

製鞋產業 | 志強-KY (6768 TT ; 未評等)

品牌客戶訂單增長，印尼新廠投產挹注，成長無虞，評價偏低

交易資料表

市值	NT\$22,250 百萬元
三個月平均日成交值	NT\$74 百萬元
外資持股比率	71.0%
董監事持股比率	2.2%
股價淨值比 (2023)	1.60倍

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2020	2021	2022	2023
營業收入	13,515	12,336	18,525	14,208
EPS (元)	2.35	3.42	9.22	2.78
本益比 (倍)	--	19.8	7.8	24.1
ROE (%)	3.7	5.7	13.8	3.9
現金殖利率 (%)	2.6	3.1	4.4	3.4

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuantan.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

- 志強為專業製鞋廠，運動鞋佔比 85%，Adidas 及 Nike 為主要客戶，營收佔比合計超過 85%，亦有新客戶 ASICS 及 Brooks 訂單加入。
- 足球鞋訂單復甦，志強自結 3Q24 稅後 EPS 為 1.76 元，年增 320.2%，2024 年前三季稅後 EPS 提升至 5.78 元，年增 200%。
- 品牌客戶訂單復甦，且新客戶 ASICS 及 Brooks 訂單增長，搭配印尼廠新廠產能加入，志強營運成長無虞，評價偏低具吸引力。

志強為製鞋廠，運動鞋佔比 85%，Adidas 及 Nike 為主要客戶

志強為專業製鞋代工廠，運動鞋營收佔比 85%，休閒鞋佔比 15%，產品包括足球鞋、棒球鞋及美式橄欖球鞋等，以 Adidas 及 Nike 為兩大品牌客戶，營收佔比合計超過 85%。近幾年為 ASICS 及 Brooks 代工生產跑鞋，也為 Adidas 生產 Gore-Tex 戶外鞋。志強的生產基地越南共 5 座工廠、柬埔寨 1 座工廠。也於印尼設立新廠，預計 2Q25 完工投產。

足球鞋訂單復甦，志強 2024 年前三季稅後 EPS 提升至 5.78 元，年增 200%

受惠 Adidas 及 Nike 足球鞋訂單復甦，且新加入的客戶 ASICS 及 Brooks 跑鞋訂單挹注，志強 3Q24 自結獲利延續增長。3Q24 營收 42.92 億元，年增 45.4%。毛利率改善 1.0ppt 至 22.1%，遠優於 3Q23 之 16.4%，反映稼動率提升，營業利益 3.94 億元，年增 2272.7%，而利息收入抵銷匯兌損失干擾，整體業外獲利約 4400 萬元，稅後 EPS 為 1.76 元，年增 320.2%。2024 年前三季營收合計 132.39 億元，年增 30.1%，毛利率改善 5.3ppt 至 21.1%，營業利益增至 11.61 億元，年增 345.7%，稅後 EPS 提升至 5.78 元，年增 200%。

品牌訂單復甦明確，且新客戶 ASICS 及 Brooks 訂單增長，志強營運成長無虞，評價偏低具吸引力

考量:1) 志強 3Q24 稅後 EPS 為 1.76 元，年增 320.2%，且本業營業利益，年增 2272.7%，獲利大幅改善。2) 品牌商訂單復甦明確，且新客戶 ASICS 及 Brooks 跑鞋訂單挹注增長，2024 年營收及獲利向上趨勢確立。且印尼新廠加入，2026 年世足賽的備貨需求帶動，志強 2025 年成長無虞，展望正向。3) 過往本益比區間落在 13-17 倍之間，依據市場對志強 2024 年及 2025 年稅後 EPS 預估各為 7.83 元及 9.99 元，目前本益比 14.5 倍及 11.4 倍，於評價區間中下緣的偏低水準，仍具吸引力。

志強為專業製鞋代工廠

志強(6768)成立於 2000 年，為專業製鞋代工廠，主力產品為運動鞋營收佔比 85%，休閒鞋佔比 15%，其中運動鞋品項包括足球鞋、棒球鞋及美式橄欖球鞋等，近幾年跨入跑鞋製造業務，為 ASICS 及 Brooks 代工生產專業跑鞋，也爭取到 Nike 跑鞋訂單，2023 年開始為 Adidas 生產 Gore-Tex 戶外鞋。志強集團控股旗下子公司，志強台灣為集團接單主體，總部在台中，其他子公司則是已經量產的海外鞋廠。

志強的強項為足球鞋製造。生產基地位於越南及柬埔寨，目前共有六座工廠，員工人數達約 2.7 萬人，其中越南五座，分別是志雄廠(越南平陽省，客戶為 Adidas)、大華廠(越南平陽省，客戶為 ASICS)、志中廠(越南頭頓省，客戶為 Nike)、志寧廠(越南西寧省，客戶為 Nike)、大河廠(越南同奈省，客戶為 Brooks)，以及志寨廠(柬埔寨磅清揚，客戶為 Adidas)。

志強與 Adidas 及 Nike 兩大品牌長期合作關係穩定

志強與 Adidas 合作長達 21 年，與 Nike 合作則有 10 年時間，志強加強與 Nike 合作關係，2019 年決定將志中廠讓 Nike 包廠，當時驗廠期間，停工 3 個月犧牲產能，進行產能調整，以爭取未來 Nike 訂單進一步放量。志強也於 2019 年拿到 Nike 的 Process Innovation 獎項，是打入 Nike 供應體系的重要里程碑。

