

光隆(8916 TT)

台灣股市 | 傳產

投資速報

買進-維持 目標價 NT\$67 (潛在報酬+25.7%)

2023-02-22

產品結構持續優化，未來評價面具提升空間

■ 結論與建議

光隆 1 月營收 5.18 億元，+7.9%MoM，-24.0%YoY，雖受農曆春節長假提前影響，但營收仍呈現月增，主因成衣出貨動能持續回升，成衣部門的營收達 3.13 億元，較上月成長 38.6%，研究部預估隨工作天數回升、成衣出貨增加，1Q23 營收年減幅有望收斂至低個位數。展望 2023 年，光隆成衣訂單能見度已達 2Q23，新增 5 位客戶訂單將逐步放量貢獻營收，預估將至少貢獻 1,000 萬美元的訂單。產能方面，越南廠今年規劃新增 8-10 條產線，印尼新廠也已進入環評階段，預估 4Q23 可望投產，目標 4 年內將新廠的營收規模提高至 4,000 萬美元。考量光隆今年擁有新產能、新客戶、新訂單，且近年產品組合仍持續優化，毛利較高的成衣比重由過往的 30%，預估今年將提升至逾 6 成比重，除獲利結構可望持續改善，未來評價面也具有提升空間，預估 22/23 年營收 102.95/106.40 億元，EPS 6.16/6.74 元，給予目標價 67 元(約當 PER10x*Y23F EPS 元)，投資建議為買進。

■ 重點摘要

光隆為台灣唯一掛牌之羽絨原料加工及寢具製造商

公司成立於 1966 年，為國際知名羽絨原料加工製造商，並往下游成衣及家居紡織品代工等業務發展，目前主要業務分為「成衣事業部」、「羽絨原料事業部」、「家居紡織事業部」及「其他」等四大部門，其中成衣事業為公司未來發展重心，4Q22 營收佔比為成衣事業 59%、羽絨事業 13%、家紡事業 23%、其它 6%。

表一、光隆主要產品營收比重

主要項目	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
成衣事業	53%	41%	48%	54%	59%	54%	59%
羽絨事業	21%	31%	23%	19%	22%	21%	13%
家紡事業	19%	17%	23%	22%	15%	22%	23%
其它	7%	11%	7%	4%	4%	3%	6%
總計	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

資料來源：光隆、研究部整理，2023/2

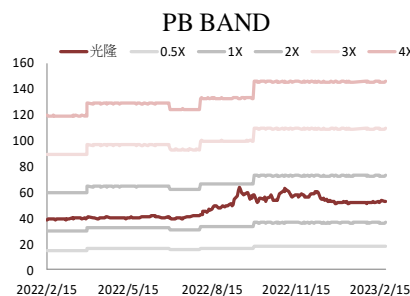
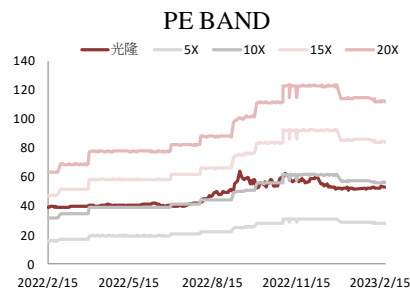
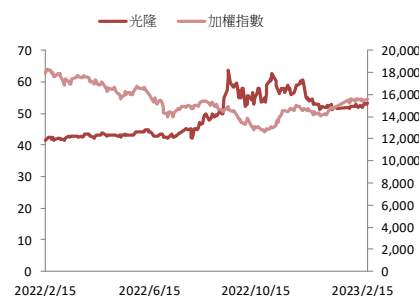
前次報告

日期	2022/10/26
評等	買進
目標價(元)	65

股價資訊

收盤價(元)	53.30
總市值(億元)	80.1
股本(百萬)	1,503
一年高/低價	63.8 / 41.55
月成交均量(張)	678
月成交均價(百萬元)	35.6

