

2024 年 9 月 9 日

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	63.00 元
目標價	
3 個月	68.00 元
12 個月	68.00 元

百和 (9938 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

07/17/2024	Buy	61.10
01/17/2024	Trading Buy	54.60
11/30/2023	Buy	65.00
09/08/2023	Buy	52.30

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,980
市值(億元)	188
目前每股淨值(元)	41.44
外資持股比(%)	27.64
投信持股比(%)	0.96
董監持股比(%)	6.95
融資餘額(張)	2,824
現金股息配發率(%)	51.28

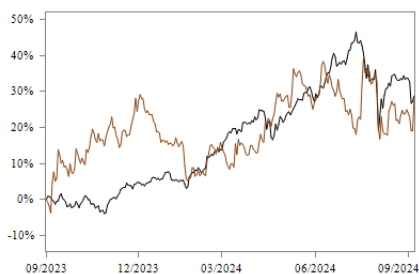
產品組合



- 織帶(鞋帶): 46.80%
- 黏扣帶: 13.80%
- 鬆緊帶: 13.40%
- 其他: 26.00%

股價相對大盤走勢

— 9938 — TWSE



營運模式符合市場趨勢，競爭優勢明確。

投資建議：隨客戶訂單成長，營收規模放大帶動毛利率提升，預估百和 2024 年營收 149.73 億元，YoY+20.31%，稅後 EPS 4.73 元。

考量(1)預期 2H24 百和營收可望維持成長的格局，帶動獲利續增。(2)在品牌廠希望縮短交期與全球佈局在地出貨的策略下，百和的競爭優勢更加強勁。(3)由於美國經濟風險浮現，2025 年營運的不確定性增加。將百和的投資建議調整為 Trading Buy，目標價 68 元(2024 年 PER 14.5X)。

2Q24 營收 37.21 億元，稅後 EPS 1.17 元，符合預期：百和 2Q24 營收 37.21 億元，YoY+37.45%，QoQ+4.68%，受惠於產品組合優化及營運規模成長，毛利率上升至 36.89%，稅後 EPS 1.17 元，符合預期。

歐系客戶需求熱帶動營收明顯增長，預期 2H24 可維持成長水準：1H24 百和的幾個歐系客戶的成長較大，且中系客戶的訂單也開始回升，顯示中國市場的需求已逐漸落底。從目前市場庫存已相對健康，且各品牌的新產品持續推出，有利於百和的出貨，預期 2H24 百和營收可望維持成長的格局，帶動獲利續增。預估 3Q24 營收 38.30 億元，YoY+7.07%，QoQ+2.91%，稅後 EPS 1.21 元。

百和印尼廠新產能預期 2024 年底到位，2025 年貢獻營收：印尼廠 4、5 期的新產能將在 3Q24 完工，完工後將花費時間進駐設備，預計 2025 年新的產能就可以全面投產。隨未來經濟規模的持續擴大，印尼廠的獲利將再提升，預計 2025 年將可以看到印尼廠新產能的獲利貢獻。認為百和維持產能擴增的進度不變，反應其看好 2025 年的市場需求可恢復成長，因此提前準備產能因應，也是為了未來品牌廠可能增加對東南亞國家的生產需求之預備動作。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	12,445	14,973	15,905	2,708	3,577	3,157	3,555	3,722	3,830	3,867	3,778	3,953
營業毛利淨額	3,828	5,286	5,210	726	1,191	971	1,231	1,373	1,343	1,339	1,195	1,285
營業利益	1,050	2,577	2,456	49	481	245	605	662	655	655	529	602
稅後純益	581	1,408	1,401	72	255	119	333	349	361	366	318	402
稅後 EPS(元)	1.95	4.73	4.70	0.24	0.86	0.40	1.12	1.17	1.21	1.23	1.07	1.35
毛利率(%)	30.76%	35.30%	32.76%	26.81%	33.29%	30.74%	34.62%	36.89%	35.07%	34.62%	31.63%	32.52%
營業利益率(%)	8.44%	17.21%	15.44%	1.80%	13.46%	7.77%	17.02%	17.78%	17.10%	16.94%	14.00%	15.23%
稅後純益率(%)	4.67%	9.41%	8.81%	2.66%	7.13%	3.77%	9.36%	9.38%	9.41%	9.47%	8.43%	10.16%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-23.51%	20.31%	6.23%	-9.86%	32.10%	-11.73%	12.61%	4.68%	2.91%	0.96%	-2.30%	4.64%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-61.77%	142.33%	-0.50%	-46.82%	254.14%	-53.34%	179.62%	4.94%	3.30%	1.56%	-13.04%	26.14%

