



FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

降低持股 · 維持

收盤價 May 18 (NT\$)	485.5
12 個月目標價 (NT\$)	348.0
前次目標價 (NT\$)	370.0
調降 (%)	5.9
下跌空間 (%)	28.3

焦點內容

管理層表示，下游持續去化仍在庫存，且認為訂單復甦恐慢於預期。個股現交易於 26 倍、22 倍 2023-24 年每股盈餘預估；考量需求不確定性及基本面改善有限，我們認為評價欠缺吸引力。我們維持「降低持股」評等，並下修目標價至 348 元，係基於 17 倍 2023-24 年平均每股盈餘預估。

交易資料表

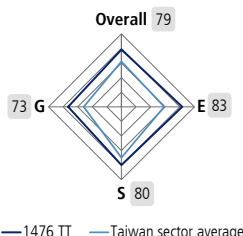
市值：(NT\$bn/US\$m)	133.2 / 4,332
流通在外股數 (百萬股)：	274.4
外資持有股數 (百萬股)：	112.6
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.52
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	385.5 - 513

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-0.5	10.7	-1.9
相對表現 (%)	-4.5	-0.3	-0.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	6.53A	7.42A	7.91A	2.89A
2023	3.01A	4.44F	4.96F	6.12F
2024	5.12F	5.19F	5.42F	6.61F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

凱基投顧

劉晨恩
886 2 2181 8035
tseen.liu@kgi.com

高政修
886.2.2181.8735
allen.gao@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

儒鴻

(1476.TW/1476 TT)



缺乏亮點

重要訊息

儒鴻召開法說會。管理層表示，下游持續去化仍在庫存，且認為訂單復甦恐慢於預期。我們預期市場即將出現另一波市場共識營收和獲利下修潮。

評論及分析

訂單復甦速度慢於預期。投資人關注下游庫存去化是否即將告終，但管理層指出值此需求與景氣不確定性之際，訂單復甦速度恐較預期緩慢。公司重申 2Q23 營收將顯著季增且 2H23 好轉之展望，然我們認為市場共識 2Q-4Q23 營收分別季增 34%、13%、2% 過於樂觀。考量 4 月營收僅 25 億元，年減 31%、但月增 6%，以及公司業務展望論調審慎，我們下修 2Q-4Q23 營收預估 5%、3%、1% 至季增 28%、11%、18%，隱含 2Q-3Q23 營收將年減 26% 和 14%、4Q23 營收將年增 43%。

利潤率或已於 1Q23 落底。1Q23 獲利 8.27 億元，折合每股盈餘 3.01 元，年減 54%、但季增 4%，分別落後共識與凱基預估 36%、13%，主因營收驟降、業外和稅率高於預期。產品均價上揚、委外代工產能減少及匯兌走勢有利支撐 1Q23 毛利率位於 28.4%，年增 1.6、季增 0.9 個百分點，管理層預計這將是今年谷底。加上解封後差旅費用上揚與新廠折舊支出使營業費用壓力較預期來得重，我們上修 2Q-4Q23 毛利率，但下調營利率至 18.8%、19.0%、19.6%，分別季增 1.4、0.2、0.6 個百分點，年減 1.8、1.9 個百分點及年增 4.1 個百分點。

2024 年方出現曙光。基於上游訂單前景保守、美國服飾消費惡化(圖 4)及品牌商和零售商庫存去化緩慢，我們預計儒鴻 2H23 季節性偏弱，2023 年營收和獲利將分別年減 12%、25%。不過，憑藉著先進的布料研發實力，我們看好儒鴻最快將於 2024 年迎接曙光。

投資建議

個股現交易於 26 倍、22 倍 2023-24 年每股盈餘預估；考量需求不確定性及基本面改善有限，我們認為評價欠缺吸引力。我們維持「降低持股」評等，並下修目標價至 348 元，係基於 17 倍 2023-24 年平均每股盈餘預估。

投資風險

上檔風險包括訂單動能較預期強勁、經濟復甦。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	28,175	35,917	39,736	34,920	39,384
營業毛利 (NT\$百萬)	8,079	9,491	11,065	9,994	11,371
營業利益 (NT\$百萬)	5,497	6,398	7,737	6,569	7,774
稅後淨利 (NT\$百萬)	4,255	5,149	6,790	5,087	6,131
每股盈餘 (NT\$)	15.51	18.77	24.75	18.54	22.34
每股現金股利 (NT\$)	11.00	12.00	17.00	13.50	16.00
每股盈餘成長率 (%)	(1.0)	21.0	31.9	(25.1)	20.5
本益比 (x)	31.3	25.9	19.6	26.2	21.7
股價淨值比 (x)	6.9	6.3	5.3	5.0	4.6
EV/EBITDA (x)	21.1	19.0	15.2	17.5	14.8
淨負債比率 (%)	Net cash	3.4	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.3	2.5	3.5	2.8	3.3
股東權益報酬率 (%)	22.8	25.5	29.3	19.6	22.1

