

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	53.20 元
目標價	
3 個月	60.00 元
12 個月	60.00 元

百和 (9938 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

01/17/2023	Trading Buy	54.60
11/30/2023	Buy	65.00
09/08/2023	Buy	52.30

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,980
市值(億元)	159
目前每股淨值(元)	39.23
外資持股比(%)	18.60
投信持股比(%)	0.45
董監持股比(%)	6.93
融資餘額(張)	8,056
現金股息配發率(F)(%)	--

產品組合



- 織帶(鞋帶): 45.60%
- 黏扣帶: 12.50%
- 鬆緊帶: 12.00%
- 其他: 29.90%

股價相對大盤走勢



靜待 2H24 後營運轉佳的機會。

投資建議：百和 2023 年營收 124.40 億元，YoY-23.54%，因受到客戶進行庫存去化，減少拉貨的負面影響使營收下滑，估算稅後 EPS 1.98 元。2H24 的營運可望優於 1H24，但獲利要完全回升可能要等到 2025 年，預估 2024 年營收 131.36 億元，YoY+5.59%，稅後 EPS 2.55 元。認為(1)目前客戶下單積極度不高，要等到 2H24 或 2025 年營運較有表現機會。(2)NIKE 下修其 2024 財年的財測目標，顯示中國的銷售前景並不樂觀，會影響代工廠 1H24 的出貨成長力道。(3)若未來新台幣兌美元轉為升值，可能對營收及毛利率有負面影響。維持百和的投資建議為 Trading Buy，目標價 60 元(2024 年 PER 23.5X)。

目前客戶下單仍以短急單居多，但客戶新品開發仍持續進行，期望 2H24 有較明顯增長：目前客戶的下單仍以短急單居多，下單的積極度並不高，預期可能要到 2H24 才有較明顯的成長。瑞士品牌客戶已在 2023 年成長為第三大客戶，2024 年可望維持成長，但占比仍遠低於前兩大客戶，未來仍需觀察主要客戶動向。

奧運前最後拉貨動能不如預期，4Q23 營收僅 31.52 億元，以自結獲利推估稅後 EPS 為 0.43 元：奧運前最後的拉貨動能不如預期，百和 4Q23 後半段的營運沒有如期待的優於前半段，4Q23 營收 31.52 億元，YoY+6.37%，QoQ-11.88%。毛利率下滑至 31.30%，以自結獲利推估稅後 EPS 為 0.43 元。

NIKE 下修財測，顯示中國市場銷售動能減弱，未來需觀察歐美市場銷售狀況：NIKE 在最新一季的財報中下修 2024 財年的財測，營收成長從 4%調降為 1%，尤其在大中華及歐非中東地區的營運挑戰較大。顯示中國的經濟不佳對消費的影響，可能在 2024 年仍有持續的可能，造成運動品牌廠對中國的銷售前景看法保守。但在歐美市場來看，奧運舉辦有助於運動用品的銷售增加，幫助品牌廠及通路的庫存去化。未來需觀察歐美與中國的消費能力消長，及庫存的去化進度，來判斷 2024 年的運動用品的成長力道。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	12,440	13,136	14,712	2,963	3,004	2,708	3,577	3,152	3,068	3,148	3,540	3,379
營業毛利淨額	3,844	4,125	4,824	888	941	726	1,191	986	946	972	1,145	1,062
營業利益	1,061	1,265	1,871	316	274	49	481	256	239	258	423	345
稅後純益	590	759	1,239	97	135	72	255	128	139	112	280	228
稅後 EPS(元)	1.98	2.55	4.16	0.33	0.45	0.24	0.86	0.43	0.47	0.38	0.94	0.77
毛利率(%)	30.90%	31.40%	32.79%	29.98%	31.32%	26.81%	33.29%	31.30%	30.83%	30.89%	32.34%	31.42%
營業利益率(%)	8.53%	9.63%	12.72%	10.67%	9.14%	1.80%	13.46%	8.12%	7.80%	8.18%	11.95%	10.22%
稅後純益率(%)	4.75%	5.78%	8.42%	3.28%	4.51%	2.66%	7.13%	4.07%	4.52%	3.56%	7.90%	6.76%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-23.54%	5.59%	12.00%	-26.05%	1.37%	-9.86%	32.10%	-11.88%	-2.64%	2.60%	12.45%	-4.55%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-61.17%	28.50%	63.33%	-75.72%	39.21%	-46.82%	254.14%	-49.73%	8.23%	-19.24%	149.61%	-18.34%

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 29.80 億元計算。

百和的 ESG：

百和為了配合全球環保減碳趨勢，在台灣、越南等各個廠區都建設太陽能發電板。並設立廢水處理系統，減少廢水排放造成的環境汙染。水回收系統也可以減少生產過程使用的用水量，達到環保的效果。

公司簡介：

百和為台灣黏扣及鞋帶大廠，產品包括黏扣帶、各式織帶、鞋帶、鬆緊帶、射出鉤、反光材料等。終端可應用在成衣、鞋類、3C 產品、醫療器材、玩具及汽車等。從產品比重來看，2022 年鞋帶占 50.9%，鬆緊帶 13.1%，黏扣帶 13.7%，針織經編緹花 11.2% 等。百和目前在台灣、越南、印尼及中國都設有生產基地。

