

2024 年 12 月 30 日

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價 55.2 元
目標價
3 個月 61 元
12 個月 61 元

皇田(9951 TT)

Trading Buy

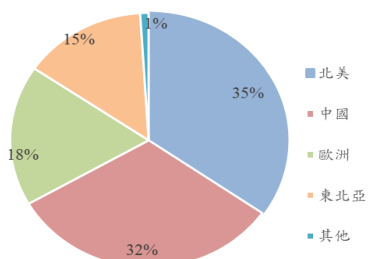
近期報告日期、評等及前日股價

07/26/2024 Trading Buy 70.4
06/19/2024 Buy 70.7

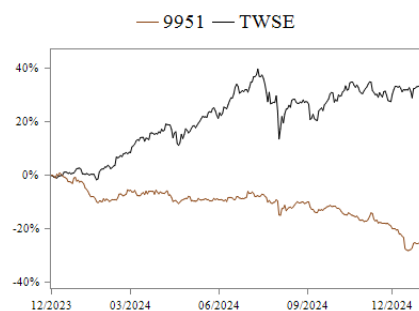
公司基本資訊

目前股本(百萬元) 749
市值(億元) 41
目前每股淨值(元) 47.86
外資持股比(%) 5.01
投信持股比(%) 0.00
董監持股比(%) 15.10
融資餘額(張) 368
現金股息配發率(%) 58.93

產品組合



股價相對大盤走勢



2025 年營運動能回升，投資建議 Trading Buy。

投資建議 Trading Buy: 因面臨中國市場降價壓力、高運費影響，預估 2024 年整體獲利下降。而 2025 年營收、獲利有望回升。公司則維持穩定股利配發政策，配發率 50~60%。考量近期股價已明顯回落整理，評價相對較低，投資建議 Trading Buy，目標價 61 元(以 2025 年 EPS 及 PE 14.5 倍評價)。

預估 4Q24 營運動能向上，1Q25 受季節性因素影響而相對下降： 4Q24 進入季節性旺季，營收多為當年度最高峰，預估營收 14.94 億元，QoQ+9.97%、YoY+1.89%。獲利能力方面，因受惠於營收規模提升且產品組合朝正向發展，預估毛利率回升至 24.01%，營業利益 1.05 億元，QoQ+40.29%、YoY-27.06%。若業外、稅率變動有限，預估稅後純益 0.88 億元，QoQ+53.06%、YoY-19.78%，EPS 1.17 元。4Q24 整體獲利表現有望優於 2Q24、3Q24。1Q25 方面，因受到季節性因素影響，且春節假期導致工作天數相對短少，預估營收 12.99 億元，QoQ-13.08%、YoY+7.28%。本業、整體獲利表現相對下降。

預估 2024 年獲利能力下滑，2025 年有望回升： 預估 2024 年營收 53.97 億元，YoY+3.63%。而受到中國市場降價、費用率較高(歐洲廠、運費漲價)影響，預估毛利率下降至 23.97%，營業利益 YoY-30.58%。因業外收入、稅率影響相對有限，預估稅後純益 3.10 億元，YoY-28.28%，EPS 4.14 元。2025 年方面，公司對於歐洲市場看法比較保守，但斯洛伐克新廠已有接到訂單，所以 2Q25 還是會開始建廠計畫。中國市場內捲狀況依舊嚴重，但公司持續投入資源布局中國自主品牌且在電動車有所斬獲，已切入理想汽車、長安汽車、比亞迪等客戶，預估出貨動能向上。北美市場將呈現溫和成長態勢，安全氣囊、天窗等產品出貨增長。預估 2025 年營收 56.05 億元，YoY+3.85%。隨著產品組合優化，預估毛利率小幅提升至 24.22%，營業利益 YoY+15.90%。若業外較無匯兌利益挹注且稅率平穩，預估稅後純益 3.14 億元，YoY+1.37%，EPS 4.20 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	5,397	5,605	6,032	1,319	1,466	1,211	1,334	1,359	1,494	1,299	1,291	1,428
營業毛利淨額	1,294	1,357	1,465	331	380	294	321	321	359	311	310	346
營業利益	322	373	431	107	144	63	79	75	105	75	74	99
稅後純益	310	314	361	114	109	92	73	57	88	63	65	83
稅後 EPS(元)	4.14	4.20	4.82	1.52	1.46	1.23	0.98	0.76	1.17	0.84	0.86	1.10
毛利率(%)	23.97%	24.22%	24.29%	25.07%	25.91%	24.27%	24.05%	23.59%	24.01%	23.91%	24.05%	24.23%
營業利益率(%)	5.97%	6.66%	7.14%	8.13%	9.82%	5.23%	5.92%	5.51%	7.03%	5.74%	5.75%	6.93%
稅後純益率(%)	5.74%	5.61%	5.99%	8.64%	7.44%	7.61%	5.48%	4.21%	5.86%	4.84%	5.00%	5.79%
營業收入 YoY/QoQ(%)	3.63%	3.85%	7.61%	10.28%	11.14%	-17.44%	10.18%	1.87%	9.97%	-13.08%	-0.60%	10.63%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-28.28%	1.37%	14.88%	5.51%	-4.28%	-15.59%	-20.65%	-21.76%	53.06%	-28.21%	2.64%	28.11%