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：1Q23 財報及 2Q23 財測修正暨市場預估

百萬元	1Q23							2Q23F						
	實際數	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	6,498	6,946	(6.5)	(14.8)	(36.2)	8,734	(25.6)	8,311	8,755	(5.1)	27.9	(25.9)	9,840	(15.5)
毛利	1,843	1,896	(2.8)	(12.2)	(32.3)	2,400	(23.2)	2,369	2,434	(2.7)	28.5	(24.5)	2,768	(14.4)
營業利益	1,128	1,209	(6.7)	(4.2)	(43.7)	1,605	(29.7)	1,562	1,707	(8.5)	38.5	(32.5)	1,918	(18.5)
稅前淨利	1,088	1,184	(8.1)	6.2	(50.5)	1,617	(32.7)	1,538	1,683	(8.6)	41.3	(40.6)	1,949	(21.1)
稅後淨利	827	953	(13.3)	4.4	(53.8)	1,282	(35.5)	1,218	1,333	(8.6)	47.3	(40.2)	1,554	(21.6)
每股盈餘 (元)	3.01	3.47	(13.3)	4.4	(53.8)	4.67	(35.5)	4.44	4.86	(8.6)	47.3	(40.2)	5.66	(21.6)
毛利率 (%)	28.4	27.3	1.1 ppts	0.9 ppts	1.6 ppts	27.5	0.9 ppts	28.5	27.8	0.7 ppts	0.1 ppts	0.5 ppts	28.1	0.4 ppts
營業利益率 (%)	17.4	17.4	(0.0) ppts	1.9 ppts	(2.3) ppts	18.4	(1.0) ppts	18.8	19.5	(0.7) ppts	1.4 ppts	(1.8) ppts	19.5	(0.7) ppts
淨利率 (%)	12.7	13.7	(1.0) ppts	2.3 ppts	(4.9) ppts	14.7	(2.0) ppts	14.7	15.2	(0.6) ppts	1.9 ppts	(3.5) ppts	15.8	(1.1) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：3Q23 及 4Q23 財測修正暨市場預估

百萬元	3Q23F							4Q23F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	9,219	9,479	(2.7)	10.9	(13.9)	10,084	(8.6)	10,893	10,998	(1.0)	18.2	42.8	8,962	21.5
毛利	2,646	2,683	(1.4)	11.7	(14.8)	2,847	(7.1)	3,137	3,091	1.5	18.6	49.5	2,486	26.2
營業利益	1,749	1,917	(8.8)	11.9	(21.9)	1,947	(10.2)	2,130	2,194	(2.9)	21.8	80.9	1,722	23.6
稅前淨利	1,724	1,892	(8.9)	12.1	(36.8)	1,959	(12.0)	2,100	2,169	(3.2)	21.8	105.0	1,744	20.4
稅後淨利	1,362	1,495	(8.9)	11.8	(37.2)	1,558	(12.6)	1,680	1,735	(3.2)	23.3	112.1	1,410	19.2
每股盈餘 (元)	4.96	5.45	(8.9)	11.8	(37.2)	5.68	(12.6)	6.12	6.32	(3.2)	23.3	112.1	5.14	19.2
毛利率 (%)	28.7	28.3	0.4 ppts	0.2 ppts	(0.3) ppts	28.2	0.5 ppts	28.8	28.1	0.7 ppts	0.1 ppts	1.3 ppts	27.7	1.1 ppts
營業利益率 (%)	19.0	20.2	(1.3) ppts	0.2 ppts	(1.9) ppts	19.3	(0.3) ppts	19.6	20.0	(0.4) ppts	0.6 ppts	4.1 ppts	19.2	0.3 ppts
淨利率 (%)	14.8	15.8	(1.0) ppts	0.1 ppts	(5.5) ppts	15.4	(0.7) ppts	15.4	15.8	(0.3) ppts	0.6 ppts	5.0 ppts	15.7	(0.3) ppts

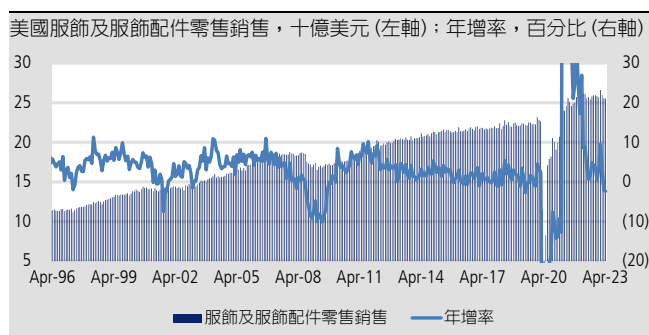
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：2023-24 年財測修正暨市場預估

