

2024 年 4 月 16 日

研究員：賴季宏 [david.lai@capital.com.tw](mailto:david.lai@capital.com.tw)

前日收盤價 18.20 元  
目標價  
3 個月 19.00 元  
12 個月 19.00 元

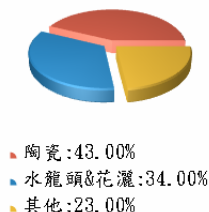
近期報告日期、評等及前日股價

12/26/2023 Buy 14.45

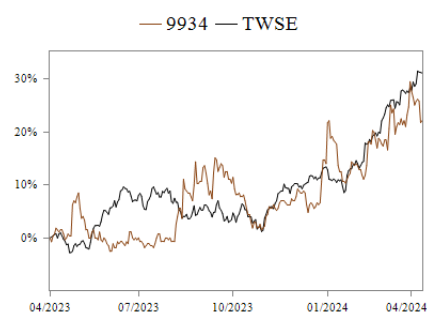
## 公司基本資訊

目前股本(百萬元) 4,093  
市值(億元) 68  
目前每股淨值(元) 14.41  
外資持股比(%) 19.61  
投信持股比(%) 0.91  
董監持股比(%) 9.28  
融資餘額(張) 6,066  
現金股息配發率(%) 78.95

## 產品組合



## 股價相對大盤走勢



## 成霖(9934 TT)

Buy

發放現金股利 1.2 元，2024 年獲利可望再提升。

**投資建議：**預期 2024 年成霖隨著美國的新屋開工及房地產交易量回升，將帶動成霖的營收上升至 193.38 億元，YoY+5.59%。並受惠於產品組合持續優化，自有品牌營收占比將持續增加，墨西哥廠良率也較過往顯著提升，可提升在北美市場的競爭力，毛利率預期可維持在 3 成以上的水準，稅後 EPS 預估 1.75 元。考量(1)成霖經過兩年的調整後獲利能力已經提升，(2)美國需求可望落底回溫。(3)成霖通過配發現金股利 1.2 元，配發率約 8 成，以昨日收盤價 18.2 元計算，現金殖利率約 6.6%。維持成霖的投資建議為 Buy，目標價 19 元(2024 年 PER 11X)。

**美國房地產市場如預期的回升好轉，隨美國新屋開工及購房需求回升，預期有助於成霖 2024 年的出貨增長：**觀察美國的房地產市場狀況，01~02/2024 的新屋銷售表現較去年同期維持成長，美國的新屋開工數及營建許可量也呈現年成長格局，顯示美國的房地產市場已如同研究部預期的開始回升好轉。美國的房貸利率目前雖受到降息時點預期延後的影響，使得房貸利率下跌後出現震盪整理，但預期 2H24 美國仍將開始降息，未來房貸利率將開始下滑，有助於購房需求回升。隨美國新屋開工及購房需求回升，預期有助於成霖 2024 年的出貨增長。

