

9802.TT 鈺齊-KY

評價偏低 中長期成長趨勢仍在

公司簡介

鈺齊-KY 為專業鞋類代工廠，產品結構以戶外功能鞋為主力(例如雪靴、登山鞋等)，擁有超過 50 家國際知名品牌客戶，營收占比約為戶外鞋 80 成以上。2022 年國區產能占比約為 28.0%、越南 50.7%、柬埔寨 21.3%。

投資評等/目標價

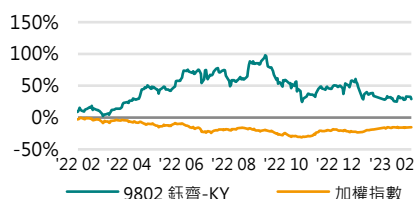
買進

180

【前次投資建議】買進，180

【大盤指數/股價】15420 / 129.5

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	191
市值(百萬元)	26,034
3M 平均日成交值(百萬元)	328
外資持股率(%)	44.10
投信持股率(%)	6.45
董監持股率(%)	27.4

重點財報解析

百萬元	FY21	FY22	FY23F
營業收入	15,544	24,181	26,609
營業利益	1,470	3,849	3,737
母公司本期淨利	898	1,185	3,396
稀釋後 EPS(元)	6.26	17.84	15.17
每股現金股利(元)	4.23	7.20	7.59
每股淨值(元)	55.40	65.31	73.77
本益比(x)	21.93	7.65	9.00
本淨比(x)	2.46	2.09	1.85
殖利率(%)	3.10	5.27	5.56

環境、社會與治理(ESG)



重點摘要

➤ 1H23 受到市況動盪，出貨時間遞延

展望 1H23，因鈺齊-KY 屬接單式生產，2023 年春夏鞋款訂單已接單完畢，目前則陸續接 2023 年秋冬鞋款，然短期因受到整體市況動盪，品牌客戶庫存升高下，客戶態度轉趨保守，進而使春夏鞋款出貨時間將遞延至 4~5 月，才可出貨完畢；不過整體來看，接單及產值狀況仍優於去年同期，投研部預估 1H23 營收 109.91 億元，YoY+2.5%，毛利率 21.47%，YoY-0.7ppt，並考量無匯兌貢獻下，預估稅後淨利 10.58 億元，YoY-29.4%，稀釋後 EPS 5.55 元。

➤ 預期 2H23 出貨將恢復常態，全年營收預估仍呈年增態勢

由於品牌商正積極庫存去化，我們預期整體產業將於 3Q23 好轉，且鈺齊-KY 專攻戶外機能鞋商品，客戶遍及戶外用品主要品牌，且產品屬少樣多量、對於單一品牌依賴度較低，有助於分散風險，同時 2021、2022 年分別新增 6、5 家客戶持續放量，2023 年鈺齊-KY 更增加 5~6 家品牌客戶，其中 4 家已確定訂單，並將於 1H23 生產，另外 1~2 家則計畫於 2H23 貢獻，這為鈺齊-KY 營運增添柴火。投研部推估 2023 年營收 266.09 億元，YoY+10.0%，獲利方面，考量 2022 年擁有大量匯兌挹注貢獻、以及去年基期墊高下，預估稅後淨利 28.89 億元，YoY-15.2%，稀釋後 EPS 15.17 元。

➤ 雖短期遇逆風，但中長期基本面未變，維持目標價 180 元

雖受到品牌商態度較為保守下，短期出貨排程時間難以估計，因此投研部調整 1H23 營運展望預估數，不過仍看好鈺齊-KY 在新增客戶、擴增產能、工人效能提升等多重有利因子推升下，鈺齊-KY 2023 年營收仍有望維持正成長，亦看好中長線產值將持續放大，反映對未來接單的把握度。評價方面，目前 PER 以 2023 年 EPS 計算僅 9x，為歷史評價區間低緣(7x~37x)，且同時考量短期股價已反映相關利空，2H23 營運有望恢復強勁下，調升本益比評價從 10x 至 12x 進行評價，目標價 180 元(2023F EPS *12x PE)，並重申買進建議。

