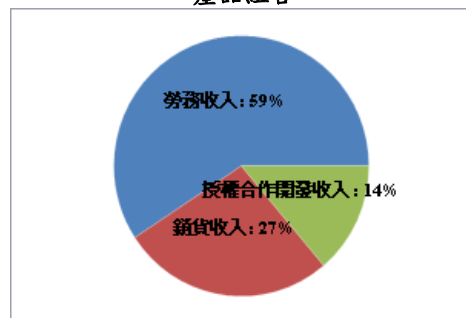
1Q25傳產投資主軸

產業	主軸	重點個股
生技	川普政策以及生物安全法案過關有利轉單效益	台康生技(6589 TT)、美時(1795 TT)、保瑞(6472 TT)
鋼鐵	美國製造以及若俄烏停戰將有利鋼鐵產業復甦	中鋼(2002 TT)、中鴻(2014 TT)、大成鋼(2027 TT)、大國鋼(8415 TT)
航空	航空迎接農曆春節旅遊旺季	長榮航(2618 TT)、華航(2610 TT)
金融	金融兼具降息與殖利率概念	京城銀(2809 TT)、中信金(2891 TT)

重點股：台康生技(6589 TT)

- 台康生專注於生物相似藥和CDMO（合同開發與製造）業務。主要產品包括EG12014和EG1206A，分別為Trastuzumab和Pertuzumab的生物相似藥。
- 預計在自有產品（如EG12014、EG1206A）取得藥證後，對營收貢獻將顯著提升，預計在未來2-3年內占比超過30%。
- CDMO業務目前約占營收的70%，隨著產能擴張及美國生物安全法案帶來的新增訂單，預計2024年和2025年CDMO業務將進一步增長。

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	1,174	1,528	1,917	457	220	246	248	459	339	299	440	449
營業毛利淨額	280	485	684	160	18	22	79	161	99	79	151	156
營業利益	-921	-751	-563	-356	-214	-283	-246	-179	-195	-231	-166	-159
稅後純益	-542	-575	-342	-406	-104	-221	-256	39	-156	-197	-115	-107
稅後EPS(元)	-1.77	-1.88	-1.12	-1.33	-0.34	-0.72	-0.84	0.13	-0.51	-0.64	-0.38	-0.35
毛利率(%)	23.83%	31.72%	35.68%	35.14%	8.14%	9.02%	31.74%	35.00%	29.27%	26.34%	34.29%	34.64%
營業利益率(%)	-78.52%	-49.15%	-29.37%	-78.02%	-97.42%	-114.86%	-99.05%	-38.88%	-57.55%	-77.12%	-37.62%	-35.45%
稅後純益率(%)	-46.21%	-37.64%	-17.83%	-88.91%	-47.35%	-89.54%	-103.18%	8.39%	-46.05%	-65.66%	-26.10%	-23.92%
營業收入YoY/QoQ(%)	14.75%	30.21%	25.45%	115.92%	-51.88%	12.16%	0.74%	85.00%	-26.11%	-11.76%	46.97%	2.11%
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30.56億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

