

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
9910 TT 豐泰	買進 目標價 224	豐泰的投資評等由持有調升至買進，目標價由208元上修至224元，潛在漲幅15.46%，主因如下：01-02/2019因客戶拉貨及匯率幫助自結獲利優於預期，全年營運仍可望延續穩定成長動能，過往1Q19為營運最淡季，考量獲利上修及較正向訂單展望，建議淡季逢低布局，因此上修投資評等至買進。

研究員 王章妮

106507@jsun.com

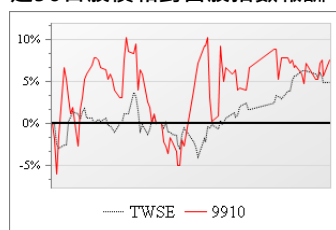
近期投資評等

日期	投資評等
03/12/2019	買進
01/29/2019	持有/中立
09/06/2018	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(03/11/2019)	194.00
股本(百萬元)	6,679
總市值(億元)	1,295.7
每股淨值(元)	21.24
外資持股比(%)	23.65
投信持股比(%)	0.85
近20日均量(張)	1,286
融資餘額(03/11/2019)	415

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- ◆ **4Q18營收略低於預期，財報則略優於日盛預估：**4Q18公司成品鞋銷量3,059萬雙，QoQ+2.5%，YoY+12.3%，略低於公司銷售目標3,070萬雙，4Q18營收168.66億元，YoY+7.7%，低於日盛預估值170.74億元，公司自結營業利益率YoY+1.91p.p.，優於日盛預估值11.64%，主要受惠印度、印尼單季獲利提升及中國廠2018年沒有降價因素干擾獲利，加上自動化產線漸顯效益，因此中國廠營益率得以提升，業外亦有海外子公司政府補貼及匯兌收入認列，自結稅後淨利15.09億元，YoY+25.4%，稅後EPS 2.26元，略優於日盛預估值（EPS 2.11元）。
- ◆ **因公司生產效率優於預期及匯率環境較友善，上修公司1Q19獲利預估：**公司公告02/2019營收46.37億元，MoM-25.6%，YoY+20.3%，占日盛1Q19營收預估值達成率28.8%，略優於日盛預期，累計01-02/2019營收108.74億元，YoY+18.7%，占日盛1Q19營收達成率67.4%，優於日盛預期，公司亦公告自結損益，02/2019營益率9.36%，YoY+5.43p.p.，大幅優於預期主因仍為製造效率提升及美元兌台幣較去年同期強勢亦有所幫助，自結稅後淨利3.71億元，YoY+240%，累計01-02/2019稅後淨利9.54億元，占日盛預估值1Q19獲利達成率96.4%，累計稅後EPS 1.43元，大幅優於日盛預期，考量公司預估值1Q19銷量2,870萬雙，因客戶拉貨優於預期日盛上修1Q19營收至165.47億元，營益率因公司生產效率得宜及匯率環境友善，亦同步上修營益率由8.63%至11.15%，稅後EPS由1.48元上修至1.91元。
- ◆ **2019年公司營收及獲利可望穩定成長，淡季獲利上修可望逐步推動評價走升：**展望2019年，中國維持6條自動化產線並著重於前段製程優化，印度新廠至年底可望逐步開滿12條產線，獲利可望貢獻全年，印尼廠獲利亦趨於穩定，越南則加入一條自動化產線並已於01/2019投產，2019全年新增產能以10%為目標，以越南及印尼擴產幅度較大，日盛上修2019年成品鞋銷量預估值至12,569萬雙，YoY+9%，並上修2019年營收及獲利預估值，依2019年EPS估算目前評價為PER 20.8倍，過往PER歷史區間介於16倍-30倍，考量1Q19獲利預估值上修、美國4Q18鞋類零售銷售YoY大幅擴張顯示庫存去化健康，1H19品牌廠可望延續較積極拉貨動能，日盛認為公司2019年營運維持穩定成長無虞，給予區間中緣評價PER 24倍估算，目標價由208元上修至224元，潛在漲幅15.46%，投資評等由持有調升至買進。