百萬元	2023F						2024F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	34,920	36,179	(3.5)	(12.1)	36,662	(4.7)	39,384	40,338	(2.4)	12.8	43,418	(9.3)
毛利	9,994	10,103	(1.1)	(9.7)	10,178	(1.8)	11,371	11,388	(0.1)	13.8	12,269	(7.3)
營業利益	6,569	7,027	(6.5)	(15.1)	6,840	(4.0)	7,774	8,166	(4.8)	18.3	8,751	(11.2)
稅前獲利	6,450	6,927	(6.9)	(24.5)	6,906	(6.6)	7,692	8,084	(4.9)	19.2	8,818	(12.8)
稅後淨利	5,087	5,515	(7.8)	(25.1)	5,490	(7.3)	6,131	6,443	(4.8)	20.5	7,012	(12.6)
每股盈餘 (元)	18.54	20.10	(7.8)	(25.1)	20.01	(7.3)	22.34	23.48	(4.8)	20.5	25.56	(12.6)
毛利率 (%)	28.6	27.9	0.7 ppts	0.8 ppts	27.8	0.9 ppts	28.9	28.2	0.6 ppts	0.3 ppts	28.3	0.6 ppts
營業率 (%)	18.8	19.4	(0.6)ppts	(0.7)ppts	18.7	0.2 ppts	19.7	20.2	(0.5)ppts	0.9 ppts	20.2	(0.4)ppts
淨利率 (%)	14.6	15.2	(0.7)ppts	(2.5)ppts	15.0	(0.4)ppts	15.6	16.0	(0.4)ppts	1.0 ppts	16.2	(0.6)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 4：美國服飾及服飾配件零售銷售衰退中



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：儒鴻本益比評價接近平均水準



資料來源：TEJ；凱基

圖 6：同業比較

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	每股盈餘 (當地貨幣)			本益比 (倍)		股東權益報酬率 (%)			營業利率 (%)			股價表現 (%)			
				2022F	2023F	2024F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	3M	6M	12M	YTD
耐吉	NKE US	179,797	116.98	3.83	3.37	4.04	34.7	28.9	40.1	27.5	27.3	14.3	12.1	13.9	(6.3)	11.0	7.0	(0.0)
阿迪達斯	ADS GR	32,218	165.62	1.33	(2.46)	4.08	N.M.	40.6	6.2	(7.3)	15.2	3.0	(1.6)	5.2	15.2	28.1	(4.9)	29.9
彪馬	PUM GR	8,007	49.12	2.41	2.47	3.29	19.9	15.0	15.6	14.3	17.2	7.7	7.1	8.2	(20.1)	(4.2)	(21.4)	(13.4)
安德瑪	UAA US	3,163	7.42	0.55	0.52	0.64	14.3	11.7	15.9	11.6	13.4	4.8	5.5	6.4	(29.4)	(22.1)	(29.5)	(27.0)
露露檸檬	LULU US	47,391	372.22	6.70	11.26	13.47	33.1	27.6	21.4	27.9	25.5	16.4	21.7	22.8	16.2	7.0	36.6	16.2
蓋璞	GPS US	2,862	7.78	-0.54	1.04	1.40	7.5	5.6	(7.3)	13.5	17.5	(0.4)	4.0	4.9	(43.4)	(43.1)	(32.6)	(31.0)
VF公司	VFC US	8,037	20.68	2.08	2.20	2.61	9.4	7.9	22.6	25.0	27.2	14.1	10.1	10.8	(23.4)	(37.5)	(55.0)	(25.1)
思凱捷	SKX US	8,329	53.83	2.28	3.16	3.89	17.0	13.8	9.7	12.3	13.5	7.4	8.9	10.1	20.4	35.1	45.3	28.3
Mizuno	8022 JP	704	3,650.00	269.09	328.40	339.10	11.1	10.8	6.5	7.1	7.4	6.6	6.2	6.1	23.9	31.9	59.9	29.8
亞瑟士	7936 JP	5,650	4,100.00	116.15	134.41	159.80	30.5	25.7	13.7	14.6	16.0	7.1	7.8	8.3	25.2	31.8	78.2	40.7
迅銷	9983 JP	77,049	33,360.00	825.38	786.08	899.02	42.4	37.1	21.0	15.0	15.5	12.9	13.4	14.0	20.7	21.5	66.7	24.3
李寧	2331 HK	16,264	48.30	2.04	2.51	3.03	19.2	16.0	18.9	18.9	18.7	21.1	21.4	21.7	(32.5)	(16.5)	(20.4)	(28.7)
安踏體育	2020 HK	31,643	87.45	3.12	3.92	4.66	22.3	18.8	23.5	25.3	25.8	20.5	21.4	21.8	(16.4)	(1.5)	(1.7)	(14.5)
特步國際	1368 HK	2,944	8.74	0.52	0.66	0.82	13.2	10.7	13.6	15.6	17.8	13.7	14.0	14.3	(6.0)	(4.5)	(19.1)	0.6
國際品牌同業平均							21.1	19.3	15.8	15.8	18.4	10.7	10.9	12.0	(4.0)	2.6	7.8	2.1
申洲國際	2313 HK	12,395	64.55	3.43	4.37	5.15	14.8	12.5	15.6	18.6	20.8	18.7	21.4	22.3	(28.2)	(4.1)	(42.2)	(26.5)
豐泰	9910 TT	5,632	196.50	10.33	7.52	9.13	26.1	21.5	47.0	31.4	36.4	11.8	10.8	11.6	8.3	7.4	8.3	(4.8)
儒鴻	1476 TT	4,330	485.50	24.75	18.54	22.34	26.2	21.7	29.3	19.6	22.1	19.5	18.8	19.7	(0.5)	10.7	(1.9)	(2.0)
聚陽	1477 TT	1,785	227.00	14.53	12.97	13.60	17.5	16.7	24.2	20.1	20.4	13.8	12.8	12.7	5.3	0.9	32.7	(2.6)
寶成	9904 TT	3,051	31.85	5.54	4.21	5.17	7.6	6.2	10.0	8.7	9.9	3.9	4.6	4.5	(7.1)	(1.5)	6.5	(6.9)
台灣百和	9938 TT	532	54.90	5.80	4.26	5.60	12.9	9.8	N.A.	8.5	11.2	N.A.	15.4	17.2	(9.6)	2.6	(17.8)	(3.3)
廣越	4438 TT	393	117.00	11.71	13.96	15.43	8.4	7.6	17.1	19.3	20.0	9.3	9.7	9.9	(2.1)	(2.9)	7.3	(2.5)
鈺齊-KY	9802 TT	732	118.00	19.06	13.90	16.01	8.5	7.4	34.7	21.5	21.4	15.7	14.4	15.0	(11.9)	(21.1)	(22.6)	(22.4)
供應鏈同業平均							15.2	12.9	25.4	18.5	20.3	13.2	13.5	14.1	(3.8)	0.5	(1.4)	(6.4)

