

復盛應用(6670)

BUY

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 柯亮宇 Charles Ko
charlesko@masterlink.com.tw

評等

日期: 2024/11/21
目前收盤價 (NT\$): 308.5
目標價 (NT\$): 370
52 週最高最低(NT\$): 202.5-322.5
加權指數: 22555.66

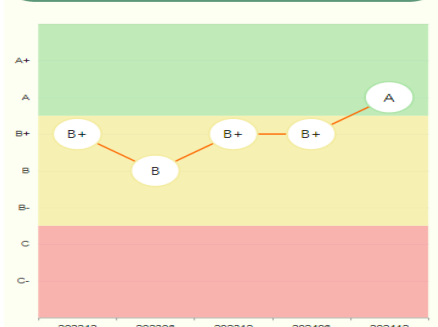
公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 1,369
市值 (NT\$/mn): 42,230
市值 (US\$/mn): 1,408
20 日平均成交量(仟股): 473
PER (2024): 11.78
PBR (2024): 3.29
外資持股比率: 32.42
TCRI 3

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	5.5	8.4	6.8
加權指數報酬率	-4.2	1.4	2.4

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	
目標價 (NT\$)	370	
營業收入 (NT\$/mn)	27,889	
毛利率 (%)	26.40	
營益率 (%)	16.41	
EPS (NT\$)	26.19	
BVPS(NT\$)	93.8	

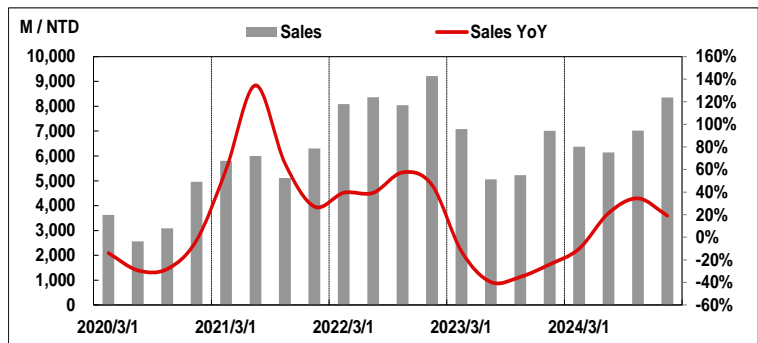
近五期ESG Rating



2025 年新客戶訂單挹注成長

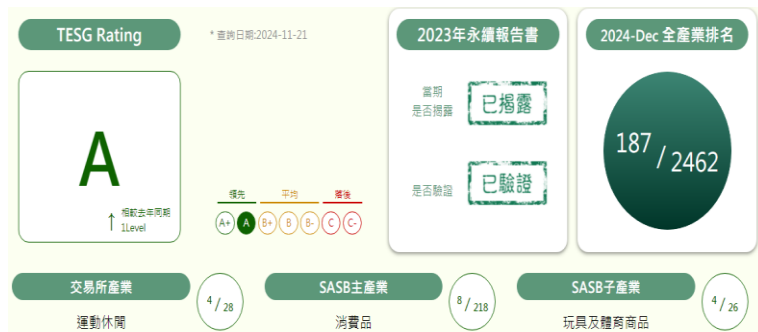
- 復盛應用主要生產高爾夫球頭，其產品營收佔比為 85%，全球市佔率約 40%，中高階市場約佔 50%。目前因應客戶減少中國製造，公司越南廠明顯受惠，出貨比重增至 70%，中國廠閒置資產將進行策略投資，並以提供中國內需市場為主。
- 疫後高爾夫球整體產業規模擴大，2024 年前三季產值較 2019 年(疫前)成長 35.9%，公司營收規模自 2021 年起往上跳一階，由過去每年 160-170 億元，增至目前 270-280 億元。
- 4Q24 在新產品與併購子公司整季貢獻，以及匯率有利下，單季營收 83.53 億元，QoQ 18.9%，YoY 19.1%。毛利率在稼動率提升下，推估可較上季增加，單季 EPS 7.92 元，預計 2024 年營收 278.89 億元，YoY 14.4%，EPS 26.19 元。
- 展望 2025 年，整體高球頭產業打球人次穩定成長，加上可望新增 2-3 個新客戶訂單，預期營收 304.88 億元，YoY 9.3%，EPS 29.19 元。
- 維持買進：目前高球投產業疫後打球回合數增加，產值擴大。2H24 訂單回溫，加上新一年的產品開始出貨，營運逐季加溫。2025 年將新增 2-3 個新客戶，營運高個位數成長，加上具殖利率題材，維持買進建議，目標價 370 元。

