

2024 年 8 月 20 日

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價 20.90 元
目標價
3 個月 23.00 元
12 個月 23.00 元

佳和(1449 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

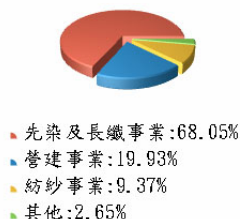
產品組合優化帶動獲利能力提升。

投資建議：預估佳和 2024 年營收 29.01 億元，YoY+9.28%，稅後 EPS 1.21 元。考量：(1)公司經過產品組合優化後，毛利率可望優於過往，帶動獲利能力提升。(2)成衣市場的庫存調整接近完成，未來訂單可望谷底回升。(3)車用布料長期需求可望成長。對佳和的初次投資建議為 Trading Buy，目標價 23 元(2024 年 PER 19.0X)。

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 995
市值(億元) 21
目前每股淨值(元) 17.49
外資持股比(%) 7.27
投信持股比(%) 0.00
董監持股比(%) 11.47
融資餘額(張) 5,436
現金股息配發率(%) 5.90

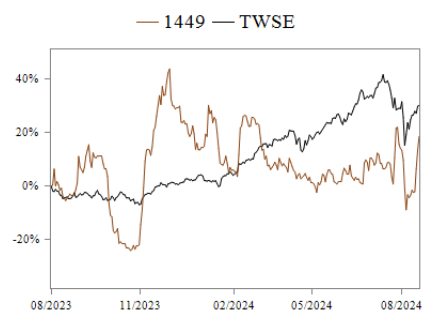
產品組合



車用布料長期仍有成長空間，產品組合優化提升紡織本業毛利率，預估 2H24 的獲利可望優於 2H23：佳和的車用布料大多是獨家供應，目前主要供應北美電動車廠，未來仍有機會增加新的客戶，營運可望穩定成長。運動休閒及戶外服飾的需求較強，傢俱傢飾用布的需求相對持穩，樂觀看待 2H24 的營運動能。預估即使沒有不動產認列營收貢獻，2H24 單季營收也可維持在 6 億元以上的水準，且受惠於紡織本業的產品組合優化，預期 2H24 毛利率可望維持 18% 以上的水準。投資性不動產出租的收入穩定，也可穩定提供獲利貢獻，預估 2H24 的獲利可望優於 2H23。

美國成衣批發商庫存水準持續下降，主要品牌庫存調整進度不一，但整體情況已明顯好轉，正面看待未來服飾需求成長：美國成衣批發商的庫存持續下降，已經回到疫情前的平均水準，僅零售業的庫存仍處於相對高檔，庫存調整目前已有成果。從品牌來看，ADIDAS 上修全年的營收展望，由中個位數成長上修為高個位數成長，庫存金額也下降至 45.44 億美元，較去年同期減少十億美元，已快接近疫情前的水準。庫存問題在主要品牌已受到控制，對未來的成衣服飾需求持正向看法。

股價相對大盤走勢



轉投資猛揮營造營運展望仍佳，2025 年獲利可望重回 2023 年水準：佳和轉投資子公司猛揮營造，主要營運中南部的營建業務。佳和 2023 年認列來自猛揮的獲利約 9 千多萬元。由於採取完工比例法認列，2024 年預期猛揮的獲利相對較 2023 年轉弱。但目前接獲訂單展望仍佳，來自公共工程及住宅類不動產的營建需求強勁，預期猛揮 2025 年的營運即可較 2024 年回升，對佳和的獲利貢獻可望回到 2023 年的水準。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	2,657	2,901	3,001	622	797	622	885	699	668	649	705	776
營業毛利淨額	400	598	636	68	130	115	198	151	128	121	139	168
營業利益	-14	146	188	-22	19	-12	69	39	22	15	31	55
稅後純益	51	120	207	9	37	-11	44	28	32	16	49	56
稅後 EPS(元)	0.52	1.21	2.08	0.09	0.38	-0.11	0.44	0.28	0.32	0.17	0.49	0.56
毛利率(%)	15.05%	20.60%	21.18%	10.89%	16.31%	18.45%	22.31%	21.62%	19.21%	18.58%	19.74%	21.66%
營業利益率(%)	-0.52%	5.04%	6.27%	-3.59%	2.44%	-1.92%	7.84%	5.63%	3.34%	2.34%	4.38%	7.10%
稅後純益率(%)	1.94%	4.14%	6.88%	1.39%	4.70%	-1.82%	4.97%	3.98%	4.74%	2.54%	6.90%	7.17%
營業收入 YoY/QoQ(%)	6.95%	9.20%	3.44%	1.14%	28.11%	-21.95%	42.28%	-21.06%	-4.34%	-2.94%	8.63%	10.15%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-39.78%	133.13%	72.15%	-47.95%	333.21%	N.A	N.A	-36.86%	14.16%	-48.02%	194.94%	14.53%

