

汽車零組件 | 虎山 (7736 TT ; 未評等)

USPS 訂單將為 2025 年最大成長動能

交易資料表

市值	NT\$8,147 百萬元
三個月平均日成交值	NT\$2 百萬元
外資持股比率	0.53%
董監事持股比率	37.49%
股價淨值比 (2023)	3.29倍

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2021	2022	2023	1-3Q24
營業收入	1,227	1,139	1,165	971
營業毛利	510	449	427	394
稅後純益	335	370	298	342
EPS	5.59	5.61	4.33	4.94
現金股利	1.2	1.0	--	2.1

何宗祐

bill0066@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 深耕 AM 車門把手市場多年，並具備全球唯一 CAPA 702、703 認證實驗室。
- ◆ 2024 年 AM 產品需求強勁，2025 年美國郵政署 USPS 訂單將為最大成長動能。
- ◆ 考量虎山實業除車門把手穩定貢獻營收外，車用鏡頭、雷達為公司另一成長動能，評價有望往上緣靠攏。

虎山實業深耕 AM 車門把手市場，並積極投入 AM 車用鏡頭

虎山實業具 13,000 種不同品號把手，年銷售 1,000 萬支以上，為全球最大的 AM 車門把手廠商，成立初期以台灣內銷市場為主，現銷售超過全球 100 國以上的市場並持續拓點中，覆蓋全球主要汽車品牌如通用、福特、福斯集團、克萊斯勒集團、豐田等，把手、鏡頭、扣件等合計超過 20,000 種品項。2021 年通過 CAPA 702 認證，為全球第一和唯一通過該認證的廠商；8M23 CAPA 更於官網公告虎山實業汽車傳感器通過 CAPA 703 認證(車用傳感器標準)，同時虎山也是全球唯一擁有美國 CAPA 702/703 實驗室廠商。

2024 年 AM 產品需求強勁，2025 年 USPS 訂單接棒

虎山累計至 3Q24 營收 9.7 億元，年增 15%，毛利率 40.6%，年增 5.2ppts，主因 AM 產品需求強勁帶動營運規模提升且車用鏡頭明顯成長，帶動毛利率明顯提升。營業費用 1.5 億元，年增 25%，主因 2024 年虎山持續往車用電子相關研發並擴增車用鏡頭產品線，整體開案需求較多。1~3Q24 稅後獲利 3.4 億元，年增 20.8%，EPS 4.94 元。

美國郵政署 USPS 貨車訂單已於 9M24 陸續出貨，預期 2024 年出貨將約 2,000 台，因此除既有 AM 車用鏡頭成長外也加入 USPS 訂單，預估將帶動 2024 年車用鏡頭年增幅近 50%，而該 USPS 訂單 2025 年全年預期將出貨約 10,000~15,000 台，該訂單將成為虎山 2025 年最大成長動能，2025 年成長動能將以汽車車門把手及車用鏡頭為主，帶動 2025 年營收雙位數成長。

成長動能以汽車電子為主，有利評價往上緣靠攏

觀察各國行車安全意識抬頭，ADAS 已逐漸成為各車款的主流標配，由 2018 年開始美國政府將倒車顯影列為標配後，全球車用鏡頭年出貨量達 1 億顆，2025 年用量將近 4 億顆，將產生巨大的售後替換需求。因此參考汽車零組件本益比 10-20 倍，而汽車鏡頭考量虎山實業除車門把手穩定貢獻營收外，車用鏡頭、雷達為公司另一動能，有利於虎山往汽車零組件評價上緣靠攏。

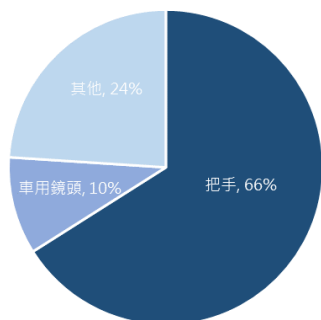
公司簡介

虎山實業為 AM 車門把手市場領導者

虎山實業股份有限公司成立於 1983 年，實收資本額 6.9 億元，主要產品為汽車副廠零件，並以車門把手、車用鏡頭、車用五金扣件為主，成立初期以台灣內銷市場為主，現銷售超過全球 100 國以上的市場並持續拓點中，覆蓋全球主要汽車品牌如通用、福特、福斯集團、克萊斯勒集團、豐田等，把手、鏡頭、扣件等合計超過 20,000 種品項。虎山實業廠房位於新北市瑞芳，並另設台灣及美國加州研發據點，2020 年宣布投入 12 億元興建虎山 5 廠，將整合現有的 1-3 廠設備，預計 2025 年底完成並於 2026 年採用。2021 年虎山已部分導入自動化設備以降低直接員工需求，現員工人數 270 人。

