

BUY

來億-KY(6890)

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 陳怡如 Eva Chen
yiruchen@masterlink.com.tw

評等

日期: 2024/8/9
目前收盤價 (NT\$): 261.5
目標價 (NT\$): 354
52 週最高最低(NT\$): 184-340
加權指數: 20870.1

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 2,494
市值 (NT\$/mn): 65,220
市值 (US\$/mn): 2,174
20 日平均成交量(仟股): 1,339
PER (2024): 22.96
PBR (2024): 8.30
外資持股比率: 88.84

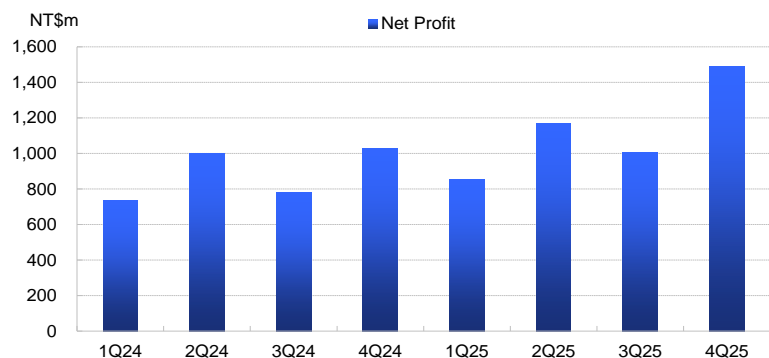
股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-17.1	0.0	0.0
加權指數報酬率	-12.6	0.8	15.3

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	354	354
營業收入 (NT\$/mn)	35,915	35,392
毛利率 (%)	20.21	19.40
營益率 (%)	12.72	11.95
EPS (NT\$)	14.22	13.26
BVPS(NT\$)	95	95

製鞋獲利王，短期營運淡季無礙長期趨勢向上

- 來億-KY 掌握當今最夯運動休閒鞋，主要客戶為 ADIDAS、Converse 以及 HOKA，為台股營收佔比最高之 HOKA 概念股。2023 年 ADIDAS 57.74%、Converse 23.77%、HOKA 13.42%以及 Vans 3.41%。
- 營運近況：2Q24 營收 97.66 億元，YOY+28.6%，QOQ+25.7%，優於預期，隨營收規模擴增，稼動率提升且客戶結構轉變、費用控管得宜，預期雙率雙升，本業獲利 12.89 億元，QOQ+46.4%，預估 EPS 4.01 元；第三季本屬淡季，預期營運小幅向下，第四季為年內最旺的季度，營運將再創巔峰。上修來億-KY 2024 年 EPS 14.22 元。2025 年，隨著產能持續擴張且客戶持續成長帶動下，我們預估營收可望有兩成增長，預估 EPS 18.13 元。
- 產能計畫：2023 年生產區域別來看，越南佔比 89.79%、中國 5.34% 以及緬甸 4.87%，2023 年產能為 1.02 億雙，2021 年啟動印尼擴廠計畫，成立億泉廠以及億福廠。億泉廠已於 2024/04 小幅量產，七月正式出貨，億福廠待客戶確認建廠地點後將啟用建廠計畫，預計 2026 年量產，預計 2031 年集團總產能超過 1.4 億雙。
- 2024~2025 年主要成長動能來自 HOKA：2024 年 ADIDAS 雙位數增長、2025 年預期 ADIDAS 維持雙位數增長；HOKA 2024 年倍增、2025 年維持高成長。HOKA 2024 年超越 Converse，成為第二大客戶。Converse 2024 年持平到小增、2025 年持平或小降。Uniqlo 2024 年小量出貨，未來具想像空間。
- 維持買進建議，目標價 354 元：考量來億-KY 2024~2025 年營運持續向上。就產能來看，2025 年有印尼億泉廠產能貢獻、就客戶結構來看，ADIDAS 與 HOKA 展望佳、就獲利來看，來億為台股製鞋同業中表現最佳，雖短暫進入營運淡季，考量 4Q24~2025 營運動能仍強，維持買進建議，目標價 354 元。

