

寶成 (9904 TT) Pou Chen

南山人壽虧損拖累獲利下修，但 2024 年本業復甦確立，評價偏低

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$37.0

收盤價 (2024/02/19) : NT\$30.35
隱含漲幅 : 21.9%

營收組成 (3Q23)

製鞋業務 63.2%、通路業務 36.4%、其他業務 0.4%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	37.0	37.0
2023年營收 (NT\$/十億)	246.6	249.6
2023年EPS	3.7	4.2

交易資料表

市值	NT\$89,730百萬元
外資持股比率	44.9%
董監持股比率	7.7%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$41.09
負債比	41.6%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	267,497	246,638	264,092	293,310
營業利益	10,596	7,235	8,630	9,736
稅後純益	12,645	10,826	10,327	11,412
EPS (元)	4.29	3.67	3.50	3.87
EPS YoY (%)	-12.4	-14.4	-4.6	10.5
本益比 (倍)	7.1	8.3	8.7	7.9
股價淨值比 (倍)	0.8	0.8	0.7	0.7
ROE (%)	8.7	7.2	6.4	6.8
現金殖利率 (%)	4.3%	3.6%	3.5%	3.8%
現金股利 (元)	1.30	1.10	1.05	1.16

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuantia.com

洪晨翎

CherylHung@yuantia.com

元大觀點

- 南山人壽虧損拖累，寶成 4Q23 稅後 EPS 下修 86.0%至 0.08 元，季減 96.0%，2023 年稅後 EPS 下修 11.7%至 3.67 元(年減 14.4%)。
- 庫存調整告終，寶成 2024 年本業重啟成長，預估 2024 年本業獲利增至 86.30 億元，年增 19.3%，抵銷南山人壽獲利貢獻下修之干擾。
- 對寶成維持買進建議，考量目前 PBR 僅 0.74 倍，評價偏低，目標價為 37 元，係基於 0.9 倍本淨比、2024 年底淨值推得。

南山人壽大虧，4Q23 稅後 EPS 下修 86.0%至 0.08 元

寶成 4Q23 營運回升幅度不如預期，營收季增 4.4%至 608.8 億元，低於預期 4.6%，預估本業營業利益下修 4.6%至 18.91 億元，季增 4.6%，年減 4.5%，而業外轉投資南山人壽大虧，預估寶成認列虧損約 30.75 億元(原估虧損 3 億元)，稅後 EPS 下修 86.0%至 0.08 元，季減 96.0%，仍優於 4Q22 之-0.94 元。2023 年稅後 EPS 下修 11.7%至 3.67 元，年減 14.4%。

預估 1Q24 及 2024 年稅後 EPS 各為 0.89 元及 3.50 元

寶成營運復甦較緩，營收及獲利下修，但 Nike 及 Adidas 兩大品牌存貨下降，回補訂單增加，製鞋業務將回升，加上中國官方刺激政策提振零售通路業務，預期 2024 年復甦確立，1Q24 營收下修 3.9%至 630.11 億元，季增 3.5%，年減 2.1%，營業利益 21.42 億元，季增 13.3%，年增 5.6%，且業外南山人壽獲利貢獻回升至 12 億元(原估 5 億元)，稅後 EPS 上修 20.3%至 0.89 元，季增 966.6%，年增 163.2%。預估寶成 2024 年營收年增 7.1%至 2,640.92 億元(下修幅度 4.3%)，營業利益年增 19.3%至 86.30 億元(下修幅度 4.3%)，而業外南山人壽獲利因提列較多外匯準備金及保單負債準備金，且台幣升值造成的匯損嚴重，使貢獻下修至 40 億元(原估 55.5 億元)，稅後 EPS 下修 6.8%至 3.50 元，年減 4.6%，年底淨值 41.09 元。

庫存調整告一段落，復甦確立，評價偏低，維持買進建議

我們研判庫存調整告一段落，製鞋業務回升，而中國零售通路業務亦可回穩，預估 4Q23 至 2024 年營收重啟正成長，復甦確立，展望正向，寶成過去 PBR 區間落在 0.5 倍至 1.0 倍間，以 2024 年底淨值 41.09 元計算，目前 PBR 僅 0.74 倍，位於區間中下緣，評價偏低，維持買進建議，目標價 37 元 (0.9PBR X 2024 年底淨值)。

營運分析

南山人壽虧損拖累，4Q23 及 2023 年稅後 EPS 各下修至 0.08 元及 3.67 元

寶成 4Q23 營收回升至 608.8 億元(原估 638.32 億元)，季增 4.4%，年減 3.2%，低於預期 4.6%，預估營益率改善 0.5ppt 至 3.1%，營業利益下修 4.6% 至 18.91 億元(原估 19.83 億元)，季增 24.3%，年減 7.2%，業外轉投資南山人壽 4Q23 大虧，預估寶成需認列虧損約 30.75 億元(原估虧損 3 億元)，不過有精英股權的處分利益約 5.61 億元加以彌補，預估稅後 EPS 下修 86.0% 至 0.08 元(原估 0.57 元)，季減 96.0%，不過仍優於 4Q22 之 -0.94 元。2023 年營收 2,466.38 億元(原估 2,495.88 億元)，年減 7.8%，低於預期 1.2%，營益率持平至 2.9%，營業利益下修 1.3% 至 72.35 億元(原估 73.27 億元)，年減 31.7%，業外南山人壽獲利貢獻由 2022 年 54.9 億元降 36.03 億元(原估 63.78 億元)，稅後 EPS 下修 11.7% 至 3.67 元(原估 4.16 元)，年減 14.4%，年底淨值為 38.69 元(原估 39.17 元)。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23F	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入(A)	62,920	58,296	60,880	4.4%	-3.2%	63,832	60,549	-4.6%	5.4%
營業毛利	15,301	13,962	14,611	4.6%	-4.5%	15,320	14,566	-4.6%	5.2%
營業利益	2,037	1,522	1,891	24.3%	-7.2%	1,983	1,865	-4.6%	6.3%
稅前利益	-960	7,894	373	-95.3%	-	2,544	3,248	-85.3%	-21.7%
稅後淨利	-2,783	6,083	245	-96.0%	-	1,669	1,944	-86.0%	-14.1%
調整後 EPS (元)	-0.94	2.06	0.08	-96.0%	-	0.57	0.66	-86.0%	-14.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	24.3%	24.0%	24.0%	0.0	-0.3	24.0%	24.1%	0.0	-0.1
營業利益率	3.2%	2.6%	3.1%	0.5	-0.1	3.1%	3.1%	0.0	0.0
稅後純益率	-4.4%	10.4%	0.5%	-9.9	4.9	2.6%	3.2%	-2.2	-2.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2024 年本業重啟成長，但南山人壽獲利貢獻下修，預估稅後 EPS 下修至 3.50 元