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 9.95 億元計算。

2024 年 8 月 20 日

佳和的 ESG：

佳和實業目前已實施一系列有效的低耗能減碳措施，為了提升能源效率，在廠房區建置太陽能發電系統，節省 13% 的日常能源消耗。並設置熱回收系統，可重複利用 20% 的熱能，減少 40% 的 CO2 排放。省水方面，新購置的節能染色機相較舊機型可省下 70% 的用水量。並採用新一代的廢水處理技術，將清潔後的水循環再利用，生產 1 公斤的布料使用之原水量由 15 公斤降為 3 公斤。並使用天然氣取代傳統煤油，減少 96% 的空氣污染。

公司簡介：

佳和為國內大型化纖廠之一，主要產品為先染織物及長纖織物，占比近七成。也是少數中游、上游一貫廠，擁有棉紡廠、毛紡廠、染紗廠、織布廠及染整定型廠等完整生產設備，可以包辦設計、開發、紡紗、織布、染整等產品製程的一貫化作業，並提供完整的產品解決方案。

車用布料長期仍有成長空間，產品組合優化提升紡織本業毛利率，預估 2H24 的獲利可望優於 2H23：

以產品應用面來看，公司的車用布料大多是獨家供應，目前主要供應北美電動車廠，未來仍有機會增加新的客戶，營運可望穩定成長。運動休閒及戶外服飾的需求較強，傢俱傢飾用布的需求相對持穩，樂觀看待 2H24 的營運動能。預估即使沒有不動產認列營收貢獻，2H24 單季營收也可維持在 6 億元以上的水準，且受惠於紡織本業的產品組合優化，預期 2H24 毛利率可望維持 18% 以上的水準。投資性不動產出租的收入穩定，也可穩定提供獲利貢獻，預估 2H24 的獲利可望優於 2H23。

轉投資猛揮營造營運展望仍佳，2025 年獲利可望重回 2023 年水準：

佳和轉投資子公司猛揮營造，主要營運中南部的營建業務。佳和 2023 年認列來自猛揮的獲利約 9 千多萬元。由於採取完工比例法認列，2024 年預期猛揮的獲利相對較 2023 年轉弱。但目前接獲訂單展望仍佳，來自公共工程及住宅類不動產的營建需求強勁，預期猛揮 2025 年的營運即可較 2024 年回升，對佳和的獲利貢獻可望回到 2023 年的水準。

美國成衣批發商庫存水準持續下降，主要品牌庫存調整進度不一，但整體情況已明顯好轉，正面看待未來服飾需求成長：

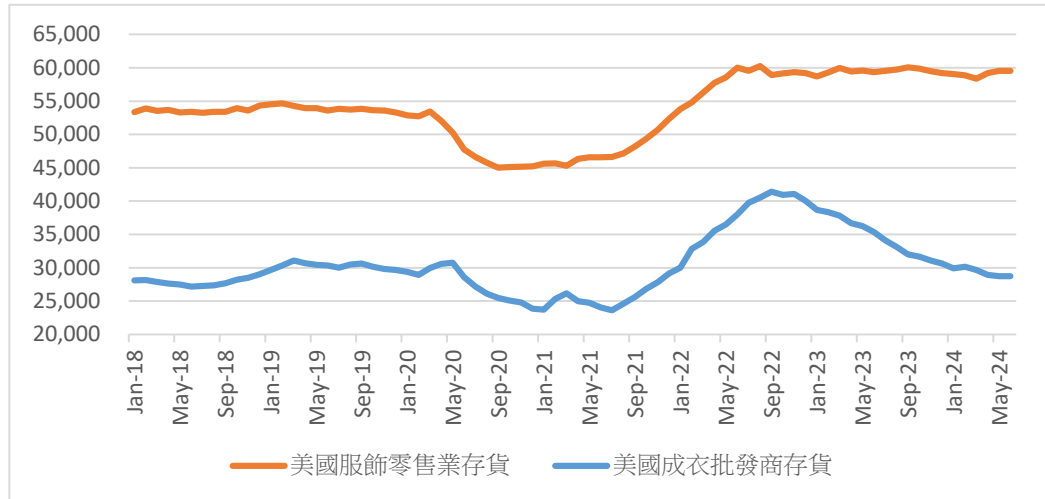
美國成衣批發商的庫存持續下降，已經回到疫情前的平均水準，僅零售業的庫存仍處於相對高檔。庫存調整目前已有成果，零售商的庫存仍較高，認為主要是反映個別商品項間的銷售熱度強弱不一的影響。

