

豐泰 (9910 TT) Feng Tay

復甦雖緩，但方向確立，巴黎奧運題材激勵，2024 年展望正面

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$215.0

收盤價 (2024/02/29)：NT\$165.5
隱含漲幅：29.9%

營收組成 (3Q23)

製鞋 96%，其他 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\$)	215.0	230.0
2023年營收 (NT\$/十億)	85.8	86.4
2023年EPS	5.0	5.1

交易資料表

市值	NT\$160,960百萬元
外資持股比率	14.9%
董監持股比率	18.1%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$28.42
負債比	52.7%
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	95,903	85,769	94,223	104,587
營業利益	11,346	6,581	10,215	12,821
稅後純益	9,082	4,975	7,553	9,156
EPS (元)	10.30	5.04	7.65	9.27
EPS YoY (%)	100.0	-51.1	51.8	21.2
本益比 (倍)	15.8	32.4	21.3	17.6
股價淨值比 (倍)	5.8	6.6	5.7	5.1
ROE (%)	41.8	20.9	27.6	29.9
現金殖利率 (%)	4.7%	2.3%	3.5%	4.3%
現金股利 (元)	7.70	3.78	5.74	6.95

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuantan.com

洪晨翎

CherylHung@yuantan.com

元大觀點

費用減少抵銷營收不如預期及匯損拖累，豐泰 4Q23 及 2023 年稅後 EPS 各為 1.36 元及 5.04 元，符合預期。

Nike 庫存調整告終，下單力道將轉強，預估豐泰 2024 年營收年增 9.9%，稅後 EPS 年增 51.8%至 7.65 元，獲利顯著復甦。

考量豐泰 2024 年獲利回升可期，且巴黎奧運題材可受資金青睞，維持買進建議，目標價 215 元(28PER X 2024 年稅後 EPS)。

豐泰 4Q23 及 2023 年稅後 EPS 各為 1.36 元及 5.04 元

豐泰 4Q23 獎金提列減少，費用率降低，帶動營益率改善 1.8ppt 至 10.2%，優於預期，彌補 4Q23 營收低於預期 2.6%之干擾及匯損拖累，4Q23 稅後 EPS 為 1.36 元，季減 20.7%，年減 29.8%，符合預期。2023 年稅後 EPS 為 5.04 元，年減 51.1%。

獲利下修，惟 Nike 庫存調整告終，預估豐泰 2024 年稅後 EPS 可增至 7.65 元，年增 51.8%，動能仍屬強勁

豐泰 2024 年 1 月營收增至 74.11 億元，月增 0.6%，年增 16.5%，出貨轉佳，不過 1 月營業利益回軟至 6.46 億元，月減 27.6%，但年增 130.42%，亦有匯兌利益貢獻 2.86 億元。展望 2024 年，Nike 庫存調整告終，下單力道將逐步復甦，豐泰接單回溫配合擴產，可帶動 2024 年營收及獲利回溫，儘管復甦較緩，1Q24 營收下修 2.6%至 215.79 億元，季減 4.3%，但年增 10.6%，營業利益下修 15.8%至 20.59 億元，季減 10.2%，但年增 122.1%，及業外匯兌利益貢獻，稅後 EPS 下修 2.3%至 1.73 元，季增 27.3%，年增 127.6%，營收獲利雙雙 YoY 正成長。預估 2024 年營收下修 2.6%至 942.23 億元，但年增 9.9%，營業利益下修 9.7%至 102.15 億元，年增 55.2%，稅後 EPS 下修 6.6%至 7.65 元，但年增 51.8%，獲利顯著復甦。

看好 2024 年營收及獲利回升與巴黎奧運題材激勵，維持買進

儘管豐泰的營收及獲利下修，不過營收及本業獲利仍是逐季改善，2024 年復甦趨勢確立，預估稅後 EPS 可年增 51.8%，獲利成長幅度依舊可觀，且 2024 年巴黎奧運舉辦在即，將是市場關注的焦點題材，可望受資金青睞，投資建議維持買進，過去幾年本益比約落在 15-30 倍之間，目標價由 230 元下調至 215 元(28PER X 2024 年稅後 EPS)。

營運分析

營益率優於預期，抵銷營收不如預期，4Q23 稅後 EPS 為 1.36 元，符合元大預期，2023 年稅後 EPS 為 5.04 元

豐泰 4Q23 營收增至 225.37 億元(原估 231.31 億元)，季減 2.3%，年減 1.4%，低於預期 2.6%，復甦力道趨緩，營益率改善 1.8ppt 至 10.2% (原估 9.6%)，營業利益增至 22.92 億元(原估 22.19 億元)，季增 17.6%，年減 14.8%，優於預期 3.3%，不過業外匯損拖累，稅後 EPS 為 1.36 元(原估 1.36 元)，季減 20.7%，年減 29.8%，符合預期。4Q23 營業利益改善幅度優於預期，乃豐泰獎金提列減少，營業費用降低所貢獻。2023 年營收 857.69 億元(原估 863.63 億元)，年減 10.6%，低於預期 0.7%，營益率滑落 4.1ppt 至 7.7% (原估 7.5%)，營業利益降至 65.81 億元(原估 65.08 億元)，年減 42.0%，優於預期 1.1%，業外仍有部分匯兌利益貢獻，稅後 EPS 為 5.04 元(原估 5.05 元)，低於預期 0.2%，年減 51.1%。2023 年營益率滑落，乃係訂單減少，豐泰產能利用率滑落，拖累整體獲利表現。