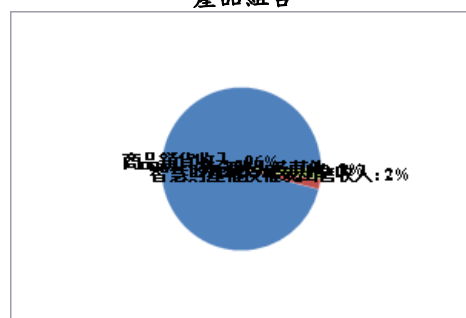
71

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	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	18,484	20,240	22,243	3,419	4,198	4,743	5,234	4,309	4,660	5,217	5,317	5,046
營業毛利淨額	10,877	12,071	13,199	1,423	2,303	2,879	3,316	2,379	2,599	3,287	3,356	2,829
營業利益	6,176	7,183	8,115	143	1,256	1,633	2,112	1,175	1,396	2,053	2,129	1,604
稅後純益	4,896	5,811	6,565	400	1,036	1,332	1,565	963	1,131	1,660	1,721	1,299
稅後EPS(元)	18.43	21.87	24.71	1.51	3.90	5.01	5.89	3.62	4.26	6.25	6.48	4.89
毛利率(%)	58.84%	59.64%	59.34%	41.62%	54.87%	60.70%	63.34%	55.20%	55.77%	63.00%	63.12%	56.07%
營業利益率(%)	33.41%	35.49%	36.49%	4.19%	29.91%	34.43%	40.36%	27.26%	29.96%	39.35%	40.04%	31.79%
稅後純益率(%)	26.48%	28.71%	29.52%	11.70%	24.68%	28.07%	29.90%	22.34%	24.27%	31.82%	32.37%	25.74%
營業收入YoY/QoQ(%)	9.00%	9.50%	9.89%	-25.24%	22.79%	12.98%	10.36%	-17.68%	8.15%	11.96%	1.92%	-5.10%
稅後純益YoY/QoQ(%)	19.24%	18.71%	12.97%	-67.90%	159.10%	28.49%	17.54%	-38.50%	17.49%	46.80%	3.69%	-24.55%

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26.57億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

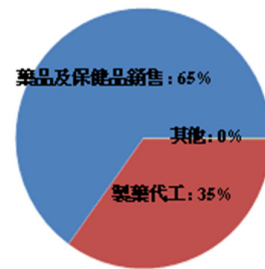
72

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	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	19,314	23,000	23,612	3,206	2,857	5,027	5,615	5,815	5,310	5,735	5,907	6,048
營業毛利淨額	8,303	9,757	10,044	1,697	1,506	1,951	2,376	2,470	2,233	2,432	2,513	2,579
營業利益	4,247	5,557	5,830	1,136	892	743	1,217	1,395	1,222	1,341	1,452	1,542
稅後純益	4,324	5,494	4,512	566	716	1,172	1,447	989	864	2,316	1,122	1,192
稅後EPS(元)	42.64	54.18	44.50	5.58	7.06	11.56	14.27	9.76	8.52	22.84	11.07	11.76
毛利率(%)	42.99%	42.42%	42.54%	52.93%	52.70%	38.81%	42.32%	42.47%	42.05%	42.41%	42.54%	42.64%
營業利益率(%)	21.99%	24.16%	24.69%	35.43%	31.22%	14.77%	21.68%	23.99%	23.01%	23.38%	24.58%	25.50%
稅後純益率(%)	22.39%	23.89%	19.11%	17.64%	25.06%	23.31%	25.76%	17.02%	16.27%	40.38%	19.00%	19.71%
營業收入YoY/QoQ(%)	36.02%	19.08%	2.66%	4.23%	-10.86%	75.93%	11.69%	3.56%	-8.68%	8.00%	3.00%	2.40%
稅後純益YoY/QoQ(%)	42.70%	27.06%	-17.87%	-22.85%	26.61%	63.63%	23.45%	-31.61%	-12.67%	167.99%	-51.53%	6.22%

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10.14億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

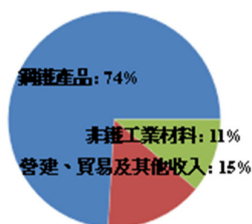
73

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：中鋼(2002 TT)

- 中鋼積極面對碳中和挑戰，訂定2025年減排7%、2030年減排25%，2050年達成碳中和的短、中、長期減碳目標。
- 國內將推動台版CBAM雖2025年僅申報，但預期之後仍將對境外進口鋼鐵收取碳費。中鋼近年加緊執行減排，未來隨著碳費徵收並預期碳價逐年上漲，可強化中鋼在國內的主導地位。

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	364,192	376,122	401,987	88,394	93,754	94,572	85,616	90,251	88,818	96,427	96,414	94,463
營業毛利淨額	15,555	25,844	32,856	5,886	4,107	4,765	1,891	4,792	5,258	6,615	6,045	7,925
營業利益	2,320	12,415	19,172	2,668	769	1,304	-1,223	1,471	1,967	3,202	2,643	4,603
稅後純益	2,707	9,488	16,057	2,117	641	1,324	-81	824	1,499	2,413	2,455	3,121
稅後EPS(元)	0.17	0.60	1.02	0.13	0.04	0.08	-0.01	0.05	0.10	0.15	0.16	0.20
毛利率(%)	4.27%	6.87%	8.17%	6.66%	4.38%	5.04%	2.21%	5.31%	5.92%	6.86%	6.27%	8.39%
營業利益率(%)	0.64%	3.30%	4.77%	3.02%	0.82%	1.38%	-1.43%	1.63%	2.22%	3.32%	2.74%	4.87%
稅後純益率(%)	0.74%	2.52%	3.99%	2.40%	0.68%	1.40%	-0.10%	0.91%	1.69%	2.50%	2.55%	3.30%
營業收入YoY/QoQ(%)	0.24%	3.28%	6.88%	0.19%	6.06%	0.87%	-9.47%	5.41%	-1.59%	8.57%	-0.01%	-2.02%
稅後純益YoY/QoQ(%)	60.98%	250.48%	69.23%	N.A	-69.75%	106.72%	N.A	N.A	81.94%	61.04%	1.72%	27.15%

