

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1264 TT 德麥	買進 目標價 256	德麥的投資評等為買進，主要理由如下： 同業本益比約在15X~23X，德麥台灣區獲利穩定，大陸區呈現雙位數成長，2015年獲利成長可望落在雙位數，給予PER 20X，建議買進。

研究員 林子楡  
 Satinlin@jsun.com

### 重點摘要

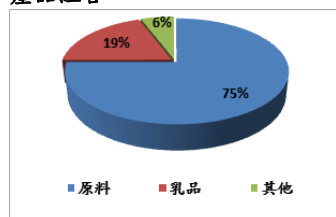
#### 近期投資評等

06/05/2015	買進

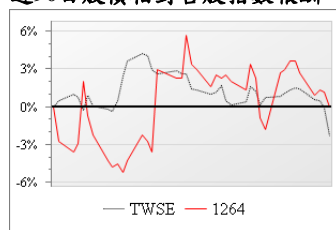
#### 公司基本資料

收盤價(元)(06/04/2015)	220
股本(百萬元)	306
總市值(億元)	67.3
每股淨值(元)	72.38
外資持股比(%)	0.46
投信持股比(%)	0.34
近20日均量(張)	84
融資餘額(06/04/2015)	N.A

#### 產品組合



#### 近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **核心競爭能力：**德麥有別於一般原料商僅作銷售原料的營運模式，控管原料食品安全，並以創造終端商品為基礎，輔導終端客戶製造加工，除了販賣原料，更是降低烘焙業者開發新品與產製成品的難度，客戶對產品有一定的依存度。
- ◆ **1Q15營收獲利亮眼，大陸區成長優於預期：**1Q15合併營收9.38億元，QoQ-4.5%，YoY+17.2%，1Q15受惠於原物料價格降低，加以歐元下跌，使德麥進貨成本降低，合併毛利率達36.67%，優於市場預期，稅後獲利0.99億元，YoY+32.9%，稅後EPS 3.53元。其中大陸營收占比為40.5%，YoY+28.6%。2014年布局的芝蘭雅有明顯的效果，營業模式維持與客戶緊密合作，解決客戶端問題，可望持續擴展客戶群與提升成交金額。
- ◆ **台灣區穩定成長，大陸區可望維持雙位數成長：**相較於大陸烘焙產業屬成長型市場，台灣區烘焙市場相對成熟穩定，食安問題使合格廠商提升市占率，德麥受惠於轉單效應，4Q14台灣區營收呈現QoQ+18%，預估2015年YoY+9.3%；大陸芝蘭雅結合德麥經營模式與原料商的產品技術，預拌粉與果餡等自製產品持續提高滲透率，預估2015年YoY+23%。獲利方面，德麥主要是以鎖定毛利的方式決定終端售價，因此在原物料的波動性上影響性較小，預估2015年合併毛利率36.4%，稅後獲利3.96億元，YoY+23.7%，稅後EPS 12.83元。
- ◆ **目前評價偏低，評等買進：**考量德麥2015年獲利可望達YoY+23.7%，而同業PER約落在15X~23X間，給予PER 20X，目標價256元，建議買進。

單位:百萬元	2014	2015F	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15F	3Q15F	4Q15F
營業收入淨額	3,483	3,998	874	982	938	955	987	1,119
營業毛利	1,247	1,454	311	366	344	344	351	416
營業利益	464	591	111	160	144	138	134	175
稅後純益	320	396	67	112	99	87	88	121
稅後 EPS (元)	10.45	12.83	2.18	3.66	3.23	2.84	2.89	3.97
毛利率(%)	35.81	36.37	35.55	37.29	36.67	36.00	35.57	37.15
營業利益率(%)	13.33	14.78	12.68	16.33	15.31	14.50	13.57	15.65
稅後純益率(%)	9.18	9.89	7.64	11.40	10.54	9.10	8.96	10.84
營業收入 YoY/QoQ (%)	71.48	14.78	5.80	12.34	-4.51	1.82	3.31	13.40
營業利益 YoY/QoQ (%)	27.14	27.30	5.36	44.68	-10.43	-3.60	-3.34	30.84
稅後純益 YoY/QoQ (%)	13.71	23.69	0.24	67.77	-11.72	-12.10	1.68	37.29

資料來源:CMoney, JS 預估 註:以最新股本回溯 EPS

## ◆ 公司簡介

- (1) 營業內容：德麥為台灣烘焙原料最大進口商，產品線 3,200 項，區分為原料(營收占比為 75%，如麵粉、預拌粉、巧克力、水果餡料、冷凍食品)、乳品(佔 19%，如奶油、奶粉、起司)、其他(6%，如器具、包材)。

