

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	24.10 元
目標價	
3 個月	29.00 元
12 個月	29.00 元

慶豐富(9935 TT)

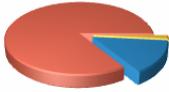
Buy

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)	1,738
市值(億元)	42
目前每股淨值(元)	13.36
外資持股比(%)	6.88
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	11.10
融資餘額(張)	3,620
現金股息配發率(%)	83.33

產品組合



- 窗簾:84.14%
- 家飾品:14.34%
- 其他:1.52%

股價相對大盤走勢

— 9935 — TWSE



電商業務成長及窗簾需求回升，目前評價仍低。

投資建議：預估慶豐富 2024 年營收 50.89 億元，YoY+11.92%，稅後 EPS 2.06 元。考量 1) 電商通路維持成長，且慶豐富可以自身的通路物流能力，幫助客戶在 B2B2C 的商業模式中解決問題，提升公司的附加價值。2) 租屋市場需求仍在，彌補新屋市場需求的不足，2024 年窗簾需求可望回溫。3) 產線調整見成效，毛利率可望穩定於目前水準。對慶豐富的初次投資建議為 Buy，目標價 29 元(2024 年 PER 14.1X)。

因應中美貿易戰進行產線調整已有成效，越南廠產值占比約五成，有助毛利率維持穩定：慶豐富持續進行產線分流，因應中美貿易戰的趨勢，減少對中國廠的生產依賴。至 1Q24，越南廠占生產值的比重已上升至 49%，較 2021 年的 20% 成長超過一倍，而中國廠區的產值占比則已下降至 9%，但未來隨歐系客戶訂單回溫，中國廠的營收將可望上升。公司整體的產能調整已經完成，可避開中美貿易戰的壓力，且產能調整到位有利於毛利率長期穩定。

電子商務營收占比持續上升，近三年 CAGR 為 23.4%，完善的通路物流能力有助於公司在電商趨勢的獲利能力：電子商務的營收占比持續成長，近三年公司電商的營收 CAGR 為 23.4%，遠超整體成長水準，客戶也從 14 個成長至 17 個。慶豐富有能力幫助實體通路客戶在 B2B2C 的商業模式中，運用通路物流能力提升公司對客戶的附加價值。電商業務因可提供客戶完整的產品型號，並可避開交通的限制，長期仍有成長空間，預期未來幾年電商通路客戶將再增加。

北美窗簾市場長期成長趨勢明確，2024 年預期市場需求可望落底回升：北美窗簾市場在 2023 年因為進入疫情後的庫存調整期間，美國窗簾市場銷售量下滑至 65.5 億美元，YoY-9.8%。而依市調機構估計至 2028 年，美國窗簾市場規模可以成長到 83.3 億美元，CAGR+4.9%，長期可維持成長趨勢。2024 年新屋市場需求雖然在各州之間強弱不同，但租屋市場的需求整體將高於新成屋，所以汰換型的產品需求會上升，窗簾市場銷售可望回升。