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	22,863	23,073	22,537	-2.3%	-1.4%	23,131	23,165	-2.6%	-2.7%
營業毛利	5,399	4,993	5,145	3.0%	-4.7%	5,147	5,125	0.0%	0.4%
營業利益	2,689	1,949	2,292	17.6%	-14.8%	2,219	2,252	3.3%	1.8%
稅前利益	2,537	2,407	2,019	-16.1%	-20.4%	1,963	2,343	2.8%	-13.8%
稅後淨利	1,796	1,689	1,340	-20.7%	-29.8%	1,347	1,597	-0.3%	-16.1%
調整後 EPS (元)	1.93	1.71	1.36	-20.7%	-29.8%	1.36	1.62	-0.3%	-16.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	23.6%	21.6%	22.8%	1.2	-0.8	22.3%	22.1%	0.5	0.7
營業利益率	11.8%	8.5%	10.2%	1.8	-1.6	9.6%	9.7%	0.6	0.5
稅後純益率	7.9%	7.3%	6.4%	-0.9	-1.5	5.8%	6.9%	0.6	-0.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

Nike 訂單復甦較緩，1Q24 及 2024 年稅後 EPS 各下修 2.3%及 6.6%

豐泰公布 2024 年 1 月營收增至 74.11 億元，月增 0.6%，年增 16.5%，出貨動能轉佳，而 1 月自結獲利方面，本業獲利回軟，營益率滑落 3.39ppt 至 8.72%，營業利益降至 6.46 億元，月減 27.6%，年增 130.42%，而業外受惠台幣貶值貢獻匯兌利益達 2.86 億元，提振稅前利益增至 9.33 億元，月增 22.1%，年增 1276.9%。豐泰營益率回落，乃係 2023 年 12 月獎金提列減少，費用降低所致，而 2024 年 1 月恢復正常獎金提列，費用也隨之增加。展望 2024 年，Nike 庫存調整告終，下單力道可望逐步復甦，有利豐泰接單回溫，加上豐泰重啟擴產腳步，可帶動營收及獲利回溫，惟整體出貨復甦的步伐仍較預期緩慢，營收及獲利略為下調。預估 1Q24 營收下修 2.6%至 215.79 億元(原估 221.48 億元)，季減 4.3%，年增 10.6%，營收 YoY 轉為正成長，營益率 9.5% (原估 11.0%)，營業利益下修 15.8%至 20.59 億元(原估 24.45 億元)，季減 10.2%，年增 122.1%，業外受惠台幣貶值，推估有 3.24 億元匯兌利益貢獻，稅後 EPS 下修 2.3%至 1.73 元(原估 1.77 元)，季增 27.3%，年增 127.6%。預估 2024 年營收提升至 942.23 億元(原估 967.05 億元，下修幅度 2.6%)，年增 9.9%，營益率改善 3.1ppt 至 10.8% (原估 11.7%，下修 0.9ppt)，營業利益增至 102.15 億元(原估 113.07

億元，下修幅度 9.7%)，年增 55.2%，稅後 EPS 提升至 7.65 元(原估 8.19 元，下修幅度 6.6%)，年增 51.8%。

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	19,503	22,537	21,579	-4.3%	10.6%	22,148	21,190	-2.6%	1.8%
營業毛利	3,526	5,145	4,855	-5.6%	37.7%	5,315	4,593	-8.7%	5.7%
營業利益	927	2,292	2,059	-10.2%	122.1%	2,445	1,904	-15.8%	8.1%
稅前利益	896	2,019	2,485	23.1%	177.3%	2,550	2,031	-2.5%	22.4%
稅後淨利	749	1,340	1,705	27.3%	127.6%	1,750	1,474	-2.3%	15.7%
調整後 EPS (元)	0.76	1.36	1.73	27.3%	127.6%	1.77	1.50	-2.3%	15.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點				
營業毛利率	18.1%	22.8%	22.5%	-0.3	4.4	24.0%	21.7%	-1.5	0.8
營業利益率	4.8%	10.2%	9.5%	-0.7	4.7	11.0%	9.0%	-1.5	0.5
稅後純益率	3.8%	6.4%	8.6%	2.2	4.8	7.9%	7.0%	0.7	1.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

豐泰為運動鞋製造商，Nike 為豐泰的主要大客戶

豐泰(9910)成立於 1971/7/29，初期以生產橡膠帆布鞋外銷為主要業務，1970 年至 1980 年代，逐漸轉型成運動鞋的專業製造廠商，而製鞋業為勞力密集產業，雖已導入自動化設備，但仍有許多工序無法被自動化設備取代，因此豐泰相繼於工資相對低廉的中國、印尼、越南等東南亞地區，以及印度設立生產基地，以滿足客戶訂單需求，及分散各地區政治經濟風險。2012 年開始投入研發先進製程技術，導入自動化機台進行量產測試，2016 年成立自動化設備組裝廠，加速整合與突破自動化設備開發時程，2017 年逐步推動中國及越南工廠的自動化生產。

豐泰於 1977 年開始承接 Nike 訂單，生產高級帆布與皮面運動鞋，並持續配合開發新款球鞋。目前豐泰可生產的鞋型包括各類型運動鞋、直排輪鞋、冰刀鞋、滑雪板靴、腳踏車鞋等鞋款，其他產品還包括高爾夫球、足球、背包、冰上曲棍球用頭盔與球桿等。Nike 是豐泰的主要客戶，過去幾年 Nike 佔豐泰的營收比重都超過 80%，2019 年最高一度達到 88.5%，近 3 年雖小幅滑落至 2022 年 85.1%，不過 Nike 仍是豐泰最重要的客戶，因此 Nike 訂單動能與豐泰的營收成長性連動度高。Nike 運動鞋全球市佔率約為 1/3，高於其他品牌競爭對手。豐泰為 Nike 長年配合的策略供應商，豐泰運動鞋出貨量佔 Nike 總銷售量約 1/6。