Exhibit 1: 稅後淨利



Source: TEJ

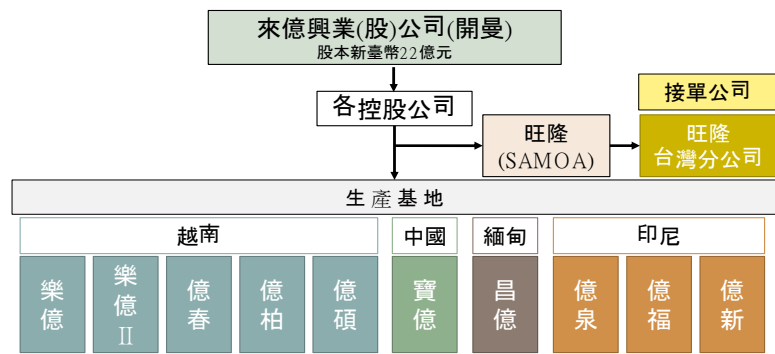
來億掌握當今最夯運動休閒鞋，主要客戶為 ADIDAS、Converse 以及 HOKA，為台股營收佔比最高之 HOKA 概念股

來億掌握當今最夯運動休閒鞋，主要客戶為 ADIDAS、Converse 以及 HOKA，為台股營收佔比最高之 HOKA 概念股

來億集團成立於 1987 年，1990 年前進越南，成立越南樂億廠，爾後 2003 年成立億春廠、2006 年成立中國寶億(與寶成合資，並於 2023 年結束)、2011 年成立越南樂億 II 廠以及越南億碩廠，2014 年前進緬甸成立昌億廠、2018 年成立越南億柏廠，並於 2021 年決定前進印尼，成立億泉廠以及億福廠，其中億泉廠已於 2024/4 小幅量產，億福廠尚待客戶確定最後建廠地點後，方能啟動建廠計畫，預計 2026 年有產能貢獻。根據 2023 年年報揭露，來億 2023 年產能為 1.02 億雙，產量 6093 萬雙。以 2023 年客戶結構來看，ADIDAS 57.74%、Converse 23.77%、HOKA 13.42%以及 Vans 3.41%，由於 Vans 營運不佳且持續庫存調整，故公司決定在 2023 年終止合作計畫，並將資源集中於 HOKA，2024 年 HOKA 有機會成為公司第二大客戶。

來億生產基地主要集中在越南，現已在印尼啟動擴產計畫

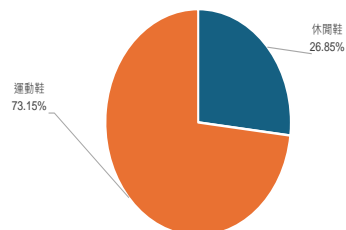
集團投資架構



Source: : Company Data、Masterlink

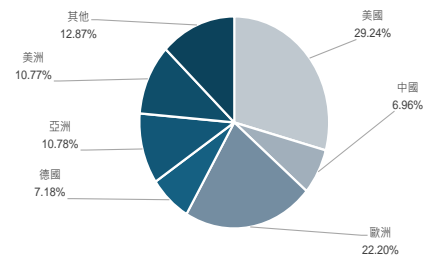
以產品組合來看，2023 年運動鞋佔比 73.15%、休閒鞋為 26.85%，2024 年隨著 HOKA 佔比的提升，我們預期運動鞋佔比將持續提升。另以生產區域別來看，2023 年越南佔比 89.79%、中國 5.34%以及緬甸 4.87%，隨著中國寶億廠的結束以及越南的擴廠，預期 2024 年越南佔比持續提升，另印尼亦可望有小量貢獻。

