

1476.TT 儒鴻

1Q23 營運有望落底，
惟 2H23 成長幅度恐受限

公司簡介

儒鴻生產各式彈性布料及機能服飾，擁有垂直整合生產供應鏈。2022 年公司主要客戶營收占比 NIKE (NKE US) 16%、Under Armour (UA US) 8%、Lululemon (LULU US) 8%~9%、Target (TGT US) 5%；通路客戶營收占比約 30%~35%，品牌商則約 65%~70%。

投資評等/區間價位

重點摘要

區間操作 450~560

【大盤指數/股價】16102 / 485.5

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	274
市值(百萬元)	133,205
3M 平均日成交值(百萬元)	339
外資持股率(%)	41.04
投信持股率(%)	1.57
董監持股率(%)	16.19

環境、社會與治理(ESG)



1Q23 雖營運規模持續下滑，不過毛利率優於預期

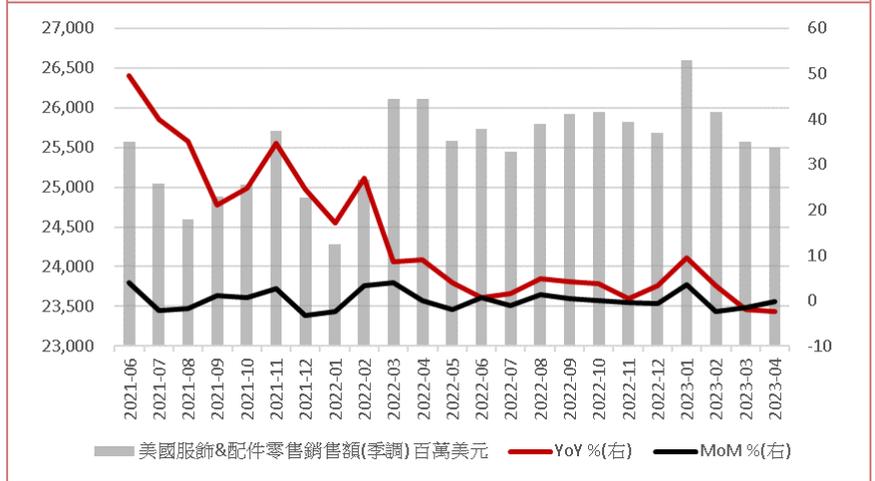
受到終端需求疲弱，品牌及零售商處於庫存調節階段，以至於儒鴻 1Q23 營收 64.98 億元，QoQ-14.8%、YoY-36.2%，其中針織產品收入 23.79 億元，QoQ-14.3%、YoY-37.4%，成衣產品收入 41.18 億元，QoQ-15.1%、YoY-35.4%；不過獲利方面，受惠：1) ASP 提高，其中成衣產品 ASP 年增約高個位數(若美元計價為持平)，針織產品 ASP 年增雙位數(若以美元計價為雙位數)；2)匯率，單季新台幣年貶值約 8%、3)運費下降，減低運送成本、4)去年同期外包基期較高，2023 年外包減少，加上布料內轉使用比率年增 10ppts，帶動自製率提高，推升 1Q23 毛利率來到 28.36%，QoQ+0.86ppts、YoY+1.60ppts，然受到營業規模下滑，單季費用率 11.0%，QoQ-1.07ppts、YoY+3.94ppts，營業利益 11.28 億元，QoQ-4.2%、YoY-43.7%，稅後淨利 8.27 億元，QoQ+4.4%、YoY-53.8%，EPS 3.01 元。

終端庫存去化開始出現成效，預期 2Q23 末將告一段落

觀察各品牌廠包括 Nike (NKE US)、Lululemon (LULU US)、Puma(PUM GR)存貨自 2022 年底至 2023 年初起開始從高點下滑，同時，零售商 Target(TGT US) 1Q23 財報亦顯示，單季存貨年減 16%，毛利率則因運費下降及折扣促銷活動減少而上升，投研部認為這隱含庫存去化出現成效，然考量短期內整體市場仍受到黏性通膨、高利率影響，消費者對於服飾需求降低，其中 4 月美國服飾與配件零售銷售額已連續兩個月出現年減，因此我們下調儒鴻 2Q23 營收預估數從 80.90 億元調整至 79.63 億元，QoQ+22.5%、YoY-29.0%，毛利率方面則有望延續 1Q23 態勢，加上營運規模逐步放大，在美元不會出現太大變動的假設下，預估毛利率 28.41%，QoQ+0.05ppts、YoY+0.43ppts，營業利益 14.60 億元，QoQ+29.5%、YoY-36.9%，稅後淨利 11.16 億元，QoQ+35.0%、YoY-45.2%，EPS 4.07 元。

