

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價	81.1 元
目標價	
3 個月	100 元
12 個月	100 元

中華(2204 TT)

Buy

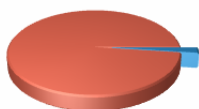
近期報告日期、評等及前日股價

04/18/2024	Trading Buy	145.00
02/22/2024	Buy	123.00
11/20/2023	Buy	105.50
09/01/2023	Trading Buy	89.80
05/25/2023	Trading Buy	89.40

公司基本資訊

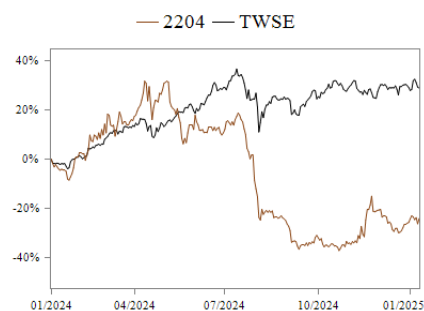
目前股本(百萬元)	5,536
市值(億元)	449
目前每股淨值(元)	65.58
外資持股比(%)	19.10
投信持股比(%)	2.13
董監持股比(%)	47.64
融資餘額(張)	8,614
現金股息配發率(F)(%)	77.36

產品組合



- 製造及銷售整車及相關零組件:98.00%
- 其他:2.00%

股價相對大盤走勢



營運將從谷底翻身，投資建議調升至 Buy。

投資建議由 Neutral 調升至 Buy：受到國產化條例影響，中華車 2H24 營運表現遽降。而隨著自製率達標，MG 車型可望逐漸恢復正常產銷，且 J SPACE 銷售表現佳，有助於帶動營運提升。考量營運將從谷底翻身，投資建議由 Neutral 調升至 Buy，目標價 100 元(以 2025 年 EPS 及 PE 16 倍評價)。

2024 年營收 392.64 億元，YoY+2.04%，稅後純益 42.94 億元，YoY-24.04%，EPS 7.76 元：2024 年方面，1H24 受惠於新車銷售表現佳，營收明顯走揚。但經濟部自 08/2024 開始實施”引進大陸品牌汽車的新制作為”政策，要求車廠簽屬”在地化供應鏈合作價值比率承諾書”。受到國產化自製率要求影響，中華車 MG 車款限縮接單，3Q24、4Q24 營收明顯下降。2024 年營收 392.64 億元，YoY+2.04%，預估毛利率維持穩定，因營業費用提升，營業利益 20.30 億元，YoY-23.23%。由於業外較無一次性迴轉利益挹注，業外淨收入相對下降，但稅盾有助稅率相對下降，預估稅後純益 42.94 億元，YoY-24.04%，EPS 7.76 元。

2025 年受惠於 MG HS 1.5T 自製率達標、J SPACE 銷售告捷，營運有望谷底翻身：(1) MG 主力車款 HS 1.5T 已滿足國產化要求，自製率達標可恢復正常產銷。因受供應鏈重組、原物料上漲等因素影響，HS 1.5T 旗艦版新車售價由 91.5 萬元調升至 93.9 萬元，仍具市場競爭力。而仍維持限量接單狀態的 HS 2.0T 旗艦版、HS PHEV 旗艦版以及 ZS 1.5L 旗艦版，雖未確定恢復正常銷售時點，也同步公告 2025 年式車型售價，分別為 109.9 萬元(漲 3 萬元)、124.9 萬元(漲 3 萬元)與 76.9 萬元(漲 2 萬元)。MG 車款有望逐步恢復正常產銷。(2) J SPACE 在動力、配備及內外觀全面升級，更搭載 Level 2 ADAS 先進駕駛輔助系統、8 速自排變速箱，及全車系標配數位儀錶與 LED 頭燈。目前銷售告捷，累積訂單超過 5,000 張，平均交車等候期約一個月。(3)中華車藉由 MG 國產化自製率達標可恢復產銷、商用車銷售業績佳，2025 年營運有望自谷底翻身，且呈現逐季回升態勢。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	39,246	34,303	37,042	10,798	12,256	11,630	8,353	7,025	8,002	8,538	9,161	8,602
營業毛利淨額	6,191	5,021	5,424	1,583	1,945	1,859	1,380	1,040	1,188	1,247	1,312	1,274
營業利益	2,038	1,185	1,494	827	887	693	274	177	214	280	317	373
稅後純益	4,294	3,500	3,923	1,283	1,252	1,205	810	1,027	788	850	900	962
稅後 EPS(元)	7.76	6.32	7.09	2.32	2.26	2.18	1.46	1.85	1.42	1.54	1.63	1.74
毛利率(%)	15.78%	14.64%	14.64%	14.94%	15.60%	15.81%	16.77%	14.81%	14.85%	14.61%	14.32%	14.81%
營業利益率(%)	5.19%	3.45%	4.03%	7.66%	7.24%	5.96%	3.28%	2.51%	2.68%	3.28%	3.46%	4.34%
稅後純益率(%)	10.94%	10.20%	10.59%	11.88%	10.21%	10.36%	9.69%	14.62%	9.84%	9.96%	9.83%	11.18%
營業收入 YoY/QoQ(%)	1.92%	-12.60%	7.99%	17.36%	13.50%	-5.11%	-28.17%	-15.90%	13.90%	6.70%	7.30%	-6.10%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-24.04%	-18.49%	12.09%	-4.57%	-2.41%	-3.71%	-32.82%	26.80%	-23.29%	7.97%	5.85%	6.83%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 55.36 億元計算。