資料來源：Bloomberg;

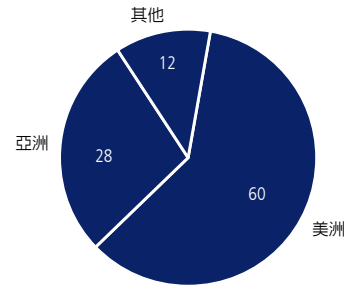
圖 7: 公司概況

儒鴻為一垂直整合服飾生產商，從事織布、染整、定型及成衣製造，專精產品包括成衣與功能性彈性圓編針織布料，2020 年營收佔比分別為 70% 及 30%。公司主要客戶有 Nike (美)、Lululemon (加)、UA (美) 等品牌商，以及 Costco (美)、Target (美) 等通路商，品牌商與通路商營收貢獻分別為 65-70% 與 30-35%。銷售區域方面，美洲佔總營收 60%、亞洲 28%、其他地區 12%；而在產能規模方面，目前針織布每月產能約 1,500 萬碼，成衣每月產能約 1,200 萬件。

資料來源：凱基

圖 8: 美洲貢獻大宗營收

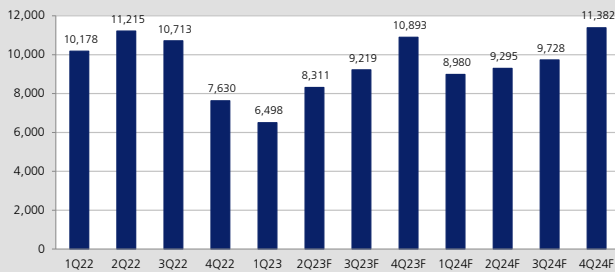
區域別營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 季營業收入

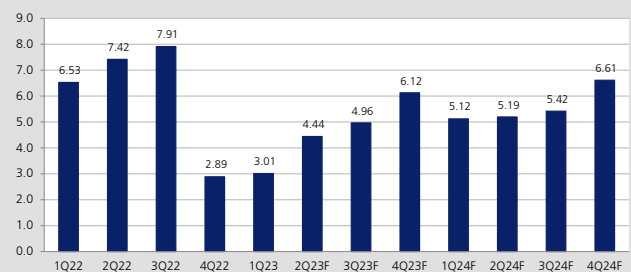
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利

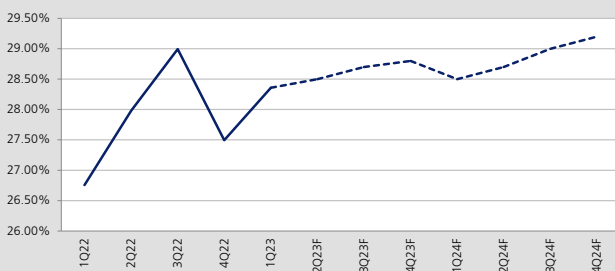
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率

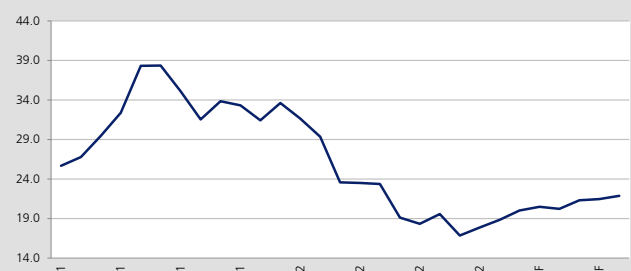
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 本益比