圖 1：美國服飾&配件零售銷售額(季調)走勢

單位：百萬美元/%



資料來源：Wind、國票投顧

預期 2H23 營運逐步轉佳，惟成長幅度恐受限

展望 2H23，我們預期在庫存去化告一段落時，品牌商將重啟拉貨動能，帶動儒鴻營運於下半年恢復成長，尤其 4Q22 正值訂單修正期、基期偏低，在整體需求回溫，以及印尼成衣廠新產能幫助下，將使儒鴻 4Q23 恢復正成長，惟品牌商面臨經濟成長不確定性，以及正值營運好轉初期，投研部推論品牌商維持保守態度機率仍大，恐使得完全復甦時間延至 2024 年。

綜合以上，投研部調整 2023 年營收從 339.6 億元至 318.85 億元，YoY-19.8%，獲利方面，預期訂單回溫、整體稼動率回到 8 成以上(1Q23 成衣越南廠、金邊廠稼動率約 7~8 成，針織越南廠約 7 成、台灣廠約 8 成)，將推升全年毛利率，加上 1Q23 毛利率狀況優於預期，故我們上調毛利率至 28.53%，YoY+0.68ppts，而不考慮匯兌影響下，稅後淨利 45.02 億元，YoY-32.6%，EPS 16.67 元。

與此同時，考量成衣為鋼性需求，且儒鴻坐擁能持續開發功能性布料及聚焦利基型產品的優勢，投研部研判待景氣回復，儒鴻訂單回彈速度將優於同業，因此預估 2024 年營收 367.68 億元，YoY+15.9%，EPS 為 20.37 元，YoY+22.2%。

考量短期營運成長受限，維持「區間操作」區間價位 450~560 元

評價方面，雖整體營運仍受限終端需求不振，導致 2023 年營收獲利面臨雙位數衰退，但由於近期市場期望儒鴻可於 1Q23 營運落底，並於品牌客戶庫存去化後，營收獲利逐季回溫，進而使短線儒鴻 PER 有所支撐，以最新預估之 2023 年/2024 年 EPS 計算，5/18 收盤時 PER 約為 29x/24x，大致落於 10 年歷史區間中緣(PER 17x~40x)，並無明顯低估，投研部參考公司於 2017 年營收獲利出現雙位數年減，並於 2018 年營運出現回彈時，市場給予 22x~33x PER，因此在 1H23 營運低迷、2H23 回溫幅度仍存有疑慮，而 2024 年尚未定調下，投研部以上述區間中緣進行評價，區間價位 450~560 元(2023F *22x~27x PER)，並維持「區間操作」評等。

表 1：營收獲利預估調整表

	最新預估		前次預估		差異	
	FY22 (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY22 (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY22 (%)	FY23F (%)
營業收入	39,736	31,885	41,322	33,960	-3.84	-6.11
營業毛利	11,065	9,097	11,593	9,443	-4.55	-3.67
稅後淨利	7,398	4,502	8,346	4,907	-11.36	-8.26
EPS(元)	24.75	16.67	27.23	17.98	--	--
重要比率(%)					(ppts)	(ppts)
營業毛利率	27.85	28.53	28.06	27.81	-0.21	0.72
營業利益率	19.47	18.45	20.10	18.08	-0.63	0.37
稅後淨利率	18.62	14.12	20.20	14.45	-1.58	-0.33

