

聚陽 (1477 TT) Makalot

訂單復甦搭配產能擴張，2024 年獲利再創高，毛利率利空提供買點

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$422.0

收盤價 (2024/01/23) : NT\$352.0

隱含漲幅 : 19.9%

營收組成 (2022)

美洲 77%、亞洲 22%、歐洲 1%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	422.0	445.0
2023年營收 (NT\$/十億)	32.5	32.2
2023年EPS	16.2	16.4

交易資料表

市值	NT\$85,150百萬元
外資持股比率	37.0%
董監持股比率	7.3%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$68.55
負債比	37.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	32,083	32,459	36,983	40,696
營業利益	4,432	4,842	5,648	6,340
稅後純益	3,515	3,926	4,335	4,868
EPS (元)	14.53	16.23	17.92	20.12
EPS YoY (%)	32.3	11.7	10.4	12.3
本益比 (倍)	24.2	21.7	19.6	17.5
股價淨值比 (倍)	5.5	5.4	5.1	4.9
ROE (%)	24.2	25.1	26.5	28.1
現金殖利率 (%)	4.1%	4.2%	4.6%	5.1%
現金股利 (元)	14.50	14.61	16.13	18.11

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuantan.com

洪晨翎

CherylHung@yuantan.com

元大觀點

◆ 品牌商整合供應鏈，要求多元生產基地及快速反應的急單生產能力，聚陽新增印尼廠，受惠此趨勢，持續承接品牌商新訂單。

◆ 毛利率不如預期，1Q24 及 2024 年稅後 EPS 各下修 5.2%及 5.2%分別至 4.33 元及 17.92 元。

◆ 聚陽競爭力佳，客戶訂單成長，預估 2024 年 EPS 年增 10.4%，建議買進，目標價 422 元，基於 23.5 倍本益比、2024 年 EPS 評價。

供應鏈整合，印尼新廠產能加入，聚陽營運成長潛力可期

配合日系客戶訂單需求，聚陽印尼第一階段產能於 2023-2024 年陸續投產，月產能 200 萬件，增幅約 11.9%；第二階段產能則於 2024-2025 年完成。印尼廠具成本較低及 RCEP 關稅協議優勢，為聚陽接單利器。

4Q23 毛利率不如預期，2023 年及 2024 年獲利下修

聚陽 4Q23 自結稅前淨利僅 11.26 億元，低於預期 4.2%，推測係毛利率意外滑落至 26.7%，低於預期 2.3ppt 拖累所致。4Q23 營收 81.28 億元，季減 12.3%，年增 10.4%，優於預期 3.1%，不過 4Q23 稅後 EPS 下修 4.1%至 3.52 元，季減 35.7%，年增 9.4%。2023 年稅後 EPS 下修 0.9%至 16.23 元，年增 11.7%。展望 1Q24，美系客戶回補庫存，日系客戶展店持續，聚陽訂單展望佳，出貨量年增雙位數，惟單價推估下跌 3-4%，削弱營收動能，1Q24 營收下修 2.4%至 89.41 億元，季增 10%，年增 14.1%，營益率下修 0.5ppt 至 15.4%，稅後 EPS 下修 5.2%至 4.33 元，季增 23.2%，年增 10.5%。預估 2024 年營收下修 3.2%至 369.83 億元，年增 13.9%，營益率下修 0.3ppt 至 15.3%，稅後 EPS 下修 5.2%至 17.92 元，年增 10.4%。

美系客戶復甦，日系客戶訂單續強，2024 年獲利再創高

儘管聚陽獲利下修，不過考量：1) 4Q23 營收年增 10.4%，稅後 EPS 年增 9.4%，1Q24 營收年增 14.1%，稅後 EPS 年增 10.5%，均延續 YoY 正成長軌道；2) 聚陽 2024 年營收年增 13.9%，稅後 EPS 年增 10.4%，營收及獲利將同創新高；3) 中長期而言，品牌商進行供應鏈整合，訂單集中到主要供應商，並要求多元生產基地及快速反應能力，聚陽競爭力佳，可持續獲取品牌客戶訂單，營運展望佳，可趁財報利空之際，逢低布局，維持買進建議，目標價調降至 422 元 (23.5 PER X 2024 年稅後 EPS)，反映 2024 年獲利下修。

4Q23 自結稅前淨利不如預期，4Q23 及 2023 年稅後 EPS 各下修 4.1%及 0.9%

聚陽公布 4Q23 自結稅前淨利 11.26 億元(原估 11.75 億元)，季減 31.7%，年增 12.6%，低於預期 4.2%。2023 年稅前淨利 50.27 億元，年增 9.6%。聚陽 4Q23 營收 81.28 億元(原估 78.81 億元)，季減 12.3%，年增 10.4%，優於預期 3.1%，出貨順暢，沒有船期遞延的干擾。不過 4Q23 稅前淨利率僅 13.85%(原估 14.91%)，低於預期 1.06ppt，主要乃因 4Q23 毛利率意外滑落，推估降至 26.7%(原估 29%)，低於預期 2.3ppt，新產能及新產品的生產效率未如原先預期順暢，拖累毛利率滑落，不過公司嚴格控管費用，4Q23 營益率約 14.3%(原估 15.5%)，僅低於預期 1.2ppt。業外有約 4,500 萬元匯損干擾。預估 4Q23 稅後 EPS 下修 4.1%至 3.52 元(原估 3.67 元)，季減 35.7%，年增 9.4%。聚陽 2023 年營收 324.59 億元，年增 1.2%，預估稅後 EPS 下修 0.9%至 16.23 元(原估 16.38 元)，年增 11.7%。

圖 1：2023 年第 4 季自結財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23F	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入(A)	7,363	9,272	8,128	-12.3%	10.4%	7,881	8,023	3.1%	1.3%
營業毛利	2,137	2,486	2,170	-12.7%	1.6%	2,286	2,217	-5.1%	-2.1%
營業利益	1,065	1,472	1,162	-21.0%	9.1%	1,222	1,163	-4.9%	-0.1%
稅前利益(A)	1,000	1,648	1,126	-31.7%	12.6%	1,175	1,153	-4.2%	-2.3%
稅後淨利	778	1,323	850	-35.7%	9.4%	888	886	-4.1%	-4.0%
調整後 EPS (元)	3.21	5.47	3.52	-35.7%	9.4%	3.67	3.67	-4.1%	-4.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	29.0%	26.8%	26.7%	-0.1	-2.3	29.0%	27.6%	-2.3	-0.9
營業利益率	14.5%	15.9%	14.3%	-1.6	-0.2	15.5%	14.5%	-1.2	-0.2
稅後純益率	10.6%	14.3%	10.5%	-3.8	-0.1	11.3%	11.0%	-0.8	-0.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1Q24 及 2024 年稅後 EPS 雖各下修 2.4%及 5.2%，但仍再創新高

