



2024/8/15

產業類別	其他
投資建議	買進 
收盤價	目標價
NT\$ 415.00	NT\$ 502.00

本次報告：法說會

交易資料

潛在報酬率 (%)	20.96
52 週還原收盤價區間 (NT\$)	275.59-418.00
市值 (NT\$百萬元)	121600
市值 (US\$百萬元)	3,764
流通在外股數 (百萬股)	293.00
董監持股 (%)	25.56
外資持股 (%)	42.85
投信持股 (%)	2.08
融資使用率 (%)	3.94

財務資料

	2023
股東權益 (NT\$百萬元)	23,973
ROA (%)	17.38
ROE (%)	24.14
淨負債比率 (%)	25.09

公司簡介

億豐成立於 1974 年，主要產品為窗簾，2023 年產品營收比重：客製化(Custom Made)71%、固定尺寸(Ready Made)25%、其他約 4%；地區營收比重：美國 71%(銷售給當地專業窗飾零售店、設計師 B2B)、歐洲 22%(自有電商 D2C)、其他 7%。

張予柔 yurou.chang@sinopac.com

億豐 (8464 TT)

獲利創新高，股價還沒跟上

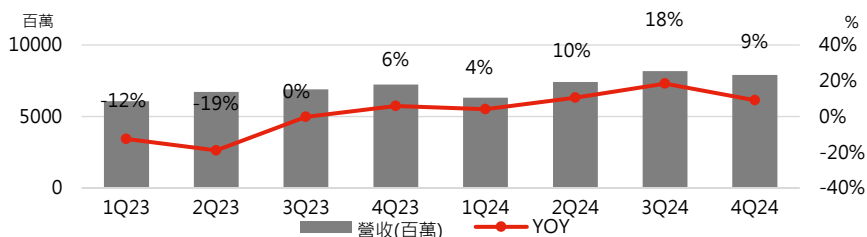
◎ 永豐觀點

億豐 2Q24 獲利創歷史新高，預估下半年還會更好！

📄 投資評價與建議

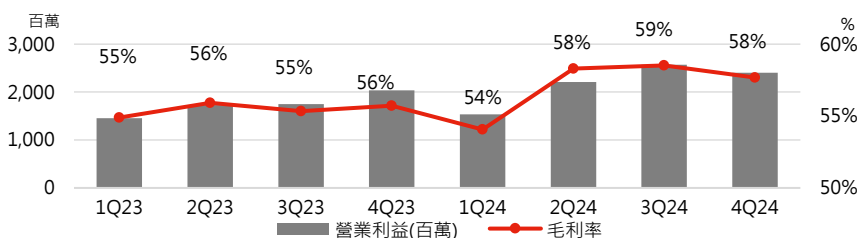
維持買進：億豐 2Q24 毛利率創新高達 58.3%，營業利益年增 28%，皆優於市場預期，係受惠(1) 億豐持續搶奪北美客製化窗簾的市占率，推升整體客製化營收比重、(2) 歐洲電商平台營收穩健增長、(3) 墨西哥營運效益提升、(4) 原材料成本走弱等。展望 2H24，前述正面因子都將持續助益營收獲利增長，下半年還會比上半年更好！本次上修獲利預估，預估今年明年營收 298、335 億元，年增 10.7%、12.4%，毛利率分別為 57.3%、57.36%，營業利益 87.2、100.9 億元，年增 25%、16%，稅後淨利 68、73.5 億元，年增 24%、8%，稅後 EPS 23.23、25.09 元。短期 2Q24 財報的公布，有助於提升市場對 2H24 營運轉強的信心，長線更看好億豐客製化產品市占率持續成長、利潤率擴張，以及在非中國地區設廠帶來的長線效益等，參考歷史本益比區間 15~25X，目前評價僅約 17.9X/16.5X，維持買進建議，目標價因上修獲利而提升至 502 元(20X 2025 EPS 25.09 元)。