4Q22 受惠出貨旺季，營收獲利表現亮眼

在進入春夏商品出貨高峰下，4Q22 營收 62.16 億元，QoQ-14.1%、YoY+38.2%，毛利率 23.39%，QoQ-0.85ppt、YoY+4.24ppt，費用率 7.34%，QoQ+0.19ppt、YoY-0.3ppt，營業利益 9.97 億元，QoQ-19.4%、YoY+92.7%，不過受到美元當季貶值近 4%影響，以至於業外共計 1.8 億元損失，影響稅後淨利 6.02 億元，QoQ-53.5%、YoY+55.0%，EPS 3.18 元(若扣除匯率影響 EPS 為 3.97 元，YoY+90.0%)，稀釋 EPS 為 3.15 元。

以 2022 年全年來說，營收 241.81 億元，YoY+55.6%，毛利率 23.10%，YoY+5.06ppt，營業利益 38.49 億元，YoY+161.9%，稅後淨利 33.96 億元，YoY+186.5%，EPS 18.10 元(排除匯兌貢獻 EPS 為 15.93，YoY+149.3%)，稀釋後 EPS 為 17.84 元。

1H23 受到市況動盪影響，出貨時間遞延

展望 1H23，整體市況動盪，尤其在庫存升高之下，品牌客戶轉趨保守，以鈺齊-KY 主要客戶之一的戶外運動品牌大廠 VF 集團(VFC US)來說，最新 3Q23FY 財報(截至 2022/12)顯示，當季存貨年增 101.4%至 25.9 億美元，主要是在途存貨達 4.15 億美元，若扣除此因素，存貨則年增 75%，不過 VF 對於後市並不悲觀，並有信心下季庫存水平將減少約 3 億美元；另值得一提的是，根據 2023FY VF 財測，營收不計匯率仍有望年增 3%，EPS 則預估介於 2.05~2.15 美元，符合公司先前預估的 2.0~2.2 美元區間；2024FY 同樣忽略匯率影響的話，營收持續低個位數成長，毛利率、營益率則有望隨營業成本下降攀升，VF 預估營業淨利將呈現雙位數增加，顯示以中長期來看，戶外運動市場仍呈現上升趨勢。

然而短期來說，品牌商仍採保守態度，使得鈺齊-KY 2023 年春夏鞋款訂單出貨時間將遞延至 4~5 月，但整體來看，接單及產值狀況仍優於去年同期，投研部預估 1H23 營收 109.91 億元，YoY+2.5%，但由於 2022 年受到庫存回補力道強勁，產線加班，規模經濟帶動下，墊高基期，而上半年考量出貨時間遞延下，毛利率 21.47%，YoY-0.7ppt，考量無匯兌貢獻下，稅後淨利 10.58 億元，YoY-29.4%，稀釋後 EPS 5.55 元。

投研部預期 2H23 出貨將恢復常態，全年營收預估仍呈年增態勢

由於品牌商正積極進行庫存去化，我們預期整體產業將於 3Q23 好轉，且鈺齊-KY 專攻戶外機能鞋商品，客戶遍及戶外用品主要品牌，如 Columbia、Merrell、CAT 等 50 多個國際知名客戶，加以產品屬少量多樣、對於單一品牌依賴度較低，有助於分散風險。2021 年、2022 年已分別新增 6 家、5 家客戶都將持續放量，2023 年鈺齊-KY 另增加 5~6 家品牌客戶，其中 4 家已確定訂單，並將於 1H23 生產，另外 1~2 家則計畫於 2H23 貢獻，都為鈺齊-KY 營運增添柴火。

投研部預估鈺齊-KY 在 2H23 後出貨排程遞延問題將淡化，整體營運恢復強勁下，推估 2023 年營收 266.09 億元，YoY+10.0%，而獲利方面，考量：1) 2022 年產業庫存回補力道強勁推升基期偏高，加上 2023 年產業供需將回到過去水平下，預估整體毛利率將略為下滑、2) 2022 年擁有大量匯兌挹注，稅後淨利 28.89 億元，YoY-15.2%，稀釋後 EPS 15.17 元。

