

9921.TT 巨大

4Q22 獲利不如預期

公司簡介

巨大在全球自行車市場中市佔率第一，自有品牌 Giant 熱銷全球 50 多國，並在世界各地擁有 1 萬多間經銷商，為全球知名品牌之一。巨大供應全系列自行車相關產品，2022 年 E-bike 營收占比 32%；銷售地區佔比為歐洲 40%、北美 19%、中國 12%、日本 7%、台灣 4%。

投資評等/區間價位

重點摘要

區間操作 164~200

【大盤指數/股價】15560 / 186.5

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	392
市值(百萬元)	73,120
3M 平均日成交值(百萬元)	225
外資持股率(%)	48.22
投信持股率(%)	0.00
董監持股率(%)	16.68

環境、社會與治理(ESG)



OB 營收占比降低以及業外虧損拖累，4Q22 獲利大幅低於預期

巨大 4Q22 自結營收 211.69 億元(YoY+6.35%、QoQ-18.17%)、營業利益 10.26 億元(YoY-33.33%、QoQ-56.56%)、稅後淨利 2.12 億元(YoY-80.68%、QoQ-89.43%)、EPS 0.50 元，獲利表現低於投研部預期。其中 4Q22 毛利率為 20.55%，低於我們預估的 22.84%，差異主要來自於 OB 營收占比降低，以及物料及人力成本上漲影響，以 E-bike 狀況觀察，4Q22 OB 營收占比為 28%較前季減少 9ppts；而業外損失則達 6.2 億元，推估主要來自美元匯損，進而使得 EPS 大幅低於我們預估的 3.53 元、以及市場預期，合計 2022 年 EPS 為 15.51 元。

2023 年以來缺料稍有緩解，但高階自行車與 E-bike 交期仍偏長

自行車市況方面，以組車廠而言 2023 年以來中低階自行車需求仍持續偏弱、維持疫情緩解後市場對於中低階自行車需求減緩的態勢，下游廠商仍持續去化過高的庫存，而需求較好的高階自行車與 E-bike 目前缺料狀況稍有緩解，但高階自行車與 E-bike 零件仍有長短料問題，其中高階零件交期仍長達 1 年左右(1H22 時最長至 2 年)，目前下游廠商的高階自行車與 E-bike 庫存已逐漸補上，但在交期仍長、廠商存在暴露於不確性因素風險的情況下，投研部認為廠商恐有訂單縮手情況。

至於自行車零件缺料問題稍有改善、交期縮短，主因在於 Shimano(7309 JP)考量部分客戶存在過度下單問題，造成訂單大幅高於產能，最後導致變速器交期長至 1 年以上，因此 Shimano 於 11/2022 破例開放客戶調整訂單，對比過往是沒有讓客戶取消訂單的措施。當中主要釋出的訂單來自於中低階自行車零件，但整體而言缺料狀況仍在，尤其在高階零件與無線變速器交期仍長達 1 年左右。

投研部下修 FY23 EPS 至 11.74 元

展望 2023 年，1H23 出貨的產品多為 2H22 所接之訂單，觀察巨大 01~02/2023 累計營收 115.19 億元、YoY-13.82%，營收較去年同期下滑，推論主要受到中低階自行車需求於疫情緩解後消散，加上巨大本身高階與 E-bike OB 占比下降所致，而 2H23 如同前述在下游廠商對高階自行車與 E-bike 的下單恐有縮手的情況發生，將使 2H23 出貨量恐不如 1H23，因此投研部下修 FY23 營收預估至 784.41 億元、YoY-14.78%。

獲利方面，考量 OB 占比下降以及 2H23 毛利率較高的高階自行車與 E-bike 出貨量恐降低，因此將毛利率下修 3.23ppts 至 20.71%，EPS 下修 4.24 元至 11.74 元。

2023 年預估高庫存仍難去化

存貨方面，4Q22 市場中低階自行車庫存仍偏高，加上高階自行車與 E-bike 仍受缺料影響，不利於巨大庫存去化，因此投研部預估 4Q22 巨大存貨金額將增加至 389.14 億元(+3.78% QoQ、+26.05% YoY)。2023 年部分，雖巨大積極著手解決高庫存問題，但我們認為後續下游廠商恐有訂單縮手情形，進而減緩巨大庫存去化速度，故預估至 2023 年底巨大仍有近 340 億元的庫存。

