

鈺齊-KY(9802)

□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

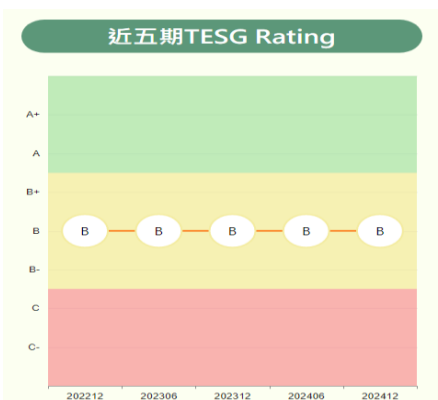
日期: 2024/12/13
目前收盤價 (NT\$): 117.5
目標價 (NT\$): 160
52 週最高最低(NT\$): 102-143
加權指數: 23046.8

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 1,910
市值 (NT\$/mn): 23,620
市值 (US\$/mn): 787
20 日平均成交量(仟股): 839
PER (2024): 18.94
PBR (2024): 2.42
外資持股比率: 46.26
TCRI 3

| 股價表現 | 1-m | 3-m | 6-m |
|----------|-----|-----|------|
| 絕對報酬率(%) | 3.1 | 0.4 | -9.6 |
| 加權指數報酬率 | 0.3 | 6.4 | 4.5 |

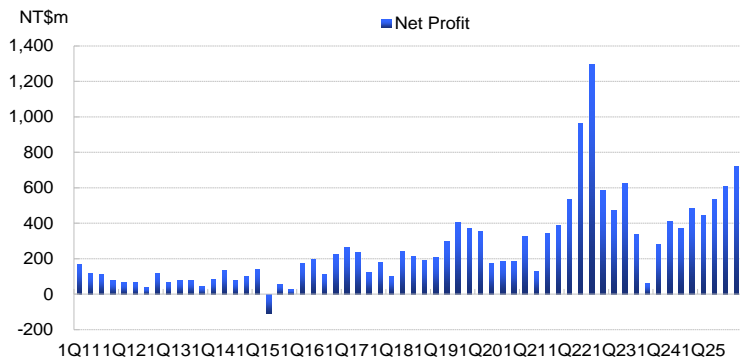
| 2024 Key Changes | Current | Previous |
|------------------|---------|----------|
| 評等 | BUY | BUY |
| 目標價 (NT\$) | 160 | 160 |
| 營業收入 (NT\$/mn) | 14,323 | 15,124 |
| 毛利率 (%) | 18.80 | 19.54 |
| 營益率 (%) | 8.23 | 10.18 |
| EPS (NT\$) | 6.56 | 8.10 |
| BVPS(NT\$) | 66.3 | 67.9 |



曙光初現，迎向陽光，2025 年營運可期

- **近況更新：**4Q24 進入 2025 年春夏款出貨，預期營收向上且有匯兌挹注，預估 EPS 2.41 元，2024 年 EPS 6.56 元。
- **未來展望：**4Q24 進入 2025 春夏款接單，整體方向正向明確，也因此公司加快擴線計畫，顯示接單逐漸回溫。由於 2024 春夏款為客戶下單極度保守的季節，故反映在 2025 年春夏款的 YOY 應可期待，且相比 2024 年秋冬款可望有雙位數的增幅。2021~2023 年新增 15 個品牌，且 On 進入前十大客戶。2024 年持續有品牌並且投入量產，未來將持續新增品牌奠定成長基石；越南鈺騰廠以及印尼齊樺廠預計 2Q25 試量產，我們認為中長期滿載產值規模上看 350~400 億元。
- **維持買進，目標價 160 元：**中長期來看，我們對於鈺齊的營運深具信心，主要考量鈺齊每年持續新增客戶且 2025 年開始有越南鈺騰廠以及印尼齊樺廠貢獻，輔以品牌客戶下單積極度提升帶動，我們預估 2025 年鈺齊營收 183 億元，YOY+27.76%，本業獲利 21.81 億元，營業利益率 11.92%，以現增後股本 20.1 億元計算，EPS 9.27 元。考量 2H24 優於 1H24，且復甦趨勢確立，搭配中長期營運趨勢向上，我們認為股價有望逐步反映基本面的轉佳，故我們維持買進，目標價 160 元。