2023 年產品組合



Source: : 公司、元富整理

1Q24 營收區域比重



Source: : 公司、元富整理

2Q24 營收優於預期，上修 2Q24 EPS 為 4.01 元，全年 EPS 上修為 14.22 元

What's New :

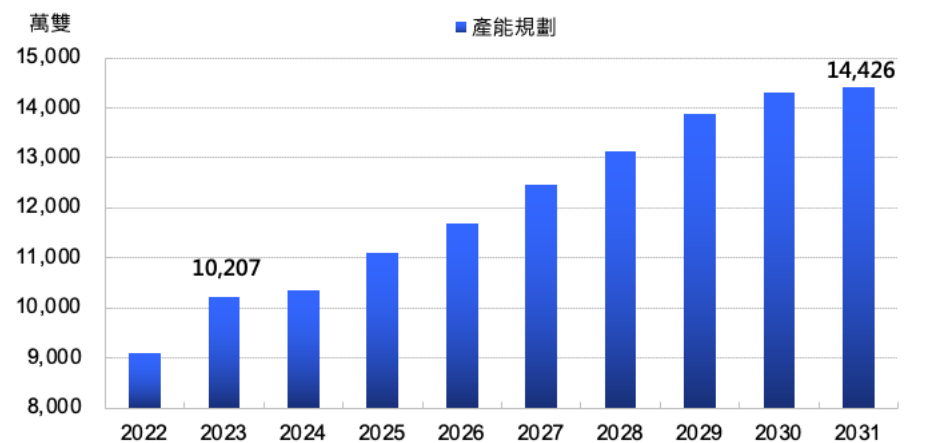
2Q24 營收優於預期，上修 2Q24 EPS 為 4.01 元，全年 EPS 上修為 14.22 元
來億-KY 2Q24 營收 97.66 億元，YOY+28.6%，QOQ+25.7%，隨著營收規模擴增，稼動率提升且客戶結構轉變，預期毛利率可望提升且在費用控管得宜下，預期營益率有望超過 13%，本業獲利 12.89 億元，QOQ+46.4%，業外方面，新台幣升值預估將有匯兌收益，我們預估來億 2Q24 稅後歸屬母公司淨利潤 10 億元，以上市後股本 24.94 億元計算，EPS 4.01 元。第三季本屬淡季，預期營運小幅向下，預估營收 QOQ 下滑 10~15%，毛利率仍有望維持在 20%水準之上，預估 EPS 3.13 元，第四季為年內最旺的季度，營運將再創巔峰，營收有機會挑戰百億元。考量 2Q24 營收優於預期且下半年優於上半年，我們上修來億-KY 2024 年營收 359.15 億元，YOY+28.2%，毛利率隨著稼動率提升且客戶結構轉變帶動下可望提升且費用控制得宜，預期營益率提升至 12.7%，稅後歸屬母公司淨利潤 35.46 億元，EPS 14.22 元。

啟動越南以及印尼擴廠計畫，預計 2031 年集團總產能超過 1.4 億雙

啟動越南以及印尼擴廠計畫，預計 2031 年集團總產能超過 1.4 億雙

來億產能集中於越南，2023 年生產區域別來看，越南佔比 89.79%、中國 5.34% 以及緬甸 4.87%。來億 2023 年產能 1.02 億雙，公司並於 2021 年啟動印尼擴廠計畫，成立億泉廠以及億福廠。億泉廠已於 2024/04 小幅量產，七月正式出貨，億福廠待客戶確認建廠地點後將啟用建廠計畫，預計 2026 年量產。根據公司上市公開說明書所揭露，億泉廠 2030 年產能量將達 2102.4 萬雙、億福廠 2031 年產量將達 2500 萬雙，則來億集團總產能超過 1.4 億雙。