投資建議：維持區間操作，區間價位下調至 164~200 元

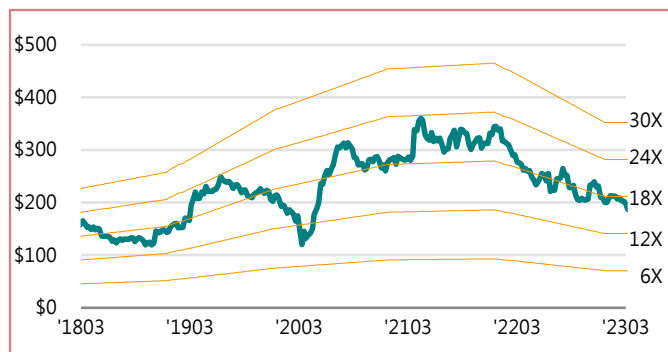
評價方面，近 3 年巨大 P/E 區間多落在 10x~20x，以 3/13 收盤價 186.5 元計算，P/E 落在 16x 的中緣水準，考量巨大 4Q22 獲利表現不如投研部與市場預期，另我們也同步下調 2023 年的營運表現，故預計 P/E 評價短線尚難以進一步提升，維持與先前相當的 P/E 評價區間，以及區間操作建議，區間價位下調至 164~200 元(14x~17x FY22 P/E)。

表 1：FY22、FY23 獲利預估調整

	調整後		調整前		差異(%)	
	2022E (億元)	2023F (億元)	2022E (億元)	2023F (億元)	2022E (%)	2023F (%)
營業收入	92,043	78,441	92,036	89,972	0.01	-12.82
營業毛利	20,824	16,245	21,308	21,540	-2.27	-24.58
營業利益	7,914	4,813	8,780	6,698	-9.86	-28.13
稅後淨利	5,843	4,604	7,017	6,266	-16.73	-26.53
稅後 EPS (元)	15.51	11.74	17.90	15.98	-13.34	-26.53
Margin (%)						
營業毛利率	22.62	20.71	23.15	23.94		
營業利益率	8.60	6.14	9.54	7.44		
稅後淨利率	6.35	5.87	7.62	6.96		

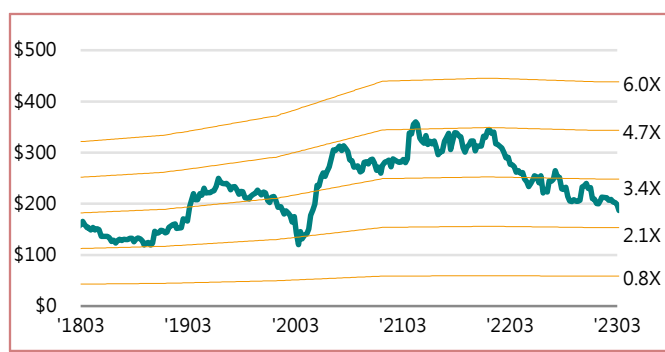
資料來源：國票投顧預估

巨大未來 12 個月 P/E 區間



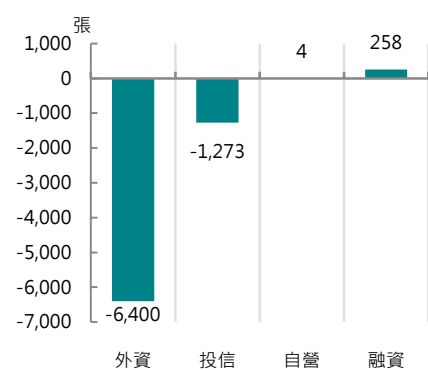
資料來源：國票投顧

巨大未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
亞庇控股(股)	4.65
匯豐香港上海	4.61
劉湧昌	4.16
杜(糸秀)珍	2.14
花旗台新加坡	1.98
中華郵政(股)	1.81
劉金標	1.75
邱大儒	1.65
楊懷卿	1.65
富邦人壽保險(股)	1.58

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
亞庇控股(股)涂子訢	董事	4.65
劉湧昌	董事/總經理	4.16
杜(糸秀)珍	董事長	2.14
劉金標	董事	1.75
楊懷卿	董事	1.65
邱大鵬	董事	1.12
涂子謙	董事	0.94
邱大維	董事	0.27
何春盛	獨立董事	0
陳宏守	獨立董事	0

資料來源：TEJ

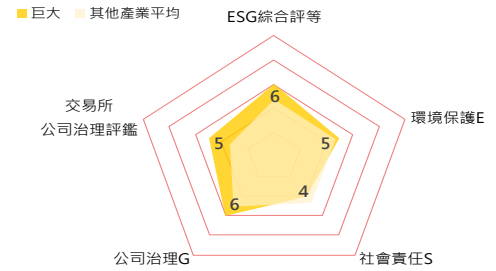
9921 巨大 永續發展概況

CMoney ESG Rating

落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
E(環境保護)			S(社會責任)			G(公司治理)			永續報告書連結
5			4			6			未發布或未申報交易所
產業類別		產業樣本數		ESG評等產業排名		TCFD報告書簽署		TCFD報告書連結	
其他		138		28		是		https://www.fwusow.com.tw/download/itemlist/category/201.html	

