

豐泰 (9910 TT) Feng Tay

復甦較緩，但營運回升的曙光乍現，2025 年成長可期

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$172.0

收盤價 (2024/11/15)：NT\$134.0
隱含漲幅：28.4%

營收組成 (2023)

製鞋 96%，其他 4%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	172.0	185.0
2024年營收 (NT\$/十億)	87.4	89.3
2024年EPS	5.7	6.4

交易資料表

市值	NT\$132,330百萬元
外資持股比率	11.9%
董監持股比率	16.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$24.84
負債比	50.4%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	95,903	85,767	87,412	93,186
營業利益	11,346	6,584	7,499	9,723
稅後純益	9,082	4,975	5,613	6,808
EPS (元)	10.30	5.04	5.68	6.89
EPS YoY (%)	100.0	-51.1	12.8	21.3
本益比 (倍)	13.8	26.6	23.6	19.4
股價淨值比 (倍)	5.0	5.7	5.4	4.9
ROE (%)	41.8	21.0	22.8	25.8
現金殖利率 (%)	5.4%	3.2%	3.4%	4.1%
現金股利 (元)	7.70	4.30	4.55	5.52

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuantia.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

匯損衝擊抵銷本業獲利改善，豐泰 3Q24 稅後 EPS 降至 1.44 元，年減 15.5%，低於元大預期 18.3%。

訂單復甦較緩，4Q24/2024 年稅後 EPS 各下修 22.7%/11.6%至 1.35 元/5.68 元，2025 年稅後 EPS 下修 5.8%至 6.89 元，但年增 21.3%。

Nike 新 CEO 上任效應，豐泰接單復甦的曙光乍現，2025 年營運回升，維持買進建議，目標價 172 元 (25PER X 2025 年稅後 EPS)。

匯損衝擊，3Q24 稅後 EPS 降至 1.44 元，低於元大預期 18.3%

豐泰 3Q24 營收 227.19 億元，季增 2.0%，年減 1.5%，動能減緩，大客戶 Nike 營運陷入調整，導致豐泰出貨疲軟，營益率改善 0.9ppt 至 9.9%，生產效率改善，新廠稼動率提升，營業利益 22.45 億元，季增 11.9%，年增 15.2%，低於元大預期 3.7%，業外匯損 3.22 億元拖累，稅後 EPS 降至 1.44 元，季減 10%，年減 15.5%，低於元大預期 18.3%。

訂單復甦較緩，預估豐泰 4Q24/2024/2025 稅後 EPS 各下修 22.7%/11.6%/5.8%至 1.35 元/5.68 元/6.89 元

展望 4Q24，來自客戶端訂單復甦力道偏弱，4Q24 營收下修 6.3%至 218.1 億元，年減 3.2%，營業利益下修 22.1%至 19.08 億元，年減 16.8%，稅後 EPS 下修 22.7%至 1.35 元，年減 0.7%。2024 年營收下修 2.1%至 874.12 億元，年增 1.9%，稅後 EPS 下修 11.6%至 5.68 元。展望 2025 年，Nike 存貨年減 5.1%，回補庫存需求浮現，新任 CEO 業務整頓，Nike 營運好轉，有利豐泰訂單復甦，2025 年營收下修 1.7%至 931.86 億元，年增 6.6%，稅後 EPS 下修 5.8%至 6.89 元，年增 21.3%。

Nike 新 CEO 上任效應，豐泰接單復甦的曙光乍現，維持買進

Nike 展望雖疲軟，仍維持基本訂單規模，而新任 CEO 上台後進行業務整頓，看好 Nike 營運漸入佳境，逐步回升，下單力道可望好轉，豐泰短期營運受壓抑，但中長期接單復甦的曙光乍現，預期 2025 年營收及獲利逐步改善。而豐泰應客戶要求擴廠，與客戶長期合作緊密，中長期接單穩定度高，以 2025 年稅後 EPS 計算，目前本益比僅 19.4 倍，位於過去幾年本益比 15-30 倍的區間中下緣，評價偏低，投資建議維持買進，目標價由 185 元下調至 172 元(25PER X 2025 年稅後 EPS)。

營運分析

匯損衝擊，抵銷本業改善，3Q24 稅後 EPS 降至 1.44 元，低於元大預期 18.3%

豐泰 3Q24 營收 227.19 億元(原估 231.58 億元)，季增 2.0%，年減 1.5%，低於預期 1.9%，動能減緩，係大客戶 Nike 營運陷入調整，導致豐泰接單及出貨動能疲軟，營益率改善 0.9ppt 至 9.9%(原估 10.1%)，雖低於預期，但生產效率改善，新廠稼動率提升，仍帶動營益率較 2Q24 回溫，營業利益增至 22.45 億元(原估 23.32 億元)，季增 11.9%，年增 15.2%，低於預期 3.7%，業外則有匯損達 3.22 億元拖累，稅後 EPS 降至 1.44 元(原估 1.77 元)，季減 10%，年減 15.5%，低於預期 18.3%。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	23,073	22,267	22,719	2.0%	-1.5%	23,158	24,001	-1.9%	-5.3%
營業毛利	4,993	5,094	5,380	5.6%	7.7%	5,442	5,616	-1.1%	-4.2%
營業利益	1,949	2,005	2,245	11.9%	15.2%	2,332	2,449	-3.7%	-8.3%
稅前利益	2,407	2,419	2,002	-17.3%	-16.8%	2,529	2,488	-20.8%	-19.5%
稅後淨利	1,689	1,586	1,427	-10.0%	-15.5%	1,745	1,643	-18.2%	-13.2%
調整後 EPS (元)	1.71	1.61	1.44	-10.0%	-15.5%	1.77	1.75	-18.3%	-17.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	21.6%	22.9%	23.7%	0.8	2.0	23.5%	23.4%	0.2	0.3
營業利益率	8.4%	9.0%	9.9%	0.9	1.4	10.1%	10.2%	-0.2	-0.3
稅後純益率	7.3%	7.1%	6.3%	-0.8	-1.0	7.5%	6.8%	-1.3	-0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

