

1558 伸興(ZENG HSING)

報告日期：2023/02/08 研究員：洪國峰 (Titan Horng)

壹、投資建議

投資評等：區間操作

操作區間：105~138 元

17.5~23X 2023 EPS

參考價位：120.5 元

20.1X 2023 EPS

2023/02/07 收盤

一、預估 2022 年稅後 EPS 6.80 元

伸興 2022 年雖然已向客戶調整售價，業外匯兌利益等有利因素，但受到整體出貨量呈現下滑，產能利用率在低檔水準，毛利率不易提升，且宇隆貢獻度有限，導致伸興整體營運將呈現衰退。伸興 2022 年營收金額 71.94 億元，YoY-6.81%，預估稅後盈餘 4.53 億元，YoY-13.81%，預估稅後 EPS 6.80 元。

二、推估配發現金股利 5 元，現金殖利率 4.15%

伸興歷年股利政策，以現金股利為主，股利發放率皆有 63~98% 水準。回顧 2021 年，伸興股利政策，配發現金股利 8.5 元，股利發放率 98%。宏遠推估伸興 2022 年股利政策，將配發現金股利 5 元，現金殖利率 4.15%。

三、預估宇隆 2023 年貢獻伸興稅後 EPS 1.80 元

伸興已於 08/31/2022 取得董事過半席次，宇隆已於 09/2022 正式成為伸興合併財報中子公司。宏遠推估宇隆 09~12/2022 稅後盈餘 1.3 億元，持股 21.56%，預估宇隆貢獻伸興 2022 年稅後盈餘 0.28 億元，貢獻伸興 EPS 0.42 元。宏遠報告預估 2023 年宇隆營收 36.5 億元，YoY+8.96%，預估稅後盈餘 5.2 億元，伸興持股 23.16% 計算，貢獻伸興稅後盈餘 1.2 億元，貢獻伸興 EPS 1.80 元。

四、預估 2023 年稅後 EPS 6.00 元

伸興 2023 年雖然客戶庫存調整已暫告一段落，但客戶對下游終端消費仍保守看待，預期伸興 2023 年整體出貨持續衰退，在獲利方面，雖然本業獲利回升，宇隆貢獻全年度收益，但在 2022 年業外匯兌利益大幅墊高基期，導致伸興 2023 年獲利仍呈現衰退。宏遠預估伸興 2023 年營收金額 95.00 億元，YoY+32.05%，預估稅後盈餘 3.99 億元，YoY-11.85%，預估稅後 EPS 6.00 元。

五、投資建議區間操作，區間價 105~138 元

觀察伸興歷史 PER 8~14X，2023 年 ROE 7.7%，2023 年 PER20X，評價在歷史高檔水準，加上 2023 年整體獲利衰退，不利評價，投資建議區間操作，區間價 105~138 元（17.5~23X 2023 年稅後 EPS）。

貳、公司營運概況

一、公司簡介

伸興成立於 1975 年，並於 2007 年掛牌上櫃，2014 年轉上市，資本額 6.65 億元，伸興為國內家用縫紉機製造生產廠商，生產基地位於中國張家港、越南與台中太平等。縫紉機為成衣機械的一種，可依使用所不同，可區分為家用縫紉機與工業用縫紉機，其中工業用縫紉機講究速度快、精密度高、可靠性、耐用性與單一化；家用縫紉機則強調多功能、輕巧、操作容易與廉價等特性。伸興營運採 ODM 模式，主要客戶為勝家 Singer、量販店家樂福與歐洲大廠皆為伸興客戶，其中勝家為伸興最大客戶占營收比重達 60~70%。

圖一、伸興公司沿革



資料來源：伸興、宏遠投顧整理

二、家用縫紉機產業概況

觀察全球家用縫紉機產業，每年銷售量 900~1000 萬台，家用縫紉機產業為寡占產業，家用縫紉機品牌商市占率排序分別為 Singer 30~33%、日本 Brother 21~22% 兄弟、日商 Janome 車樂美 18~19%、日商 Jaguar 6~7%、日商 JUKI 2~3%、其他 18~21%。以生產端來觀察，主要生產廠商為日商 Brother 兄弟、日商 Janome 車樂美、伸興、日商 Jaguar，合計占全球產量為 70~75%。

日商 Brother 營收來源傳真機、打字機、投影機、幻燈機、條碼機、影印機、碎紙機、打卡鐘與縫紉機等，其中縫紉機占其營收比重為 12~16%，主打自有品牌 Brother，生產基地為日本與越南。日商 Janome 車樂美為家用縫紉機製造廠，其中代工與自有品牌各占 50%，主要生產基地泰國與台中霧峰。

伸興為專業家用縫紉機生產廠商，生產基地位置中國張家港、越南胡志明市與台灣台中太平。伸興雖然 3Q21 受到越南停工影響部分產能，但在訂單持續增加，2021 年中國大陸、越南與台灣出貨量比重分別為 14%，85%與 1%；年增率分別為 118%、0.7%與 0.00%，整體出貨量成長率落在 8~10%。伸興 2022 年，在上半年越南停工因素遞延至 1H22 生產出貨，下半年受到客戶調整庫存影響，導致全年出貨衰退 28~30%，其中中國大陸、越南與台灣出貨量比重分別為 13%，85%與 2%；年增率分別為-34%、-29%與 50%，