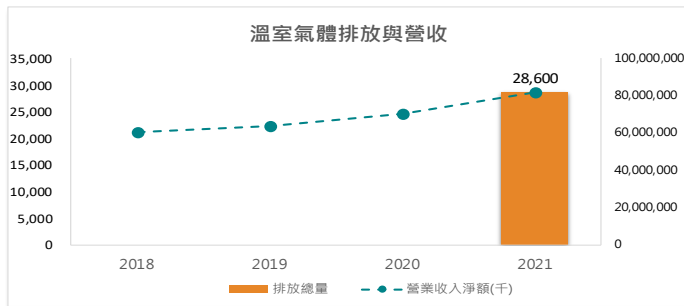
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 公司未揭露溫室氣體盤查數據

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	28,600	8,600	20,000
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-
2018	未揭露	-	-

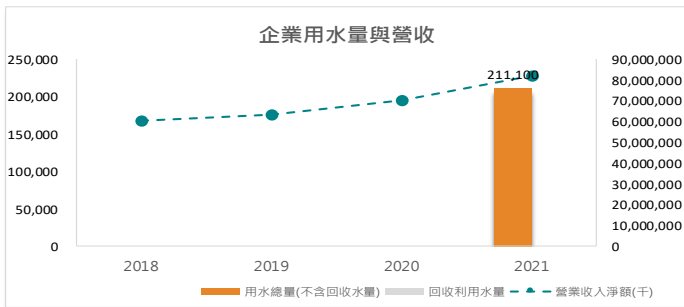
*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

*範疇二：組織所購買或取得之電力、用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 公司未揭露溫室氣體盤查數據

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	211,100	-	-
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-
2018	未揭露	-	-

*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

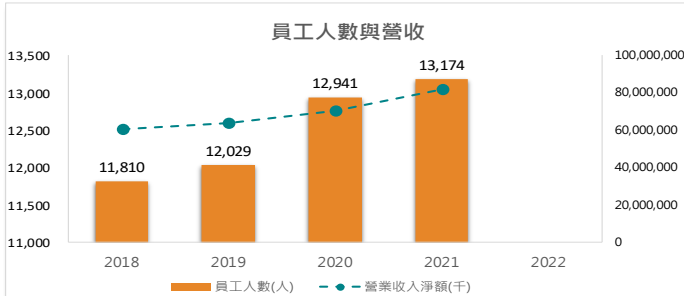
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

*排水量：排放的污水總量

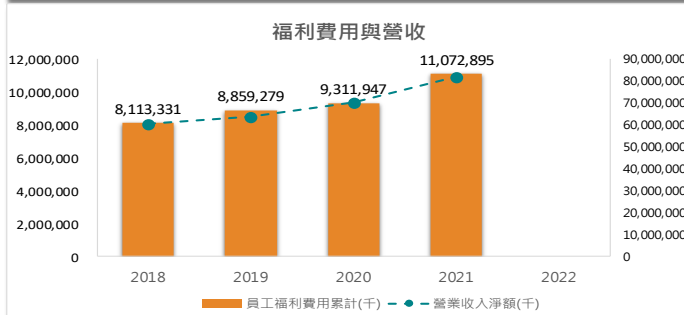
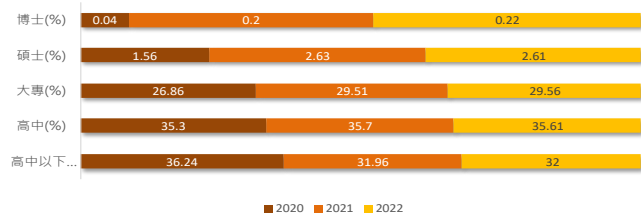
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2021	21%至35%	B+	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	21%至35%	B+	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21
2017	21%至35%	B+	0.28	0.32	0.22	0.18

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；

36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



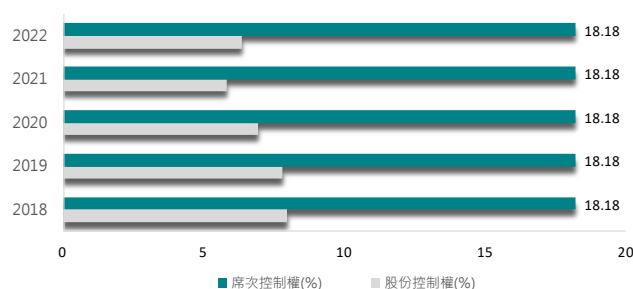
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會	★	資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會	★	策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