展望 1Q24，寶成 1 月營收回升至 231.11 億元，月增 15.3%，年減 6.8%，年衰退幅度收斂，其中製鞋業務營收月增 8.0%，年增 12.5%，重啟 YoY 正成長，客戶拉貨回溫，通路業務月增 32.3%，年減 25.8%，消費動能較前月有季節性改善，但受制於 2023 年 1 月有農曆年假的銷售旺季效應，墊高基期，2024 年農曆年假落在 2 月，預期通路業務將可回溫，但工作天數較少，則會壓抑製造業務的表現。不過品牌商庫存調整告終，下單力道轉強，預期裕元來自品牌客戶的訂單也可望逐步回溫，重啟成長，中國經濟也將擺脫泥沼，寶勝零售通路業務亦將回穩，預估 1Q24 營收 630.11 億元(原估 655.87 億元，下修幅度 3.9%)，季增 3.5%，年減 2.1%，營益率改善 0.3ppt 至 3.4%，營業利益改善至 21.42 億元(原估 22.29 億元，下修幅度 3.9%)，季增 13.3%，年增 5.6%，業外南山人壽獲利貢獻回升，主因 1 月實現股債獲利部位，且匯兌損失回沖利益帶動自結獲利回升，推估貢獻 12 億元(原估 5 億元)，稅後 EPS 上修至 0.89 元(原估 0.74 元，上修幅度 20.3%)，季增 966.6%，年增 163.2%。預估寶成 2024 年營收回溫至 2,640.92 億元(原估 2760.6 億元，下修幅度 4.3%)，年增 7.1%，營益率持平 3.3%，營業利益增至 86.30 億元(原估 90.22 億元，下修幅度 4.3%)，年增 19.3%，業外南山人壽獲利貢獻 40 億元(原估 55.5 億元，反映 4Q23 南山人壽大虧之干擾)，稅後 EPS 下修至 3.50 元(原估 3.76 元，下修幅度 6.8%)，年減 4.6%，年底淨值 41.09 元(原估 41.68 元)。

圖 2：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23F	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	64,367	60,880	63,011	3.5%	-2.1%	65,587	63,324	-3.9%	-0.5%
營業毛利	15,439	14,611	15,280	4.6%	-1.0%	15,905	15,295	-3.9%	-0.1%
營業利益	2,029	1,891	2,142	13.3%	5.6%	2,229	2,019	-3.9%	6.1%
稅前利益	2,863	373	3,978	966.5%	38.9%	3,322	3,465	19.7%	14.8%
稅後淨利	991	245	2,609	966.6%	163.2%	2,179	2,131	20.3%	22.4%
調整後 EPS (元)	0.34	0.08	0.89	966.6%	163.2%	0.74	0.73	20.3%	22.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	24.0%	24.0%	24.3%	0.3	0.3	24.3%	24.2%	0.0	0.1
營業利益率	3.2%	3.1%	3.4%	0.3	0.2	3.4%	3.2%	0.0	0.2
稅後純益率	1.5%	0.5%	4.1%	3.6	2.6	3.3%	3.4%	0.8	0.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

寶成持有裕元工業股權，其中製造業務及通路業務營收各佔 63.2%及 36.4%

寶成持有香港裕元工業 51.11%股權，而裕元工業持有寶勝國際 62.55%股權，因此寶成間接持有寶勝國際 31.97%股權。業務劃分上，寶成旗下共有三大業務，製造業務、通路業務，及其他業務，製造業務乃裕元工業的鞋類產品及鞋材生產，通路業務為寶勝國際在大中華區專注經營運動用品零售及品牌代理，其他業務包括房地產開發及觀光旅館經營(裕元酒店)。寶成在 2022 年及 2023 年前三季三大業務營收分布變化，製造業務由 69.0%降至 63.2%，通路業務由 30.7%增至 36.4%，其他業務則由 0.3%略增至 0.4%。各地區營收分布，亞洲佔比 52.6%，美洲 22.8%，歐洲 18.5%，其他地區 6.1%。

寶成轉投資包括潤成(南山人壽)、兆豐金及精英電腦

寶成其他重要轉投資包括潤成投資，兆豐金(2886 TT)及精英電腦(2331 TT)等。寶成持有 20%股權的子公司潤成投資持有南山人壽(5874 TT) 89.55%股權，因此寶成間接持有南山人壽約 17.91%。另外寶成也持有兆豐金 1.41%股權，以及持有精英電腦 12.79%股權。而寶成已公告於 2023/11/14 處分精英電腦的多數持股，處分投資利益約 5.61 億元於 4Q23 認列，目前寶成持有精英電腦股權僅剩 0.04%。

南山人壽貢獻寶成轉投資收益顯著

影響寶成轉投資收益最大的就是南山人壽。南山人壽投資資產配置以債券投資部位佔比 71.7%最高，股票投資部位也達 14.2%，因此南山人壽的投資收益與債市及股市變化連動度高。南山人壽 2023 年前三季累積總資產投資報酬率約 3.60%。由於 3Q23 南山人壽實現較多資本利得，加上股利收入及匯兌利益挹注，南山人壽 3Q23 獲利貢獻達 39.66 億元，累積 2023 年前三季南山人壽貢獻寶成獲利達 66.78 億元。不過南山人壽 4Q23 自結獲利狀況欠佳，提列較多外匯準備金及保單負債準備金，且台幣升值造成的匯損嚴重，推估南山人壽 4Q23 對寶成的虧損金額達 30.75 億元(原估虧損 3 億元)。累積 2023 年南山人壽對寶成的獲利貢獻預估收斂至 36.03 億元(原估 63.78 億元)，遠不如 2022 年貢獻之 54.9 億元。展望 2024 年，南山人壽 1 月實現股債獲利部位，且匯兌損失回沖利益帶動自結獲利回升，預估寶成轉投資利益也回升至 12 億，而金管會放寬南山人壽可以銷售投資型

保單，保費收入將可成長，加上 Fed 降息預期，債市殖利率滑落，債券投資部位獲利改善，股權投資獲利也會轉佳，預估 2024 年南山人壽對寶成的獲利貢獻將較 2023 年改善，不過獲利貢獻金額下修至 40 億元(原估 55.5 億元，反映 4Q23 大虧之干擾)。