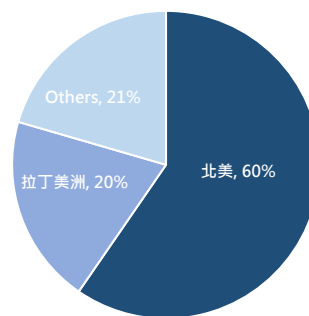
1H24 產品比重：車門把手 66.1%、車用鏡頭 10%、其他 24 % (其他包含：窗戶升降機、塑膠扣件、線材、汽車相關零配件等)。1H24 銷售區域比重：北美 59.6%/中南美洲 19.9%/其他 20.5%。虎山實業自主研發車用鏡頭，並於 2021 年通過 CAPA 702 認證，為全球第一和唯一通過該認證的廠商；8M23 CAPA 更於官網公告虎山實業汽車傳感器通過 CAPA 703 認證(車用傳感器標準)，2023 年共計 40 個產品通過 CAPA 認證，同時虎山也是全球唯一擁有美國 CAPA 702、703 認證實驗室廠商。雖目前實驗室為虎山廠內自用，惟虎山可以掌握認證標準程序和系統，並持續和 CAPA 協會共同制定新的 ADAS 零件認證標準和規範。

圖 1：1H24 產品組合



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 2：1H24 銷售區域比重



資料來源：公司資料、元大投顧

虎山累計至 3Q24 營收 9.7 億元，年增 15%，毛利率 40.6%，年增 5.2ppts，主因 AM 車用及鏡頭產品需求強勁，同時美元匯率較佳所帶動。營業費用 1.5 億元，年增 25%，主因 2024 年開案需求較多及鏡頭產品投入研發，研發費用提升較明顯。1~3Q24 稅後獲利 3.4 億元，年增 20.8%，EPS 4.94 元。

展望未來，以 AM 產業特性，通路客戶通常希望供應商能提供一站式購足，並維持穩定供貨，因此虎山成立至今已逾 40 年，長期深耕此領域，能提供穩定的產品品質並與客戶關係緊密，帶動 2024 年車門把手年增約 9-10%，預期 2025 年車門把手將維持 AM 整體市場 5-8% 增速；車用鏡頭方面，美國郵政署 USPS 貨車訂單已於 9M24 陸續出貨，預期 2024 年出貨將約 2,000 台，因此除既有 AM 車用鏡頭成長外也加入 USPS 訂單，預估將帶動 2024 年車用鏡頭年增幅近 50%，而該 USPS 訂單 2025 年全年預期將出貨約 10,000~15,000 台，該訂單將成為虎山 2025 年最大成長動能，2025 年成長動能將以汽車車門把手及車用鏡頭為主，估將佔公司營收近 70~80%。

同時，虎山為全球唯一和美國汽車零件協會(CAPA)共同制定 CAPA 702 (車用鏡頭認證標準規範)、CAPA 703 車用超聲波雷達認證標準規範的廠商，且具備認證實驗室，有利於虎山藉由 CAPA 認證經驗與銷售通路拓展其銷售夥伴，如可由單一鏡頭產品延伸至鏡頭與後視鏡的解決方案。同時也因虎山產品正由線下銷售模式轉往線上銷售，複製電子商務平台模式，提供多樣化產品，縮短客戶供應鏈，打入全球市場。

圖 3：虎山策略為 AM 2.0

項目	OEM/ODM/OES	AM	副廠升級零件(AM 2.0)
零件價格	高	低	中/高(超越原廠)
市場來源	隨汽車廠生產	交通事故、天氣狀況	原廠設計缺陷、品質缺陷
訂單	穩定	不穩定	較穩定(專利保護)
市場指標	汽車出貨量	汽車存量、車齡	汽車存量、車齡、原廠設計缺陷
毛利率	10-20%	30-40%	40-50%以上
銷售管道	車廠/原廠指定 4S 店	售後維修廠/改裝/零售店	保險公司/售後維修廠/改裝零售店
競爭風險	新車型標單未得標	原廠專利軟體機構複雜	原廠零件品質穩定
競爭力關鍵	技術、成本、品質、產能	通路/模具/庫存/少量多樣	通路/模具/庫存/少量多樣/專利

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 4：虎山具全球唯一通過美國 CAPA 702、703 實驗室