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 29.80 億元計算。

2024 年 9 月 9 日

百和的 ESG：

百和為了配合全球環保減碳趨勢，在台灣、越南等各個廠區都建設太陽能發電板。並設立廢水處理系統，減少廢水排放造成的環境汙染。水回收系統也可以減少生產過程使用的用水量，達到環保的效果。

公司簡介：

百和為台灣黏扣及鞋帶大廠，產品包括黏扣帶、各式織帶、鞋帶、鬆緊帶、射出鉤、反光材料等。終端可應用在成衣、鞋類、3C 產品、醫療器材、玩具及汽車等。從產品比重來看，2022 年鞋帶占 50.9%，鬆緊帶 13.1%，黏扣帶 13.7%，針織經編緹花 11.2% 等。百和目前在台灣、越南、印尼及中國都設有生產基地。

歐系客戶需求熱帶動營收明顯增長，預期 2H24 可維持成長水準：

百和 2Q24 營收 37.21 億元，YoY+37.45%，QoQ+4.68%，受惠於產品組合優化及營運規模成長，毛利率上升至 36.89%，稅後 EPS 1.17 元，符合預期

1H24 百和的幾個歐系客戶的成長較大，且中系客戶的訂單也開始回升，顯示中國市場的需求已逐漸落底。從目前市場庫存已相對健康，且各品牌的新產品持續推出，有利於百和的出貨，預期 2H24 百和營收可望維持成長的格局，帶動獲利續增。預估 3Q24 營收 38.30 億元，YoY+7.07%，QoQ+2.91%，稅後 EPS 1.21 元。

百和印尼廠新產能預期 2024 年底到位，2025 年貢獻營收：

印尼廠 4、5 期的新產能將在 3Q24 完工，完工後將花費時間進駐設備，預計 2025 年新的產能就可以全面投產。隨未來經濟規模的持續擴大，印尼廠的獲利將再提升，預計 2025 年將可以看到印尼廠新產能的獲利貢獻。認為百和維持產能擴增的進度不變，反應其看好 2025 年的市場需求可恢復成長，因此提前準備產能因應，也是為了未來品牌廠可能增加對東南亞國家的生產需求之預備動作。

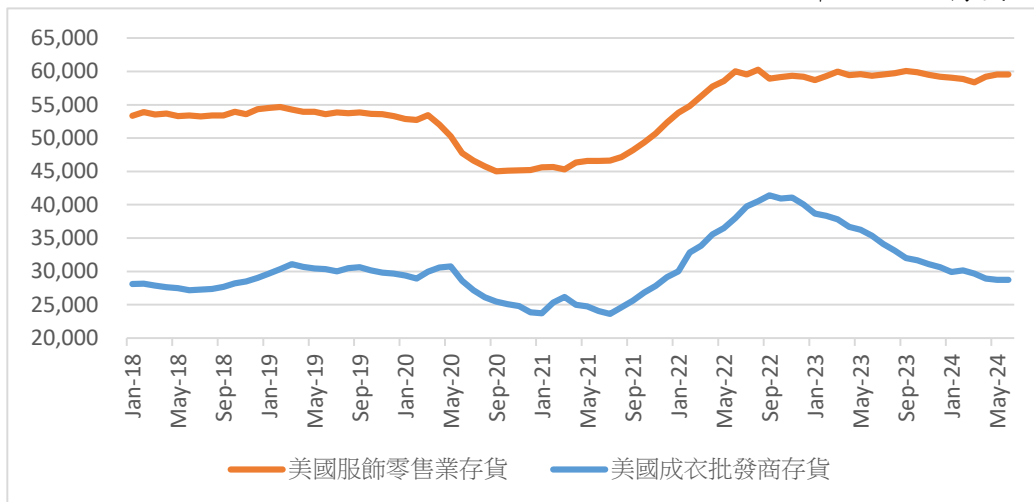
美國成衣批發商庫存水準持續下降，主要品牌庫存調整進度不一，但整體情況已明顯好轉，正面看待未來服飾需求成長：