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1577.31億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

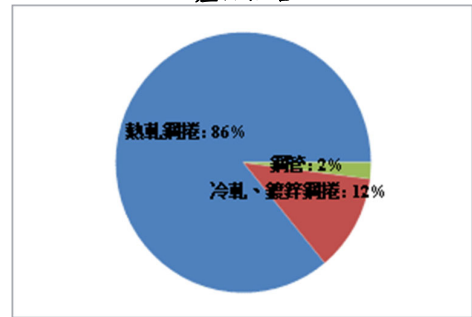
74

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：中鴻(2014 TT)

- 中鴻為國內鋼鐵單軋廠，屬於中鋼集團的一份子。主要產品為各式鋼捲，熱軋鋼捲約占營收77%、冷軋鋼捲16%、鍍鋅鋼捲6%、鋼管1%。
- 印度、東協等新興發展經濟體的鋼鐵需求持續成長，已逐漸淡化中國需求疲軟的影響，樂觀看待2025年鋼鐵業前景。

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	31,459	33,505	36,721	9,105	9,148	8,160	6,705	7,445	7,465	8,716	8,344	8,979
營業毛利淨額	-467	1,548	2,843	185	183	-212	-718	280	275	437	347	488
營業利益	-955	1,045	2,302	56	51	-332	-834	160	161	310	217	357
稅後純益	-622	858	1,911	88	60	-267	-609	194	143	207	177	331
稅後EPS(元)	-0.43	0.60	1.33	0.06	0.04	-0.19	-0.42	0.14	0.10	0.14	0.12	0.23
毛利率(%)	-1.48%	4.62%	7.74%	2.03%	2.00%	-2.60%	-10.70%	3.76%	3.69%	5.01%	4.16%	5.44%
營業利益率(%)	-3.04%	3.12%	6.27%	0.61%	0.56%	-4.07%	-12.44%	2.15%	2.16%	3.55%	2.60%	3.98%
稅後純益率(%)	-1.98%	2.56%	5.20%	0.97%	0.66%	-3.27%	-9.08%	2.61%	1.91%	2.38%	2.13%	3.68%
營業收入YoY/QoQ(%)	-16.70%	6.50%	9.60%	-3.14%	0.47%	-10.80%	-17.83%	11.04%	0.26%	16.76%	-4.26%	7.61%
稅後純益YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	122.64%	N.A	-31.95%	N.A	N.A	N.A	-26.56%	45.21%	-14.32%	86.37%

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143.55億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

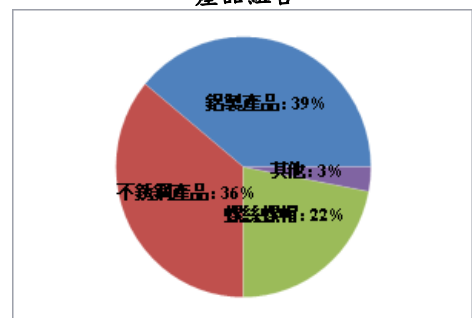
75

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

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。
- 預期川普將實行其選前的政見，提高美國的關稅隨著美國提高關稅及FED處於降息循環，將會提高美國本土的製造業設廠需求，廠房、機械設備等需求量的增加，將有利於大成鋼的銷售成長。