近八季營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Aug. 2024

近八季營業利益及毛利率趨勢圖

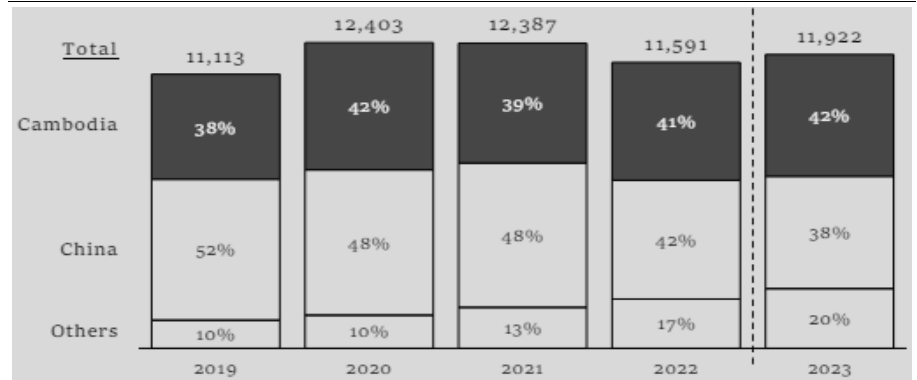


資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Aug. 2024

✍ 營運現況與分析

公司簡介：億豐成立於 1974 年，主要產品為窗簾，2023 年產品營收比重：客製化(Custom Made)71%、固定尺寸(Ready Made)25%、其他約 4%；地區營收比重：美國 71%(銷售給當地專業窗飾零售店、設計師 B2B)、歐洲 22%(自有電商 D2C)、其他 7%；員工人數 11,922 人，生產基地包含中國(客製化)、柬埔寨(固定尺寸)以及墨西哥(客製化)。億豐為窗簾製造一貫廠，高達 90%以上的塑膠零件和 70%以上的金屬零配件，全都自行生產，這也是其毛利率能夠保持在 55%高水準的原因。全球窗飾市場市場規模約 120 億美元，其中美國地區佔比 50%，包含客製化窗簾逾 45 億美元、固定尺寸約 20 億美元。

圖一：億豐產能分布



資料來源：億豐，Aug. 2024

2Q24 繳出亮眼成績單，2H24 營運還會更上一層樓：2Q24 營收 74.14 億元 (+17.4%QoQ、+10.5%YoY)，營收增長主要來自客製化窗簾市占率提升及歐洲電商平台營收穩健增長，而各大零售商客戶針對固定式窗簾產品的補貨，則到 4 月後便告一段落，故第二季客製化比重大幅提升。2Q24 毛利率 58.3%，創歷史新高，優於研究處及市場共識預估的 55.88%、55.56%，營業利益更是年增 28%，皆優於市場預期，係受惠(1) 億豐具備無拉繩窗簾的先行者優勢，持續搶奪北美客製化窗簾的市占率，推升整體客製化營收比重、(2) 歐洲電商平台營收穩健增長、(3) 墨西哥營運效益提升、(4) 原材料成本走弱等。業外損益部分，2Q24 匯兌利益為 1.8 億元，較去年同期 2.5 億元低，整體稅後淨利達 17.7 億元(+24%QoQ、+30.6%YoY)。EPS 6.04 元，創歷史單季獲利新高。

