

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價 134 元

目標價

3 個月 - 元

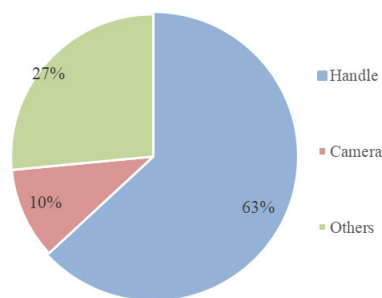
12 個月 - 元

近期報告日期、評等及前日股價

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	760
市值(億元)	92.1
目前每股淨值(元)	38.86
外資持股比(%)	
投信持股比(%)	
董監持股比(%)	
融資餘額(張)	
現金股息配發率(%)	

產品組合



虎山(7736 TT)

專攻 AM 市場，具備 CAPA 認證優勢。

投資建議：虎山(7736 TT)將於 03/18/2025 掛牌上市，並於 02/25/2025~02/27/2025 競價拍賣，最低投標價格為 68.69 元，02/24/2025 收盤價為 134 元。考量虎山具備 CAPA 認證之優勢，且 ADAS 需求增長將帶動車用鏡頭出貨攀升，給予高於同業之評價區間，建議競拍價格 108 元~135 元(以 2025 年 EPS 及 PE 19~23.5 倍評價)。

虎山營運策略核心為「虎山 123」，分別為 CAPA 唯一、AM 2.0 以及解決原廠三高問題：1. CAPA 唯一：虎山擁有全球唯一通過 CAPA 認證的車用鏡頭、車用雷達實驗室，並為全球第一且唯一通過美國 CAPA 702(車用鏡頭認證)及 CAPA 703(車用超聲波雷達認證)的廠商，未來將持續和 CAPA 協會共同制定新的 ADAS 零件認證標準規範。2. AM 2.0：虎山針對原廠零件的設計缺陷、品質缺陷提出解決方案，並透過專利保護訂單，開發出高階車用鏡頭、金屬把手、發光與感應式門把等升級產品，部分產品價格甚至超越原廠零件。3. 解決原廠「三高」問題：虎山針對原廠零件存在的單價高、故障率高與車齡限制高等問題所提出的應對策略。相較於原廠零件僅保障供應 8~10 年，虎山則供應 10~40 年，以滿足全球車輛老化與長期維修需求。虎山以更具價格競爭力的產品及優化設計方案，提供品質優於原廠的解決方案。

預估 2025 年營運動能向上：預估 2025 年營收 16.09 億元，YoY+18.36%，成長動力來自於：1. 因全球汽車保有量穩定成長且平均車齡持續上升，有助於核心產品車門把手出貨穩健增長。2. ADAS 先進駕駛輔助系統日益普及，帶動全球車用鏡頭需求提升，虎山具備美國 CAPA 認證優勢，產品競爭力與市場滲透率將持續擴大。3. 虎山取得美國郵政局(USPS)郵務車 ADAS 相關訂單，預計 2025 年出貨量將超過 10,000 套。預估毛利率維持高檔水準，營業利益 4.50 億元，YoY+27.99%。若業外較無匯兌利益挹注，且稅率平穩，預估稅後純益 4.34 億元，獲利能力維持高檔表現，以上市掛牌後股本 7.60 億元計算，EPS 5.71 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1H24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	1,360	1,609	1,725	322	610	361	389	389	396	407	418
營業毛利淨額	544	627	674	128	258	136	150	151	154	159	163
營業利益	351	450	491	88	148	97	106	108	111	114	118
稅後純益	442	434	466	16	277	62	103	105	107	110	112
稅後 EPS(元)	5.82	5.71	6.14	0.21	3.64	0.82	1.36	1.38	1.41	1.45	1.47
毛利率(%)	40.02%	38.94%	39.08%	39.70%	42.30%	37.82%	38.48%	38.82%	38.97%	38.98%	38.99%
營業利益率(%)	25.84%	27.94%	28.45%	27.36%	24.31%	26.78%	27.35%	27.66%	27.93%	27.98%	28.16%
稅後純益率(%)	32.54%	26.95%	27.05%	4.90%	45.42%	17.30%	26.50%	26.92%	27.04%	27.01%	26.83%
營業收入 YoY/QoQ(%)	16.72%	18.36%	7.18%	13.88%			7.78%	-0.05%	1.94%	2.64%	2.65%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	49.04%	-1.98%	7.56%	-88.54%			65.14%	1.53%	2.41%	2.50%	1.95%

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 7.60 億元計算。

虎山 (7736 TT) ESG：

虎山 (7736 TT) 在公司治理與企業社會責任 (ESG) 方面展現高度重視，積極推動環境、社會及治理三大面向的永續發展。在環境面 (E)，公司著重於減少用水及污染、實現循環再利用，並強化廢棄物管理與減量，響應環境永續目標。透過投資節能環保設備，虎山持續降低碳排放，並優化製造過程中的廢物流通與再生產投入，實踐綠色製造。在社會面 (S)，虎山重視職場人權與多元平等，已取得 ISO 45001 認證，以提升職業安全衛生管理。此外，積極參與社區發展，支持慈善公益團體並關懷弱勢族群，促進文化產業與創意發展。治理面 (G) 則強調董事會多元獨立性，維護股東權益並平等對待股東，同時建置資通安全風險管理體系及通過安全政策，以確保企業治理的穩健與負責任。