2022/10/20	違反法條： 廢棄物清理法第36條第1項、事業廢棄物貯存清除處理方法及設施標準第6條第1項第2款	違反內容： 貴公司日南廠從事自行車零件(鋁合金及碳纖維)表面處理作業，經行政院環境保護署環境督察總隊中區環境督察大隊111年8月3日執行督察結果，該廠產出之廢油混合物(D-1799)等事業廢棄物貯存地點，有廢油滲出情事，核已違反廢棄物清理法第36條第1項暨事業廢棄物貯存清除處理方法及設施標準第6條第1項第2款規定。
2022/6/21	違反法條： 職業安全衛生法第6條第1項	違反內容： 未符合規定之必要安全衛生設備及措施
2022/5/16	違反法條： 水污染防治法第30條第1項第5款	違反內容： 查貴公司於臺中市大甲區從事金屬表面處理業，領有本局核發之水污染防治許可證(文件)，經本局於110年12月19日接獲通報臺中市大甲區溝渠發現白色廢水之重大案件，稽查人員沿該址擴大稽查，當場查獲貴公司有自廠內排出之白色廢(污)水至廠外溝渠，續經本局會同貴公司人員釐清該股廢(污)水來源，應為景觀魚池因補水浮球故障且塞頭樣式非閉鎖型致池水持續溢流及排出至廠內逕流廢水溝再排出至廠外溝渠(屬臺中市政府環境保護局公告之水污染管制區)，上述違規情節屬行政院環境保護署106年12月29日公告修正「禁止足使水污染行為」附表行為態樣：「.....二、所有人或管理人因天災、事變或其他不可抗力事由，導致污染物介入水體或其沿岸規定距離，且未依主管機關規定，於期限內完成清除或阻斷污染物進入水體及沿岸規定距離者。.....」，核已違反水污染防治法第30條第1項第5款規定。

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，

企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。

依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。

舉例，去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY21	FY22E	FY23F
營業收入	22,260	22,745	25,869	21,169	17,649	21,964	21,375	17,453	81,840	92,043	78,441
營業毛利	5,099	5,601	5,775	4,349	3,615	4,617	4,465	3,548	19,764	20,824	16,245
營業費用	2,773	3,400	3,413	3,323	2,612	3,141	3,078	2,601	11,055	12,910	11,431
營業利益	2,325	2,201	2,362	1,026	1,002	1,476	1,387	948	8,709	7,914	4,813
稅前淨利	2,597	2,392	2,962	787	2,597	1,541	1,402	963	8,729	8,738	6,503
本期淨利(NI)	1,913	1,850	2,111	302	1,913	1,140	1,038	712	6,308	6,177	4,804
淨利歸屬於_母公司業主	1,822	1,802	2,006	212	1,853	1,090	988	672	5,930	5,843	4,604
淨利歸屬於_非控制利益	91	48	105	90	60	50	50	40	377	334	200
每股盈餘_本期淨利	4.86	4.80	5.35	0.50	4.73	2.78	2.52	1.72	15.13	15.51	11.74
QoQ(%)											
營收淨額	11.84	2.18	13.74	(18.17)	(16.63)	24.44	(2.68)	(18.35)			
銷貨毛利	14.32	9.85	3.10	(24.69)	(16.89)	27.73	(3.28)	(20.54)			
營業利益	51.10	(5.36)	7.32	(56.56)	(2.30)	47.23	(6.01)	(31.68)			
稅後純益_母公司淨利	65.95	(1.11)	11.33	(89.43)	773.68	(41.17)	(9.41)	(31.92)			
YoY(%)											
營收淨額	7.97	6.42	29.70	6.35	(20.71)	(3.44)	(17.37)	(17.55)	16.90	12.47	(14.78)
銷貨毛利	1.31	0.88	22.37	(2.49)	(29.11)	(17.57)	(22.68)	(18.42)	22.24	5.36	(21.99)
營業利益	(6.86)	(18.44)	19.57	(33.33)	(56.89)	(32.93)	(41.26)	(7.63)	26.99	(9.13)	(39.18)
稅後純益_母公司淨利	7.10	(2.55)	56.60	(80.68)	1.71	(39.50)	(50.77)	216.95	19.82	4.25	(51.80)
各項比率											
營業毛利率	22.91	24.63	22.32	20.55	20.48	21.02	20.89	20.33	24.15	22.62	20.71
營業利益率	10.45	9.68	9.13	4.85	5.68	6.72	6.49	5.43	10.64	8.60	6.14
稅前淨利率	11.67	10.52	11.45	3.72	14.71	7.02	6.56	5.52	10.67	9.49	8.29
稅後淨利率	8.19	7.92	7.76	1.00	10.50	4.96	4.62	3.85	7.25	6.35	5.87

資料來源：TEJ、國票投顧

國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	56

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%·且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股: 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12% 以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股: 預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣·可偏多操作; 股價若偏區間價位上緣·宜保守操作
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金控融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。