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 7.49 億元計算。

皇田 (9951 TT) ESG：

溫室氣體排放：(1)企業對於因應氣候變遷或溫室氣體管理之策略。皇田特別將節能減碳及節約用水列為重點管理項目，並設置太陽能發電系統及安裝節水裝置，另外也將廢紗布再利用為燃料棒。(2)企業溫室氣體排放量減量目標。皇田已擬定碳盤查時程，待完成盤查後再行設定減量目標。(3)企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫。皇田已擬定碳盤查時程，待完成盤查後規劃減量政策並編列預算。此外辦公室亦調整空調使用時間及設定冰水主機溫度，以減低電力負荷，並安裝省水裝置減少不必要的水資源浪費。(4)企業產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果。皇田持續關注減碳議題，並透過低碳排產品降低對環境造成之衝擊，落實永續經營。**水資源管理：**配合政府水情宣導節約用水。**廢棄物管理：**可回收或再利用下腳料，予以出售或再製成燃料棒，減少廢棄物總產出量。

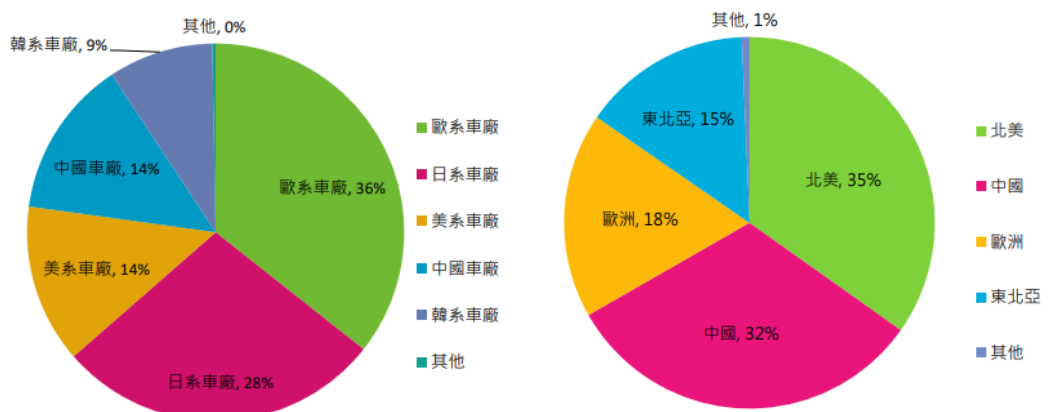
公司概況：

皇田 (9951 TT) 為全球前三大汽車窗簾製造大廠，國際競爭對手包含德國 BOS、日商 ASHIMORI 等。主要營收來自於汽車窗簾，占 1Q24~3Q24 營收比重 99.8%，產品包含手動後擋遮陽簾、電動後擋遮陽簾、手動側窗遮陽簾、電動側窗遮陽簾、三角窗遮陽簾、天窗遮陽簾、遮物簾、擋風條、安全網等。庭園工具營收占比 0.2%，包含電池式割草機、電池式修邊機、電動手推車等。