4Q24/2024 年稅後 EPS 各下修 22.7%/11.6%至 1.35 元/5.68 元，反映訂單復甦較緩

展望 4Q24，豐泰 10 月營收 70.59 億元，月增 3.5%，但年減 10%，來自客戶端的訂單復甦力道偏弱，乃 Nike 營運處於調整階段，削弱豐泰出貨動能，營益率也月減 1.9ppt 至 6.7%，10 月營業利益 4.74 億元，月減 18.7%，年減 21.8%，主要乃因豐泰於 10 月進行獎金預提調整，導致營業費用一次性增加，預期 11 月及 12 月的費用影響將減緩。預估 4Q24 營收下修 6.3%至 218.1 億元(原估 232.73 億元)，季減 4.0%，年減 3.2%，營益率下修 1.7ppt 至 8.8%(原估 10.5%)，反映 10 月一次性獎金預提影響，營業利益下修 22.1%至 19.08 億元(原估 24.49 億元)，季減 15.0%，年減 16.8%，稅後 EPS 下修 22.7%至 1.35 元(原估 1.74 元)，季減 6.8%，年減 0.7%。

預估 2024 年營收 874.12 億元(原估 893.14 億元)，年增 1.9%，下修幅度約 2.1%，營益率改善 0.9ppt 至 8.6%(原估 9.1%)，營業利益增至 74.99 億元(原估 81.28 億元)，年增 13.9%，下修幅度約 7.7%，稅後 EPS 提升至 5.68 元(原估 6.43 元)，年增 12.8%，下修幅度約 11.6%。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	22,535	22,719	21,810	-4.0%	-3.2%	23,273	23,550	-6.3%	-7.4%
營業毛利	5,242	5,380	5,125	-4.7%	-2.2%	5,586	5,481	-8.3%	-6.5%
營業利益	2,295	2,245	1,908	-15.0%	-16.8%	2,449	2,450	-22.1%	-22.1%
稅前利益	2,014	2,002	1,928	-3.7%	-4.3%	2,494	2,501	-22.7%	-22.9%
稅後淨利	1,340	1,427	1,330	-6.8%	-0.7%	1,721	1,680	-22.7%	-20.8%
調整後 EPS (元)	1.36	1.45	1.35	-6.8%	-0.7%	1.74	1.76	-22.7%	-23.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	23.3%	23.7%	23.5%	-0.2	0.2	24.0%	23.3%	-0.5	0.2
營業利益率	10.2%	9.9%	8.8%	-1.1	-1.4	10.5%	10.4%	-1.7	-1.7
稅後純益率	5.9%	6.3%	6.1%	-0.2	0.2	7.4%	7.1%	-1.3	-1.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1Q25/2025 年稅後 EPS 各下修 8.7%/5.8%至 1.46 元/6.89 元

展望 1Q25，豐泰來自 Nike 訂單能見度仍不高，亦有農曆年假的干擾，預估 1Q25 營收 210.47 億元(原估 221.1 億元)，季減 3.5%，年增 2.1%，下修幅度 4.8%，少了獎金預提的費用干擾，營益率改善 0.9ppt 至 9.7%(原估 10.1%)，營業利益下修 8.4%至 20.45 億元(原估 22.31 億元)，季增 7.2%，年增 52.5%，稅後 EPS 提升至 1.46 元(原估 1.59 元)，季增 8.0%，年增 13.1%，下修幅度 8.7%。

展望 2025 年，Nike 面臨同業競爭，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，加上新任 CEO 上台後進行業務整頓，Nike 營運可望逐步回升，下單力道將可好轉，有利豐泰接單復甦，且豐泰亦有擴產計畫，可帶動營收及獲利回溫，惟整體出貨復甦的步伐仍較預期緩慢，2025 年營收及獲利下調。預估 2025 年營收提升至 931.86 億元(原估 947.91 億元)，年增 6.6%，下修幅度約 1.7%，營益率改善 1.8ppt 至 10.4%(原估 10.8%)，營業利益下修 5.1%至 97.23 億元(原估 102.5 億元)，年增 29.7%，稅後 EPS 為 6.89 元(原估 7.32 元)，年增 21.3%，下修幅度約 5.8%。

圖 3：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	20,616	21,810	21,047	-3.5%	2.1%	22,110	22,099	-4.8%	-4.8%
營業毛利	4,321	5,125	5,009	-2.3%	15.9%	5,306	4,993	-5.6%	0.3%
營業利益	1,341	1,908	2,045	7.2%	52.5%	2,231	1,908	-8.4%	7.2%
稅前利益	1,825	1,928	2,083	8.0%	14.1%	2,281	2,053	-8.7%	1.5%
稅後淨利	1,271	1,330	1,437	8.0%	13.1%	1,574	1,368	-8.7%	5.0%
調整後 EPS (元)	1.29	1.35	1.46	8.0%	13.1%	1.59	1.43	-8.7%	2.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	21.0%	23.5%	23.8%	0.3	2.8	24.0%	22.6%	-0.2	1.2
營業利益率	6.5%	8.8%	9.7%	0.9	3.2	10.1%	8.6%	-0.4	1.1
稅後純益率	6.2%	6.1%	6.8%	0.7	0.7	7.1%	6.2%	-0.3	0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

