

BUY

百和(9938)

□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

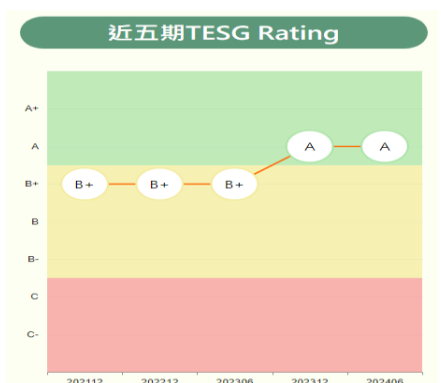
日期: 2024/10/16
目前收盤價 (NT\$): 72.0
目標價 (NT\$): 84
52 週最高最低(NT\$): 52.6-77.2
加權指數: 23292.04

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 2,980
市值 (NT\$/mn): 21,460
市值 (US\$/mn): 715
20 日平均成交量(仟股): 5,892
PER (2024): 13.65
PBR (2024): 1.68
外資持股比率: 28.81
TCRI 5

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	12.0	17.3	18.8
加權指數報酬率	7.0	-2.5	13.9

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	84	84
營業收入 (NT\$/mn)	15,813	15,083
毛利率 (%)	36.88	36.19
營益率 (%)	19.09	17.55
EPS (NT\$)	5.28	4.80
BVPS(NT\$)	43.0	42.5



上修 2024 獲利且 2025 營運持續向上

- **近期營運:**九月 EPS 0.43 元·3Q24 營收 43.19 億元·QOQ+16.06%·YOY+20.76%。針織經編緹花網布 3Q24 營收貢獻 7.25 億元·QoQ+43.1%·YOY+36.88%·為主要成長動能·其餘四大傳產均有雙位數以上的增長。獲利方面·受惠於稼動率提升且產品複雜度提升·毛利率達 38.4%·費用控管得宜且有營收規模擴大所帶來的營運槓桿效益·營業利益 9.31 億元·營業利益率 21.56%·業外淨損 1.56 億元·稅後歸屬母公司淨利 4.54 億元·EPS 1.53 元·
- **未來展望:**就 9M24 各項產品線表現來看·針織緹花經編網布營收貢獻 17.93 億元·YOY+47%·我們認為網布 2024 年應有望超過公司預期的 YOY+30~35%·我們預估經編網布營收 24.73 億元·YOY 超過四成·梭織 YOY+66%·隨著客戶持續出貨帶動下·全年應該有超越四成的成長性·9M24 傳產營收 YOY+21%·全年應該超越年初預期·第三季營收 QOQ+16.06%·觀察 4Q24 營運表現來看·整體還是不錯·但就營收規模來看·要比 3Q24 提升的難度較高·整體 4Q24 營收看持平~小降·全年營收成長兩成以上無虞·優於年初所設定的雙位數成長·我們調整百和 2024 年營收 158.13 億元·YoY+27.06%·隨著稼動率穩步提升可望帶動毛利率持穩·預估毛利率為 36.88%·本業獲利 30.27 億元·稅後歸屬母公司淨利潤 15.72 億元·EPS 調整為 5.28 元·
- **維持買進:**我們預估 2024 年 EPS 5.28 元·展望 2025 年·公司尚未提出具體展望·但公司先前表示 2025 年將優於 2024 年·我們初步預估 2025 年營收雙位數增長·毛利率隨著稼動率提升可望持續向上·EPS 6.39 元·股價方面·短線上受到 4Q24 營收持平到小降影響·股價恐受壓抑·惟考量 2025 年整體營運持續向上可望帶動評價提升·故維持買進·目標價 84 元(13X 2024 EPS)·