除了既有產品外，皇田 2024 年透過日系客戶新增膝部安全氣囊布袋訂單，負責布袋材料，未涉入火藥等零組件。主要供應一款北美市場大型休旅車。另外，皇田也有接到美系電動車大廠 Tesla Model 3 的側簾氣囊訂單。

皇田目前生產基地主要落於台灣、中國昆山、墨西哥，占比分別為 45%、30%、20%，由於客戶希望就近生產供應，台灣占比會調整至 40~45%，中國昆山、墨西哥產能將逐步提升。此外，因應客戶要求，公司將赴歐洲斯洛伐克設廠，預計 2Q25 開始建廠，預定在當地生產側窗、擋風條、遮物簾等產品，生產時程將落於 2026 年。

圖一、皇田 1Q24~3Q24 營收組成



資料來源：皇田、群益投顧整理

2024 年 12 月 30 日

預估 4Q24 營運動能向上，1Q25 受季節性因素影響而相對下降：

4Q24 方面，進入季節性旺季，營收多為當年度最高峰，預估營收 14.94 億元，QoQ+9.97%、YoY+1.89%。獲利能力方面，因受惠於營收規模提升且產品組合朝正向發展，預估毛利率回升至 24.01%，營業利益 1.05 億元，QoQ+40.29%、YoY-27.06%。若業外、稅率變動有限，預估稅後純益 0.88 億元，QoQ+53.06%、YoY-19.78%，EPS 1.17 元。4Q24 整體獲利表現有望優於 2Q24、3Q24。1Q25 方面，因受到季節性因素影響，且春節假期導致工作天數相對短少，預估營收 12.99 億元，QoQ-13.08%、YoY+7.28%。本業、整體獲利表現相對下降。

預估 2024 年獲利能力下滑，2025 年有望回升：

2024 年方面，預估營收 53.97 億元，YoY+3.63%。以各市場來看，北美市場表現相對持平。中國市場則是受到中國自主品牌新能源車競爭影響，美系、日系車廠銷量下降，影響相關天窗產品出貨。歐洲、東北亞市場則呈現成長趨勢，歐洲主要是受惠於 VW 集團部分車款電動車窗、遮物簾出貨提升。東北亞是受惠於現代集團拉貨提升。獲利能力方面，受到中國市場降價、費用率較高(歐洲廠、運費漲價)影響，預估毛利率由 2023 年的 25.91% 下降至 23.97%，營業利益 3.22 億元，YoY-30.58%。因業外收入、稅率影響相對有限，預估稅後純益 3.10 億元，YoY-28.28%，EPS 4.14 元。

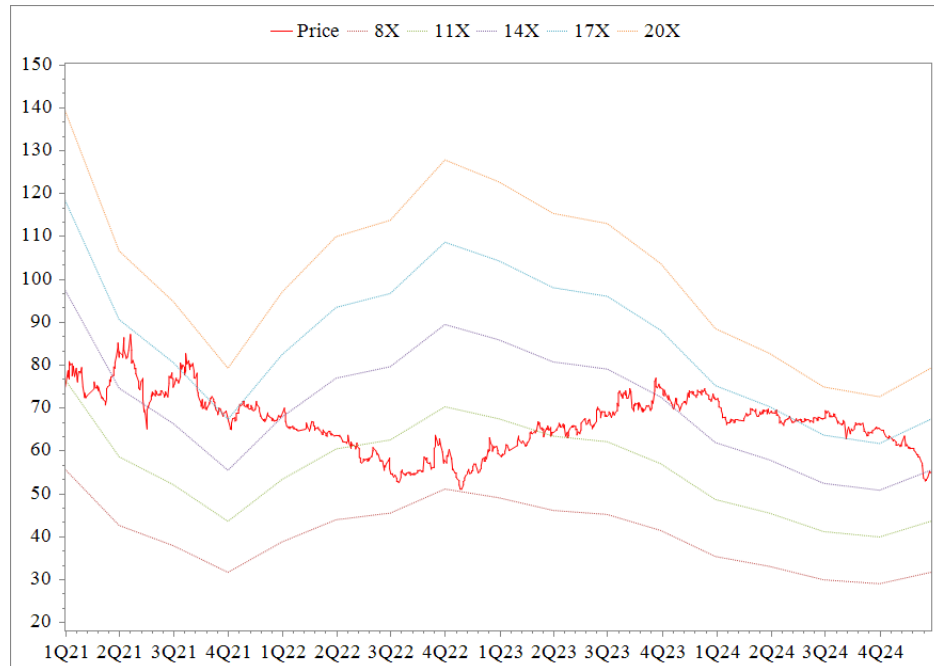
2025 年方面，公司對於歐洲市場看法比較保守，因為最近很多車廠都在進行裁員。而斯洛伐克新廠已經有接到訂單，所以 2Q25 還是會開始建廠計畫，但會採取比較保守投資的態度。中國市場內捲狀況依舊嚴重，但公司持續投入資源布局中國自主品牌且在電動車有所斬獲，已切入理想汽車、長安汽車、比亞迪等客戶，預估出貨動能向上。北美市場將呈現溫和成長態勢，安全氣囊、天窗等產品出貨增長。預估 2025 年營收 56.05 億元，YoY+3.85%。隨著產品組合優化，預估毛利率小幅提升至 24.22%，營業利益 YoY+15.90%。若業外較無匯兌利益挹注且稅率平穩，預估稅後純益 3.14 億元，YoY+1.37%，EPS 4.20 元。

