

曾義甯  
(886-2)2563-6262  
kenny.tseng@firstsec.com.tw

# 廣越(4438)

買進, TP 200 (潛在報酬 21.58%)

## 買進

Price(07/24):164.5

Target Price : 200

### ● 近期投資評等

06/15	買進	170
06/11	buy	155
04/13	Buy	175

### ● 公司基本資料

股本(億)	10.34
收盤價	164.5
成交量	413.0
市值(億)	170.1
P/E(x)	15.84

### ● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	3.11	-0.04
投信	1.48	0.04
自營商	0.13	0.06
融資率	4.91	-0.14
券餘(張)	3	-3

### ● 除權息狀況

現金股利	6
股票股利	0
除息日	2019/09/03
除權日	--
配息率(%)	80.75

### ● 近期報酬率(%)

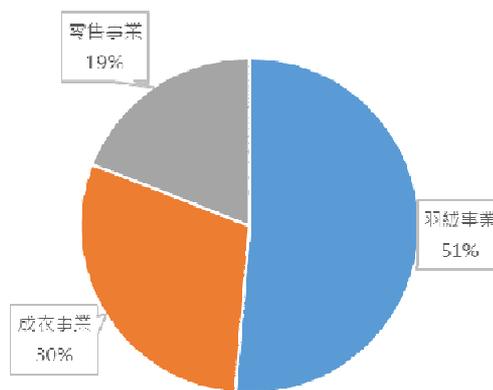
日	週	月
0.61	3.46	9.67

在客戶下單強勁及 ASP 調漲的情況下，廣越 19H2-2020 年營收及利潤可望維持顯著成長，故研究部預期廣越近四季(19Q2-20Q1) EPS 10.59 元。廣越近年本益比約 15-25X，考量廣越 19H2-2020 年營收、利潤維持雙位數成長，但第三季結束後廣越進入淡季(Q4-Q1)，市場評價或受影響，因此研究部給予中性本益比 19 XPER，目標價 200 元，建議買進。

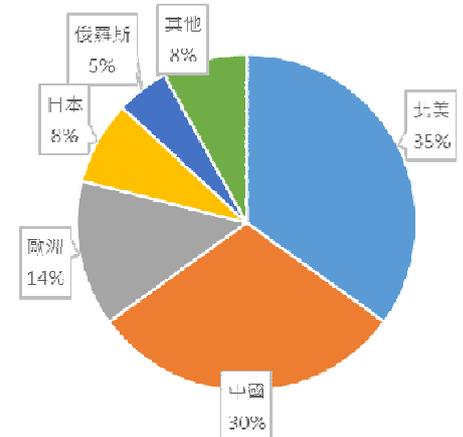
### ● 公司簡介：

廣越成立於 1995 年，股本 10.4 億，主要為全球知名戶外休閒與運動品牌大廠代工生產高端羽絨服等產品。2018 年營收比重包括羽絨夾克 43.48%、樹酯棉夾克 27.9%、其他 28.62%。主要產品銷售區域包括北美 36%、中國 26%、歐洲 15%、日本 8%、俄羅斯 5%、其他。廣越擁有一貫化垂直整合工廠，能夠自羽絨原料、布料、副料與成衣的一條龍式生產。2018 年主要客戶包括 adidas 28%、Patagonia 20%、TNF(The North Face)19%、Nike 16%、Puma 5%、Montbell 4%、其他。

圖一、公司產品營收比重



圖二、銷售區域



資料來源:廣越、第一金投顧彙整

### ● 產品簡介

紡織業：台灣紡織工業由早期進口原料加工出口，轉到以石化工業提供原料為基礎，配合進口天然棉與人造纖維棉為

輔，發展出上中下游完整的生產體系，包括人纖製造、紡紗、織布、染整、成衣及服飾品等產業。根據紡織產業綜合研究所 IT IS 計畫，2016 年台灣紡織產值約為 3985 億元，較 2015 年負成長 6.9%，其中已紡織業佔產值最大比例、次之為人造纖維業、第三為成衣服飾業。

- **廣越 2018 年營收 132.8 億，YoY 30.2%，毛利率 16.64%，稅後歸屬母公司利益 7.69 億，YoY 47%，EPS 8.11 元。**