展望 1Q24，來自美系客戶回補庫存循環延續，訂單復甦，而聚陽在日系客戶供應比重提升，搭配日系客戶展店規劃持續，聚陽來自日系客戶訂單展望佳，出貨量可延續年增幅度達雙位數之動能表現，不過產品代工單價推估將下跌 3-4%，削弱營收動能，且少了遞延出貨的貢獻，1Q24 營收下修 2.4%至 89.41 億元(原估 91.62 億元)，季增 10%，年增 14.1%，毛利率也下修 0.5ppt 至 26.0%(原估 26.5%)，營益率下修 0.5ppt 至 15.4%(原估 15.9%)，營業利益下修 5.5%至 13.77 億元(原估 14.57 億元)，季增 18.5%，年增 13.1%，稅後 EPS 下修 5.2%至 4.33 元(原估 4.57 元)，季增 23.2%，年增 10.5%。儘管聚陽 1Q24 營收及獲利下修，不過營收及獲利 YoY 動能增強，復甦趨勢延續。預估 2024 年營收下修 3.2%至 369.83 億元(原估 382.15 億元)，年增 13.9%，毛利率下修 0.4ppt 至 26.1%(原估 26.5%)，營益率下修 0.4ppt 至 15.3%(原估 15.6%)，營業利益下修 5.5%至 56.48 億元(原估 59.77 億元)，年增 16.6%，稅後 EPS 下修 5.2%至 17.92 元(原估 18.90 元)，年增 10.4%。儘管 2024 年營收及獲利下修，不過聚陽營收及獲利仍將持續再創新高，趨勢依舊正面。

圖 2：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23F	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入(A)	7,834	8,128	8,941	10.0%	14.1%	9,162	8,774	-2.4%	1.9%
營業毛利	1,977	2,170	2,325	7.1%	17.6%	2,428	2,344	-4.2%	-0.8%
營業利益	1,217	1,162	1,377	18.5%	13.1%	1,457	1,415	-5.5%	-2.7%
稅前利益(A)	1,206	1,126	1,373	21.9%	13.9%	1,448	1,412	-5.2%	-2.8%
稅後淨利	953	850	1,048	23.2%	10.5%	1,105	1,102	-5.2%	-4.9%
調整後 EPS (元)	3.92	3.52	4.33	23.2%	10.5%	4.57	4.55	-5.2%	-4.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	25.2%	26.7%	26.0%	-0.7	0.8	26.5%	26.7%	-0.5	-0.7
營業利益率	15.5%	14.3%	15.4%	1.1	-0.1	15.9%	16.1%	-0.5	-0.7
稅後純益率	12.2%	10.5%	11.7%	1.2	-0.5	12.1%	12.6%	-0.4	-0.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

聚陽為成衣製造廠，以 ODM 訂單為主，營收比重以美國最高

聚陽為成衣製造廠，ODM 訂單佔比達 90%，OEM 訂單約 10% (Wal-Mart 訂單為主，量大但 ASP 不高)。其中針織衣佔比 70%，平織衣為 30%，產品線營收分布，近幾年聚陽持續擴大運動機能服飾接單，營收佔比由 2021 年 32%提高至 2022 年 51%，流行成衣佔比由 68%降至 49%。客戶以美系客戶為主，銷售以美國地區為主，不過營收佔比由 2021 年 79%降至 2022 年 73%，乃因 2022 年美國市場庫存調整，訂單減少，而亞洲地區佔比由 20%提高至 23% (以日本市場為主)，另外聚陽也增加歐系品牌客戶訂單，歐洲地區佔比由 1%提升至 4%。

聚陽各客戶營收分佈，Gap 2021 年及 2022 年營收佔比維持在 29%，是最大客戶；Target 佔比由 2021 年 23%降至 2022 年 20%；日系客戶迅銷集團(Fast Retailing)佔比由 17%略增至 18%；Kohl's 佔比由 8%降至 6%；而新客戶 Dicks 佔比為 6%，躍居第 5 大客戶；其他客戶佔比約 21%。聚陽持續開發新客戶，惟營收貢獻度仍低於 1%。2023 年前三大客戶分布推估，Gap 佔比略降至 28%，Fast Retailing 佔比提升至 22%，Target 佔比維持 20%。聚陽目前有越南、印尼、柬埔寨、菲律賓及中國等五個國家生產基地，2022 年總產能約 1620 萬打，越南產能佔比 40.7%最大、其次為印尼佔比 35.6%、柬埔寨佔比 17.9%、中國及菲律賓產能分布各為 3.1%及 2.6%。聚陽 2022 年出貨量 1,620 萬打，年減 3.0%，乃美系客戶訂單下滑拖累所致，抵銷日系客戶訂單復甦之貢獻，產品單價則年增 6.8%，維繫聚陽營收動能。2023 年出貨量增至 1,680 萬打，年增 3.7%，以日系客戶訂單續增貢獻較顯著。

美系客戶回補庫存，日系客戶訂單續強，挹注聚陽 4Q23 至 2024 年營運動能

美國通膨高檔，Fed 升息排擠消費，導致服飾銷售降溫，美系客戶庫存調整期拉長，聚陽 4Q22 至 3Q23 來自美系客戶的訂單陷入衰退，不過美系客戶 4Q23 下單積極度提升，啟動回補庫存的循環，訂單動能回溫，預期 2024 年回補庫存的趨勢將持續。至於日系客戶 Fast Retailing 營運面，2022 年 5 月日本解封，服飾消費回溫，日系客戶營運轉佳，聚陽從 3Q22 開始，來自日系客戶的訂單復甦，4Q22 營收大幅年增 60%，復甦動能延續至 2023 年，1H23 營收也維持在 40%以上年增長動

能。日系客戶規劃進軍美國市場，拓展據點，聚陽來自日系客戶訂單續強，2023 年訂單年增雙位數百分點。展望 2024 年，聚陽在日系客戶供應比重提升，搭配日系客戶展店規劃持續，聚陽來自日系客戶訂單展望佳，可延續雙位數以上的年增長表現。

