

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	67.50 元
目標價	
3 個月	75.00 元
12 個月	75.00 元

百和 (9938 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

09/09/2024	Trading Buy	63.10
07/17/2024	Buy	61.10
01/17/2024	Trading Buy	54.60
11/30/2023	Buy	65.00
09/08/2023	Buy	52.30

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,980
市值(億元)	201
目前每股淨值(元)	42.48
外資持股比(%)	32.50
投信持股比(%)	2.69
董監持股比(%)	6.95
融資餘額(張)	2,280
現金股息配發率(F)(%)	52.45

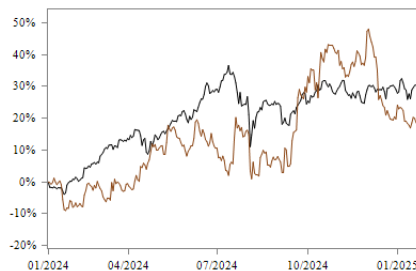
產品組合



- 絨帶(鞋帶): 46.80%
- 黏扣帶: 13.80%
- 鬆緊帶: 13.40%
- 其他: 26.00%

股價相對大盤走勢

— 9938 — TWSE



預期客戶拉貨動能持續成長，2025 年獲利可望上升。

投資建議：百和 2024 年營收 154.62 億元，以自結獲利估計稅後 EPS 約 4.77 元。預估百和 2025 年營收 171.80 億元，YoY+11.12%，成長的動能來自前幾大客戶的銷售成長，帶動訂單的持續增加，預估 2025 年稅後 EPS 5.34 元。

考量(1)預期 2025 年百和的營收可望維持成長的格局，帶動獲利續增，但成長幅度將較 2024 年明顯放緩。(2)在品牌廠希望縮短交期與全球佈局在地出貨的策略下，百和可維持其競爭優勢。(3)市場整體庫存仍不低，品牌廠出貨動能依賴新產品推動，若消費力成長放緩將對拉貨帶來變數。對百和的投資建議為 Trading Buy，目標價 75 元(2025 年 PER 14X)。

2025 年資本支出近 13 億主要用於設備購置，預期歐系客戶成長仍高於美系客戶，但成長幅度將較 2024 年明顯放緩：百和 4Q24 營收 38.65 億元，YoY+22.43%，QoQ-10.52%，但產品組合轉變，出貨較多低毛利率的產品使得集團毛利率下滑，預估 4Q24 稅後 EPS 0.95 元。

預期 2025 年主要品牌廠的出貨可維持成長，其中歐系客戶的成長展望仍高於美系客戶，其中成長幅度最高的前五大客戶預期與 2024 年相同，但 2025 年成長幅度會較 2024 年有明顯的放緩。推動百和的成長動能主要來自客戶追求高質化及特色化的產品趨勢，對百和的接單相對較有利。

美國成衣服飾庫存在 2H24 下降有限，存銷比反而逆勢上升：從美國成衣服飾業的存貨銷售比來看，11/2024 的數字為 2.68，是 2024 年的單月次高數字，仍然高於疫情前的水準，也高於 2023 年同期，表示美國的庫存去化進度到 2024 年末期後，進展並不理想。目前台廠出貨普遍成長，主要動能是品牌廠持續推出新產品，而不是產業的庫存去化結束了，通路經銷端應該仍有一定數量的消費者已缺乏購買意願的庫存。未來這樣的高庫存水位是否會變成常態化仍需觀察。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	15,462	17,180	17,674	3,157	3,555	3,722	4,320	3,865	3,924	4,143	4,647	4,467
營業毛利淨額	5,577	6,278	6,417	971	1,231	1,373	1,654	1,319	1,427	1,539	1,746	1,566
營業利益	2,808	3,159	3,116	245	605	662	935	605	716	791	914	738
稅後純益	1,420	1,590	1,629	119	333	349	456	282	359	414	499	318
稅後 EPS(元)	4.77	5.34	5.47	0.40	1.12	1.17	1.53	0.95	1.20	1.39	1.68	1.07
毛利率(%)	36.07%	36.54%	36.31%	30.74%	34.62%	36.89%	38.30%	34.12%	36.36%	37.15%	37.57%	35.06%
營業利率(%)	18.16%	18.39%	17.63%	7.77%	17.02%	17.78%	21.65%	15.66%	18.25%	19.09%	19.68%	16.52%
稅後純益率(%)	9.19%	9.26%	9.22%	3.77%	9.36%	9.38%	10.56%	7.31%	9.14%	9.99%	10.75%	7.12%
營業收入 YoY/QoQ(%)	24.24%	11.12%	2.87%	-11.73%	12.61%	4.68%	16.07%	-10.52%	1.52%	5.58%	12.17%	-3.87%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	144.36%	11.97%	2.44%	-53.34%	179.62%	4.94%	30.69%	-38.10%	27.04%	15.34%	20.71%	-36.29%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 29.80 億元計算。