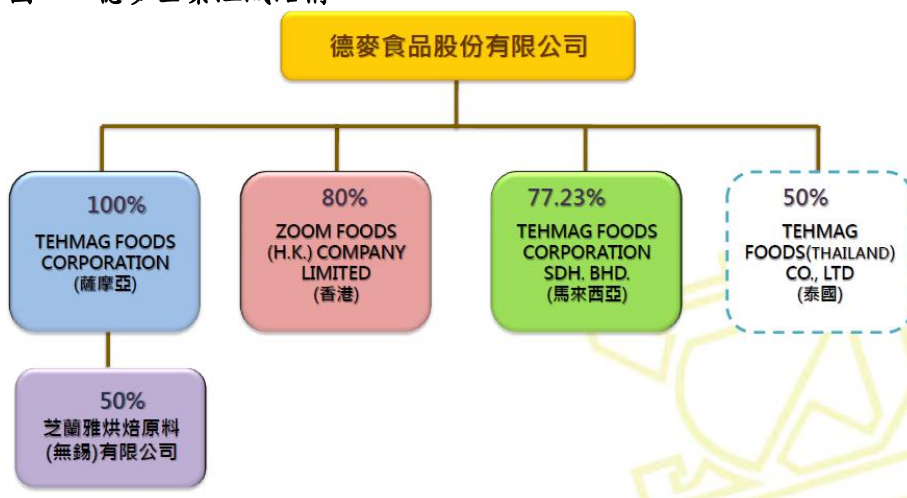
表一、營收比重：

	2013年	2014年	主要產品
原料	69.86%	74.91%	麵粉、預拌粉、巧克力、冷凍食品
乳品	27.79%	19.31%	奶油、奶粉、起司、動植物奶油
其他	2.35%	5.78%	器具及包材

資料來源：公司、JS 製表整理

- (2) 組織結構：2003 年成立香港轉投資公司，持股 80%；2005 年成立馬來西亞子公司，持股 77.23%；2013 年合資設立泰國分公司，持股 50%；2014 年購買芝蘭雅烘焙原料有限公司 50% 股權，布局中國大陸市場。

圖一、德麥企業組織結構：



資料來源：德麥

- (3) 核心能力：德麥有別於一般原料商僅作銷售原料的營運模式，控管原料食品安全，並以創造終端商品為基礎，輔導終端客戶製造加工，有 70 位烘焙師輔助產品開發推廣，產品設定能力強，除了販賣原料，更是降低烘焙業者開發新品與產製成品的難度，客戶對產品有一定的依存度。此外，終端行銷擁有業務團隊 340 人，規模業界最大，可以掃街模式直接接觸烘焙業者，方可在穩定成長的烘焙產業中持續提高滲透率，同時藉此提高客戶對德麥的依存度。

表二、德麥經營模式與同業比較：

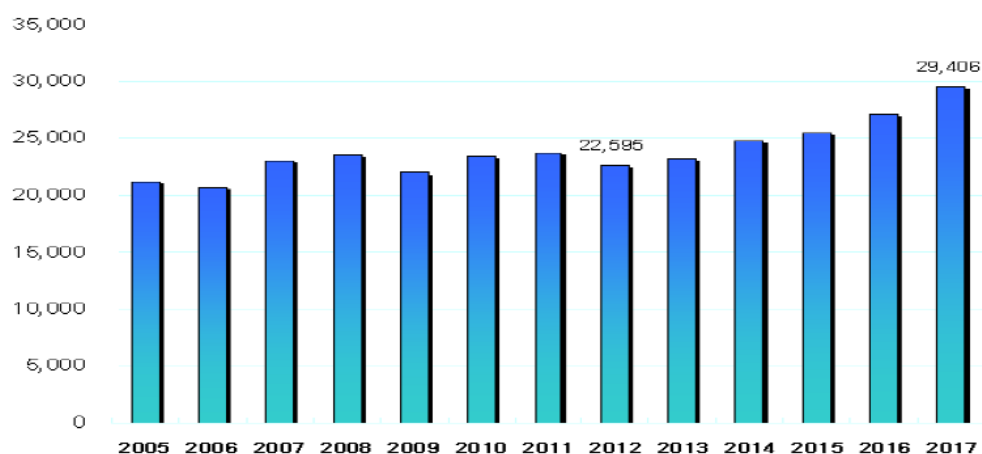
	德麥	競爭同業(進口商)
客戶基礎	掌握終端通路	透過經銷商
業務團隊	擁有百位的業務專才	僅配置少部分銷售人員
產品線	擁有3200項齊全產品線	特定幾項商品
業務產品管理方式	區主管：管理業務人員 產品經理人：管理產品	僅由業務主管管理
烘焙師	國內：擁有14位烘焙師 集團：將近70位烘焙師	一般最多僅1~2位烘焙師
烘焙產業推廣	透過舉辦講習會、發行烘焙新訊 引進國外知名技師交流 參與國內烘焙展，舉辦經營講座 贊助烘焙比賽，培育烘焙人才	偶爾聘請國外技師辦講習
物流配送	國內自行組建具低溫配送物流團隊	多委外配送
品管、企劃部門	設置品管部門、實驗室 配置企劃人員，強化行銷推廣	較少投入
價格策略	以價值提升為主，價格競爭為輔	主要以價格競爭為主