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	91,330	107,358	115,194	21,711	23,225	24,135	21,740	22,230	27,484	29,004	26,267	24,603
營業毛利淨額	17,273	23,811	24,855	3,577	3,983	4,765	4,222	4,302	5,975	6,639	5,944	5,253
營業利益	6,624	12,975	13,683	979	1,363	2,065	1,451	1,745	3,243	3,859	3,267	2,606
稅後純益	3,331	7,538	8,704	454	1,083	917	290	1,042	1,911	2,253	1,968	1,407
稅後EPS(元)	1.37	3.10	3.58	0.19	0.44	0.38	0.12	0.43	0.78	0.93	0.81	0.58
毛利率(%)	18.91%	22.18%	21.58%	16.47%	17.15%	19.74%	19.42%	19.35%	21.74%	22.89%	22.63%	21.35%
營業利益率(%)	7.25%	12.09%	11.88%	4.51%	5.87%	8.56%	6.67%	7.85%	11.80%	13.30%	12.44%	10.59%
稅後純益率(%)	3.65%	7.02%	7.56%	2.09%	4.66%	3.80%	1.33%	4.69%	6.95%	7.77%	7.49%	5.72%
營業收入YoY/QoQ(%)	-9.80%	17.55%	7.30%	-10.32%	6.97%	3.92%	-9.92%	2.25%	23.63%	5.53%	-9.44%	-6.33%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-37.52%	126.32%	15.47%	-64.05%	138.27%	-15.32%	-68.42%	259.72%	83.44%	17.88%	-12.63%	-28.51%

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243.43億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

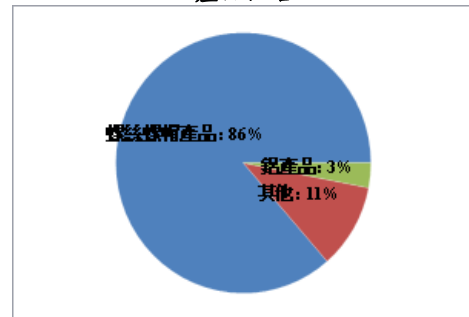
76

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：大國鋼(8415 TT)

- 大國鋼的主要業務是螺絲及螺帽的買賣業務，為全球主要的螺絲通路商之一。銷售地區佔比：北美洲92%、大洋洲4%、其他國家4%。
- 預期在美國總統川普將實行關稅政策及美國進入降息循環雙重因素帶動下，將會提高美國本土的製造業設廠需求。下游客戶必需開始回補庫存，並對未來可能增加的需求盡量備貨，將有利於大國鋼的銷售成長。

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	23,027	26,573	29,155	5,567	5,708	5,843	5,759	5,717	6,669	6,863	6,693	6,348
營業毛利淨額	7,674	9,287	10,088	1,799	1,896	1,958	1,914	1,906	2,312	2,508	2,369	2,099
營業利益	3,200	4,743	5,647	712	779	799	766	856	1,168	1,345	1,229	1,002
稅後純益	2,580	3,648	4,496	376	580	537	872	590	887	1,015	986	760
稅後EPS(元)	2.50	3.54	4.36	0.36	0.56	0.52	0.85	0.57	0.86	0.98	0.96	0.74
毛利率(%)	33.33%	34.95%	34.60%	32.31%	33.21%	33.51%	33.24%	33.34%	34.66%	36.54%	35.39%	33.07%
營業利益率(%)	13.90%	17.85%	19.37%	12.79%	13.64%	13.68%	13.29%	14.98%	17.51%	19.59%	18.36%	15.78%
稅後純益率(%)	11.20%	13.73%	15.42%	6.75%	10.16%	9.20%	15.15%	10.32%	13.30%	14.79%	14.73%	11.97%
營業收入YoY/QoQ(%)	-6.50%	15.40%	9.72%	-7.32%	2.53%	2.36%	-1.43%	-0.74%	16.66%	2.89%	-2.47%	-5.15%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-17.45%	41.40%	23.26%	-71.02%	54.33%	-7.33%	62.37%	-32.35%	50.29%	14.45%	-2.90%	-22.92%

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103.15億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

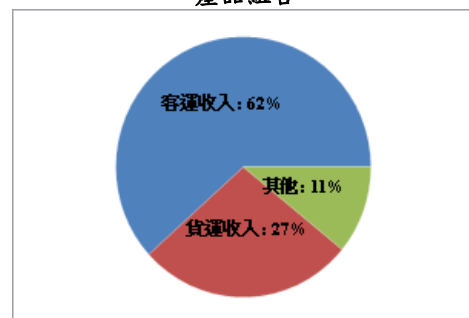
77

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：長榮航(2618 TT)