公司概況：

虎山實業 (7736 TT) 成立於 1983 年，總部位於台灣新北市瑞芳工業區，專注於汽車售後市場 (Aftermarket, AM) 零組件的研發、生產與銷售，主要產品包括車門把手/扣件、車用鏡頭/雷達等。營收組合中，車門把手占 1Q24~3Q24 營收比重 63.1%、車用鏡頭及雷達占 10.4%、其他產品 (如車用扣件、窗戶升降機、塑膠零件及線材等) 占 26.5%。銷售市場方面，美洲占 1Q24~3Q24 營收比重 69.3%、亞洲及其他占 20.6%、歐洲占 10.2%。為因應未來需求與產能擴張，虎山預計於 1Q26 完成興建台灣第五廠 (自動化倉儲物流中心)。此外，虎山已於 2022 年在美國南加州成立研發中心，執行鏡頭實車安裝測試 (符合美國 FMVSS 111 法規)，2025 年將於美東賓州設立業務服務及研發中心，以就近服務客戶。

圖一、虎山主要產品



資料來源：虎山

2025 年 2 月 25 日

虎山核心競爭優勢包含：(1)提供超過 20,000 項產品，滿足客戶多樣化的需求，實現一站購足。(2)針對小量需求，虎山具備彈性生產能力，低訂購量可達 10 件。(3)具備快速交貨為勢，急單可在 24 小時內出貨，有效支援客戶緊急需求。(4)台、美均設有研發基地，能迅速響應市場變化與客戶需求，每年開發超過 1,000 項新品。(5)虎山提供 3~10 年品質保固，並能依客戶需求提供彈性客製化與貼牌包裝服務。(6)虎山擁有自有 CAPA 實驗室，具備專業測試能力。

虎山營運策略核心為「虎山 123」，分別為 CAPA 唯一、AM 2.0 以及解決原廠三高問題：

- CAPA 唯一：虎山於 2018 年開始跨入車用鏡頭/雷達領域，擁有全球唯一通過 CAPA 認證的車用鏡頭、車用雷達實驗室，並為全球第一且唯一通過美國 CAPA 702 (車用鏡頭認證，2021 年)及 CAPA 703 (車用超聲波雷達認證，2023 年)的廠商，未來將持續和 CAPA 協會共同制定新的 ADAS 零件認證標準規範。

圖二、虎山為全球第一且唯一通過美國 CAPA 702、703 認證的廠商



資料來源：虎山

- AM 2.0：虎山針對原廠零件的設計缺陷、品質缺陷提出解決方案，並透過專利保護訂單，開發出高階車用鏡頭、金屬把手、發光與感應式門把等升級產品，部分產品價格甚至超越原廠零件。此策略有效將毛利率提高至 40%~50% 以上，遠高於 OE、AM 市場水準。銷售管道包含保險公司、售後維修店、改裝、零售店及知名品牌商。
- 解決原廠「三高」問題：係虎山針對原廠零件存在的單價高、故障率高與車齡限制高等問題所提出的應對策略。相較於原廠零件僅保障供應 8~10 年，虎山則供應 10~40 年，以滿足全球車輛老化與長期維修需求。此外，針對原廠鏡頭單價偏高(每顆約 200-500 美元)且有設計缺陷導致故障率偏高的問題，虎山以更具價格競爭力的產品及優化設計方案，提供品質優於原廠的解決方案。

2025 年 2 月 25 日

預估 2024、2025 年營運動能向上：

2024 年營收 13.60 億元，YoY+16.72%。其中，車門把手出貨穩健增長，而車用鏡頭、其他產品出貨成長動能相對較強。獲利能力方面，因歐美市場需求穩定增長，並成功拓展新客戶，營運規模提升；且毛利率較高的車用鏡頭佔比提升，預估毛利率由 2023 年的 36.59% 提升至 40.02%，營業利益 3.51 億元，YoY+31.32%。因業外有匯兌利益挹注，且稅率相對平穩，預估稅後純益 4.42 億元，YoY+49.04%，以上市掛牌後股本 7.60 億元計算，EPS 5.82 元。

2025 年方面，預估營收 16.09 億元，YoY+18.36%，虎山營運動能持續向上，成長動力來自於：1. 因全球汽車保有量穩定成長且平均車齡持續上升，車主對於舊車維修與更換零件需求增加，將有助於核心產品車門把手出貨穩健增長。2. ADAS 先進駕駛輔助系統日益普及，帶動全球車用鏡頭需求提升，虎山具備美國 CAPA 認證優勢，產品競爭力與市場滲透率將持續擴大。3. 虎山成功取得美國郵政局(USPS)郵務車 ADAS 相關訂單，該專案已於 2024 年 9 月開始出貨，累計交付約 2,000 套，預計 2025 年出貨量將超過 10,000 套。獲利能力方面，預估毛利率維持高檔水準，營業利益 4.50 億元，YoY+27.99%。若業外較無匯兌利益挹注，且稅率平穩，預估稅後純益 4.34 億元，獲利能力維持高檔表現，以上市掛牌後股本 7.60 億元計算，EPS 5.71 元。

投資建議：

虎山將於 03/18/2025 掛牌上市，並於 02/25/2025~02/27/2025 競價拍賣，最低投標價格為 68.69 元，02/24/2025 收盤價為 134 元。考量虎山具備 CAPA 認證之優勢，且 ADAS 需求增長將帶動車用鏡頭出貨攀升，給予高於同業之評價區間，建議競拍價格 108 元~135 元(以 2025 年 EPS 及 PE 19~23.5 倍評價)。

【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。