裕元的製造業務為鞋類代工，主要客戶為 Nike 及 Adidas

裕元工業的製造業務為替國際品牌製造鞋類，其中 Nike 及 Adidas 是裕元製鞋業務的前兩大客戶，兩大客戶營收佔比大致相當，佔比合計約 60%-70%。生產基地包括中國(廣東之珠海、中山、東莞(高步廠)、東莞(黃江廠)，以及江蘇的太倉廠)、印尼(西冷)、越南(胡志明市)，及其他亞洲地區包括柬埔寨、孟加拉、緬甸等國家。

寶勝國際為中國市場的體育用品零售商

寶勝國際為大中華區的國際運動品牌的分銷商，分銷全球知名運動品牌，其中 Nike 及 Adidas 兩大品牌的產品銷售之營收佔整體零售業務營收約 75%，在一線及二線城市領先的經銷商，通過直營店直接售予消費者，或通過批發產品予加盟商，經由其店鋪間接銷售給消費者。以營收分佈，運動服及運動鞋銷售營收佔比 99.5%，另有 0.50%特許專櫃銷售收入。寶勝也尋求新合作的目標品牌鎖定為在中國市場滲透率仍低的小眾高端品牌，如 Skechers 及 Under Armour。由於新品牌的折扣幅度較大，因此利潤率較高，寶勝也引入兒童相關品牌，以搶食快速成長的童裝市場。

產業概況

Nike 獲利優於預期，展望趨於樂觀

Nike (NKE US；未評等)公布 2QFY24 (2023 年 9-11 月)財報，營收 133.9 億美元，成長 0.5% YoY，低於市場預期之 134.6 億美元。其中 Nike 品牌營收 129 億美元，成長 1.0% YoY，大中華區及亞太拉美等地區成長，抵銷北美市場衰退。Converse 品牌營收 5.19 億美元，衰退 11.0% YoY，北美及歐洲地區衰退抵銷亞洲地區成長。DTC 營收 57 億美元，成長 6.0% YoY，Nike 電商品牌成長 4.0% YoY，批發銷售 71 億美元，衰退 2% YoY。

各地區營收：北美 56.25 億美元，衰退 4.0% YoY，佔比 43.7%；歐非中東 35.67 億美元，成長 2.0% YoY，佔比 27.7%；大中華區 18.63 億美元，成長 4.0% YoY，佔比 14.6%；亞太拉美 18.05 億美元，成長 13.0% YoY，佔比 12.7%。

產品分佈：運動鞋 86.07 億美元，成長 2.0% YoY，佔比 66.9%；運動服飾 37.74 億美元，衰退 1.0% YoY，佔比 29.3%；配件類 4.79 億美元，成長 17.0% YoY，佔比 3.7%；其他 0.12 億美元，佔比 0.1%。

2QFY24 毛利率改善 1.7ppt 至 44.6%，主因策略性訂價及海運費用降低，抵銷匯率不利因素及較高的生產成本，但優於市場預期之 44.0%。營業費用增至 41 億美元，成長 1.0% YoY。有效稅率降至 17.9%，低於 2QFY23 的 19.3%。稅後淨利為 16 億美元，成長 19% YoY；EPS 為 1.03 美元，成長 21.2% YoY，優於市場預期之 0.85 美元。

各地區獲利分佈：北美 15.26 億美元，成長 2% YoY；歐非中東 9.27 億美元，衰退 6% YoY；大中華區 5.14 億美元，成長 1.0% YoY；亞太拉美 5.21 億美元，成長 7% YoY。

庫存 YoY 連 2 季負成長，控管得宜，逐步恢復正常水準

2QFY24 存貨金額降至 80 億美元，衰退 8.3% QoQ，衰退 14.4% YoY，優於市場預期之 86.3 億美元，為近 7 個季度新低，主要係庫存量下降所貢獻，抵銷產品組合及較高產品單價之因素。DOI 由 108.4 天減少至 96.8 天，則是近 8 個季度新低水準，存貨控管得宜，逐步恢復正常水準。

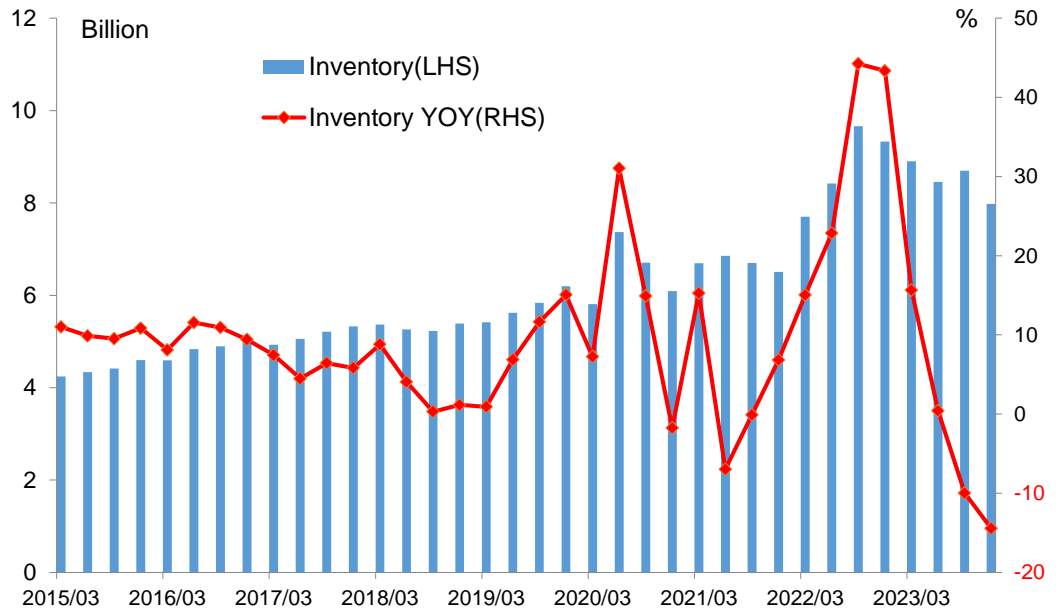
下修 3QFY24 及 FY2024 展望，但長期仍持續成長

鑒於中國及歐洲經濟展望不明，Nike 對這兩大市場的看法趨於保守，因此 Nike 下修營運展望，3QFY24 (2023/12-2024/02)營收預估將呈現微幅 YoY 衰退，不過 Nike 對 4QFY24 (2024/03-05)營收預估可回升至低個位數 YoY 成長。而 FY2024 全年營收成長由原本中個位數下修至低個位數 YoY，毛利率則維持改善 1.4-1.6ppt 之目標不變。另外 Nike 提出將於未來 3 年執行規模 20 億美元成本節省之重整計畫，包括簡化產品分類、導入自動化等，及員工裁減計畫，並將加快研發速度，提高運作效率，其中部分重組費用 4-4.5 億美元將於 3QFY24 進行確認。Nike 希望透過這次組織改造，驅動長期營運成長。