Exhibit 1: 營收及營收 YOY



Sources : Masterlink

Exhibit 2: ESG 評分

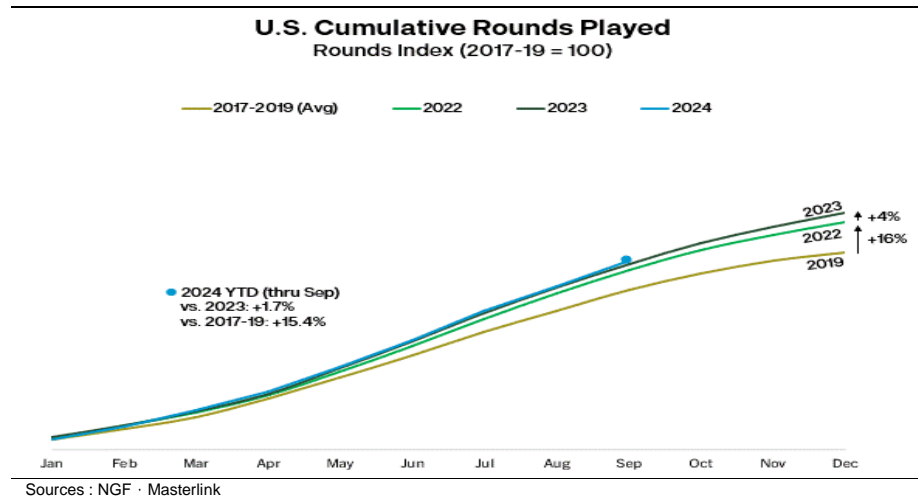


Sources : Masterlink

公司越南廠明顯受惠，目前出貨比重增至 70%

復盛應用主要營運為高爾夫球桿頭等金屬製品之製造加工、高爾夫球具(桿、握把、頭)之裝配及其銷售業務。公司高爾夫球頭年產能約 1600-1700 萬顆，全球市佔率約 40%，中高階市場約佔 50%。目前高爾夫球具產品營收佔比為 85%，非高爾夫球佔比為 15%。主要客戶為美國與日本知名高爾夫球廠商，包含 Callaway Golf、Taylor Made、PUMA-Cobra、Dunlop Sports、Mizuno 等。目前客戶減少中國製造，公司越南廠明顯受惠，出貨比重增至 70%，中國廠閒置資產將進行策略投資，並以提供中國內需市場為主。