志強於 2019 年之前幾年擴展休閒鞋客戶訂單有成，休閒鞋的營收佔比由以往約 25% 一度提升至 50%，運動鞋(以足球鞋為主)佔比則由 75% 降至 50%。惟近幾年運動鞋產品線，除足球鞋、棒球鞋外，再擴增至跑鞋及戶外鞋等領域，而疫情衝擊休閒鞋需求衰退，導致休閒鞋佔比回落至 15%，運動鞋(包括足球鞋、跑鞋及戶外鞋等)佔比提升至 85%。志強未來的營收成長關鍵，在於因應市場變化，作出相對應的產品組合，調整運動鞋及休閒鞋的產品比重。

以各產品線毛利率表現，新產品跑鞋工序雖較簡單，但 ASP 不錯，毛利率高於整體平均。足球鞋生產工序較複雜，但 ASP 也較高，毛利率與平均水準相當。休閒鞋技術門檻不會太高，毛利率相對低於平均水準。

志強生產基地包括越南及柬埔寨，並新增印尼

志強的生產基地以越南為主，輔以柬埔寨。其中越南共有 5 座工廠、柬埔寨則有 1 座工廠。其中服務 Adidas 的工廠為越南志雄及柬埔寨志寨廠，越南志雄廠是營運最久的工廠，也有研發能量，志寨廠則是接受志雄廠技轉後純代工，月產能各為 90 萬雙及 150 萬雙，不過目前平均月產量各僅 60 萬及 120 萬雙，尚有產量提升空間；至於服務 Nike 的工廠則有越南志中廠及志寧廠，志寧廠可做產品開發，志中廠則專門生產，月產能各為 50 萬雙及 90 萬雙，產能接近滿載。越南大華廠位於越南平陽省，客戶為 ASICS，目前月產能約 25 萬雙，但受限於人力不足，月產量僅為 20 萬雙。越南大河廠位於越南同奈省，客戶為 Brooks，目前月產能約 10 萬雙，除跑鞋訂單外，還包括小部分足球鞋及美式足球鞋訂單。

志強也於印尼設立新廠，預計 2Q25 完工投產，初期主要是因應 Brooks 訂單而設立。規劃 1Q25 訓練工人，預計是 2025 年 4 月下單、7 月出貨，產線將是逐步開出，初步規畫產線開出 3-4 條，目標月產能 20-30 萬雙。至於滿載的月產能為 50 萬雙，換算年產能達 600 萬雙，未來若有機會爭取 Nike 及 Adidas 訂單，再進一步擴充印尼廠產能。

圖 1：志強主要生產基地

廠區	設立年度	客戶	產品	地點	月產能(單位:萬雙)
越南志雄	2000年	Adidas	足球鞋，戶外鞋、休閒鞋	越南平陽省	90
柬埔寨志寨	2009年	Adidas	足球鞋，戶外鞋、休閒鞋	柬埔寨磅清揚	150
越南志中	2010年	Nike	足球鞋、釘鞋	越南頭頓省	50
越南志寧	2012年	Nike	足球鞋、釘鞋	越南西寧省	90
越南大華	2015年	ASICS	跑鞋、釘鞋	越南平陽省	25
越南大河	2018年	Brooks	跑鞋	越南同奈省	10
總產能					415
印尼新廠	2025年	Brooks	跑鞋	印尼	20-30

資料來源：公司資料、元大投顧預估

志強主要產品為足球鞋，預期 2026 年世足賽有利足球鞋銷售熱潮延續

志強運動鞋一年的年產量最高峰一度可達 4,000-4,300 萬雙。其中以足球鞋為主，佔比超過 50%。以 2019 年的銷售資料為例，志強 2019 年足球鞋銷售量約 2100 萬雙，而當年全球足球鞋市場規模 9,962 萬雙，換算志強全球足球鞋市佔率約 21 %。其中志強 2019 年出貨給 Nike 雙數約 760 萬雙，佔 Nike 供應比重約 35%，2019 年出貨給 Adidas 雙數約 930 萬雙，佔 Adidas 供應比重約 38%。志強的經營策略為持續深耕 Nike 及 Adidas 兩大品牌，配合兩大客戶進行產品研發及產能擴充。

志強近幾年足球鞋出貨量趨勢，2019 年約 2,100 萬雙，2020 年降至 1,400 萬雙，受疫情爆發衝擊，2021 年續降至 1200 萬雙，越南廠 3Q21 封城衝擊產能，2022 年回升至 1,800 萬雙，係受惠 2022 年遞延訂單之挹注，2023 年回落至 1500 萬雙，乃庫存調整干擾所致。而品牌庫存去化順利，加上歐洲盃及美洲盃足球賽舉辦，2024 年足球鞋銷售大幅回溫，志強 2024 年足球鞋出貨量則由年初預估之 1,600 萬雙上修至 1,900 萬雙。展望未來，由於美國足球市場熱度提升，且 2026 年世界盃足球賽即將舉辦，有利整體足球熱潮延續，足球鞋銷售將可持續成長。

志強跨入戶外鞋及跑鞋等新產品，尋求新成長動能

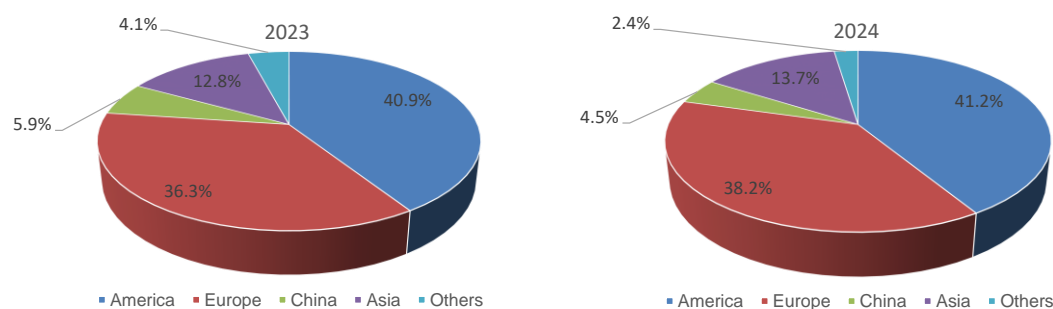
由於足球鞋為專業性高的運動鞋品項，成長性相對有限，因此志強轉往開發戶外鞋及跑鞋等新產品，尋求新的成長動能。志強的戶外鞋產品是先與 Adidas 合作，一開始做較基本款，2022 年訂單量相對仍小、僅在志雄廠生產；2023 年基本款成長 4 倍，並加入 Gore-Tex，需額外認證。同時志強也開始做 Adidas Rain-RDY 材質鞋款，在歐洲銷售成績不錯，Adidas 希望志強開發，幫忙做成本管控，而較大突破是志寨廠生產能力於 2024 年被 Adidas 認證開始可以做戶外鞋，有利進一步降低生產成本，擴大產量。