Nike 庫存調整步伐快，DOI 已逐漸回到先前水準

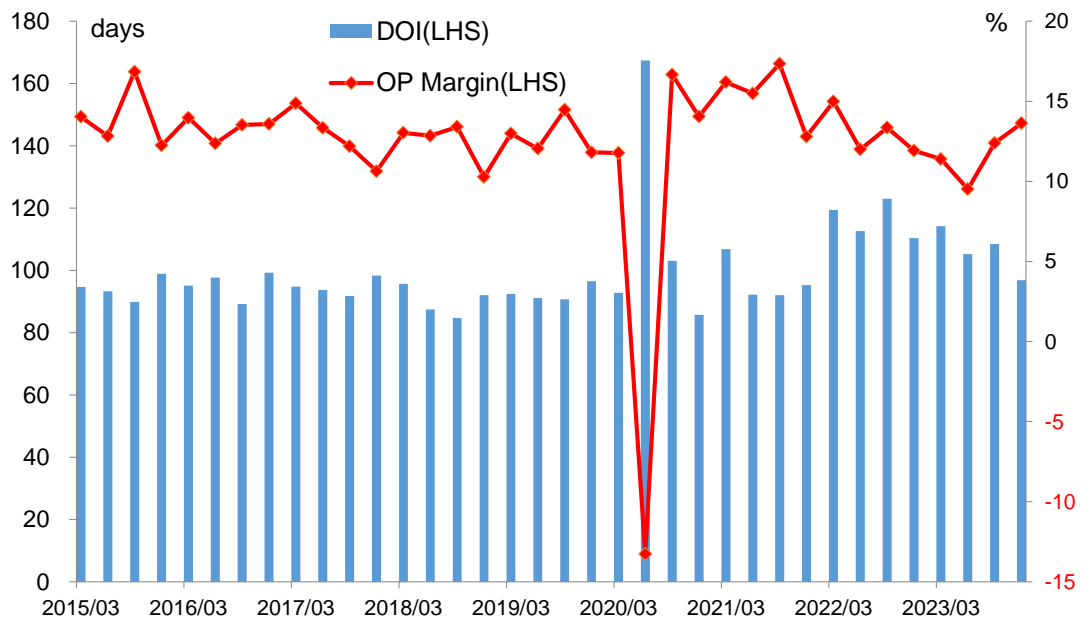
儘管 Nike 下調 3QFY24 展望，短期營運面臨逆風，不過對 4QFY24 (2023 年 3-5 月)營收展望可 YoY 正成長，且毛利率改善的趨勢持續，搭配存貨降至近 7 季低點，我們認為 Nike 仍會積極布局 2024 年奧運商機，預期營運短期調整後仍可重返成長軌道。

圖 3：Nike 存貨金額及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：Nike 庫存天數及營益率趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

Adidas 銷售 Yeezy 存貨，3Q23 營收及獲利均優於預期

再觀察 Adidas (ADS.GR；未評等) 公布 3Q23 財報，3Q23 營收年減 6.4%至 59.99 億歐元，略優於市場預期之 59.69 億歐元，稅後淨利 2.7 億歐元，年增 312.4%，稅後 EPS 為 1.40 歐元，年增 315.6%，優於市場預期 0.26 歐元。營運亮點包括：(1)毛利率年增 0.2 ppt 至 49.3%，反映運費、備抵存貨跌價損失、以及折價促銷減少，產品組合改善；(2)DTC(直接面對消費者)營收持續維持成長，年增幅 6%，其中直營店銷售表現亮眼，營收年成長 10%；(3)存貨金額年減 23%至 48.49 億歐元，美國地區通路庫存改善，Yeezy 庫存也持續順利去化，估計存貨金額將收斂至 3 億歐元；(4)

再度上修 2023 年營收展望，由原預估年減中個位數上修至年減低個位數，營業損失由原估 4.5 億歐元再度收斂至 1 億歐元。

Adidas 存貨年減 23.3%，上修 2023 年展望，營運將緩步復甦

3Q23 營收年減 6.4%至 59.99 億元，優於市場預期的 59.69 億歐元，毛利率則年增 0.2ppt 至 49.3%。營收產品別分布，運動鞋年增 6%，其中足球鞋及籃球鞋等 Adidas Originals 產品，年增雙位數；服飾產品年減 6%，足球服飾營收年減主因 2022 年足球世界盃墊高基期，戶外及籃球服飾則年增雙位數；服飾類產品銷售策略謹慎，存貨仍相對較高；配件類營收年減 3%。

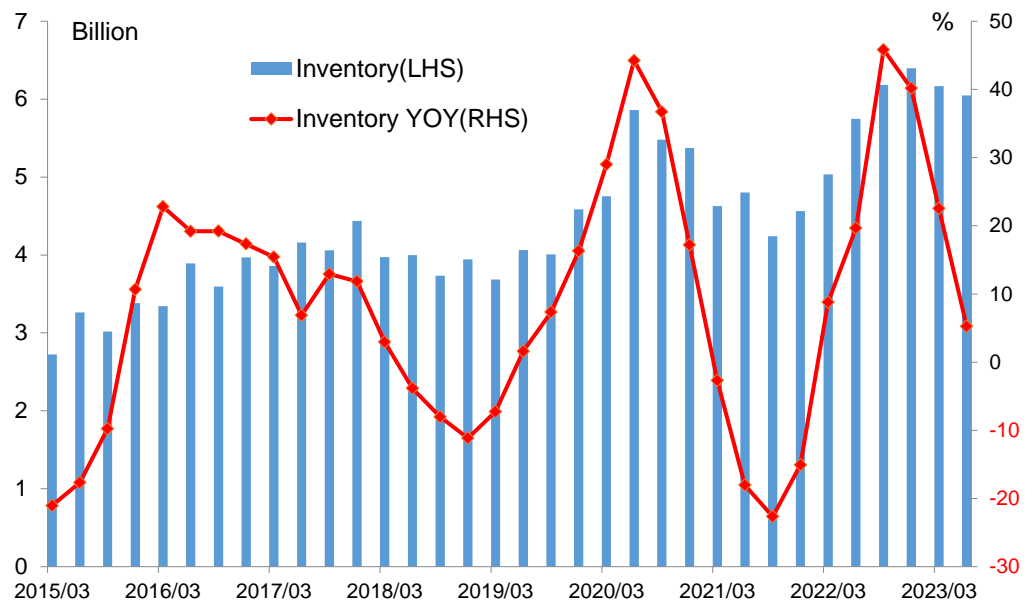
批發銷售年減 2%，僅大中華區及拉丁美洲年增雙位數表現較佳；DTC 營收年增 5%，主因 Adidas 直營店銷售強勁，同店成長 10%；電商銷售年增 1%，其中自有平台因減少折扣、產品組合改善，銷售年增雙位數。

