



## 聚陽

(1477.TW/1477 TT)



## 增加持股・維持

收盤價 February 19 (NT\$)	369.0
12 個月目標價 (NT\$)	424.0
前次目標價 (NT\$)	392.0
調升 (%)	8.2
上漲空間 (%)	14.9

## 焦點內容

1. 美系客戶今年訂單將年增雙位數，扭轉去年衰退局面。
2. 越南與印尼積極的產能擴充將支撐未來兩年營運成長。
3. 2024-25 年獲利將締造新猷，進而帶動股價上揚。

## 交易資料表

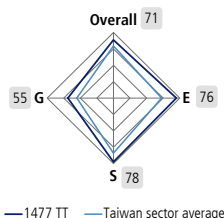
市值：(NT\$bn/US\$m)	89.25 / 2,848
流通在外股數 (百萬股)：	241.9
外資持有股數 (百萬股)：	87.00
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.39
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	209.5 – 399.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	0.5	23.8	71.2
相對表現 (%)	-7.8	10	50.8

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	3.69A	3.03A	4.59A	3.21A
2023	3.92A	3.33A	5.47A	3.66F
2024	4.35F	3.71F	5.45F	4.16F

## 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

張育程  
886 2 2181 8735  
eden.chang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 2024 年營收及獲利將締造新猷

## 重要訊息

我們舉辦聚陽的投資人會議。管理層看好 2024 年訂單展望，係因美系客戶需求自 2023 年下旬以來持續改善。隨公司加速資本支出及產能擴張，我們預期未來兩年營收、獲利將創新高，進而帶動股價上揚。

## 評論及分析

**美系客戶訂單提升。**聚陽看到美國運動與流行服飾需求自 2023 年下旬以來逐漸升溫，並預估今年主要美系客戶包括 Gap (美)、Target (美) 與 Dick's Sporting Goods (美) (合計營收佔比達 70%) 訂單將年增雙位數，扭轉去年衰退局面。管理層相信，今年需求將持續超越公司規劃的 10% 擴產，此將有利擇優接單。此外，產品均價走勢有利 (2H24 將高於 1H24) 亦為利多。短期而言，公司預估 1Q24 出貨量將年增 10-15%，部分抵銷自均價之年減 4-5%，這也意味著 2-3 月營收將逐月攀升，對比 1 月營收為 28 億元，年增 15%、但月減 15%。

**未來兩年產能擴充加速。**為滿足長期需求成長，聚陽已著手積極擴充越南與印尼廠產能，預計 2024 年將投入資本支出 3,500 萬美元，較去年的 1,500 萬美元翻倍。管理層表示，越南新廠將專精為美系客戶生產運動服飾，預計 3Q24 完工；印尼基地則預期興建六個新廠，現正建造第三座。此外，公司在孟加拉也有一興建專案已動工，預計將於 4Q24 完工、2025 年貢獻較大營收。有鑑於東南亞具備人口紅利且人工學習曲線攀升，我們相信聚陽產能擴充加速將支撐未來兩年營運進一步成長。

**2024-25 年獲利可望締造新猷。**在產業復甦穩健及公司產能擴充持續之加持下，我們預估 2024-25 年營收將加速至年增 11%、12%，超越 2023 年的 1% 成長。加上公司營業費用率目標為 11% (生產效率提升抵銷產品打樣費增加之影響)，我們預估 2023-25 年獲利將年複合成長 13%，延續過去六年連續成長之恢弘氣勢並再創新高。

## 投資建議

過去三個月聚陽股價上漲 1%，落後大盤 7%。我們認為聚陽將落後補漲，其風險報酬因 2024-25 年營收、獲利將創高而具吸引力。我們維持「增加持股」評等，目標價修正為 424 元，基於 2024 年預估每股盈餘的 24 倍，對比歷史區間為 10-25 倍。