品牌商重視訂單分佈的區域平衡，日系客戶包下聚陽印尼新廠產能，聚陽中長期成長潛力可期

聚陽 2022 年全年產量降至 1,620 萬打，年減 3.0%，2023 年產能擴充以印尼廠為主，越南廠也小部分擴產，其餘三個廠區則沒有擴產，僅進行機台效率提升，2023 年產能小幅擴張至 1,680 萬打，成長年增 3.7%。聚陽 2023 年產能分佈，越南佔比由 2022 年 40.7%增至 41%，印尼佔比由 35.6%增至 38%，柬埔寨佔比由 17.9%降至 17.0%，中國佔比由 3.1%降至 2%，菲律賓佔比由 2.6%降至 2%。另一方面，品牌客戶更加重視訂單分佈的區域平衡，2021 年太集中在越南產區，受疫情衝擊大，未來越南的下單比重將控管在一定水準，其餘訂單分配到印尼及柬埔寨。因此日系客戶於 2022 年 7 月到聚陽印尼廠訪廠，並包下聚陽印尼新廠第一階段的產能。印尼新廠產能規劃共分兩階段，合計 160 條產線，第一階段 80 條產線已於 2022 年底完成 25 條，2023 年底完成第一階段 48 產線進行投產，剩下的 32 條產線則於 2024 年陸續投產，月產能達 200 萬件。第二階段 80 條產線的進度規劃，廠房預計 2024 年中完工，20 條產線預計於 2H24 投產，其餘產線則於 2025 年相繼投產，中長期成長潛力可期。聚陽董事會通過南越的運動專精廠建廠計畫，產線規劃 30 條，預計 3Q24 完工，4Q24 投產。至於孟加拉新廠投資進度則做調整，產線規劃由 30 條擴增至 40 條，將再申請購置新土地建廠，預計 2024 年底廠房完工，2025 年開始投產，長期成長趨勢將可延續。

品牌商加速供應鏈整合，大者恆大，並要求多元生產基地及快速反應能力，有利聚陽

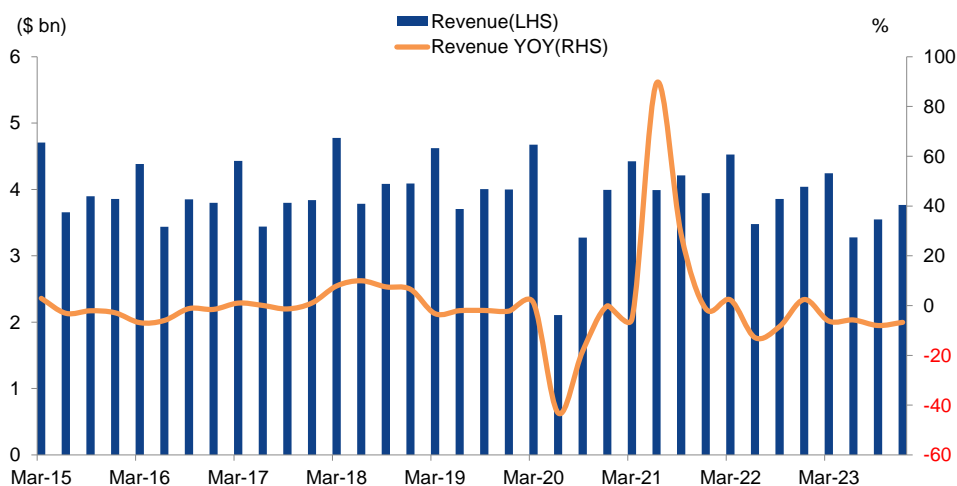
過去幾年品牌商採取縮減供應商，快速反應下單及生產節奏等策略以控制庫存，訂單往大型供應商靠攏。疫情更考驗供應商生產交貨的整合能力，淘汰反應速度慢，不具競爭力以及有 ESG 疑慮之供應商，將訂單集中到主要供應商。聚陽在 Gap 供應商地位，由 4-5 年前的前 20 大供應商躍升至 2022 年前 5 大供應商，2023 年已是第 3 大供應商；在 Target 供應鏈中，也由以往前 5 大提升至第 2 大或第 3 大供應商。紡織供應鏈呈現大者恆大態勢，大型成衣廠將持續受惠訂單集中化趨勢，開啟新一波成長動能，聚陽站在此趨勢的浪頭上。此外，聚陽在成衣生產，最擅長快速反應的急單生產，而品牌客戶在庫存調整階段，下單模式改變，降低核心訂單比率，提高追加訂單比率，而追加訂單通常就是短交期訂單(急單)，考驗供應商的供應鏈管理能力，以往核心訂單比例為 90%，追加訂單 10%，現在調整為核心訂單比例 60%，追加訂單比例提高至 40%，因此品牌商更需要聚陽的快速反應的生產能力。長線趨勢方面，供應鏈重組的速度加快，品牌客戶下訂單地區以往高度依賴中國及越南，除成本考量外，貿易戰及疫情兩大衝擊後，品牌商開始分散生產基地降低風險，並要求供應商具備多元生產據點。印尼目前具有生產成本較低優勢，未來還有 RCEP 關稅協議優勢，成為品牌商轉單的優先選擇，聚陽的印尼新廠將成為接獲品牌訂單強有力的武器，中長期營運動能可期。

產業概況

美系品牌 Gap 營收衰退，但庫存調整已近尾聲

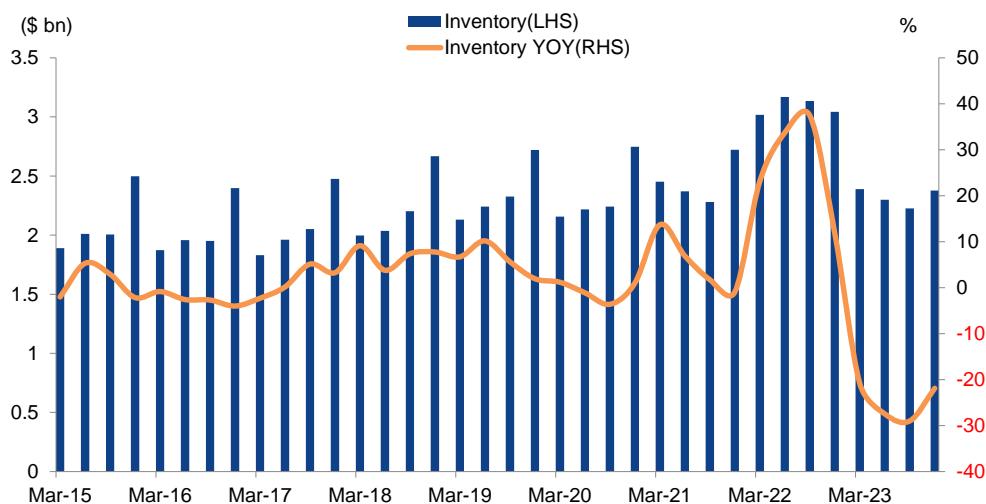
觀察美系品牌 Gap(美股代碼 GPS)的 FY3Q23 財報(2023/7/30-2023/10/28)表現，營收 37.67 億美元，季增 6.2%，年減 6.7%，動能仍屬疲弱，不過優於市場預期之 36 億美元，而毛利率改善 3.9ppt 至 41.3%，反映原物料成本下滑及折扣減少，稅後淨利 2.18 億美元，稀釋後稅後 EPS 為 0.58 美元，季增 81.3%，年減 24.7%，扣除重整費用，調整後稅後淨利 2.21 億美元，稅後 EPS 為 0.59 美元，季增 84.4%，年減 23.4%，優於預期之 0.19 美元。美國市場面臨通膨及升息之衝擊，排擠消費，拖累 Gap 銷售表現。不過觀察 Gap 的最新存貨金額為 23.77 億美元，雖季增 6.8%，但年減 21.9%，存貨水準回到 2Q21 水準，Gap 庫存去化順利，調整近尾聲。惟美國消費信心偏弱，服飾銷售疲軟，導致 Gap 持續觀望市場發展，維持全年營收衰退中個位數 YoY 之財測不變，下單心態保守，以短單急單模式因應，展望偏保守。隨著通膨降溫，升息干擾淡化，美國消費動能有機會緩步回穩，預期 Gap 於 2024 年下單力道將開始出現好轉跡象，訂單可逐步回溫。