豐泰產能以越南佔比最大，擴產則以印度為優先

豐泰 2022 年各地區生產量分佈，中國廠佔比 10%，越南廠 48%，印尼廠 14%，印度廠 28%。由於豐泰把擴產重心放在印度廠，印度廠產量比重每年增加 2-3%，往 30%比重靠攏。各廠區生產產品品項，中國廠生產籃球鞋及 Jordan 鞋為主，產品單價在 30-40 美元以上，印尼廠以童鞋為主，產品單價在 10 美元左右，越南廠代工之鞋款較複雜，平均單價落在 17-19 美元。印度廠生產低階低單價產品為主，產品單價在 10 美元左右，目前生產 Converse 休閒鞋，乃因印度廠技術水準最低，未來會慢慢將越南廠的低階訂單移往印度生產。而豐泰在越南廠已設立研究開發中心，預期越南廠閒置出來的產能將用以生產高階高單價產品(訂單自中國廠移往越南廠)，會開始承接 Nike 高價鞋款訂單。

豐泰在各廠區的發展策略，由於中國工資水準最高，中國廠區以增加自動化加工線，提升生產自動化比率及生產效率。越南廠區員工技術逐漸成熟，以提升生產高難度鞋型的能力，也同時增加自動化加工線，並擴建新廠。印尼廠區則專注童鞋生產，成為專業童鞋生產工廠，也會擴建新廠。印度廠區則持續提升承接中高階鞋款的生產能力，穩定成長動能，並擴建新廠。

豐泰可調整產品價格轉嫁成本

豐泰在產品報價基礎都是採 **cost plus** 模式，理論上營益率波動不會太大，不過單月的產品組合會影響當月營收及產品單價的變化。豐泰與客戶議價，每一季都會進行報價，或是在新鞋款正式量產時也會報價，另外也會適度反映工資，因此與客戶間的報價很是頻繁。通常豐泰會在每年第一季調漲工資，而第二季與客戶議價，客戶會同意在第二季末調漲產品報價。產品單價每年都會反映工資上漲及原物料價格波動，近 2-3 年產品單價呈現上升趨勢。