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。

圖、美國服飾零售、批發庫存

單位：百萬美元



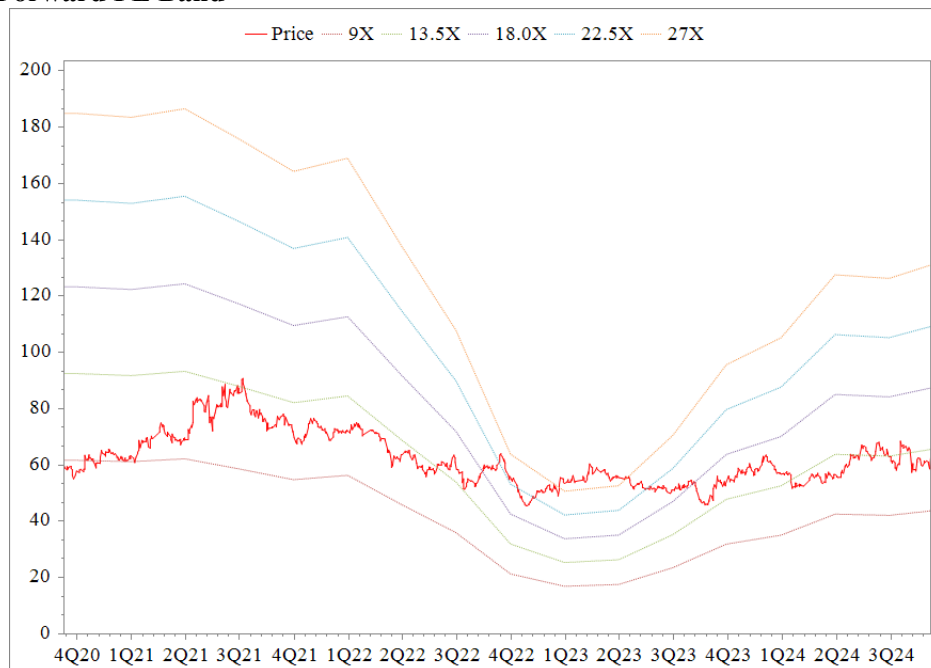
資料來源：Bloomberg

投資建議：

隨客戶訂單成長，營收規模放大帶動毛利率提升，預估百和 2024 年營收 149.73 億元，YoY+20.31%，稅後 EPS 4.73 元。

考量(1)預期 2H24 百和營收可望維持成長的格局，帶動獲利續增。(2)在品牌廠希望縮短交期與全球佈局在地出貨的策略下，百和的競爭優勢更加強勁。(3)由於美國經濟風險浮現，2025 年營運的不確定性增加。將百和的投資建議調整為 Trading Buy，目標價 68 元(2024 年 PER 14.5X)。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 9 月 9 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	28,936	31,834	31,673	32,628	34,335
流動資產	13,548	12,660	12,211	11,746	13,702
現金及約當現金	3,531	3,959	3,761	3,646	4,237
應收帳款與票據	2,976	2,123	2,065	2,611	2,356
存貨	5,792	5,325	4,796	5,183	6,010
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	12,329	16,532	17,009	17,009	17,009
負債總計	15,306	17,345	17,772	17,797	18,657
流動負債	8,213	14,685	11,474	12,365	14,423
應付帳款及票據	987	647	528	905	736
非流動負債	7,093	2,660	6,299	5,056	4,027
權益總計	13,630	14,488	13,901	14,831	15,678
普通股股本	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980
保留盈餘	7,790	8,247	8,105	9,035	9,883
母公司業主權益	10,760	11,784	11,562	12,374	13,180
負債及權益總計	28,936	31,834	31,673	32,628	34,335

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	18,288	16,270	12,445	14,973	15,905
營業成本	11,359	10,680	8,617	9,687	10,695
營業毛利淨額	6,929	5,591	3,828	5,286	5,210
營業費用	2,951	2,876	2,778	2,709	2,755
營業利益	3,978	2,715	1,050	2,577	2,456
EBITDA	5,357	4,068	2,357	3,561	3,758
業外收入及支出	49	-191	-639	-411	-360
稅前純益	4,027	2,571	471	2,166	2,095
所得稅	1,361	782	194	641	652
稅後純益	2,060	1,520	581	1,408	1,401
稅後 EPS(元)	6.91	5.10	1.95	4.73	4.70
完全稀釋 EPS**	6.91	5.10	1.95	4.73	4.70

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 29.80【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 29.80 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	24.87%	-11.03%	-23.51%	20.31%	6.23%
營業毛利淨額	28.88%	-19.31%	-31.53%	38.08%	-1.43%
營業利益	41.61%	-31.75%	-61.33%	145.47%	-4.71%
稅後純益	32.73%	-26.19%	-61.77%	142.33%	-0.50%

獲利能力分析(%)

毛利率	37.89%	34.36%	30.76%	35.30%	32.76%
EBITDA(%)	29.30%	25.00%	18.94%	23.78%	23.63%
營益率	21.75%	16.69%	8.44%	17.21%	15.44%
稅後純益率	11.26%	9.34%	4.67%	9.41%	8.81%
總資產報酬率	7.12%	4.78%	1.83%	4.32%	4.08%
股東權益報酬率	15.11%	10.49%	4.18%	9.50%	8.94%