**集團優化產品組合及墨西哥廠良率上升皆有利於毛利率表現，PJH 毛利率提升，2025 年擴增倉儲量能後可望再成長：**集團調整產品比重，將代工的比重由三成降低至二成，自有品牌營收占比上升成功推升毛利率。墨西哥廠可就近供應北美市場，貼近市場需求調整生產狀況，墨西哥廠的良率目前已從 6 成上升至 8 成以上，墨西哥廠良率的上升也是集團毛利率增長的原因之一。PJH 順利在疫情期間轉稼通膨的壓力，故毛利率在疫情期間有顯著的提升。目前倉儲使用率已達 100%，將擴增新的發貨倉庫，預期 3Q24 新倉庫就會建好，帶動 2025 年 PJH 的營運成長。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F
營業收入淨額	18,314	19,338	20,619	5,222	5,208	4,827	4,955	4,523	4,686	4,799	4,307	4,322
營業毛利淨額	5,620	6,073	6,423	1,158	1,270	1,266	1,269	1,226	1,407	1,539	1,448	1,388
營業利益	331	761	800	-39	-878	102	118	-14	166	115	65	139
稅後純益	605	715	780	-61	-1,024	94	103	43	167	187	209	136
稅後 EPS(元)	1.48	1.75	1.90	-0.15	-2.50	0.23	0.25	0.10	0.41	0.46	0.51	0.33
毛利率(%)	30.69%	31.41%	31.15%	22.18%	24.38%	26.23%	25.62%	27.11%	30.02%	32.07%	33.62%	32.11%
營業利益率(%)	1.81%	3.93%	3.88%	-0.75%	-16.85%	2.10%	2.39%	-0.32%	3.55%	2.39%	1.50%	3.21%
稅後純益率(%)	3.30%	3.70%	3.78%	-1.18%	-19.67%	1.95%	2.08%	0.94%	3.55%	3.89%	4.86%	3.14%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-9.39%	5.59%	6.63%	10.23%	-0.26%	-7.31%	2.65%	-8.72%	3.61%	2.41%	-10.25%	0.34%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	18.24%	8.97%	N.A	N.A	N.A	9.60%	-58.66%	291.47%	12.17%	11.93%	-35.15%

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 40.93 億元計算。

2024 年 4 月 16 日

## 成霖的 ESG：

成霖為因應不斷變化的環境議題相關風險，導入氣候相關財務揭露（TaskForceonClimate-relatedFinancialDisclosures, TCFD）框架，定期由公司高層根據影響程度與發生期間評估企業可能面臨的氣候相關風險與機會，並及早規劃因應行動，將可能造成的營運影響降至最低。

## 公司簡介：

成霖為台灣水龍頭及衛浴設備製造大廠，目前在美國、加拿大、墨西哥、英國、德國、台灣和中國大陸皆設有生產工廠、組裝或配銷中心。以產品比重來看，水龍頭及花灑占 34%、陶瓷衛浴設備 43%、衛浴配件以及家具櫥櫃等其他收入 23%，營收主要來自北美及歐洲地區，占比超過 9 成。

## 美國房地產市場如預期的回升好轉，隨美國新屋開工及購房需求回升，預期有助於成霖 2024 年的出貨增長：

美國是成霖最主要的銷售市場，因此美國的房地產狀況對成霖的產品需求有直接的影響。觀察美國的房地產市場狀況，01~02/2024 的新屋銷售表現較去年同期維持成長，美國的新屋開工數及營建許可量也呈現年成長格局，顯示美國的房地產市場已如同研究部預期的開始回升好轉。美國的房貸利率目前雖受到降息時點預期延後的影響，使得房貸利率下跌後出現震盪整理，但預期 2H24 美國仍將開始降息，未來房貸利率將開始下滑，有助於購房需求回升。隨美國新屋開工及購房需求回升，預期有助於成霖 2024 年的出貨增長。

## PJH 毛利率提升，2025 年擴增倉儲量能後可望再成長：

PJH 為英國專業廚衛產品通路配銷商，在疫情期間的獲利能力有明顯成長，因為其可以轉稼通膨的壓力，所以毛利率在疫情期間有顯著的提升。目前倉儲使用率已達 100%，為了支持業務成長，將擴增新的發貨倉庫，預期 3Q24 新倉庫就會建好，帶動 2025 年 PJH 的營運成長。

