

## 拓凱(4536)

### 個股資料

評等：	區間持有
目標價：	236.5
收盤價：	215.5
每股淨值：	84.34
PER：	12.8
PBR：	2.56
外資持股(%)：	16.44
投信持股(%)：	3.66
資使用率(%)：	9.82
券使用率(%)：	0.00

### 產品組合

產品項目	營收比重
運動休閒產品	84%
航太醫療產品	6%
其他	10%

### 配股息資訊

現金股息	11.00
股票股利	0.00
除息日	待公告

### 研究員聯絡方式

訪談方式：	法人座談
研究員：	鄭傑鐸
電話：	(02) 25456888
電子信箱：	8889@entrust.com.tw

### 評等定義：

強力買進	未來一季可能有 25%以上空間
買進	未來一季可能有 10~25%空間
區間持有	未來一季可能有 0~10%空間
中立	未來一季可能空間 <0%

### 投資建議

- 拓凱投資建議為區間持有，目標價 236.5 元(以 2023 年預估 EPS 給予 14x 評價)，隱含上檔空間約 9.7%，建議暫作觀望，且需持續關注美元相對人民幣及台幣波動對業外匯兌損益之潛在影響，評等考量：
  - 主力產品自行車及安全帽展望僅持平，全年營收大幅成長不易。
  - 今年獲利不易突破去年水準，除息後能否順利填息仍待觀察。

### 訪談摘要

- 球拍、自行車、安全帽跟航空類產品在第一季均維持 YoY 成長，醫療跟其他類產品則相對衰退。其中自行車部分公司表示到五月份為止還是維持正成長表現。
- 2023 年全年展望，相對正向是球拍跟航空類預期 YoY 有高雙位數成長；安全帽跟自行車持平看待，醫療還有其他類產品預期衰退。
- 自行車產業仍進行庫存調整中，公司表示未來需觀察第二季年度新型號投產狀況，另外市場目前採購意願保守，到第三季再觀察是否有轉機。公司預期靠新客戶訂單增加來彌補既有客戶調整庫存的影响。
- 安全帽營收規模已提升到將近一億美金，主要成長來自於中國市場一盔一帶政策推行帶動。今年在日本棒球帽市場及高端賽車帽有不錯表現，但因中階產品預期衰退，所以全年以持平看待。
- 球拍類去年隨著歐美防疫鬆綁，網球四大賽恢復，帶動球拍需求回升，客戶下單量亦因所贊助選手獲得佳績而明顯增加；Padel-Tennis 籠式網球板拍今年預計再建立第二及第三條生產線，公司看好未來產品有千萬美金以上營收貢獻。
- 越南平陽廠已於今年第一季進入量產，預估今年產能利用率約 60%，目標在明年度達損平。中科后里廠預計今年第四季土建完工，明年下半年量產。
- 今年配發每股現金股利 11 元，由於發放率低於往年，因此引發先前股價重挫，管理層表示保留資金主要用於(1)自動化生產設備更新；(2)發展新的產業應用；(3)尋求潛在購併機會。

### 年度 EPS 預估

單位：億元、元

年度	營收	毛利率(%)	營益率(%)	業外收支率(%)	股本	稅前盈餘	稅前 EPS	稅後 EPS
2019	72.2	33.1	16.7	0.3	9.1	12.3	13.54	9.53
2020	72.3	34.5	19.5	-2.9	9.1	12.0	13.24	7.48
2021	86.9	30.5	16.6	0.3	9.1	14.6	16.11	9.16
2022	109.7	35.4	23.2	5.7	9.1	31.6	34.81	24.89
2023(F)	110.4	32.9	20.9	-0.0	9.1	23.1	25.39	16.90

## 訪談內容

拓凱主要業務為各種運動休閒產品、航太醫療產品、碳纖維、複合材料等製造加工、買賣及進出口貿易



- 拓凱成立於 1980 年，主要業務為各種運動休閒產品(包括碳纖維網球拍、羽球拍、壁球拍、複合材料自行車車架、前叉、把手、輪圈、複材安全帽等產品)、航太醫療產品(Airbus 及波音客機之商務艙及經濟艙座椅、醫療影像診斷設備之床版)、碳纖維、複合材料等製造加工、買賣及進出口貿易。近年亦積極投入高性能熱塑型(TP)工程塑膠複合材料之研發與應用，利用其相對傳統熱固型複合材料具有可回收、再生重複使用、可多樣化加工成型、減少製程能耗、產製工時快速等優點，以開發涵蓋運動器材、醫療產業及消費性電子產業之應用產品。

拓凱營收結構(單位：億元)