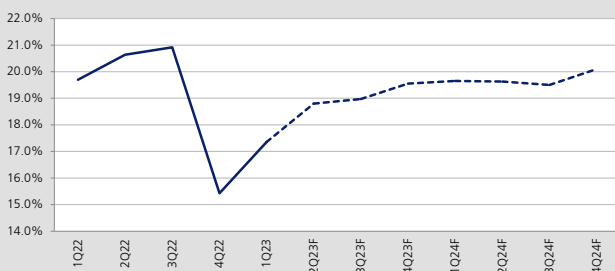
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 13: 營業利潤率

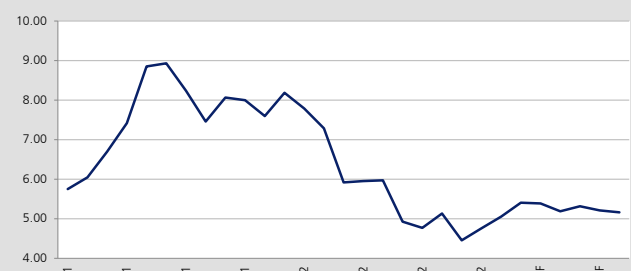
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 14: 股價淨值比

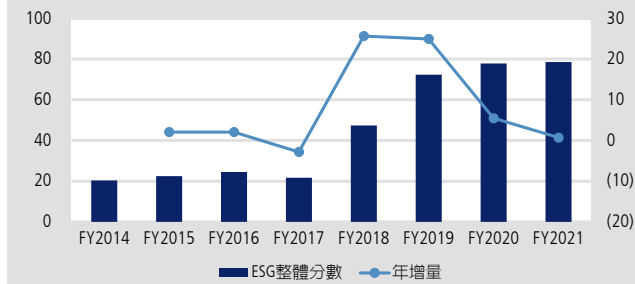
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 15：ESG 整體分數

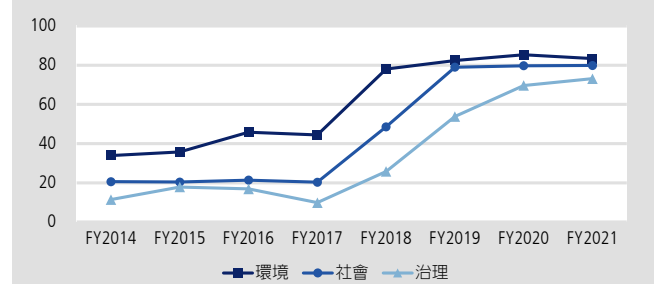
ESG 整體分數，分（左軸）；年增量，分（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 16：ESG 各項分數

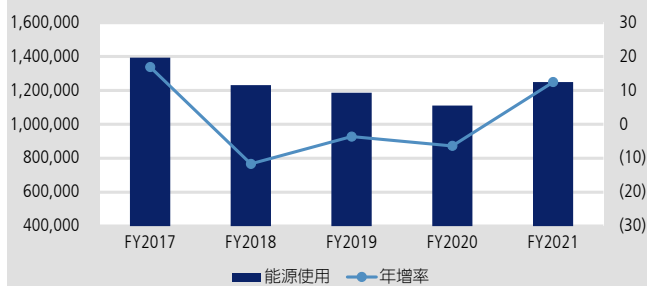
ESG 分數，分



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 17：能源使用

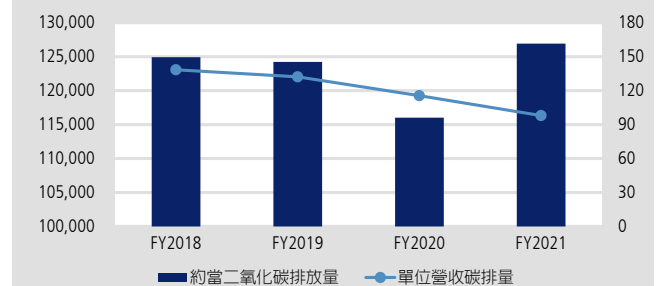
能源使用，十億焦耳（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 18：碳排量

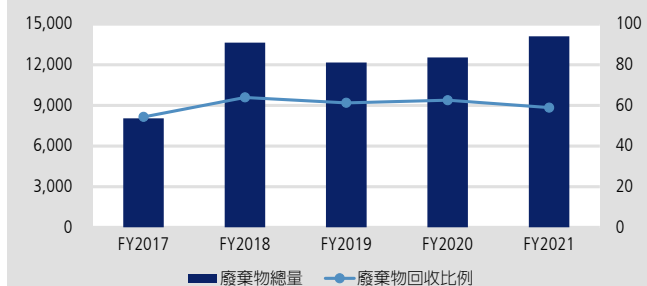
約當二氧化碳排放量，噸（左軸）；單位營收碳排量，噸/百萬美元（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 19：廢棄物總量