根據來億公開說明書顯示，至 2031 年產能將超過 1.4 億雙



Source: : Company Data、Masterlink

2024~2025 年主要成長動能來自 HOKA，將躍升為第二大客戶

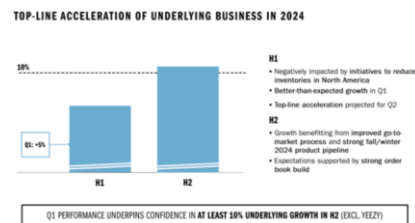
以來億 2023 年客戶結構來看，ADIDAS 57.74%、Converse 23.77%、HOKA 13.42%以及 Vans 3.41%，由於 Vans 營運不佳且持續庫存調整，故公司決定在 2023 年終止合作計畫，並將資源集中於 HOKA。展望 2024 年，來億主要客人均對於 2024 年釋出正向展望：

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

2024~2025 年主要成長動能來自
HOKA，將躍升為第二大客戶

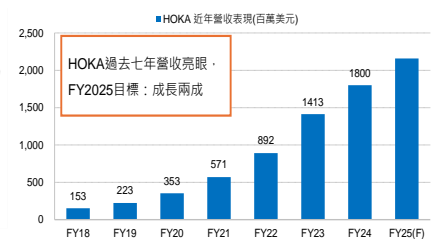
- **ADIDAS**：第二季初步業績顯示營收成長 9%，達到 58.22 億歐元，第二季毛利率達到 50.8%，主要得益於更高的售貨率、減少的折扣、更便宜的採購成本以及更有利的品類組合。公司上調了收入指引，目前預計 2024 年營收 YOY 高個位數增長，而之前的增長指引為「中~高個位數增長」。公司營業利潤目前預計將達到 10 億歐元，而先前的指導值為 7 億歐元。就季度表現來看，第二季 YOY 持續擴張，我們預期下半年雙位數增長。
- **Deckers**：FY2025(2024/04~2025/03)營收成長 10%達 47 億美元，其中 HOKA YOY+20%，UGG 中個位數增長。FY1Q25 HOKA 在 DTC 通路保持強勁勢頭，HOKA FY2024 營收達 18 億美元，YOY+28%，DTC 占比 38%，YOY+40%，其中新增消費者成長 32%，既有消費者成長 44%。美國地區 YOY+40%、國際市場 YOY+20%。2025 年將持續進入國際市場且將保持批發通路緊張並為 DTC 帶來更多收入。2025 年將與精選策略合作夥伴合作，更加關注國際市場且會加強 DTC 業務，預期 DTC 成長性高於批發。國際市場以歐洲成長較高，中國未來也有巨大的成長空間。存貨 4.74 億美元，YOY-11%，持續透過嚴格管理市場庫存來推動全價銷售，批發市場亦保持好的庫存組合。