	2022		2023(F)		2023
	營收	比重	營收	比重	YoY
球拍	12.1	11%	13.9	13%	15%
自行車	51.5	47%	51.5	47%	0%
安全帽	28.5	26%	28.5	26%	0%
航空	2.2	2%	2.6	2%	20%
醫療	4.4	4%	3.9	4%	-10%
其他	11.0	10%	9.9	9%	-10%
合計	109.7	100%	110.4	100%	1%

資料來源：拓凱，華南投顧整理及預估

球拍、自行車、安全帽跟航空類產品在第一季均維持 YoY 成長，醫療跟其他類產品則相對衰退。其中自行車部分公司表示到五月份為止還是維持正成長表現

2023 年全年展望，相對正向是球拍跟航空類預期 YoY 有高雙位數成長；安全帽跟自行車持平看待，醫療還有其他類產品預期衰退

自行車產業仍進行庫存調整中，公司表示未來需觀察第二季年度新型號投產狀況，另外市場目前採購意願保守，到第三季再觀察是否有轉機。公司預期靠新客戶訂單增加來彌補既有客戶調整庫存的影響

- 今年前二月累計營收 18.5 億元，YoY33.6%，公司表示包括球拍、自行車、安全帽跟航空類產品在第一季均維持 YoY 成長表現，醫療跟其他類產品表現則相對衰退。其中自行車部分雖然市場覺得有庫存調整疑慮，但管理層表示到五月份為止的接單狀況來看，自行車類還是維持正成長表現。

- 2023 年全年營運展望上，拓凱指出相對正向是球拍跟航空類這兩個項目，預期 YoY 可望有高雙位數成長；安全帽跟自行車目前持平看待，醫療還有其他類產品則預期衰退，其他類主要受到手機等消費性產品市場需求疲弱，所以出貨展望不佳。

- 現階段自行車產業仍進行庫存調整中，公司表示本身採接單生產方式，加上出貨以中高階產品為主，影響相對較少。未來觀察第二季後製造商年度新型號投產狀況，另外市場部分零售商因為庫存仍高，現金不足，目前在採購上亦相對保守，要到第三季再觀察市場是否有較好轉機。公司除了原本客戶以外，也有增加其他新客戶，是靠新客戶訂單增加來彌補既有客戶調整庫存的影響。

安全帽營收規模已提升到將近一億美金，主要成長來自於中國市場一盔一帶政策推行帶動。今年在日本棒球帽市場及高端賽車帽有不錯表現，但因中階產品預期衰退，所以全年以持平看待

球拍類去年隨著歐美防疫鬆綁，網球四大賽恢復，帶動球拍需求回升，客戶下單量亦因所贊助選手獲得佳績而明顯增加；Padel-Tennis 籠式網球板拍今年預計再建立第二及第三條生產線，公司看好未來產品有千萬美金以上營收貢獻

越南平陽廠已於今年第一季進入量產，預估今年產能利用率約 60%，目標在明年度達損平。中科后里廠預計今年第四季土建完工，明年下半年量產

今年配發每股現金股利 11 元，由於發放率低於往年，因此引發先前股價重挫，管理層表示保留資金主要用於 (1) 自動化生產設備更新；(2) 發展新的產業應用；(3) 尋求潛在購併機會

歷史本益比區間

- 安全帽產品前兩年表現相當不錯，尤其是去年成長非常好，營收規模從以前大概 5000 多萬美金左右提升到將近一億美金，主要成長來源一方面是中國市場，前幾年一盔一帶政策帶動整體中國市場在中高階安全帽的成長，像公司客戶 AGV 在中國年銷量從不到 5 萬頂成長到約 15 萬頂；日本 SHOEI 以往銷量不佳，現在年銷售至少 7 萬頂。今年來看在日本棒球帽市場有不錯成長，高端賽車帽也不錯，但因中階產品預期衰退抵消掉其他成長，所以公司全年以持平看待。
- 球拍類產品去年隨著歐美防疫鬆綁，網球四大賽恢復，帶動碳纖維網球拍需求回升，三大主要客戶為 Wilson、Babolat 跟 Tecnifibre，其中 Tecnifibre 因為贊助選手為目前女網世界第一的 Iga Świątek，因此客戶今年下單量 YoY 增加近一倍。除了傳統球拍增加外，新切入的 Padel-Tennis 籠式網球板拍市場，這幾年成長不錯，公司現有一條 10 萬支專線，大約出了 7~8 萬支。今年預計再建立第二及第三條生產線，看好未來該產品有千萬美金以上的營收貢獻，是帶動公司球拍產品從以前個位數增長，到目前高雙位數增長的主要利基。
- 擴產進度上，越南平陽設廠主要因應美中貿易戰議題，配合主要品牌客戶發展需求，把廈門廠比較偏中低階自行車車架跟前叉產品移往那邊，未來並爭取品牌客戶採購策略去中化商機，已於今年第一季進入量產，公司預估今年產能利用率約在 60% 左右，目標在明年度要達成損平。另外中科后里廠目前土建進度約 75%，預計今年第四季土建完工，明年下半年量產。是公司未來 5 到 10 年長期規劃的重要生產基地，未來營運總部也會搬到這裡。
- 公司今年規劃配發每股現金股利 11 元，由於發放率僅 44%，低於往年平均的 60~65%，因此引發先前股價從 250 元附近高檔下跌到 200 元，管理層表示保留較多資金有三個用途，首先是投入更多的自動化生產設備更新；第二是用在發展新的產業應用，例如將精密射出用於醫材相關產品，未來中科廠完工後也投入汽車相關領域；第三則是尋求潛在購併機會，但具體產業為何暫時不便透露。