資料來源：國票投顧

儒鴻未來 12 個月 P/E 區間



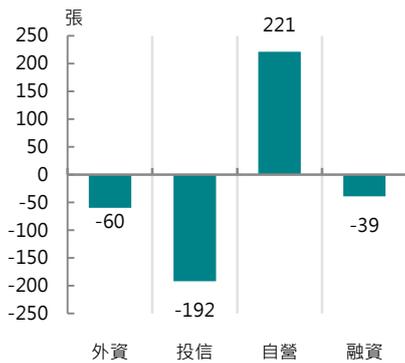
資料來源：國票投顧

儒鴻未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
毅遠投資(股)	9.40
磐丹(股)	5.10
陳靜芳	3.48
洪鎮海	3.29
王鄭金枝	3.16
王豐真	3.00
蔡賢欽	2.83
富邦人壽保險(股)蔡明興	2.26
南山人壽保險(股)陳棠	2.02
國泰人壽保險(股)黃調貴	1.97

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
洪鎮海	董事長	3.29
王豐真	董事	3
葉守焯	董事	0.19
陳坤鏞	董事/總經理	0.16
羅仁傑	董事/副總經理/財會主管	0.13
王樹文	副董事長/副總經理	0.01
尤政平	獨立董事	0
汪雅康	獨立董事	0
劉乃銘	獨立董事	0
賴秋君	獨立董事	0

資料來源：TEJ

1476 儒鴻 永續發展概況

CMoney ESG Rating

更新評鑑年季：2023Q2

落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
7	5	9	https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=98&filePath=/home/html/nas/p.../1476-110.pdf

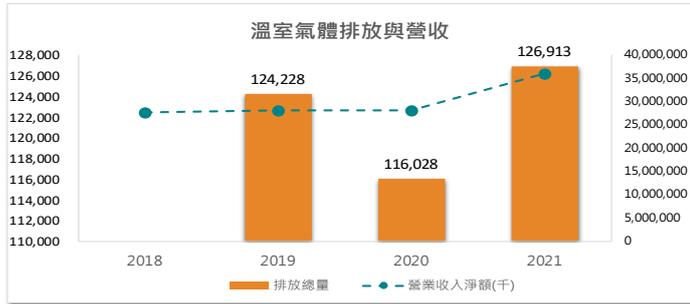
產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
紡織纖維	53	2	否	http://www.eclat.com.tw/zh-tw/social_environmental.ph

資料來源：CMoney
說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2021年溫室氣體排放量增加9.38%·營收增加27.48%

年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	126,913	30,530	96,382
2020	116,028	27,290	88,737
2019	124,228	36,920	87,308
2018	未揭露	-	-

*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據
*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放
*範疇二：組織所購買或取得之電力、用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2021年企業用水量增加12.32%·營收增加27.48%

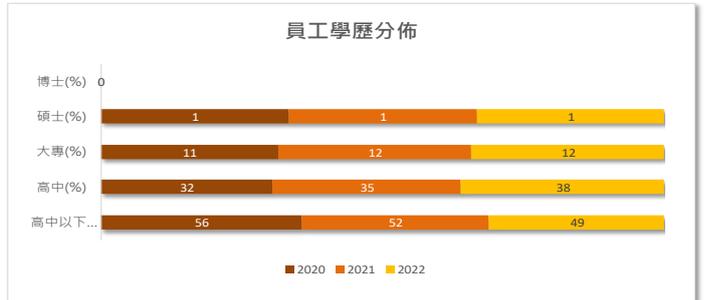
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	2,572,220	188,482	-
2020	2,290,098	243,492	-
2019	2,821,478	307,510	-
2018	未揭露	-	-

*用水總量：依取水來源統計之總使用水量
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)
*排水量：排放的汗水總量

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



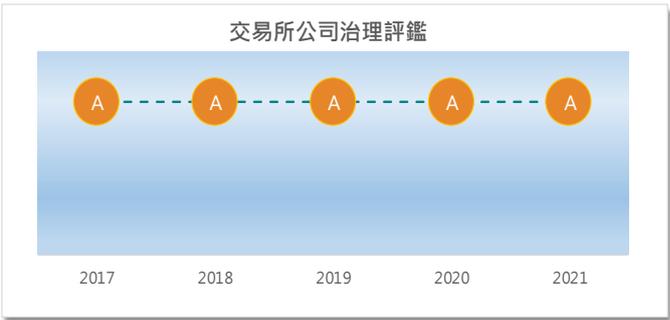
公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2022	6%至20%	A	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	6%至20%	A	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

