

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: 2024/10/15
目前收盤價 (NT\$): 358.0
目標價 (NT\$): 423
52 週最高最低(NT\$): 184-402
加權指數: 22975.29

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 2,494
市值 (NT\$/mn): 89,290
市值 (US\$/mn): 2,976
20 日平均成交量(仟股): 947
PER (2024): 31.44
PBR (2024): 11.37
外資持股比率: 90.28

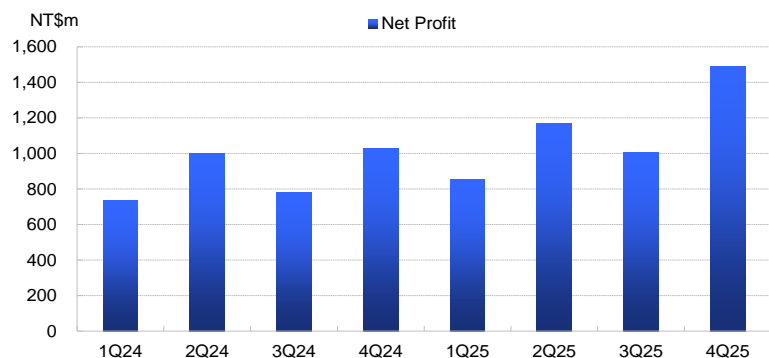
股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-8.2	19.3	0.0
加權指數報酬率	5.6	-3.9	10.8

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	423	354
營業收入 (NT\$/mn)	37,038	35,915
毛利率 (%)	20.15	20.21
營益率 (%)	12.59	12.72
EPS (NT\$)	14.83	14.22
BVPS(NT\$)	95	95

製鞋獲利王，時序進入旺季且長期趨勢向上

- 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。
- 營運近況：3Q24 營收 93.01 億元，YOY+38.77%，QOQ-4.77%，QOQ 下滑幅度優於原本預期，考量產品組合以及稼動率影響，預估毛利率 19.2%，本業獲利 10.98 億元，預估稅後淨利 8.23 億元，以股本 24.94 億元計算，預估 EPS 3.30 元，第四季為年內最旺的季度，營運將再創巔峰，營收將挑戰百億元，預估 4Q24 營收 102 億元，QOQ+9.67%，YOY+24.39%，EPS 4.26 元。我們上修來億-KY 2024 年營收 370.38 億元，YOY+32.21%，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 12.6%，稅後歸屬母公司淨利潤 36.98 億元，EPS 14.83 元。
- 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。
- 2025 年展望：2025 年隨著產能持續擴張且主要客戶 Adidas 雙位數成長且 HOKA 維持高速成長帶動下，預估營收兩成增長達 442.02 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，預期營益率持穩向上，預估本業獲利 58.75 億元，營業利率 13.29%，本業獲利 YOY+26.01%，預估稅後 EPS 18.41 元。
- 維持買進建議，目標價 423 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，且時序進入營運旺季，考量 4Q24~2025 營運動能仍強，維持買進建議，目標價上調至 423 元(23X 2025PER)。

Exhibit 1: 稅後淨利



Source: TEJ

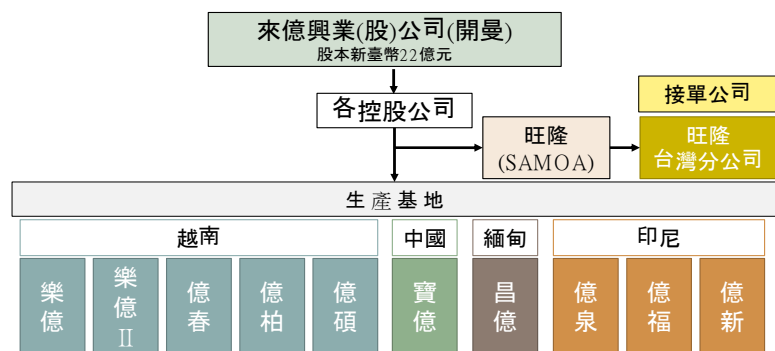
來億掌握當今最夯運動休閒鞋，主要客戶為 ADIDAS、Converse 以及 HOKA，為台股營收佔比最高之 HOKA 概念股