北美年減 8.8%至 14.84 億元，其中批發銷售年減雙位數，不過 DTC 銷售呈現年增。大中華區營收年增 5.7%至 8.7 億元，主要由批發銷售年增雙位數帶動。歐/非/中東(EMEA)年增 1.9%至 23.96 億元，其中公司直營店年增高個位數。亞太地區年增 6.8%至 5.67 億元，DTC 年增雙位數，拉丁美洲年增 12.8%至 6.21 億元，批發跟 DTC 皆強勁成長。其他業務年減 13.9%至 0.39 億元。

3Q23 存貨金額由 63.15 億元降至 48.49 億元，年減幅度達 23.3%，零售通路端的庫存也在改善，特別是美國地區庫存。

展望方面，再度上修 2023 年營收展望，由原預估年減中個位數上修至年減低個位數，營業損失由原估 4.5 億歐元再度收斂至 1 億歐元。Adidas 認為市場仍舊處於高度不確定性，2023 年重點依舊在清理庫存，發展未來產品，建構良好基礎，展望獲利更好的 2025-2026 年。

圖 5：Adidas 存貨金額及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

觀察運動品牌商財報表現，Nike 存貨呈現年減 14.4%，Adidas 存貨更是驟降 23.3%，透露出美歐終端市場逐步走出庫存調整干擾，2024 年品牌商訂單復甦態勢趨於明朗，有利台灣供應商寶成 (9904) 接單也將趨於樂觀，展望正向。

2024 年復甦確立，重啟成長，評價偏低，維持買進建議

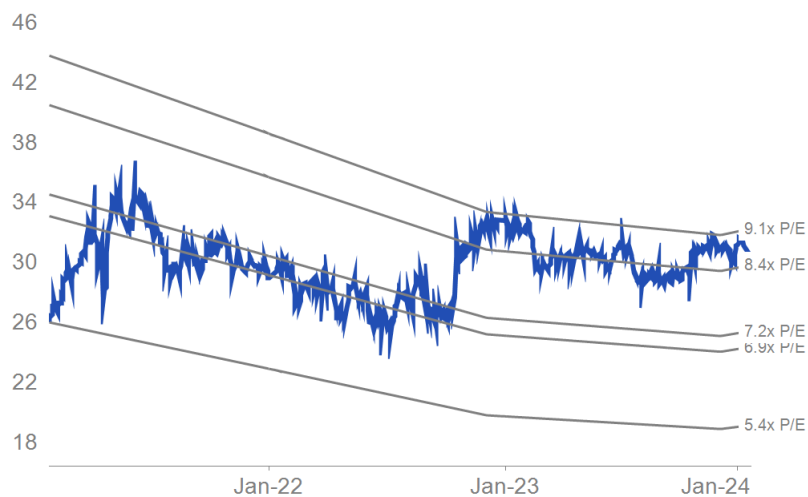
寶成 4Q23 營收季增 4.4%至 608.8 億元，低於預期 4.6%，營運回升幅度不如預期，預估本業營業利益下修 4.6%至 18.91 億元，季增 24.3%，年減 7.2%，而業外轉投資南山人壽大虧，預估寶成認列虧損約 30.75 億元(原估虧損 3 億元)，稅後 EPS 下修 86.0%至 0.08 元，季減 96.0%，獲利欠佳，不過仍優於 4Q22 之-0.94 元。2023 年稅後 EPS 下修 11.7%至 3.67 元，年減 14.4%。儘管寶成營運復甦腳步較緩，營收及獲利下修，但觀察 Nike 及 Adidas 兩大品牌存貨下降，庫存調整告一段落，製鞋業務將回升，加上中國官方刺激政策提振零售通路業務，預期寶成 2024 年營運復甦趨勢確立，預估 1Q24 營收下修 3.9%至 630.11 億元，季增 3.5%，年減 2.1%，營業利益改善至 21.42 億元，季增 13.3%，年增 5.6%，且業外南山人壽獲利貢獻回升至 12 億元(原估 5 億元)，稅後 EPS 上修 20.3%至 0.89 元，季增 966.6%，年增 163.2%，獲利回溫。預估寶成 2024 年營收回溫至 2,640.92 億元(下修幅度 4.3%)，年增 7.1%，營業利益增至 86.30 億元(下修幅度 4.3%)，年增 19.3%，業外南山人壽獲利貢獻下修至 40 億元(原估 55.5 億元)，稅後 EPS 下修 6.8%至 3.50 元(下修幅度 6.9%)，年減 4.6%，年底淨值 41.09 元。考量寶成營運及本業獲利回升確立，觀察寶成過去 PBR 區間落在 0.5 倍至 1.0 倍之間，目前 PBR 僅 0.74 倍，位於區間中下緣，評價相對偏低，維持買進建議，目標價 37 元(0.9 PBR X 2024 年底淨值)。

圖 6：2023 和 2024 年財務預估調整

(百萬元)	2023 估		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	246,638	249,588	264,092	276,060	-1.2%	-4.3%
營業毛利	59,010	59,718	63,687	66,575	-1.2%	-4.3%
營業利益	7,235	7,327	8,630	9,022	-1.3%	-4.3%
稅前利益	16,248	18,419	15,743	16,891	-11.8%	-6.8%
稅後淨利	10,826	12,250	10,327	11,080	-11.7%	-6.8%
調整後 EPS (元)	3.67	4.16	3.50	3.76	-11.7%	-6.8%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	23.9%	23.9%	24.1%	24.1%	0.0	0.0
營業利益率	2.9%	2.9%	3.3%	3.3%	0.0	0.0
稅後純益率	5.5%	6.2%	4.8%	4.9%	-0.7	-0.1

