

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

| | |
|-------|---------|
| 前日收盤價 | 20.95 元 |
| 目標價 | |
| 3 個月 | 24.10 元 |
| 12 個月 | 24.10 元 |

百和興業-KY(8404TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

營運走出谷底，獲利展望佳。

公司基本資訊

| | |
|------------|-------|
| 目前股本(百萬元) | 3,999 |
| 市值(億元) | 84 |
| 目前每股淨值(元) | 15.92 |
| 外資持股比(%) | 53.53 |
| 投信持股比(%) | 0.00 |
| 董監持股比(%) | 58.63 |
| 融資餘額(張) | 1,383 |
| 現金股息配發率(%) | 0.00 |

產品組合



- 緹花網布:31.50%
- 織帶(鞋帶):31.30%
- 黏扣帶:15.60%
- 其他:21.60%

股價相對大盤走勢



投資建議：預估百和興業 2024 年營收 73.04 億元，YoY+38.62%，稅後 EPS 1.44 元。2025 年預期受惠越南百宏的成長，營收將續增至 82.43 億元，YoY+12.85%，稅後 EPS 2.46 元。考量(1)隨客戶前期開發的產品逐漸進入生產階段，預期越南百和接下來的營運將逐漸成長，規模效益出現將推升百和興業整體毛利率及獲利。(2)美國開始降息及發行 CB 償還美元借款，將使利息支出明顯減少。(3)經編網布擁有輕薄透氣並兼具強度的特性，逐漸受到客戶的採用並開發新產品，將成公司成長動能。故對百和興業的投資建議為 Buy，目標價 24.1 元(2024 年 PER 17X)。

預估 3Q24 營收 20.10 億元，稅後 EPS 0.47 元：預估百和興業 3Q24 營收 20.10 億元，YoY+29.85%，QoQ+15.89%，受惠於產品組合優化及營運規模成長，預期毛利率為 37.89%，稅後 EPS 0.47 元。

發行可轉債償還美元借款，並受惠美國開始降息，預期利息支出將逐漸下降：百和興業因有大量的美元借款，在過去二年受到美元升息的影響使利息費用大增，於 2023 年的利息費用高達新台幣 5 億多元。公司為了減輕利息費用壓力故規劃將發行可轉債，預計發行約新台幣 12 億元的可轉債，籌得的資金將用來償還美元借款。隨著美元開始降息及未來美元借款的減少，預計百和興業 2025 年的利息支出壓力將明顯下降。

經編網布輕薄透氣特性符合市場需求，預期 2025 年出貨可維持成長：百和興業調整經編網布的生產流程進行優化，將原本多步驟的流程整合為一，不僅提升產品的單價也有利於客戶的製造流程，因此可以提升產品毛利率。從產品的角度來看，經編網布的優點是輕薄透氣，且仍保持一定的強度，符合現代戶外用品的需求。1H24 已看到百和數個產品線的出貨都恢復成長，其中經編網布的成長較大，預期在幾個主要品牌客戶持續增加採用之下，2025 年經編網布出貨將可維持成長。