股價表現 & PE/PB



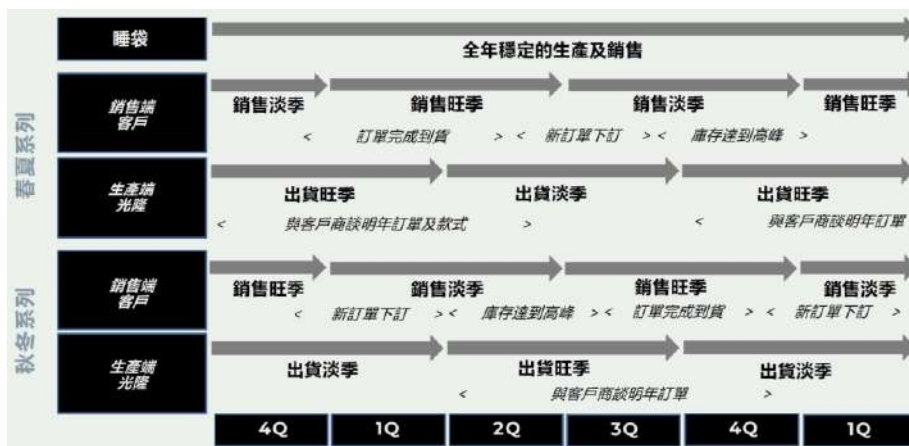
研究員/楊人羿

Edward.yang@concord.com.tw

4Q22 受客戶交期遞延影響，惟全年營收及獲利仍創高

光隆 4Q22 營收 21.42 億元，-33.3%QoQ，-1.7%YoY，營收衰退主要受羽絨及家纺客戶進行庫存調整影響，要求交期往後遞延，加上 2021 年越南因第四季封控結束，單季營收回升而拉高 2022 年的比較基期，但 4Q22 成衣出貨約 12.68 億元，仍較 4Q21 成長約 22.6%，成衣佔整體營收比重也提高至 59%。此外，過往在疫情之前，光隆成衣營收以秋冬及羽絨服飾為主，出貨旺季落在 4-9 月，營運業績受淡旺季影響落差較大，因此公司近年積極增加春夏服飾、擴充高階睡袋品項，其中睡袋屬於機能型，可用於高山、極地等極端氣候，除 ASP 及毛利優於春夏服飾，交期上也較無限制，因此光隆主要在 4Q-1Q 生產出貨，有助於分散產品類別及爭取新品牌客戶的訂單，可望逐步淡化過往營運受季節性影響的情形。整體而言，預估光隆 4Q22 毛利率 19.0%，稅後淨利 1.17 億元，EPS 0.78 元，並預估光隆 2022 年營收 102.95 億元，毛利率 17.3%，稅後淨利 9.26 億元，EPS 6.16 元，全年營收及獲利仍創歷史新高。