## 投資風險

訂單動能趨緩、人事成本上升、匯率走勢不利。

## 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	28,931	32,083	32,459	36,047	40,296
營業毛利 (NT\$百萬)	6,535	8,256	8,361	9,360	10,545
營業利益 (NT\$百萬)	3,381	4,432	4,825	5,464	6,366
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,655	3,515	3,960	4,276	5,019
每股盈餘 (NT\$)	11.20	14.53	16.37	17.68	20.75
每股現金股利 (NT\$)	9.50	14.50	15.00	16.00	19.00
每股盈餘成長率 (%)	19.7	29.8	12.7	8.0	17.4
本益比 (x)	33.0	25.4	22.5	20.9	17.8
股價淨值比 (x)	6.5	5.8	5.7	5.5	5.4
EV/EBITDA (x)	22.0	17.5	15.8	14.0	11.9
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.6	3.9	4.1	4.3	5.1
股東權益報酬率 (%)	22.3	24.2	25.5	26.9	30.8

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：1Q24 與 2Q24 財測修正暨市場共識比較

百萬元	1Q24F							2Q24F						
	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	8,615	7,912	8.9	6.0	10.0	8,754	(1.6)	8,075	8,540	(5.5)	(6.3)	11.8	8,306	(2.8)
毛利	2,188	1,883	16.2	3.1	10.7	2,335	(6.3)	2,019	2,135	(5.5)	(7.8)	13.6	2,188	(7.7)
營業利益	1,353	855	58.3	18.0	11.1	1,406	(3.8)	1,155	1,307	(11.6)	(14.6)	16.6	1,289	(10.4)
稅前淨利	1,347	922	46.1	19.6	11.7	1,405	(4.2)	1,157	1,326	(12.8)	(14.1)	10.3	1,289	(10.3)
稅後淨利	1,053	725	45.3	19.0	11.1	1,096	(3.9)	898	1,037	(13.4)	(14.8)	11.6	987	(9.0)
每股盈餘(元)	4.35	3.00	45.3	19.0	11.1	4.53	(3.9)	3.71	4.29	(13.4)	(14.8)	11.6	4.08	(9.0)
毛利率(%)	25.4	23.8	1.6 ppts	(0.7) ppts	0.2 ppts	26.7	(1.3)ppts	25.0	25.0	0.0 ppts	(0.4) ppts	0.4 ppts	26.3	(1.3)ppts
營業利益率(%)	15.7	10.8	4.9 ppts	1.6 ppts	0.2 ppts	16.1	(0.4)ppts	14.3	15.3	(1.0) ppts	(1.4) ppts	0.6 ppts	15.5	(1.2)ppts
淨利率(%)	12.2	9.2	3.1 ppts	1.3 ppts	0.1 ppts	12.5	(0.3)ppts	11.1	12.1	(1.0) ppts	(1.1) ppts	(0.0)ppts	11.9	(0.8)ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 2：3Q24 與 4Q24 財測修正暨市場共識比較