單位:百萬元	2018F	2019F	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	64,497	71,699	15,639	17,160	16,866	16,547	17,427	18,889
營業毛利	15,765	18,038	3,814	4,461	4,366	4,000	4,263	4,896
營業利益	7,327	8,752	1,791	2,264	2,101	1,845	2,013	2,488
稅後純益	5,263	6,229	1,416	1,575	1,509	1,279	1,480	1,759
稅後 EPS(元)	7.88	9.33	2.12	2.36	2.26	1.91	2.22	2.63
毛利率(%)	24.44	25.16	24.39	26	25.89	24.17	24.46	25.92
營業利益率(%)	11.36	12.21	11.45	13.2	12.46	11.15	11.55	13.17
稅後純益率(%)	8.16	8.69	9.06	9.18	8.95	7.73	8.49	9.31
營業收入 YoY/QoQ(%)	10	11.17	5.43	9.72	-1.71	-1.89	5.32	8.39
營業利益 YoY/QoQ(%)	26.44	19.44	53.01	26.44	-7.2	-12.21	9.15	23.57
稅後純益 YoY/QoQ(%)	19.76	18.35	85.68	11.2	-4.19	-15.25	15.71	18.89

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ 公司簡介：

公司成立於 1971 年，為運動鞋製造商，1988 年起為因應主要客戶全球化的採購策略，陸續於中國大陸、越南、印尼及印度等地設廠。公司產品包括運動鞋、休閒鞋、涼拖鞋、直排輪鞋、冰刀鞋、滑雪板靴、高爾夫球(小白球)、冰上曲棍球用頭盔、足球等運動器材。集團在台業務主要為各類成品鞋及運動器材的開發、模具製造、鞋材及設備之貿易、高爾夫球開發及製造等，最終產品的生產業務則由海外工廠負責。產品營收比重為運動鞋 86%，休閒鞋及運動用品 10%，球類製造銷售 2%，生活用品批發 2%，各廠區產能比重中國占約 10%，越南維持 52%，印尼占約 13%，印度占約 24%。

中國廠區目前約 20 條產線左右(未來規畫傾向維持 20 條水準)；銷售以外銷美國為主，主要產品為籃球鞋，目前中國自動化產線正式量產已有 6 條，2019 年以維持 6 條自動化產線及優化前段製程自動化為主，以改善中國廠區獲利結構。印度擴產進度預估至 2019 年底將開滿 12 條產線，越南未來規畫 Dona Standard Footwear 原有三個廠區中，兩廠非美系客戶產線集中到一個廠區，騰出的廠會新增美系客戶產線，整體而言，公司 2019 年預計擴增 10% 產能目標。

表一、公司各廠區產量

廠區	2017年		2018年		
	產量(千雙)	占比	產量(千雙)	占比	YoY
中國	11274	11.00%	11529	10.07%	2.26%
越南	53013	51.73%	59964	52.37%	13.11%
印尼	13153	12.84%	15408	13.46%	17.14%
印度	25033	24.43%	27602	24.11%	10.26%
合計	102473	100%	114503	100%	11.74%

資料來源：公司、日盛投顧彙整

◆ 4Q18 營收略低於預期，財報則略優於日盛預估：

4Q18 公司成品鞋銷量 3,059 萬雙，QoQ+2.5%，YoY+12.3%，略低於公司銷售目標 3,070 萬雙，4Q18 營收 168.66 億元，YoY+7.7%，低於日盛預估值 170.74 億元，公司自結營業利益率 YoY+1.91p.p.，優於日盛預估值 11.64%，主要受惠印度、印尼單季獲利提升及中國廠 2018 年沒有降價因素干擾獲利，加上自動化產線漸顯效益，因此中國廠營益率得以提升，業外亦有海外子公司政府補貼及匯兌收入認列，自結稅後淨利 15.09 億元，YoY+25.4%，稅後 EPS 2.26 元，略優於日盛預估值 (EPS 2.11 元)。