廣越 2018 年營收 132.8 億，YoY 30.2%，毛利率 16.64%，稅後歸屬母公司利益 7.69 億，YoY 47%，EPS 8.11 元。2017-18 年成衣產業復甦，廣越客戶訂單增加；廣越為反應羽絨原料上漲、越南工資上漲，調漲產品 ASP 3~5%，因此營收利潤出現成長。此外廣越 2017 年 10 月併購約旦 Atlanta，2018 年貢獻約 5 億營收；2017 年 11 月併購金漢實業，18 年 5 月開始認列營收，為廣越帶來約 10 億營收貢獻。在產品價量齊增的情況下，廣越 2018 年營收及毛利出現大幅度躍升，費用率因併廠緣故自 6.4%略為上升至 8.3%，整體言稅後歸屬母公司利益成長 47%

- **廣越 19Q1 營收 23.2 億，YoY 98.85%，QoQ -23.7%，毛利率 9.54%，本業利益-0.61 億，EPS -0.52 元。**

廣越 19Q1 營收 23.2 億，YoY 98.85%，QoQ -23.7%，毛利率 9.54%，本業利益-0.61 億，EPS -0.52 元。

廣越 19Q1 併購金漢實業效益持續發酵(去年同期尚未認列)，且 18 年底歐美天候偏冷，多出現緊急下單的情況。但由於第一季為羽絨衣傳統淡季，產品毛利率較低，故廣越第一季將維持虧損，但虧損幅度相較去年同期減半。

- **受惠於客戶下單強勁及 ASP 調漲；預期廣越 2019 年營收 163.7 億元，EPS 10.38 元；2020 年營收 183.3 億，EPS 12.09 元**

展望 2019 - 2020 年，廣越預期受惠於客戶商看好全球(尤其中國)羽絨衣市場持續增溫，且整體成衣庫存水位降低，因此 19H2-2020 年客戶可望延續下單力道，包括 ADAIDS 19 年訂單量成長 7%，預期 2020 年訂單成長逾 20%；PATAGONIA 2019 年訂單成長 30%，預期 2020 年訂單成長 20%；NIKE 訂單成長 10% 等。

產能部分，廣越目前產線共 449 條，月產能 110 萬件，產能達滿載。目前陸續進行擴線，2019 年增加 38 條產線，2020 年增加 50 條產線，以因應未來今年明年訂單需求。

整體而言，研究部預期廣越 2019 年營收成長 20%以上，2020 年

維持雙位數以上成長，利潤部分，由於客戶下單力道強勁，且因應工資及上漲的羽絨成本，2019 年廣越產品 ASP 調漲約 5% 以上，研究部預期毛利率可望自 2018 年 16.6% 成長 1-1.5% 至 18.1%。費用率部分，去年度因併購緣故，費用率上升，但隨控制能力上升，預期今年度費用率控制在 8.3% 區間。

綜合以上，在客戶下單強勁及 ASP 調漲的情況下，研究部預期廣越 2019 年營收 163.7 億，YoY 23.3%，毛利率 18.08%，本業利益 15.3 億，稅後歸屬母公司利益 10.7 億，YoY 40%，EPS 10.38 元；2020 年營收 183.3 億，YoY 12%，毛利率 18.6%，本業利益 17.9 億，稅後歸屬母公司利益 12.5 億，EPS 12.09 元。

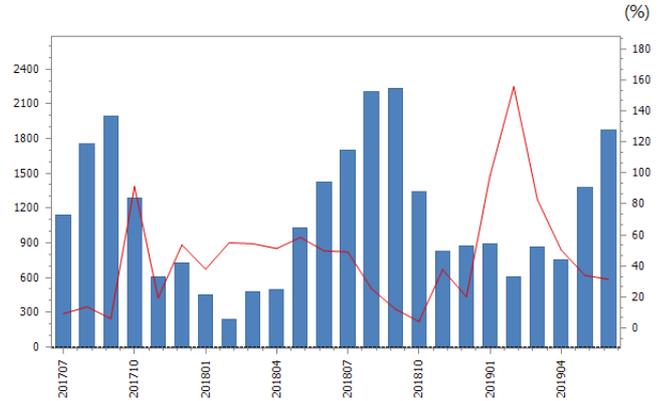
- **投資建議：目標價 200 元，建議買進**

在客戶下單強勁及 ASP 調漲的情況下，廣越 19H2-2020 年營收及利潤可望維持顯著成長，故研究部預期廣越近四季(19Q2-20Q1) EPS 10.59 元。廣越近年本益比約 15-25X，考量廣越 19H2-2020 年營收、利潤維持雙位數成長，但第三季結束後廣越進入淡季(Q4-Q1)，市場評價或受影響，因此研究部給予中性本益比 19 XPER，目標價 200 元，建議買進。