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。

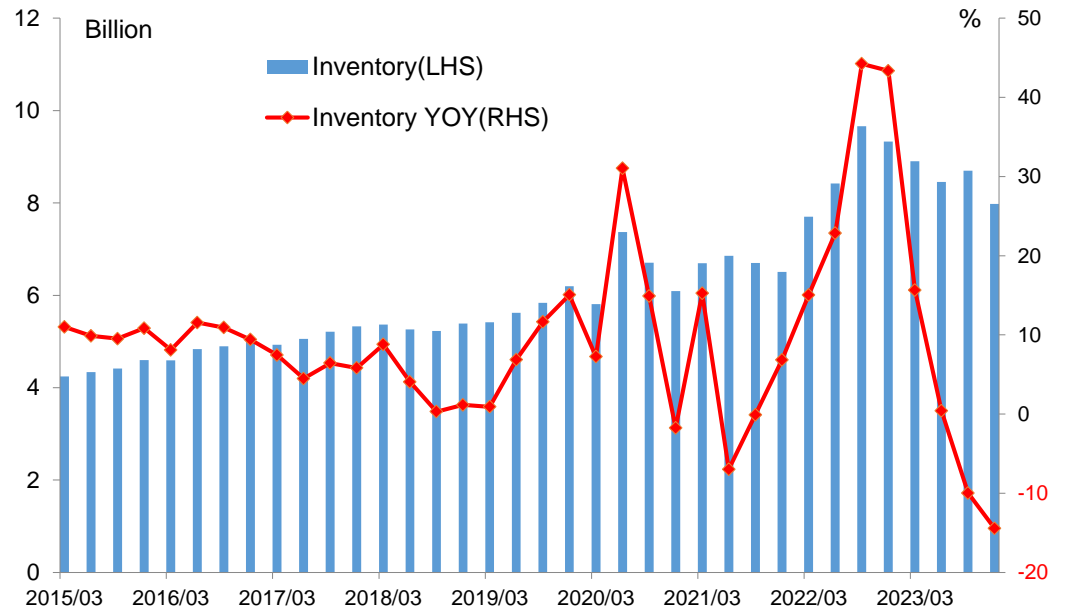
下修 3QFY24 及 FY2024 展望，但長期仍持續成長

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

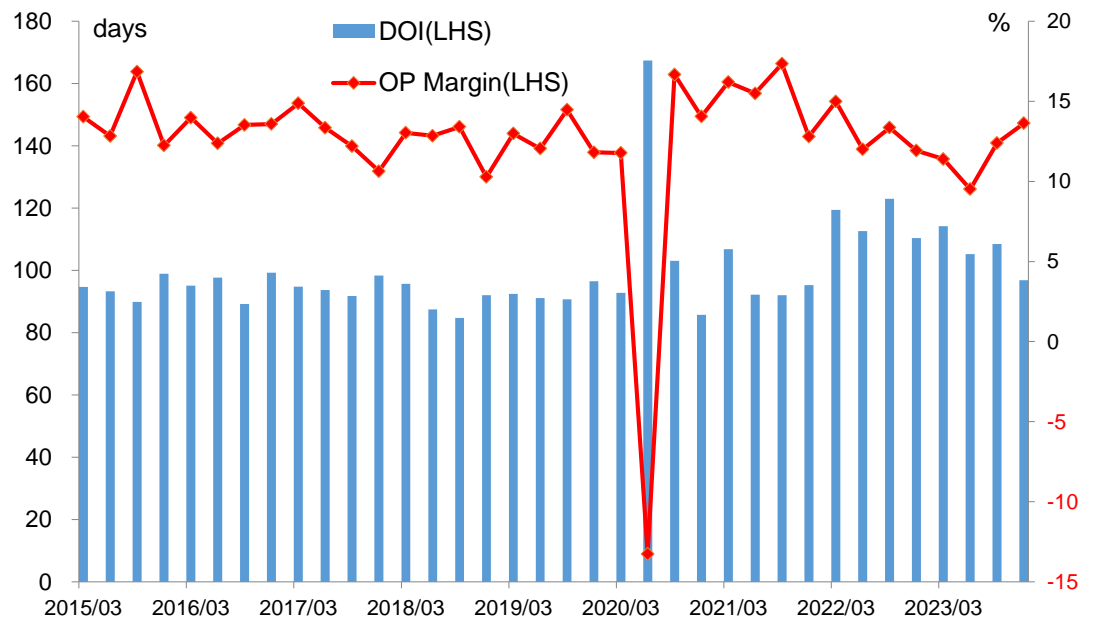
儘管 Nike 下調 3QFY24 展望，短期營運面臨逆風，不過對 4QFY24 (2023 年 3-5 月)營收展望可 YoY 正成長，且毛利率改善的趨勢持續，搭配存貨降至近 7 季低點，我們認為 Nike 仍會積極布局 2024 年奧運商機，預期營運短期調整後仍可重返成長軌道。

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

獲利調整與股票評價

復甦雖緩，但方向確立，維持買進建議，目標價下調至 215 元

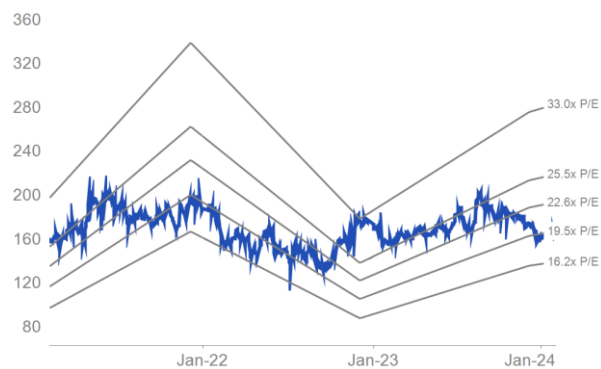
豐泰 4Q23 獎金提列減少，費用率降低，帶動營益率改善 1.8ppt 至 10.2%，優於預期，彌補 4Q23 營收低於預期 2.6% 之干擾及匯損拖累，4Q23 稅後 EPS 為 1.36 元，季減 20.7%，年減 29.8%，符合預期。2023 年稅後 EPS 為 5.04 元，年減 51.1%。豐泰 2024 年 1 月營收增至 74.11 億元，月增 0.6%，年增 16.5%，出貨動能轉佳，不過 1 月營業利益回軟至 6.46 億元，月減 27.6%，但年增 130.42%，亦有匯兌利益貢獻 2.86 億元。展望 2024 年，Nike 庫存調整告終，下單力道逐步復甦，豐泰接單回溫配合擴產，可帶動 2024 年營收及獲利回溫，儘管復甦步伐較緩慢，1Q24 營收下修 2.6% 至 215.79 億元，季減 4.3%，但年增 10.6%，營業利益下修 15.8% 至 20.59 億元，季減 10.2%，但年增 122.1%，及業外匯兌利益貢獻，稅後 EPS 下修 2.3% 至 1.73 元，季增 27.3%，年增 127.6%，營收獲利雙雙 YoY 正成長。預估 2024 年營收下修 2.6% 至 942.23 億元，但年增 9.9%，營業利益下修 9.7% 至 102.15 億元，年增 55.2%，稅後 EPS 下修 6.6% 至 7.65 元，但年增 51.8%。儘管豐泰的營收及獲利下修，不過營收及本業獲利仍是逐季改善，2024 年復甦趨勢確立，獲利成長幅度依舊可觀，且 2024 年巴黎奧運舉辦在即，將是市場關注的焦點題材，可望受資金青睞，投資建議維持買進，過去幾年本益比約落在 15-30 倍之間，目標價由 230 元下調至 215 元(28PER X 2024 年稅後 EPS)。

圖 5：2023 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	85,769	86,363	94,223	96,705	-0.7%	-2.6%
營業毛利	17,679	17,680	22,359	23,772	0.0%	-5.9%
營業利益	6,581	6,508	10,215	11,307	1.1%	-9.7%
稅前利益	7,086	7,031	11,007	11,788	0.8%	-6.6%
稅後淨利	4,975	4,983	7,553	8,090	-0.2%	-6.6%
調整後 EPS (元)	5.04	5.05	7.65	8.19	-0.2%	-6.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	20.6%	20.5%	23.7%	24.6%	0.1	-0.9
營業利益率	7.7%	7.5%	10.8%	11.7%	0.2	-0.9
稅後純益率	6.4%	6.4%	8.8%	9.1%	0.0	-0.3