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 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

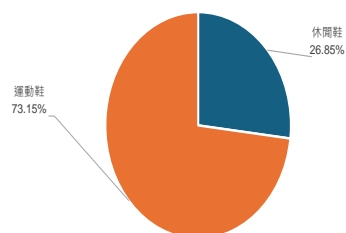
集團投資架構



Source: : Company Data、Masterlink

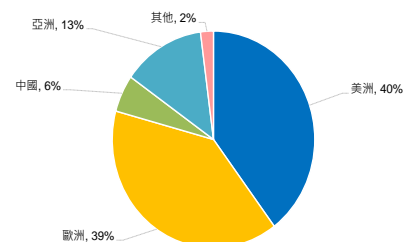
以產品組合來看，2023 年運動鞋佔比 73.15%、休閒鞋為 26.85%，2024 年隨著 HOKA 佔比的提升，我們預期運動鞋佔比將持續提升。另以生產區域別來看，2023 年越南佔比 89.79%、中國 5.34%以及緬甸 4.87%，隨著中國寶億廠的結束以及越南的擴廠，預期 2024 年越南佔比持續提升，另印尼亦可望有小量貢獻。

2023 年產品組合



Source: : 公司、元富整理

1H24 營收區域比重



Source: : 公司、元富整理

What's New :

3Q24 營收優於預期，預估 3Q24 EPS 為 3.3 元，全年 EPS 上修為 14.83 元

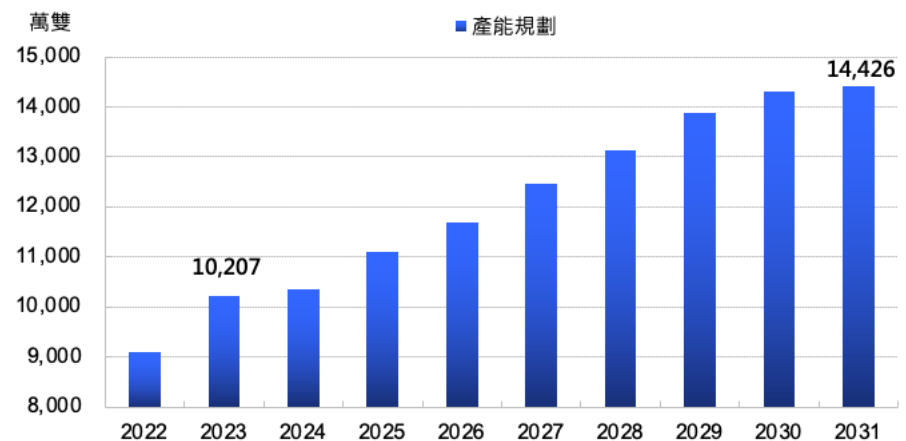
3Q24 營收優於預期，預估 3Q24 EPS 為 3.3 元，全年 EPS 上修為 14.83 元
來億-KY 3Q24 營收 93.01 億元，YOY+38.77%，QOQ-4.77%，QOQ 下滑幅度優於原本預期的 10~15%，獲利方面，考量產品組合以及稼動率影響，預估毛利率 19.2%，費用控管得宜下，預估本業獲利 10.98 億元，營業利益率 11.8%，業外因考量新台幣升值將產生小幅匯兌損失，預估稅後淨利 8.23 億元，以股本 24.94 億元計算，預估 EPS 3.30 元，第四季為年內最旺的季度，營運將再創巔峰，營收將挑戰百億元，我們預估 4Q24 營收 102 億元，QOQ+9.67%，YOY+24.39%，預估 EPS 4.26 元。考量 3Q24 營收優於預期且 4Q 進入旺季，我們上修來億-KY 2024 年營收 370.38 億元，YOY+32.21%，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 12.6%，稅後歸屬母公司淨利潤 36.98 億元，EPS 14.83 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，HOKA 將躍升為第二大客戶