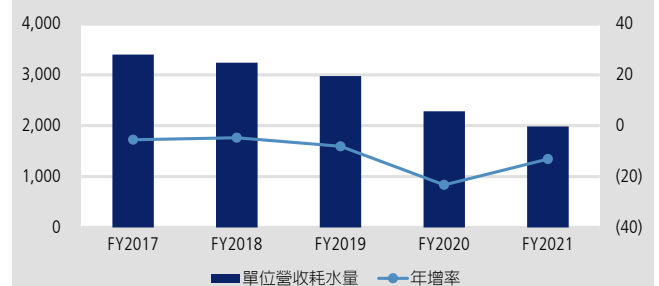
廢棄物總量，噸（左軸）；廢棄物回收比例，百分比（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 20：耗水量

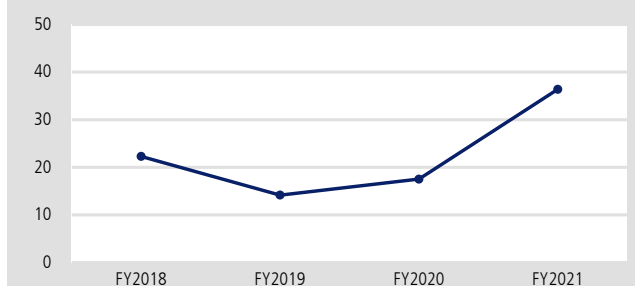
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 21：員工教育訓練

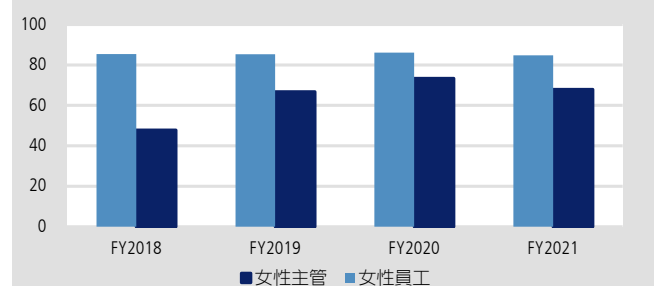
員工教育訓練時間，每位員工每年教育訓練小時數



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 22：性別多樣性

女性主管及女性員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源消耗	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
約當二氧化碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
單位營收碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收比例	公司呈報的廢棄物回收比例 - 廢棄物回收比例 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
耗水量	耗水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) *100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) /2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性主管	女性主管百分比 - 女性主管占公司主管的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性主管之百分比 - 女性主管百分比 = 女性主管人數/主管總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	6,498	8,311	9,219	10,893	8,980	9,295	9,728	11,382	39,736	34,920	39,384
營業成本	(4,655)	(5,942)	(6,573)	(7,756)	(6,420)	(6,627)	(6,907)	(8,058)	(28,671)	(24,926)	(28,013)
營業毛利	1,843	2,369	2,646	3,137	2,559	2,668	2,821	3,324	11,065	9,994	11,371
營業費用	(715)	(806)	(897)	(1,008)	(795)	(843)	(924)	(1,036)	(3,328)	(3,425)	(3,598)
營業利益	1,128	1,562	1,749	2,130	1,764	1,825	1,897	2,288	7,737	6,569	7,774
折舊	(216)	(212)	(212)	(207)	(245)	(245)	(245)	(245)	(775)	(846)	(979)
攤提	(5)	(2)	(2)	0	(2)	(2)	(2)	(2)	(20)	(10)	(10)
EBITDA	1,349	1,776	1,963	2,336	2,012	2,072	2,144	2,535	8,531	7,425	8,763
利息收入	25	-	-	(25)	-	-	-	-	-	-	-
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	5	5	4	4	3	3	3	3	60	18	12
總營業外收入	30	5	4	(21)	3	3	3	3	60	18	12
利息費用	(39)	(18)	(18)	4	(18)	(18)	(18)	(18)	(68)	(71)	(70)
投資損失	-	(2)	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	-	(5)	(4)
其他營業外費用	(31)	(10)	(10)	(10)	(5)	(5)	(5)	(5)	812	(61)	(20)
總營業外費用	(70)	(30)	(29)	(8)	(24)	(24)	(24)	(24)	744	(136)	(94)
稅前純益	1,088	1,538	1,724	2,100	1,744	1,804	1,876	2,267	8,540	6,450	7,692
所得稅費用[利益]	(261)	(320)	(362)	(420)	(338)	(379)	(390)	(453)	(1,750)	(1,363)	(1,561)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	827	1,218	1,362	1,680	1,406	1,425	1,486	1,814	6,790	5,087	6,131
非常項目	(0)	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	827	1,218	1,362	1,680	1,406	1,425	1,486	1,814	6,790	5,087	6,131
每股盈餘 (NT\$)	3.01	4.44	4.96	6.12	5.12	5.19	5.42	6.61	24.75	18.54	22.34
獲利率 (%)											
營業毛利率	28.4	28.5	28.7	28.8	28.5	28.7	29.0	29.2	27.8	28.6	28.9
營業利益率	17.4	18.8	19.0	19.6	19.7	19.6	19.5	20.1	19.5	18.8	19.7
EBITDA Margin	20.8	21.4	21.3	21.5	22.4	22.3	22.0	22.3	21.5	21.3	22.3
稅前純益率	16.7	18.5	18.7	19.3	19.4	19.4	19.3	19.9	21.5	18.5	19.5
稅後純益率	12.7	14.7	14.8	15.4	15.7	15.3	15.3	15.9	17.1	14.6	15.6
季成長率 (%)											
營業收入	(14.8)	27.9	10.9	18.2	(17.6)	3.5	4.7	17.0			
營業毛利	(12.2)	28.5	11.7	18.6	(18.4)	4.2	5.8	17.8			
營業收益增長	(4.2)	38.5	11.9	21.8	(17.1)	3.4	4.0	20.6			
EBITDA	(4.2)	31.7	10.5	19.0	(13.9)	3.0	3.5	18.2			
稅前純益	6.2	41.3	12.1	21.8	(17.0)	3.4	4.0	20.8			
稅後純益	4.4	47.3	11.8	23.3	(16.3)	1.4	4.3	22.1			
年成長率 (%)											
營業收入	(36.2)	(25.9)	(13.9)	42.8	38.2	11.8	5.5	4.5	10.6	(12.1)	12.8
營業毛利	(32.3)	(24.5)	(14.8)	49.5	38.9	12.6	6.6	5.9	16.6	(9.7)	13.8
營業收益	(43.7)	(32.5)	(21.9)	80.9	56.4	16.8	8.5	7.4	20.9	(15.1)	18.3
EBITDA	(38.1)	(29.1)	(19.5)	66.0	49.1	16.6	9.2	8.5	21.3	(13.0)	18.0
稅前純益	(50.5)	(40.6)	(36.8)	105.0	60.3	17.3	8.8	8.0	33.7	(24.5)	19.2
稅後純益	(53.8)	(40.2)	(37.2)	112.1	70.0	17.0	9.1	8.0	31.9	(25.1)	20.5