豐泰為運動鞋製造商，Nike 為豐泰的主要大客戶

豐泰 (9910) 成立於 1971/7/29，初期以生產橡膠帆布鞋外銷為主要業務，1970 年至 1980 年代，逐漸轉型成運動鞋的專業製造廠商，而製鞋業為勞力密集產業，雖已導入自動化設備，但仍有許多工序無法被自動化設備取代，因此豐泰相繼於工資相對低廉的中國、印尼、越南等東南亞地區，以及印度設立生產基地，以滿足客戶訂單需求，及分散各地區政治經濟風險。2012 年開始投入研發先進製程技術，導入自動化機台進行量產測試，2016 年成立自動化設備組裝廠，加速整合與突破自動化設備開發時程，2017 年逐步推動中國及越南工廠的自動化生產。

豐泰於 1977 年開始承接 Nike 訂單，生產高級帆布與皮面運動鞋，並持續配合開發新款球鞋。目前豐泰可生產的鞋型包括各類型運動鞋、直排輪鞋、冰刀鞋、滑雪板靴、腳踏車鞋等鞋款，其他產品還包括高爾夫球、足球、背包、冰上曲棍球用頭盔與球桿等。Nike 是豐泰的主要客戶，營收比重超過 80%，因此 Nike 訂單動能與豐泰的營收成長性連動度高。Nike 運動鞋全球市佔率約為 1/3，高於其他品牌競爭對手。豐泰為 Nike 長年配合的策略供應商，豐泰運動鞋出貨量佔 Nike 總銷售量約 1/6。

豐泰產能以越南佔比最大，擴產則以印度為優先

豐泰各地區生產量分佈，中國廠佔比 9%，越南廠 48%，印尼廠 14%，印度廠 29%。由於豐泰把擴產重心放在印度廠，印度廠產量比重每年增加 2-3%，往 30% 比重靠攏。各廠區生產產品品項，中國廠生產籃球鞋及 Jordan 鞋為主，產品單價在 30-40 美元以上，印尼廠以童鞋為主，產品單價在 10 美元左右，越南廠代工之鞋款較複雜，平均單價落在 17-19 美元。印度廠生產低階低單價產品為主，產品單價在 10 美元左右，目前生產 Converse 休閒鞋，未來會慢慢將越南廠的低階訂單移往印度生產。豐泰在越南廠設立研究開發中心，預期越南廠閒置出來的產能將用以生產高階高單價產品（訂單自中國廠移往越南廠），會開始承接 Nike 高價鞋款訂單。

豐泰在各廠區的發展策略，由於中國工資水準最高，中國廠區以增加自動化加工線，提升生產自動化比率及生產效率。越南廠區員工技術逐漸成熟，以提升生產高難度鞋型的能力，也同時增加自動化加工線，並擴建新廠。印尼廠區則專注童鞋生產，成為專業童鞋生產工廠，也會擴建新廠。印度廠區則持續提升承接中高階鞋款的生產能力，穩定成長動能，並擴建新廠。

豐泰有兩座新廠於 4Q23 開始投產，其中越南新廠服務的客戶為 Salomon，生產戶外鞋，印度新廠則是服務新客戶，為專業的休閒鞋品牌，需要印度產能，因此與豐泰合作，而印度新廠已完工 1.5 年，最適的產線規模為 10 條產線，目前已經開出 4-5 條，產線運作順利，每條產線約產能約 5 萬雙，目前印度新廠月產能約 20-25 萬雙，生產休閒鞋為主，未來產線將逐步開出。

豐泰可調整產品價格轉嫁成本

豐泰在產品報價基礎都是採 cost plus 模式，理論上營益率波動不會太大，不過單月的產品組合會影響當月營收及產品單價的變化。豐泰與客戶議價，每一季都會進行報價，或是在新鞋款正式量產時也會報價，另外也會適度反映工資，因此與客戶間的報價是很頻繁。通常豐泰會在每年第一季調漲工資，而第二季與客戶議價，客戶會同意在第二季末調漲產品報價。產品單價每年都會反映工資上漲及原物料價格波動，近 2-3 年產品單價呈現上升趨勢。

產業概況

Nike 營收低於預期

1QFY25 (2024/6/1-2024/8/31) 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%。