圖 3：Gap 營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 4：Gap 存貨及 YoY 趨勢圖



資料來源：Bloomberg、元大投顧

日系客戶營收亮麗，美國市場展店帶動訂單成長強

再觀察日系服飾迅銷集團(Fast Retailing，日股代碼 9983 JT)1QFY24(2023 年 9 月至 2023 年 11 月)之季度營運表現，營收提升至 8,108.33 億日圓，年增 13.2%，營收創新高，年增長則連 7 季超過 10%，動能亮麗，而營業利益 1,466.86 億日圓，年增 25.3%，獲利表現亦強勁。公司給出 FY2024 年(2023 年 9 月至 2024 年 8 月)財務預測方面，維持營收提升至 3.05 兆日圓之預估，年增 10.2%，營業利益 4500 億日圓，年增 18.1%，雙雙延續成長軌道。至於迅銷集團的存貨金額 4,857.24 億日圓，季增 8.1%，年減 14.8%，動能放緩，搭配營收年增幅 10.2%，迅銷集團並沒有庫存去化問題。由於迅銷集團規劃於美國市場展店，預計 2024 年再展店 20 家至 92 家，下單積極，訂單量成長性強，也持續分散供應鏈，降低中國生產比重，提高東南亞生產比重，均有利迅銷集團的在東南亞供應鏈的營運成長，聚陽長期展望佳。

圖 5：迅銷集團營收及 YoY 趨勢圖

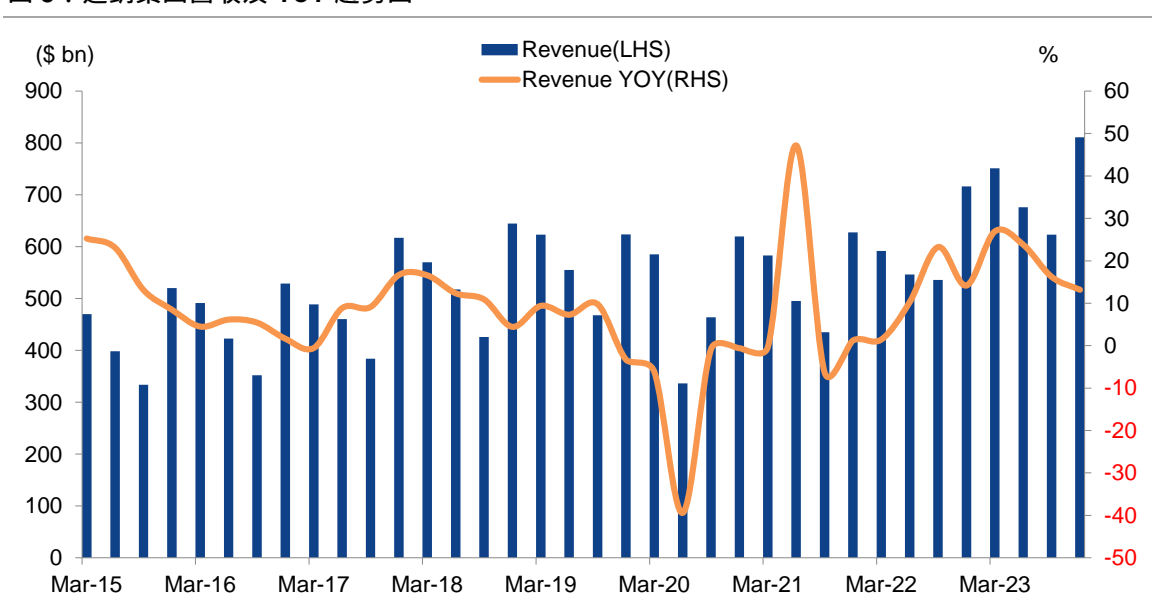
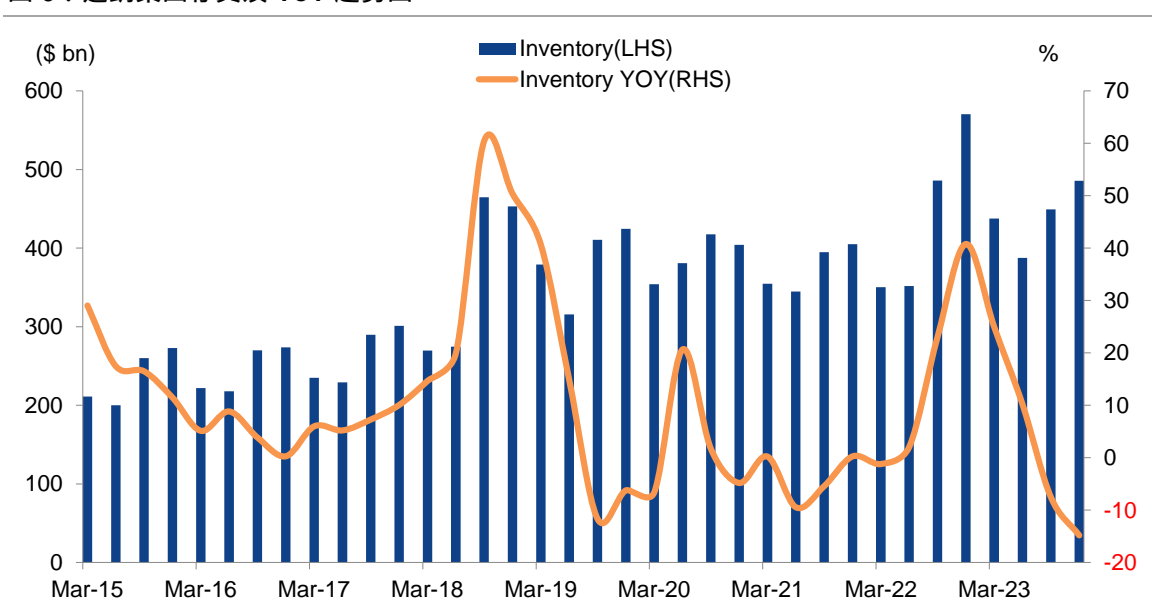