中華車 ESG：

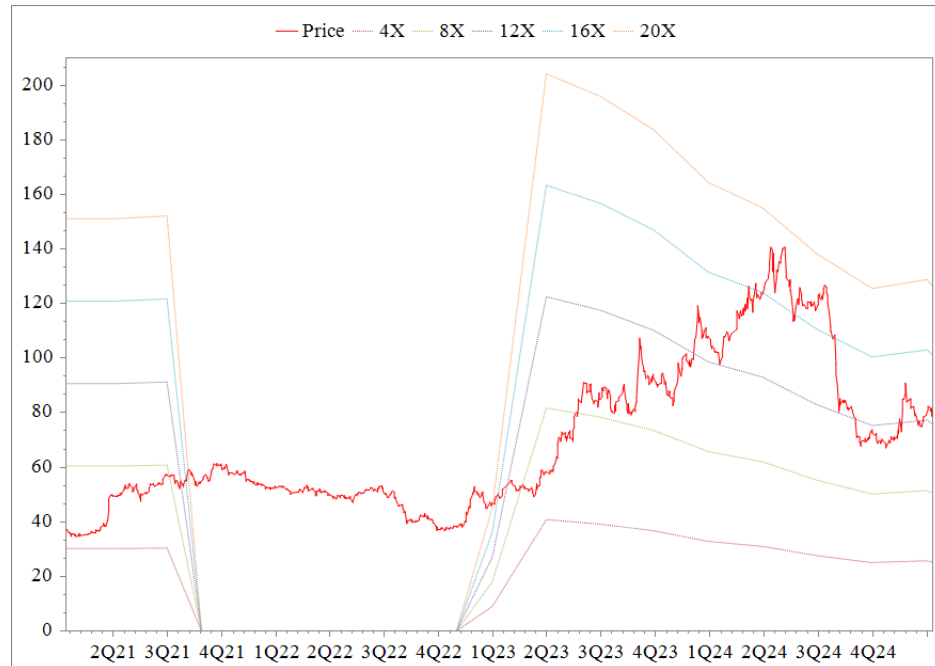
溫室氣體管理政策：對於因應氣候變遷或溫室氣體管理之策略。致力溫室氣體盤查作業，確實掌握溫室氣體排放狀況，據以提出減量之可行方案，並依據溫室氣體管理政策執行：1.遵行環保法規、客戶要求及其他相關規定。2.全員參與節能減碳活動。3.以國際及國內最先進之標準為自我提升之依據。4.持續推動節能減碳措施。

能源政策：(1)符合能源法令及其要求，持續改善能源管理績效；(2)確保必要資訊資源提供，促進能源管理目標達成；(3)落實重大能源設備管控，提高生產能源使用效率；(4)擴大採購綠色節能產品，支持能源績效設計活動；(5)持續宣導全員節能意識，建構永續綠色企業文化。能源政策規劃至 2050 年以綠能或綠電取代現用市電 100%，以達成淨零碳排放(碳中和)目標。