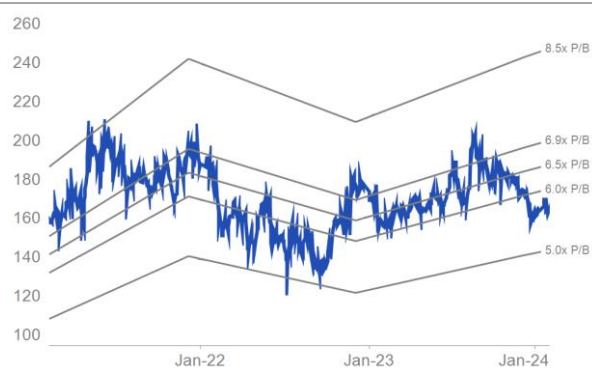
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：12 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 8：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
豐泰	9910 TT	買進	165.5	5,030	10.30	5.04	7.65	15.8	32.4	21.3	100.0	(51.1)	51.8
國際同業													
ANTA	2020 HK	未評等	76.4	23,244	3.2	3.7	4.5	23.9	13.8	16.9	(9.4)	73.9	(18.8)
Asics	7936 JP	未評等	6,390.0	7,477	108.6	137.3	162.4	58.8	39.2	30.7	111.4	50.1	27.7
Nike	NKE US	未評等	104.4	152,361	3.8	3.2	3.7	27.2	32.3	29.1	5.2	(15.5)	10.9
Adidas AG	ADS GR	未評等	189.8	34,169	1.2	(0.1)	3.0	152.6	-	64.0	(83.3)	-	-
Stella	1836 HK	未評等	10.8	1,096	1.2	1.3	1.5	9.3	8.2	7.4	31.8	13.3	10.7
Huali	300979 CH	未評等	56.7	9,319	2.8	2.7	3.2	20.5	21.0	17.7	12.9	(2.2)	18.7
國際同業平均					20.1	29.3	37.3	48.7	22.9	27.6	11.4	23.9	9.8
國內同業													
寶成	9904 TT	買進	30.4	2,866	4.3	3.7	3.5	7.1	8.3	8.7	(12.4)	(14.5)	(4.6)
百和	9938 TT	未評等	57.9	534	5.1	2.6	4.2	11.4	22.3	13.8	(26.2)	(49.0)	61.5
鈺齊	9802 TT	未評等	125.5	772	18.1	9.5	11.3	7.0	13.3	11.1	183.3	(47.7)	19.4
國內同業平均					9.2	5.2	6.3	8.5	14.6	11.2	48.2	(37.1)	25.4

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 9：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
豐泰	9910 TT	買進	165.5	5,030	41.8	20.9	27.6	28.35	24.54	28.42	5.8	6.6	5.7
國際同業													
ANTA	2020 HK	未評等	76.4	23,244	24.0	24.0	23.7	14.5	19.9	18.2	5.3	3.8	4.2
Asics	7936 JP	未評等	6,390.0	7,477	12.6	16.6	19.7	933.3	979.0	1,126.1	6.8	6.5	5.7
Nike	NKE US	未評等	104.4	152,361	43.1	34.2	38.6	9.7	9.2	8.7	10.8	11.4	11.9
Adidas AG	ADS GR	未評等	189.8	34,169	4.1	0.9	10.8	27.2	26.4	29.7	7.0	7.2	6.4
Stella	1836 HK	未評等	10.8	1,096	13.7	13.2	13.8	9.8	10.3	1.4	1.1	1.0	7.8
Huali	300979 CH	未評等	56.7	9,319	26.7	21.4	22.0	11.3	13.4	15.2	5.0	4.2	3.7
國際同業平均					20.7	18.4	21.4	167.6	176.4	199.9	6.0	5.7	6.6
國內同業													
寶成	9904 TT	買進	30.4	2,866	8.7	7.2	6.4	36.3	38.7	41.1	0.8	0.8	0.7
百和	9938 TT	未評等	57.9	534	13.5	4.0	8.0	39.5	39.4	42.0	1.5	1.5	1.4
鈺齊	9802 TT	未評等	125.5	772	20.8	14.1	16.3	67.5	71.3	78.1	1.9	1.8	1.6
國內同業平均					14.3	8.4	10.3	47.8	49.8	53.7	1.4	1.3	1.2

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 10：季度及年度簡明損益表 (合併)