圖一、光隆各產品季節營運淡旺季



資料來源：光隆、研究部整理，2023/2

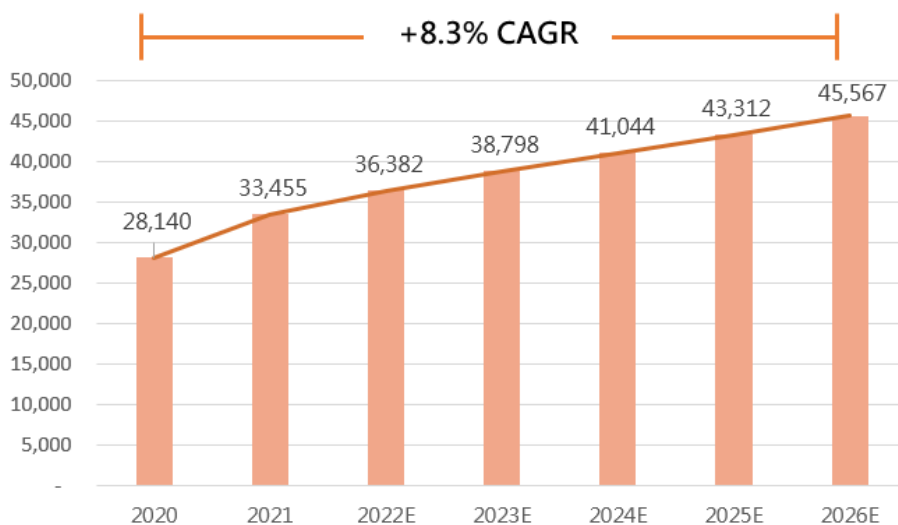
訂單能見度達 2Q23，新增客戶訂單將逐步放量貢獻營收

光隆 1 月營收 5.18 億元，+7.9%MoM，-24.0%YoY，雖受農曆春節長假提前影響，但營收仍呈現月增，主因成衣出貨動能持續回升，成衣部門的營收達 3.13 億元，較上月成長 38.6%，預期隨工作天數回升、成衣出貨增加，1Q23 營收年減幅有望收斂至低個位數。展望 2023 年，公司表示既有成衣客戶訂單展望約持平到小增，目前成衣訂單能見度已達 2Q23，今年成長動能主要來自 2022 年新增的 5 位新品牌客戶，訂單將逐步放量貢獻營收，預估將至少貢獻 1,000 萬美元的訂單，後續則觀察 2H23 消費復甦力道，營收仍有上修空間存在。整體而言，預估光隆 2023 年營收 106.40 億元，毛利率 18.2%，稅後淨利 10.14 億元，EPS 6.74 元。

產品結構持續優化，未來評價面具提升空間

光隆近年由羽絨廠轉型為成衣廠的效益逐步顯現，毛利較高的成衣事業比重由過往的 30%，預估 2023 年將提升至逾 6 成比重，公司表示未來也將持續以成衣事業為發產重心，同時降低受原物料波動較大、且毛利較差的羽絨事業體規模，目標為未來 5 年內將成衣比重提升至 7 成，其中會以高毛利與高技術門檻的戶外機能服飾為發展主軸，光隆除獲利結構可望持續改善，未來評價面也具有提升空間。此外，根據研調機構 Euromonitor 的預估，2020 年全球戶外服飾的市場規模約 281.4 億美元，預期至 2026 年市場規模將提升至 455.67 億美元，2020-2026 年之 CAGR 將達 +8.3%，整體產業深具發展潛力，而戶外機能服飾佔比的拉高，也可望持續帶動光隆中長期的營運發展。

圖二、全球戶外服飾市場規模及預估 (單位：百萬美元)