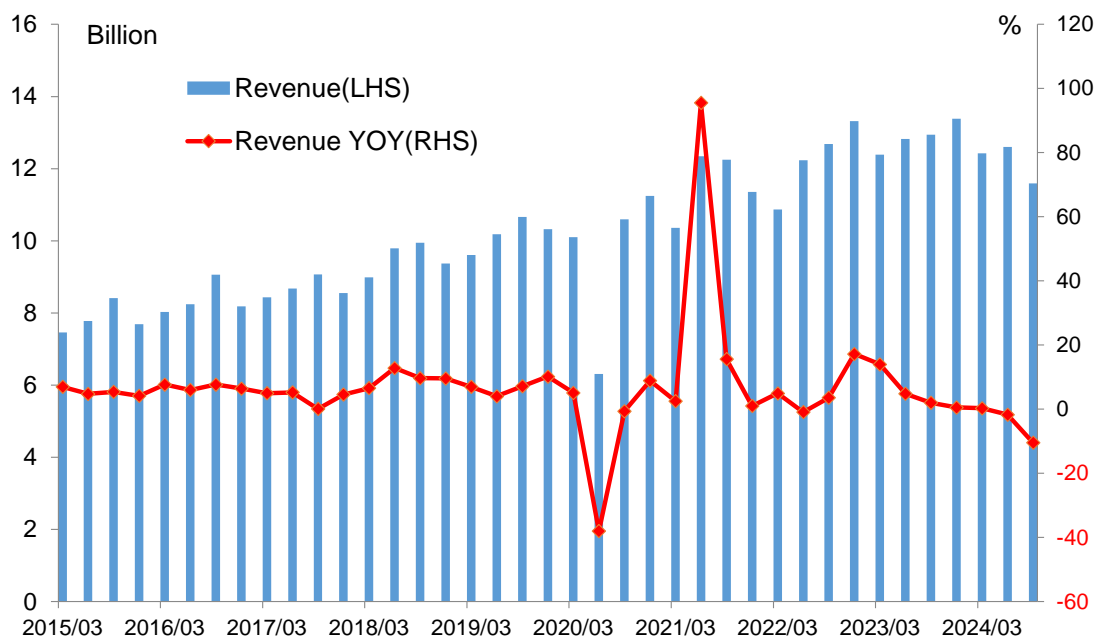
2QFY25 營收及毛利率展望皆年減，仍舊處於調整期

2QFY25 (2024/9/1-2024/11/30) 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 2H FY25 營收表現將趨於改善，並優於 1H FY25。

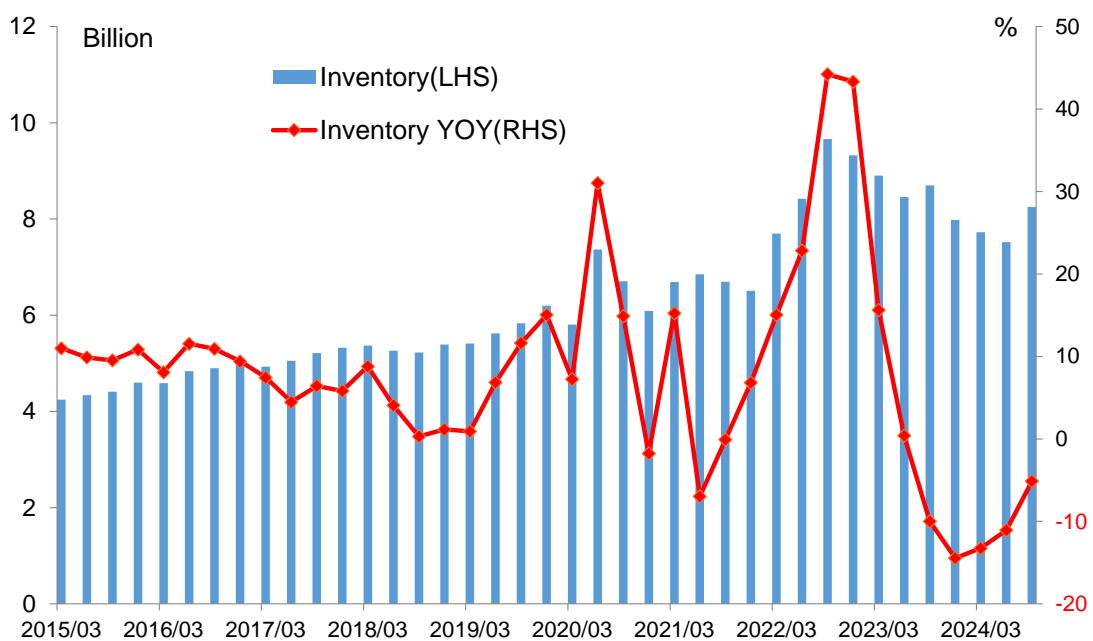
Nike 在跑鞋面臨較大的同業競爭壓力，導致營運展望疲軟。不過 Nike 存貨年減 5.1%，庫存調整告終，預期仍將維持基本訂單規模，2025 年下單力道有機會好轉，預期志強來自 Nike 的足球鞋接單可維持溫和復甦格局。

圖 4 : Nike 營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5 : Nike 存貨金額及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

復甦雖緩，但 2025 年營運改善方向確立，維持買進建議，目標價 172 元

大客戶 Nike 營運陷入調整，導致豐泰來自客戶端的訂單回升力道疲軟，但訂單復甦的方向確立，預估 2024 年營收 874.12 億元(原估 893.14 億元)，年增 1.9%，下修幅度約 2.1%，營益率改善 0.9ppt 至 8.6%(原估 9.1%)，營業利益增至 74.99 億元(原估 81.28 億元)，年增 13.9%，下修幅度約 7.7%，稅後 EPS 提升至 5.68 元(原估 6.43 元)，年增 12.8%，下修幅度約 11.6%。

展望 2025 年，Nike 面臨同業競爭，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，加上新任 CEO 上台後進行業務整頓，Nike 營運可望逐步回升，下單力道將可好轉，有利豐泰接單復甦，且豐泰亦有擴產計畫，可帶動營收及獲利回溫，惟整體出貨復甦的步伐仍較預期緩慢，2025 年營收及獲利下調。預估 2025 年營收提升至 931.86 億元(原估 947.91 億元)，年增 6.6%，下修幅度約 1.7%，營益率改善 1.8ppt 至 10.4%(原估 10.8%)，營業利益下修 5.1%至 97.23 億元(原估 102.5 億元)，年增 29.7%，稅後 EPS 為 6.89 元(原估 7.32 元)，年增 21.3%，下修幅度約 5.8%。