至於志強於跑鞋產品的發展，是先與品牌商 ASICS 於疫情期間展開合作，初期鴨子划水，成長較慢，不過 ASICS 訂單於 2H22 開始出現較明顯成長。另外志強也順利開發 Brooks 訂單，合作不到 3 年已經開始生產 Brooks 最熱賣的 GHOST 系列跑鞋，生產實力獲得 Brooks 認可。

志強銷售地區以美洲及歐洲為主

志強 2022 年各地區銷售比重，歐洲佔比 36.1%，美洲佔比 44.1%，中國佔比 8.0%，亞洲佔比 9.0%，其他地區佔比 2.9%。2023 年各地區佔比，歐洲佔比略增至 36.3%，美洲佔比降至 40.9%，中國佔比降至 5.9%，亞洲佔比提升至 12.8%，其他地區增至 4.1%。1H24 各地區佔比，美洲提升至 41.2%，歐洲增至 38.2%，中國降至 4.5%，亞洲降至 13.7%，其他降至 2.4%。

圖 2：志強 2023 年及 1H24 各地區營收分布

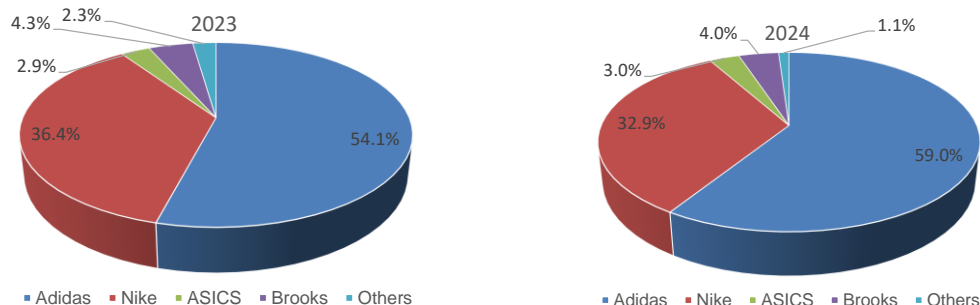


資料來源：公司資料、元大投顧預估

志強的兩大品牌客戶營收佔比合計超過 80%，但新增 ASICS 及 Brooks 兩具潛力的客戶

2022 年客戶營收分佈，Adidas 佔比 55.6%，Nike 佔比 30.3%，PUMA 佔比 10.0%，其他客戶 4.2% (ASICS 佔比 2.4%，Brooks 佔比 1.0%，其他客戶 0.8%)。2023 年客戶分佈，Adidas 佔比 54.1%，Nike 佔比增至 36.4%，PUMA 佔比降至 0.8%，其他客戶 8.1% (ASICS 佔比 2.9%，Brooks 佔比 4.3%，其他客戶 0.9%)。1H24 客戶分佈，Adidas 佔比增至 59.0%，Nike 降至 32.9%，PUMA 降至 0，ASICS 佔比 3.0%，Brooks 佔比 4.0%，其他客戶 1.1%。