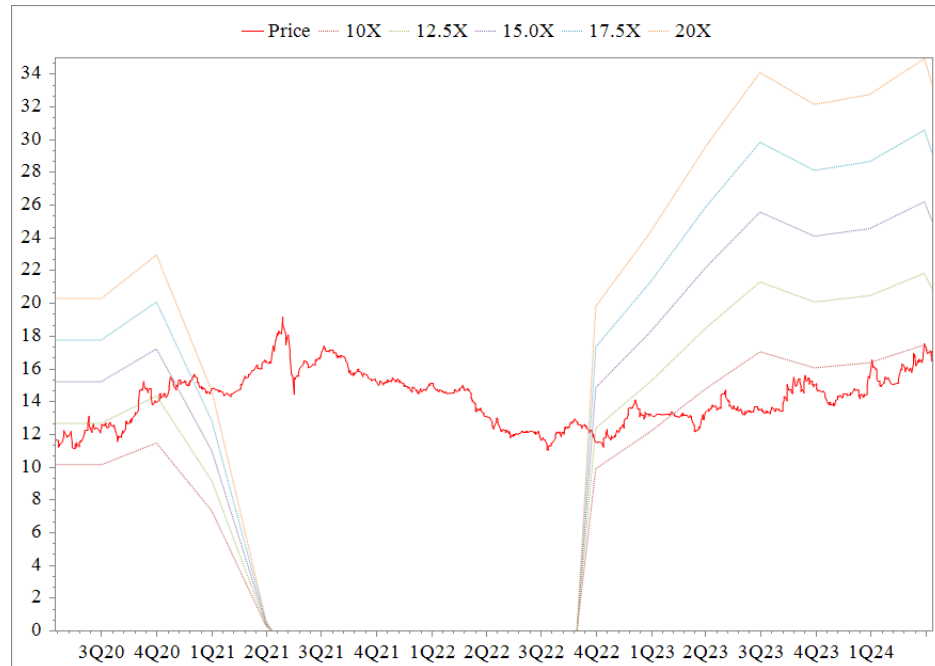
## 產品組合調整降低代工比重，墨西哥廠良率上升皆有利於毛利率表現：

成霖有二個自有品牌，其中北美市場主要銷售 GERBER，歐洲市場為 LENZ。隨著集團調整產品比重，將代工的比重由三成降低至二成，自有品牌營收占比上升成功推升毛利。2019 年併購墨西哥廠後，原在中國生產的陶瓷產品目前都可以在墨西哥廠生產，並就近供應北美市場，貼近市場需求調整生產狀況，墨西哥廠的良率目前已從 6 成上升至 8 成以上，墨西哥廠良率的上升也是集團毛利率增長的原因之一。