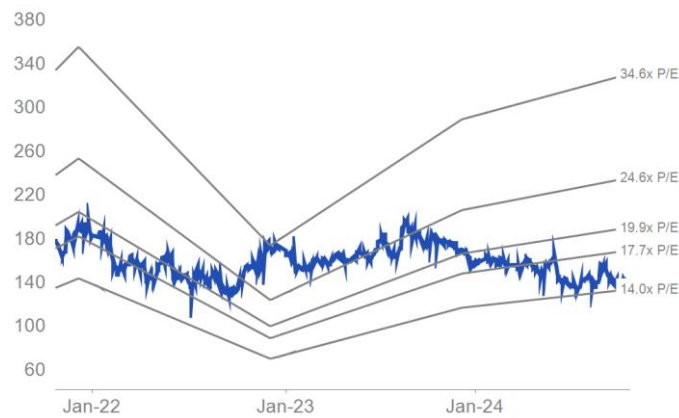
Nike 展望雖疲軟，仍維持基本訂單規模，而新任 CEO 上台後進行業務整頓，看好 Nike 營運漸入佳境，逐步回升，下單力道可望好轉，豐泰短期營運受壓抑，但中長期接單復甦的曙光乍現，預期 2025 年營收及獲利逐步改善。而豐泰應客戶要求擴廠，與客戶長期合作緊密，中長期接單穩定度高，以 2025 年稅後 EPS 計算，目前本益比僅 19.4 倍，位於過去幾年本益比 15-30 倍的區間中下緣，評價偏低，投資建議維持買進，目標價由 185 元下調至 172 元(25PER X 2025 年稅後 EPS)。

圖 6：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	87,412	89,314	93,186	94,791	-2.1%	-1.7%
營業毛利	19,920	20,509	22,686	23,298	-2.9%	-2.6%
營業利益	7,499	8,128	9,723	10,250	-7.7%	-5.1%
稅前利益	8,175	9,269	9,867	10,470	-11.8%	-5.8%
稅後淨利	5,613	6,351	6,808	7,224	-11.6%	-5.8%
調整後 EPS (元)	5.68	6.43	6.89	7.32	-11.6%	-5.8%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	22.8%	23.0%	24.4%	24.6%	-0.2	-0.2
營業利益率	8.6%	9.1%	10.4%	10.8%	-0.5	-0.4
稅後純益率	6.9%	7.7%	7.9%	8.3%	-0.8	-0.3

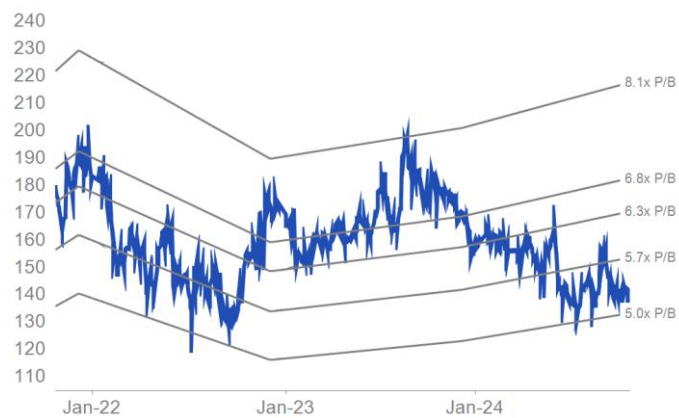
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 9：同業評價比較表

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
豐泰	9910 TT	買進	134.0	4,135	5.04	5.68	6.89	26.6	23.6	19.4	(51.1)	12.8	21.3
國際同業													
ANTA	2020 HK	未評等	84.4	30,692	4.1	5.0	5.3	20.8	16.9	15.8	27.1	22.7	7.1
Asics	7936 JP	未評等	2804.5	13,857	48.1	86.9	101.1	58.3	32.3	27.8	77.3	80.5	16.3
Nike	NKE US	未評等	76.6	114,019	3.3	3.7	2.8	23.4	20.5	27.6	(14.7)	14.3	(25.5)
Adidas AG	ADS GR	未評等	219.0	43,080	(0.7)	3.9	7.4	--	56.2	29.6	(153.6)	--	90.0
Stella	1836 HK	未評等	14.8	1,559	1.4	1.6	1.7	10.6	9.1	8.6	19.5	16.7	6.4
Huali	300979 CH	未評等	68.2	11,033	2.7	3.3	3.8	24.9	20.4	17.8	(0.9)	21.7	14.8
國際同業平均					9.8	17.4	20.4	27.6	25.9	21.2	(7.5)	31.2	18.2
國內同業													
寶成	9904 TT	買進	39.2	3,563	3.6	5.2	4.8	10.9	7.5	8.2	(16.0)	44.8	(8.1)
百和	9938 TT	未評等	75.7	697	5.1	2.6	4.2	14.8	29.1	18.0	--	(49.0)	61.5
鈺齊	9802 TT	未評等	114.0	708	7.9	7.6	10.2	14.5	15.0	11.1	(56.5)	(3.6)	34.9
國內同業平均					5.5	5.1	6.4	13.4	17.2	12.4	(36.2)	(2.6)	29.5

圖 10：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
豐泰	9910 TT	買進	134.0	4,135	21.0	22.8	25.8	23.45	24.84	27.19	5.7	5.4	4.9
國際同業													
ANTA	2020 HK	未評等	84.4	30,692	23.8	23.3	22.1	20.4	23.0	25.6	4.1	3.7	3.3
Asics	7936 JP	未評等	2804.5	13,857	18.8	30.7	31.2	279.9	275.7	329.1	10.0	10.2	8.5
Nike	NKE US	未評等	76.6	114,019	34.6	39.1	30.2	9.0	9.1	9.0	8.5	8.4	8.5
Adidas AG	ADS GR	未評等	219.0	43,080	(1.2)	14.5	22.8	25.7	28.8	34.4	8.5	7.6	6.4
Stella	1836 HK	未評等	14.8	1,559	14.4	15.4	15.6	10.4	10.7	11.1	1.4	1.4	1.3
Huali	300979 CH	未評等	68.2	11,033	22.6	22.4	22.3	13.0	15.6	17.7	5.3	4.4	3.9
國際同業平均					18.8	24.2	24.0	59.7	60.5	71.2	6.3	5.9	5.3
國內同業													
寶成	9904 TT	買進	39.2	3,563	8.3	10.1	7.7	42.8	46.9	50.2	0.9	0.8	0.8
百和	9938 TT	未評等	75.7	697	13.5	4.0	8.0	38.8	39.4	42.0	2.0	1.9	1.8
鈺齊	9802 TT	未評等	114.0	708	12.0	14.2	17.4	65.1	64.8	68.6	1.8	1.8	1.7
國內同業平均					11.3	9.4	11.0	48.9	50.4	53.6	1.5	1.5	1.4