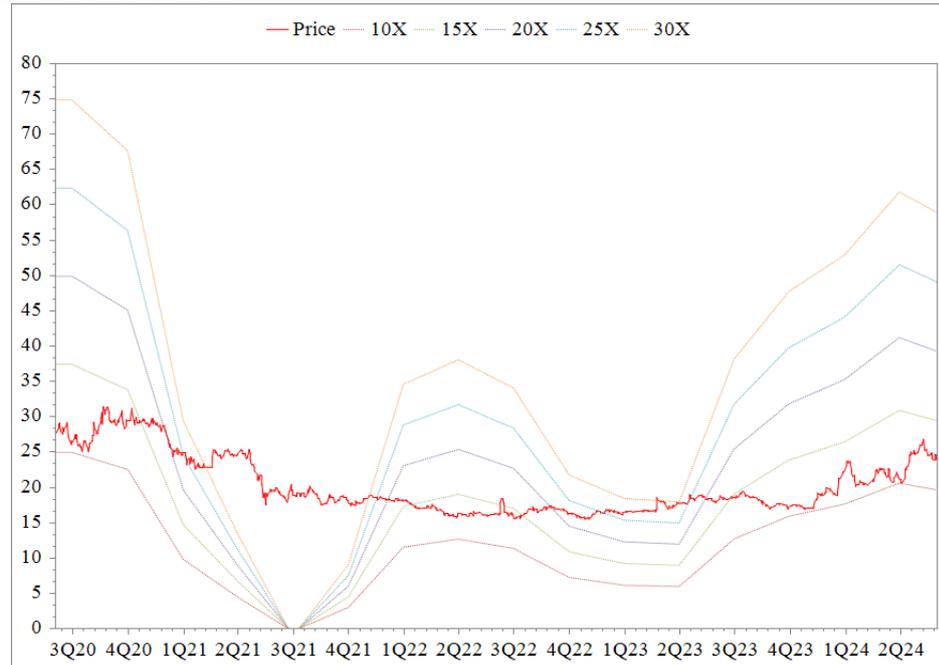
(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	4,547	5,089	5,247	920	1,017	1,324	1,286	1,118	1,186	1,427	1,358	1,165
營業毛利淨額	910	1,163	1,168	158	188	276	289	256	272	330	304	248
營業利益	244	463	465	17	12	80	135	88	99	149	128	82
稅後純益	104	358	368	-30	20	84	29	88	76	114	81	70
稅後 EPS(元)	0.60	2.06	2.12	-0.17	0.12	0.49	0.17	0.50	0.44	0.66	0.46	0.41
毛利率(%)	20.01%	22.85%	22.26%	17.15%	18.45%	20.82%	22.46%	22.93%	22.97%	23.15%	22.35%	21.31%
營業利益率(%)	5.36%	9.10%	8.85%	1.86%	1.18%	6.01%	10.50%	7.84%	8.32%	10.45%	9.39%	7.08%
稅後純益率(%)	2.29%	7.04%	7.01%	-3.23%	2.01%	6.38%	2.24%	7.83%	6.39%	8.01%	5.94%	6.05%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-13.99%	11.92%	3.10%	-23.95%	10.62%	30.14%	-2.90%	-13.05%	6.07%	20.35%	-4.83%	-14.21%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-52.85%	244.44%	2.74%	N.A	N.A	313.53%	-65.86%	203.45%	-13.40%	50.79%	-29.41%	-12.62%

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 17.38 億元計算。

慶豐富的 ESG(Environmental Social Governance)：

慶豐富主要耗能來自於外購電力，以及緊急發電機之柴油及公務車汽油。外購電力占整體排放量 99%以上，因無生產製程，故無製程排放源(範疇一)。節水方面，從全面落實節約用水做起，將可利用之水資源發揮更大效益。2020 年開始進行雨水回收用於廠區綠色植披的澆灌，減少相當的自來水用量。將繼續思考水資源回收與再探討進化方式，節約整體用水量。

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6月3日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	6,126	7,144	6,653	7,626	8,212
流動資產	3,131	3,990	3,461	3,809	3,687
現金及約當現金	375	539	497	530	521
應收帳款與票據	1,147	1,805	1,199	1,868	1,294
存貨	894	960	905	924	976
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	2,066	2,322	2,320	2,339	2,358
負債總計	4,103	4,865	4,399	5,101	5,493
流動負債	1,749	1,613	1,491	1,601	1,549
應付帳款及票據	695	676	676	723	730
非流動負債	2,354	3,252	2,908	3,453	3,890
權益總計	2,023	2,279	2,254	2,525	2,719
普通股股本	1,696	1,696	1,738	1,738	1,738
保留盈餘	475	653	605	876	1,071
母公司業主權益	2,023	2,279	2,254	2,525	2,719
負債及權益總計	6,126	7,144	6,653	7,626	8,212

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	4,967	5,287	4,547	5,089	5,247
營業成本	4,188	4,366	3,637	3,927	4,079
營業毛利淨額	779	921	910	1,163	1,168
營業費用	595	659	666	700	704
營業利益	184	262	244	463	465
EBITDA	376	555	471	820	831
業外收入及支出	-60	17	-99	38	43
稅前純益	124	281	154	501	507
所得稅	46	60	50	143	139
稅後純益	78	221	104	358	368
稅後 EPS(元)	0.45	1.27	0.60	2.06	2.12
完全稀釋 EPS**	0.45	1.27	0.60	2.06	2.12

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 17.38【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 17.38 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	-17.53%	6.45%	-13.99%	11.92%	3.10%
營業毛利淨額	-37.94%	18.23%	-1.15%	27.78%	0.47%
營業利益	-69.26%	42.35%	-6.95%	89.94%	0.36%
稅後純益	-78.57%	183.07%	-52.85%	244.44%	2.74%

獲利能力分析(%)