| (百萬元) | 2023 | 2024F | 2025F | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24F | 4Q24F | 1Q25F | 2Q25F |
|-----------------|---------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 營業收入淨額 | 5,269 | 7,304 | 8,243 | 1,149 | 1,548 | 1,363 | 1,532 | 1,734 | 2,010 | 2,028 | 1,801 | 2,027 |
| 營業毛利淨額 | 1,551 | 2,727 | 3,136 | 259 | 514 | 424 | 556 | 648 | 761 | 762 | 655 | 774 |
| 營業利益 | -67 | 1,129 | 1,503 | -160 | 132 | 5 | 209 | 241 | 339 | 340 | 281 | 374 |
| 稅後純益 | -627 | 576 | 983 | -269 | -20 | -191 | 68 | 123 | 189 | 196 | 162 | 242 |
| 稅後 EPS(元) | -1.57 | 1.44 | 2.46 | -0.67 | -0.05 | -0.48 | 0.17 | 0.31 | 0.47 | 0.49 | 0.41 | 0.61 |
| 毛利率(%) | 29.43% | 37.33% | 38.04% | 22.53% | 33.24% | 31.08% | 36.27% | 37.35% | 37.89% | 37.57% | 36.38% | 38.19% |
| 營業利益率(%) | -1.27% | 15.46% | 18.23% | -13.91% | 8.54% | 0.35% | 13.66% | 13.88% | 16.87% | 16.76% | 15.62% | 18.44% |
| 稅後純益率(%) | -11.90% | 7.89% | 11.93% | -23.42% | -1.28% | -13.99% | 4.41% | 7.07% | 9.43% | 9.68% | 9.01% | 11.96% |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | -34.73% | 38.62% | 12.85% | -4.97% | 34.69% | -11.91% | 12.40% | 13.18% | 15.89% | 0.90% | -11.17% | 12.54% |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | N.A | N.A | 70.68% | N.A | N.A | N.A | N.A | 81.41% | 54.54% | 3.61% | -17.34% | 49.41% |

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 39.99 億元計算。

百和興業的 ESG：

百和興業在台灣及中國、越南的生產基地都通過 ISO 14064-1 溫室氣體盤查。越南百宏因近年逐漸擴增產能，造成 2022 年碳排放量提高，但未來隨著生產規模成型，環保設備完善，未來的碳排放量將達峰開始下降。

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9月30日

資產負債表

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 資產總計 | 15,208 | 17,779 | 17,943 | 16,777 | 17,979 |
| 流動資產 | 7,805 | 6,912 | 6,875 | 7,038 | 8,663 |
| 現金及約當現金 | 1,660 | 1,640 | 1,453 | 1,579 | 1,888 |
| 應收帳款與票據 | 1,494 | 1,067 | 1,015 | 1,586 | 1,124 |
| 存貨 | 4,020 | 3,573 | 3,332 | 3,189 | 3,247 |
| 採權益法之投資 | -- | -- | -- | 0 | 0 |
| 不動產、廠房設備 | 5,802 | 9,189 | 9,700 | 9,272 | 9,342 |
| 負債總計 | 9,280 | 12,208 | 13,111 | 11,534 | 12,085 |
| 流動負債 | 5,011 | 10,871 | 8,974 | 8,798 | 7,875 |
| 應付帳款及票據 | 795 | 485 | 346 | 683 | 437 |
| 非流動負債 | 4,269 | 1,338 | 4,137 | 2,399 | 4,118 |
| 權益總計 | 5,929 | 5,570 | 4,832 | 5,243 | 5,895 |
| 普通股股本 | 3,152 | 3,152 | 3,309 | 3,309 | 3,309 |
| 保留盈餘 | 2,817 | 2,530 | 1,701 | 2,112 | 2,764 |
| 母公司業主權益 | 5,928 | 5,570 | 4,832 | 5,242 | 5,894 |
| 負債及權益總計 | 15,208 | 17,779 | 17,943 | 16,777 | 17,979 |

損益表

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 營業收入淨額 | 10,141 | 8,073 | 5,269 | 7,304 | 8,243 |
| 營業成本 | 6,345 | 5,331 | 3,719 | 4,577 | 5,107 |
| 營業毛利淨額 | 3,796 | 2,742 | 1,551 | 2,727 | 3,136 |
| 營業費用 | 1,713 | 1,680 | 1,617 | 1,598 | 1,633 |
| 營業利益 | 2,083 | 1,062 | -67 | 1,129 | 1,503 |
| EBITDA | 2,793 | 1,763 | 660 | 1,890 | 2,423 |
| 業外收入及支出 | 52 | -209 | -547 | -377 | -228 |
| 稅前純益 | 2,143 | 879 | -582 | 752 | 1,274 |
| 所得稅 | 811 | 323 | 46 | 176 | 291 |
| 稅後純益 | 1,249 | 556 | -627 | 576 | 983 |
| 稅後 EPS(元) | 3.12 | 1.39 | -1.57 | 1.44 | 2.46 |
| 完全稀釋 EPS** | 3.12 | 1.39 | -1.57 | 1.44 | 2.46 |