Exhibit 1: 稅後淨利



Sources : Masterlink

Exhibit 2: ESG 評分



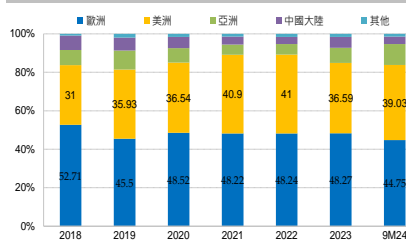
Source : TEGS

鈺齊為戶外鞋代工大廠，客戶遍及歐美，客戶遍及歐美，產能遍布越、柬、中三國

鈺齊為戶外鞋代工大廠，客戶遍及歐美，產能遍布越、柬、中三國

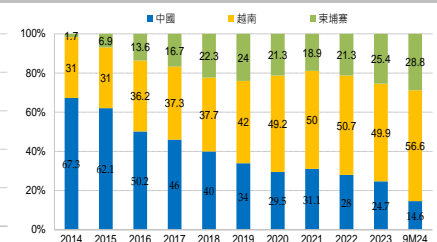
鈺齊-KY 為專業戶外鞋代工廠商，其代工客戶遍及歐美地區，前十大客戶逾八成，前二十大則逾九成，服務超過 50 個品牌客戶，以前三大客戶來看，今年度相較於過往有較大的變化，2022~2023 年前三大客戶佔比為 38%，9M24 來看，TOP3 客戶佔比約五成。若以代工鞋類來看，則以戶外鞋以及運動為主。以生產基地來看，2023 年中國區生產比重為 24.7%、越南產值佔比 49.9%、柬埔寨 25.4%，9M24 越南佔比持續提升至 56.6%、柬埔寨 28.8%、中國 14.6%；2024 年非中產能佔比持續提升，中國產能佔比下滑，2025 年隨著越南鈺騰廠加入，越南佔比可望持續提升，2025 年產能佔比依序為越南>柬埔寨>中國，越南推估有望上看六成。印尼齊樺廠預計 2Q25 末試產，2026 年隨著印尼齊樺廠貢獻，推估中國產能佔比續降；以銷售區域(品牌客戶指定之出貨地)來看，歐美為主要銷售區域，2023 年大歐洲營收佔比 48.27%，9M24 佔比 44.75%，而大美洲市場則是逐年開發有成，2022 年佔比達 41%，然 2023 年受到終端需求不振影響快時尚品牌銷售，佔比降至 36.59%，9M24 為 39.03%，佔比已有所回升；展望後市，歐美營收佔比可望並駕齊驅。長期來看，多品牌接單策略對公司的產品組合優化、營運規模擴增以及銷售地區分散，將可產生多元正面效果。

鈺齊-KY 銷售區域佔比



Source: 公司

鈺齊-KY 非中國地區產能持續擴增



Source: 公司

What's New :

3Q24 受匯率波動影響，EPS 0.54 元

3Q24 營收 35.99 億元，QOQ-9.2%，YOY+1.6%，獲利方面，毛利率較上季度小幅提升至 18.99%，然且因營收規模下滑進而產生 deleverage 效果，使得營業率較上季度下滑 0.7%達 8.53%，本業獲利 3.07 億元，YOY+20%，業外因美元升值產生匯兌評價損失，EPS 0.54 元，其中匯損影響 EPS 約 0.87 元。