圖 3：志強 2023 年及 1H24 各客戶營收分布

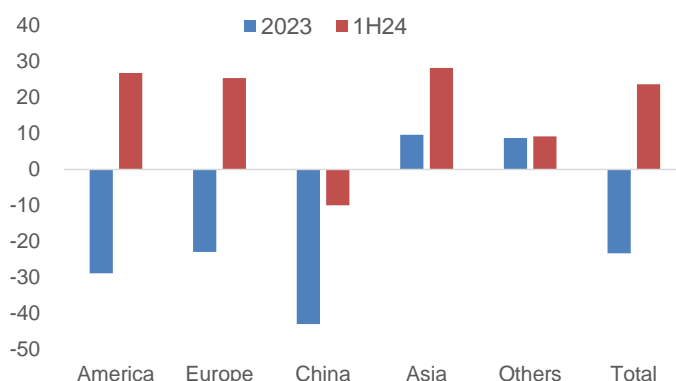


資料來源：公司資料、元大投顧預估

志強 1H24 營收回升，受惠兩大品牌在歐美市場銷售回溫

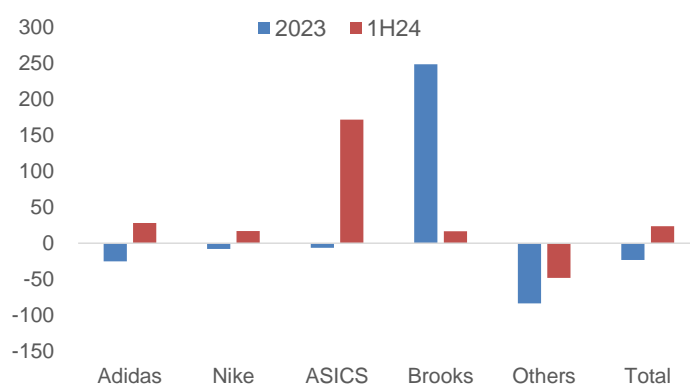
由於品牌庫存調整，下單保守，志強 2023 年營收陷入衰退，營收年減幅度達 23.3%，其中主要市場美洲營收年減 28.9%，歐洲年減 22.9%，表現欠佳，中國更年減 43%，表現最低迷。至於各品牌客戶營收表現，則以 Adidas 營收貢獻年減 25.4% 最為疲弱，Nike 營收貢獻年減 7.9%，表現相對平穩，ASICS 營收貢獻年減 6.4%。至於 Brooks 訂單大增，營收年增 249.1%，維繫志強營運表現。進入 2024 年，品牌商庫存調整告一段落，訂單復甦，也挹注志強營收大幅回升，1H24 營收年增 23.8%，其中美洲營收年增 26.9%，歐洲營收年增 25.5%，表現均屬亮麗，係美洲盃及歐洲盃足球賽引發足球鞋銷售增強，惟中國營收持續年減 10%，表現疲軟。至於各品牌客戶營收表現，以 ASICS 訂單挹注最顯著，營收貢獻年增 172%，最強勁，至於 Adidas 及 Nike 營收貢獻各年增 28.2% 及 16.8%，表現也不錯，Brooks 營收貢獻年增 16.4%，相對降溫，不過也是延續成長軌道。

圖 4：志強近 2 年各地區營收年增幅度



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 5：志強近 2 年各客戶營收年增幅度



資料來源：公司資料、元大投顧預估

志強葡萄牙廠為研發中心，持續開發歐洲新品牌，並專注 DI 技術研發

先前供應鏈混亂時，品牌專注 local for local，希望志強提供歐洲產能，因此志強設立葡萄牙廠。不過現在志強將葡萄牙廠定位為歐洲研發中心，進行原料研發以及製程研發。未來將針對客戶需求，提供客製化生產的服務。規劃與多數歐洲品牌合作，乃因歐洲許多小品牌的開發需求量大，且在歐洲當地生產不需要船運時間、不用備庫存，對小品牌是優勢。

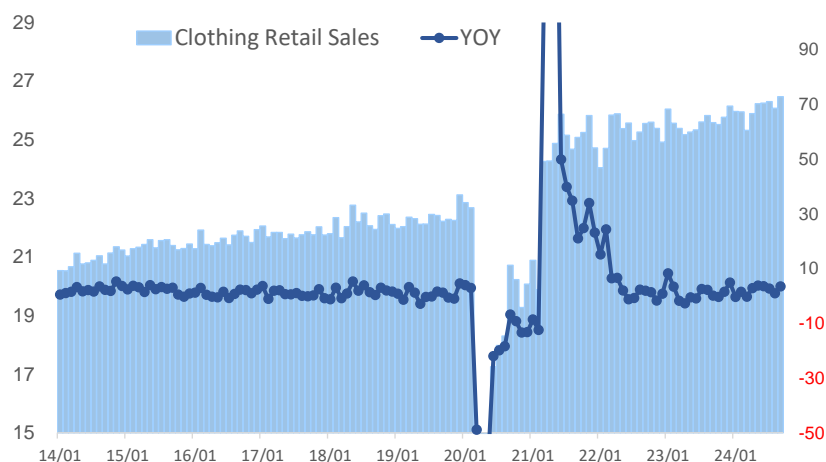
葡萄牙研發中心也會專注研發 DI 技術，Direct Injection 直接射出技術，運動鞋的鞋面、擦膠到上底都可採用直接射出技術，進行生產。DI 技術就是將成型製程做到自動化，可降低員工依存度，也提高產品品質，並降低原料(大底)採購成本，減少用膠量約 88%。志強的 DI 技術主要客戶為 Nike，已發展近 8 年，在品質及環保均有很大的優勢，生產總計達 1,700 萬雙運動鞋，由於目前 DI 技術只能用在足球鞋，成長較有限，不過近幾年開始跨到 Nike 足球鞋的另一個系列產品，Nike 對新產品滿意度高，未來有機會擴大採用。葡萄牙廠月產能規劃約 40-60 萬雙，平均每月產量 45 萬雙，預期年產能落在 300-400 萬雙。若產量夠大，DI 產線的產品毛利率可比傳統產線產品多出 2-3%。

美國鞋服零售銷售溫和成長，庫存水位可控

經歷過疫情造成的終端市場一度關閉、海運塞港，貨櫃運價暴漲，及供應鏈運作中斷的混亂情勢後，品牌客戶為了避免供應鏈中斷情況重演，導致沒有商品可供銷售，便積極於 2H21 至 2022 年積極布局新訂單，下單量大增，帶動志強 2022 年營收大幅成長，年增率達 50.2%。不過隨著 2022 年通膨升溫，各國央行升息抗通膨，排擠消費者鞋服採購支出，消費動能減弱，鞋服需求減少，而疫情期間各品牌商重複下單，服飾及鞋類產品生產量大增，導致品牌商存貨大幅累積，品牌商於 2H22 進入庫存調整階段，下單趨於謹慎保守，志強營運也受到衝擊，2023 年營收顯著衰退，年減 23.3%。不過 4Q23 以來品牌商庫存調整相繼結束，下單力道回溫，開始啟動回補庫存循環，志強營運也隨之好轉，1H24 營收年增 23.8%，復甦動能轉強。首先我們先觀察美國終端市場銷售狀況，再探討志強兩大品牌客戶的營運狀態。