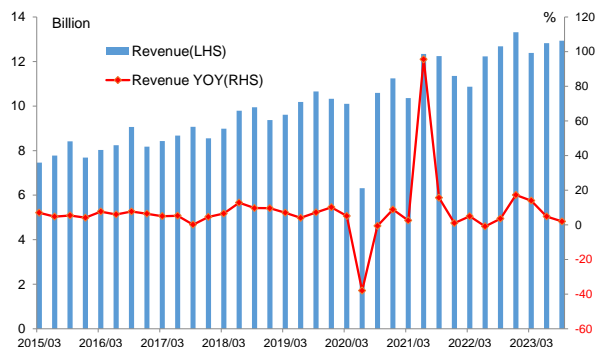
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	19,503	20,656	23,073	22,537	21,579	23,144	24,937	24,563	85,769	94,223
銷貨成本	(15,976)	(16,642)	(18,080)	(17,392)	(16,724)	(17,705)	(18,890)	(18,545)	(68,090)	(71,864)
營業毛利	3,526	4,014	4,993	5,145	4,855	5,439	6,047	6,018	17,679	22,359
營業費用	(2,600)	(2,601)	(3,044)	(2,853)	(2,797)	(2,968)	(3,228)	(3,152)	(11,098)	(12,145)
營業利益	927	1,414	1,949	2,292	2,059	2,470	2,820	2,866	6,581	10,215
業外利益	(31)	351	458	(273)	426	121	122	122	505	792
稅前純益	896	1,765	2,407	2,019	2,485	2,591	2,942	2,988	7,086	11,007
所得稅費用	(39)	(434)	(585)	(582)	(621)	(648)	(736)	(747)	(1,640)	(2,752)
少數股東權益	107	134	133	97	158	165	188	190	471	702
歸屬母公司稅後純益	749	1,197	1,689	1,340	1,705	1,778	2,019	2,051	4,975	7,553
調整後每股盈餘(NT\$)	0.76	1.21	1.71	1.36	1.73	1.80	2.04	2.08	5.04	7.65
調整後加權平均股數(百萬股)	987	987	987	987	987	987	987	987	987	987
重要比率										
營業毛利率	18.1%	19.4%	21.6%	22.8%	22.5%	23.5%	24.3%	24.5%	20.6%	23.7%
營業利益率	4.8%	6.8%	8.5%	10.2%	9.5%	10.7%	11.3%	11.7%	7.7%	10.8%
稅前純益率	4.6%	8.5%	10.4%	9.0%	11.5%	11.2%	11.8%	12.2%	8.3%	11.7%
稅後純益率	3.8%	5.8%	7.3%	6.4%	8.6%	8.4%	8.9%	9.1%	6.4%	8.8%
有效所得稅率	4.4%	24.6%	24.3%	28.8%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	23.1%	25.0%
季增率(%)										
營業收入	-14.7%	5.9%	11.7%	-2.3%	-4.3%	7.3%	7.7%	-1.5%		
營業利益	-65.5%	52.5%	37.8%	17.6%	-10.2%	20.0%	14.2%	1.6%		
稅後純益	-60.7%	59.7%	41.1%	-20.7%	27.3%	4.3%	13.5%	1.5%		
調整後每股盈餘	-60.7%	59.7%	41.1%	-20.7%	27.3%	4.3%	13.5%	1.5%		
年增率(%)										
營業收入	-12.9%	-16.6%	-10.9%	-1.4%	10.6%	12.0%	8.1%	9.0%	-10.6%	9.9%
營業利益	-63.7%	-54.7%	-34.7%	-14.8%	122.1%	74.7%	44.7%	25.0%	-42.0%	55.2%
稅後純益	-67.7%	-58.6%	-44.6%	-29.8%	127.6%	48.6%	19.6%	53.1%	-51.1%	51.8%
調整後每股盈餘	-67.7%	-58.6%	-44.6%	-29.8%	127.6%	48.6%	19.6%	53.1%	-51.1%	51.8%

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

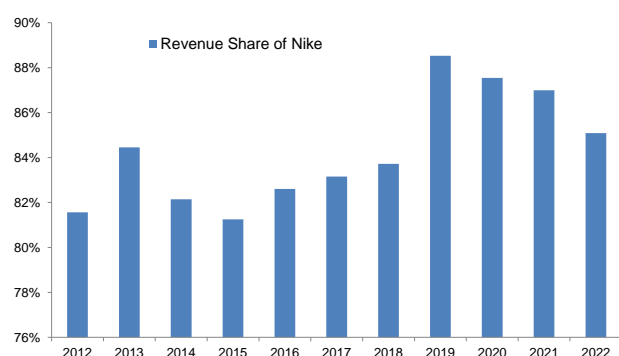
豐泰(9910)成立於 1971/7/29，為運動鞋的專業製造廠商，而製鞋業為勞力密集產業，豐泰相繼於工資相對低廉的中國、印尼、越南等東南亞地區，以及印度設立生產基地，以滿足客戶訂單需求。豐泰於 1977 年開始承接 Nike 訂單，生產的鞋型包括各類型運動鞋、直排輪鞋、冰刀鞋、滑雪板靴、腳踏車鞋等鞋款，而 Nike 是豐泰的主要客戶，過去幾年 Nike 佔豐泰的營收比重都超過 80%，2019 年最高一度達到 88.5%，近 3 年小幅滑落至 2022 年 85.1%，因此 Nike 訂單動能與豐泰的營收成長性連動度高。Nike 運動鞋全球市佔率約為 1/3，高於其他品牌競爭對手。豐泰為 Nike 長年配合的策略供應商，豐泰運動鞋出貨量佔 Nike 總銷售量約 1/6。

圖 11：Nike 營收及 YoY 趨勢圖



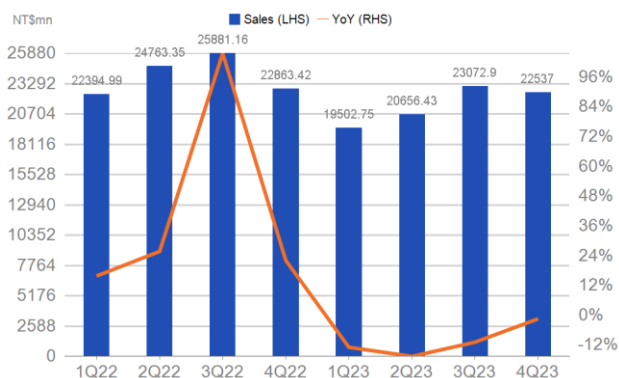
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：營收組成