圖 6：迅銷集團存貨及 YoY 趨勢圖



獲利調整與股票評價

美系客戶復甦，日系客戶訂單續增，成長延續，維持買進，目標價 422 元

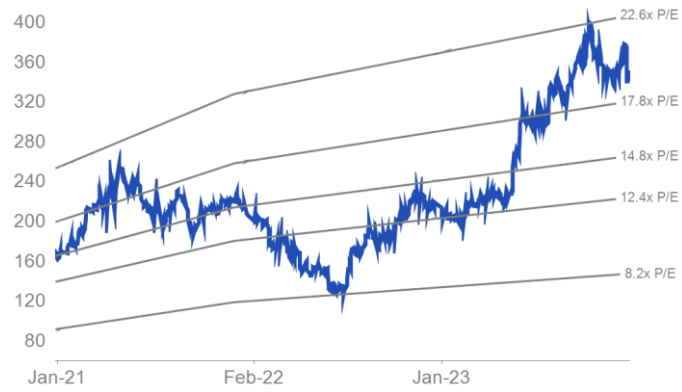
對聚陽投資建議維持買進，目標價則由 445 元調降至 422 元。聚陽公布 4Q23 自結稅前淨利僅 11.26 億元，季減 31.7%，年增 12.6%，低於預期 4.2%，推測係毛利率意外滑落至 26.7%，低於預期 2.3ppt，不過費用控管佳，4Q23 營益率 14.3%，僅低於預期 1.2ppt。4Q23 營收 81.28 億元，季減 12.3%，年增 10.4%，優於預期 3.1%，不過 4Q23 稅後 EPS 下修 4.1%至 3.52 元，季減 35.7%，年增 9.4%。2023 年稅後 EPS 下修 0.9%至 16.23 元，年增 11.7%。展望 1Q24，美系客戶回補庫存之訂單復甦，日系客戶展店持續，訂單展望佳，出貨量延續年增雙位數，不過單價推估下跌 3-4%，削弱營收動能，1Q24 營收下修 2.4%至 89.41 億元，季增 10%，年增 14.1%，營益率下修 0.5ppt 至 15.4%，稅後 EPS 下修 5.2%至 4.33 元，季增 23.2%，年增 10.5%。預估 2024 年營收下修 3.2%至 369.83 億元，年增 13.9%，營益率下修 0.3ppt 至 15.3%，稅後 EPS 下修 5.2%至 17.92 元，年增 10.4%。儘管聚陽獲利下修，不過考量：1)4Q23 營收年增 10.4%，稅後 EPS 年增 9.4%，1Q24 營收年增 14.1%，稅後 EPS 年增 10.5%，均延續 YoY 正成長軌道；2)聚陽 2024 年營收年增 13.9%，稅後 EPS 年增 10.4%，營收及獲利將同創新高；3)中長期而言，品牌商進行供應鏈整合，訂單集中到主要供應商，並要求多元生產基地及快速反應能力，聚陽競爭力佳，可持續獲取品牌客戶訂單，營運展望佳，可趁財報利空之際，逢低布局，維持買進建議，目標價調降至 422 元(23.5 PER X 2024 年稅後 EPS)，反映 2024 年獲利下修。

圖 7：2023 和 2024 年財務預估調整

(百萬元)	2023 估		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	32,459	32,212	36,983	38,215	0.8%	-3.2%
營業毛利	8,410	8,525	9,668	10,132	-1.3%	-4.6%
營業利益	4,842	4,901	5,648	5,977	-1.2%	-5.5%
稅前利益	5,027	5,077	5,690	6,001	-1.0%	-5.2%
稅後淨利	3,926	3,963	4,335	4,572	-0.9%	-5.2%
調整後 EPS (元)	16.23	16.38	17.92	18.90	-0.9%	-5.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	25.9%	26.5%	26.1%	26.5%	-0.6	-0.4
營業利益率	14.9%	15.2%	15.3%	15.6%	-0.3	-0.3
稅後純益率	12.3%	12.5%	11.9%	12.2%	-0.2	-0.3

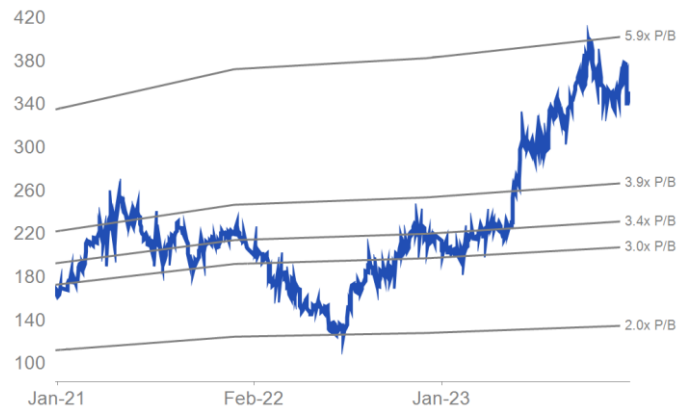
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 8：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 10：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
聚陽	1477 TT	買進	352.0	2,746	14.53	16.23	17.92	24.2	21.7	19.6	32.3	11.7	10.4
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	100.6	152,361	3.8	3.2	3.6	26.3	31.1	28.0	5.2	(15.5)	10.9
LULULEMON	LULU US	未評等	481.9	58,345	7.5	9.9	12.5	64.1	48.5	38.7	66.3	32.2	25.4
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	7.7	3,372	0.4	0.5	0.5	19.3	14.3	15.6	(48.3)	34.7	(8.5)
ANTA SPORTS	2020 HK	未評等	66.5	23,244	3.2	5.6	4.5	20.8	12.0	14.8	(9.4)	73.9	(18.8)
LI NING	2331 HK	未評等	15.5	5,078	1.8	1.5	1.7	8.8	10.3	9.0	(10.5)	(14.4)	14.0
申洲	2313 HK	未評等	69.8	13,018	3.4	7.1	4.1	20.3	9.8	17.0	24.8	106.8	(42.3)
國際同業平均					3.4	4.6	4.5	26.6	21.0	20.5	4.7	36.3	(3.2)
國內同業													
儒鴻	1476 TT	買進	539.0	4,669	24.8	18.3	23.7	21.8	29.4	22.8	31.9	(26.0)	29.1
國內同業平均					24.8	18.3	23.7	21.8	29.4	22.8	31.9	(26.0)	29.1