## 投資建議：

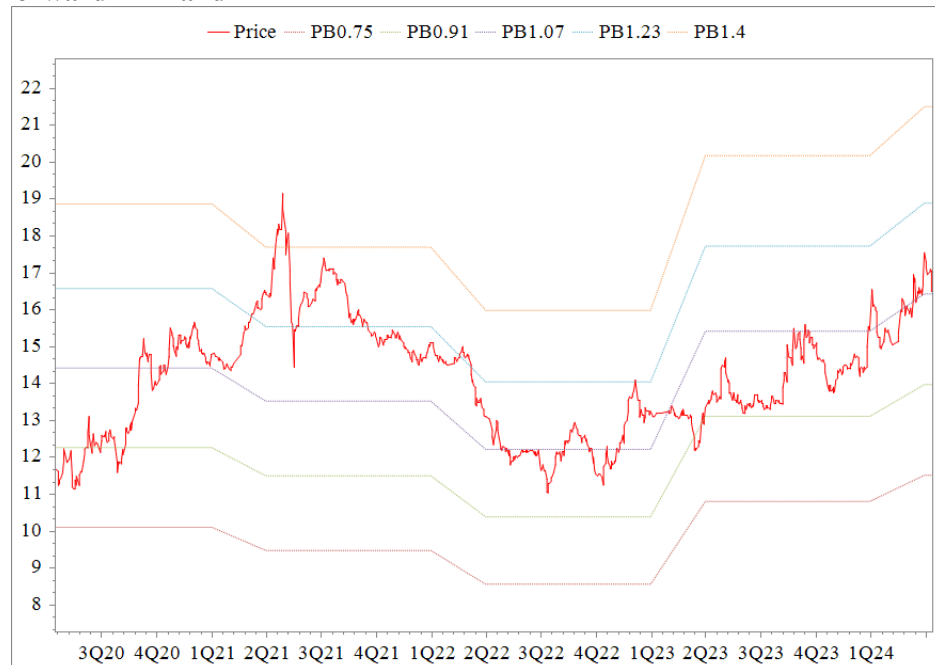
預期 2024 年成霖隨著美國新屋開工及房地產交易量回升，將帶動營收上升至 193.38 億元，YoY+5.59%。並受惠於產品組合持續優化，自有品牌營收占比將持續增加，墨西哥廠良率也較過往顯著提升，可提升在北美市場的競爭力，毛利率預期可維持在 3 成以上的水準，稅後 EPS 預估 1.75 元。考量 1)成霖經過兩年調整後獲利能力已經提升，2)美國需求可望落底回溫。3)成霖通過配發現金股利 1.2 元，配發率約 8 成，以昨日收盤價 18.2 元計算，現金殖利率約 6.6%。維持投資建議為 Buy，目標價 19 元(2024 年 PER 11X)。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 4 月 16 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	16,175	16,602	15,485	20,751	21,309
流動資產	10,472	10,609	9,818	10,863	10,841
現金及約當現金	2,281	2,271	2,964	2,784	3,013
應收帳款與票據	2,879	2,566	2,131	3,696	2,404
存貨	4,289	4,788	3,666	3,311	4,156
採權益法之投資	20	19	0	0	0
不動產、廠房設備	2,420	2,312	2,299	2,299	2,299
<b>負債總計</b>	11,002	11,928	9,585	14,463	14,650
流動負債	6,887	6,622	6,371	6,964	6,775
應付帳款及票據	2,236	1,958	1,621	3,030	2,026
非流動負債	4,115	5,306	3,214	6,091	7,470
<b>權益總計</b>	5,173	4,674	5,900	6,288	6,659
普通股股本	3,582	3,582	4,087	4,087	4,087
保留盈餘	1,795	880	1,471	1,859	2,230
母公司業主權益	5,173	4,674	5,900	6,288	6,659
<b>負債及權益總計</b>	16,175	16,602	15,485	20,751	21,309

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	19,491	20,211	18,314	19,338	20,619
營業成本	14,692	15,248	12,694	13,264	14,195
<b>營業毛利淨額</b>	4,799	4,963	5,620	6,073	6,423
營業費用	4,641	5,660	5,289	5,313	5,623
<b>營業利益</b>	158	-697	331	761	800
<b>EBITDA</b>	1,059	12	1,813	1,836	1,996
業外收入及支出	19	-200	481	206	253
稅前純益	176	-897	812	967	1,054
所得稅	164	-8	207	251	274
稅後純益	13	-889	605	715	780
稅後 EPS(元)	0.03	-2.17	1.48	1.75	1.90
完全稀釋 EPS**	0.03	-2.18	1.48	1.75	1.91

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 40.93【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 40.84 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	16.19%	3.69%	-9.39%	5.59%	6.63%
營業毛利淨額	3.95%	3.42%	13.23%	8.07%	5.76%
營業利益	-66.14%	N.A	N.A	129.80%	5.21%
稅後純益	-95.55%	N.A	N.A	18.24%	8.97%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	24.62%	24.56%	30.69%	31.41%	31.15%
EBITDA(%)	5.43%	0.06%	9.90%	9.49%	9.68%
營益率	0.81%	-3.45%	1.81%	3.93%	3.88%
稅後純益率	0.07%	-4.40%	3.30%	3.70%	3.78%
總資產報酬率	0.08%	-5.35%	3.91%	3.45%	3.66%
股東權益報酬率	0.25%	-19.02%	10.26%	11.38%	11.71%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	68.02%	71.85%	61.90%	69.70%	68.75%
負債/淨值比(%)	212.70%	255.21%	162.47%	230.00%	220.00%
流動比率(%)	152.05%	160.22%	154.10%	156.00%	160.00%