從個別品牌來看，ADIDAS 營收持續成長，表現在主要運動品牌中相對亮眼，並上修全年的營收展望，由中個位數成長上修為高個位數成長，庫存金額也下降至 45.44 億美元，較去年同期減少十億美元，已快接近疫情前的水準。Nike 的庫存金額仍高於疫情前水準，但已自高點下降二成以上，並維持下降趨勢。庫存問題在主要品牌已受到控制，對未來的成衣服飾需求持正向看法。

2024 年 8 月 20 日

圖、美國服飾零售、批發庫存

單位：百萬美元



資料來源：Bloomberg

投資建議：

預估佳和 2024 年營收 29.01 億元，YoY+9.28%，稅後 EPS 1.21 元。考量：
 (1)公司經過產品組合優化後，毛利率可望優於過往，帶動獲利能力提升。
 (2)成衣市場的庫存調整接近完成，未來訂單可望谷底回升。(3)車用布料長期需求可望成長。對佳和的初次投資建議為 Trading Buy，目標價 23 元(2024 年 PER 19.0X)。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 8 月 20 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	6,356	6,128	6,107	6,456	7,099
流動資產	2,728	2,299	2,128	3,398	2,264
現金及約當現金	215	88	210	229	180
應收帳款與票據	146	140	171	163	182
存貨	1,966	1,824	1,551	1,984	1,646
採權益法之投資	176	201	264	194	328
不動產、廠房設備	311	399	488	488	488
負債總計	4,890	4,547	4,397	4,663	5,116
流動負債	2,167	2,026	2,092	3,089	2,156
應付帳款及票據	418	328	397	360	430
非流動負債	2,723	2,521	2,305	1,610	2,926
權益總計	1,466	1,581	1,710	1,793	1,983
普通股股本	1,134	807	850	850	850
保留盈餘	-365	84	118	202	391
母公司業主權益	1,444	1,544	1,649	1,726	1,890
負債及權益總計	6,356	6,128	6,107	6,456	7,099

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	2,786	2,484	2,657	2,901	3,001
營業成本	2,533	2,201	2,257	2,304	2,366
營業毛利淨額	253	283	400	598	636
營業費用	425	341	414	451	447
營業利益	-172	-58	-14	146	188
EBITDA	319	370	399	491	465
業外收入及支出	254	175	146	66	130
稅前純益	82	117	133	212	319
所得稅	7	18	58	86	87
稅後純益	75	85	51	120	207
稅後 EPS(元)	0.76	0.86	0.52	1.21	2.08
完全稀釋 EPS**	0.76	0.86	0.52	1.21	2.08

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 9.95【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 9.95 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	44.41%	-10.83%	6.95%	9.20%	3.44%
營業毛利淨額	178.64%	11.70%	41.41%	49.42%	6.35%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	28.70%
稅後純益	N.A	13.50%	-39.78%	133.13%	72.15%

獲利能力分析(%)

毛利率	9.09%	11.38%	15.05%	20.60%	21.18%
EBITDA(%)	11.44%	14.89%	15.01%	16.92%	15.49%
營益率	-6.18%	-2.35%	-0.52%	5.04%	6.27%
稅後純益率	2.70%	3.44%	1.94%	4.14%	6.88%
總資產報酬率	1.18%	1.39%	0.84%	1.86%	2.91%
股東權益報酬率	5.14%	5.41%	3.01%	6.69%	10.42%