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 5：虎山汽車傳感器產品



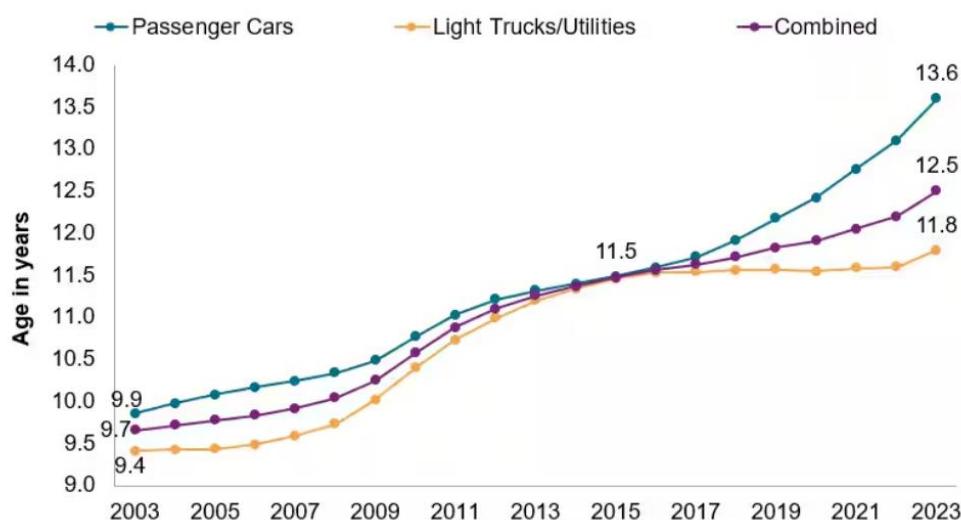
資料來源：公司資料、元大投顧預估

產業概況

OE 的需求主要來自於汽车品牌訂單，因此相關汽車 OE 廠商營運通常與汽車銷售量呈正相關；相較之下，AM 需求通常來自於零件耗損、意外事故、天氣因素等，更換零件的車輛大多為舊車，因此大致上與汽車保有量、汽車車齡呈正相關。

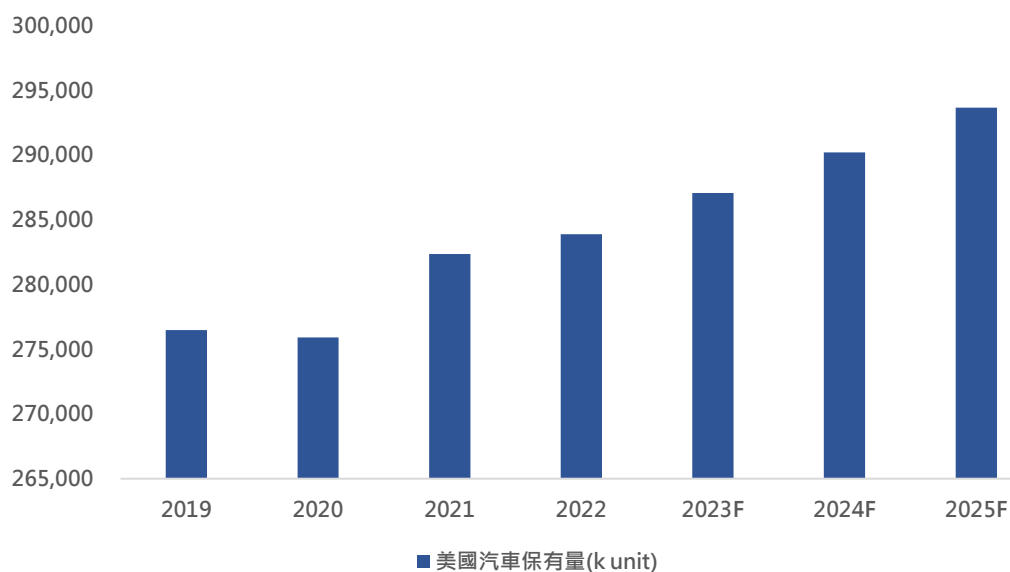
由於 AM 市場發展軌跡通常跟隨平均車齡而增長，據 S&P Global Mobility 統計平均車齡已延長至 12.5 年，且 AM 價格僅 OE 價格的 30~50%，受人工、通膨等因素造成每單位零件汽車成本提升，消費者採用 AM 意願有望提高。