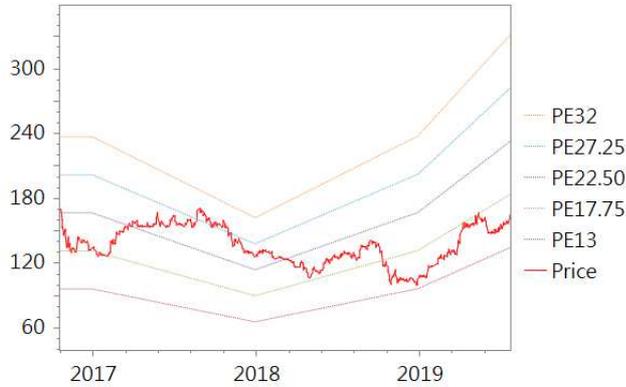
**股價相對指數走勢圖**



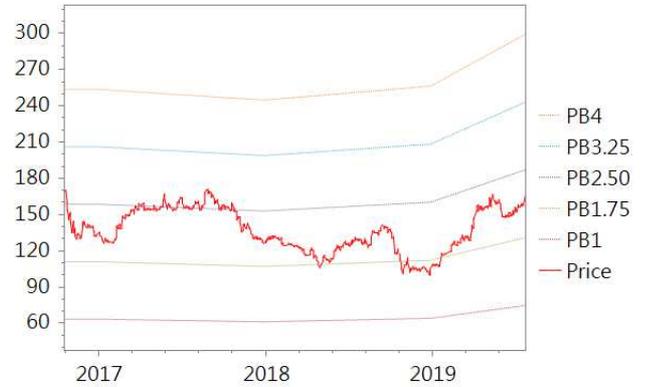
**月營收&年增率**



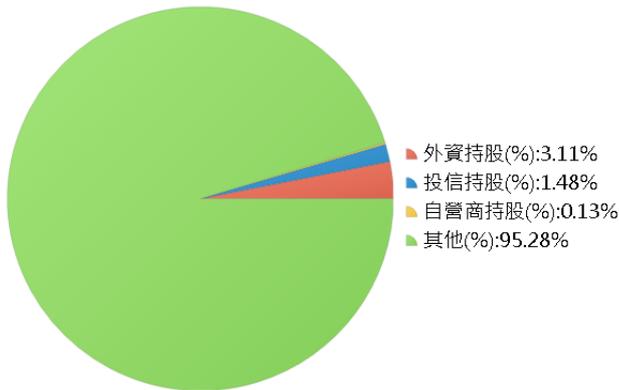
**Forward PE bands**



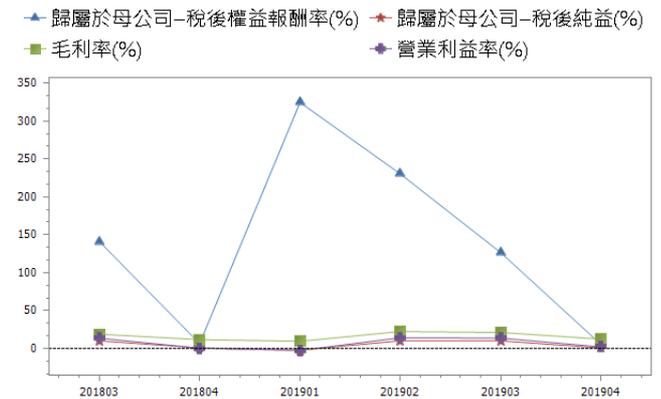
**Forward PB bands**



**持股統計**



**財務比率**



4438 廣越綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F
營業收入淨額	1,165	2,938	6,143	3,035	2,316	3,990	6,935	3,128	13,280	16,369
毛利率	6.29	21.31	18.79	11.76	9.54	22.3	21.03	12.5	16.64	18.08
營業利益率	-10.85	12.97	13.7	0.33	-2.62	14.21	13.82	2.02	8.33	9.33
營業外收入及支出	-13.81	-26.92	-5.716	56.01	16.24	-6.212	-7.756	-1.355	9.572	0.915
稅前純益	-140.1	354.2	835.6	66.07	-44.33	561.0	950.5	61.74	1,116	1,529
稅後純益	-126.5	257.4	617.2	20.60	-53.65	407.5	701.4	18.16	768.6	1,073
普通股股本	1,038	1,038	1,038	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034
未稀釋 EPS	-1.22	2.48	5.97	0.19	-0.52	3.94	6.79	0.18	7.43	10.38
稀釋後 EPS	-1.22	2.48	5.97	0.2	-0.52	3.94	6.79	0.18	7.43	10.38
<b>QoQ(%)</b>										
營收	-55.31	152.31	109.04	-50.59	-23.69	72.3	73.79	-54.89		
營業利益	--	--	120.77	-98.8	--	--	69.02	-93.41		
稅後純益	--	--	139.8	-96.66	--	--	72.1	-97.42		
<b>YoY(%)</b>										
營收	48.01	52.71	25.69	16.46	98.85	35.8	12.9	3.08	30.15	23.26
營業利益	--	141.31	18.47	--	--	48.79	13.92	528.47	68.79	38.14
稅後純益	--	76.28	5.12	--	--	58.35	13.65	-11.87	46.69	39.67

**4438 廣越資產負債表**

單位:Mn	2015	2016	2017	2018
流動資產	4,808	5,690	5,988	7,606
現金及約當現金	1,472	1,911	1,598	1,838