Adidas 2H24 營收 YOY 上看雙位數



Source: 公司、元富整理

HOKA FY25 營收看增兩成



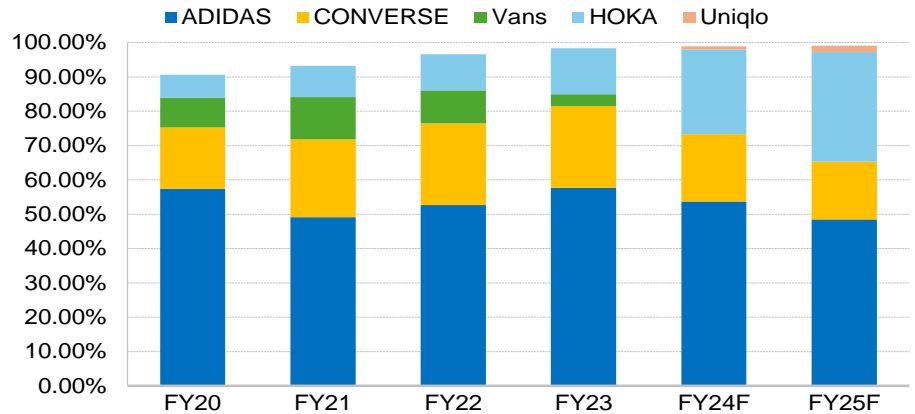
Source: 公司、元富整理

以下我們將針對來億的品牌營收做說明：

- **Adidas**：來億為 ADIDAS 全球加硫鞋唯一代工廠，同時也是年度最夯鞋款 SMABA 主要代工廠商，滑板鞋、網球鞋、籃球鞋都是主要供應商，2023 年佔營收比重 57.74%，對來億營收貢獻 161.75 億元，YOY-2.1%。2024 年品牌展望為高個位數增長，由於來億代工多款潮鞋，故我們預期來億成長性將優於品牌的高個位數增長，我們預期 ADIDAS 可望有雙位數增長。展望 2025 年，我們預期 ADIDAS 將維持穩健的高個位數增長。
- **HOKA**：2023 年佔營收比重 13.42%，對來億營收貢獻 37.59 億元，YOY+14.7%。展望 2024 年，隨著供應佔比提升且產能擴增帶動下，預期來億對 HOKA 出貨量三位數增長，出貨量超越千萬雙。2025 年隨著億柏、億碩廠產能擴充且印尼億泉廠貢獻下，預期出貨量可望維持高成長。HOKA 有機會在 2024 年超越 Converse，成為第二大客戶。
- **Converse**：2023 年佔營收比重達 23.77%，對來億營收貢獻 66.59 億元，YOY-15.4%，預期 2024 年營收持平到小增，2025 年預期持平到小幅衰退。
- **Uniqlo**：為 2023 年開始合作的客戶，2024 年開始出貨，目前與 Uniqlo 合

作休閒鞋，今年出貨量預估為 60 萬雙，目前尚有後續鞋款與客戶合作開發中，客戶目前尚在測試市場對於鞋子反應，未來一旦銷售反應好，可望擴大鋪貨。來億目前在億柏廠備了年產能 180 萬雙給 Uniqlo，未來一旦客戶需求增加，億柏廠均有再擴廠的空間。

HOKA 2024 年將躍居為第二大客戶



Source: : Company Data、Masterlink

預估 2025 年營收增長兩成，本業獲利增長 25%，EPS 18.13 元

預估 2025 年營收增長兩成，本業獲利增長 25%，EPS 18.13 元

展望 2025 年，隨著產能持續擴張且主要客戶 Adidas 穩定成長且 HOKA 維持高速成長帶動下，我們預估營收可望有兩成增長達 432.06 億元，且稼動率提升、費用控制得宜可望抵銷印尼廠所帶來的學習成本，預期營益率持穩小增，預估本業獲利 57.44 億元，營業利益率 13.29%，本業獲利 YOY+25%，預估稅後歸屬母公司淨利潤 45.2 億元，EPS 18.13 元，較上次預估上調幅度約 2.5%。

雖短暫進入營運淡季，考量 4Q24~2025 營運動能仍強，維持買進建議

雖短暫進入營運淡季，考量 4Q24~2025 營運動能仍強，維持買進建議

考量來億-KY 2024~2025 年營運持續向上。就產能來看，2025 年有印尼億泉廠產能貢獻、就客戶結構來看，ADIDAS 與 HOKA 展望佳、就獲利來看，來億為台股製鞋同業中表現最佳，雖短暫進入營運淡季，考量 4Q24~2025 營運動能仍強，維持買進建議，目標價 354 元。

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	31,338	28,016	35,915	43,206	
COGS	25,648	24,243	28,655	34,304	
Gross profit	5,691	3,773	7,260	8,902	
Operating expense	945	1,228	2,691	3,158	
Operating profit	4,745	2,545	4,568	5,744	
Total non-operate. Inc.	272	365	218	160	
Pre-tax profit	5,018	1,874	4,786	5,904	
Total Net profit	2,716	1,310	3,760	4,680	
Minority	210	-69	213	160	
Net Profit	3,926	1,378	3,546	4,520	
EPS (NT\$)	11.39	6.26	14.22	18.13	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Sales	57.0	(10.6)	28.2	20.3	
Gross profit	119.7	(33.7)	92.4	22.6	
Operating profit	124.4	(46.4)	79.5	25.7	
Pre-tax profit	143.8	(62.6)	155.4	23.4	
Net profit	140.1	(64.9)	157.3	27.5	
EPS	1,034.5	(45.0)	127.0	27.4	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Gross	18.2	13.5	20.2	20.6	
Operating	15.1	9.1	12.7	13.3	
EBITDA	16.0	6.7	13.6	13.9	
Pre-tax	16.0	6.7	13.3	13.7	
Net	12.5	4.9	9.9	10.5	