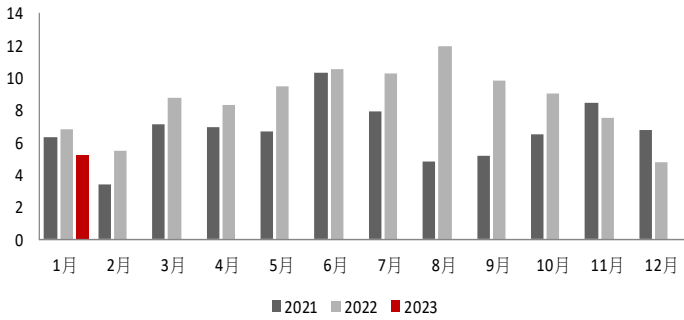
資料來源：Euromonitor、研究部整理，2023/2

印尼新廠預估 4Q23 投產，有助未來成衣比重持續提升

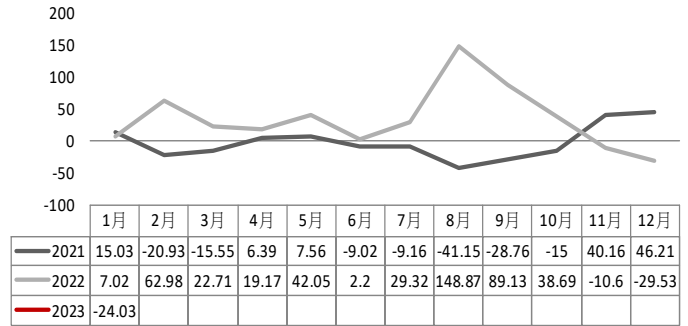
在產能方面，目前光隆共有四座成衣廠，集中在南越地區，截至 2022 年底自有產能約 66 條產線，外包產能約 28 條產線，未來越南廠規劃將擴充 20 條產線，每條產線年產值約 80-100 萬美金，將以每季 2-3 條產線的進度擴增，預估 2023 年越南廠將新增 8-10 條產線。此外，公司也規劃於印尼透過合資方式，建立第 2 座生產基地，預估最快 4Q23 可望投產，屆時將有新的 Tier1 客戶加入，初期產能規模約 300 萬美元，公司目標為 4 年內將新廠的營收規模提高至 4,000 萬美元，考量新廠學習曲線約需半年的時間，預估至 2Q24 對營運將有較為顯著的貢獻，有助未來成衣比重持續提升。

光隆除本業產品組合持續優化外，公司也持續盤點手上的非核心資產進行活化，目前手上有 2 個案子，包含中壢廠出租案，若成功出租，月租金收入落在 220-240 萬左右，以及華山微型建案，公司預計 4Q23 進行推案，總銷面積約 443.5 坪，每坪售價約 110-120 萬，若順利完銷，總銷額約 5.4-5.7 億元，可望貢獻獲利約 1.1-1.3 億元，挹注未來營收成長動能。

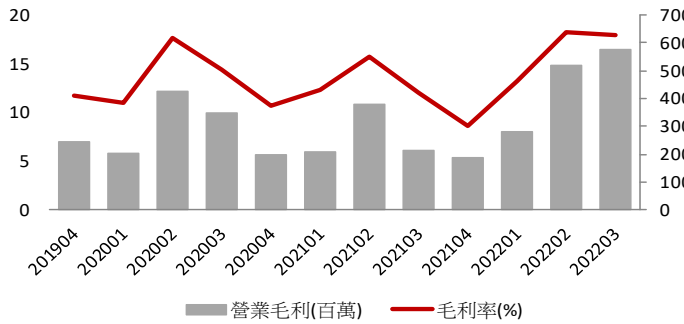
近三年營收狀況(億)



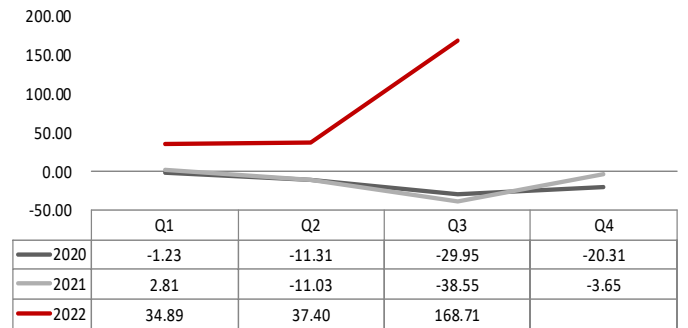
近三年營收年增(%)