2025 年 1 月 22 日

百和的 ESG：

百和為了配合全球環保減碳趨勢，在台灣、越南等各個廠區都建設太陽能發電板。並設立廢水處理系統，減少廢水排放造成的環境汙染。水回收系統也可以減少生產過程使用的用水量，達到環保的效果。

公司簡介：

百和為台灣黏扣及鞋帶大廠，產品包括黏扣帶、各式織帶、鞋帶、鬆緊帶、射出鉤、反光材料等。終端可應用在成衣、鞋類、3C 產品、醫療器材、玩具及汽車等。從產品比重來看，2022 年鞋帶占 50.9%，鬆緊帶 13.1%，黏扣帶 13.7%，針織經編緹花 11.2% 等。百和目前在台灣、越南、印尼及中國都設有生產基地。

2025 年資本支出近 13 億主要用於設備購置，預期歐系客戶成長仍高於美系客戶，但成長幅度將較 2024 年明顯放緩：

百和 4Q24 營收 38.65 億元，YoY+22.43%，QoQ-10.52%，但產品組合轉變，出貨較多低毛利率的產品使得集團毛利率下滑，預估 4Q24 稅後 EPS 0.95 元。

2025 年資本支出近 13 億主要用於設備購置，預期歐系客戶成長仍高於美系客戶，但成長幅度將較 2024 年明顯放緩：

百和 2024 年的資本支出 13.8 億元，大部份支出用於新廠房的建設。2025 年估計仍有接近 13 億元的資本支出，但預期會有超過六成的資本支出是用於設備購置。預期 2025 年主要品牌廠的出貨可維持成長，其中歐系客戶的成長展望仍高於美系客戶，其中成長幅度最高的前五大客戶預期與 2024 年相同，但 2025 年成長幅度會較 2024 年有明顯的放緩。推動百和的成長動能主要來自客戶追求高質化及特色化的產品趨勢，對百和的接單相對較有利。

百和印尼廠新產能預期 2024 年底到位，2025 年新產能可投產：

印尼廠 4、5 期的新產能持續建置中，完工後將花費時間進駐設備，預計 2025 年新的產能就可以全面投產。隨未來經濟規模的持續擴大，印尼廠的獲利將再提升，預計 2025 年將可以看到印尼廠新產能的獲利貢獻。認為百和維持產能擴增的進度不變，反應其看好 2025 年的市場需求可恢復成長，因此提前準備產能因應，也是為了未來品牌廠可能增加對東南亞國家的生產需求之預備動作。