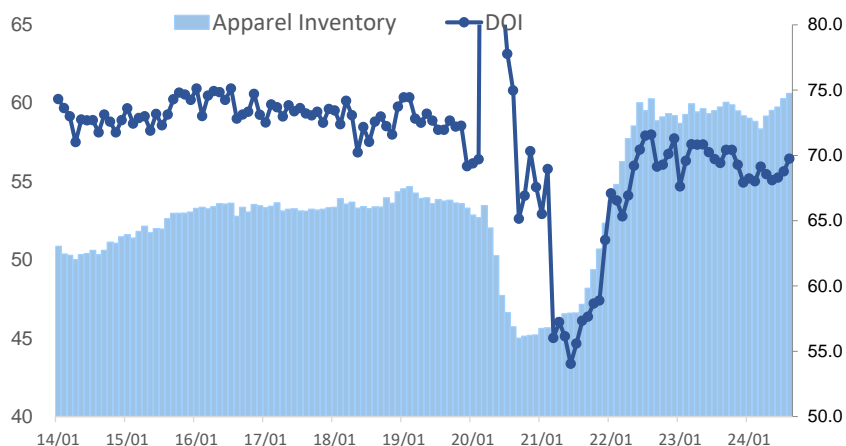
觀察美國 2024 年 9 月服飾零售銷售額 264.7 億美元，月增 1.5%，年增 3.5%，連 8 個月 YOY 正成長，銷售表現穩健，搭配美國 2024 年 8 月服飾零售庫存略增至 606.2 億美元，月增 0.6%，年增 1.5%，庫存增加的動能低於 1H23 高點 3%，而美國鞋服存貨週轉天數 69.7 天，較 2023 年 70 天以上的水準為低，整體庫存水位可控，相關總經銷售指標均顯示美國終端市場表現健康穩定。

圖 6：美國鞋服零售銷售及 YOY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：美國鞋服零售庫存趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

Nike 營收低於預期

1QFY25 營收 115.89 億美元，年減 10.4%，低於預期之 116.52 億美元。Nike 品牌營收 111.11 億美元，年減 10.1%，各地區營收均衰退。其中 DTC 營收 47 億美元，年減 13%；電商營收年減 20%，抵銷掉 Nike 直營店營收年增 1% 的貢獻；躉售銷售營收 64 億美元，年減 8%；Converse 品牌營收 5.01 億美元，年減 15%，各產品線均陷入衰退。

地區別營收：北美營收 48.26 億美元，年減 11%，歐非中東營收 31.43 億美元，年減 12.9%，大中華區營收 16.66 億美元，年增 4%，亞太拉美營收 14.62 億美元，年減 7%。地區營收占比：北美 43.4%、歐非中東 28.3%、大中華區 15%、亞太拉美 13.2%

產品別營收：運動鞋 74.62 億美元，年減 11.4%；服飾 30.32 億美元，年增 3%；配件飾品營收 6.03 億美元，年增 13.6%。產品別營收占比：運動鞋 67.2%、服飾 27.3%、配件飾品 5.4%。

雖營業成本及費用受到控制，但獲利仍大幅年減

1QFY25 毛利率改善 120bps 至 45.4%，主要受惠生產成本降低、倉儲/後勤管理成本減少，及策略性定價；營業費用年減 2% 至 40 億美元，不過其中銷售及研發費用合計年增 15% 至 12 億美元，以支應市場行銷及新產品開發所需，管理費用年減 7% 至 28 億美元，乃薪資相關費用減少；稅後淨利 11 億美元，年減 28%，稅後 EPS 0.70 美元，年減 26%。1QFY25 存貨金額季增 9.8%/年減 5.1% 至 82.53 億美元，反映產品組合轉變，以及較低的生產投入成本。

地區別獲利：北美 12.16 億美元，年減 15.2%；歐非中東 7.92 億美元，年減 14.8%；大中華區 5.02 億美元，年減 4.4%；亞太拉美 4.02 億美元，年減 2.9%。

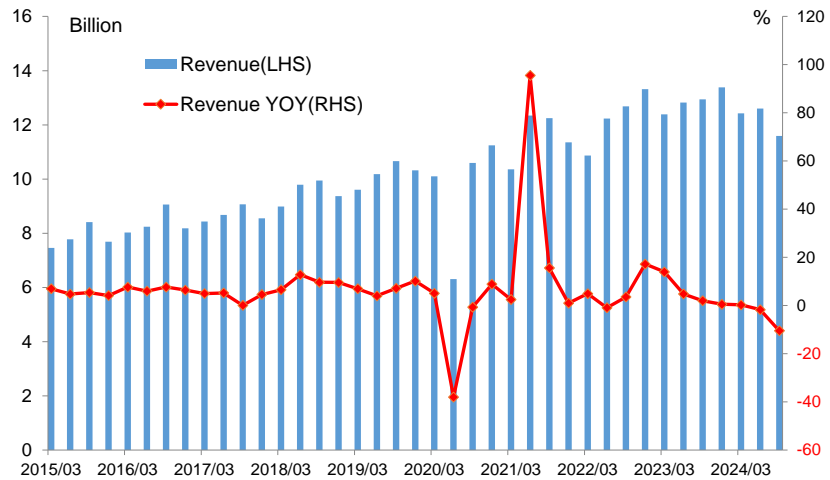
2QFY25 營收及毛利率展望皆年減，仍舊處於調整期

2QFY25 營收預估年減 8-10%、毛利率下滑 150bps，主因促銷費用較高、通路組合不利、供應鏈去槓桿等負面因素，抵銷生產成本降低及策略性定價的貢獻；由於新任 CEO Elliott Hill 將於 2024/10/14 上任，將由新任 CEO 發布新的財務預測，因此 Nike 撤回原先 FY2025 營收年減中個位數、毛利率改善 10-30bps 之展望，暫且不提供 FY2025 年最新展望。