資料來源：德麥

## ◆ 產業趨勢

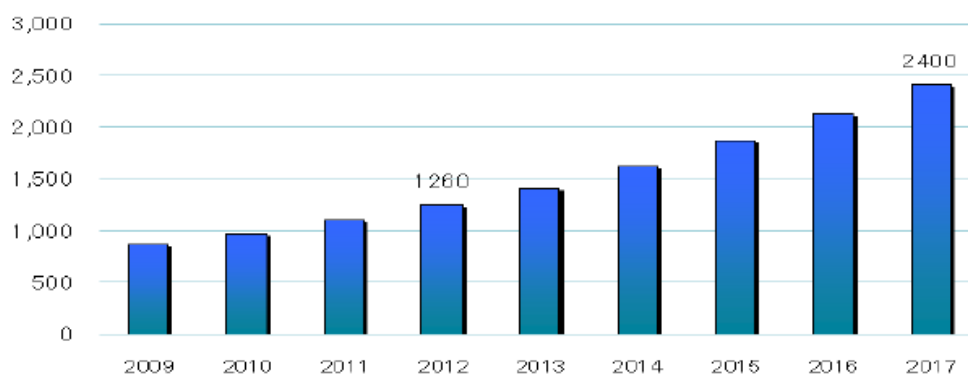
根據經濟部資料，台灣烘焙產業 2012 年~2017 年產值 CAGR 為 5.41%，屬於成熟穩定產業(圖二)。中國烘焙產業據 Euromonitor 資料，2012 年~2017 年產值 CAGR 為 13.75% (圖三)，屬於中高速成長產業，因中國人均 GDP 自 2012 年跨過 6,000 美元大關，各國烘焙業在跨過次門檻後均進入快速成長期，目前中國烘焙業者規模雖大於台灣，但由於技術落後台灣業者，且經營模式偏重大量生產，而無錫芝蘭雅挾技術優勢，且預拌粉產品操作性優且品質穩定，可望持續於快速成長的市場中提升市占率。

圖二、台灣烘焙市場成長預測：(單位：新台幣百萬元)



資料來源：經濟部、德麥 IPO 資料

圖三、中國烘培市場成長預測：(單位：人民幣億元)



資料來源：經濟部、德麥 IPO 資料

◆ **1Q15 台灣區受惠轉單效益、中國區成長優異**

1Q15 合併營收 9.38 億元，QoQ-4.5%，YoY+17.2%，其中台灣、大陸、馬來西亞、香港營收占比分別為 53%、40.5%、4.24%、2.2%，年成長分別為 9.6%、28.6%、30%、26.2%。台灣區自 2014 年爆發食安風暴，市場開始注重原料的來源與品質，德麥受惠於原料品質穩定，產品經合格檢驗，為此食安風波下的受惠者；而在大陸區 2014 年布局的芝蘭雅有明顯的效果，其中預拌粉與果餡比重持續上升，營業模式維持與客戶緊密合作，解決客戶端問題，可望持續擴展客戶群與提升成交金額。馬來西亞成長率雖高，然屬廠商提前備貨的因素，預期 2Q15 將會趨緩。1Q15 受惠於原物料價格降低，加以歐元下跌，使德麥進貨成本降低，合併毛利率達 36.67%，優於市場預期，稅後獲利 0.99 億元，YoY+32.9%，EPS 3.23 元