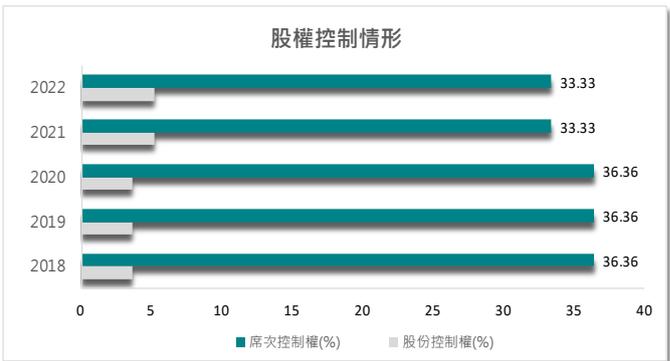


企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會	★	資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	★
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會	★	策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制



企業裁罰資訊

今年以來沒有裁罰資訊

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站。
 企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。
 依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。
 舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY21	FY22	FY23F
營業收入	10,178	11,215	10,713	7,630	6,498	7,963	8,696	8,728	35,917	39,736	31,885
營業毛利	2,723	3,138	3,106	2,098	1,843	2,262	2,489	2,503	9,491	11,065	9,097
營業費用	719	823	866	921	715	802	854	843	3,106	3,328	3,214
營業利益	2,005	2,315	2,241	1,177	1,128	1,460	1,635	1,660	6,398	7,737	5,883
稅前淨利	2,197	2,590	2,729	1,024	1,088	1,422	1,587	1,722	6,385	8,540	5,819
本期淨利(NI)	1,791	2,038	2,170	792	827	1,116	1,264	1,367	5,149	7,398	4,502
淨利歸屬於_母公司業主	1,791	2,038	2,170	792	827	1,116	1,264	1,367	5,149	7,398	4,502
淨利歸屬於_非控制利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
每股盈餘_本期淨利	6.53	7.43	7.91	2.89	3.01	4.07	4.61	4.98	18.77	24.75	16.67
QoQ(%)											
營收淨額	3.3	10.2	-4.5	-28.8	-14.8	22.5	9.2	0.4			
銷貨毛利	12.6	15.2	-1.0	-32.5	-12.2	22.8	10.0	0.6			
營業利益	26.6	15.5	-3.2	-47.5	-4.2	29.5	12.0	1.5			
稅後純益_母公司淨利	37.4	13.8	6.5	-63.5	4.4	35.0	13.3	8.1			
YoY(%)											
營收淨額	23.8	14.6	32.9	-22.6	-36.2	-29.0	-18.8	14.4	27.5	10.6	-19.8
銷貨毛利	15.7	14.9	56.3	-13.3	-32.3	-27.9	-19.9	19.3	17.5	16.6	-17.8
營業利益	21.0	18.1	86.9	-25.7	-43.7	-36.9	-27.0	41.0	16.4	20.9	-24.0
稅後純益_母公司淨利	31.9	33.6	125.3	-39.2	-53.8	-45.2	-41.7	72.6	21.0	31.9	-32.6
各項比率											
營業毛利率	26.76	27.98	29.00	27.50	28.36	28.41	28.62	28.68	26.43	27.85	28.53
營業利益率	19.70	20.64	20.92	15.43	17.36	18.34	18.80	19.02	17.81	19.47	18.45
稅前淨利率	21.59	23.09	25.47	13.42	16.74	17.86	18.25	19.73	17.78	21.49	18.25
稅後淨利率	17.59	18.17	20.26	10.38	12.72	14.01	14.54	15.67	14.33	18.62	14.12

資料來源：TEJ、國票投顧

國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	61

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%·且短期股價動能強勁
買進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股: 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12% 以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股: 預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣·可偏多操作; 股價若偏區間價位上緣·宜保守操作
觀望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未評等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股· 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容·係研究人員就其專業能力之善意分析·負責之研究人員(或者負責參與的研究人員)確認:本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法;研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金控融控股公司之集團成員·國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業(以下簡稱 國票金控集團)從事廣泛金融業務·包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工·可能會投資本報告所涵蓋之標的公司·且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外·國票金控集團於法令許可的範圍內·亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略·然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質·僅供集團內部同仁及特定客戶參考·不保證其完整性及精確性·且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估·係取自本公司相信為可靠之資料來源·且為特定日期所為之判斷·有其時效性·爾後若有變更·本公司將不做預告或主動更新。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。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有·非經本公司同意·禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。