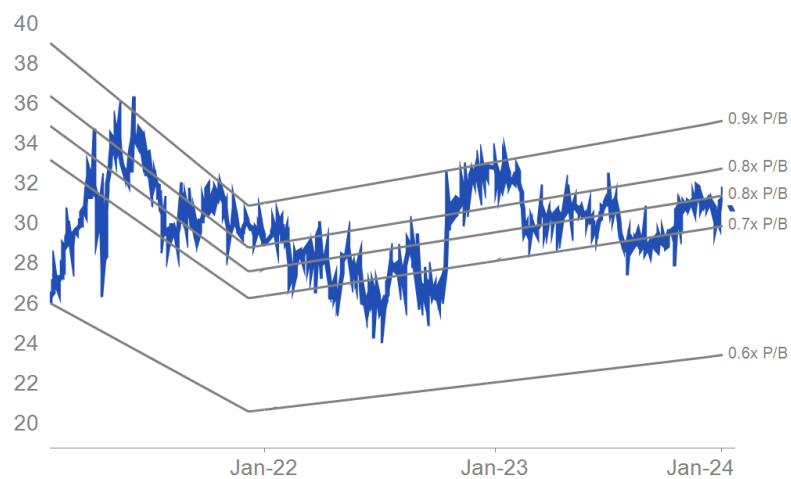
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 9：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
寶成	9904 TT	買進	30.4	2,865.7	4.29	3.67	3.50	7.1	8.3	8.7	(12.4)	(14.4)	(4.6)
國際同業													
Nike	NKE	未評等	103.5	152,361	3.8	3.2	3.6	27.0	32.0	28.8	5.2	(15.5)	10.9
Adidas	ADS GR	未評等	176.2	34,169	1.2	(0.1)	3.0	141.7	-	59.4	(83.3)	-	-
Asics	7936 JP	未評等	5,753.0	7,477	108.6	163.0	208.3	53.0	35.3	27.6	111.4	50.1	27.7
Stella	1836 HK	未評等	10.5	1,096	1.2	1.3	1.5	9.0	7.9	7.2	31.8	13.3	10.7
安踏體育	2020 HK	未評等	75.3	23,244	3.2	5.6	4.5	23.6	13.6	16.7	(9.4)	73.9	(18.8)
申洲國際	2313 HK	未評等	3.4	7.1	4.1	20.2	9.7	16.9	24.8	106.8	(42.3)	3.4	7.1
華利實業	300979 SZ	未評等	58.5	9,319	2.8	2.7	3.2	21.1	21.6	18.2	12.9	(2.2)	18.7
國際同業平均					17.7	26.1	32.6	42.2	20.0	25.0	13.3	37.7	1.2
國內同業													
鈺齊	9802 TT	未評等	125.0	772	18.1	9.5	11.3	6.9	13.2	11.1	183.3	(47.7)	19.4
豐泰	9910 TT	買進	166.5	5,330	10.3	5.1	8.2	16.2	33.0	20.3	100.0	(51.0)	62.2
百合	9938 TT	未評等	57.4	534	5.1	2.6	4.2	11.2	22.3	13.8	(26.2)	(49.6)	61.5
國內同業平均					11.2	5.7	7.9	11.4	22.8	15.1	85.7	(49.4)	47.7

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 10：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
寶成	9904 TT	買進	30.4	2,865.7	8.7	7.2	6.4	36.31	38.69	41.09	0.8	0.8	0.7
國際同業													
Nike	NKE	未評等	103.5	152,361	43.1	34.2	38.6	9.7	9.2	8.7	10.7	11.3	11.8
Adidas	ADS GR	未評等	176.2	34,169	4.1	0.9	10.8	27.2	26.4	29.7	6.5	6.7	5.9
Asics	7936 JP	未評等	5,749.0	7,477	12.6	16.6	19.7	933.3	979.0	1,126.1	6.2	5.9	5.1
Stella	1836 HK	未評等	10.5	1,096	13.7	13.2	13.8	9.8	10.3	1.4	1.1	1.0	7.5
安踏體育	2020 HK	未評等	75.2	23,244	24.0	24.0	23.7	14.5	19.9	18.2	5.2	3.8	4.1
申洲國際	2313 HK	未評等	69.3	13,018	15.6	14.1	16.0	23.2	31.7	24.2	3.0	2.2	2.9
華利實業	300979 SZ	未評等	58.2	9,319	26.7	21.4	22.0	11.3	13.4	15.2	5.1	4.4	3.8
國際同業平均					20.0	17.8	20.7	147.0	155.7	174.8	5.4	5.0	5.9
國內同業													
鈺齊	9802 TT	未評等	125.0	772	20.8	14.1	16.3	67.5	71.3	78.1	1.9	1.8	1.6
豐泰	9910 TT	買進	166.5	5,330	41.8	21.0	29.0	28.4	24.6	29.0	5.9	6.8	5.7
百合	9938 TT	未評等	57.4	534	13.5	4.0	8.0	39.5	39.4	42.0	1.5	1.5	1.4
國內同業平均					25.4	13.0	17.8	45.1	45.1	49.7	3.1	3.3	2.9

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 11：季度及年度簡明損益表 (合併)

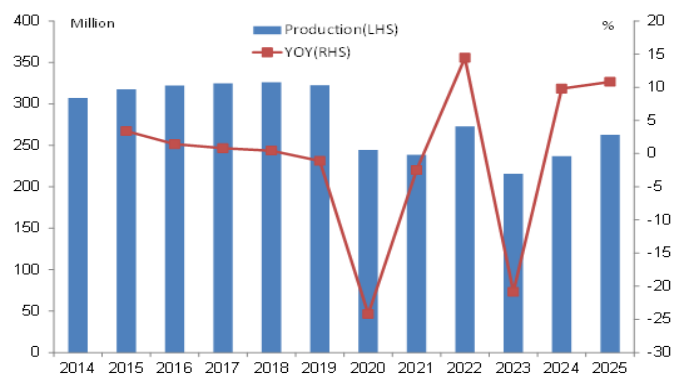
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	64,367	63,095	58,296	60,880	63,011	65,217	64,238	71,626	246,638	264,092
銷貨成本	(48,928)	(48,097)	(44,334)	(46,269)	(47,731)	(49,532)	(48,885)	(54,257)	(187,629)	(200,405)
營業毛利	15,439	14,998	13,962	14,611	15,280	15,685	15,353	17,369	59,010	63,687
營業費用	(13,410)	(13,205)	(12,440)	(12,720)	(13,139)	(13,606)	(13,371)	(14,941)	(51,775)	(55,057)
營業利益	2,029	1,793	1,522	1,891	2,142	2,079	1,981	2,428	7,235	8,630
業外利益	833	3,325	6,372	(1,518)	1,836	1,215	3,881	182	9,013	7,113
稅前純益	2,863	5,118	7,894	373	3,978	3,294	5,862	2,610	16,248	15,743
所得稅費用	(678)	(933)	(902)	(75)	(796)	(659)	(1,172)	(522)	(2,588)	(3,149)
少數股東權益	1,194	678	908	54	573	474	844	376	2,834	2,267
歸屬母公司稅後純益	991	3,507	6,083	245	2,609	2,161	3,846	1,712	10,826	10,327
調整後每股盈餘(NT\$)	0.34	1.19	2.06	0.08	0.89	0.73	1.31	0.58	3.67	3.50
調整後加權平均股數(百萬股)	2,947	2,947	2,947	2,947	2,947	2,947	2,947	2,947	2,947	2,947
重要比率										
營業毛利率	24.0%	23.8%	24.0%	24.0%	24.3%	24.1%	23.9%	24.3%	23.9%	24.1%
營業利益率	3.2%	2.8%	2.6%	3.1%	3.4%	3.2%	3.1%	3.4%	2.9%	3.3%
稅前純益率	4.5%	8.1%	13.5%	0.6%	6.3%	5.1%	9.1%	3.6%	6.6%	6.0%
稅後純益率	1.5%	5.6%	10.4%	0.5%	4.1%	4.0%	7.3%	2.9%	5.5%	4.8%
有效所得稅率	23.7%	18.2%	11.4%	20.1%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	15.9%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	2.3%	-2.0%	-7.6%	4.4%	3.5%	3.5%	-1.5%	11.5%		
營業利益	-0.4%	-11.6%	-15.1%	24.3%	13.3%	-2.9%	-4.7%	22.6%		
稅後純益	--	253.7%	73.5%	-96.0%	966.6%	-17.2%	78.0%	-55.5%		
調整後每股盈餘	--	253.7%	73.5%	-96.0%	966.6%	-17.2%	78.0%	-55.5%		
年增率(%)										
營業收入	-4.3%	-7.7%	-15.5%	-3.2%	-2.1%	3.4%	10.2%	17.7%	-7.8%	7.1%
營業利益	-21.1%	-25.0%	-57.7%	-7.2%	5.6%	16.0%	30.2%	28.4%	-31.7%	19.3%
稅後純益	-78.6%	-30.7%	6.2%	--	163.2%	-38.4%	-36.8%	599.7%	-14.4%	-4.6%
調整後每股盈餘	-78.6%	-30.7%	6.2%	--	163.2%	-38.4%	-36.8%	599.7%	-14.4%	-4.6%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