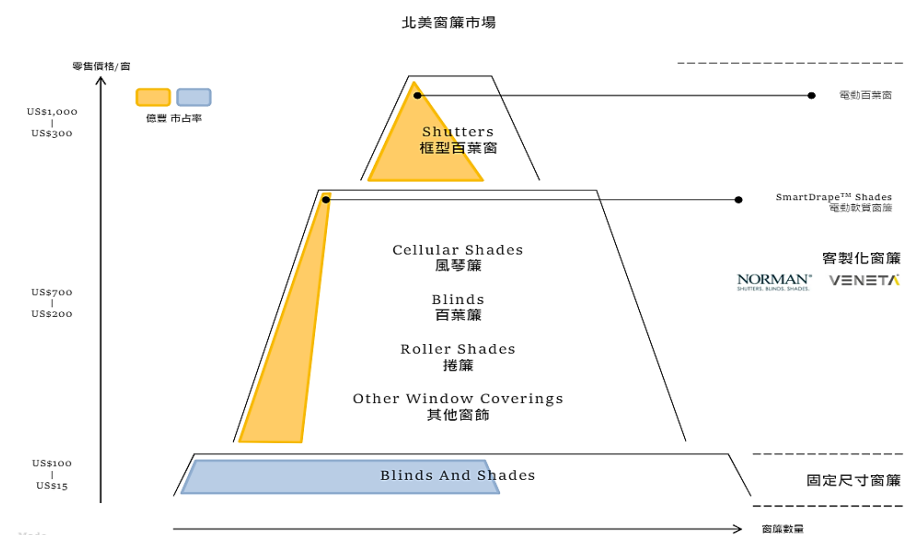
表一：億豐 2Q24 年財務數字與預估值差異

百萬元	2Q24 (實際數)	2Q24 (永豐預估)	2Q24 (市場預估)	與永豐預估 差異(%)	與市場共識 差異(%)
營業收入	7,414	7,702	7,507	-3.74%	-1.24%
營業毛利	4,322	4,304	4,171	0.42%	3.63%
營業利益	2,210	2,037	2,034	8.50%	8.68%
稅前淨利	2,589	2,169	2,175	19.36%	19.01%
稅後淨利	1,769	1,535	1,511	15.22%	17.05%
每股盈餘(元)	6.04	5.24	5.13	15.22%	17.05%
Margin (%)					
營業毛利率	58.30%	55.88%	55.56%		
營業利益率	29.81%	26.45%	27.09%		
稅後淨利率	23.86%	19.93%	20.13%		

資料來源：永豐投顧研究處預估及整理，Aug. 2024

億豐 2022 年早已全面改為無拉繩，領先競爭同業，有望搶佔市占率：在 2018 年經歷法規規定固定式窗簾需改為無拉繩的轉換陣痛期後，2022 年億豐將客製化窗簾也都全面改為無拉繩。在本次 2024/6/1 美國法規正式上路後，只能生產及銷售無拉繩產品，研究處認為具備無拉繩窗簾先行者優勢的億豐，將在未來半年快速搶佔市占率—(1) 經研究處側面調查，多數客製化窗簾的同業轉換步調較慢，參考 2018 年固定式的調整期約半年。(2) 億豐 2022 年全面推出無拉繩窗簾，因機件較多，且組裝難度較高，使其平均售價較高，在當時仍存在有拉繩窗簾產品的市場中，億豐將因平均價格較高而失去部分市占率的成長空間，但 6/1 後全面只能生產無拉繩產品，同業也將面臨一樣的問題，平均售價也將提升(甚至比億豐更貴)，結合其轉換速度可能不及億豐，便給予億豐搶佔市占率的時間與空間。7 月整體營收 27 億元(+13%MoM、+22%YoY)，為歷史第三高，其中主要由客製化產品帶動成長，預估 2H24 在客製化產品比重提升之下，亦有助於提升毛利率。

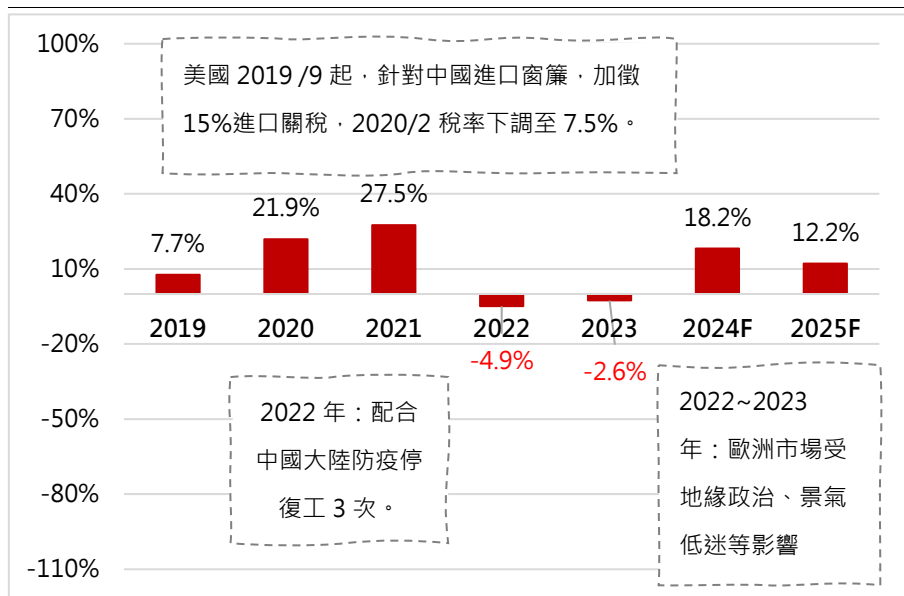
圖二：億豐客製化產品市占率仍有很大提升空間，可在競爭同業轉換無拉繩產品陣痛期間搶佔市占率