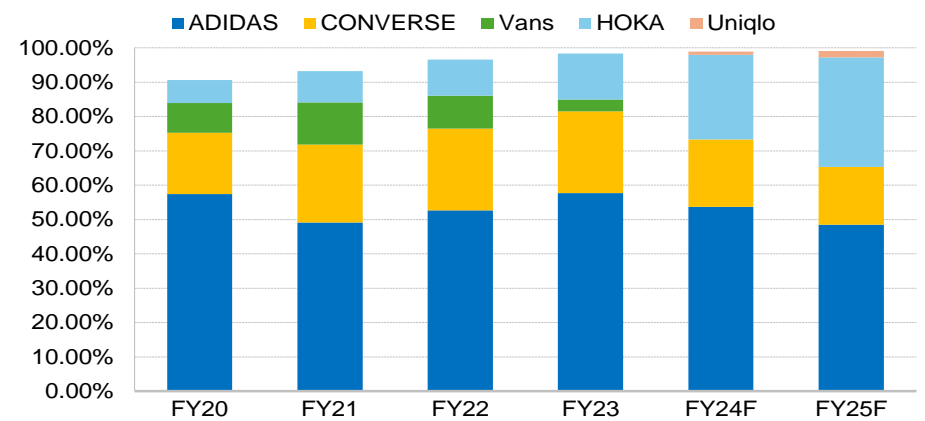
以來億 2023 年客戶結構來看，ADIDAS 57.74%、Converse 23.77%、HOKA 13.42%以及 Vans 3.41%，由於 Vans 營運不佳且持續庫存調整，故公司決定在 2023 年終止合作計畫，並將資源集中於 HOKA。

2024~2025 年主要成長動能來自
HOKA，HOKA 躍升為第二大客戶

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，預期來億成長性將優於品牌的高個位數增長，我們預期 ADIDAS 雙位數增長。展望 2025 年，我們預期 ADIDAS 將維持穩健雙位數成長。
- 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，整體出貨量上看 1800~2000 萬雙。HOKA 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，2024 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 26%，EPS 18.41 元

預估 2025 年營收增長兩成，本業獲利增長 26%，EPS 18.41 元

展望 2025 年，隨著產能持續擴張且主要客戶 Adidas 雙位數成長且 HOKA 維持高速成長帶動下，我們預估營收可望有兩成增長達 442.02 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，預期營益率持穩向上，預估本業獲利 58.75 億元，營業利益率 13.29%，本業獲利 YOY+26.01%，預估稅後歸屬母公司淨利潤 45.91 億元，EPS 18.41 元，較上次預估上調幅度約 2%。