- 客運量增長加上貨運價格維持高檔，支撐長榮航2024年營運進一步攀高。
- 預估長榮航2024年稅後獲利284.5億元，稅後EPS 5.27元。預估2025年稅後獲利241.84億元，稅後EPS 4.48元。

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	219,310	215,155	211,534	54,058	51,915	55,374	57,160	54,860	53,971	51,838	54,873	54,473
營業毛利淨額	52,851	48,134	43,774	11,096	10,412	13,610	15,654	13,176	12,562	10,121	12,542	12,910
營業利益	38,342	32,643	28,544	7,661	6,654	10,068	12,284	9,335	8,676	6,388	8,591	8,988
稅後純益	28,450	24,184	20,880	5,198	4,712	7,788	8,985	6,965	6,478	4,616	6,358	6,733
稅後EPS(元)	5.27	4.48	3.87	0.96	0.87	1.44	1.66	1.29	1.20	0.85	1.18	1.25
毛利率(%)	24.10%	22.37%	20.69%	20.53%	20.05%	24.58%	27.39%	24.02%	23.27%	19.52%	22.86%	23.70%
營業利益率(%)	17.48%	15.17%	13.49%	14.17%	12.82%	18.18%	21.49%	17.02%	16.07%	12.32%	15.66%	16.50%
稅後純益率(%)	12.97%	11.24%	9.87%	9.61%	9.08%	14.06%	15.72%	12.70%	12.00%	8.90%	11.59%	12.36%
營業收入YoY/QoQ(%)	9.46%	-1.89%	-1.68%	1.49%	-3.96%	6.66%	3.23%	-4.02%	-1.62%	-3.95%	5.86%	-0.73%
稅後純益YoY/QoQ(%)	31.75%	-14.99%	-13.66%	-12.76%	-9.33%	65.27%	15.36%	-22.48%	-6.99%	-28.74%	37.73%	5.90%

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540.04億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

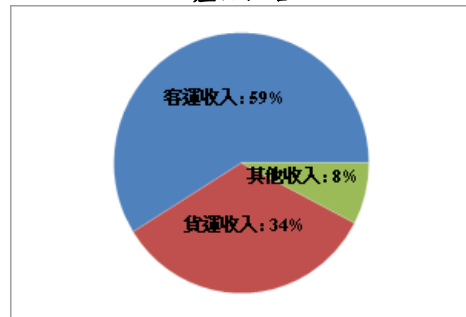
78

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：華航(2610 TT)

- 4Q24進入貨運旺季，貨運價量有望維持高檔。
- 預估華航2024年稅後獲利140.93億元，稅後EPS 2.33元。預估2025年稅後獲利122.64億元，稅後EPS 2.03元。

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	202,521	197,042	195,737	47,250	48,645	50,269	52,015	51,593	49,430	48,468	49,799	49,344
營業毛利淨額	34,111	29,058	26,674	4,632	7,597	7,938	9,215	9,362	7,756	6,687	7,050	7,564
營業利益	18,581	13,934	11,651	1,084	3,852	4,215	5,278	5,235	4,049	3,052	3,315	3,517
稅後純益	14,093	12,264	10,057	-79	3,099	3,446	3,828	3,719	3,621	2,706	2,871	3,065
稅後EPS(元)	2.33	2.03	1.66	-0.01	0.51	0.57	0.63	0.61	0.60	0.45	0.47	0.51
毛利率(%)	16.84%	14.75%	13.63%	9.80%	15.62%	15.79%	17.72%	18.15%	15.69%	13.80%	14.16%	15.33%
營業利率率(%)	9.17%	7.07%	5.95%	2.29%	7.92%	8.39%	10.15%	10.15%	8.19%	6.30%	6.66%	7.13%
稅後純益率(%)	6.96%	6.22%	5.14%	-0.17%	6.37%	6.86%	7.36%	7.21%	7.33%	5.58%	5.77%	6.21%
營業收入YoY/QoQ(%)	9.58%	-2.71%	-0.66%	-0.90%	2.95%	3.34%	3.47%	-0.81%	-4.19%	-1.95%	2.75%	-0.91%
稅後純益YoY/QoQ(%)	106.68%	-12.98%	-18.00%	N.A	N.A	11.20%	11.08%	-2.85%	-2.62%	-25.27%	6.10%	6.76%