投資建議：

投資建議方面，因面臨中國市場降價壓力、高運費影響，預估 2024 年整體獲利下降。而 2025 年營收、獲利有望回升。公司則維持穩定股利配發政策，配發率 50~60%。考量近期股價已明顯回落整理，評價相對較低，投資建議 Trading Buy，目標價 61 元(以 2025 年 EPS 及 PE 14.5 倍評價)。

2024 年 12 月 30 日

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

2024 年 12 月 30 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	5,661	5,845	5,931	6,118	6,339
流動資產	3,936	3,932	4,064	4,179	4,316
現金及約當現金	1,431	1,464	1,495	1,547	1,593
應收帳款與票據	1,121	1,014	1,085	1,126	1,237
存貨	1,074	1,041	1,095	1,139	1,188
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	1,343	1,322	1,327	1,332	1,337
負債總計	2,287	2,239	2,270	2,330	2,377
流動負債	2,000	2,051	2,128	2,154	2,191
應付帳款及票據	787	905	917	969	1,033
非流動負債	287	188	130	111	58
權益總計	3,374	3,606	3,661	3,788	3,962
普通股股本	749	749	749	749	749
保留盈餘	2,702	2,884	2,940	3,067	3,240
母公司業主權益	3,374	3,606	3,661	3,788	3,961
負債及權益總計	5,661	5,845	5,931	6,118	6,339

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	4,850	5,208	5,397	5,605	6,032
營業成本	3,607	3,859	4,103	4,248	4,567
營業毛利淨額	1,243	1,349	1,294	1,357	1,465
營業費用	831	885	972	984	1,035
營業利益	413	464	322	373	431
EBITDA	624	648	666	513	519
業外收入及支出	70	43	58	12	12
稅前純益	495	534	380	386	443
所得稅	83	101	70	71	82
稅後純益	412	432	310	314	361
稅後 EPS(元)	5.50	5.77	4.14	4.20	4.82
完全稀釋 EPS**	5.50	5.77	4.14	4.20	4.82

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 7.49【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 7.49 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	1.61%	7.38%	3.63%	3.85%	7.61%
營業毛利淨額	-8.56%	8.52%	-4.11%	4.91%	7.95%
營業利益	-18.67%	12.51%	-30.58%	15.90%	15.35%
稅後純益	3.14%	4.92%	-28.28%	1.37%	14.88%

獲利能力分析(%)

毛利率	25.64%	25.91%	23.97%	24.22%	24.29%
EBITDA(%)	12.88%	12.45%	12.34%	9.15%	8.61%
營益率	8.51%	8.91%	5.97%	6.66%	7.14%
稅後純益率	8.49%	8.30%	5.74%	5.61%	5.99%
總資產報酬率	7.28%	7.40%	5.23%	5.14%	5.70%
股東權益報酬率	12.21%	11.99%	8.47%	8.30%	9.11%

償債能力檢視

負債比率(%)	40.40%	38.31%	38.27%	38.08%	37.50%
負債/淨值比(%)	67.78%	62.09%	62.00%	61.50%	60.00%
流動比率(%)	196.81%	191.68%	191.00%	194.00%	197.00%