圖 1：近年鈺齊-KY 新增品牌客戶列表

單位：

2019	       
2020	   
2021	     
2022	    

資料來源：公司法說會資訊、國票投顧

持續擴產，為下一波成長鋪墊基石

產能布局方面，鈺齊-KY 除持續擴大越南及柬埔寨產能外，也將擴產目標放眼印尼，其中 2023 年 2 月取得的 8,300 萬美元聯貸案，主要即用於興建印尼新廠，因土地早已於兩年前購置，故聯貸案約 7 成資金將用於建置廠房，並規畫於 2H24 開始貢獻，整體加上越南及柬埔寨廠，投研部預計 2025 年集團年產值規模可突破 350 億元。

雖短期遇逆風，但中長期基本面未變，維持目標價 180 元

雖受到品牌商態度較為保守影響，短期出貨排程恐遭到遞延，投研部略為調整 1H23 營運展望預估數，不過仍看好鈺齊-KY 在新增客戶、擴增產能、工人效能提升等多重有利因子推升下，鈺齊-KY 2023 年營收仍有望維持正成長，亦看好中長線產能將持續放大，反映對未來接單的把握度。評價方面，目前 PER 以 2023 年 EPS 計算僅 9x，位於歷史評價區間低緣(7x~37x)，同時考量短期股價已反映相關利空、2H23 營運有望恢復強勁下，將本益比評價從 10x 調升至 12x，目標價 180 元(2023F EPS *12x PE)，並重申買進建議。

表 1：營運預估差異表

	最新預估		前次預估		差異	
	FY22 (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY22F (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY22 (%)	FY23F (%)
營業收入	24,181	26,609	24,580	29,510	-1.62	-10.90
營業毛利	5,586	5,817	5,661	6,511	-1.32	-11.93
稅後淨利	3,396	2,889	3,778	3,521	-10.12	-21.89
稀釋後EPS(元)	17.84	15.17	19.84	18.50	--	--
重要比率(%)					(ppts)	(ppts)
營業毛利率	23.10	21.86	23.03	22.06	0.07	-0.20
營業利益率	15.92	14.04	15.95	14.94	-0.03	-0.90
稅後淨利率	14.04	10.86	15.37	11.93	-1.33	-1.07

資料來源：國票投顧

註：此稅後淨利意指歸屬母公司稅後淨利

鈺齊-KY 未來 12 個月 P/E 區間



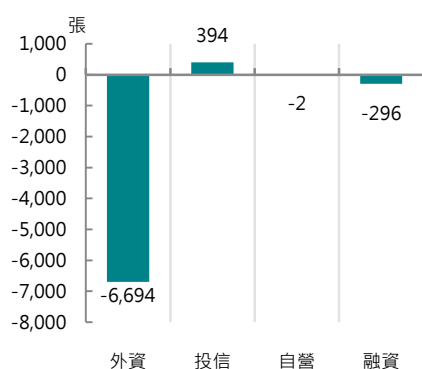
資料來源：國票投顧

鈺齊-KY 未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
中信託思諦法	12.92
中信託管麥朵	11.65
富邦人壽保險(股)	8.00
鄭俊忠	2.50
林文智	2.33
于闐生	2.09
林雪卿	1.92
中信永陽國際	1.63
中信託亞斯吉	1.67
許秀梅	1.52

資料來源：公司年報

註：此資訊截至 2022 年 3 月

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
林文智	董事長	2.33
LASPORTIVA I(股)	林文智以該名義持有	12.92
廖芳祝	董事/總經理	0.97
MEINDL INT'L(股)	廖芳祝以該名義持有	11.65
廖志誠	董事/副總經理/財務主管	0.18
王慧英	獨立董事	0
吳俊明	獨立董事	0
李春安	獨立董事	0
周淑卿	獨立董事	0
黃錦煌	獨立董事	0