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	26,446	29,279	33,364	33,660	36,337
流動資產	14,858	15,823	18,355	16,974	18,427
現金及短期投資	4,024	1,760	6,022	5,706	6,257
存貨	5,202	8,276	4,625	4,021	4,507
應收帳款及票據	5,118	4,877	3,800	3,339	3,756
其他流動資產	514	910	3,908	3,908	3,908
非流動資產	11,589	13,456	15,008	16,685	17,910
長期投資	2	-	-	3	7
固定資產	10,384	12,065	13,627	15,301	16,522
什項資產	1,203	1,391	1,381	1,381	1,381
負債總額	7,278	8,129	8,222	6,925	7,683
流動負債	6,628	7,027	7,577	6,170	7,101
應付帳款及票據	2,769	2,588	1,686	1,466	1,642
短期借款	1,343	1,443	1,983	1,966	2,003
什項負債	2,516	2,996	3,909	2,739	3,456
長期負債	651	1,103	644	755	582
長期借款	580	1,037	563	674	501
其他負債及準備	9	3	14	14	14
股東權益總額	19,168	21,149	25,142	26,735	28,654
普通股股本	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744
保留盈餘	9,672	11,162	-	1,593	3,512
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	0.2%	27.5%	10.6%	(12.1%)	12.8%
營業收益增長	0.5%	16.4%	20.9%	(15.1%)	18.3%
EBITDA	(1.8%)	13.4%	21.3%	(13.0%)	18.0%
稅後純益	(1.0%)	21.0%	31.9%	(25.1%)	20.5%
每股盈餘成長率	(1.0%)	21.0%	31.9%	(25.1%)	20.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	28.7%	26.4%	27.8%	28.6%	28.9%
營業利益率	19.5%	17.8%	19.5%	18.8%	19.7%
EBITDA Margin	22.0%	19.6%	21.5%	21.3%	22.3%
稅後純益率	15.1%	14.3%	17.1%	14.6%	15.6%
平均資產報酬率	17.1%	18.5%	21.7%	15.2%	17.5%
股東權益報酬率	22.8%	25.5%	29.3%	19.6%	22.1%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	10.0%	11.7%	10.1%	9.9%	8.7%
淨負債比率	Net cash	3.4%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	158.0	279.9	125.8	92.3	110.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	114.9	121.3	180.0	96.2	91.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	2.8	1.9	6.0	3.3	3.1
流動比率 (x)	2.2	2.3	2.4	2.8	2.6
速動比率 (x)	1.5	1.1	1.8	2.1	2.0
淨負債 (NT\$百萬)	(2,101)	720	(3,476)	(3,066)	(3,753)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	15.51	18.77	24.75	18.54	22.34
每股現金盈餘 (NT\$)	14.21	10.12	44.90	24.76	23.32
每股淨值 (NT\$)	69.86	77.08	91.64	97.44	104.44
調整後每股淨值 (NT\$)	69.86	77.08	91.64	97.44	104.44
每股營收 (NT\$)	102.69	130.91	144.83	127.28	143.55
EBITDA/Share (NT\$)	22.59	25.63	31.09	27.06	31.94
每股現金股利 (NT\$)	11.00	12.00	17.00	13.50	16.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.13	1.29	1.27	1.04	1.13
應收帳款周轉天數	66.5	49.6	34.9	34.9	34.9
存貨周轉天數	94.7	114.3	58.9	58.9	58.9
應付帳款周轉天數	50.4	35.7	21.5	21.5	21.5
現金轉換周轉天數	110.8	128.1	72.3	72.3	72.3