其他比率分析

存貨天數	114.56	100.00	95.00	96.00	93.00
應收帳款天數	75.63	74.83	71.00	72.00	71.50

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	548	744	488	482	522
稅前純益	495	534	380	386	443
折舊及攤銷	136	131	133	133	134
營運資金變動	-19	257	-114	-32	-96
其他營運現金	-64	-178	89	-5	41
投資活動現金	-55	-346	-10	-126	-139
資本支出淨額	-51	-54	-50	-50	-50
長期投資變動	-3	-289	-10	-10	-10
其他投資現金	-1	-2	50	-66	-79
籌資活動現金	-367	-368	-447	-304	-337
長借/公司債變動	-83	-90	-57	-18	-53
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-247	-247	-255	-187	-187
其他籌資現金	-37	-31	-135	-98	-96
淨現金流量	193	34	31	52	46
期初現金	1,238	1,431	1,464	1,495	1,547
期末現金	1,431	1,464	1,495	1,547	1,593

資料來源：CMoney、群益

2024 年 12 月 30 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	1,196	1,319	1,466	1,211	1,334	1,359	1,494	1,299	1,291	1,428	1,588	1,408
營業成本	881	989	1,087	917	1,013	1,038	1,135	988	980	1,082	1,197	1,070
營業毛利淨額	315	331	380	294	321	321	359	311	310	346	390	338
營業費用	215	224	236	231	242	246	254	236	236	247	265	247
營業利益	100	107	144	63	79	75	105	75	74	99	126	91
業外收入及支出	25	40	-14	50	9	-4	3	3	3	3	3	3
稅前純益	126	147	131	114	88	71	108	78	77	102	129	94
所得稅	18	33	21	21	14	13	21	15	13	19	24	18
稅後純益	108	114	109	92	73	57	88	63	65	83	104	77
最新股本	749	749	749	749	749	749	749	749	749	749	749	749
稅後EPS(元)	1.44	1.52	1.46	1.23	0.98	0.76	1.17	0.84	0.86	1.10	1.39	1.02

獲利能力(%)

毛利率(%)	26.35%	25.07%	25.91%	24.27%	24.05%	23.59%	24.01%	23.91%	24.05%	24.23%	24.59%	24.01%
營業利益率(%)	8.39%	8.13%	9.82%	5.23%	5.92%	5.51%	7.03%	5.74%	5.75%	6.93%	7.92%	6.49%
稅後純益率(%)	9.03%	8.64%	7.44%	7.61%	5.48%	4.21%	5.86%	4.84%	5.00%	5.79%	6.57%	5.43%

QoQ(%)

營業收入淨額	-2.40%	10.28%	11.14%	-17.44%	10.18%	1.87%	9.97%	-13.08%	-0.60%	10.63%	11.16%	-11.28%
營業利益	-10.63%	6.84%	34.21%	-56.08%	24.91%	-5.23%	40.29%	-29.03%	-0.45%	33.38%	26.94%	-27.23%
稅前純益	-3.26%	16.67%	-11.17%	-13.00%	-22.89%	-19.35%	53.09%	-28.21%	-0.43%	32.07%	26.13%	-26.59%
稅後純益	7.01%	5.51%	-4.28%	-15.59%	-20.65%	-21.76%	53.06%	-28.21%	2.64%	28.11%	26.13%	-26.59%

YoY(%)

營業收入淨額	19.94%	3.85%	1.85%	-1.24%	11.48%	2.98%	1.89%	7.28%	-3.22%	5.11%	6.25%	8.45%
營業利益	88.11%	0.59%	-20.20%	-43.71%	-21.33%	-30.22%	-27.06%	17.86%	-6.07%	32.20%	19.61%	22.64%
稅前純益	95.36%	-7.87%	-21.24%	-12.77%	-30.47%	-51.94%	-17.17%	-31.65%	-11.75%	44.51%	19.06%	21.75%
稅後純益	95.06%	-14.40%	-20.13%	-8.77%	-32.35%	-49.83%	-19.78%	-31.78%	-11.76%	44.48%	19.06%	21.76%

註1：稅後EPS以股本7.49億元計算

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。