圖 6：2003-2023 年美國運營車輛的平均車齡持續攀升



資料來源：S&P Global Mobility、元大投顧整理

圖 7：美國汽車保有量逐年提升



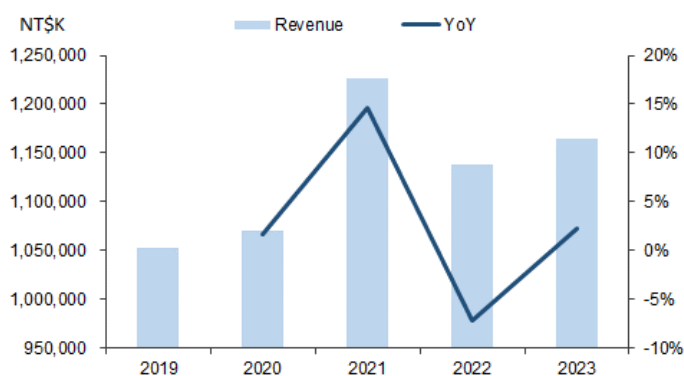
資料來源：S&P Global Mobility、元大投顧整理

成長動能與展望

展望 2024-2025 年，受惠汽車保有量及平均車齡提升，AM 市場規模持續成長，根據研究中心以近五年報廢率 4.5% 及美國新車銷售輛推算，2024 年汽車保有量將達 2.9 億，年增 1.1%，同時 2003-2023 年美國運營車輛平均車齡持續攀升，AM 市場需求量持續上升，因此研究中心預期虎山車門把手將維持產業平均增速 5-8%。車用鏡頭方面，公司新增美國郵政署 USPS 新貨車訂單，9M24 開始陸續出貨後，預期 2024 年將出貨 2,000 輛，2025 年將出貨 10,000~15,000 輛，並將持續出貨至 2032 年，此一訂單總計將出貨約 16-17 萬輛，將為虎山提供長期動能。

倒車雷達方面，美國交通部及國家高速公路管理局規定自 5M18 起新車必須將倒車顯影列為標配，又據虎山歷史營運狀況顯示，公司銷售較佳的產品通常為 5~7 年前車型的更換需求，以美國將倒車顯影列為標配起試算，2025 年倒車雷達需求將逐步提升，同時虎山已通過倒車鏡頭及雷達 CAPA 認證，具品質認證有利於客戶採用虎山產品，預期 2024/2025 年營收有望雙位數成長。

圖 8：虎山近五年營收走勢



資料來源：公司資料、元大投顧預估

競爭優勢與評價

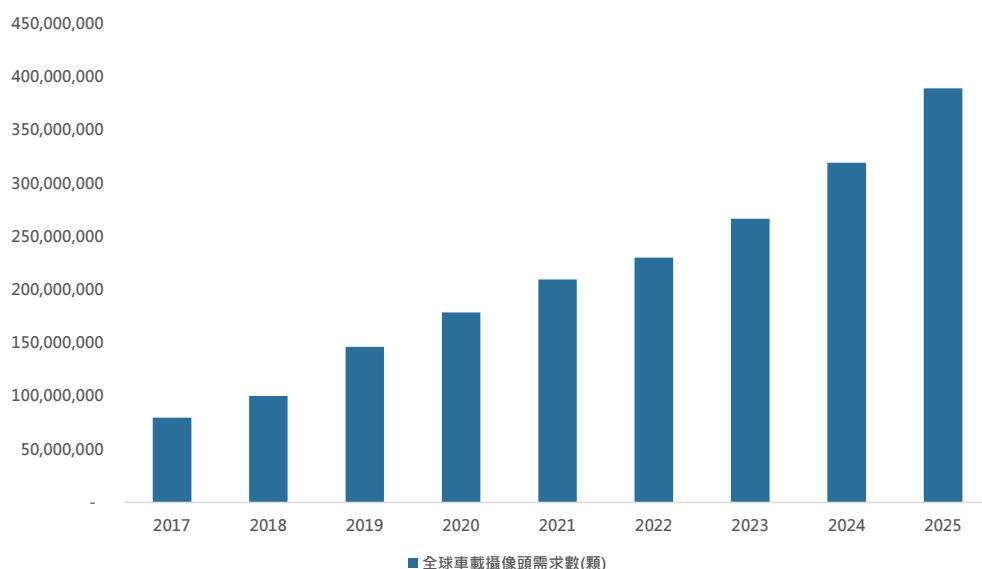
虎山除傳統車門把手外，2017 年完成倒車鏡頭開發，並於 2019 年取得台灣專利，2021 年 AM 倒車鏡頭通過 CAPA 702 認證，2023 年 AM 倒車雷達通過 CAPA 703 認證，品質獲得專業認證機構肯定，並開始出貨各售服產品通路商，虎山正式由傳統汽車零組件跨入汽車電子領域。且銷售模式正由線下轉往線上銷售，將複製電子商務平台模式，提供多樣化產品，縮短客戶供應鏈。