資料來源：永豐投顧研究處整理及預估，Aug. 2024

客製化產品持續增長：在過去幾年雖然遭遇各種總體環境的逆風，但億豐客製化產品於過去 10 年以來營收年複合增長率仍超 10%、依然持續提升市占率，主因係 (1) 億豐身為窗簾領導品牌，在北美有的 12 個區域業務中心，與當地數千家專業窗飾零售店、設計師關係緊密。(2) 佔比逾 7 成的客製化產品價格高，購買者對價格敏感度較低，較不受景氣或關稅提升之影響。(3) 2011 年起於歐洲架設自有電商平台(VENETA.COM)，近年來成長快速。(4) 在北美全面採用無拉繩產品後，亦有助於億豐電動窗簾產品之銷售，且億豐提供完整的智慧家居解決方案，提升產品價值外更吸引更多消費者。(5) 億豐每年維持 10~15% 的產能成長、除了擴充墨西哥廠外，也將增設越南新廠，除了可分散中國廠出貨風險外，也將可縮短交期及降低運費，其中墨西哥廠交期約 2 周，北越廠離機場較近，空運的速度也較中國快。藉此墊高進入障礙、持續搶奪客製化市場的市佔率。2022-2023 年少見的營收衰退則是受到疫情停工及歐洲地緣政治的影響，預計 2024-2025 年在億豐客製化產品將增長 18%、12%(前次預估+16%、+9%)。

圖三：億豐客製化產品美金營收年增率



資料來源：永豐投顧研究處整理及預估，Aug. 2024

預期每年產能成長 10~15%：2H24 的成長動能來自墨西哥的第二期產能投產後挹注營收，最終帶來約 20% 的新客製化窗簾產能。墨西哥廠除了可以縮短交期、快速反應北美市場，長線而言也可降低運費(疫情以後受到運費高漲每年費用率較疫情前約上升 1-2 個百分點)。而億豐於 2024/7 公布將取得越南土地，將擴充客製化窗簾產品之產能，該產能預計 2H25 後開出。此為繼中國、墨西哥後第三個客製化產能基地，顯示億豐對歐美客製化產品的布局長線且正向—目前億豐在最大的北美市場中市占率仍僅約 10%，仍有很大成長空間。

獲利創新高了，評價卻還位於歷史相對低點，維持億豐買進投資建議：本次上修獲利預估，預估今年營收 298、335 億元，年增 10.7%、12.4%，毛利率分別為 57.3%、57.36%，營業利益 87.2、100.9 億元，年增 25%、16%，稅後淨利 68、73.5 億元，年增 24%、8%，稅後 EPS 23.23、25.09 元。短期 2Q24 財報的公布，有助於提升市場對 2H24 營運轉強的信心，長線更看好億豐客製化產品市占率持續成長、利潤率擴張，以及在非中國地區設廠帶來的長線效益等，參考歷史本益比區間 15~25X，目前評價僅約 17.9X/16.5X，維持買進建議，目標價因上修獲利而提升至 502 元(20X 2025 EPS 25.09 元)。

表二：億豐 2024 年財務預估數調整

單位：百萬元

百萬元	2024 (調整後)	2024 (永豐原預估)	與原預估 差異(%)	說明
營業收入	29,799	30,237	-1.45%	略為下修固定式營收預估
營業毛利	17,074	16,946	0.75%	客製化比重提升、新廠效益提升、 原物料走弱
營業利益	8,724	8,270	5.49%	費用率控制優於預期
稅前淨利	9,614	9,049	6.25%	
稅後淨利	6,806	6,479	5.05%	所得稅率預估數提升至 27~28%
每股盈餘(元)	23.23	22.11	5.05%	
Margin (%)				
營業毛利率	57.30%	56.04%		
營業利益率	29.28%	27.35%		
稅後淨利率	22.84%	21.43%		

資料來源：永豐投顧研究處預估及整理，Aug 2024

附表一：當年度損益表

單位：百萬元	24Q1	24Q2	24Q3F	24Q4F	2024F
營業收入	6,313	7,414	8,172	7,900	29,799
營業毛利	3,413	4,322	4,783	4,556	17,074
營業利益	1,538	2,210	2,570	2,406	8,724
稅前淨利	1,942	2,589	2,654	2,429	9,614
稅後純益	1,429	1,769	1,861	1,747	6,806
稅後 EPS (元)	4.88	6.04	6.35	5.96	23.23
營收 QoQ 成長率	-12.75	17.44	10.25	-3.34	--
營收 YoY 成長率	4.09	10.49	18.40	9.19	10.72
毛利率	54.06	58.30	58.52	57.67	57.30
營益率	24.36	29.81	31.45	30.46	29.28
稅後純益率	22.92	24.53	22.77	22.11	22.84