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 39.99【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 39.99 億元計算

現金流量表

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業活動現金 | 398 | 692 | -316 | 1,253 | -282 |
| 稅前純益 | 2,143 | 879 | -582 | 752 | 1,274 |
| 折舊及攤銷 | 619 | 664 | 746 | 714 | 682 |
| 營運資金變動 | 115 | 564 | 154 | -92 | 159 |
| 其他營運現金 | -2,479 | -1,415 | -635 | -122 | -2,397 |
| 投資活動現金 | -387 | -2,839 | -1,224 | 28 | -218 |
| 資本支出淨額 | -810 | -2,872 | -1,002 | -855 | -700 |
| 長期投資變動 | 446 | 27 | -229 | -20 | -10 |
| 其他投資現金 | -23 | 7 | 8 | 903 | 492 |
| 籌資活動現金 | -2,759 | 2,438 | 1,375 | -1,154 | 809 |
| 長借/公司債變動 | -799 | -259 | -763 | -1,738 | 1,719 |
| 現金增資 | 0 | 0 | 70 | 0 | 0 |
| 發放現金股利 | -315 | -788 | -63 | -165 | -331 |
| 其他籌資現金 | -1,645 | 3,485 | 2,132 | 750 | -579 |
| 淨現金流量 | -2,762 | -20 | -187 | 126 | 309 |
| 期初現金 | 4,421 | 1,660 | 1,640 | 1,453 | 1,579 |
| 期末現金 | 1,660 | 1,640 | 1,453 | 1,579 | 1,888 |

資料來源：CMoney、群益

比率分析

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成長力分析(%) | | | | | |
| 營業收入淨額 | 54.76% | -20.40% | -34.73% | 38.62% | 12.85% |
| 營業毛利淨額 | 58.39% | -27.78% | -43.44% | 75.84% | 14.99% |
| 營業利益 | 95.38% | -49.03% | N.A | N.A | 33.09% |
| 稅後純益 | 143.15% | -55.49% | N.A | N.A | 70.68% |
| 獲利能力分析(%) | | | | | |
| 毛利率 | 37.43% | 33.96% | 29.43% | 37.33% | 38.04% |
| EBITDA(%) | 27.54% | 21.84% | 12.52% | 25.88% | 29.39% |
| 營益率 | 20.54% | 13.15% | -1.27% | 15.46% | 18.23% |
| 稅後純益率 | 12.31% | 6.88% | -11.90% | 7.89% | 11.93% |
| 總資產報酬率 | 8.21% | 3.13% | -3.50% | 3.43% | 5.47% |
| 股東權益報酬率 | 21.06% | 9.98% | -12.98% | 10.99% | 16.68% |
| 償債能力檢視 | | | | | |
| 負債比率(%) | 61.02% | 68.67% | 73.07% | 68.75% | 67.21% |
| 負債/淨值比(%) | 156.52% | 219.16% | 271.33% | 220.00% | 205.00% |
| 流動比率(%) | 155.78% | 63.58% | 76.61% | 80.00% | 110.00% |
| 其他比率分析 | | | | | |
| 存貨天數 | 234.90 | 259.93 | 338.85 | 260.00 | 230.00 |
| 應收帳款天數 | 47.88 | 57.90 | 72.12 | 65.00 | 60.00 |