圖二、伸興生產基地



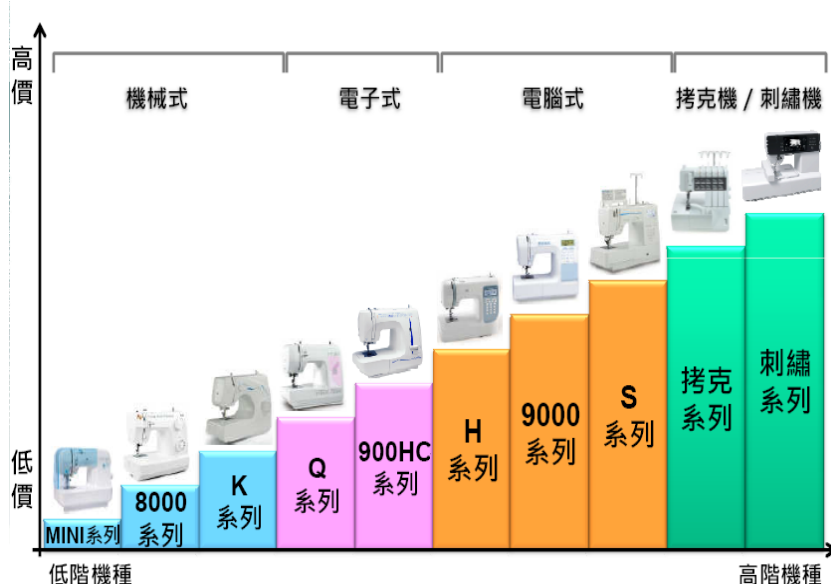
資料來源：伸興、宏遠投顧整理

三. 2023 年營運概況及展望

伸興成本結構，原料占成本 80~85%、直接人工占 5~7%、製造費用約占 8~12%。原料方面，核心馬達占 15~18%、ABS 塑膠占 15~18%、鋁合金占 15~18%、其他零件(含不鏽鋼)占 40~45%、電控與包材占 7~9%。觀察 2022 年營收地區比重方面，歐洲地區比重為 37~40%、北美地區比重為 24~27%，亞洲地區 17~19%，中南美洲 13~14%，其餘地區 4~5%。

家用縫紉機產業旺季為 3、4 月與 8~10 月。伸興主要客戶為勝家 Singer，勝家 Singer 每年縫紉機台銷售量落在 300~400 萬台左右，市占率約在 30~35%。

圖三、伸興機種多元且完整



資料來源：伸興、宏遠投顧整理

伸興 2021 年整體出貨量成長 8~10%，但觀察 1Q~4Q21 出貨概況，1Q~2Q21 受惠訂單滿載且產能配合得宜，帶動 1H21 出貨量成長 65~70%；2H21 受到越南停工影響，導致 2H21 出貨量年減率達 30~35%，拖累伸興 2021 年整體出貨量僅成長 8~10%。

圖四、伸興縫紉機種類概況



資料來源：伸興、宏遠投顧整理

伸興 2022 年整體出貨量衰退 28~30%，但觀察 1Q~4Q22 出貨概況，1Q~2Q22 雖然仍有越南 3Q21 停工因素訂單遞延至 1Q~2Q22 出貨，但受到 2021 年基期較高因素，導致出貨量仍年減 55~60%；2H22 受到客戶庫存調整，訂單急凍，導致 2H22 出貨量年減率達 35~40%，拖累伸興 2022 年整體出貨量衰退達 28~30%。

預期 2023 年，雖然客戶庫存調整已暫告一段落，但客戶對下游終端消費仍保守看待，預期伸興 2023 年整體出貨量將持續衰退 6~8，但在高單價產品比重提升，預估伸興 2023 年全年營收金額 58.5 億元，YoY-5.34%。

伸興公開收購宇隆 21.56%股權，已於 09/2022 正式合併財報

伸興 06/06/2022 公告將投入 16.9 億元，公開收購宇隆 1.3 萬張股票，占整體宇隆比例 21.56%。伸興已於 07/12/2022 完成股權交割，且伸興 08/31/2022 已取得董事過半席次，宇隆已於 09/2022 正式成為伸興合併財報中子公司。

伸興為分散經營風險，擬多角化投資，盼藉此投資案尋求雙方進一步合作，包括雙方生產技術、材料應用、產品應用、核心能力、資源整合及其他策略性合作。宇隆核心價值在於精密金屬零件的開發生產製造，憑藉著高品質、高效能及穩定生產的製程工藝技術，已深獲全球知名汽車一階供應商、自行車、醫療器械等主要客戶高度的認可與信賴