圖 11：季度及年度簡明損益表 (合併)

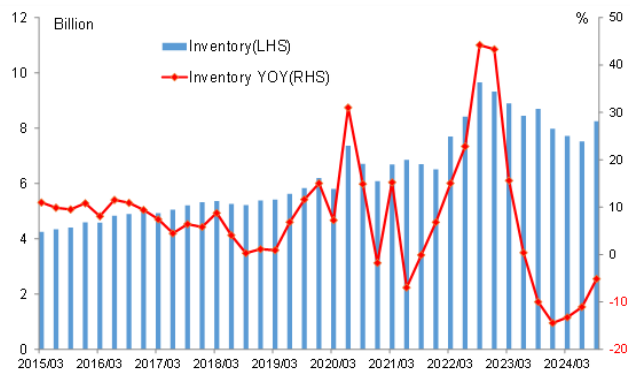
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	20,616	22,267	22,719	21,810	21,047	23,152	24,772	24,215	87,412	93,186
銷貨成本	(16,295)	(17,173)	(17,339)	(16,685)	(16,038)	(17,549)	(18,703)	(18,210)	(67,492)	(70,499)
營業毛利	4,321	5,094	5,380	5,125	5,009	5,603	6,069	6,005	19,920	22,686
營業費用	(2,980)	(3,089)	(3,135)	(3,218)	(2,965)	(3,214)	(3,429)	(3,356)	(12,422)	(12,964)
營業利益	1,341	2,005	2,245	1,908	2,045	2,389	2,640	2,649	7,499	9,723
業外利益	484	414	(243)	20	38	62	14	30	676	144
稅前純益	1,825	2,419	2,002	1,928	2,083	2,451	2,654	2,679	8,175	9,867
所得稅費用	(486)	(725)	(472)	(482)	(521)	(613)	(663)	(670)	(2,165)	(2,467)
少數股東權益	69	108	104	116	125	147	159	161	397	592
歸屬母公司稅後純益	1,271	1,586	1,427	1,330	1,437	1,691	1,831	1,849	5,613	6,808
調整後每股盈餘(NT\$)	1.29	1.61	1.44	1.35	1.46	1.71	1.85	1.87	5.68	6.89
調整後加權平均股數(百萬股)	988	988	988	988	988	988	988	988	988	988
重要比率										
營業毛利率	21.0%	22.9%	23.7%	23.5%	23.8%	24.2%	24.5%	24.8%	22.8%	24.4%
營業利益率	6.5%	9.0%	9.9%	8.8%	9.7%	10.3%	10.7%	10.9%	8.6%	10.4%
稅前純益率	8.9%	10.9%	8.8%	8.8%	9.9%	10.6%	10.7%	11.1%	9.4%	10.6%
稅後純益率	6.2%	7.1%	6.3%	6.1%	6.8%	7.9%	8.0%	8.3%	6.9%	7.9%
有效所得稅率	26.6%	30.0%	23.6%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	26.5%	25.0%
季增率(%)										
營業收入	-8.5%	8.0%	2.0%	-4.0%	-3.5%	10.0%	7.0%	-2.2%		
營業利益	-41.5%	49.5%	11.9%	-15.0%	7.2%	16.8%	10.5%	0.3%		
稅後純益	-5.2%	24.8%	-10.0%	-6.8%	8.0%	17.7%	8.3%	1.0%		
調整後每股盈餘	-5.2%	24.8%	-10.0%	-6.8%	8.0%	17.7%	8.3%	1.0%		
年增率(%)										
營業收入	5.7%	7.8%	-1.5%	-3.2%	2.1%	4.0%	9.0%	11.0%	1.9%	6.6%
營業利益	44.7%	41.8%	15.2%	-16.8%	52.5%	19.1%	17.6%	38.8%	13.9%	29.7%
稅後純益	69.6%	32.5%	-15.5%	-0.7%	13.1%	6.6%	28.3%	39.0%	10.4%	23.1%
調整後每股盈餘	69.6%	32.5%	-15.5%	-0.7%	13.1%	6.6%	28.4%	39.0%	12.8%	21.3%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