由於 Nike 的電商及零售店銷售趨勢疲軟，預期營收仍處於衰退格局。不過 2HFY25 營收表現將趨於改善，並優於 1HFY25。

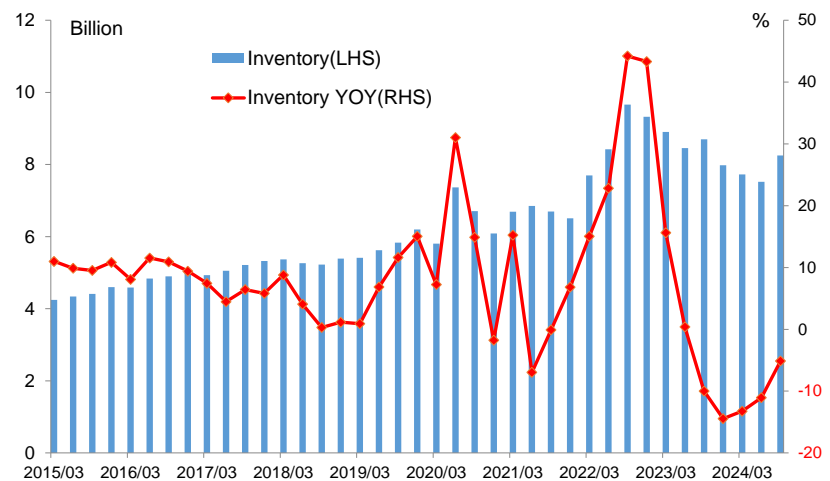
Nike 在跑鞋面臨較大的同業競爭壓力，導致營運展望疲軟。不過 Nike 存貨年減 5.1%，庫存調整告終，預期仍將維持基本訂單規模，2025 年下單力道有機會好轉，預期志強來自 Nike 的足球鞋接單可維持溫和復甦格局。

圖 8：Nike 營收趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 9：Nike 存貨趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧預估

Adidas 銷售 Yeezy 存貨，2Q24 營收及獲利均優於預期

再觀察 Adidas (ADS.GR；未評等) 公布 2Q24 財報(2024 年 4-6 月)，2Q24 營收年增 9.0%至 58.22 億歐元，優於市場預期，稅後淨利/稅後 EPS 皆年增 119.8%至 2.11 億歐元/1.09 歐元，優於市場預期 12.8%。營運亮點包括：1) 毛利率雖年減 0.1 ppt 至 50.8%，但扣除 YEEZY 影響後將自 2Q23 的 49.0%年增 1.5ppt 至 50.5%，反映生產成本與運費降低、折扣減少及產品組合有利的貢獻；2) 運動鞋營收年增 17%，主因 Originals 及足球鞋銷售皆年增雙位數；3) 存貨金額年減 18%至 45.44 億歐元；4) Originals 系列鞋款及 2024 年大型運動賽事，為 2024 年 Adidas 全球業績表現奠定基礎，將 2024 年營收預期自年增中~高個位數上修至年增高個位數，營業利益 10 億歐元。

Adidas 存貨年減 18%，營運將緩步復甦

2Q24 營收年增 9%至 58.22 億歐元，其中 YEEZY 貢獻約 2 億歐元，若扣除匯率影響後 2Q24 營收年增 11%，其中 Adidas 品牌營收年增 16%；毛利率年減 0.1ppt 至 50.8%，反映 Yeezy 營收的負面影響，扣除 YEEZY 影響後將自 2Q23 的 49.0%年增 1.5ppt 至 50.5%，反映生產成本與運費降低、折扣減少及產品組合有利的貢獻；營業利益年增 96.6%至 3.46 億歐元；營益率年增 2.6ppt 至

5.9%；稅後淨利/稅後 EPS 皆年增 119.8%至 2.11 億歐元/1.09 歐元。存貨部分則年減 18%至 45.44 億歐元。

銷售渠道：躉售銷售年增 17%；DTC 年增 4% (若扣除 Yeezy 銷售，DTC 營收年增 21%)；Adidas 直營店營收年增 15%；電商營收年減 6%，反映 Yeezy 營收規模下滑，扣除 Yeezy 營收，電商營收年增 30%。

銷售地區營收年增幅：歐洲地區年增 19%；新興市場年增 25%；拉丁美洲年增 33%；大中華區年增 9%；日韓年增 6%；北美年減 8%，表現較為疲軟，主因 YEEZY 銷售規模滑落，若扣除 YEEZY 後營收則呈現年增。

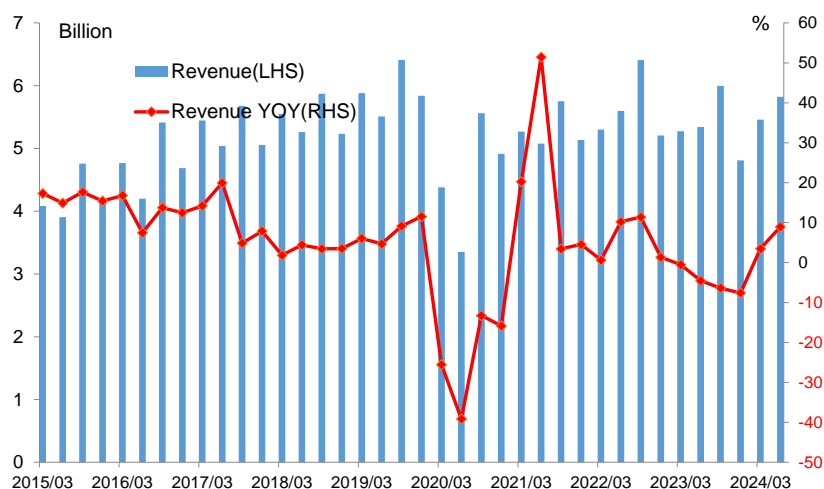
銷售產品別：運動鞋營收年增 17%，主因 Originals 及足球鞋銷售皆年增雙位數；服飾營收年增 2%，其中足球服飾受惠歐洲盃及美洲盃足球賽，營收年增雙位數，不過北美市場銷售仍疲軟；配件類營收年減 8%。