百萬元	3Q24F							4Q24F						
	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	10,382	10,672	(2.7)	28.6	12.0	10,242	1.4	8,976	8,570	4.7	(13.5)	10.4	8,954	0.2
毛利	2,793	2,593	7.7	38.3	12.3	2,751	1.5	2,361	2,057	14.8	(15.5)	11.3	2,446	(3.5)
營業利益	1,682	1,569	7.2	45.7	14.3	1,679	0.2	1,275	960	32.8	(24.2)	11.2	1,349	(5.5)
稅前淨利	1,702	1,587	7.2	47.1	3.3	1,682	1.2	1,280	983	30.2	(24.8)	13.7	1,350	(5.2)
稅後淨利	1,318	1,213	8.6	46.8	(0.4)	1,315	0.2	1,007	774	30.2	(23.6)	13.8	1,057	(4.7)
每股盈餘(元)	5.45	5.01	8.6	46.8	(0.4)	5.44	0.2	4.16	3.20	30.2	(23.6)	13.8	4.37	(4.7)
毛利率(%)	26.9	24.3	2.6 ppts	1.9 ppts	0.1 ppts	26.9	0.0 ppts	26.3	24.0	2.3 ppts	(0.6) ppts	0.2 ppts	27.3	(1.0)ppts
營業利益率(%)	16.2	14.7	1.5 ppts	1.9 ppts	0.3 ppts	16.4	(0.2)ppts	14.2	11.2	3.0 ppts	(2.0) ppts	0.1 ppts	15.1	(0.9)ppts
淨利率(%)	12.7	11.4	1.3 ppts	1.6 ppts	(1.6)ppts	12.8	(0.1)ppts	11.2	9.0	2.2 ppts	(1.5) ppts	0.3 ppts	11.8	(0.6)ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 3：2023-24 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2023F						2024F						2025F					
	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(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	32,459	32,583	(0.4)	1.2	32,459	(0.0)	36,047	35,573	1.3	11.1	36,242	(0.5)	40,296	40,559	(0.6)	11.8	39,481	2.1
毛利	8,361	8,040	4.0	1.3	8,467	(1.3)	9,360	8,717	7.4	11.9	9,663	(3.1)	10,545	10,038	5.0	12.7	10,579	(0.3)
營業利益	4,825	4,645	3.9	8.9	4,848	(0.5)	5,464	5,012	9.0	13.2	5,726	(4.6)	6,366	5,745	10.8	16.5	6,396	(0.5)
稅前淨利	5,027	4,774	5.3	9.6	5,043	(0.3)	5,485	5,090	7.7	9.1	5,709	(3.9)	6,427	5,822	10.4	17.2	6,329	1.5
稅後淨利	3,960	3,734	6.1	12.7	3,959	0.0	4,276	3,946	8.4	8.0	4,427	(3.4)	5,019	4,522	11.0	17.4	4,913	2.2
每股盈餘(元)	16.37	15.44	6.1	12.7	16.37	0.0	17.68	16.31	8.4	8.0	18.30	(3.4)	20.75	18.70	11.0	17.4	20.31	2.2
毛利率(%)	25.8	24.7	1.1 ppts	0.0 ppts	26.1	(0.3)ppts	26.0	24.5	1.5 ppts	0.2 ppts	26.7	(0.7)ppts	26.2	24.8	1.4 ppts	0.2 ppts	26.8	(0.6)ppts
營業率(%)	14.9	14.3	0.6 ppts	1.1 ppts	14.9	(0.1)ppts	15.2	14.1	1.1 ppts	0.3 ppts	15.8	(0.6)ppts	15.8	14.2	1.6 ppts	0.6 ppts	16.2	(0.4)ppts
淨利率(%)	12.2	11.5	0.7 ppts	1.2 ppts	12.2	0.0 ppts	11.9	11.1	0.8 ppts	(0.3) ppts	12.2	(0.4)ppts	12.5	11.1	1.3 ppts	0.6 ppts	12.4	0.0 ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

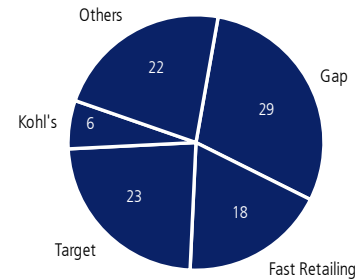
圖 4: 公司概況

成立於 1990 年，聚陽 100% 營收來自成衣代工。若以產品別區分，2022 年機能型服飾、流行服飾分別貢獻營收 51%、49%。地區別而言，2022 年主要銷售地區為美國 73%、亞洲 23%。主要客戶包括 Gap (美：29%)、某日系品牌 (18%)、Target (美：23%) 及 Kohl's (美：6%)。2022 年總產能為 1,620 萬打，產能分佈包括越南 (41%)、印尼 (36%)、柬埔寨 (18%)、中國 (3%) 及菲律賓 (3%)。

資料來源：凱基

圖 5: 全球品牌貢獻大宗營收

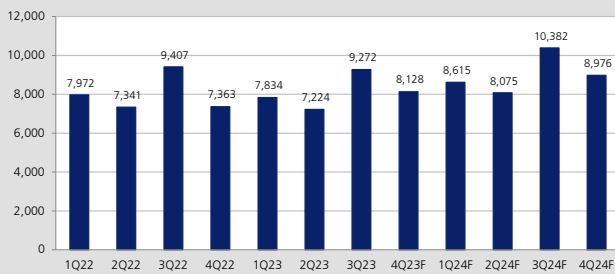
2022 年客戶別營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 季營業收入