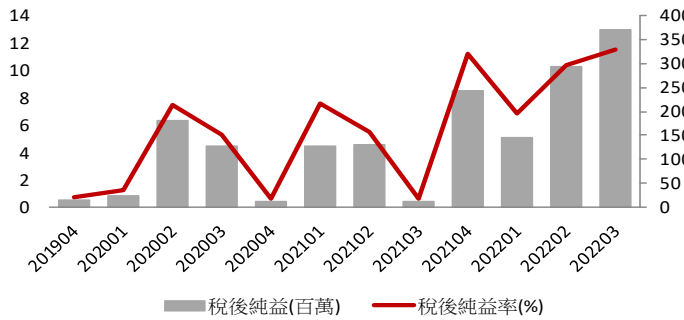
近12季_營業毛利 & 毛利率



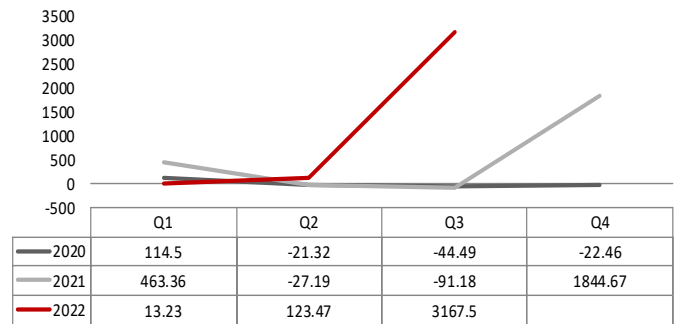
近三年營業毛利年增(%)



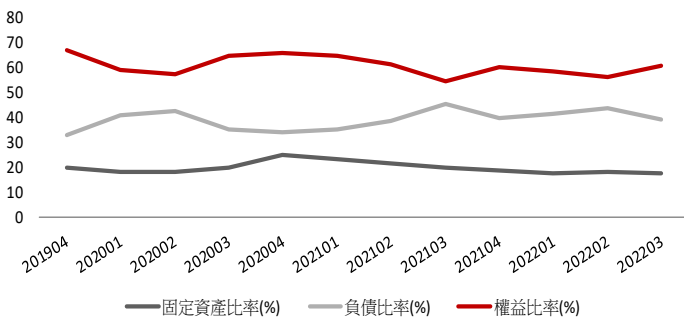
近12季_稅後純益 & 稅後純益率



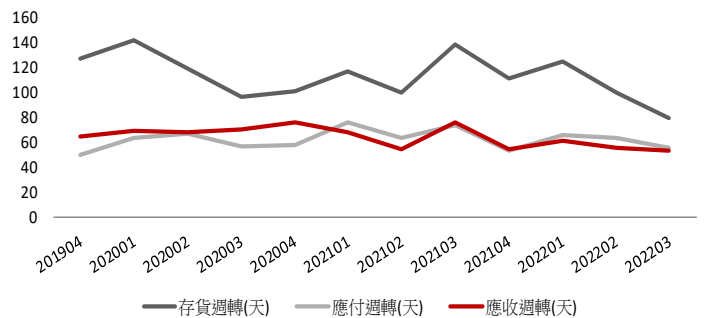
近三年稅後純益年增(%)