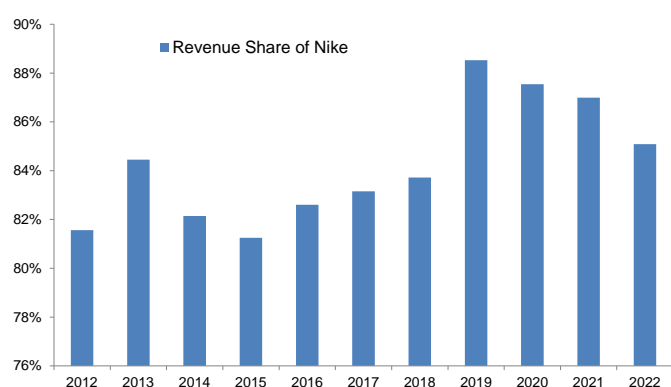
豐泰 (9910) 成立於 1971/7/29，為運動鞋的專業製造廠商，而製鞋業為勞力密集產業，豐泰相繼於工資相對低廉的中國、印尼、越南等東南亞地區，以及印度設立生產基地，以滿足客戶訂單需求。豐泰於 1977 年開始承接 Nike 訂單，生產的鞋型包括各類型運動鞋、直排輪鞋、冰刀鞋、滑雪板靴、腳踏車鞋等鞋款，而 Nike 是豐泰的主要客戶，過去幾年 Nike 佔豐泰的營收比重都超過 80%，2019 年最高一度達到 88.5%，近 3 年小幅滑落至 2022 年 85.1%，因此 Nike 訂單動能與豐泰的營收成長性連動度高。Nike 運動鞋全球市佔率約為 1/3，高於其他品牌競爭對手。豐泰為 Nike 長年配合的策略供應商，豐泰運動鞋出貨量佔 Nike 總銷售量約 1/6。

圖 12：Nike 庫存及 YoY 趨勢圖



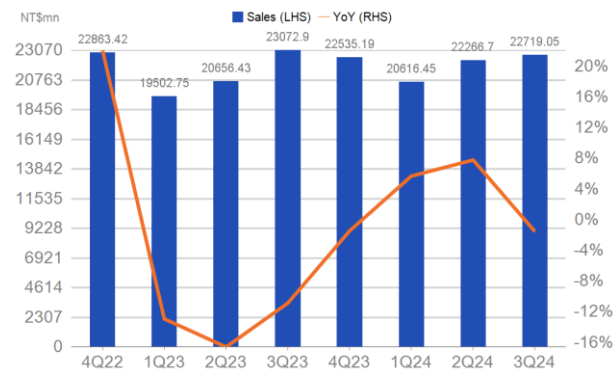
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：Nike 佔豐泰營收比重



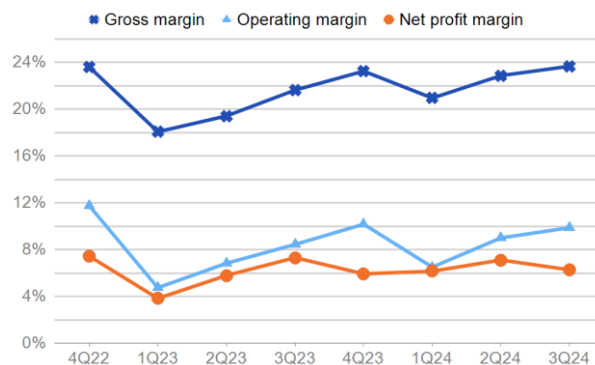
資料來源：公司資料

圖 14：營收趨勢



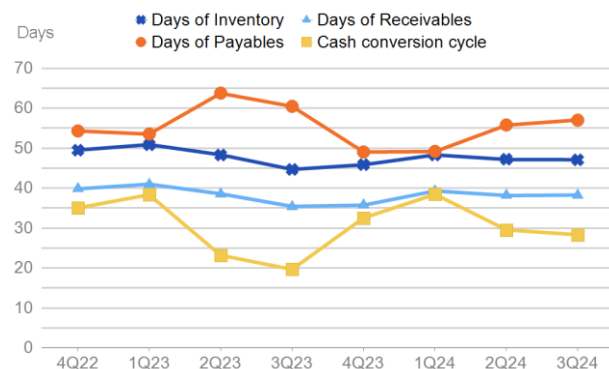
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：毛利率、營益率、淨利率



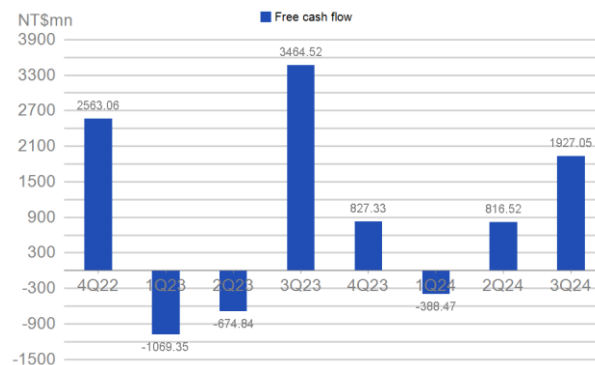
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：** 豐泰整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，但在紡織品行業中的公司中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 豐泰的整體曝險屬於低等水準，略優於紡織品行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人權、人權供應鏈、資源使用供應鏈等
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 豐泰在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司已任命董事會級別的責任來監督 ESG 問題，ESG 報告被認為是強有力的。此外，公司還制定了適當的環境政策。然而，正在使用的舉報人計劃薄弱，而且公司的高管薪酬並未與 ESG 績效目標明確掛鉤。

圖 18：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	14.0
在 ESG 議題上的曝險 (A)	24.8
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	46.2
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	9