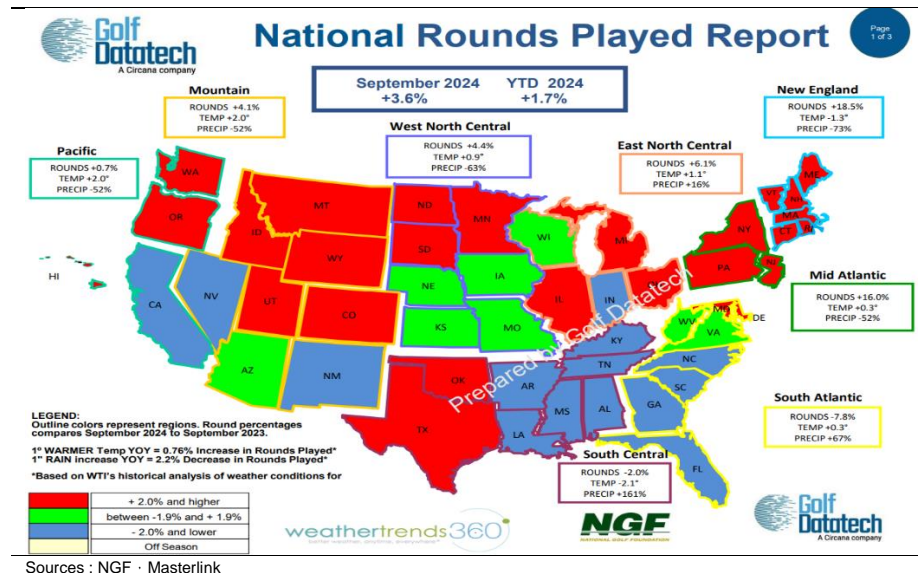
Exhibit 3：疫後較打球回合數明顯增加



高爾夫打球人次成長，整體值規模擴大，推升公司業績

在疫情期間，由於高爾夫是一項可以保持社交距離的運動，因此許多人投入此運動，帶動高爾夫球具的需求，2022 年來到高點。2023 年隨著疫情趨緩，市場需求下滑並庫存調整，不過從高球投產值來看，疫後較疫前成長 30-40%。以美國高爾夫零售市場來看，2024 年前三季較 2019 年(疫前)成長 35.9%，顯示整體產業規模擴大，打球人次增加，公司營收規模自 2021 年起往上跳一階，由過去每年 160-170 億元，增至目前 270-280 億元。

Exhibit 4：9 月美國高爾夫比賽回合數年增幅為近 6 個月最佳



美國今年前 9 月打球回合數較去年同期成長 3.6%，幅度為近六個月最佳

目前高球頭主要市場為美國、日本、歐洲等，其中美國高爾夫產業中產值占比超過一半。根據 NGF 統計，美國 2024 年前 9 個月打球回合數較去年成長 3.6%，累積前 9 月較去年同期成長 1.7%，顯示疫情趨緩後高爾夫打球人數仍持續維持成長。

高球頭產業自 2023 年開始庫存調整，1H24 已大致調整完畢，公司 2Q24 營收轉為正成長，毛利率受惠越南廠學習曲線提升，逐季好轉。公司 3Q24 營收 70.25 億元，QoQ 14%，YoY 34.44%，累積前三季營收 YoY 12.48%，主要為 2H24 進入產業旺季，加上新客戶訂單 8 月開始挹注，以及先前併購的力野精密納入 9 月合併營收，預期營收逐季往上。3Q24 毛利率在越南廠稼動率提升與產品節好轉，單季來到 26.7%，優於上半年毛利率水準，優於元富預估的 26.3%，稅後獲利受到匯損影響 EPS 6.04 元(原估 6.6 元)。

Exhibit 5：第三季毛利率略優於預期

unit: NT \$ mn	3Q24 (A)	3Q24 (E)	DIFF	QoQ	YoY	累積YoY	2024(N)	2024(O)
Net sales	7,025	7,064	-1%	14%	34.44%	12.48%	27,889	27,628
Margin %	26.70%	26.30%					26.37%	26.23%
Operating profit	1,161	1,187	-2%	26%	103.51%	63.62%	4,577	4,543
Total non-ope inc.	-89	0					237	326
Pre-tax profit	1,072	1,187	-10%	2%	65.39%	43.05%	4,815	4,869
Net profit	827	898	-8%	11%	75.87%	46.83%	3,586	3,609
EPS	6.04	6.60	-8%				26.19	26.54

Sources: 公司, Masterlink

預期 2024 年 EPS 26.19 元

4Q24 在新產品與併購子公司整季貢獻，以及匯率有利下，預期平均單月營收 27~29 億元，單季營收 83.53 億元(原估 80.53 億元)，QoQ 18.9%，YoY 19.1%。毛利率在稼動率提升下，推估可較上季增加，單季 EPS 7.92 元。預計 2024 年營收 278.89 億元，YoY 14.4%，EPS 26.19 元。

透過併購拓展非高球頭市場

近年來，公司利用其鈦合金鑄造技術延伸至醫療器材、航太用品及車用零件等領域，也透過併購拓展非高球頭產業。公司於 2024 年 7 月透過子公司中山廣盛收購車用零組件的力野精密，並於 3Q24 底併購完成併納入合併報表，每月可貢獻營收 1 億元。力野精密主要業務為輕量化合金配件製造解決方案，應用於航太、汽車、散熱產品等。復盛入主提供資金調整其體質與更新設備，未來將拓展車用業務，規劃每年營收可維持 10-20%成長。

預期 2025 年 EPS 29.19 元

展望 2025 年，整體高球頭產業受惠規模擴大，打球人次穩定成長，加上可望新增 2-3 個新客戶訂單，預期營收 304.88 億元，YoY 9.3%，EPS 29.19 元。以今年獲利與過去配發率 65-70%推估，目前殖利率 6%。