3Q24 受匯率波動影響，EPS 0.54 元

鈺齊 3Q24 財報

| 9802 F-鈺齊 | 3Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24(A) | QoQ | YoY | 累計YoY |
|---------------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| Net sales | 3,543 | 2,659 | 3,965 | 3,599 | -9.2% | 1.6% | -22.6% |
| Gross profit | 606 | 481 | 729 | 684 | -6.2% | 12.8% | -25.5% |
| Gross margin(%) | 17.10% | 18.08% | 18.38% | 18.99% | 0.6% | | |
| Operating profit | 255 | 149 | 368 | 307 | -16.6% | 20.4% | -44.5% |
| Operating Margin(%) | 7.20% | 5.60% | 9.28% | 8.53% | -0.8% | -5.5% | |
| Pre-tax profit | 445 | 361 | 511 | 125 | -75.5% | -71.8% | -46.2% |
| Net Profit | 338 | 282 | 408 | 102 | -74.9% | -69.8% | -44.8% |
| EPS (NT\$) | 1.77 | 1.48 | 2.13 | 0.54 | | | |

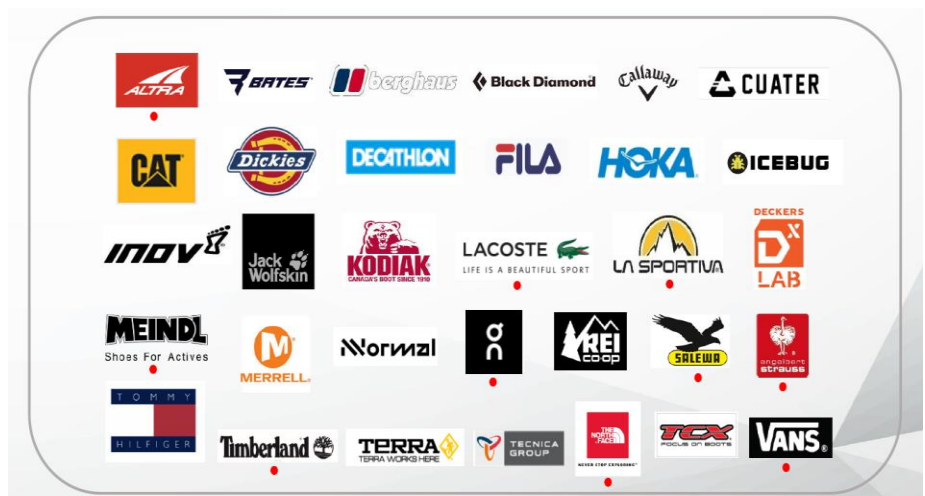
Source: Company Data、Masterlink

新品牌、新產能帶動營運持續成長，持續看好公司中長期營運穩健向上
展望未來，我們認為公司中長期營運仍持穩向上，主要來自兩方面：

- 1) 在開發新品牌客戶方面，目前公司量產品牌客戶超過 50 家，其中前十大品牌客戶之營收佔比約逾八成，9M24 前三大客戶佔比約五成，然公司仍持續開發新客戶，強化打造多品牌接單與彈性生產之營運模式，2019~2020 年共新增 13 個新品牌客戶，累積的量能已在 2021 年已逐步展現，2021~2023 年新增 15 個品牌，且 On 進入前十大客戶。2024 年持續有品牌並且投入量產，展望未來公司將持續新增品牌為未來的成長奠定基石。

持續新增品牌為未來的成長奠定
基石

鈺齊主要客戶群



Source : Company Data、Masterlink

- 2) 產能擴張方面，過去五年(2018~2022 年)累計資本支出達 72.66 億元，主要用於設備投入，2023 年資本支出約 9.56 億元、2024 年持續投入越南、柬埔寨以及印尼擴產計劃，2024 年前三季 11.56 億元，預計 2024 年資本支出將超過 2021 年水準，2025 年資本支出有望超過 20 億元，主要用於擴線跟營造工程的投入。在不考慮產能擴張的情況下，以現有產能來看，預估產值規模(產值規模不代表營收認列)可望達 300 億元，2025 年產能擴張重點在越南鈺騰廠以及印尼齊樺廠。越南鈺騰廠已投入建廠，預計 2025/02~2025/03 開始招工，以現在的 ASP 以及匯率推估，越南鈺騰廠滿載產值規模可達 30 億元。印尼齊樺廠土地面積 26.6 公頃，已於 2024/04 動工，預計 2Q25 試做量產，以目前基礎推算，滿載產值規模貢獻可達 40 億元。隨著柬埔寨齊錠廠、越南鈺騰廠以及印尼齊樺廠均投入運營，中長期來看，我們認為集團產值規模(產值規模不代表營收認列)可望上看 350~400 億元。