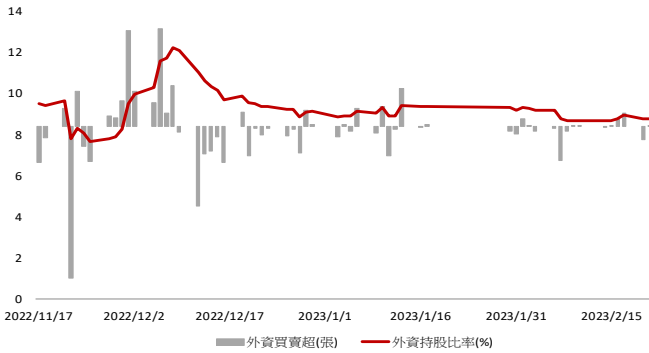
近12季_固定資產比率 & 負債比率 & 權益比率



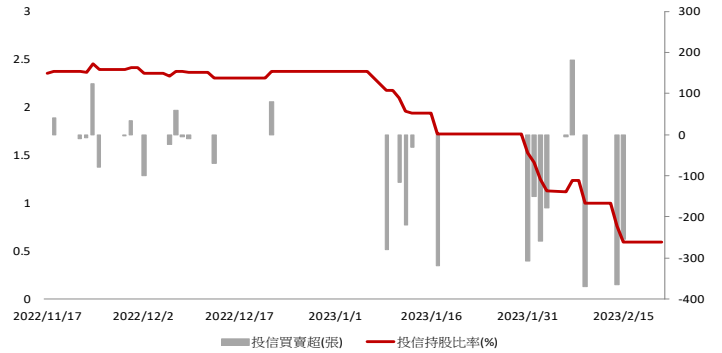
近12季_存貨/應付/應收週轉天數



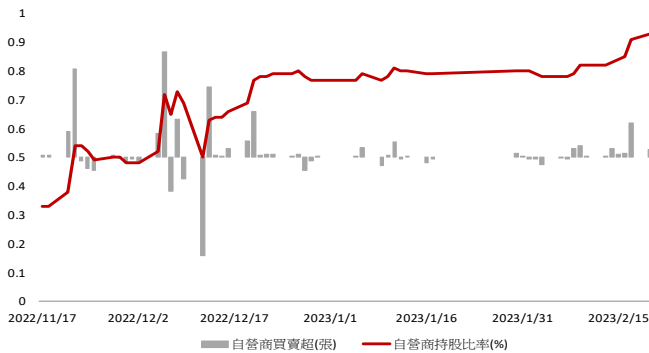
外資_持股比例 & 買賣超



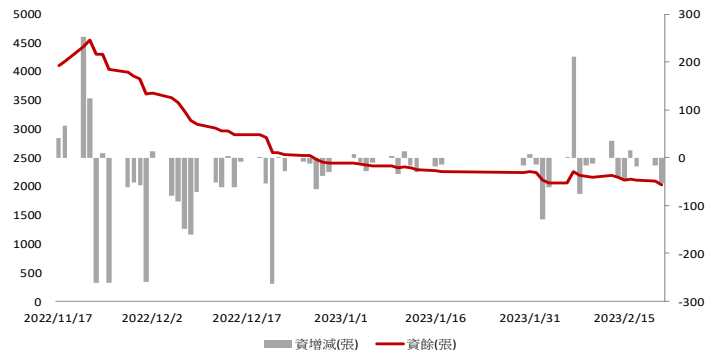
投信_持股比例 & 買賣超



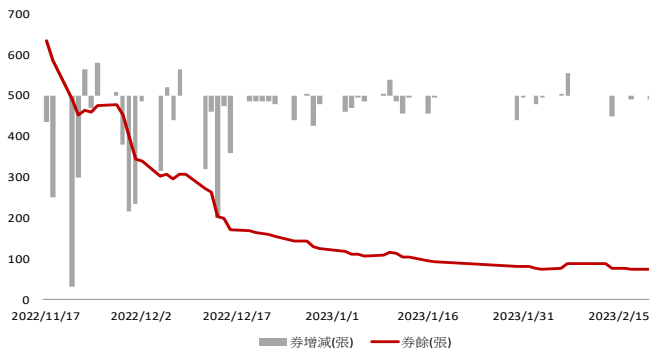
自營商_持股比例 & 買賣超



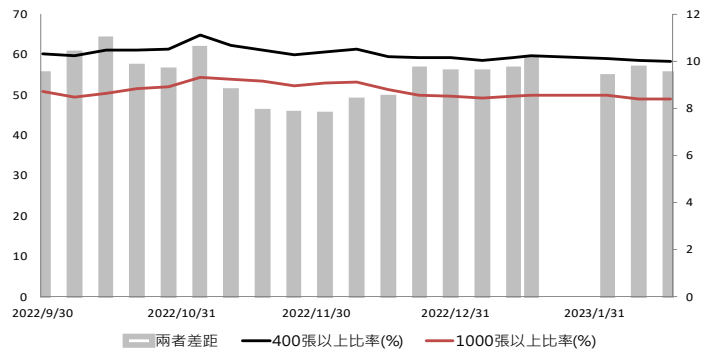
融資餘額 & 資增減



融券餘額 & 券增減



近20周持股400張 & 1000張以上比例變化



前10大股東近三年持股比例變化

排名	股東姓名	基準日	持股比例(%)		
			持有張數	2022/4/2	2021/4/2
1	凱盛投資股份有限公司	14,873	9.94	9.95	9.97
2	歐立投資股份有限公司	12,699	8.48	8.49	8.5
3	富邦人壽保險股份有限	7,441	4.97	4.98	2.95
4	昱信投資股份有限公司	7,040	4.7	4.71	5.39
5	樹東企業股份有限公司	4,701	3.14	2.54	2.01
6	悅生投資有限公司	4,013	2.68	2.69	2.69
7	共同租賃股份有限公司	3,608	2.41	2.24	1.75
8	麗秋投資有限公司	3,162	2.11	2.46	2.12
9	皇祿投資股份有限公司	2,869	1.92	-	-
10	中國信託商業銀行受光	2,399	1.6	-	-

董事、監察人、經理人、內部人近9月持股比例變化

年月	持股比例(%)				
	董事及其關係人	監察人及其關係人	經理人及其關係人	大股東經理人及其關係人	內部人及其關係人
202301	11.71	0	2.89	2.89	13.29
202212	11.38	0	2.88	2.88	12.95
202211	11.38	0	2.87	2.87	12.94
202210	11.38	0	2.86	2.86	12.94
202209	11.31	0	2.8	2.8	12.86
202208	11.33	0	2.76	2.76	12.83
202207	11.31	0	2.76	2.76	12.81
202206	11.31	0	2.76	2.76	12.81
202205	11.32	0	2.74	2.74	12.8

	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	2021	2022F	2023F