**各季 EPS 預估**

單位：億元、元

年季	營收	毛利率(%)	營益率(%)	業外收支率(%)	股本	稅前純益	稅前 EPS	稅後 EPS
202201	21.8	29.2	15.0	4.0	9.1	4.1	4.56	3.15
202202	26.8	40.5	26.5	11.5	9.1	10.2	11.20	7.88
202203	31.7	35.0	22.6	15.5	9.1	12.1	13.33	9.38
202204	29.4	35.7	26.8	-9.1	9.1	5.2	5.72	4.48
202301(F)	26.7	28.0	16.4	-0.0	9.1	4.4	4.80	3.06
202302(F)	24.3	32.5	19.5	-0.0	9.1	4.7	5.21	3.40
202303(F)	29.9	35.3	23.7	-0.0	9.1	7.1	7.78	5.28
202304(F)	29.5	35.1	23.4	-0.0	9.1	6.9	7.59	5.16

**單月營收概況及預估**

單位：億元

年月	一	二	三	四	五	六	七	八	九	十	十一	十二
2022年	8.0	5.9	8.0	7.8	8.0	11.0	8.7	11.3	11.8	9.9	10.4	9.1
2023年	10.4	8.1	8.2	7.8	7.4	9.1	8.2	10.5	11.1	9.4	10.5	9.5
MOM	14.2%	-22.2%	1.4%	-4.9%	-4.7%	21.8%	-9.0%	27.1%	6.1%	-15.1%	11.2%	-9.2%
YOY	30.4%	38.0%	3.0%	-0.2%	-6.3%	-17.4%	-4.7%	-7.1%	-5.4%	-4.2%	1.0%	4.4%
2022年	21.8			26.8			31.7			29.4		
2023年	26.7			24.3			29.9			29.5		
QOQ	-9.0%			-9.0%			22.7%			-1.3%		
YOY	22.4%			-9.1%			-5.8%			0.3%		

**財務資料**

年季度	負債 比率(%)	流動 比率(%)	速動 比率(%)	應收帳款 週轉天數	存貨 週轉天數	營業 費用率(%)	每股營業 現金流量	稅前資產 報酬率(%)	稅前股東權 益報酬率(%)
202004	45.2	196.0	157.4	72.5	91.0	15.2	3.5	2.2	4.2
202101	41.2	218.3	176.3	77.2	88.7	14.2	3.0	2.5	4.4
202102	42.1	211.1	161.6	85.7	110.0	15.0	1.8	1.9	3.2
202103	48.5	194.4	150.4	67.7	99.8	12.9	-0.3	1.9	3.4
202104	46.8	209.3	161.9	69.2	102.9	14.2	6.3	2.6	5.0
202201	47.8	192.6	149.9	82.0	116.4	14.2	2.0	2.6	5.0
202202	55.0	169.0	132.0	77.6	130.0	14.0	3.5	5.6	11.6
202203	55.6	165.5	134.6	76.7	112.1	12.4	8.6	5.6	12.5

本項研究報告僅提供本公司會員參酌，且純粹屬於研究性質，並不保證報告內容的完整性與精確性，亦完全無意影響客戶買賣股票的任何投資決定。報告中的各項意見與預測，是得自於本公司信任為可靠的來源，受到特定的判斷日期之時效性限制，若嗣後有任何變動，本公司不做預告，也不會主動更新。投資人做任何決策時，必須自行謹慎評估相關風險，並就投資的結果自行負責。本研究報告的著作權為華南投顧所有，嚴禁抄襲、引用、對外傳送或轉載。