◆ **台灣區穩定成長，大陸區可望維持雙位數成長**

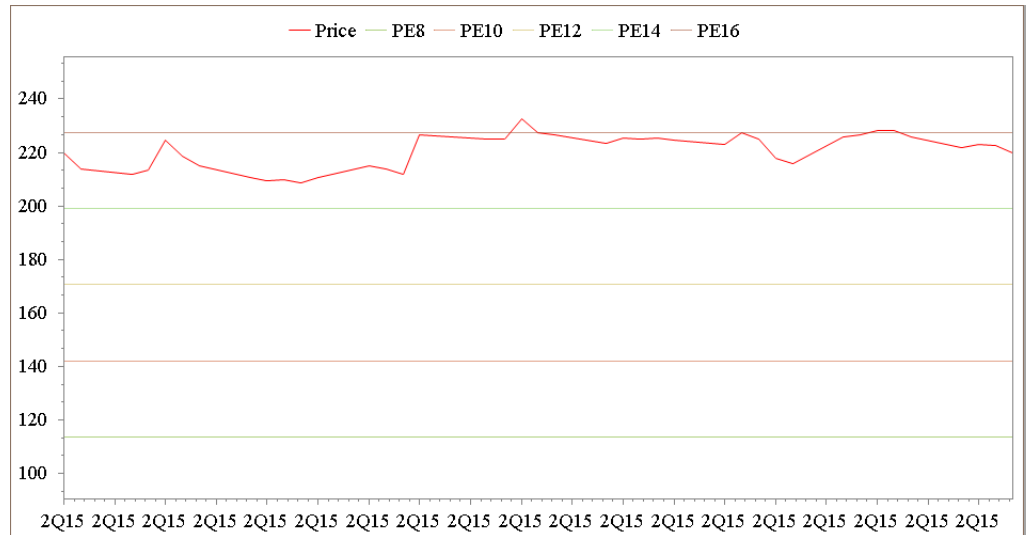
相較於大陸烘培產業屬成長型市場，台灣區烘培市場相對成熟穩定，食安問題使合格廠商提升市占率，而退出市場的強冠年營業額約 15 億元，德麥受惠於轉單效應，4Q14 台灣區營收呈現 QoQ+18%，而德麥具有提供原料與開發終端產品的能力，並網羅師傅開辦烘培講座，維持公司永續經營能力，目前著手開發新餐飲食材市場，預期 2016 年~2017 年可望見到顯著成效，預估 2015 年 YoY+9.3%；大陸芝蘭雅結合德麥經營模式與原料商的產品技術，預拌粉與果餡等自製產品持續提高滲透率，加上大陸市場所得提升，也逐漸注重食品品質，德麥可望持續提升其經營據點，預估 2015 年 YoY+23%。而在獲利方面，德麥主要是以鎖定毛利的方式決定終端售價，因此在原物料的波動性上影響性較小，預估 2015 年合併毛利率 36.4%，稅後獲利 3.96 億元，YoY+23.7%，EPS 12.83 元。

◆ **目前評價偏低，建議買進**

德麥進口原料受檢驗機構認可，並將提高檢驗頻率，台灣區可望持續受惠於轉

單效益，經營模式著重於終端產品開能力與客戶經營能力，具有長線動能；大陸受惠於烘焙市場屬成長期，加以與原料商合作與德麥的經營能力，預估營收年成長可維持雙位數，相較於同業 PER 約落在 15X~23X，目前評價偏低，考量全年獲利 YoY+23%，給予 PER 20X，目標價 256 元，建議買進。

**PE Band**



資料來源：CMoney，JS 預估彙整

**投資評等與股價走勢圖**



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20150605	買進	256.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