營收(百萬元)	3,210	2,142	2,087	2,945	3,382	8,061	10,295	10,640
QOQ(%)	13.3	(33.3)	(2.6)	41.1	14.8	-	-	-
YOY(%)	78.7	(1.7)	(1.1)	4.0	5.3	(5.2)	27.7	3.4
毛利率(%)	18.0	19.0	14.2	19.6	18.6	12.3	17.3	18.2
營業利率率(%)	10.9	8.8	6.4	12.9	11.9	2.3	9.4	10.8
稅後淨利(百萬元)	370	117	121	327	364	515	926	1,014
QOQ(%)	25.6	(68.5)	3.7	171.0	11.1	-	-	-
YOY(%)	3,167.5	(52.2)	(16.9)	11.2	(1.6)	49.6	79.7	9.5
EPS(元)	2.46	0.78	0.80	2.18	2.42	3.43	6.16	6.74

EPS以股本150.3百萬股計算

評等說明

- 1) 買進/Buy：我們對該評價個股未來展望正向，並預估於未來 12 個月投資期間，潛在上漲空間大於 15%
- 2) 逢低買進/Trading Buy：我們對該評價個股未來展望正向，並預估於未來 12 個月投資期間，潛在上漲空間介於 5~15%
- 3) 中性/Neutral：我們對該評價個股未來展望持平，並預估於未來 12 個月投資期間，潛在上漲空間小於 5%
- 4) 未評等/Not Rated：至目前我們沒有足夠基本資料判斷該公司評等；或此期間康和與該公司有特定交易，基於規範或康和政策，限制予該公司評等

免責宣言：

本投資報告內容屬康和投資顧問股份有限公司版權所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。本研究報告所載內容，純屬研究性質，所載述意見可隨時予以更改或撤回並不另行通知，僅提供康和集團內部同仁及客戶參考，文中所載資訊或任何意見，不構成(且不應解釋為)在任何司法管轄區內，任何買賣有價證券或其他投資標的之要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何證券。報告內容所提及之各項業務、財務等相關資訊、意見及預估，係取材自據信為可靠之資料來源，既不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性做出任何陳述或保證，且報告係基於特定日期所做之判斷，有其時效性限制，如有變更，本公司將不做預告或更新。對於本投資報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，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。