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m
	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	7,771	9,766	8,498	9,880	
Gross profit	1,483	2,002	1,700	2,075	
Operating profit	881	1,289	1,045	1,354	
Total non-ope inc.	139	93	-7	-7	
Pre-tax profit	1,020	1,382	1,038	1,347	
Net profit	739	1,000	781	1,027	
EPS	2.96	4.01	3.13	4.12	
Y/Y %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Net sales	40.8	28.6	26.8	20.5	
Gross profit	118.8	N/A	N/A	77.1	
Operating profit	632.3	N/A	N/A	112.3	
Net profit	1,824.1	N/A	N/A	69.5	
Q/Q %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Net sales	(5.2)	25.7	(13.0)	16.3	
Gross profit	26.6	35.0	(15.1)	22.1	
Operating profit	38.1	46.4	(18.9)	29.5	
Net profit	21.9	35.4	(22.0)	31.6	
Margins %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Gross	19.1	20.5	20.0	21.0	
Operating	11.3	13.2	12.3	13.7	
Net	9.5	10.2	9.2	10.4	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	4,655	4,419	7,305	7,382	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	3,965	3,484	2,993	3,600	
Inventory	3,773	4,085	4,200	4,200	
Others	1,320	2,089	2,200	2,200	
Total current asset	13,712	14,077	16,698	17,382	
Long-term invest.	65	52	52	52	
Total fixed assets	9,852	11,000	11,000	11,000	
Total other assets	1,603	1,403	1,477	1,577	
Total assets	25,522	26,559	29,228	30,012	
Short-term Borrow	2,544	3,760	3,760	3,760	
A/P & N/P	1,080	1,688	1,303	1,143	
Other current liab.	2,193	1,733	5,136	5,079	
Total current liab.	5,816	7,181	10,198	9,982	
L-T borrows	0	0	0	0	
Other L-T liab.	653	167	170	170	
Total liability.	6,947	7,833	10,368	10,152	
Common stocks	2,200	2,200	2,494	2,494	
Reserves	0	0	0	0	
Retain earnings	2,697	2,883	3,031	4,032	
Total Equity	18,576	18,727	18,859	19,859	
Total Liab. & Equity	25,522	26,559	29,228	30,012	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m	NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F		
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		
Net income	3,926	1,378	3,546	4,520		
Dep & Amort	339	736	1,448	1,568		
Investment income	5	0	0	0		
Changes in W/C	872	654	106	-767		
Other adjustment	-4,311	-2,583	-3,000	-2,500		
Cash flow – ope.	832	185	2,100	2,822		
Capex	-172	-1,152	-2,000	-2,500		
Change in L-T inv.	0	0	0	0		
Other adjustment	-297	308	0	0		
Cash flow – inv.	-469	-844	-2,000	-2,500		
Free cash flow	660	-967	100	322		
Inc. (Dec.) debt	-544	1,723	1,500	1,500		
Cash dividend	-660	-1,100	-770	-1,746		
Other adjustment	-244	-1,015	2,560	0		
Cash flow-Fin.	-1,448	-392	3,290	-246		
Exchange influence	324	547	0	0		
Change in Cash	-761	-504	3,390	76		
Ratio Analysis						
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F		
ROA	16.10	5.29	12.71	15.26		
ROE	22.79	7.39	18.87	23.35		

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 6 of 6