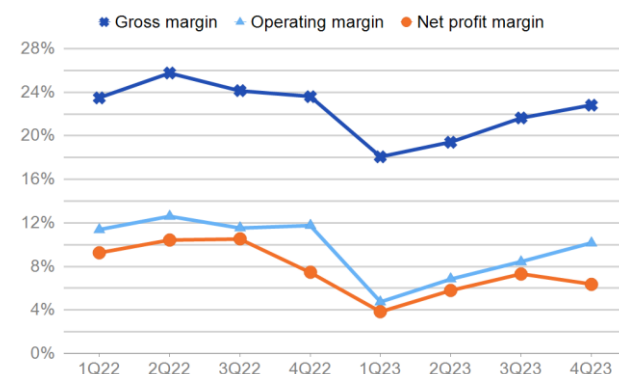
資料來源：公司資料

圖 13：營收趨勢



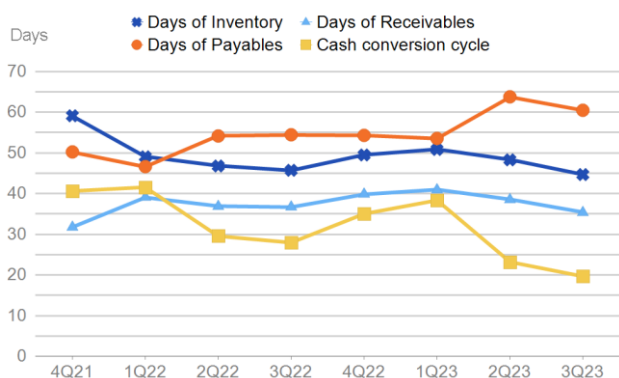
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：毛利率、營益率、淨利率



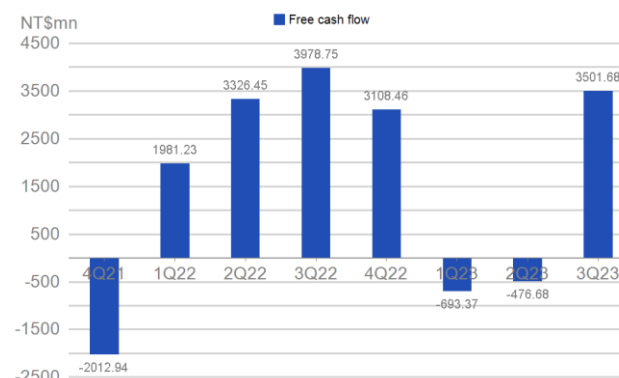
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：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：**豐泰整體的 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，但在紡織品行業的公司中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**豐泰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：**豐泰在針對重大 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 17：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	14.0
在 ESG 議題上的曝險 (A)	24.8
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	46.2
風險評級	低 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	10

資料來源：Sustainalytics (2024/2/29)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

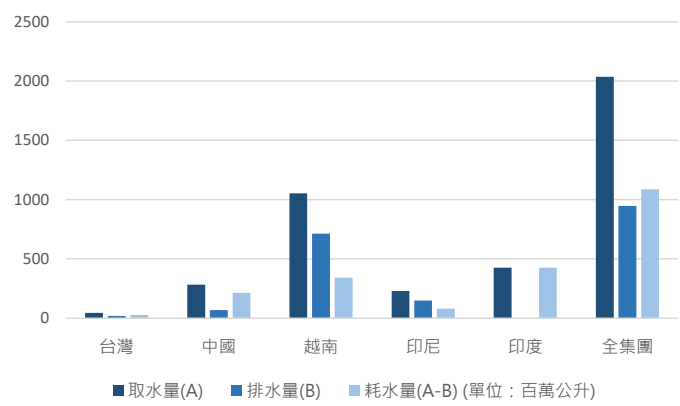
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

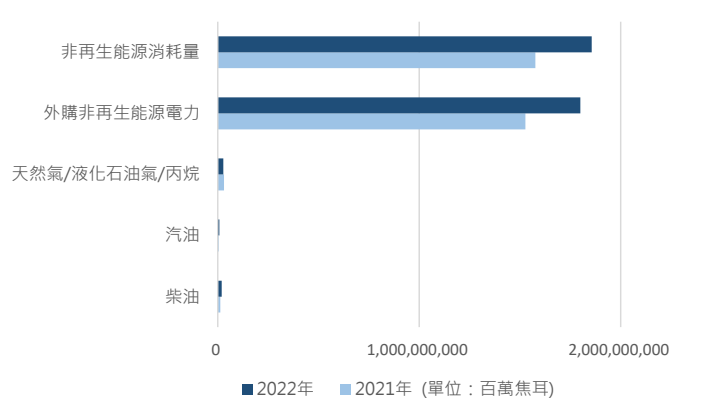
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 18：集團 2022 年各地區水資源使用情形