償債能力檢視

負債比率(%)	52.89%	54.49%	56.11%	54.55%	54.34%
負債/淨值比(%)	112.29%	119.72%	127.85%	120.00%	119.00%
流動比率(%)	164.96%	86.21%	106.42%	95.00%	95.00%

其他比率分析

存貨天數	179.46	189.98	214.35	188.00	191.00
應收帳款天數	56.24	57.20	61.42	57.00	57.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	2,289	3,068	1,363	4,767	4,149
稅前純益	4,027	2,571	471	2,166	2,095
折舊及攤銷	1,281	1,255	1,329	1,361	1,361
營運資金變動	-431	980	468	-557	-740
其他營運現金	-2,588	-1,738	-905	1,797	1,433
投資活動現金	-1,130	-3,659	-1,745	-4,414	-2,747
資本支出淨額	-1,451	-3,688	-1,630	-2,755	-2,755
長期投資變動	344	62	-91	-240	-240
其他投資現金	-23	-32	-25	-1,419	248
籌資活動現金	-3,483	918	206	-468	-812
長借/公司債變動	-1,077	-884	-870	-1,242	-1,029
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-894	-1,043	-745	-596	-596
其他籌資現金	-1,512	2,845	1,820	1,370	813
淨現金流量	-2,340	-7	-198	-115	590
期初現金	5,871	3,966	3,959	3,761	3,646
期末現金	3,531	3,959	3,761	3,646	4,237

資料來源：CMoney、群益

2024 年 9 月 9 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	3,004	2,708	3,577	3,157	3,555	3,722	3,830	3,867	3,778	3,953	4,078	4,096
營業成本	2,063	1,982	2,386	2,187	2,324	2,349	2,487	2,528	2,583	2,667	2,698	2,747
營業毛利淨額	941	726	1,191	971	1,231	1,373	1,343	1,339	1,195	1,285	1,381	1,349
營業費用	666	677	709	725	626	711	688	683	666	683	705	700
營業利益	274	49	481	245	605	662	655	655	529	602	676	649
業外收入及支出	-182	-102	-138	-157	-105	-105	-109	-92	-61	-11	-109	-180
稅前純益	92	-53	343	88	500	557	546	563	468	591	567	470
所得稅	29	4	96	65	133	146	175	186	140	177	170	164
稅後純益	135	72	255	119	333	349	361	366	318	402	385	296
最新股本	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980
稅後EPS(元)	0.45	0.24	0.86	0.40	1.12	1.17	1.21	1.23	1.07	1.35	1.29	0.99

獲利能力(%)

毛利率(%)	31.32%	26.81%	33.29%	30.74%	34.62%	36.89%	35.07%	34.62%	31.63%	32.52%	33.85%	32.94%
營業利益率(%)	9.14%	1.80%	13.46%	7.77%	17.02%	17.78%	17.10%	16.94%	14.00%	15.23%	16.57%	15.85%
稅後純益率(%)	4.51%	2.66%	7.13%	3.77%	9.36%	9.38%	9.41%	9.47%	8.43%	10.16%	9.45%	7.22%

QoQ(%)

營業收入淨額	1.37%	-9.86%	32.10%	-11.73%	12.61%	4.68%	2.91%	0.96%	-2.30%	4.64%	3.17%	0.44%
營業利益	-13.19%	-82.26%	888.93%	-49.08%	146.81%	9.35%	-1.00%	0.02%	-19.30%	13.87%	12.23%	-3.93%
稅前純益	-32.48%	N.A	N.A	-74.39%	468.55%	11.35%	-1.87%	3.12%	-16.88%	26.14%	-4.03%	-17.16%
稅後純益	39.21%	-46.82%	254.14%	-53.34%	179.62%	4.94%	3.30%	1.56%	-13.04%	26.14%	-4.03%	-23.25%

YoY(%)

營業收入淨額	-29.57%	-46.23%	-10.74%	6.55%	18.36%	37.45%	7.07%	22.47%	6.26%	6.21%	6.49%	5.94%
營業利益	-64.89%	-95.18%	-20.58%	-22.45%	120.48%	1259.03%	36.04%	167.23%	-12.62%	-9.01%	3.15%	-0.92%
稅前純益	-88.05%	N.A	-42.88%	-35.75%	441.08%	N.A	59.09%	540.62%	-6.34%	6.10%	3.77%	-16.64%
稅後純益	-70.83%	-87.12%	-36.34%	22.35%	145.76%	384.92%	41.44%	207.83%	-4.27%	15.07%	6.91%	-19.21%

註1：稅後EPS以股本29.80億元計算

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。