## 其他比率分析

存貨天數	95.73	108.65	121.55	96.00	96.00
應收帳款天數	55.09	49.17	46.81	55.00	54.00

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	-852	227	2,091	1,093	1,875
稅前純益	176	-897	812	967	1,054
折舊及攤銷	732	754	820	759	759
營運資金變動	-1,276	-464	1,221	198	-557
其他營運現金	-484	834	-762	-830	620
<b>投資活動現金</b>	-185	-356	-183	-4,421	-791
資本支出淨額	-211	-283	-314	-210	-220
長期投資變動	40	-65	105	10	10
其他投資現金	-14	-8	26	-4,221	-581
<b>籌資活動現金</b>	-332	194	-1,162	3,148	-856
長借/公司債變動	-473	910	-1,840	2,876	1,379
現金增資	0	0	588	0	0
發放現金股利	-179	0	0	-327	-409
其他籌資現金	320	-717	91	599	-1,827
<b>淨現金流量</b>	-1,291	-10	693	-180	229
<b>期初現金</b>	3,572	2,281	2,271	2,964	2,784
<b>期末現金</b>	2,281	2,271	2,964	2,784	3,013

資料來源：CMoney、群益

2024 年 4 月 16 日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F
營業收入淨額	4,737	5,222	5,208	4,827	4,955	4,523	4,686	4,799	4,307	4,322	4,839	5,113
營業成本	3,709	4,063	3,938	3,561	3,685	3,296	3,279	3,260	2,859	2,934	3,298	3,542
營業毛利淨額	1,028	1,158	1,270	1,266	1,269	1,226	1,407	1,539	1,448	1,388	1,541	1,571
營業費用	1,144	1,198	2,147	1,164	1,151	1,240	1,241	1,424	1,384	1,249	1,342	1,375
營業利益	-116	-39	-878	102	118	-14	166	115	65	139	199	196
業外收入及支出	-6	-16	-125	1	-60	105	69	146	161	45	-28	73
稅前純益	-121	-55	-1,002	103	58	91	235	260	225	183	171	269
所得稅	1	6	22	9	-45	48	69	73	16	48	44	70
稅後純益	-122	-61	-1,024	94	103	43	167	187	209	136	126	199
最新股本	4,093	4,093	4,093	4,093	4,093	4,093	4,093	4,093	4,093	4,093	4,093	4,093
稅後EPS(元)	-0.30	-0.15	-2.50	0.23	0.25	0.10	0.41	0.46	0.51	0.33	0.31	0.49

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	21.70%	22.18%	24.38%	26.23%	25.62%	27.11%	30.02%	32.07%	33.62%	32.11%	31.84%	30.72%
營業利益率(%)	-2.44%	-0.75%	-16.85%	2.10%	2.39%	-0.32%	3.55%	2.39%	1.50%	3.21%	4.11%	3.83%
稅後純益率(%)	-2.57%	-1.18%	-19.67%	1.95%	2.08%	0.94%	3.55%	3.89%	4.86%	3.14%	2.61%	3.90%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-3.04%	10.23%	-0.26%	-7.31%	2.65%	-8.72%	3.61%	2.41%	-10.25%	0.34%	11.98%	5.65%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	16.59%	N.A	N.A	-31.04%	-43.66%	114.74%	43.29%	-1.36%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	-43.64%	56.85%	158.70%	10.57%	-13.38%	-18.69%	-6.77%	57.68%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	9.60%	-58.66%	291.47%	12.17%	11.93%	-35.15%	-6.77%	57.68%

## YoY(%)

營業收入淨額	-1.13%	4.39%	7.02%	-1.20%	4.59%	-13.39%	-10.02%	-0.59%	-13.07%	-4.44%	3.28%	6.55%
營業利益	N.A	N.A	N.A	53.86%	N.A	N.A	N.A	12.82%	-45.48%	N.A	19.55%	70.99%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	149.29%	N.A	N.A	N.A	152.86%	288.65%	101.47%	-27.39%	3.55%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	83747.32%	N.A	N.A	N.A	98.96%	103.19%	218.75%	-24.08%	6.71%

註1：稅後EPS以股本40.93億元計算

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。