資料來源：Sustainalytics (2024/11/17)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	4,863	5,573	3,859	4,668	6,351
存貨	9,375	9,104	8,578	8,857	9,159
應收帳款及票據	8,581	8,793	8,139	8,372	8,608
其他流動資產	1,628	1,710	2,030	2,010	2,050
流動資產	24,446	25,181	22,606	23,908	26,168
採用權益法之投資	720	1,051	1,080	1,080	1,080
固定資產	18,060	20,704	21,952	22,028	22,365
無形資產	401	421	424	424	424
其他非流動資產	3,298	3,953	4,585	4,471	4,422
非流動資產	22,479	26,129	28,041	28,003	28,290
資產總額	46,925	51,310	50,647	51,911	54,458
應付帳款及票據	3,960	3,941	4,256	4,480	4,724
短期借款	6,301	435	2,250	2,098	2,143
什項負債	6,523	9,122	7,110	7,110	7,110
流動負債	16,784	13,499	13,617	13,689	13,977
長期借款	2,853	2,511	3,452	3,409	3,355
其他負債及準備	7,419	8,427	8,524	8,392	8,387
長期負債	10,272	10,938	11,976	11,801	11,741
負債總額	27,057	24,436	25,592	25,489	25,719
股本	8,817	8,817	9,875	9,875	9,875
資本公積	51	51	54	54	54
保留盈餘	11,802	17,179	14,359	15,726	18,044
什項權益	(2,559)	(1,054)	(1,127)	(1,127)	(1,127)
歸屬母公司之權益	18,110	24,993	23,160	26,422	28,740
非控制權益	1,758	1,881	1,895	1,895	1,895
股東權益總額	19,869	26,874	25,055	26,422	28,740

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	5,162	9,764	5,446	6,010	7,400
折舊及攤提	2,542	2,863	2,980	3,133	3,322
本期營運資金變動	(4,086)	750	1,489	(289)	(294)
其他營業資產 及負債變動	(1,862)	2,926	(2,615)	13	(63)
營運活動之現金流量	1,755	16,304	7,300	8,471	9,774
資本支出	(3,113)	(4,454)	(4,141)	(3,209)	(3,659)
本期長期投資變動	(51)	332	29	0	0
其他資產變動	(11)	(748)	(228)	13	(63)
投資活動之現金流量	(3,175)	(4,870)	(4,341)	(3,275)	(3,793)
股本變動	0	0	1,058	0	0
本期負債變動	4,778	(6,548)	2,806	(103)	229
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(3,262)	(3,615)	(6,789)	(4,246)	(4,491)
其他調整數	(805)	(769)	(1,571)	13	(63)
融資活動之現金流量	711	(10,932)	(4,496)	(4,387)	(4,298)
匯率影響數	(187)	209	(178)	0	0
本期產生現金流量	(897)	710	(1,715)	809	1,683
自由現金流量	(1,358)	11,849	3,159	5,262	6,115

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	70,350	95,903	85,767	87,412	93,186
銷貨成本	(54,451)	(72,617)	(67,991)	(67,492)	(70,499)
營業毛利	15,899	23,286	17,776	19,920	22,686
營業費用	(9,522)	(11,940)	(11,192)	(12,422)	(12,964)
推銷費用	0	0	0	0	0
研究費用	(2,477)	(2,929)	(2,678)	(2,865)	(3,044)
管理費用	(7,045)	(9,002)	(8,515)	(9,556)	(9,920)
其他費用	0	(8)	0	0	0
營業利益	6,377	11,346	6,584	7,499	9,723
利息收入	44	62	122	145	148
利息費用	(150)	(167)	(252)	(327)	(329)
利息收入淨額	(106)	(105)	(130)	(182)	(181)
投資利益(損失)淨額	19	254	77	165	192
匯兌損益	(6)	1,389	279	0	0
其他業外收入(支出)淨額	643	590	271	693	133
稅前純益	6,928	13,474	7,081	8,175	9,867
所得稅費用	(1,766)	(3,710)	(1,635)	(2,165)	(2,467)
少數股權淨利	620	683	471	397	592
歸屬母公司之稅後純益	4,542	9,082	4,975	5,613	6,808
稅前息前折舊攤銷前淨利	9,619	16,504	10,313	11,127	13,008
調整後每股盈餘 (NT\$)	5.15	10.30	5.04	5.68	6.89

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	2.0	36.3	(10.6)	1.9	6.6
營業利益	(9.8)	77.9	(42.0)	13.9	29.7
稅前息前折舊攤銷前淨利	(5.4)	71.6	(37.5)	7.9	16.9
稅後純益	(7.7)	89.2	(44.2)	10.4	23.1
調整後每股盈餘	(6.9)	100.0	(51.1)	12.8	21.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	22.6	24.3	20.7	22.8	24.4
營業利益率	9.1	11.8	7.7	8.6	10.4
稅前息前淨利率	9.6	13.9	8.0	9.1	10.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	13.7	17.2	12.0	12.7	14.0
稅前純益率	9.9	14.1	8.3	9.4	10.6
稅後純益率	6.5	9.5	5.8	6.9	7.9
資產報酬率	11.4	19.9	10.7	11.6	13.6
股東權益報酬率	26.3	41.8	21.0	22.8	25.8
穩定/償價能力分析					
負債權益比 (%)	136.2	90.9	102.1	96.5	89.5
淨負債權益比(%)	21.6	(9.8)	7.4	3.2	(3.0)
利息保障倍數 (倍)	47.2	81.7	29.1	(44.0)	(53.4)
流動比率 (%)	145.7	186.5	166.0	174.7	187.2
速動比率 (%)	89.8	119.1	103.0	110.0	121.7
淨負債 (NT\$百萬元)	4,291	(2,627)	1,843	839	(853)
調整後每股淨值 (NT\$)	20.54	28.35	23.45	24.84	27.19
評價指標 (倍)					
本益比	26.0	13.0	26.6	23.6	19.4
股價自由現金流量比	--	11.2	41.9	25.2	21.7
股價淨值比	6.5	4.7	5.7	5.4	4.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	13.8	8.0	12.8	11.9	10.2
股價營收比	1.9	1.4	1.5	1.5	1.4

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

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。

豐泰 (9910 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

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請。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

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.