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Aug. 2024

附表二：五個年度損益表

單位：百萬元	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入	29,024	28,951	26,913	29,799	33,494
%變動率	18.88	-0.25	-7.04	10.72	12.4
營業毛利	15,801	15,897	14,932	17,074	19,211
毛利率 (%)	54.44	54.91	55.48	57.3	57.36
營業淨利	7,754	7,368	6,970	8,724	10,096
稅前淨利	7,459	8,450	8,033	9,614	10,414
%變動率	13.59	13.28	-4.94	19.68	8.32
稅後純益	5,320	6,173	5,488	6,806	7,351
%變動率	10.94	16.04	-11.10	24.02	8.01
稅後 EPS * (元)	18.15	21.07	18.73	23.23	25.09
市調 EPS * (元)	18.57	20.77	19.05	21.04	--
PER (x)	22.87	19.70	22.16	17.86	16.54
PBR (x)	6.95	5.66	5.07	4.44	3.88
每股淨值 * (元)	59.73	73.32	81.82	93.44	107.06
每股股利 (元)	11.00	11.00	12.00	--	--
殖利率 (%)	2.95	3.98	3.50	--	--

* 以目前股本計算

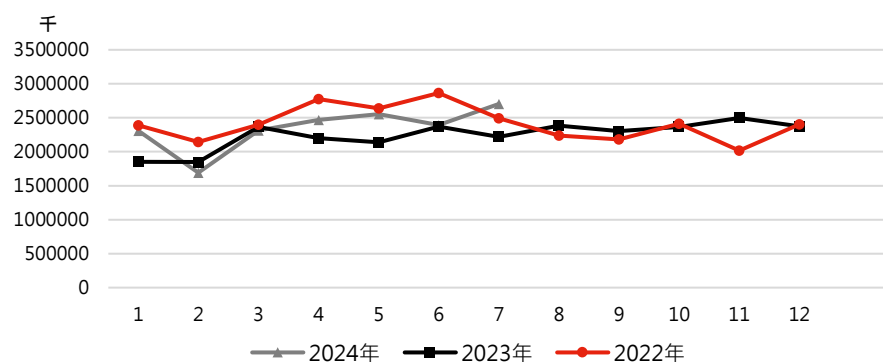
資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Aug. 2024