◆ 因公司生產效率優於預期及匯率環境較友善，上修公司 1Q19 獲利預估：

公司公告 02/2019 營收 46.37 億元，MoM-25.6%，YoY+20.3%，占日盛 1Q19 營收預估達成率 28.8%，略優於日盛預期，累計 01-02/2019 營收 108.74 億元，YoY+18.7%，占日盛 1Q19 營收達成率 67.4%，優於日盛預期，公司亦公告自結損

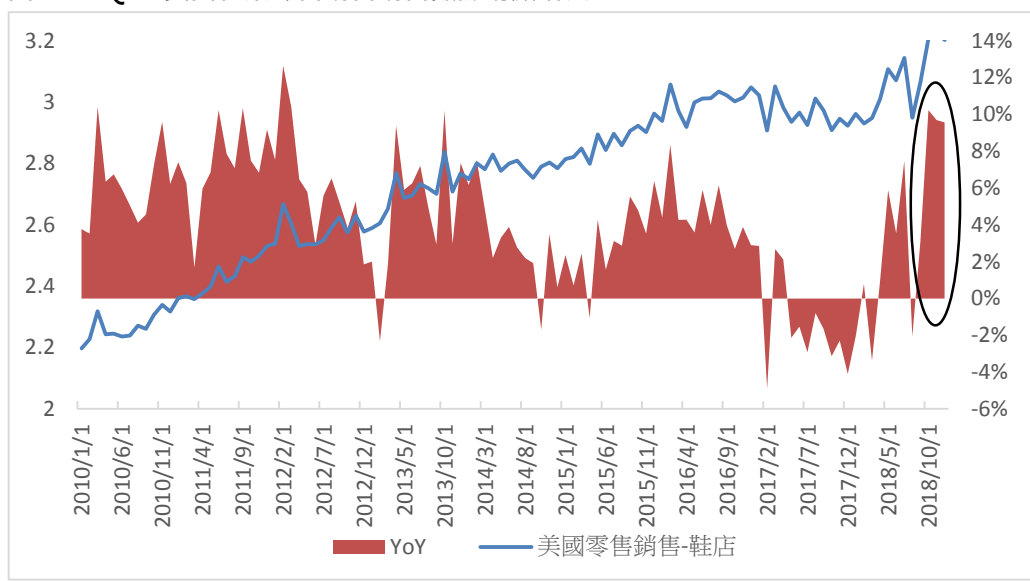
2019年3月12日

益·02/2019 營益率 9.36%·YoY+5.43p.p.·大幅優於預期主因仍為製造效率提升及美元兌台幣較去年同期強勢亦有所幫助·自結稅後淨利 3.71 億元·YoY+240%·累計 01-02/2019 稅後淨利 9.54 億元·占日盛預估 1Q19 獲利達成率 96.4%·累計稅後 EPS 1.43 元·大幅優於日盛預期·考量公司預估 1Q19 銷量 2,870 萬雙·因客戶拉貨優於預期日盛上修 1Q19 營收至 165.47 億元·營益率因公司生產效率得宜及匯率環境友善·亦同步上修營益率由 8.63%至 11.15%·稅後 EPS 由 1.48 元上修至 1.91 元。

◆ **美國鞋類零售銷售數據正向：**

觀察美國鞋類零售銷售數據顯示·10-12/2018 年增幅度分別為 10.24%/ 9.7%及 9.58%·顯示終端銷售動能明顯轉佳·亦即 4Q18 終端庫存消化健康·並觀察美國知名鞋類實體銷售通路 Foot Locker 同店銷售成長數據近三季度分別為 0.5%/ 2.9%/9.7%·成長幅度明顯提升·日盛認為美國鞋類消費數據皆釋出消費需求正向訊息·品牌廠拉貨動能可期。