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 11：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
聚陽	1477 TT	買進	352.0	2,746	24.2	25.1	26.5	63.49	65.23	68.55	5.5	5.4	5.1
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	100.6	152,361	43.1	34.2	39.9	9.7	9.2	8.8	10.4	10.9	11.5
LULULEMON	LULU US	未評等	481.9	58,345	38.3	41.2	42.8	21.1	25.5	31.3	22.8	18.9	15.4
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	481.9	58,345	16.7	15.7	10.7	3.8	4.7	4.8	126.8	103.6	100.9
ANTA SPORTS	2020 HK	未評等	7.7	3,372	24.0	23.9	23.6	14.5	19.9	19.8	0.5	0.4	0.4
LI NING	2331 HK	未評等	66.5	23,244	17.9	14.2	14.6	10.5	11.1	12.3	6.3	6.0	5.4
申洲	2313 HK	未評等	15.5	5,078	15.6	14.1	16.1	23.2	31.7	26.3	0.7	0.5	0.6
國際同業平均					25.9	23.9	24.6	13.8	17.0	17.2	27.9	23.4	22.4
國內同業													
儒鴻	1476 TT	買進	539.0	4,669	29.3	19.7	22.6	91.6	93.0	104.7	5.9	5.8	5.1
國內同業平均					29.3	19.7	22.6	91.6	93.0	104.7	5.9	5.8	5.1

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 12：季度及年度簡明損益表 (合併)

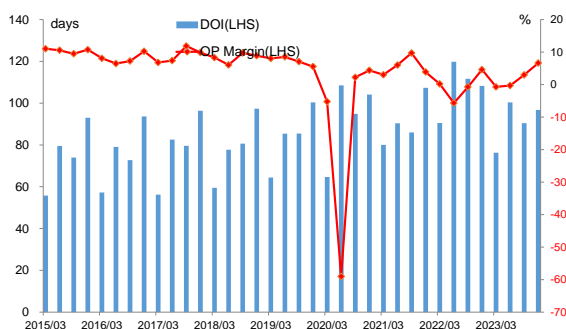
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	7,834	7,224	9,272	8,128	8,941	8,271	10,545	9,227	32,459	36,983
銷貨成本	(5,858)	(5,447)	(6,786)	(5,958)	(6,616)	(6,286)	(7,724)	(6,689)	(24,049)	(27,316)
營業毛利	1,977	1,777	2,486	2,170	2,325	1,985	2,821	2,537	8,410	9,668
營業費用	(760)	(787)	(1,014)	(1,008)	(947)	(886)	(1,130)	(1,057)	(3,568)	(4,020)
營業利益	1,217	991	1,472	1,162	1,377	1,099	1,691	1,480	4,842	5,648
業外利益	(11)	58	176	(36)	(4)	2	32	12	185	42
稅前純益	1,206	1,048	1,648	1,126	1,373	1,101	1,723	1,492	5,027	5,690
所得稅費用	(252)	(222)	(318)	(253)	(309)	(248)	(388)	(336)	(1,045)	(1,280)
少數股東權益	5	22	7	0	0	0	0	0	56	75
歸屬母公司稅後純益	948	805	1,323	850	1,048	837	1,315	1,135	3,926	4,335
調整後每股盈餘(NT\$)	3.92	3.33	5.47	3.52	4.33	3.46	5.44	4.69	16.23	17.92
調整後加權平均股數(百萬股)	242	242	242	242	242	242	242	242	242	242
重要比率										
營業毛利率	25.2%	24.6%	26.8%	26.7%	26.0%	24.0%	26.8%	27.5%	25.9%	26.1%
營業利益率	15.5%	13.7%	15.9%	14.3%	15.4%	13.3%	16.0%	16.0%	14.9%	15.3%
稅前純益率	15.4%	14.5%	17.8%	13.9%	15.4%	13.3%	16.3%	16.2%	15.5%	15.4%
稅後純益率	12.1%	11.1%	14.3%	10.7%	11.9%	10.3%	12.7%	12.5%	12.3%	11.9%
有效所得稅率	20.9%	21.2%	19.3%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	20.8%	22.5%
季增率(%)										
營業收入	6.4%	-7.8%	28.4%	-12.3%	10.0%	-7.5%	27.5%	-12.5%		
營業利益	14.2%	-18.6%	48.6%	-21.0%	18.5%	-20.2%	53.9%	-12.5%		
稅後純益	22.0%	-15.1%	64.4%	-35.7%	23.2%	-20.1%	57.1%	-13.7%		
調整後每股盈餘	22.0%	-15.1%	64.4%	-35.7%	23.2%	-20.1%	57.1%	-13.7%		
年增率(%)										
營業收入	-1.7%	-1.6%	-1.4%	10.4%	14.1%	14.5%	13.7%	13.5%	1.2%	13.9%
營業利益	9.3%	2.3%	14.5%	9.1%	13.1%	10.9%	14.9%	27.4%	9.3%	16.6%
稅後純益	6.1%	9.6%	19.2%	9.4%	10.5%	4.1%	-0.6%	33.4%	11.7%	10.4%
調整後每股盈餘	6.1%	9.6%	19.2%	9.4%	10.5%	4.1%	-0.6%	33.4%	11.7%	10.4%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

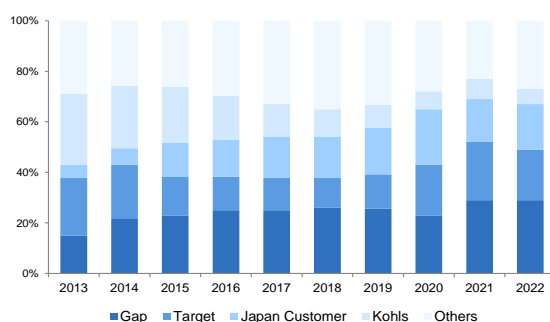
公司成立於 1990 年 1 月，是亞太地區知名的成衣製造商，主要業務為成衣的設計、製造及銷售，其客戶為全球及區域型之大型成衣零售商，是全球第五大成衣代工商。2015 年公司積極切入機能性服飾領域，運動服飾佔營收比重逐年提升。公司五大廠區包括印尼、柬埔寨、越南、菲律賓、中國大陸，採「台灣接單，全球生產」的營運模式。公司成衣商品主要銷售地區為美國市場，主要客戶包含百貨公司(Kohl's JC Penney)、大型賣場(Target、Wal-mart)、成衣專賣店(Gap、Old Navy、Hanesbrands、H&M、Carter's、MANGO、Under Armour 等等)；歐洲市場客戶有 ZARA、Oxylane、法國迪卡儂(Decathlon)、FILA、Champion 等；亞洲市場部份，主要客戶包括台灣網購品牌 Lativ 及 OB(橘熊)、統一超、RT-mart、中國大潤發(貝茲卡洛)、美特斯邦威、港商班尼路(Baleno)、安踏體育、日商迅銷集團等。