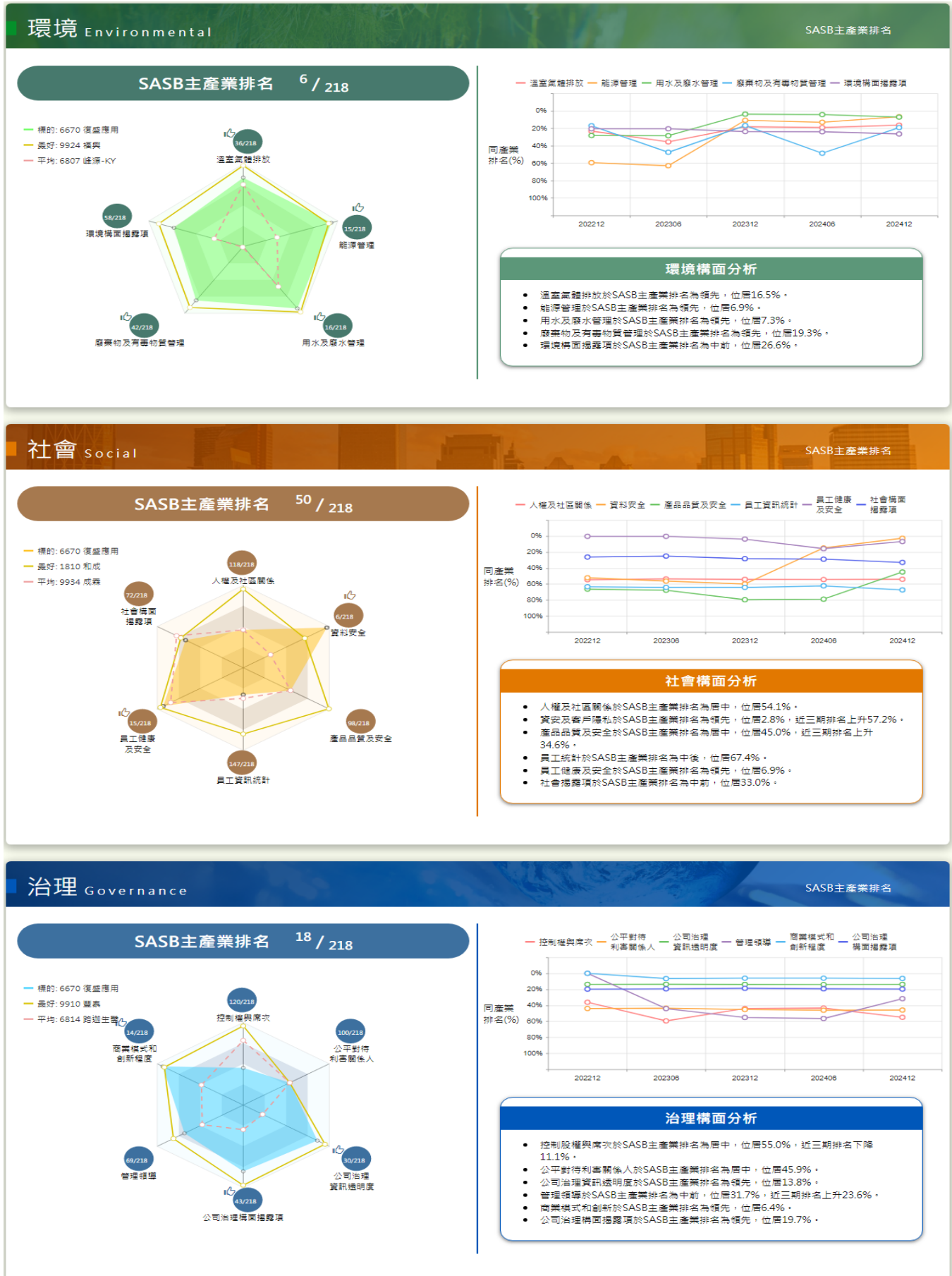
維持買進

目前高球投產業疫後打球回合數增加，產值擴大。2H24 訂單回溫，加上新一年度的產品開始出貨，營運逐季加溫。2025 年將新增 2-3 個新客戶，營運高個位數成長，加上具殖利率題材，維持買進建議，目標價 370 元。