存貨金額則降至 45.44 億歐元，季增 2.6%，年減 18%，處於 2022 年以來的相對低檔，庫存去化告終，下單回補庫存力道可望轉強。

Originals 鞋款銷售及大型賽事帶動，上修 2024 全年展望

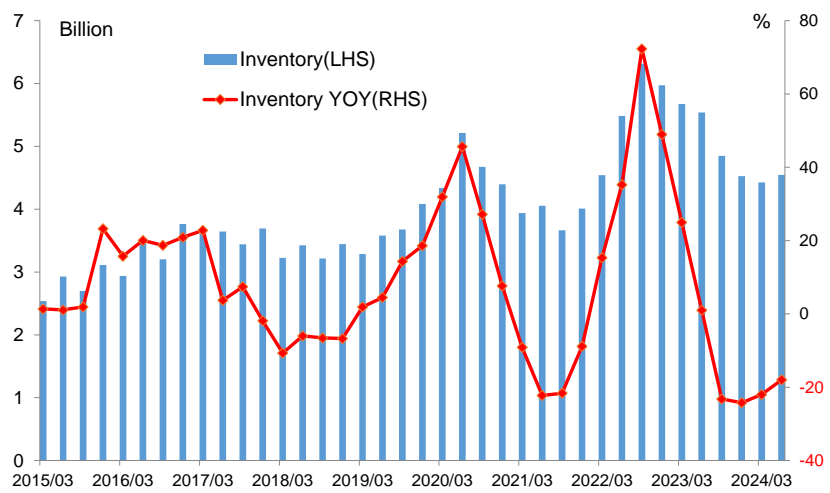
Adidas 表示，Samb、Gazelle 等 Originals 系列經典鞋款持續受到市場歡迎，展望正向，同時巴黎奧運、歐洲盃、美洲盃等大型運動賽事，點燃全球運動熱情，為 2024 年 Adidas 全球業績表現奠定基礎，預估 2H24 會有更強勁增長；扣除匯率因素後，全年營收由原本中至高個位數成長上修至高個位數成長，營業利益自 7 億歐元上修至 10 億歐元；各地區營收展望部分，北美市場將年減中個位數，大中華區，拉丁美洲預計可年增雙位數，歐洲及亞太地區則年增高個位數。整體而言，Adidas 營運表現顯著回升，擺脫 2023 年營運谷底。展望後市，2026 年世界盃足球賽將是下一個大型運動賽事，預期 Adidas 在 2025 年將會持續釋出足球鞋訂單，有利志強營運穩定增長。

圖 10：Adidas 營收趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 11 : Adidas 存貨趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧預估

2Q24 稅後 EPS 提升至 2.29 元，年增 79.5%，獲利大幅改善

志強 2Q24 營收 49.36 億元，季增 23.0%，年增 27.8%，係受惠品牌客戶 Adidas 及 Nike 訂單復甦，且 ASICS 訂單也顯著增溫，提振營運表現。毛利率改善 0.9ppt 至 21.1%，遠優於 2Q23 之 17.0%，係產量增加，稼動率提升所貢獻，營業利益增至 4.64 億元，季增 53.0%，年增 125.1%，業外則有匯兌利益約 5854 萬元以及利息收入約 6963 萬元挹注，稅後 EPS 提升至 2.29 元，季增 32.1%，年增 79.5%，獲利表現回溫。志強 1H24 營收 89.48 億元，年增 23.8%，毛利率改善 5.1ppt 至 20.7%，營業利益增至 7.67 億元，年增 214.5%，稅後 EPS 提升至 4.02 元，年增 166.7%。

3Q24 稅後 EPS 為 1.76 元，季減 23.2%，惟年增 320.2%

志強公布 3Q24 自結獲利，延續增長軌道。志強 3Q24 營收 42.92 億元，季減 13.1%，年增 45.4%，季減反映 3Q24 步入淡季，不過受惠品牌客戶 Adidas 及 Nike 訂單復甦，且 ASICS 訂單顯著增溫，提振營收大幅年增。毛利率改善 1.0ppt 至 22.1%，遠優於 3Q23 之 16.4%，係稼動率提升所貢獻，營業利益 3.94 億元，季減 15.1%，年增 2272.7%，獲利延續改善格局。業外部分，利息收入抵銷匯兌損失干擾，整體業外獲利約 4400 萬元，稅後 EPS 為 1.76 元，季減 23.2%，年增 320.2%。志強 2024 年前三季營收合計 132.39 億元，年增 30.1%，毛利率改善 5.3ppt 至 21.1%，營業利益增至 11.61 億元，年增 345.7%，稅後 EPS 提升至 5.78 元，年增 200%。

志強中長期營運成長可期，評價處於中下緣偏低水準

受惠 Adidas 及 Nike 足球鞋訂單復甦，且新加入的客戶 ASICS 及 Brooks 跑鞋訂單挹注，志強 2024 年營運顯著提升。展望 2025 年，目前客戶尚未給 2025 年的訂單預示量，而 2024 年品牌商並未有重複下單狀況，都是產品銷售完的回補庫存訂單，加上 2026 年世界盃足球賽的備貨需求，預期 2025 年兩大品牌商訂單可穩健成長，另外來自 ASICS 及 Brooks 跑鞋訂單繼續增長，且 2H25 印尼新廠投產，挹注新的成長來源，志強中長期營運表現值得期待。