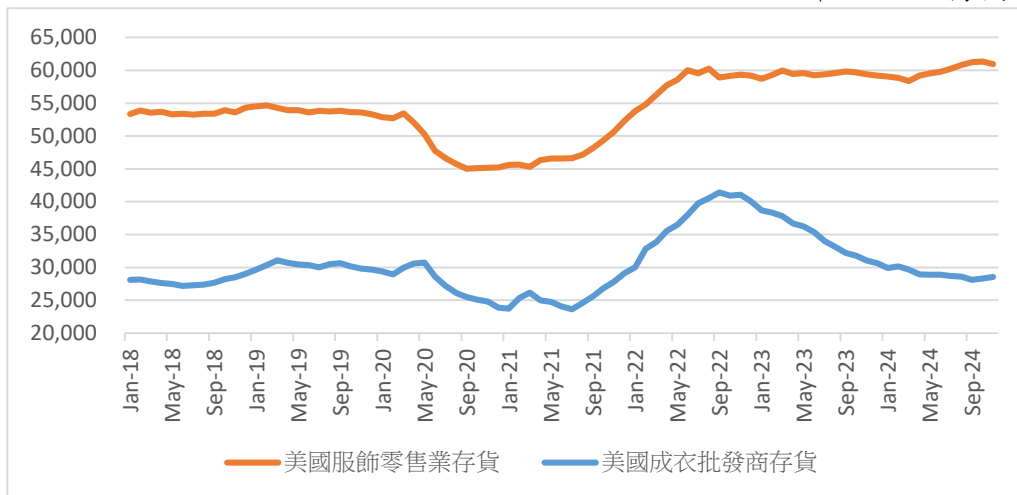
美國成衣服飾庫存在 2H24 下降有限，存銷比反而逆勢上升：

從美國成衣服飾業的存貨銷售比來看，11/2024 的數字為 2.68，是 2024 年的單月次高數字，仍然高於疫情前的水準，也高於 2023 年同期，表示美國的庫存去化進度到 2024 年末期後，進展並不理想。目前台廠出貨普遍成長，主要動能是品牌廠持續推出新產品，而不是產業的庫存去化結束了，通路經銷端應該仍有一定數量的消費者已缺乏購買意願的庫存。未來這樣的高庫存水位可能會變成常態化，

2025 年 1 月 22 日

圖、美國服飾零售、批發庫存

單位：百萬美元



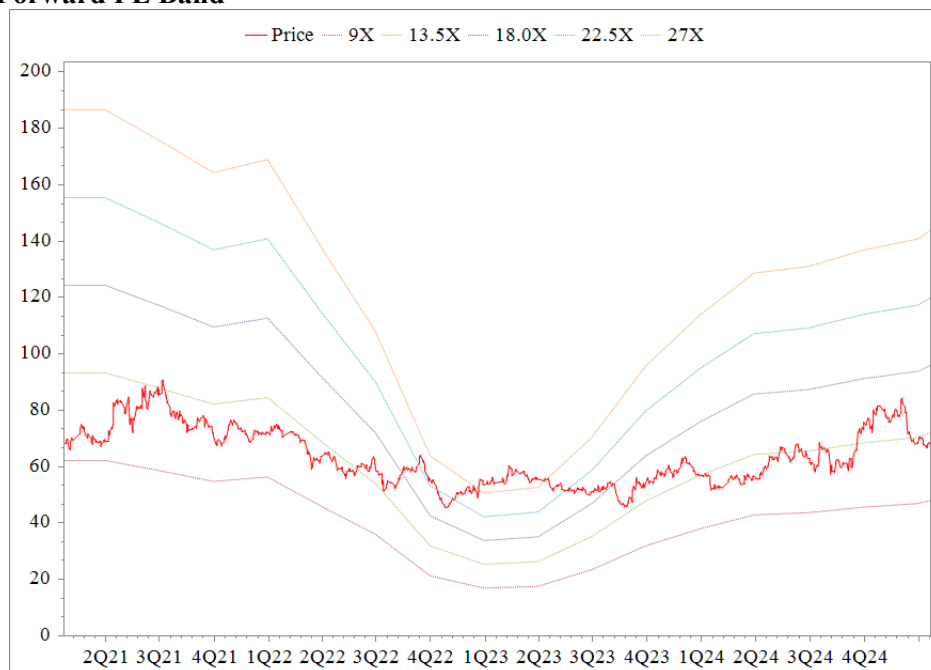
資料來源：Bloomberg

投資建議：

百和 2024 年營收 154.62 億元，以自結獲利估計稅後 EPS 約 4.77 元。預估百和 2025 年營收 171.80 億元，YoY+11.12%，成長的動能來自前幾大客戶的銷售成長，帶動訂單的持續增加，預估 2025 年稅後 EPS 5.34 元。