營運基本資料

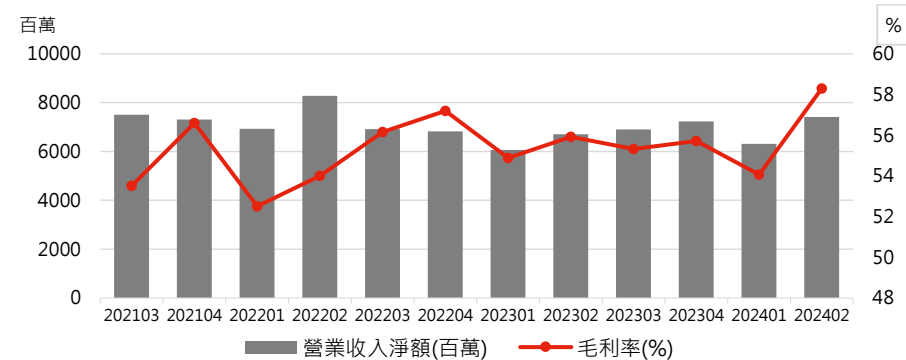
同業比較

代號	公司	投資建議	目前股價	市值(億)	稅後 EPS		PE		PB	
					2023	2024	2023	2024	2023	2024

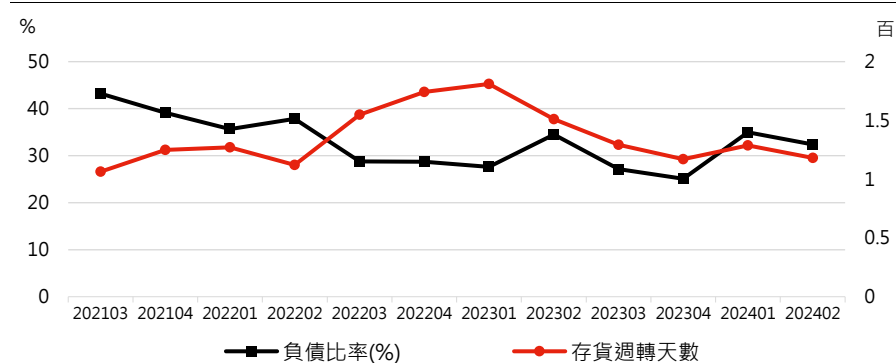
近三年單月營收狀況



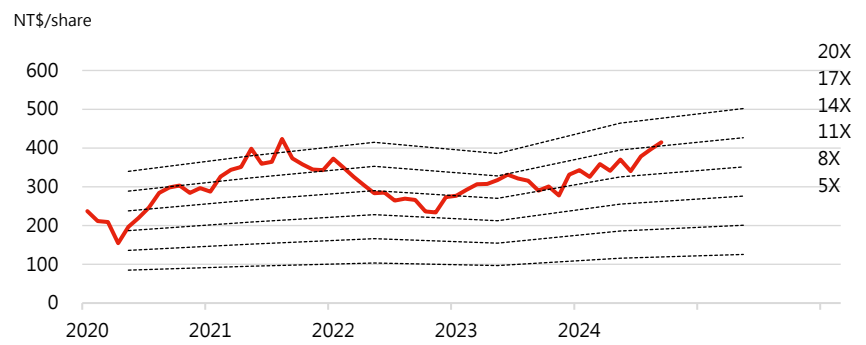
近三年單季營收 VS 毛利率趨勢圖



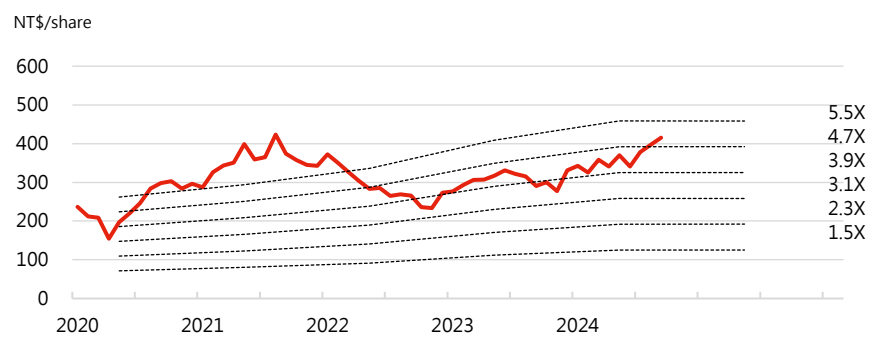
負債比率 VS 存貨周轉天數



歷史 PE 圖



歷史 PB 圖



臺北	永豐證券投資顧問股份有限公司 臺北市忠孝西路一段 80 號 14 樓 電話：(886-2) 2361-0868	永豐金證券股份有限公司 臺北市重慶南路一段 2 號 17 樓 電話：(886-2) 2311-4345
----	---	---

香港	永豐金證券(亞洲)有限公司 香港銅鑼灣新寧道 1 號 7 樓 電話：(852) 2586-8288
----	---

上海	永豐金證券(亞洲)有限公司上海代表處 中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A-2 室 電話：(86-21) 6228-8220
----	---

責任聲明

本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

110 年金管投顧新字第 024 號

SinoPac 投資評等

B：Buy 買進：未來 12 個月該股票表現將優於大盤

N：Neutral 中立：未來 12 個月該股票表現將與大盤一致

S：Sell 賣出：未來 12 個月該股票表現將落後大盤

Analyst Certification:

For each company mentioned in this research report, the respective analyst(s) who cover the company certifies (certify) that all of the views expressed in this research report accurately reflect his (their) personal views about any and all of the subject issuer(s) or securities. The analyst(s) also certifies (certify) that no part of her (their) compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or view(s) in this report.

SinoPac Research Stock Rating System:

Buy: We think the stock will outperform the broader market over the next 12 months.

Neutral: We think the stock will perform in line with the broader market over the next 12 months.

Sell: We think the stock will underperform the market over the next 12 months.

Global Disclaimer:**Important Disclosures for U.S. Persons**

This research report was prepared by SinoPac Securities Corporation (SinoPac), a company authorized to engage in securities activities in Taiwan. SinoPac is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Auerbach Grayson & Company, 20 Wall West 55th Street, New York, NY 10019, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through SinoPac. Auerbach Grayson & Company accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Auerbach Grayson & Company and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Ownership and Material Conflicts of Interest

Auerbach Grayson & Company or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Auerbach Grayson & Company, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Auerbach Grayson & Company is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication.

Compensation and Investment Banking Activities

Auerbach Grayson & Company or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither SinoPac nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

SinoPac may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of SinoPac.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by SinoPac with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of SinoPac and SinoPac accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.