考量:1) 志強 3Q24 稅後 EPS 為 1.76 元，年增 320.2%，且本業營業利益，年增 2272.7%，獲利大幅改善。2) 品牌商訂單復甦明確，且新客戶 ASICS 及 Brooks 跑鞋訂單挹注增長，2024 年營收及獲利向上趨勢確立。且印尼新廠加入，2026 年世足賽的備貨需求帶動，志強 2025 年成長無虞，展望正向。3) 過往本益比區間落在 13-17 倍之間，依據市場對志強 2024 年及 2025 年稅後 EPS 預估各為 7.83 元及 9.99 元，目前本益比 14.5 倍及 11.4 倍，於評價區間中下緣的偏低水準，仍具吸引力。

圖 12：志強損益表

(NT\$百萬元)	2021A	2022A	2023A	1H24A
營業收入	12,336	18,525	14,208	8,948
銷貨成本	9,901	14,241	11,841	7,100
營業毛利	2,435	4,284	2,367	1,848
營業費用	1,639	2,031	1,887	1,081
營業利益	796	2,253	480	767
業外利益	68	111	284	244
稅前純益	864	2,364	764	1,011
所得稅費用	218	562	225	224
歸屬母公司稅後純益	647	1,808	545	788
調整後每股盈餘(NT\$)	3.42	9.22	2.78	4.02
股本(億元)	19.60	19.60	19.60	19.60
重要比率				
營業毛利率	19.7%	23.1%	16.7%	20.7%
營業利益率	6.4%	12.2%	3.4%	8.6%
稅前純益率	7.0%	12.8%	5.4%	11.3%
稅後純益率	5.2%	9.8%	3.8%	8.8%
年增率				
營業收入	-8.7%	50.2%	-23.3%	-37.0%
營業利益	0.7%	183.2%	-78.7%	59.7%
稅後純益	58.2%	179.3%	-69.9%	44.6%
調整後每股盈餘	45.5%	169.6%	-69.8%	44.6%

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 13：志強資產負債表

(NT\$百萬元)	2021A	2022A	2023A	1H24A
現金及約當現金	6,042	5,567	5,863	6,989
存貨	1,549	1,818	1,538	1,593
應收帳款	1,764	3,352	2,535	3,348
流動資產	11,199	13,834	13,178	14,408
不動產廠房及設備	3,803	4,683	5,009	5,358
非流動資產	5,279	6,208	6,748	7,029
資產總額	16,477	20,042	19,926	21,437
短期借款	406	781	922	1,166
應付帳款及票據	1,330	1,618	1,622	1,823
流動負債	3,096	4,245	4,259	5,333
非流動負債	1,325	1,657	2,076	2,083
負債總額	4,421	5,902	6,335	7,416
股本	1,743	1,960	1,960	1,960
資本公積	8,444	7,954	7,954	7,954
保留盈餘	2,446	4,058	3,609	3,653
權益總額	12,056	14,140	13,591	14,021
負債與權益總額	16,477	20,042	19,926	21,437

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 14：志強現金流量表

(NT\$百萬元)	2021A	2022A	2023A	1H24A
稅前純益	864	2,364	764	1,011
折舊及攤提	768	755	727	343
營運資金變動	760	(1,555)	1,379	120
營運活動之現金流量	2,210	1,215	2,276	1,115
資本支出	(707)	(1,232)	(1,011)	(722)
其他資產變動	(1,050)	(1,910)	(1,701)	434
投資活動之現金流量	1,442	0	0	0
現金增資	(588)	(686)	(980)	0
發放現金股利	0	0	0	0
利息支出	203	(163)	(220)	116
融資活動之現金流量	(223)	383	(59)	(539)
匯率影響數	1,141	(475)	296	1,126
本期產生現金流量	4,901	6,042	5,567	5,863
期初現金餘額	6,042	5,567	5,863	6,989
期末現金餘額	864	2,364	764	1,011

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 15：同業比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
志強-KY	6768 TT	未評等	113.5	694.0	2.8	7.8	10.0	40.8	14.5	11.4	(69.9)	181.7	27.7
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	78.9	117,368	3.3	3.7	2.8	24.1	21.1	28.4	(14.7)	14.2	(25.5)
Adidas	ADS GR	未評等	217.0	42,290	(0.7)	3.7	7.3	-	58.8	29.7	(153.6)	-	98.3
Asics	7936 JP	未評等	2,655.0	13,240	48.1	85.6	100.0	55.2	31.0	26.6	77.3	77.9	16.8
Stella	1836 HK	未評等	15.2	1,600	1.4	1.6	1.7	10.9	9.4	8.8	19.5	16.7	6.4
ANTA SPORTS	2020 HK	未評等	87.7	31,551	4.1	5.0	5.4	21.6	17.4	16.3	27.1	24.1	7.1
申洲	2313 HK	未評等	61.6	11,937	3.3	4.3	4.9	18.5	14.4	12.6	(3.0)	28.5	13.7
Huali	300979 CH	未評等	69.3	11,600	2.7	3.3	3.8	25.3	20.8	18.0	(0.9)	21.8	15.2
國際同業平均								25.9	24.7	20.0	(6.9)	30.5	18.8
國內同業													
寶成	1476 TT	買進	38.3	3,520	3.6	4.4	4.6	10.6	8.7	8.3	(80.1)	22.3	5.0
豐泰	9904 TT	買進	141.5	4,358	5.0	6.4	7.3	28.1	22.0	19.3	(51.1)	27.6	13.8
百和	9910 TT	未評等	81.4	756	5.1	2.6	4.2	16.0	31.3	19.4	(0.1)	(49.0)	61.5
鈺齊-KY	9938 TT	未評等	109.0	649	7.9	8.5	11.2	13.8	12.9	9.7	(56.5)	7.4	32.7
國內同業平均					5.4	5.5	6.8	17.1	18.7	14.2	(46.9)	2.1	28.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