時序進入旺季且 2025 營運動能仍強，維持買進建議

時序進入旺季且 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，且時序進入營運旺季，考量 4Q24~2025 營運動能仍強，維持買進建議，目標價上調至 423 元(23X 2025PER)。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m	
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F		
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		
Net sales	31,338	28,016	37,038	44,202		Cash	4,655	4,429	8,780	8,922		
COGS	25,648	24,243	29,575	35,096		Marketable securities	0	0	0	0		
Gross profit	5,691	3,773	7,464	9,106		A/R & N/R	3,965	3,998	3,087	3,683		
Operating expense	945	1,803	2,802	3,231		Inventory	3,773	4,282	4,200	4,200		
Operating profit	4,745	1,969	4,662	5,875		Others	1,320	2,056	2,200	2,200		
Total non-operate. Inc.	272	365	328	160		Total current asset	13,712	14,765	18,266	19,005		
Pre-tax profit	5,018	1,874	4,990	6,035		Long-term invest.	65	55	55	55		
Total Net profit	2,716	1,310	3,962	4,751		Total fixed assets	9,852	10,987	10,987	10,987		
Minority	210	-69	263	160		Total other assets	1,603	1,484	1,514	1,614		
Net Profit	3,926	1,378	3,698	4,591		Total assets	25,522	27,495	30,821	31,661		
EPS (NT\$)	11.39	6.26	14.83	18.41								
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F		Short-term Borrow	2,544	2,296	2,296	2,296		
Sales	57.0	(10.6)	32.2	19.3		A/P &N/P	1,080	1,709	1,344	1,170		
Gross profit	119.7	(33.7)	97.8	22.0		Other current liab.	2,193	2,744	7,372	7,385		
Operating profit	124.4	(58.5)	136.7	26.0		Total current liab.	5,816	6,748	11,013	10,852		
Pre-tax profit	143.8	(62.6)	166.2	20.9		L-T borrows	0	0	0	0		
Net profit	140.1	(64.9)	168.3	24.1		Other L-T liab.	653	174	170	170		
EPS	1,034.5	(45.0)	136.7	24.1		Total liability.	6,947	7,452	11,183	11,022		
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F		Common stocks	2,200	2,200	2,494	2,494		
Gross	18.2	13.5	20.2	20.6		Reserves	0	0	0	0		
Operating	15.1	7.0	12.6	13.3		Retain earnings	2,697	4,164	3,031	4,032		
EBITDA	16.0	6.7	13.6	13.9		Total Equity	18,576	20,043	19,639	20,639		
Pre-tax	16.0	6.7	13.5	13.7		Total Liab. & Equity	25,522	27,495	30,821	31,661		
Net	12.5	4.9	10.0	10.4								
Comprehensive Quarterly Income Statement						Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m	NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F		
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		
Net sales	7,771	9,766	9,301	10,200		Net income	3,926	1,378	3,698	4,591		
Gross profit	1,483	2,052	1,786	2,142		Dep & Amort	339	1,100	1,448	1,568		
Operating profit	881	1,286	1,098	1,397		Investment income	5	0	0	0		
Total non-ope inc.	139	163	33	-7		Changes in W/C	872	1,789	548	-771		
Pre-tax profit	1,020	1,450	1,131	1,390		Other adjustment	-4,311	-2,126	-3,000	-2,500		
Net profit	739	1,075	823	1,062		Cash flow – ope.	832	2,142	2,694	2,888		
EPS	2.96	4.31	3.30	4.26		Capex	-172	-1,851	-2,000	-2,500		
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Change in L-T inv.	0	0	0	0		
Net sales	40.8	28.6	38.8	24.4		Other adjustment	-297	322	0	0		
Gross profit	118.8	159.1	57.9	82.8		Cash flow –inve.	-469	-1,529	-2,000	-2,500		
Operating profit	632.3	433.3	115.3	119.1		Free cash flow	660	292	694	388		
Net profit	1,824.1	N/A	N/A	75.3		Inc. (Dec.) debt	-544	1,430	1,500	1,500		
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Cash dividend	-660	-1,100	-770	-1,746		
Net sales	(5.2)	25.7	(4.8)	9.7		Other adjustment	-244	-1,021	2,560	0		
Gross profit	26.6	38.4	(13.0)	19.9		Cash flow–Fin.	-1,448	-692	3,290	-246		
Operating profit	38.1	46.0	(14.7)	27.3		Exchange influence	324	455	0	0		
Net profit	21.9	45.5	(23.4)	29.1		Change in Cash	-761	377	3,984	142		
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Ratio Analysis						
Gross	19.1	21.0	19.2	21.0		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F		
Operating	11.3	13.2	11.8	13.7		ROA	16.10	5.20	12.68	14.70		
Net	9.5	11.0	8.8	10.4		ROE	22.79	7.14	18.64	22.80		

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.