2015年6月5日

## 損益表

單位：百萬元	2013	2014	2015F	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15F	3Q15F	4Q15F
營業收入淨額	2,031	3,483	3,998	545	801	826	874	982	938	955	987	1,119
營業毛利	749	1,247	1,454	199	284	287	311	366	344	344	351	416
營業費用	384	783	863	103	196	181	200	206	200	205	217	241
營業利益	365	464	591	96	88	105	111	160	144	138	134	175
營業外收支	9	10	11	0	17	-4	-3	0	0	4	3	4
稅前純益	374	475	602	96	105	102	108	160	144	143	137	179
稅後純益	281	320	396	75	74	67	67	112	99	87	88	121
最新股本	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280
稅後EPS(元)	10.04	11.42	14.12	2.68	2.66	2.38	2.38	4.00	3.53	3.10	3.15	4.33
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	36.89	35.81	36.37	36.43	35.44	34.68	35.55	37.29	36.67	36.00	35.57	37.15
營業利益率	17.98	13.33	14.78	17.59	10.98	12.73	12.68	16.33	15.31	14.50	13.57	15.65
稅前純益率	18.43	13.63	15.07	17.68	13.11	12.28	12.33	16.33	15.33	14.93	13.90	15.99
稅後純益率	13.84	9.18	9.89	13.77	9.29	8.06	7.64	11.40	10.54	9.10	8.96	10.84
<b>YoY(%)</b>												
營收	9.02	71.48	14.78	N.A.	N.A.	-15.55	72.12	80.24	17.16	15.56	12.85	13.91
營業利益	14.68	27.14	27.30	N.A.	N.A.	-41.79	25.09	67.27	63.38	31.63	20.76	9.20
稅前純益	16.32	26.76	26.92	N.A.	N.A.	-46.42	21.57	66.50	36.99	40.44	27.25	11.56
稅後純益	19.30	13.71	23.69	N.A.	N.A.	-51.14	-4.46	49.31	32.92	30.50	32.37	8.32
<b>QoQ(%)</b>												
營收				7.28	46.91	3.23	5.80	12.34	-4.51	1.82	3.31	13.40
營業利益				8.20	-8.30	19.66	5.36	44.68	-10.43	-3.60	-3.34	30.84
稅前純益				8.61	8.99	-3.31	6.21	48.75	-10.32	-0.88	-3.77	30.41
稅後純益				7.35	-0.84	-10.47	0.24	67.77	-11.72	-12.10	1.68	37.29

資料來源：CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

## 資產負債表

單位：百萬元	2013	2014	1Q15
流動資產	1,128	1,688	1,779
現金及約當現金	471	321	428
公允價值衡量金融資產	0	0	0
備供出售金融資產	0	0	0
以成本衡量之金融資產	0	0	0
存貨	226	435	498
非流動資產	381	671	687
公允價值衡量金融資產	0	0	0
不動產、廠房及設備	362	549	559
無形資產	4	4	4
<b>資產總計</b>	<b>1,509</b>	<b>2,359</b>	<b>2,465</b>
流動負債	222	643	592
短期借款	0	203	205
非流動負債	23	46	45
<b>負債總計</b>	<b>245</b>	<b>688</b>	<b>637</b>
股本	255	280	330
普通股股本	255	280	280
資本公積	263	263	263
保留盈餘	726	842	941
庫藏股票	0	0	0
<b>股東權益</b>	<b>1,265</b>	<b>1,670</b>	<b>1,828</b>
每股淨值(元)	48.83	49.77	54.91
流動比率(%)	507.93	262.66	300.35
速動比率(%)	378.44	177.83	200.39
應收帳款週轉率(%)	5.33	6.03	1.21
負債比率(%)	16.21	29.19	25.83
稅後股東權益報酬率(%)	28.30	24.25	6.74

資料來源：CMoney，JS 預估

## 現金流量表

單位：百萬元	2013	2014	1Q15
繼續營業單位稅前損益	374	475	144
折舊及攤提費用	13	27	8
利息費用	0	10	3
股利收入	0	0	0
權益法認列關聯企業損益	1	2	0
處分不動產、廠房及設備	-1	5	0
處分權益法之投資損益	0	0	0
未實現外幣兌換損益	0	2	0
應收帳款增減	7	-136	29
存貨增減	11	-94	-63
應付帳款增減	-8	46	-9
<b>營業活動現金流量</b>	<b>318</b>	<b>276</b>	<b>60</b>
公允價值衡量金融資產增減	0	0	0
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	0
權益法長期股權投資增減	-5	0	0
取得不動產、廠房及設備	-143	-120	-25
處分不動產、廠房及設備	2	0	0
<b>投資活動現金流量</b>	<b>-171</b>	<b>-269</b>	<b>3</b>
短期借款增減	0	-82	4
長期借款增減	9	14	0
公司債發行	0	0	0
公司債償還	0	0	0
現金增資	280	0	0
發放現金股利	-63	-178	0
庫藏股票增減	0	0	0
<b>籌資活動現金流量</b>	<b>225</b>	<b>-166</b>	<b>51</b>
<b>淨現金流量</b>	<b>367</b>	<b>-150</b>	<b>107</b>

資料來源：CMoney，JS 預估

2015年6月5日

## 免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。  
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。  
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

## 投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40% 以上
買進	六個月內潛在報酬率 15% 以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7% 以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股