觀察宇隆 2018~2021 年稅後盈餘分別為 3.05 億元，4.24 億元，3.75 億元與 5.43 億元。宏遠推估宇隆 09~12/2022 稅後盈餘 1.3 億元，持股 21.56%計算，預估宇隆貢獻伸興 2022 年稅後盈餘 0.28 億元，貢獻伸興 EPS 0.42 元。

根據宏遠報告預估 2023 年宇隆營收金額 36.5 億元，YoY+8.96%，預估稅後盈餘 5.2 億元，伸興持股 23.16%計算，貢獻伸興稅後盈餘 1.2 億元，貢獻伸興 EPS 1.80 元。

叁、業績及獲利預估

預估 2022 年稅後盈餘 4.53 億元，YoY-13.81%，稅後 EPS6.80 元

伸興 2022 年雖然已向客戶調整售價，業外匯兌利益等有利因素，但受到整體出貨量呈現下滑，產能利用率在低檔水準，毛利率不易提升，且宇隆貢獻度有限，導致伸興整體營運將呈現衰退。伸

興 2022 年營收金額 71.94 億元，YoY-6.81%，預估營業利益 3.25 億元，YoY-54.43%，預估稅後盈餘 4.53 億元，YoY-13.81%，預估稅後 EPS 6.80 元。

預估 2023 年稅後盈餘 3.99 億元，YoY-11.85%，稅後 EPS6.00 元

伸興 2023 年雖然客戶庫存調整已暫告一段落，但客戶對下游終端消費仍保守看待，預期伸興 2023 年整體出貨持續衰退，在獲利方面，雖然本業獲利回升，宇隆貢獻全年度收益，但在 2022 年業外匯兌利益大幅墊高基期，導致伸興 2023 年獲利仍呈現衰退。宏遠預估伸興 2023 年營收金額 95.00 億元，YoY+32.05%，預估營業利益 9.76 億元，YoY+200.52%，預估稅後盈餘 3.99 億元，YoY-11.85%，預估稅後 EPS 6.00 元。

推估 2022 年股利政策，將配發現金股利 5 元，現金殖利率 4.15%

伸興歷年股利政策，以現金股利為主，股利發放率皆有 63~98% 水準。回顧 2021 年，伸興股利政策，配發現金股利 8.5 元，股利發放率 98%。宏遠推估伸興 2022 年股利政策，將配發現金股利 5 元，現金殖利率 4.15%。

表二、伸興歷年股利政策

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年(F)
每股盈餘(元)	8.68	15.26	11.16	13.76	8.68	6.80
現金股利(元)	8.50	11.00	8.80	9.50	8.50	5.00
股票股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股利發放率(%)	98%	72%	79%	69%	98%	74%

資料來源：公司、宏遠預估與整理

肆、財務簡表

單位：佰萬元

	2021(A)	22Q1(A)	22Q2(A)	22Q3(A)	22Q4(F)	2022(F)	23Q1(F)	23Q2(F)	23Q3(F)	23Q4(F)	2023(F)
營業收入	7,720	1,986	1,926	1,395	1,888	7,194	1,948	2,423	2,871	2,258	9,500
營業毛利	1,591	329	349	299	458	1,435	501	600	694	559	2,353
營業費用	878	224	212	317	357	1,110	333	352	367	325	1,377
營業利益	713	105	136	-17	101	325	168	248	328	233	976
營業外淨收入（支出）	-36	101	132	253	-100	386	8	9	9	10	36
稅前純益	677	206	268	235	1	711	176	257	337	243	1,012
稅後純益	525	159	204	124	-35	453	38	98	159	104	399
稅前 EPS（元）	11.19	3.41	4.43	3.89	0.02	10.68	2.64	3.86	5.06	3.66	15.21
稅後 EPS（元）	8.67	2.63	3.37	2.06	-0.53	6.80	0.57	1.47	2.40	1.57	6.00
股本	605	605	605	605	665	665	665	665	665	665	665
稅後股東權益報酬率 %	10.24	3.24	4.36	2.82	-0.69	9.73	0.75	1.93	3.09	1.96	7.72
每股淨值（元）	81.13	77.26	72.99	76.08	75.55	75.55	76.12	77.59	79.98	81.55	81.55
毛利率 %	20.61	16.56	18.10	21.47	24.26	19.95	25.70	24.74	24.18	24.75	24.77
營利率 %	9.23	5.29	7.07	-1.24	5.35	4.52	8.60	10.22	11.41	10.34	10.28
稅前純益與前期比較 %	-40.09	12.21	3.54	2.95	-16.83	4.95	8.96	1.58	1.13	-0.94	42.40
稅前純益率 %	8.77	10.38	13.93	16.88	0.05	9.88	9.01	10.59	11.72	10.78	10.66
稅後純益率 %	6.80	8.01	10.60	8.92	-1.85	6.29	1.94	4.02	5.55	4.62	4.20

本報告僅供宏遠投顧內部及客戶參考，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之實際狀況與風險，本公司恕不負擔任何法律責任及做任何保證。非經本公司同意，不得將本報告加以引用或轉載