Exhibit 1: ESG 評分



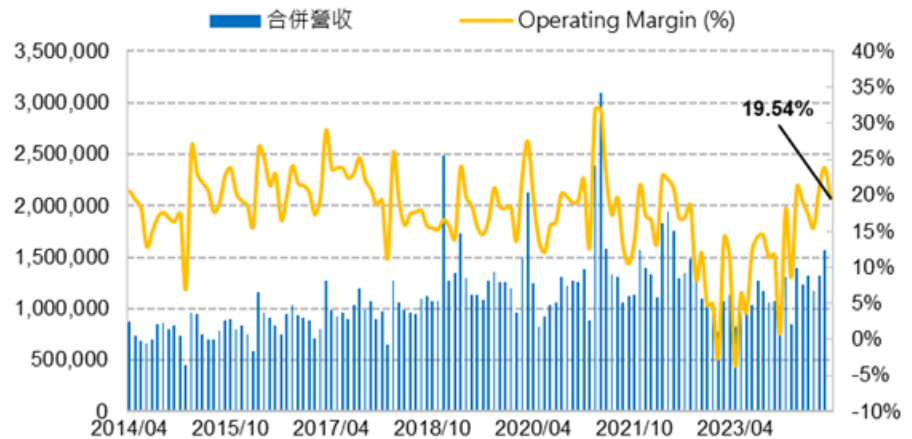
Source : TEJ

What's New :

九月 EPS 0.43 元，3Q24 EPS 1.53 元，符合預期

九月營收 14.37 億元，MOM-8.2%，YOY+13.3%，不考慮房地產影響下，MOM-7.3%，YOY+12.1%，累計 3Q24 營收達成率 114%，優於預期；就單月表現來看，射出勾 MOM+0.28%，織鞋帶、黏扣帶 MOM 下滑幅度 2~4%，均優於平均；下滑幅度較大的是針織緹花網布 MOM 下滑 14.3%，但單月營收仍維持在 2 億元以上水準達 2.22 億元。就季度表現來看，網布營收達 7.24 億元，QOQ+43.1%，YOY+36.88%，表現佳；織鞋帶、黏扣帶以及鬆緊帶 QOQ 介於 7~11%間，大致符合預期；獲利方面，九月自結營業利益 2.8 億元，營業利益率 19.54%，較八月份下滑，主要是受到產品組合以及營收規模下滑影響所致，稅前淨利 2.3 億元，稅後歸屬母公司淨利潤 1.29 億元，九月 EPS 0.43 元，累計 3Q24 EPS 1.53 元，符合預期。

台灣百和單月營益率趨勢



Source: : Company Data、Masterlink

3Q24 成長動能最強之產品為經編緹花網布且毛利率提升顯著、四大傳產亦均有雙位數以上的增長

百和 3Q24 營收 43.19 億元，QOQ+16.06%，YOY+20.76%，達成我們 2Q24 營收預估值的 114%，就各產品比重來看，黏扣帶 12.29%、織鞋帶 47.02%、鬆緊帶 12.45%、射出勾 7.33%、針織經編緹花網布 16.78%、房地產 1.13%以及其他 3%。成長最強的產品線為針織經編緹花網布，3Q24 營收貢獻 7.25 億元，QoQ+43.1%，YOY+36.88%，為主要成長動能，其餘四大傳產來看，黏扣帶 YOY+16.96%、織鞋帶 YOY+20.17%、鬆緊帶 YOY+13.9%以及射出勾 YOY+34.23%，均有雙位數以上的增長。獲利方面，受惠於稼動率提升且產品複雜度提升，毛利率達 38.4%。就各項產品線毛利率來看，黏扣帶 28%、織鞋帶 40%、鬆緊帶 45.5%、射出勾 45.2%、梭織緹花布 49.5%，經編網布 30.5%以及其他 44.3%，綜觀各產品毛利率來看，經編網布毛利率較上季度提升 13.3%，主要受惠於營收規模提升所帶動。織鞋帶提升 1.6%、鬆緊帶維持高檔，主要是受惠於緹花鬆緊帶出貨比重高；費用控管得宜且有營收規模擴大所帶來的營運槓桿效益，費用率 16.9%，較上季度下滑 2.2%，3Q24 合併營業利益達 9.31 億元，營業利益率 21.56%，優於預期，業外淨損 1.56 億元，推估主要為