資料來源：公司資料、Reuters

圖 19：集團近兩年能源消耗及能源密集度



資料來源：公司資料、Reuters

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	3,820	5,076	4,624	7,760	10,236
存貨	9,375	9,104	8,750	9,016	9,384
應收帳款及票據	8,581	8,793	8,599	8,728	8,994
其他流動資產	2,670	2,207	2,144	2,073	2,301
流動資產	24,446	25,181	24,118	27,577	30,914
採用權益法之投資	720	1,051	1,051	1,051	1,051
固定資產	18,060	20,704	20,156	21,200	22,486
無形資產	401	421	0	0	0
其他非流動資產	3,298	3,953	4,288	4,240	4,183
非流動資產	22,479	26,129	25,496	26,492	27,721
資產總額	46,925	51,310	49,613	54,068	58,635
應付帳款及票據	3,960	3,941	3,738	3,888	4,159
短期借款	6,301	435	429	471	523
什項負債	6,523	9,122	9,122	9,122	9,122
流動負債	16,784	13,499	13,289	13,481	13,804
長期借款	2,853	2,511	2,487	2,450	2,510
其他負債及準備	7,419	8,427	7,719	8,197	8,890
長期負債	10,272	10,938	10,207	10,647	11,400
負債總額	27,057	24,436	23,495	24,128	25,204
股本	8,817	8,817	9,875	9,875	9,875
資本公積	51	51	51	51	51
保留盈餘	11,802	17,179	15,365	19,187	22,678
什項權益	(2,559)	(1,054)	(1,054)	(1,054)	(1,054)
歸屬母公司之權益	18,110	24,993	26,118	29,940	33,431
非控制權益	1,758	1,881	1,881	1,881	1,881
股東權益總額	19,869	26,874	26,118	29,940	33,431

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	5,162	9,764	5,446	8,255	10,006
折舊及攤提	2,542	2,863	2,985	3,253	3,603
本期營運資金變動	(4,086)	750	345	(244)	(362)
其他營業資產及負債變動	(1,862)	3,472	295	185	(242)
營運活動之現金流量	1,755	16,849	8,600	10,747	12,155
資本支出	(3,113)	(4,454)	(2,436)	(4,297)	(4,889)
本期長期投資變動	(51)	332	0	0	0
其他資產變動	(11)	(748)	295	185	(242)
投資活動之現金流量	(3,175)	(4,870)	(2,348)	(4,476)	(5,056)
股本變動	0	0	1,058	0	0
本期負債變動	4,778	(6,548)	(941)	633	1,076
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(3,262)	(3,615)	(7,604)	(3,731)	(5,665)
其他調整數	(805)	(769)	295	185	(242)
融資活動之現金流量	711	(10,932)	(6,704)	(3,135)	(4,623)
匯率影響數	(187)	209	0	0	0
本期產生現金流量	(897)	1,256	(452)	3,136	2,475
自由現金流量	(1,358)	12,395	6,164	6,450	7,266

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	70,350	95,903	85,769	94,223	104,587
銷貨成本	(54,451)	(72,617)	(68,090)	(71,864)	(78,295)
營業毛利	15,899	23,286	17,679	22,359	26,292
營業費用	(9,522)	(11,940)	(11,098)	(12,145)	(13,471)
推銷費用	(1,548)	0	0	0	0
研究費用	(2,477)	(2,929)	(2,594)	(2,825)	(3,129)
管理費用	(7,045)	(9,002)	(8,504)	(9,320)	(10,341)
其他費用	1548	(8)	0	0	0
營業利益	6,377	11,346	6,581	10,215	12,821
利息收入	44	62	125	136	150
利息費用	(150)	(167)	(240)	(263)	(292)
利息收入淨額	(106)	(105)	(115)	(128)	(142)
投資利益(損失)淨額	19	254	68	91	105
匯兌損益	(6)	1,389	385	324	0
其他業外收入(支出)淨額	643	590	167	505	558
稅前純益	6,928	13,474	7,086	11,007	13,342
所得稅費用	(1,766)	(3,710)	(1,640)	(2,752)	(3,335)
少數股權淨利	620	683	471	702	851
歸屬母公司之稅後純益	4,542	9,082	4,975	7,553	9,156
稅前息前折舊攤銷前淨利	9,619	16,504	9,956	14,132	16,802
調整後每股盈餘 (NT\$)	5.15	10.30	5.04	7.65	9.27

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	2.0	36.3	(10.6)	9.9	11.0
營業利益	(9.8)	77.9	(42.0)	55.2	25.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	(5.4)	71.6	(39.7)	41.9	18.9
稅後純益	(7.7)	89.2	(44.2)	51.6	21.2
調整後每股盈餘	(6.9)	100.0	(51.1)	51.8	21.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	22.6	24.3	20.6	23.7	25.1
營業利益率	9.1	11.8	7.7	10.8	12.3
稅前息前淨利率	9.6	13.9	8.1	11.6	12.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	13.7	17.2	11.6	15.0	16.1
稅前純益率	9.9	14.1	8.3	11.7	12.8
稅後純益率	6.5	9.5	6.4	8.8	9.6
資產報酬率	11.4	19.9	11.0	15.3	17.1
股東權益報酬率	26.3	41.8	20.9	27.6	29.9
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	136.2	90.9	90.0	80.6	75.4
淨負債權益比(%)	26.8	(7.9)	(6.5)	(16.2)	(21.6)
利息保障倍數 (倍)	47.2	81.7	(29.0)	(41.3)	(45.2)
流動比率 (%)	145.7	186.5	181.5	204.6	223.9
速動比率 (%)	89.8	119.1	115.6	137.7	156.0
淨負債 (NT\$百萬元)	5,334	(2,130)	(1,708)	(4,839)	(7,203)
調整後每股淨值 (NT\$)	20.54	28.35	24.54	28.42	31.95
評價指標 (倍)					
本益比	31.6	15.8	32.4	21.3	17.6
股價自由現金流量比	--	13.0	26.1	24.9	22.1
股價淨值比	7.9	5.8	6.6	5.7	5.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	16.7	9.8	16.2	11.4	9.6
股價營收比	2.3	1.7	1.9	1.7	1.5

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。

豐泰 (9910 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>.