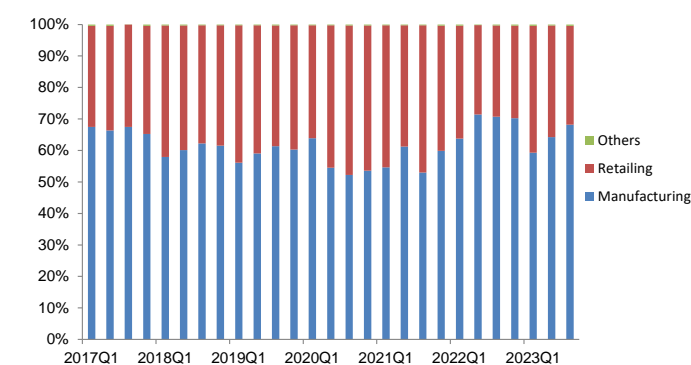
公司主要為製鞋業務 61.7%、通路業務 37.9%。製鞋業務為國際品牌從事代工製造及代工設計，主要客戶為 Nike、Adidas、Asics、New Balance、Timberland 以及 Salomon 等，生產基地則分布在印尼 46%、越南 38%、中國 10%。通路業務方面，主要市場為大中華區，可分為實體門市和線上銷售，分別約佔營收 75%/25%，截至 2Q23 共有 3,723 間直營店。

圖 12：寶成製鞋產量及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：營收組成



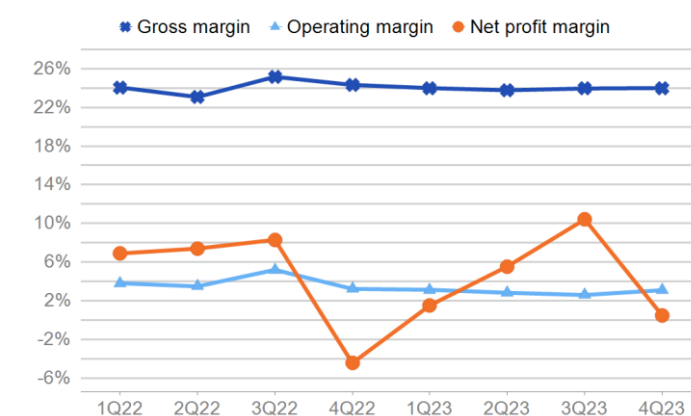
資料來源：公司資料

圖 14：營收趨勢



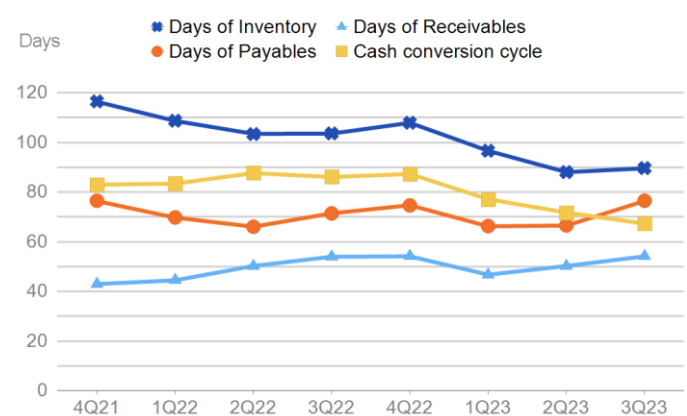
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：毛利率、營益率、淨利率



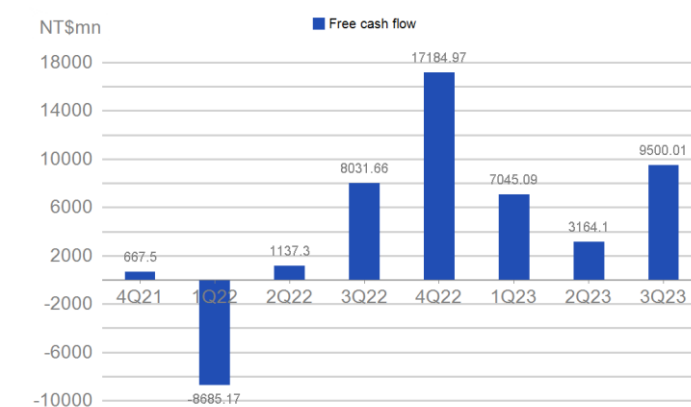
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：** 寶成整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，但在紡織品行業中的公司中排名略為落後同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 寶成的整體曝險屬於低等水準，略優於紡織品行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人權、人權供應鏈、資源使用供應鏈等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 寶成在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司已任命董事會級別的責任來監督 ESG 問題，ESG 報告被認為是強有力的。此外，公司還制定了適當的環境政策。然而，正在使用的舉報人計劃薄弱，而且公司的高管薪酬並未與 ESG 績效目標明確掛鉤。