圖 13：Gap 存貨天數及營益率趨勢圖



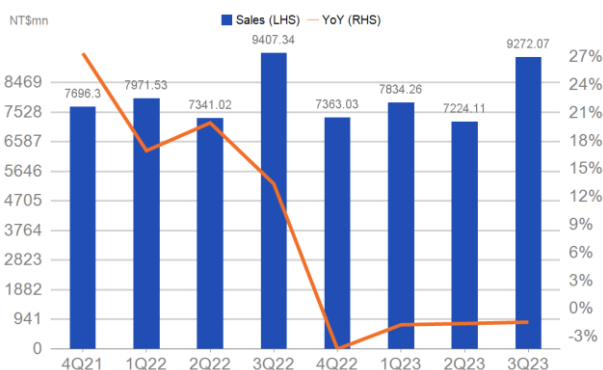
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：營收組成



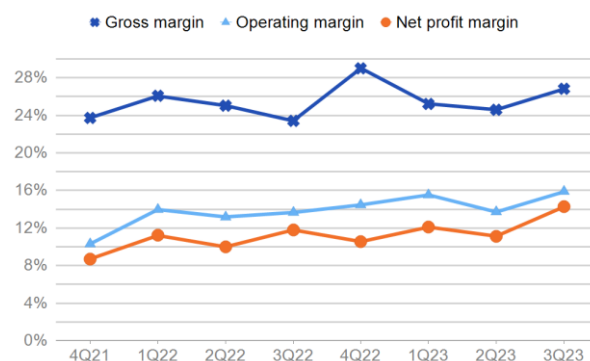
資料來源：公司資料

圖 15：營收趨勢



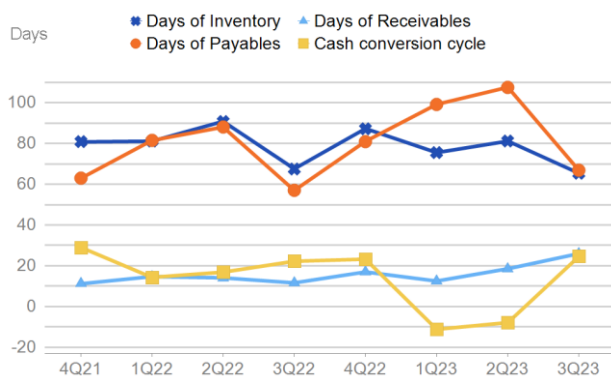
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：毛利率、營益率、淨利率



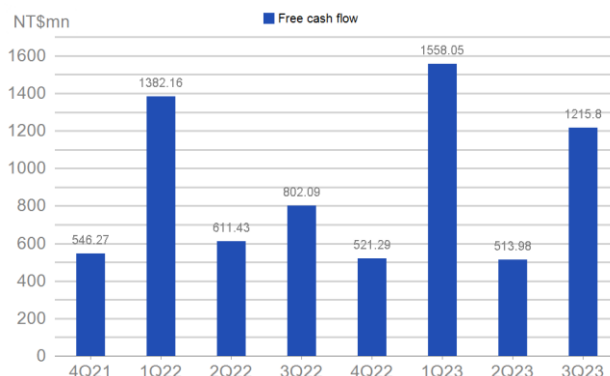
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**聚陽整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，但在奢華服飾行業中的公司中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**聚陽的整體曝險屬於低等水準，且屬於紡織品行業平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資本、商業道德和人權供應鏈。等
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**聚陽在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。該公司的資訊揭露很差，顯示對投資者和公眾的責任不夠。它有一些舉措來管理與重大 ESG 議題相關的風險，但該公司缺乏關鍵領域的政策和計劃。儘管如此，該公司並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 19：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	11.6
在 ESG 議題上的曝險 (A)	21.8
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	49.9
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	14

資料來源：Sustainalytics (2024/1/23)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	2,643	2,760	2,842	3,012	3,612
存貨	5,434	5,241	5,314	5,461	5,507
應收帳款及票據	1,160	1,199	1,236	1,497	1,725
其他流動資產	6,923	8,763	8,926	9,061	9,157
流動資產	16,160	17,963	18,318	19,030	20,000
採用權益法之投資	239	289	302	310	321
固定資產	5,022	5,227	5,356	5,917	6,308
無形資產	34	29	0	0	0
其他非流動資產	767	921	941	962	977
非流動資產	6,063	6,466	6,599	7,189	7,605
資產總額	22,223	24,429	24,917	26,219	27,606
應付帳款及票據	2,237	1,859	1,882	2,140	2,347
短期借款	1,866	1,753	1,785	1,960	2,116
什項負債	3,603	4,899	4,899	4,899	4,899
流動負債	7,707	8,511	8,566	8,999	9,362
長期借款	163	0	0	0	0
其他負債及準備	557	474	487	555	610
長期負債	721	474	487	555	610
負債總額	8,427	8,984	9,053	9,554	9,973
股本	2,419	2,419	2,419	2,419	2,419
資本公積	6,215	6,215	6,215	6,215	6,215
保留盈餘	5,459	6,725	7,144	7,946	8,913
什項權益	(380)	(1)	(1)	(1)	(1)
歸屬母公司之權益	13,713	15,357	15,864	16,666	17,633
非控制權益	83	88	88	88	88
股東權益總額	13,795	15,445	15,864	16,666	17,633

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	2,678	3,540	3,982	4,409	4,954
折舊及攤提	530	562	548	626	689
本期營運資金變動	251	(267)	(87)	(150)	(66)
其他營業資產 及負債變動	(447)	(121)	(45)	(189)	(125)
營運活動之現金流量	3,013	3,715	4,342	4,621	5,366
資本支出	(399)	(398)	(676)	(1,188)	(1,080)
本期長期投資變動	36	49	(13)	(8)	(11)
其他資產變動	(2,009)	(717)	(45)	(189)	(125)
投資活動之現金流量	(2,372)	(1,066)	(707)	(1,310)	(1,172)
股本變動	220	0	0	0	0
本期負債變動	(1,237)	(217)	69	501	419
現金增減資	2,987	0	0	0	0
支付現金股利	(1,935)	(2,298)	(3,507)	(3,533)	(3,900)
其他調整數	(364)	(126)	(45)	(189)	(125)
融資活動之現金流量	(329)	(2,640)	(3,553)	(3,142)	(3,593)
匯率影響數	(37)	109	0	0	0
本期產生現金流量	276	118	82	170	600
自由現金流量	2,614	3,317	3,665	3,433	4,286