毛利率	15.68%	17.41%	20.01%	22.85%	22.26%
EBITDA(%)	7.56%	10.49%	10.37%	16.11%	15.84%
營益率	3.70%	4.95%	5.36%	9.10%	8.85%
稅後純益率	1.57%	4.17%	2.29%	7.04%	7.01%
總資產報酬率	1.27%	3.09%	1.56%	4.70%	4.48%
股東權益報酬率	3.85%	9.68%	4.61%	14.19%	13.53%

償債能力檢視

負債比率(%)	66.97%	68.10%	66.12%	66.89%	66.89%
負債/淨值比(%)	202.77%	213.49%	195.18%	202.00%	202.00%
流動比率(%)	179.03%	247.37%	232.11%	238.00%	238.00%

其他比率分析

存貨天數	78.68	77.49	93.53	85.00	85.00
應收帳款天數	93.72	101.93	120.59	110.00	110.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	223	-398	827	529	805
稅前純益	124	281	154	501	507
折舊及攤銷	196	204	234	234	236
營運資金變動	89	-742	661	-642	530
其他營運現金	-185	-141	-222	436	-468
投資活動現金	-439	-66	-250	-804	-889
資本支出淨額	-197	-273	-158	-188	-188
長期投資變動	-56	50	-11	-10	-10
其他投資現金	-186	157	-81	-606	-691
籌資活動現金	101	582	-608	308	74
長借/公司債變動	47	771	-312	545	436
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-149	-86	-110	-87	-174
其他籌資現金	203	-104	-186	-151	-188
淨現金流量	-139	164	-42	33	-9
期初現金	514	375	539	497	530
期末現金	375	539	497	530	521

資料來源：CMoney、群益

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	1,210	920	1,017	1,324	1,286	1,118	1,186	1,427	1,358	1,165	1,223	1,457
營業成本	909	762	830	1,048	997	862	913	1,097	1,055	917	948	1,136
營業毛利淨額	301	158	188	276	289	256	272	330	304	248	275	322
營業費用	148	141	176	196	154	169	174	181	176	166	172	178
營業利益	153	17	12	80	135	88	99	149	128	82	104	143
業外收入及支出	-134	-55	21	29	-85	39	5	10	-15	13	10	22
稅前純益	19	-37	33	109	50	126	104	159	112	95	113	165
所得稅	-13	-8	12	24	21	39	28	44	31	25	33	43
稅後純益	32	-30	20	84	29	88	76	114	81	70	80	122
最新股本	1,738	1,738	1,738	1,738	1,738	1,738	1,738	1,738	1,738	1,738	1,738	1,738
稅後EPS(元)	0.18	-0.17	0.12	0.49	0.17	0.50	0.44	0.66	0.46	0.41	0.46	0.70
獲利能力(%)												
毛利率(%)	24.88%	17.15%	18.45%	20.82%	22.46%	22.93%	22.97%	23.15%	22.35%	21.31%	22.51%	22.07%
營業利益率(%)	12.65%	1.86%	1.18%	6.01%	10.50%	7.84%	8.32%	10.45%	9.39%	7.08%	8.47%	9.83%
稅後純益率(%)	2.62%	-3.23%	2.01%	6.38%	2.24%	7.83%	6.39%	8.01%	5.94%	6.05%	6.56%	8.40%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-9.21%	-23.95%	10.62%	30.14%	-2.90%	-13.05%	6.07%	20.35%	-4.83%	-14.21%	4.94%	19.18%
營業利益	211.58%	-88.81%	-29.77%	561.81%	69.82%	-35.09%	12.52%	51.15%	-14.48%	-35.33%	25.53%	38.34%
稅前純益	-86.28%	N.A	N.A	232.64%	-54.00%	152.28%	-17.87%	52.89%	-29.41%	-14.98%	18.66%	46.31%
稅後純益	-69.46%	N.A	N.A	313.53%	-65.86%	203.45%	-13.40%	50.79%	-29.41%	-12.62%	13.85%	52.50%
YoY(%)												
營業收入淨額	-8.65%	-21.99%	-35.04%	-0.60%	6.31%	21.55%	16.55%	7.78%	5.64%	4.23%	3.11%	2.11%
營業利益	256.28%	N.A	-81.56%	62.00%	-11.70%	412.34%	720.86%	87.48%	-5.59%	-5.94%	4.93%	-3.96%
稅前純益	-41.93%	N.A	-70.49%	-21.95%	161.72%	N.A	217.06%	45.73%	123.62%	-24.64%	8.87%	4.19%
稅後純益	171.29%	N.A	-77.72%	-18.62%	-9.02%	N.A	271.02%	35.29%	179.73%	-19.45%	5.89%	7.09%

註1：稅後EPS以股本17.38億元計算

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 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 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。