奧運前最後拉貨動能不如預期，4Q23 營收僅 31.52 億元，以自結獲利推估稅後 EPS 為 0.43 元：

奧運前最後的拉貨動能不如預期，百和 4Q23 後半段的營運沒有如期待的優於前半段，4Q23 營收 31.52 億元，YoY+6.37%，QoQ-11.88%。毛利率下滑至 31.30%，以自結獲利推估稅後 EPS 為 0.43 元。

目前客戶下單仍以短急單居多，但客戶新品開發仍持續進行，期望 2H24 有較明顯增長：

目前客戶的下單仍以短急單居多，下單的積極度並不高，預期可能要到 2H24 才有較明顯的成長。瑞士品牌客戶已在 2023 年成長為第三大客戶，2024 年可望維持成長，但占比仍遠低於前兩大客戶，未來仍需觀察主要客戶動向。

百和持續擴增產能，但品牌廠短期對未來趨勢的看法轉趨保守，未來需觀察百和的擴產計劃是否會有變更：

百和持續在中國以外國家擴增產能，印尼廠將在 1Q24 完成全部的新產能建置，隨未來經濟規模的持續擴大，印尼廠的獲利將再提升，預計新產能貢獻的最大時間是在 2025 年。認為百和維持產能擴增的進度不變，反應其看好 2024~2025 年的市場需求可恢復成長，因此提前準備產能因應，也是為了未來品牌廠可能增加對東南亞國家的生產需求之預備動作，但品牌廠短期對未來趨勢的看法轉趨保守，未來需觀察百和的擴產計劃是否會有變更。

NIKE 下修財測，顯示中國市場銷售動能減弱，未來需觀察歐美市場銷售狀況：

NIKE 在最新一季的財報中下修 2024 財年的財測，營收成長從 4% 調降為 1%，尤其在大中華及歐非中東地區的營運挑戰較大。顯示中國的經濟不佳對消費的影響，可能在 2024 年仍有持續的可能，造成運動品牌廠對中國的銷售前景看法保守。但在歐美市場來看，奧運舉辦有助於運動用品的銷售增加，幫助品牌廠及通路的庫存去化。未來需觀察歐美與中國的消費能力消長，及庫存的去化進度，來判斷 2024 年的運動用品的成長力道。

投資建議：

百和 2023 年營收 124.40 億元，YoY-23.54%，因受到客戶進行庫存去化，減少拉貨的負面影響使營收下滑，估算稅後 EPS 1.98 元。認為(1)目前客戶

2024 年 1 月 26 日

下單積極度不高，要等到 2H24 或 2025 年營運較有表現機會。(2)NIKE 下修其 2024 財年的財測目標，顯示中國的銷售前景並不樂觀，會影響代工廠 1H24 的出貨成長力道。(3)若未來新台幣兌美元轉為升值，可能對營收及毛利率有負面影響。維持百和的投資建議為 Trading Buy，目標價 60 元(2024 年 PER 23.5X)。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
資產總計	28,936	31,834	31,286	31,551	32,472
流動資產	13,548	12,660	7,733	13,284	10,256
現金及約當現金	3,531	3,728	2,142	3,824	2,911
應收帳款與票據	2,976	2,123	1,762	2,341	2,254
存貨	5,792	5,325	3,624	5,658	4,690
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	12,329	16,532	16,532	16,532	16,532
負債總計	15,306	17,345	16,934	17,210	17,645
流動負債	8,213	14,685	8,593	13,983	10,796
應付帳款及票據	987	647	672	662	856
非流動負債	7,093	2,660	8,318	3,213	6,641
權益總計	13,630	14,488	14,351	14,341	14,827
普通股股本	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980
保留盈餘	7,790	8,247	8,110	8,100	8,586
母公司業主權益	10,760	11,784	11,927	12,090	12,733
負債及權益總計	28,936	31,834	31,286	31,551	32,472

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業活動現金	2,289	3,068	-965	3,707	1,821
稅前純益	4,027	2,571	465	863	1,571
折舊及攤銷	1,281	1,255	1,323	1,323	1,323
營運資金變動	-431	980	2,087	-2,623	1,248
其他營運現金	-2,588	-1,738	-4,839	4,144	-2,320
投資活動現金	-1,130	-3,455	-7,373	2,290	-6,944
資本支出淨額	-1,451	-3,688	-2,755	-2,755	-2,755
長期投資變動	344	265	-240	-240	-240
其他投資現金	-23	-32	-4,378	5,285	-3,949
籌資活動現金	-3,483	918	6,752	-4,315	4,210
長借/公司債變動	-1,077	-884	5,657	-5,104	3,428
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-894	-1,043	-447	-596	-596
其他籌資現金	-1,512	2,845	1,542	1,386	1,378
淨現金流量	-2,340	197	-1,586	1,682	-913
期初現金	5,871	3,531	3,728	2,142	3,824
期末現金	3,531	3,728	2,142	3,824	2,911