短期投資合計	1,081	1,600	884.6	515.0
應收帳款與票據合計	597.2	777.1	1,131	1,424
存貨	1,465	1,249	2,134	3,561
非流動資產	2,164	2,408	2,706	3,222
投資性不動產	--	--	--	--
無形資產	9,219	8,449	282.1	411.4
資產總計	6,972	8,098	8,693	10,828
流動負債	2,034	1,334	2,064	3,044
一年內到期長期負債	16.60	14.02	0.000	0.000
非流動負債	228.5	191.5	52.15	329.2
應付公司債	--	--	--	--
長期借款	110.8	99.61	0.000	213.0
負債總計	2,263	1,525	2,116	3,373
資本公積	1,031	2,873	2,873	2,869
保留盈餘	2,831	2,869	2,753	2,974
權益總計	4,710	6,573	6,577	7,455

**4438 廣越現金流量表**

營業活動現金流量	829.9	404.8	-458.8	56.23
投資活動現金流量	-708.2	-974.2	415.4	262.8
籌資活動現金流量	-388.2	1,111	-207.6	-65.31
本期現金增減數	-288.4	438.6	-312.8	240.1

**4438 廣越綜合損益表**

單位: Mn,%,元	2016	2017	2018	2019F
營業收入淨額	9,039	10,204	13,280	16,369
毛利率	16.74	13.95	16.64	18.08
營業利益率	8.12	6.42	8.33	9.33
營業外收入及支出	154.5	27.66	9.572	0.915
稅前純益	888.7	683.0	1,116	1,529
稅後純益	699.1	523.9	768.6	1,073
普通股股本	1,038	1,038	1,034	1,034
未稀釋 EPS	7.41	5.07	7.43	10.38
稀釋後 EPS	7.41	5.07	7.43	10.38
YoY(%)				
營收	-3.51	12.89	30.15	23.26
營業利益	-28.59	-10.75	68.79	38.14
稅後純益	-25.66	-25.06	46.69	39.67

**4438 廣越財報分析**

年度	2015	2016	2017	2018
稅後權益報酬率(%)	21.18	12.42	8.13	11.87
稅後資產報酬率(%)	14.06	9.28	6.24	7.87
流動比率(%)	236.34	426.63	290.08	249.86
速動比率(%)	156.68	324.37	178.85	125.9
負債比率(%)	32.45	18.83	24.34	31.15
利息保障倍數(倍)	47.11	35.36	27.21	26.16
應付款項週轉天數(天)	61.86	53.48	40.85	42.84
應收款項週轉天數(天)	22.43	27.37	33.66	34.64
存貨週轉天數(天)	64.44	64.91	69.36	92.6