資料來源：公司年報

註：此資訊截至 2022 年 3 月

9802 鈺齊-KY 永續發展概況

CMoney ESG Rating

落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
6	3	7	https://www.fulgentsun.com/

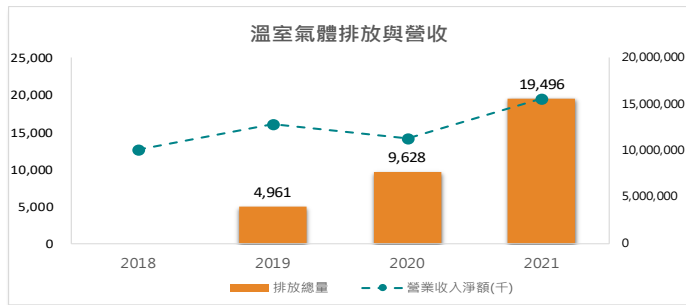
產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
其他	139	28	否	

資料來源：CMoney
說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



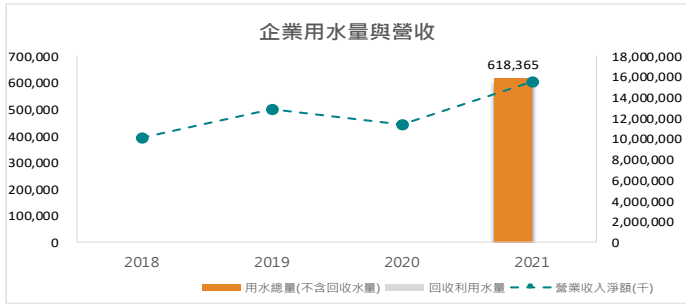
摘要 2021年溫室氣體排放量增加102.49%・營收增加37.01%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	19,496	198	19,298
2020	9,628	145	9,483
2019	4,961	129	4,832
2018	未揭露	-	-

*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據
*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放
*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 公司未揭露溫室氣體盤查數據

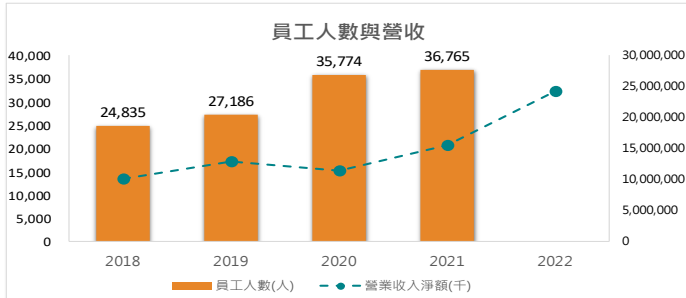
企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	618,365	-	-
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-
2018	未揭露	-	-

*用水總量：依取水來源統計之總使用水量
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)
*排水量：排放的汙水總量

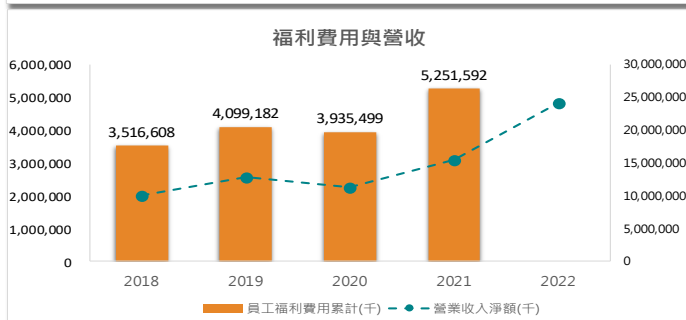
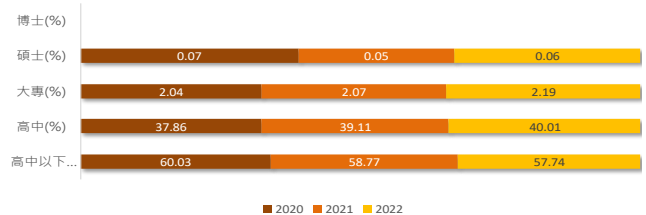
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