圖一、4Q18 美國鞋業零售銷售數據明顯增長



資料來源：Bloomberg·日盛投顧彙製

◆ **2019 年公司營收及獲利可望穩定成長·淡季獲利上修可望逐步推動評價走升：**

展望 2019 年·中國維持 6 條自動化產線並著重於前段製程優化·印度新廠至年底可望逐步開滿 12 條產線·獲利可望貢獻全年·印尼廠獲利亦趨於穩定·越南則加入一條自動化產線並已於 01/2019 投產·2019 全年新增產能以 10%為目標·以越南及印尼擴產幅度較大·日盛上修 2019 年成品鞋銷量預估至 12,569 萬雙·YoY+9%·並上修 2019 年營收及獲利預估·依 2019 年 EPS 估算目前評價為 PER 20.8 倍·過往 PER 歷史區間介於 16 倍-30 倍·考量 1Q19 獲利預估上修·美國 4Q18 鞋類零售銷售 YoY 大幅擴張顯示庫存去化健康·1H19 品牌廠可望延續較積極拉貨動能·日盛認為公司 2019 年營運維持穩定成長無虞·給予區間中緣評價 PER 24 倍估算·目標價由 208 元上修至 224 元·潛在漲幅 15.46%·投資評等由持有調升至買進。

PE Band



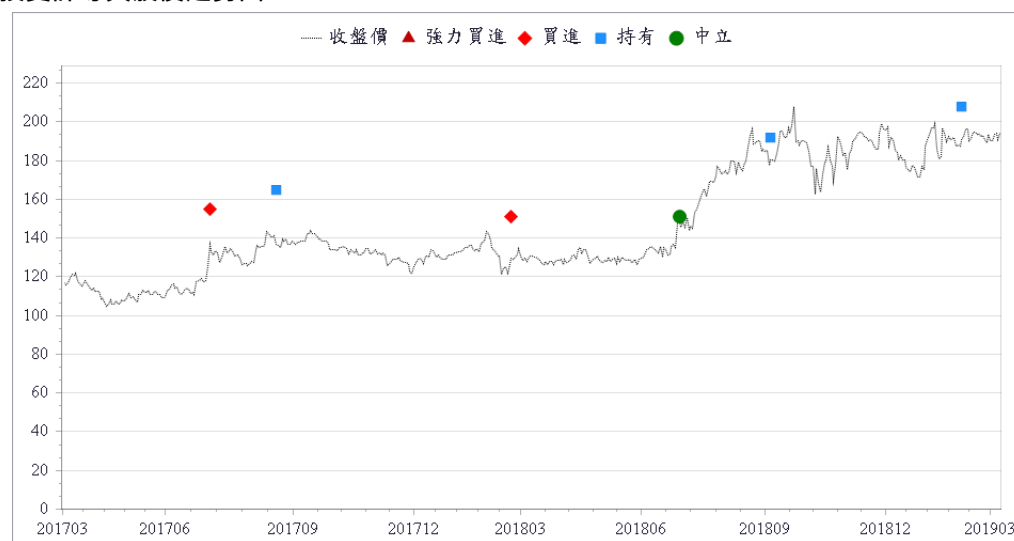
資料來源：CMoney · JS 預估彙整

PB 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
20190312	買進	224.0
20190129	持有	208.0
20180906	持有	192.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2019年3月12日