償債能力檢視

負債比率(%)	76.93%	74.21%	72.00%	72.22%	72.07%
負債/淨值比(%)	333.54%	287.68%	257.19%	260.00%	258.00%
流動比率(%)	125.88%	113.46%	101.71%	110.00%	105.00%

其他比率分析

存貨天數	297.86	314.25	272.93	280.00	280.00
應收帳款天數	25.41	21.01	21.39	21.00	21.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	267	108	183	134	642
稅前純益	82	117	133	212	319
折舊及攤銷	146	162	164	176	171
營運資金變動	443	57	312	-461	388
其他營運現金	-404	-228	-427	207	-236
投資活動現金	173	-42	-77	721	-1,782
資本支出淨額	-57	-126	-153	-150	-150
長期投資變動	17	0	50	20	10
其他投資現金	213	84	25	851	-1,642
籌資活動現金	-410	-193	16	-836	1,092
長借/公司債變動	111	-21	-46	-694	1,316
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	0	0	0	-42	-42
其他籌資現金	-521	-172	63	-99	-182
淨現金流量	30	-127	122	19	-49
期初現金	185	215	88	210	229
期末現金	215	88	210	229	180

資料來源：CMoney、群益

2024 年 8 月 20 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	615	622	797	622	885	699	668	649	705	776	787	733
營業成本	528	554	667	507	688	548	540	528	566	608	614	578
營業毛利淨額	87	68	130	115	198	151	128	121	139	168	173	155
營業費用	86	90	111	127	128	112	106	105	108	113	114	112
營業利益	1	-22	19	-12	69	39	22	15	31	55	60	43
業外收入及支出	65	35	27	20	46	-10	22	8	42	31	35	23
稅前純益	67	12	46	9	116	29	44	23	73	86	94	66
所得稅	47	-4	-1	16	70	0	10	6	18	23	25	20
稅後純益	17	9	37	-11	44	28	32	16	49	56	61	41
最新股本	995	995	995	995	995	995	995	995	995	995	995	995
稅後EPS(元)	0.17	0.09	0.38	-0.11	0.44	0.28	0.32	0.17	0.49	0.56	0.62	0.41

獲利能力(%)

毛利率(%)	14.19%	10.89%	16.31%	18.45%	22.31%	21.62%	19.21%	18.58%	19.74%	21.66%	22.03%	21.13%
營業利益率(%)	0.19%	-3.59%	2.44%	-1.92%	7.84%	5.63%	3.34%	2.34%	4.38%	7.10%	7.57%	5.83%
稅後純益率(%)	2.70%	1.39%	4.70%	-1.82%	4.97%	3.98%	4.74%	2.54%	6.90%	7.17%	7.79%	5.58%

QoQ(%)

營業收入淨額	19.92%	1.14%	28.11%	-21.95%	42.28%	-21.06%	-4.34%	-2.94%	8.63%	10.15%	1.37%	-6.84%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-43.31%	-43.24%	-31.95%	103.17%	78.47%	8.00%	-28.16%
稅前純益	N.A	-81.50%	274.63%	-81.54%	1260.06%	-74.65%	50.14%	-47.29%	212.55%	18.05%	10.14%	-30.07%
稅後純益	N.A	-47.95%	333.21%	N.A	N.A	-36.86%	14.16%	-48.02%	194.94%	14.53%	10.14%	-33.30%

YoY(%)

營業收入淨額	0.38%	-11.42%	21.55%	21.28%	43.89%	12.30%	-16.14%	4.28%	-20.38%	11.10%	17.72%	12.99%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	5973.40%	N.A	14.96%	N.A	-55.51%	40.06%	166.50%	181.34%
稅前純益	120.47%	-85.14%	151.17%	N.A	74.01%	138.44%	-4.44%	172.88%	-37.29%	191.99%	114.20%	184.19%
稅後純益	88.78%	-89.41%	163.97%	N.A	164.57%	220.95%	-15.42%	N.A	10.50%	100.43%	93.38%	148.17%

註1：稅後EPS以股本9.95億元計算

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。