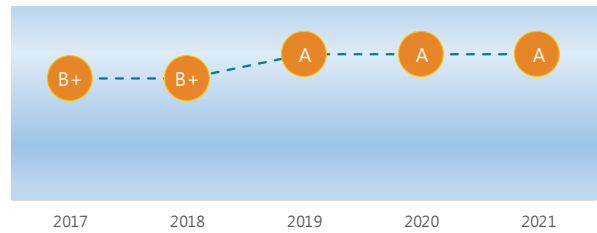
公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2021	6%至20%	A	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	21%至35%	B+	0.2	0.35	0.24	0.21
2017	21%至35%	B+	0.28	0.32	0.22	0.18

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



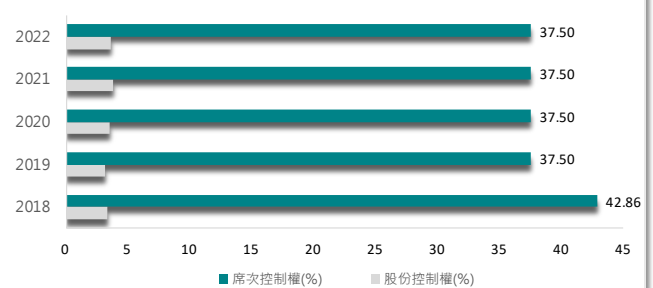
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)	★	審計委員會(強制設置)	
提名委員會		資訊安全委員會	
公司治理委員會	★	永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

今年以來沒有裁罰資訊

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站。

企業資料於每年6/30及9/30中報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。

依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。

舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q232F	4Q23F	FY21	FY22	FY23F
營業收入	4,527	6,200	7,238	6,216	4,986	6,005	8,379	7,239	15,544	24,181	26,609
營業毛利	981	1,397	1,755	1,454	1,068	1,292	1,863	1,594	2,804	5,586	5,817
營業費用	345	418	518	456	422	500	610	548	1,334	1,737	2,080
營業利益	636	979	1,237	997	646	792	1,253	1,046	1,470	3,849	3,737
稅前淨利	691	1,232	1,233	1,234	580	758	1,271	1,058	1,390	4,391	3,737
本期淨利(NI)	543	954	891	1,019	458	599	996	835	1,185	3,396	2,889
淨利歸屬於_母公司業主	543	954	1,296	602	458	599	996	835	1,185	3,396	2,889
淨利歸屬於_非控制利益	(0)	0	0	0	0	0	0	0	(0)	(0)	0
稀釋後每股盈餘_本期淨利	2.86	5.02	6.81	3.15	2.41	3.15	5.23	4.39	6.26	17.84	15.17
QoQ(%)											
營收淨額	0.64	36.95	16.75	-14.12	-19.79	20.45	39.52	-13.61			
銷貨毛利	13.86	42.48	25.60	-17.16	-26.53	20.96	44.26	-14.46			
營業利益	22.85	54.07	26.30	-19.37	-35.23	22.57	58.32	-16.55			
稅後純益_母公司淨利	39.93	75.63	35.79	-53.55	-23.91	30.87	66.12	-16.13			
YoY(%)											
營收淨額	32.49	78.19	74.42	38.19	10.13	-3.14	15.76	16.46	37.01	55.56	10.04
銷貨毛利	39.37	178.95	137.79	68.79	8.91	-7.54	6.20	9.66	17.70	99.25	4.14
營業利益	66.42	487.89	206.21	92.75	1.62	-19.15	1.34	4.89	32.29	161.9	-15.24
稅後純益_母公司淨利	66.94	635.73	279.30	55.03	-15.70	-37.18	-23.15	38.74	32.04	186.5	-15.24
各項比率											
營業毛利率	21.66	22.54	24.24	23.39	21.42	21.51	22.24	22.02	18.04	23.10	21.86
營業利益率	14.04	15.80	17.09	16.04	12.96	13.18	14.96	14.45	9.46	15.92	14.04
稅前淨利率	15.27	19.87	17.04	19.86	11.63	12.62	15.17	14.62	8.94	18.16	14.04
稅後淨利率	12.00	15.39	17.90	9.68	9.19	9.98	11.88	11.54	7.62	14.09	10.86