利息費用(主要反應百和-KY 的利息費用)以及小幅匯損，稅前淨利 7.75 億元，稅後歸屬母公司淨利 4.54 億元，EPS 1.53 元，符合預期。

4Q24 營收持平到小降，全年營收成長兩成以上，優於年初預期

就 9M24 各項產品線表現來看，針織緹花經編網布營收貢獻 17.93 億元，YOY+47%，我們認為網布 2024 年應有望超過公司預期的 YOY+30~35%，我們預估經編網布營收 24.73 億元，YOY 超過四成。梭織 YOY+66%，隨著客戶持續出貨帶動下，全年應該有超越四成的成長性。9M24 傳產營收 YOY+21%，全年應該超越年初預期。

4Q24 營收持平到小降，全年營收成長兩成以上，優於年初預期

針對 4Q24 展望，公司在前兩次法說會表示，以趨勢來看，營收有望逐季向上，下半年優於上半年。而今由於第三季營收表現優於預期，第三季 QOQ+16.06%，觀察 4Q24 營運表現來看，整體還是不錯，但就營收規模來看，要比 3Q24 提升的難度較高，整體 4Q24 營收看持平~小降，全年營收成長兩成以上無虞，優於年初所設定的雙位數成長。

整體而言，我們調整百和 2024 年營收 158.13 億元，YoY+27.06%，隨著稼動率穩步提升可望帶動毛利率持穩，預估毛利率為 36.88%，本業獲利 30.27 億元，稅後歸屬母公司淨利潤 15.72 億元，EPS 調整為 5.28 元。資本支出來看，2023 年集團資本支出 16.33 億元，其中廠房建物 12.4 億元、機器設備 3.21 億元。2024 年預計資本支出金額為 14.89 億元，其中廠房建物 53%、設備購置 41% 以及其他 6%。9M24 實際資本支出 11.61 億元，主要用於台灣、越南百和以及印尼百和的廠房建物，餘者為設備支出。

就行業別來看，2023 年 Footwear 佔營收比重 61.3%，YOY 衰退 14%、Apparel 23.1%，YoY 衰退 30%。客戶方面來看，不考慮房地產營收貢獻，2023 年前兩大品牌佔營收比重為 40~45%，美系品牌仍為第一大客戶。9M24 Footwear 佔營收比重 60%、Apparel 23%，Footwear 復甦態勢強於 Apparel。品牌來看，德國品牌為第一大客戶，佔比 23.9%、美系品牌 18.8%，德系品牌 9M24 營收 YOY+41%、美系品牌 YOY+8%、瑞士品牌為第三大客戶，佔營收比重 6%，9M24 YOY+76%。其他品牌，如 BOA 成長近五成、NB 成長近七成。

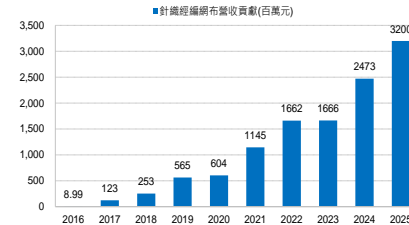
預估針織經編緹花網布 2024 年營收成長四成以上，2025 維持高成長，毛利率趨勢向上

2024 年隨著客戶庫存調整完畢且客戶採用意願提升，網布營收維持高成長，我們預估 2024 網布營收達 24.73 億元，YOY 超過四成。毛利率方面，以 1Q24 表現來看，網布營收達 5.62 億元，毛利率 27.5%、2Q24 網布營收 5.06 億元，毛利率 17.2%，3Q24 網布營收 7.24 億元，毛利率 30.5%，且未來隨著營收規模擴大，單位成本下滑，毛利率有望再提升。