越南鈺騰廠以及印尼齊樺廠預計
2Q25 試量產，我們認為中長期滿
載產值規模上看 350~400 億元

2025 春夏款陸續接單，復甦趨勢確立，我們對 2025 年予以樂觀期待

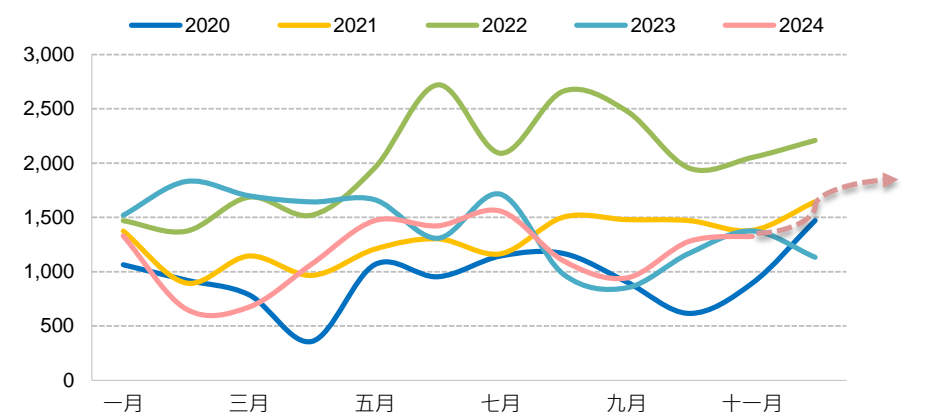
2025 春夏款接單優於 2024 秋冬款，復甦趨勢確立，我們對 2025 年予以樂觀期待

2024 年春夏款接單期間為品牌庫存調整最劇烈的時候且全球景氣混屯不明，客戶下單極度保守，反映在鈺齊的營運表現來看，1Q24 為營運低點，24 秋冬款接單已較 24 春夏款轉佳，故約當反映在 2Q24+3Q24 營收 75.64 億元，大於 4Q23+1Q24 的 63.4 億元。4Q24 進入 2025 春夏款接單，整體方向正向明確，也因此公司加快擴線計畫，顯示接單逐漸回溫。由於 2024 春夏款為客戶下單極度保守的季節，故反映在 2025 年春夏款的 YOY 應可期待，且相比 2024 年秋冬款可望有雙位數的增幅。

短期營運來看，4Q24 進入 2025 年春夏款出貨，我們預期 4Q24 營收 41 億元，QOQ+13.92%，YOY+11.4%，獲利方面，隨著出貨增溫、營收規模擴大所帶來的營運槓桿帶動下，我們預估本業獲利 3.6 億元，營業利益率 8.77%，業外方面，由於近期美元趨貶，推估 3Q24 因美元升值所產生的評價損失可望全數回轉，我們預估 4Q24 稅後歸屬母公司淨利潤 4.61 億元，以現行股本 19.1 億元計算，EPS 2.41 元，預估 2024 年 EPS 6.56 元。

中長期來看，我們對於鈺齊的營運深具信心，主要考量鈺齊每年持續新增客戶且 2025 年開始有越南鈺騰廠以及印尼齊樺廠貢獻，輔以品牌客戶下單積極度提升帶動下，我們預估 2025 年鈺齊集團營收 183 億元，YOY+27.76%，本業獲利 21.81 億元，營業利益率 11.92%，不考慮業外匯兌影響數下，預估 2025 年歸屬母公司淨利潤為 18.62 億元，以現增後股本 20.1 億元計算，EPS 9.27 元。