水資源政策：(1)減少水資源使用，持續推動設備改善；(2)杜絕水資源浪費，善用智慧化管理平台，落實設施維護檢查；(3)提升水資源再利用，推動製程用水回收與雨水貯留再利用；(4)全員參與節水行動，持續落實日常節水觀念；(5)遵守水相關法規，設計採購節水產品；(6)確保資源之提供，達成水資源效率目標。以 2019 年用水量實績(包含廢水減量排放)為基準，計劃於 2021~2025 年期間合計低減 15%為目標。

廢棄物管理政策：為降低廢棄物對環境之危害，公司產出之事業廢棄物皆委託合格公民營廢棄物清除處理機構清除、處理，並依環保署廢棄物清理及回收廢棄物等相關法規，致力落實各項環境污染物與有害廢棄物之管理，以期降低廢棄物產生。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 1 月 13 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	48,490	50,364	51,319	50,994	51,338
流動資產	17,463	14,426	13,620	14,965	17,245
現金及約當現金	8,260	5,089	5,702	5,758	6,913
應收帳款與票據	2,660	2,907	2,042	2,375	2,496
存貨	4,256	4,481	2,941	3,316	3,614
採權益法之投資	20,890	24,524	25,997	24,489	22,750
不動產、廠房設備	6,209	7,722	7,787	7,852	7,917
負債總計	12,443	10,867	10,590	9,870	9,936
流動負債	7,522	9,525	5,448	5,345	6,159
應付帳款及票據	3,322	4,030	2,488	2,967	3,096
非流動負債	4,921	1,342	6,684	5,587	4,711
權益總計	36,047	39,498	40,730	41,124	41,402
普通股股本	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536
保留盈餘	20,550	23,442	24,674	25,068	25,346
母公司業主權益	32,329	35,819	36,835	37,013	37,061
負債及權益總計	48,490	50,364	51,319	50,994	51,338

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	29,554	38,507	39,246	34,303	37,042
營業成本	24,680	32,453	33,023	29,281	31,618
營業毛利淨額	4,871	6,056	6,191	5,021	5,424
營業費用	2,931	3,407	4,154	3,837	3,930
營業利益	1,940	2,648	2,038	1,185	1,494
EBITDA	-6,372	7,560	5,874	5,263	5,779
業外收入及支出	-9,206	4,046	2,909	3,136	3,335
稅前純益	-7,109	6,814	4,947	4,321	4,829
所得稅	496	890	386	605	676
稅後純益	-7,758	5,652	4,294	3,500	3,923
稅後 EPS(元)	-14.01	10.21	7.76	6.32	7.09
完全稀釋 EPS**	-14.01	10.21	7.76	6.32	7.09

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 55.36【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 55.36 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	-5.05%	30.29%	1.92%	-12.60%	7.99%
營業毛利淨額	-1.36%	24.31%	2.24%	-18.90%	8.02%
營業利益	-4.86%	36.49%	-23.06%	-41.85%	26.14%
稅後純益	N.A	N.A	-24.04%	-18.49%	12.09%

獲利能力分析(%)

毛利率	16.48%	15.73%	15.78%	14.64%	14.64%
EBITDA(%)	-21.56%	19.63%	14.97%	15.34%	15.60%
營益率	6.57%	6.88%	5.19%	3.45%	4.03%
稅後純益率	-26.25%	14.68%	10.94%	10.20%	10.59%
總資產報酬率	-16.00%	11.22%	8.37%	6.86%	7.64%
股東權益報酬率	-21.52%	14.31%	10.54%	8.51%	9.48%

償債能力檢視

負債比率(%)	25.66%	21.58%	20.63%	19.35%	19.35%
負債/淨值比(%)	34.52%	27.51%	26.00%	24.00%	24.00%
流動比率(%)	232.18%	151.45%	250.00%	280.00%	280.00%