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業收入淨額	18,288	16,270	12,440	13,136	14,712
營業成本	11,359	10,680	8,596	9,011	9,888
營業毛利淨額	6,929	5,591	3,844	4,125	4,824
營業費用	2,951	2,876	2,783	2,860	2,953
營業利益	3,978	2,715	1,061	1,265	1,871
EBITDA	5,357	4,068	2,345	3,561	3,758
業外收入及支出	49	-144	-594	-402	-300
稅前純益	4,027	2,571	465	863	1,571
所得稅	1,361	782	155	277	489
稅後純益	2,060	1,520	590	759	1,239
稅後 EPS(元)	6.91	5.10	1.98	2.55	4.16
完全稀釋 EPS**	6.91	5.10	1.98	2.55	4.16

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 29.80【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 29.80 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	24.87%	-11.03%	-23.54%	5.59%	12.00%
營業毛利淨額	28.88%	-19.31%	-31.25%	7.31%	16.95%
營業利益	41.61%	-31.75%	-60.93%	19.28%	47.93%
稅後純益	32.73%	-26.19%	-61.17%	28.50%	63.33%
獲利能力分析(%)					
毛利率	37.89%	34.36%	30.90%	31.40%	32.79%
EBITDA(%)	29.30%	25.00%	18.85%	27.11%	25.54%
營益率	21.75%	16.69%	8.53%	9.63%	12.72%
稅後純益率	11.26%	9.34%	4.75%	5.78%	8.42%
總資產報酬率	7.12%	4.78%	1.89%	2.40%	3.82%
股東權益報酬率	15.11%	10.49%	4.11%	5.29%	8.36%
償債能力檢視					
負債比率(%)	52.89%	54.49%	54.13%	54.55%	54.34%
負債/淨值比(%)	112.29%	119.72%	118.00%	120.00%	119.00%
流動比率(%)	164.96%	86.21%	90.00%	95.00%	95.00%
其他比率分析					
存貨天數	179.46	189.98	190.00	188.00	191.00
應收帳款天數	56.24	57.20	57.00	57.00	57.00

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	4,007	2,963	3,004	2,708	3,577	3,152	3,068	3,148	3,540	3,379	3,348	3,503
營業成本	2,648	2,075	2,063	1,982	2,386	2,165	2,122	2,176	2,395	2,317	2,289	2,364
營業毛利淨額	1,359	888	941	726	1,191	986	946	972	1,145	1,062	1,059	1,139
營業費用	753	572	666	677	709	731	707	715	722	716	715	733
營業利益	606	316	274	49	481	256	239	258	423	345	344	406
業外收入及支出	-5	-179	-182	-102	-138	-172	-84	-127	-109	-83	-52	14
稅前純益	601	137	92	-53	343	82	156	130	314	262	292	420
所得稅	147	92	29	4	96	26	48	44	97	87	87	126
稅後純益	400	97	135	72	255	128	139	112	280	228	233	336
最新股本	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980
稅後EPS(元)	1.34	0.33	0.45	0.24	0.86	0.43	0.47	0.38	0.94	0.77	0.78	1.13
獲利能力(%)												
毛利率(%)	33.92%	29.98%	31.32%	26.81%	33.29%	31.30%	30.83%	30.89%	32.34%	31.42%	31.63%	32.52%
營業利益率(%)	15.13%	10.67%	9.14%	1.80%	13.46%	8.12%	7.80%	8.18%	11.95%	10.22%	10.27%	11.59%
稅後純益率(%)	9.99%	3.28%	4.51%	2.66%	7.13%	4.07%	4.52%	3.56%	7.90%	6.76%	6.97%	9.60%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-20.43%	-26.05%	1.37%	-9.86%	32.10%	-11.88%	-2.64%	2.60%	12.45%	-4.55%	-0.91%	4.63%
營業利益	-40.02%	-47.85%	-13.19%	-82.26%	888.93%	-46.85%	-6.46%	7.57%	64.22%	-18.38%	-0.39%	18.02%
稅前純益	-43.25%	-77.23%	-32.48%	N.A	N.A	-76.08%	89.70%	-16.42%	141.19%	-16.46%	11.10%	44.17%
稅後純益	-28.34%	-75.72%	39.21%	-46.82%	254.14%	-49.73%	8.23%	-19.24%	149.61%	-18.34%	2.16%	44.17%
YoY(%)												
營業收入淨額	15.11%	-28.18%	-29.57%	-46.23%	-10.74%	6.37%	2.15%	16.27%	-1.02%	7.21%	9.12%	11.27%
營業利益	17.17%	-54.53%	-64.89%	-95.18%	-20.58%	-19.06%	-12.78%	428.92%	-12.17%	34.88%	43.64%	57.59%
稅前純益	8.56%	-81.98%	-88.05%	N.A	-42.88%	-39.97%	68.65%	N.A	-8.51%	219.46%	87.09%	222.72%
稅後純益	14.84%	-78.03%	-70.83%	-87.12%	-36.34%	31.82%	2.48%	55.62%	9.68%	78.16%	68.17%	200.20%

註1：稅後EPS以股本29.80億元計算

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。