鈺齊月營收趨勢



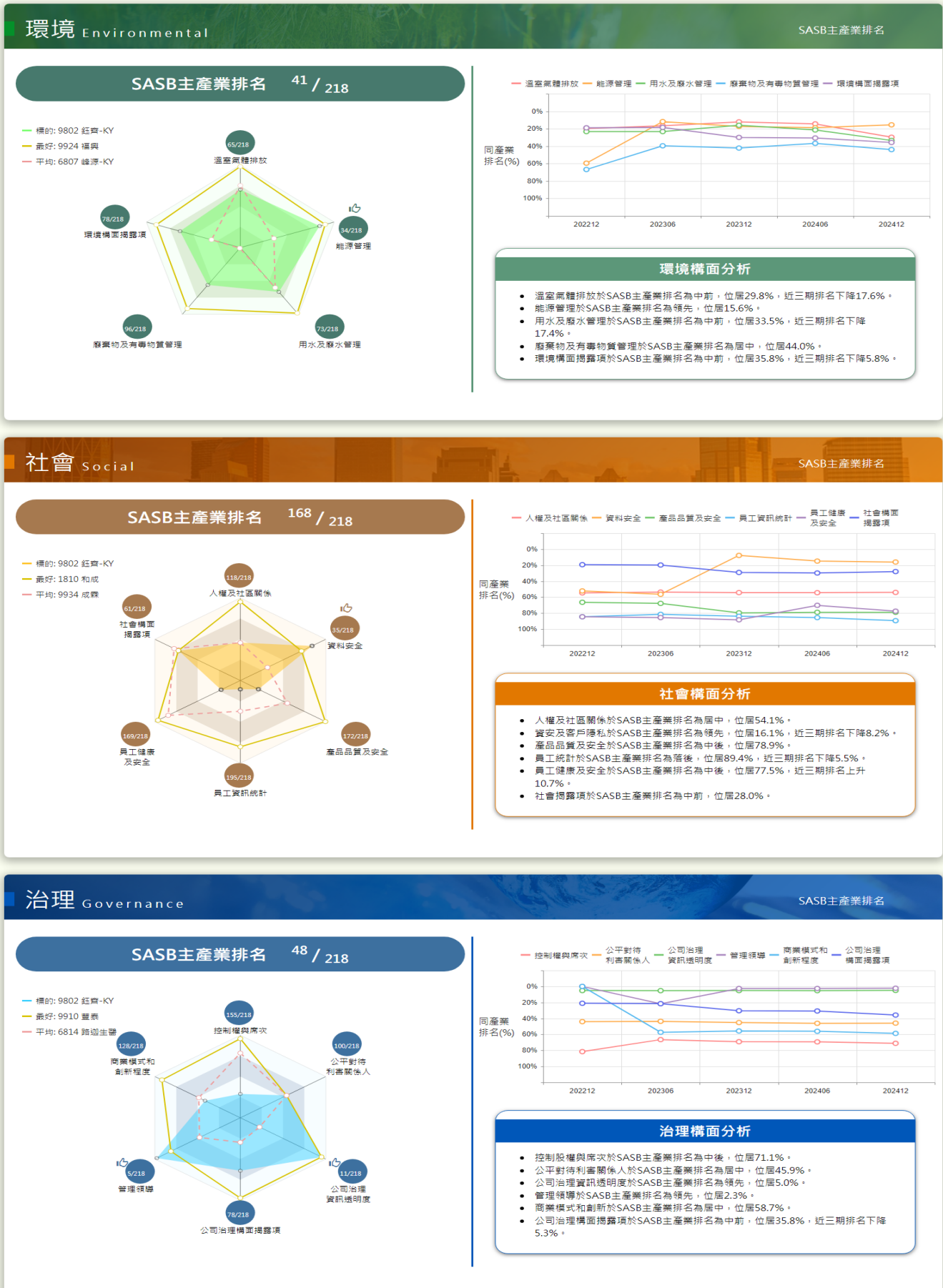
Source : Masterlink

中長期成長趨勢不變，未來股價可望逐步反映營運向上，維持買進

中長期成長趨勢不變，未來股價可望逐步反映營運向上，維持買進

我們預估 2024 年 EPS 為 6.56 元，並預估 2025 年 EPS 9.27 元。評價方面，考量 2H24 優於 1H24，且復甦趨勢確立，搭配中長期營運趨勢向上，我們認為股價有望逐步反映基本面的轉佳，故我們維持買進，目標價 160 元。

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。

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

| Year-end Dec. 31 | FY22 | FY23 | FY24F | FY25F |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | IFRS | IFRS | IFRS | IFRS |
| Net sales | 24,181 | 16,893 | 14,323 | 18,300 |
| COGS | 18,595 | 13,698 | 11,631 | 14,529 |
| Gross profit | 5,586 | 3,195 | 2,693 | 3,771 |
| Operating expense | 1,751 | 1,391 | 1,514 | 1,589 |
| Operating profit | 3,836 | 1,804 | 1,179 | 2,181 |
| Total non-operate. Inc. | 529 | 235 | 388 | 160 |
| Pre-tax profit | 4,365 | 2,039 | 1,566 | 2,341 |
| Total Net profit | 3,376 | 1,497 | 1,252 | 1,862 |
| Minority | -0 | 0 | -2 | 0 |
| Net Profit | 3,382 | 1,495 | 1,246 | 1,862 |
| EPS (NT\$) | 17.68 | 7.84 | 6.56 | 9.27 |
| Y/Y % | FY22 | FY23 | FY24F | FY25F |
| Sales | 55.6 | (30.1) | (15.2) | 27.8 |
| Gross profit | 99.2 | (42.8) | (15.7) | 40.0 |
| Operating profit | 160.9 | (53.0) | (34.7) | 85.1 |
| Pre-tax profit | 214.1 | (53.3) | (23.2) | 49.5 |
| Net profit | 185.4 | (55.8) | (16.7) | 49.5 |
| EPS | 184.9 | (55.7) | (16.3) | 41.2 |
| Margins % | FY22 | FY23 | FY24F | FY25F |