考量(1)預期 2025 年百和的營收可望維持成長的格局，帶動獲利續增，但成長幅度將較 2024 年明顯放緩。(2)在品牌廠希望縮短交期與全球佈局在地出貨的策略下，百和可維持其競爭優勢。(3)市場整體庫存仍不低，品牌廠出貨動能依賴新產品推動，若消費力成長放緩將對拉貨帶來變數。對百和的投資建議為 Trading Buy，目標價 75 元(2025 年 PER 14X)。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 1 月 22 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	31,834	31,673	32,708	34,868	37,208
流動資產	12,660	12,211	12,528	14,960	13,318
現金及約當現金	3,959	3,761	3,889	4,626	4,126
應收帳款與票據	2,123	2,065	2,764	2,602	2,918
存貨	5,325	4,796	5,387	6,024	5,758
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	16,532	17,009	17,009	17,009	17,009
負債總計	17,345	17,772	17,841	18,947	20,218
流動負債	14,685	11,474	13,188	15,748	14,019
應付帳款及票據	647	528	934	739	988
非流動負債	2,660	6,299	4,248	2,989	5,739
權益總計	14,488	13,901	14,867	15,921	16,990
普通股股本	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980
保留盈餘	8,247	8,105	9,072	10,126	11,194
母公司業主權益	11,784	11,562	12,326	13,172	14,056
負債及權益總計	31,834	31,673	32,708	34,868	37,208

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	16,270	12,445	15,462	17,180	17,674
營業成本	10,680	8,617	9,885	10,903	11,257
營業毛利淨額	5,591	3,828	5,577	6,278	6,417
營業費用	2,876	2,778	2,769	3,118	3,301
營業利益	2,715	1,050	2,808	3,159	3,116
EBITDA	4,068	2,357	3,561	3,758	3,758
業外收入及支出	-191	-639	-504	-549	-479
稅前純益	2,571	471	2,303	2,610	2,637
所得稅	782	194	681	811	823
稅後純益	1,520	581	1,420	1,590	1,629
稅後 EPS(元)	5.10	1.95	4.77	5.34	5.47
完全稀釋 EPS**	5.10	1.95	4.77	5.34	5.47

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 29.80【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 29.80 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	-11.03%	-23.51%	24.24%	11.12%	2.87%
營業毛利淨額	-19.31%	-31.53%	45.69%	12.56%	2.22%
營業利益	-31.75%	-61.33%	167.44%	12.52%	-1.36%
稅後純益	-26.19%	-61.77%	144.36%	11.97%	2.44%

獲利能力分析(%)

毛利率	34.36%	30.76%	36.07%	36.54%	36.31%
EBITDA(%)	25.00%	18.94%	23.03%	21.87%	21.26%
營益率	16.69%	8.44%	18.16%	18.39%	17.63%
稅後純益率	9.34%	4.67%	9.19%	9.26%	9.22%
總資產報酬率	4.78%	1.83%	4.34%	4.56%	4.38%
股東權益報酬率	10.49%	4.18%	9.55%	9.99%	9.59%

償債能力檢視

負債比率(%)	54.49%	56.11%	54.55%	54.34%	54.34%
負債/淨值比(%)	119.72%	127.85%	120.00%	119.00%	119.00%
流動比率(%)	86.21%	106.42%	95.00%	95.00%	95.00%