預估針織經編緹花網布 2024 年營收成長四成以上，2025 維持高成長，毛利率趨勢向上

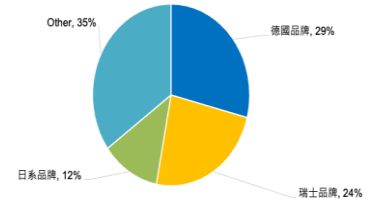
網布 2023 年主要客戶仍以德系客戶為主，佔比 29%、瑞士品牌客戶 24%、日系客戶 12%，前三大客戶佔比達六成以上。2024 年應仍以德系以及瑞士品牌為主，1H24 德系品牌佔比 33%、瑞士品牌佔比 26%，日系品牌營收佔比 9%，美系戶外鞋品牌目前小量出貨，佔營收比重約 1%。

2024~2025 網布營收成長動能強勁



Source: 元富預估

2023 年網布主要客戶



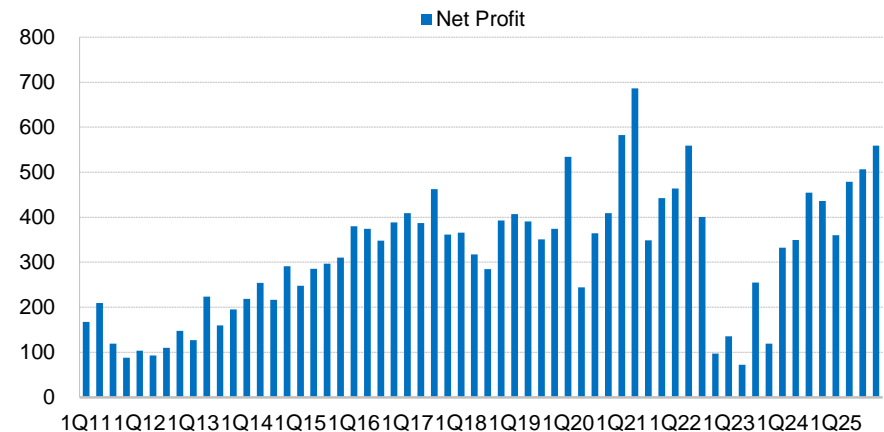
Source: 元富整理

上調 2024 年 EPS 為 5.28 元，2025 年營運持續向上，預估 EPS 6.39 元，維持買進

上調 2024 年 EPS 為 5.28 元，2025 年營運持續向上，預估 EPS 6.39 元，維持買進

我們預估 2024 年 EPS 5.28 元，展望 2025 年，公司尚未提出具體展望，但公司先前表示 2025 年將優於 2024 年，我們初步預估 2025 年營收雙位數增長，毛利率隨著稼動率提升可望持續向上，EPS 6.39 元。股價方面，短線上受到 4Q24 營收持平到小降影響，股價恐受壓抑，惟考量 2025 年整體營運持續向上可望帶動評價提升，故維持買進，目標價 84 元(13X 2024 EPS)。

稅後淨利趨勢



Source: Company Data、Masterlink

TESG 企業永續指標

SASB主產業排名

同步顯示

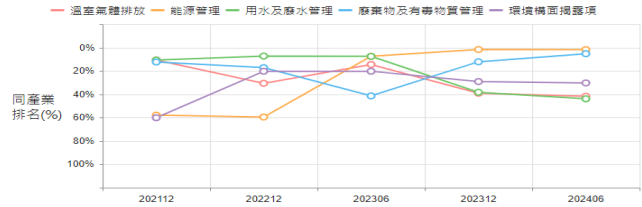
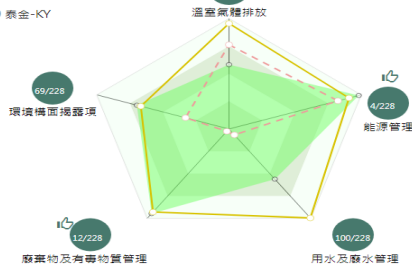
SASB子產業排名