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605.19億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

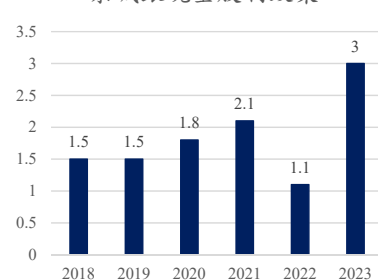
79

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：京城銀(2809 TT)

- 京城銀投資上會適時調整資產組合，雖2024年受到資本市場波動影響獲利，但每股盈餘仍維持在高檔，累計1~10/2024稅後盈餘41.47億元，EPS 3.73元。
- 展望2025，預期經濟成長仍有韌性，預期2025年投資收益，因此投資建議為Trading buy。

京城銀現金股利政策



單位：百萬元	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
淨利息收益	5,957	6,100	6,223	1,439	1,444	1,508	1,499	1,506	1,514	1,521	1,529	1,537
QoQ/YoY(%)	3.86	2.41	2.02	-0.41	0.36	4.43	-0.62	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
手續費淨收益	2,693	2,910	2,968	670	556	704	715	718	722	726	729	733
QoQ/YoY(%)	14.41	8.02	2.02	11.22	-16.99	26.68	1.48	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
淨收益	9,424	10,050	10,232	2,557	2,992	2,584	1,623	2,225	2,276	2,497	2,508	2,769
放款呆帳費用	542	1,200	1,200	-82	-9	385	-133	300	300	300	300	300
稅前純益	6,452	6,670	6,852	2,018	2,297	1,582	1,195	1,380	1,431	1,652	1,663	1,924
稅後純益	5,109	6,003	6,166	1,709	2,019	1,220	628	1,242	1,288	1,487	1,497	1,732
稅後EPS	4.60	5.40	5.55	1.54	1.82	1.10	0.57	1.12	1.16	1.34	1.35	1.56

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111.12億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

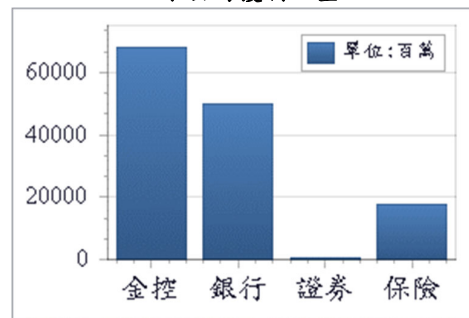
80

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

重點股：中信金(2891 TT)

- 受惠金融市場轉佳帶動壽險及銀行子公司獲利成長，累計1~10/2024稅後盈餘 633.89 億元，已超越去年全年獲利，預期在2024年營運仍為正向。
- 展望2025年，2024年的獲利有望提供良好股利政策的基礎，也提供股價的下檔支撐，展望正向。

子公司獲利比重



單位：百萬元	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
淨利息收益	131,143	137,014	142,577	33,448	31,903	32,752	33,079	33,410	33,744	34,081	34,422	34,766
QoQ/YoY(%)	-0.70	4.48	4.06	0.21	-4.62	2.66	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
手續費淨收益	33,792	34,130	34,472	6,306	11,100	9,104	7,219	6,369	11,211	9,195	7,291	6,433
QoQ/YoY(%)	18.16	1.00	1.00	-11.77	76.00	-17.97	-20.71	-11.77	76.00	-17.97	-20.71	-11.77
淨收益	180,163	172,644	178,549	29,693	48,512	42,574	47,298	41,779	44,954	43,277	43,213	41,200
放款呆帳費用	9,231	6,000	6,000	3,026	2,476	3,755	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
稅前純益	86,167	72,675	75,760	10,415	25,543	20,455	23,602	16,568	20,536	18,011	18,852	15,277
稅後純益	73,560	65,407	68,184	7,495	20,920	16,287	21,442	14,911	18,482	16,210	16,967	13,749
稅後EPS	3.66	3.25	3.39	0.37	1.04	0.81	1.07	0.74	0.92	0.81	0.84	0.68

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

群益投顧

81

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。

群益投顧

82

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海