圖：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	21.7
在 ESG 議題上的曝險 (A)	33.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	39.5
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	87

資料來源：Sustainalytics (2024/2/19)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	28,450	39,318	46,346	48,512	47,837
存貨	60,803	53,718	53,126	53,200	53,935
應收帳款及票據	26,540	28,711	28,290	28,490	29,031
其他流動資產	47,102	37,650	36,256	37,765	40,183
流動資產	162,895	159,397	164,017	167,967	170,986
採用權益法之投資	96,210	56,873	62,574	65,574	68,574
固定資產	62,786	64,013	61,660	60,741	61,595
無形資產	9,381	10,268	9,580	10,505	11,030
其他非流動資產	35,618	36,338	30,005	33,070	35,900
非流動資產	203,996	167,493	163,819	169,890	177,099
資產總額	366,891	326,890	327,836	337,858	348,085
應付帳款及票據	17,412	12,540	12,112	12,382	13,197
短期借款	25,552	20,612	19,114	20,071	21,118
什項負債	45,845	48,277	47,061	47,669	47,365
流動負債	88,809	81,429	78,287	80,122	81,680
長期借款	56,387	50,002	49,328	50,177	49,863
其他負債及準備	14,198	13,331	11,099	11,356	12,026
長期負債	70,585	63,333	60,426	61,533	61,888
負債總額	159,394	144,762	138,714	141,655	143,569
股本	29,468	29,468	29,468	29,468	29,468
資本公積	4,419	4,420	4,420	4,420	4,420
保留盈餘	85,727	94,447	101,442	108,522	116,836
什項權益	19,819	(21,324)	(21,324)	(21,324)	(21,324)
歸屬母公司之權益	139,433	107,012	189,122	196,202	204,516
非控制權益	68,064	75,115	75,115	75,115	75,115
股東權益總額	207,497	182,127	189,122	196,202	204,516

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	16,603	16,889	13,660	12,595	13,917
折舊及攤提	16,777	15,272	13,847	14,954	16,637
本期營運資金變動	(3,355)	(542)	586	(5)	(460)
其他營業資產 及負債變動	(17,397)	(7,573)	4,591	(2,214)	(2,541)
營運活動之現金流量	12,629	24,046	29,850	23,062	25,048
資本支出	(7,729)	(6,377)	(11,494)	(14,036)	(17,491)
本期長期投資變動	(1,779)	(39,337)	(1,000)	(3,000)	(3,000)
其他資產變動	6,534	51,082	4,591	(2,214)	(2,541)
投資活動之現金流量	(2,974)	5,367	(7,938)	(15,651)	(19,566)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(5,708)	(10,208)	(6,048)	2,941	1,914
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(1,473)	(4,420)	(3,831)	(3,248)	(3,098)
其他調整數	(5,563)	(7,081)	4,591	(2,214)	(2,541)
融資活動之現金流量	(12,744)	(21,709)	(14,884)	(5,246)	(6,157)
匯率影響數	(569)	3,163	0	0	0
本期產生現金流量	(3,658)	10,867	7,028	2,166	(675)
自由現金流量	4,900	17,669	18,356	9,027	7,557

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	239,884	267,497	246,638	264,092	293,310
銷貨成本	(181,661)	(202,891)	(187,629)	(200,405)	(222,425)
營業毛利	58,223	64,606	59,010	63,687	70,885
營業費用	(55,747)	(54,010)	(51,775)	(55,057)	(61,149)
推銷費用	(33,367)	(29,287)	(27,714)	(29,271)	(32,472)
研究費用	(5,093)	(5,483)	(5,034)	(5,434)	(6,045)
管理費用	(17,287)	(19,240)	(19,027)	(20,352)	(22,631)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	2,476	10,596	7,235	8,630	9,736
利息收入	735	938	1,624	1,775	1,980
利息費用	(1,869)	(2,532)	(3,260)	(3,347)	(3,715)
利息收入淨額	(1,134)	(1,594)	(1,637)	(1,572)	(1,734)
投資利益(損失)淨額	10,977	7,541	5,883	5,711	6,084
匯兌損益	182	1,391	1,964	(184)	(244)
其他業外收入(支出)淨額	4,656	3,498	2,803	3,158	3,555
稅前純益	17,157	21,432	16,248	15,743	17,397
所得稅費用	(553)	(4,542)	(2,588)	(3,149)	(3,479)
少數股權淨利	2,164	4,245	2,834	2,267	2,505
歸屬母公司之稅後純益	14,439	12,645	10,826	10,327	11,412
稅前息前折舊攤銷前淨利	35,802	39,236	28,458	29,125	32,299
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.90	4.29	3.67	3.50	3.87

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	(4.0)	11.5	(7.8)	7.1	11.1
營業利益	--	328.0	(31.7)	19.3	12.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	43.3	9.6	(27.5)	2.3	10.9
稅後純益	323.6	1.7	(19.1)	(7.8)	10.5
調整後每股盈餘	198.3	(12.4)	(14.4)	(4.6)	10.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	24.3	24.2	23.9	24.1	24.2
營業利益率	1.0	4.0	2.9	3.3	3.3
稅前息前淨利率	6.4	7.1	5.9	5.4	5.3
稅前息前折舊攤銷前淨利率	14.9	14.7	11.5	11.0	11.0
稅前純益率	7.2	8.0	6.6	6.0	5.9
稅後純益率	6.0	4.7	5.5	4.8	4.7
資產報酬率	4.5	4.9	4.2	3.7	4.0
股東權益報酬率	8.1	8.7	7.2	6.4	6.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	76.8	79.5	73.4	72.2	70.2
淨負債權益比(%)	25.8	17.2	11.7	11.1	11.3
利息保障倍數 (倍)	10.2	9.5	(4.5)	(4.2)	(4.2)
流動比率 (%)	183.4	195.8	209.5	209.6	209.3
速動比率 (%)	115.0	129.8	141.7	143.2	143.3
淨負債 (NT\$百萬元)	53,489	31,296	22,096	21,737	23,144
調整後每股淨值 (NT\$)	47.32	36.31	38.69	41.09	43.91
評價指標 (倍)					
本益比	6.2	7.1	8.3	8.7	7.9
股價自由現金流量比	18.3	5.1	4.9	9.9	11.9
股價淨值比	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	2.5	2.3	3.2	3.1	2.8
股價營收比	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

寶成 (9904 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文

中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.