風險提示

(1) 匯率變化；(2)客戶拉貨進度

TESG 企業永續指標



資料來源：TEJ

本刊登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。

Comprehensive income statement				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	33,716	24,381	27,889	30,488
COGS	25,098	18,724	20,527	22,311
Gross profit	8,618	5,658	7,363	8,177
Operating expense	2,854	2,609	2,776	2,744
Operating profit	5,761	3,041	4,577	5,434
Total non-operate. Inc.	696	268	237	0
Pre-tax profit	6,457	3,309	4,815	5,434
Total Net profit	5,116	2,544	3,789	4,197
Minority	315	139	204	200
Net Profit	4,801	2,404	3,586	3,997
EPS (NT\$)	36.64	18.14	26.19	29.19
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F
Sales	45.2	(27.7)	14.4	9.3
Gross profit	57.6	(34.4)	30.1	11.1
Operating profit	83.5	(47.2)	50.5	18.7
Pre-tax profit	102.0	(48.8)	45.5	12.9
Net profit	103.2	(49.9)	49.1	11.5
EPS	103.2	(50.5)	44.4	11.5
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F
Gross	25.6	23.2	26.4	26.8
Operating	17.1	12.5	16.4	17.8
EBITDA	20.2	14.9	18.2	18.6
Pre-tax	19.2	13.6	17.3	17.8
Net	14.2	9.9	12.9	13.1

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	6,370	6,142	7,025	8,353
Gross profit	1,667	1,567	1,880	2,247
Operating profit	1,043	920	1,161	1,453
Total non-ope inc.	195	131	-89	0
Pre-tax profit	1,238	1,052	1,072	1,453
Net profit	930	745	827	1,084
EPS	7.10	5.68	6.04	7.92
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Net sales	(10.1)	21.5	34.4	19.1
Gross profit	3.0	62.1	54.8	20.9
Operating profit	6.6	155.6	103.5	28.4
Net profit	30.9	42.4	75.9	54.7
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Net sales	(9.2)	(3.6)	14.4	18.9
Gross profit	(10.3)	(6.0)	19.9	19.5
Operating profit	(7.8)	(11.8)	26.1	25.2
Net profit	32.8	(20.0)	11.1	31.0
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Gross	26.2	25.5	26.8	26.9
Operating	16.4	15.0	16.5	17.4
Net	14.6	12.1	11.8	13.0

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	4,508	4,854	5,304	7,069	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	5,648	4,470	5,578	6,098	
Inventory	4,338	3,072	4,105	4,462	
Others	597	471	452	456	
Total current asset	15,091	12,868	15,439	18,084	
Long-term invest.	0	0	0	0	
Total fixed assets	5,015	5,048	6,471	8,160	
Total other assets	1,404	1,150	1,049	1,054	
Total assets	22,571	20,003	22,959	27,298	
Short-term Borrow	1,429	681	681	681	
A/P & N/P	3,454	2,702	3,421	3,719	
Other current liab.	2,784	2,505	3,111	5,528	
Total current liab.	7,667	5,888	7,213	9,927	
L-T borrow s	0	0	0	0	
Other L-T liab.	1,632	1,367	1,367	1,326	
Total liability.	9,813	7,571	8,580	11,253	
Common stocks	1,310	1,326	1,369	1,369	
Reserves	2,589	2,894	2,894	2,894	
Retain earnings	8,302	7,612	10,116	11,782	
Total Equity	12,758	12,431	14,379	16,045	
Total Liab. & Equity	22,571	20,003	22,959	27,298	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	4,801	2,404	3,586	3,997	
Dep & Amort	752	873	234	235	
Investment income	0	0	-7	0	
Changes in W/C	-1,184	1,691	-1,421	-579	
Other adjustment	828	-3	3,214	2,100	
Cash flow – ope.	5,197	4,965	5,605	5,752	
Capex	-1,638	-845	-1,423	-1,689	
Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Other adjustment	360	132	147	50	
Cash flow –inve.	-1,278	-713	-1,276	-1,639	
Free cash flow	3,559	4,121	4,182	4,063	
Inc. (Dec.) debt	-1,311	-733	0	0	
Cash dividend	-1,572	-2,916	-1,638	-2,331	
Other adjustment	1,743	-140	-51	-45	
Cash flow –Fin.	-1,141	-3,790	-1,689	-2,376	
Exchange influence	191	-116	26	27	
Change in Cash	2,970	346	450	1,765	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
ROA	24.07	11.29	16.69	15.90	
ROE	45.02	19.09	26.75	26.27	

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.

本刊登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。