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	58,633	64,497	71,699	15,308	15,662	14,833	15,639	17,160	16,866	16,547	17,427	18,889
營業毛利	13,479	15,765	18,038	3,633	4,018	3,125	3,814	4,461	4,366	4,000	4,263	4,896
營業費用	7,684	8,438	9,286	1,953	2,366	1,954	2,023	2,196	2,264	2,155	2,249	2,408
營業利益	5,795	7,327	8,752	1,681	1,653	1,170	1,791	2,264	2,101	1,845	2,013	2,488
營業外收支	606	1,333	996	133	184	90	564	331	348	179	318	235
稅前純益	6,401	8,660	9,748	1,813	1,837	1,260	2,355	2,596	2,449	2,024	2,332	2,723
稅後純益	4,395	5,263	6,229	1,269	1,203	763	1,416	1,575	1,509	1,279	1,480	1,759
最新股本	6,679	6,679	6,679	6,679	6,679	6,679	6,679	6,679	6,679	6,679	6,679	6,679
稅後 EPS(元)	6.58	7.88	9.33	1.90	1.80	1.14	2.12	2.36	2.26	1.91	2.22	2.63
經營效率(%)												
毛利率	22.99	24.44	25.16	23.74	25.65	21.07	24.39	26	25.89	24.17	24.46	25.92
營業利益率	9.88	11.36	12.21	10.98	10.55	7.89	11.45	13.2	12.46	11.15	11.55	13.17
稅前純益率	10.92	13.43	13.6	11.84	11.73	8.5	15.06	15.13	14.52	12.23	13.38	14.41
稅後純益率	7.5	8.16	8.69	8.29	7.68	5.14	9.06	9.18	8.95	7.73	8.49	9.31
YoY(%)												
營收	0.88	10	11.17	8.57	8.41	9.71	10.57	12.1	7.68	11.56	11.44	10.08
營業利益	-9.74	26.44	19.44	5.08	1.53	10.68	27.53	34.74	27.15	57.6	12.42	9.87
稅前純益	-9.23	35.29	12.56	5.24	-2.27	7.58	49.09	43.16	33.33	60.61	-1	4.9
稅後純益	-1.31	19.76	18.35	8.89	23.25	0.49	21.7	24.14	25.4	67.66	4.48	11.7
QoQ(%)												
營收	--	--	--	8.23	2.32	-5.3	5.43	9.72	-1.71	-1.89	5.32	8.39
營業利益	--	--	--	19.67	-1.66	-29.18	53.01	26.44	-7.2	-12.21	9.15	23.57
稅前純益	--	--	--	14.77	1.32	-31.4	86.89	10.2	-5.64	-17.36	15.2	16.77
稅後純益	--	--	--	9.02	-5.15	-36.61	85.68	11.2	-4.19	-15.25	15.71	18.89

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	2016	2017	3Q18
流動資產	14,574	14,686	16,299
現金及約當現金	2,500	2,028	3,182
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	5,684	5,957	5,667
非流動資產	16,320	16,352	16,274
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	14,000	14,130	14,080
無形資產	412	390	375
資產總計	30,893	31,037	32,573
流動負債	9,022	9,623	11,098
短期借款	1,381	1,987	2,561
非流動負債	6,413	5,983	5,478
負債總計	15,435	15,606	16,576
股本	6,679	6,679	6,679
普通股股本	6,679	6,679	6,679
資本公積	66	59	59
保留盈餘	6,916	7,815	8,283
庫藏股票	--	--	--
股東權益	15,458	15,432	15,997
每股淨值(元)	20.73	20.47	21.24
流動比率(%)	161.53	152.61	146.86
速動比率(%)	98.52	90.7	95.8
應收帳款週轉率(%)	12.16	11.06	2.8
負債比率(%)	49.96	50.28	50.89
稅後股東權益報酬率(%)	33.06	31.94	11.7

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
繼續營業單位稅前損益	7,052	6,401	6,211
折舊及攤提費用	1,702	1,717	1,370
利息費用	46	55	52
股利收入	-4	-6	-9
權益法認列關聯企業損益	-24	-36	-56
處分不動產、廠房及設備	38	25	30
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-1,069	-825	-659
存貨增減	-482	-625	348
應付帳款增減	-390	665	332
營業活動現金流量	6,147	5,197	6,374
公允價值衡量金融資產增減	0	0	65
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-2,746	-2,605	-1,267
處分不動產、廠房及設備	87	109	71
投資活動現金流量	-2,795	-2,541	-1,092
短期借款增減	101	635	570
長期借款增減	27	260	-966
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-2,982	-3,473	-3,340
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-3,075	-2,943	-4,023
淨現金流量	125	-472	1,154

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年3月12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