環境 Environmental

SASB主產業排名

SASB主產業排名 31 / 228

標的: 9938 百和
最好: 8938 明安
平均: 6629 泰金-KY



環境構面分析

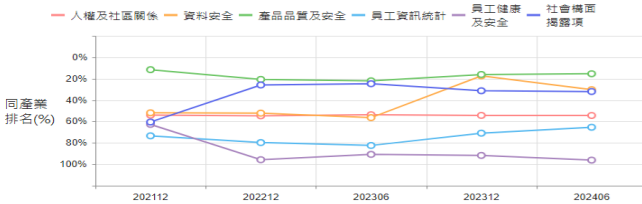
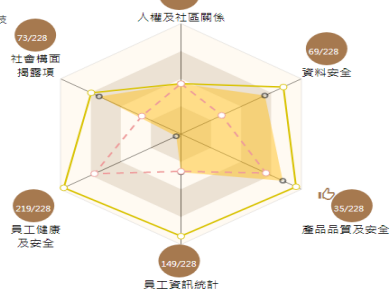
- 溫室氣體排放於SASB主產業排名為居中，位居41.7%，近三期排名下降27.1%。
- 能源管理於SASB主產業排名為領先，位居1.8%，近三期排名上升5.7%。
- 用水及廢水管理於SASB主產業排名為居中，位居43.9%，近三期排名下降36.4%。
- 廢棄物及有毒物質管理於SASB主產業排名為領先，位居5.3%，近三期排名上升36.1%。
- 環境構面揭露項於SASB主產業排名為中前，位居30.3%，近三期排名下降10.0%。

社會 Social

SASB主產業排名

SASB主產業排名 54 / 228

標的: 9938 百和
最好: 1466 聚隆
平均: 8350 廣翰科技



社會構面分析

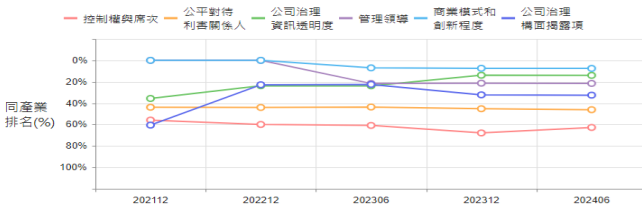
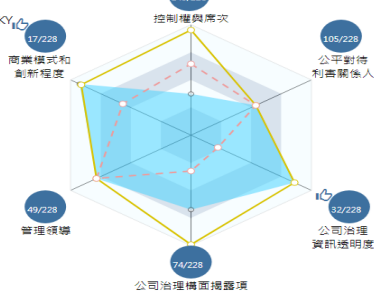
- 人權及社區關係於SASB主產業排名為居中，位居54.4%。
- 資安及客戶隱私於SASB主產業排名為中前，位居30.3%，近三期排名上升26.1%。
- 產品品質及安全於SASB主產業排名為領先，位居15.4%，近三期排名上升6.7%。
- 員工統計於SASB主產業排名為中後，位居65.4%，近三期排名上升17.0%。
- 員工健康及安全於SASB主產業排名為中後，位居96.1%，近三期排名下降5.3%。
- 社會揭露項於SASB主產業排名為中前，位居32.0%，近三期排名下降7.3%。

治理 Governance

SASB主產業排名

SASB主產業排名 26 / 228

標的: 9938 百和
最好: 9910 豐泰
平均: 8482 廣德-KY



治理構面分析

- 控制權與席次於SASB主產業排名為中後，位居62.7%。
- 公平對待利害關係人於SASB主產業排名為居中，位居46.1%。
- 公司治理資訊透明度於SASB主產業排名為領先，位居14.0%，近三期排名上升9.8%。
- 管理領導於SASB主產業排名為中前，位居21.5%。
- 商業模式和創新於SASB主產業排名為領先，位居7.5%。
- 公司治理構面揭露項於SASB主產業排名為中前，位居32.5%，近三期排名下降10.0%。