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 | 1,209 | 1,149 | 1,548 | 1,363 | 1,532 | 1,734 | 2,010 | 2,028 | 1,801 | 2,027 | 2,207 | 2,207 |
| 營業成本 | 856 | 890 | 1,033 | 940 | 977 | 1,086 | 1,248 | 1,266 | 1,146 | 1,253 | 1,352 | 1,357 |
| 營業毛利淨額 | 354 | 259 | 514 | 424 | 556 | 648 | 761 | 762 | 655 | 774 | 856 | 850 |
| 營業費用 | 397 | 419 | 382 | 419 | 346 | 407 | 422 | 422 | 374 | 400 | 427 | 431 |
| 營業利益 | -44 | -160 | 132 | 5 | 209 | 241 | 339 | 340 | 281 | 374 | 428 | 419 |
| 業外收入及支出 | -118 | -105 | -140 | -152 | -103 | -89 | -96 | -88 | -73 | -59 | -52 | -44 |
| 稅前純益 | -162 | -265 | -8 | -147 | 106 | 151 | 243 | 252 | 208 | 315 | 377 | 374 |
| 所得稅 | -14 | 5 | 12 | 43 | 38 | 29 | 53 | 55 | 46 | 72 | 83 | 90 |
| 稅後純益 | -148 | -269 | -20 | -191 | 68 | 123 | 189 | 196 | 162 | 242 | 294 | 285 |
| 最新股本 | 3,999 | 3,999 | 3,999 | 3,999 | 3,999 | 3,999 | 3,999 | 3,999 | 3,999 | 3,999 | 3,999 | 3,999 |
| 稅後EPS(元) | -0.37 | -0.67 | -0.05 | -0.48 | 0.17 | 0.31 | 0.47 | 0.49 | 0.41 | 0.61 | 0.73 | 0.71 |
| 獲利能力(%) | | | | | | | | | | | | |
| 毛利率(%) | 29.25% | 22.53% | 33.24% | 31.08% | 36.27% | 37.35% | 37.89% | 37.57% | 36.38% | 38.19% | 38.77% | 38.53% |
| 營業利益率(%) | -3.62% | -13.91% | 8.54% | 0.35% | 13.66% | 13.88% | 16.87% | 16.76% | 15.62% | 18.44% | 19.41% | 18.98% |
| 稅後純益率(%) | -12.20% | -23.42% | -1.28% | -13.99% | 4.41% | 7.07% | 9.43% | 9.68% | 9.01% | 11.96% | 13.31% | 12.89% |
| QoQ(%) | | | | | | | | | | | | |
| 營業收入淨額 | -15.88% | -4.97% | 34.69% | -11.91% | 12.40% | 13.18% | 15.89% | 0.90% | -11.17% | 12.54% | 8.89% | -0.01% |
| 營業利益 | N.A | N.A | N.A | -96.41% | 4318.24% | 14.96% | 40.92% | 0.22% | -17.21% | 32.82% | 14.63% | -2.22% |
| 稅前純益 | N.A | N.A | N.A | N.A | N.A | 42.66% | 60.70% | 3.61% | -17.34% | 51.35% | 19.62% | -0.59% |
| 稅後純益 | N.A | N.A | N.A | N.A | N.A | 81.41% | 54.54% | 3.61% | -17.34% | 49.41% | 21.17% | -3.14% |
| YoY(%) | | | | | | | | | | | | |
| 營業收入淨額 | -35.93% | -58.96% | -20.55% | -5.16% | 26.72% | 50.92% | 29.85% | 48.74% | 17.55% | 16.89% | 9.83% | 8.84% |
| 營業利益 | N.A | N.A | -34.38% | -94.44% | N.A | N.A | 156.64% | 7073.74% | 34.42% | 55.31% | 26.34% | 23.26% |
| 稅前純益 | N.A | N.A | N.A | N.A | N.A | N.A | N.A | N.A | 96.34% | 108.30% | 55.05% | 48.77% |
| 稅後純益 | N.A | N.A | N.A | N.A | N.A | N.A | N.A | N.A | 140.09% | 97.75% | 55.05% | 44.96% |

註1：稅後EPS以股本39.99億元計算

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。