| Gross | 23.1 | 18.9 | 18.8 | 20.6 |
| Operating | 15.9 | 10.7 | 8.2 | 11.9 |
| EBITDA | 22.3 | 18.4 | 18.5 | 20.0 |
| Pre-tax | 18.1 | 12.1 | 10.9 | 12.8 |
| Net | 14.0 | 8.9 | 8.7 | 10.2 |

Comprehensive Quarterly Income Statement

NT\$m

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24F |
|--------------------|-------------|-------------|------------|-------------|
| | IFRS | IFRS | IFRS | IFRS |
| Net sales | 2,659 | 3,965 | 3,599 | 4,100 |
| Gross profit | 481 | 729 | 684 | 800 |
| Operating profit | 149 | 370 | 307 | 360 |
| Total non-ope inc. | 212 | 141 | -182 | 217 |
| Pre-tax profit | 361 | 511 | 125 | 577 |
| Net profit | 282 | 408 | 102 | 461 |
| EPS | 1.48 | 2.13 | 0.54 | 2.41 |
| Y/Y % | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24F |
| Net sales | (47.4) | (14.1) | 1.6 | 11.4 |
| Gross profit | (55.0) | (16.0) | 12.8 | 22.4 |
| Operating profit | (77.9) | (29.2) | 4.8 | 14.1 |
| Net profit | (40.6) | (34.4) | (69.8) | 632.5 |
| Q/Q % | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24F |
| Net sales | (27.8) | 49.1 | (9.2) | 13.9 |
| Gross profit | (26.4) | 51.5 | (6.2) | 17.0 |
| Operating profit | (52.7) | 148.5 | (17.0) | 17.0 |
| Net profit | 347.9 | 44.6 | (74.9) | 350.9 |
| Margins % | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24F |
| Gross | 18.1 | 18.4 | 19.0 | 19.5 |
| Operating | 5.6 | 9.3 | 8.5 | 8.8 |
| Net | 10.6 | 10.3 | 2.8 | 11.2 |