觀察各國行車安全意識抬頭，ADAS 已逐漸成為各車款的主流標配，由 2018 年開始美國政府將倒車顯影列為標配後，全球車用鏡頭年出貨量達 1 億顆，2025 年用量將近 4 億顆，將產生巨大的售後替換需求。

除既有的車門把手及車用鏡頭銷售外，預期 USPS 訂單 2025 年全年將出貨 10,000~15,000 台，該訂單將成為虎山 2025 年最大成長動能。

因此參考汽車零組件本益比 10-20 倍，考量虎山實業除車門把手穩定貢獻營收外，車用鏡頭、雷達為公司另一成長動能，因此評價有望往汽車零組件區間上緣靠攏。

圖 9：全球車載攝像頭需求數(顆)



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 10：損益表

(NT\$千元)	2021A	2022A	2023A	1~3Q24A
營業收入	1,226,573	1,138,708	1,164,919	970,696
營業成本	716,197	689,581	738,690	576,269
營業毛利	510,376	449,127	4,126,229	394,427
營業費用	115,260	147,898	158,749	149,518
營業利益	395,116	301,229	267,480	244,909
營業外收入及支出	21,936	173,080	106,578	177,019
稅前淨利	417,052	474,309	374,058	421,928
稅後純益	335,251	370,468	295,958	341,808
每股盈餘(NT\$)	5.59	6.17	4.34	4.94

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 11：資產負債表

(NT\$千元)	2021A	2022A	2023A	1~3Q24A
現金及約當現金	55,775	180,717	121,234	393,265
其他流動資產	1,438,179	2,112,862	2,561,531	1,889,512
流動資產	1,493,954	2,293,579	2,682,765	2,282,777
不動產、廠房及設備	822,322	870,410	844,402	968,151
其他資產	128,885	126,814	2,863,093	168,727
資產總額	2,445,161	3,290,803	3,707,495	3,419,655
流動負債	518,825	1,053,156	1,202,496	688,530
非流動負債	98,039	109,353	30,747	59,440
負債總額	616,864	1,162,509	1,233,243	747,970
股本	600,000	600,000	687,500	687,500
資本公積	0	0	87,500	87,500
保留盈餘	1,228,297	1,526,765	1,698,639	1,893,643
其他權益	0	1,529	613	3,042
歸屬母公司之權益	1,828,297	2,128,294	2,474,252	2,671,685
股東權益總額	1,828,297	2,128,294	2,474,252	2,671,685

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：現金流量表

(NT\$千元)	2021A	2022A	2023A	1~3Q24A
稅前淨利	417,052	47,439	374,058	421,928
折舊與攤銷	55,650	56,211	63,324	47,681
其他營業現金流入	-179,296	239,001	-92,315	-330,713
營運現金流	293,406	342,651	345,067	138,896
購置與處分不動產、廠房及設備	-46,659	-87,919	-34,700	-141,725
其他投資活動現金流	-299,770	-560,733	-408,744	855,702
投資活動現金流	-346,429	-648,652	-443,444	713,977
短期借款	82,000	509,000	52,000	-447,000
其他籌資活動現金流	-62,102	-78,542	-10,924	-134,621
籌資活動現金流	19,898	430,458	41,076	-581,621
期初現金及約當現金	88,900	55,775	180,717	121,234
期末現金及約當現金	55,775	180,717	121,234	393,265

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬 美元)	每股盈餘 EPS			PE			EPS 成長率			
					2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	TTM	2022	2023	2024F
車用同業														
怡利電子	2497 TT	未評等	60.7	225	2.88	1.89	2.79	21.1	32.0	21.8	25.0	256.9	(34.3)	47.3
為升	2231 TT	未評等	110.0	466	4.47	3.15	-	24.6	34.9	-	72.8	22.1	(29.6)	-
同致電子	3352 TT	未評等	94.1	269	6.56	4.10	-	14.3	23.0	-	39.0	32.7	(37.5)	-
堤維西	1522 TT	未評等	63.0	642	2.99	3.31	-	21.1	19.0	-	10.9	382.5	10.8	-
耿鼎	1524 TT	未評等	38.7	196	2.04	2.13	-	19.0	18.2	-	13.4	441.9	4.5	-
帝寶	6605 TT	未評等	220.0	1,121	10.86	14.29	-	20.3	15.4	-	12.4	58.5	31.6	-
東陽	1319 TT	持有-超越同業	114.5	2,082	3.64	5.10	7.01	31.5	22.4	16.3	17.5	212.9	40.4	37.3
車用同業平均					4.8	4.9	4.9	21.7	23.6	19.0	27.3	201.1	(2.0)	42.3

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