其他比率分析

存貨天數	60.26	49.13	41.02	39.00	40.00
應收帳款天數	29.32	26.39	23.01	23.50	24.00

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	1,764	4,261	3,216	3,871	5,469
稅前純益	-7,109	6,814	4,947	4,321	4,829
折舊及攤銷	846	858	934	942	950
營運資金變動	-450	236	864	-229	-289
其他營運現金	8,476	-3,646	-3,522	-1,163	-21
投資活動現金	-2,097	-5,146	-972	-523	-488
資本支出淨額	-649	-2,292	-650	-650	-650
長期投資變動	-4,265	-4,981	-100	-100	-100
其他投資現金	2,817	2,128	-222	227	262
籌資活動現金	-3,347	-2,146	-1,898	-3,292	-3,825
長借/公司債變動	0	-17	5,341	-1,096	-876
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-3,045	-2,214	-3,322	-3,322	-3,875
其他籌資現金	-302	86	-3,918	1,126	927
淨現金流量	-3,669	-3,070	346	56	1,156
期初現金	12,095	8,426	5,356	5,702	5,758
期末現金	8,426	5,356	5,702	5,758	6,913

資料來源：CMoney、群益

2025 年 1 月 13 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	9,201	10,798	12,256	11,630	8,353	7,025	8,002	8,538	9,161	8,602	9,281	9,012
營業成本	7,755	9,214	10,311	9,771	6,973	5,985	6,813	7,290	7,849	7,328	7,903	7,695
營業毛利淨額	1,446	1,583	1,945	1,859	1,380	1,040	1,188	1,247	1,312	1,274	1,378	1,317
營業費用	919	802	1,024	1,146	1,128	864	974	967	995	901	1,012	986
營業利益	543	827	887	693	274	177	214	280	317	373	366	331
業外收入及支出	1,085	941	635	804	709	762	763	770	793	810	811	819
稅前純益	1,629	1,769	1,522	1,497	983	939	977	1,051	1,110	1,183	1,177	1,150
所得稅	228	442	218	232	77	-141	137	147	155	166	165	161
稅後純益	1,344	1,283	1,252	1,205	810	1,027	788	850	900	962	956	933
最新股本	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536
稅後EPS(元)	2.43	2.32	2.26	2.18	1.46	1.85	1.42	1.54	1.63	1.74	1.73	1.68

獲利能力(%)

毛利率(%)	15.89%	14.94%	15.60%	15.81%	16.77%	14.81%	14.85%	14.61%	14.32%	14.81%	14.85%	14.61%
營業利益率(%)	5.90%	7.66%	7.24%	5.96%	3.28%	2.51%	2.68%	3.28%	3.46%	4.34%	3.94%	3.67%
稅後純益率(%)	14.61%	11.88%	10.21%	10.36%	9.69%	14.62%	9.84%	9.96%	9.83%	11.18%	10.30%	10.35%

QoQ(%)

營業收入淨額	-2.17%	17.36%	13.50%	-5.11%	-28.17%	-15.90%	13.90%	6.70%	7.30%	-6.10%	7.89%	-2.90%
營業利益	-8.51%	52.29%	7.25%	-21.92%	-60.51%	-35.49%	21.35%	30.88%	13.18%	17.57%	-1.89%	-9.54%
稅前純益	-0.86%	8.59%	-13.95%	-1.65%	-34.34%	-4.51%	4.09%	7.54%	5.68%	6.57%	-0.53%	-2.29%
稅後純益	-13.03%	-4.57%	-2.41%	-3.71%	-32.82%	26.80%	-23.29%	7.97%	5.85%	6.83%	-0.56%	-2.48%

YoY(%)

營業收入淨額	23.56%	40.25%	35.03%	23.66%	-9.21%	-34.94%	-34.71%	-26.59%	9.67%	22.45%	15.99%	5.55%
營業利益	3.76%	274.23%	30.42%	16.69%	-49.64%	-78.67%	-75.86%	-59.54%	15.96%	111.33%	70.86%	18.10%
稅前純益	N.A	N.A	-14.04%	-8.88%	-39.65%	-46.93%	-35.81%	-29.81%	12.97%	26.07%	20.47%	9.47%
稅後純益	N.A	N.A	-15.43%	-22.00%	-39.75%	-19.95%	-37.08%	-29.45%	11.16%	-6.34%	21.41%	9.66%

註1：稅後EPS以股本55.36億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。