Consolidated Balance Sheet

NT\$m

| Year-end Dec. 31 | FY22 | FY23 | FY24F | FY25F |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | IFRS | IFRS | IFRS | IFRS |
| Cash | 2,195 | 2,609 | 4,573 | 5,965 |
| Marketable securities | 0 | 0 | 0 | 0 |
| A/R & N/R | 4,229 | 2,707 | 2,387 | 3,050 |
| Inventory | 4,985 | 2,139 | 2,908 | 3,632 |
| Others | 728 | 840 | 200 | 200 |
| Total current asset | 12,138 | 8,296 | 10,068 | 12,848 |
| Long-term invest. | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Total fixed assets | 8,749 | 8,286 | 9,886 | 11,886 |
| Total other assets | 2,158 | 2,088 | 2,036 | 2,036 |
| Total assets | 23,067 | 18,682 | 21,991 | 26,770 |
| Short-term Borrow | 3,476 | 1,685 | 2,485 | 3,285 |
| A/P & N/P | 2,943 | 1,302 | 1,789 | 2,235 |
| Other current liab. | 2,579 | 1,819 | 3,496 | 5,922 |
| Total current liab. | 8,998 | 4,806 | 7,770 | 11,442 |
| L-T borrows | 0 | 0 | 1,000 | 1,000 |
| Other L-T liab. | 369 | 565 | 550 | 550 |
| Total liability. | 10,408 | 6,310 | 9,320 | 12,992 |
| Common stocks | 1,907 | 1,910 | 1,910 | 2,010 |
| Reserves | 5,677 | 5,702 | 5,622 | 6,292 |
| Retain earnings | 5,132 | 4,817 | 5,139 | 5,476 |
| Total Equity | 12,659 | 12,372 | 12,670 | 13,778 |
| Total Liab. & Equity | 23,067 | 18,682 | 21,991 | 26,770 |

Consolidated Statement of Cash flow

NT\$m

| Year-end Dec. 31 | FY22 | FY23 | FY24F | FY25F |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | IFRS | IFRS | IFRS | IFRS |
| Net income | 3,382 | 1,495 | 1,246 | 1,862 |
| Dep & Amort | 952 | 1,065 | 1,134 | 1,374 |
| Investment income | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Changes in W/C | -1,079 | 2,698 | 39 | -941 |
| Other adjustment | 740 | -310 | 500 | 501 |
| Cash flow – ope. | 3,996 | 4,948 | 2,919 | 2,796 |
| Capex | -1,541 | -938 | -1,600 | -2,000 |
| Change in L-T inv. | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Other adjustment | -131 | -183 | -100 | -100 |
| Cash flow –inve. | -1,672 | -1,121 | -1,700 | -2,100 |
| Free cash flow | 2,455 | 4,011 | 1,319 | 796 |
| Inc. (Dec.) debt | -96 | -1,818 | 800 | 800 |
| Cash dividend | -785 | -1,368 | -955 | -764 |
| Other adjustment | -37 | -64 | 900 | 660 |
| Cash flow-Fin. | -919 | -3,251 | 745 | 696 |
| Exchange influence | -326 | -163 | 0 | 0 |
| Change in Cash | 1,080 | 414 | 1,964 | 1,392 |

Ratio Analysis

| Year-end Dec. 31 | FY22 | FY23 | FY24F | FY25F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| ROA | 16.63 | 7.16 | 6.13 | 7.64 |
| ROE | 31.17 | 11.95 | 9.95 | 14.08 |

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。

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 6 of 6