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	28,931	32,083	32,459	36,983	40,696
銷貨成本	(22,396)	(23,827)	(24,049)	(27,316)	(29,911)
營業毛利	6,535	8,256	8,410	9,668	10,785
營業費用	(3,154)	(3,824)	(3,568)	(4,020)	(4,445)
推銷費用	(1,667)	(2,038)	(1,813)	(1,988)	(2,193)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(1,510)	(1,785)	(1,726)	(2,032)	(2,252)
其他費用	23	(1)	(29)	0	0
營業利益	3,381	4,432	4,842	5,648	6,340
利息收入	17	43	85	95	104
利息費用	(36)	(127)	(213)	(242)	(266)
利息收入淨額	(19)	(84)	(128)	(147)	(163)
投資利益(損失)淨額	39	31	73	83	92
匯兌損益	(4)	171	48	19	22
其他業外收入(支出)淨額	1	39	192	87	101
稅前純益	3,398	4,589	5,027	5,690	6,392
所得稅費用	(720)	(1,049)	(1,045)	(1,280)	(1,438)
少數股權淨利	23	25	56	75	86
歸屬母公司之稅後純益	2,655	3,515	3,926	4,335	4,868
稅前息前折舊攤銷前淨利	4,019	5,350	5,448	6,168	6,918
調整後每股盈餘 (NT\$)	10.98	14.53	16.23	17.92	20.12

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	16.1	10.9	1.2	13.9	10.0
營業利益	26.8	31.1	9.3	16.6	12.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	21.3	33.1	1.8	13.2	12.2
稅後純益	28.8	32.2	12.5	10.7	12.4
調整後每股盈餘	17.4	32.3	11.7	10.4	12.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	22.6	25.7	25.9	26.1	26.5
營業利益率	11.7	13.8	14.9	15.3	15.6
稅前息前淨利率	11.6	13.9	15.1	15.0	15.3
稅前息前折舊攤銷前淨利率	13.9	16.7	16.8	16.7	17.0
稅前純益率	11.8	14.3	15.5	15.4	15.7
稅後純益率	9.2	11.0	12.3	11.9	12.2
資產報酬率	13.1	15.2	16.0	16.8	17.9
股東權益報酬率	22.4	24.2	25.1	26.5	28.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	61.1	58.2	57.1	57.3	56.6
淨負債權益比(%)	(4.4)	(6.5)	(6.7)	(6.3)	(8.5)
利息保障倍數 (倍)	96.3	37.3	(23.1)	(22.9)	(23.4)
流動比率 (%)	209.7	211.1	213.8	211.5	213.6
速動比率 (%)	139.2	149.5	151.8	150.8	154.8
淨負債 (NT\$百萬元)	(613)	(1,008)	(1,057)	(1,052)	(1,496)
調整後每股淨值 (NT\$)	56.69	63.49	65.23	68.55	72.54
評價指標 (倍)					
本益比	32.1	24.2	21.7	19.6	17.5
股價自由現金流量比	32.6	25.7	23.2	24.8	19.9
股價淨值比	6.2	5.5	5.4	5.1	4.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	21.2	15.9	15.6	13.8	12.3
股價營收比	2.9	2.7	2.6	2.3	2.1

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

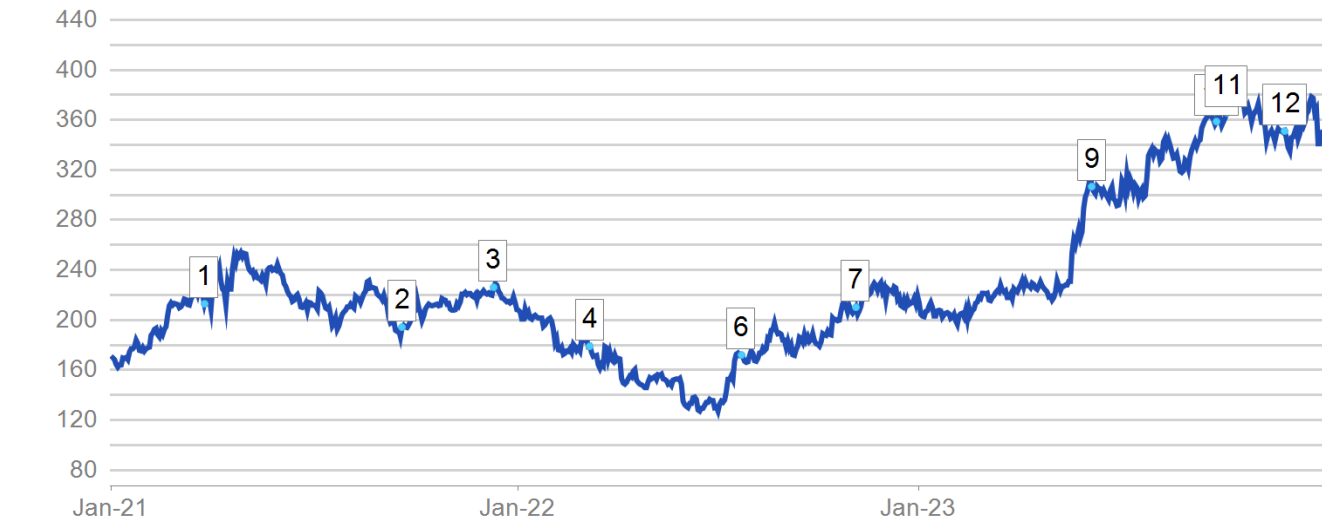
附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

聚陽 (1477 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210427	239.00	294.00	262.25	買進	胡逸如
2	20211018	209.00	285.00	254.22	買進	胡逸如
3	20220104	253.50	340.00	303.28	買進	胡逸如
4	20220408	200.50	250.00	223.00	買進	胡逸如
5	20220508	163.50	200.00	187.69	買進	胡逸如
6	20220817	183.50	180.00	168.92	持有-超越同業	胡逸如
7	20221124	221.00	275.00	258.07	買進	胡逸如
8	20230107	225.50	283.00	265.58	買進	胡逸如
9	20230705	306.50	377.00	377.00	買進	蔡爵丞
10	20231024	356.50	432.00	432.00	買進	蔡爵丞
11	20231101	366.00	445.00	445.00	買進	蔡爵丞
12	20231220	351.00	445.00	445.00	買進	蔡爵丞

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.