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY21	FY22	FY23F
現金及約當現金	1,115	2,360	3,073
流動金融資產	0	0	0
應收款項	3,548	4,939	4,978
存貨	3,898	3,616	4,906
其他流動資產	335	363	363
流動資產	8,896	11,278	13,320
非流動金融資產	0	0	0
採用權益法之投資	0	0	0
不動產、廠房與設備	7,320	8,314	9,256
投資性不動產	1	0	0
其他非流動資產	220	303	178
資產總計	17,601	19,884	22,743
短期借款	3,123	3,363	3,603
流動金融負債	0	0	0
應付款項	3,887	4,470	5,553
其他流動負債	669	745	698
流動負債	7,769	8,578	9,853
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	100	100	100
其他非流動負債	210	238	238
負債總計	8,558	8,916	10,191
股本	1,862	1,904	1,904
資本公積	5,256	5,256	5,256
保留盈餘	2,892	5,482	7,000
其他權益	-927	-674	-581
庫藏股	58	58	58
非控制權益	18	58	30
股東權益	9,042	10,968	12,551

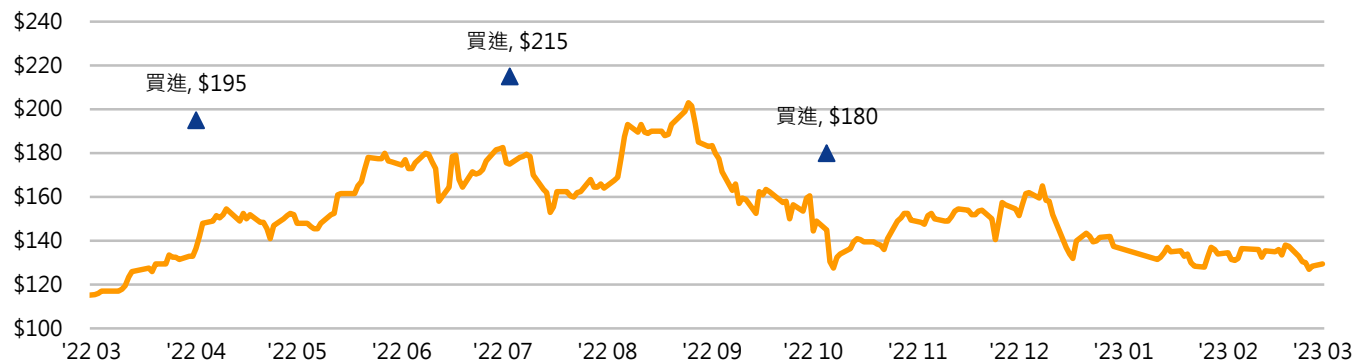
資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY21	FY22	FY23F
本期稅前淨利(淨損)	1,390	4,391	3,667
折舊攤提	786	823	844
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	-9	-9	-9
收取之股利	0	0	0
營運資金增減	-1,414	-719	-243
支付之利息	-19	-3	-3
支付之所得稅	-161	-983	-779
其他	34	31	31
來自營運之現金流量	607	3,531	3,508
資本支出	-2,001	-1,784	-1,754
長投增減	0	0	0
短投增減	0	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	0	0	0
其他	-328	21	21
來自投資之現金流量	-2,329	-1,763	-1,733
自由現金流量	-1,723	1,768	1,775
借款增(減)	1,958	240	240
股利發放	-705	-805	-1,371
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	-68	-70	-30
來自融資之現金流量	1,185	-635	-1,161
匯率調整	85	112	98
本期產生之現金流量	-453	1,244	713
期末現金及約當現金	1,115	2,360	3,073

資料來源：TEJ、國票投顧

鈺齊-KY 歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	57

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%，且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。