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	28,175	35,917	39,736	34,920	39,384
營業成本	(20,097)	(26,426)	(28,671)	(24,926)	(28,013)
營業毛利	8,079	9,491	11,065	9,994	11,371
營業費用	(2,582)	(3,093)	(3,328)	(3,425)	(3,598)
營業利益	5,497	6,398	7,737	6,569	7,774
總營業外收入	39	31	60	18	12
利息收入	30	21	-	-	-
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	9	9	60	18	12
總營業外費用	(212)	(43)	744	(136)	(94)
利息費用	(34)	(23)	(68)	(71)	(70)
投資損失	(7)	(2)	-	(5)	(4)
其他營業外費用	(172)	(18)	812	(61)	(20)
稅前純益	5,324	6,386	8,540	6,450	7,692
所得稅費用[利益]	(1,069)	(1,237)	(1,750)	(1,363)	(1,561)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	(0)	(0)	(0)	-	-
稅後淨利	4,255	5,149	6,790	5,087	6,131
EBITDA	6,199	7,031	8,531	7,425	8,763
每股盈餘 (NT\$)	15.51	18.77	24.75	18.54	22.34

現金流量

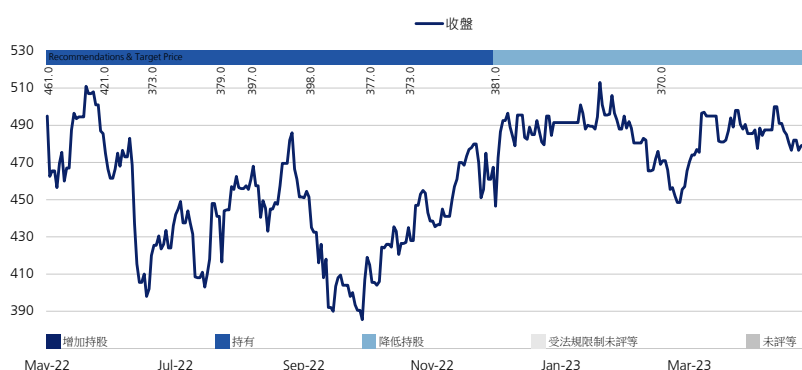
NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	3,898	2,778	12,318	6,792	6,399
本期純益	4,255	5,149	6,790	5,087	6,131
折舊及攤提	703	632	794	856	989
本期運用資金變動	(2,005)	(3,020)	3,828	844	(725)
其他營業資產及負債變動	946	16	905	5	4
投資活動之現金流量	(1,579)	(2,498)	(4,807)	(2,538)	(2,218)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	(8)	(8)
資本支出淨額	(1,574)	(2,490)	(1,796)	(2,520)	(2,200)
其他資產變動	(5)	(8)	(3,011)	(10)	(10)
自由現金流	1,495	260	8,958	4,351	4,250
融資活動之現金流量	(2,703)	(2,489)	(3,254)	(4,570)	(3,630)
短期借款變動	(230)	4	431	-	-
長期借款變動	580	554	(366)	94	(136)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(3,018)	(3,018)	(3,292)	(4,664)	(3,494)
其他融資現金流	(35)	(28)	(27)	-	-
匯率影響數	(36)	(54)	5	-	-
本期產生現金流量	(420)	(2,264)	4,262	(316)	551

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	9.2%	8.6%	8.4%	9.8%	9.1%
- 銷管費用/營業收入	-	-	-	-	-
= 營業利益率	19.5%	17.8%	19.5%	18.8%	19.7%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.7	1.7	1.8	1.5	1.6
營業利益率	19.5%	17.8%	19.5%	18.8%	19.7%
x 資本周轉率	1.7	1.7	1.8	1.5	1.6
x (1 - 有效現金稅率)	79.9%	80.6%	79.5%	78.9%	79.7%
= 稅後 ROIC	26.0%	23.8%	28.5%	21.9%	24.9%

資料來源：公司資料，凱基

儒鴻 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-03-09	降低持股	370	469
2022-12-19	降低持股	381	468
2022-11-08	持有	373	435
2022-10-20	持有	377	415
2022-09-21	持有	398	452
2022-08-24	持有	397	461
2022-08-09	持有	379	441
2022-07-07	持有	373	420
2022-06-14	持有	421	486
2022-05-10	持有	461	466

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。