其他比率分析

存貨天數	189.98	214.35	188.00	191.00	191.00
應收帳款天數	57.20	61.42	57.00	57.00	57.00

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	3,068	1,363	5,188	4,836	3,410
稅前純益	2,571	471	2,303	2,610	2,637
折舊及攤銷	1,255	1,329	1,361	1,361	1,361
營運資金變動	980	468	-884	-671	200
其他營運現金	-1,738	-905	2,408	1,536	-787
投資活動現金	-3,659	-1,745	-3,712	-2,723	-6,977
資本支出淨額	-3,688	-1,630	-2,755	-2,755	-2,755
長期投資變動	62	-91	-240	-240	-240
其他投資現金	-32	-25	-717	272	-3,982
籌資活動現金	918	206	-1,348	-1,376	3,066
長借/公司債變動	-884	-870	-2,050	-1,259	2,750
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-1,043	-745	-656	-745	-745
其他籌資現金	2,845	1,820	1,359	628	1,061
淨現金流量	-7	-198	128	737	-501
期初現金	3,966	3,959	3,761	3,889	4,626
期末現金	3,959	3,761	3,889	4,626	4,126

資料來源：CMoney、群益

2025 年 1 月 22 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	3,577	3,157	3,555	3,722	4,320	3,865	3,924	4,143	4,647	4,467	4,097	4,302
營業成本	2,386	2,187	2,324	2,349	2,665	2,546	2,497	2,604	2,901	2,901	2,631	2,716
營業毛利淨額	1,191	971	1,231	1,373	1,654	1,319	1,427	1,539	1,746	1,566	1,465	1,586
營業費用	709	725	626	711	719	713	711	748	831	828	796	816
營業利益	481	245	605	662	935	605	716	791	914	738	669	769
業外收入及支出	-138	-157	-105	-105	-160	-135	-137	-124	-109	-180	-118	-94
稅前純益	343	88	500	557	776	471	579	667	806	558	551	675
所得稅	96	65	133	146	251	151	174	200	242	195	165	203
稅後純益	255	119	333	349	456	282	359	414	499	318	347	426
最新股本	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980	2,980
稅後EPS(元)	0.86	0.40	1.12	1.17	1.53	0.95	1.20	1.39	1.68	1.07	1.16	1.43

獲利能力(%)

毛利率(%)	33.29%	30.74%	34.62%	36.89%	38.30%	34.12%	36.36%	37.15%	37.57%	35.06%	35.77%	36.86%
營業利益率(%)	13.46%	7.77%	17.02%	17.78%	21.65%	15.66%	18.25%	19.09%	19.68%	16.52%	16.34%	17.88%
稅後純益率(%)	7.13%	3.77%	9.36%	9.38%	10.56%	7.31%	9.14%	9.99%	10.75%	7.12%	8.47%	9.89%

QoQ(%)

營業收入淨額	32.10%	-11.73%	12.61%	4.68%	16.07%	-10.52%	1.52%	5.58%	12.17%	-3.87%	-8.29%	5.01%
營業利益	888.93%	-49.08%	146.81%	9.35%	41.37%	-35.27%	18.26%	10.47%	15.60%	-19.31%	-9.27%	14.91%
稅前純益	N.A	-74.39%	468.55%	11.35%	39.36%	-39.34%	22.94%	15.34%	20.71%	-30.70%	-1.31%	22.60%
稅後純益	254.14%	-53.34%	179.62%	4.94%	30.69%	-38.10%	27.04%	15.34%	20.71%	-36.29%	9.07%	22.60%

YoY(%)

營業收入淨額	-10.74%	6.55%	18.36%	37.45%	20.77%	22.43%	10.37%	11.32%	7.57%	15.57%	4.40%	3.84%
營業利益	-20.58%	-22.45%	120.48%	1259.03%	94.27%	146.94%	18.32%	19.54%	-2.24%	21.87%	-6.51%	-2.75%
稅前純益	-42.88%	-35.75%	441.08%	N.A	125.95%	435.18%	15.73%	19.88%	3.84%	18.63%	-4.78%	1.21%
稅後純益	-36.34%	22.35%	145.76%	384.92%	78.95%	137.38%	7.85%	18.54%	9.49%	12.70%	-3.24%	2.84%

註1：稅後EPS以股本29.80億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。