資料來源：TEJ

本刊載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 5 of 6

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	16,270	12,445	15,813	17,717		Cash	3,524	3,326	4,804	6,480	
COGS	10,680	8,617	9,981	10,997		Marketable securities	0	0	0	0	
Gross profit	5,591	3,828	5,831	6,720		A/R & N/R	2,123	2,065	2,635	2,953	
Operating expense	2,973	2,767	2,812	3,082		Inventory	5,325	4,796	4,991	5,498	
Operating profit	2,617	1,061	3,019	3,638		Others	940	1,071	600	600	
Total non-operate. Inc.	-144	-579	-436	-280		Total current asset	11,913	11,259	13,030	15,531	
Pre-tax profit	2,473	482	2,582	3,358		Long-term invest.	0	0	0	0	
Total Net profit	1,789	277	1,819	2,350		Total fixed assets	16,532	17,009	18,509	20,009	
Minority	268	-304	247	447		Total other assets	2,317	2,247	2,627	2,628	
Net Profit	1,423	592	1,564	1,903		Total assets	30,761	30,514	34,165	38,167	
EPS (NT\$)	5.10	1.95	5.28	6.39		Short-term Borrow	6,660	8,410	8,110	7,810	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F		A/P & N/P	647	528	768	846	
Sales	(11.0)	(23.5)	27.1	12.0		Other current liab.	7,328	2,500	4,721	7,339	
Gross profit	(19.3)	(31.5)	52.3	15.2		Total current liab.	14,635	11,438	13,598	15,995	
Operating profit	(34.5)	(59.5)	184.6	20.5		L-T borrows	0	0	0	0	
Pre-tax profit	(38.9)	(80.5)	436.2	30.0		Other L-T liab.	2,622	6,274	6,000	6,000	
Net profit	(31.5)	(58.4)	164.2	21.7		Total liability.	17,277	17,213	19,598	21,995	
EPS	(26.2)	(61.8)	170.5	21.1		Common stocks	2,980	2,980	2,980	2,980	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F		Reserves	728	733	733	733	
Gross	34.4	30.8	36.9	37.9		Retain earnings	8,077	7,849	10,854	12,460	
Operating	16.1	8.5	19.1	20.5		Total Equity	13,485	13,301	14,567	16,173	
EBITDA	24.0	20.5	28.1	29.0		Total Liab. & Equity	30,761	30,514	34,165	38,167	
Pre-tax	15.2	3.9	16.3	19.0							
Net	8.7	4.8	9.9	10.7							

Comprehensive Quarterly Income Statement						Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	3,555	3,722	4,319	4,217		Net income	1,423	592	1,564	1,903	
Gross profit	1,231	1,373	1,660	1,567		Dep & Amort	1,157	1,339	1,337	1,417	
Operating profit	605	662	931	829		Investment income	0	0	0	0	
Total non-ope inc.	-105	-105	-156	-70		Changes in W/C	997	110	-525	-747	
Pre-tax profit	500	557	775	759		Other adjustment	-510	-678	300	301	
Net profit	333	349	454	436		Cash flow – ope.	3,068	1,363	2,675	2,874	
EPS	1.12	1.17	1.53	1.46		Capex	-3,688	-1,630	-1,500	-1,500	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Change in L-T inv.	31	0	0	0	
Net sales	18.4	37.4	20.8	33.6		Other adjustment	-1	-115	-200	-200	
Gross profit	30.8	89.2	39.4	61.5		Cash flow –inve.	-3,659	-1,745	-1,700	-1,700	
Operating profit	120.5	1,259.0	93.4	238.2		Free cash flow	-620	-267	1,175	1,374	
Net profit	145.8	384.9	78.3	266.7		Inc. (Dec.) debt	2,443	919	500	500	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Cash dividend	-1,424	-775	-298	-298	
Net sales	12.6	4.7	16.1	(2.4)		Other adjustment	-101	62	300	300	
Gross profit	26.8	11.5	20.9	(5.6)		Cash flow-Fin.	918	206	502	502	
Operating profit	146.8	9.3	40.7	(11.0)		Exchange influence	-335	-21	0	0	
Net profit	179.6	4.9	30.2	(4.0)		Change in Cash	-7	-198	1,477	1,676	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Ratio Analysis					
Gross	34.6	36.9	38.4	37.2		Year-end Dec. 31	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	
Operating	17.0	17.8	21.6	19.7		ROA	4.85	1.93	4.84	5.26	
Net	9.4	9.4	10.5	10.3		ROE	10.55	4.42	11.22	12.38	

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.