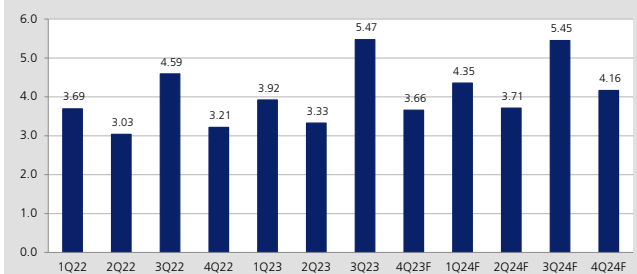
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7: 每股盈利

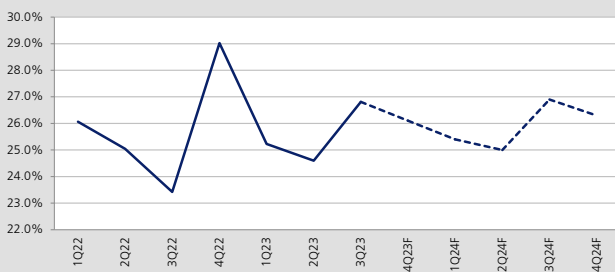
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8: 毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 本益比

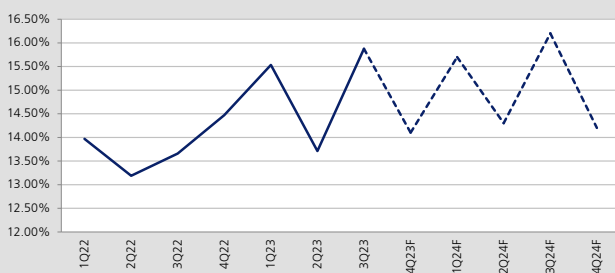
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 10: 營業利潤率

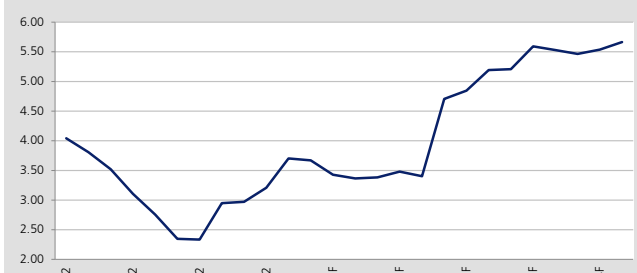
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 股價淨值比

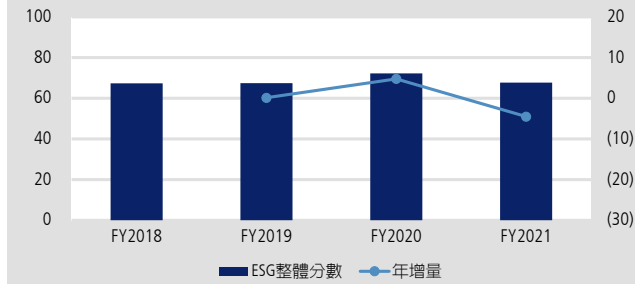
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

**圖 12: ESG 整體分數**

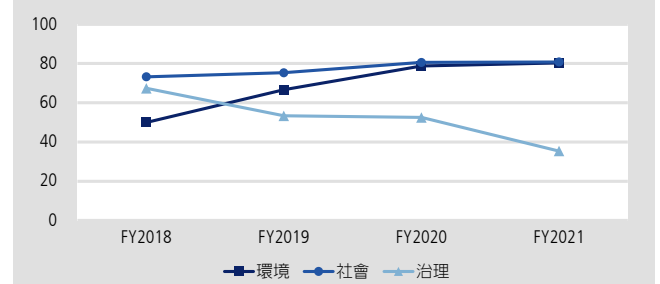
ESG 整體分數，分 (左軸)；年增量，分 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 13: ESG 各項分數**

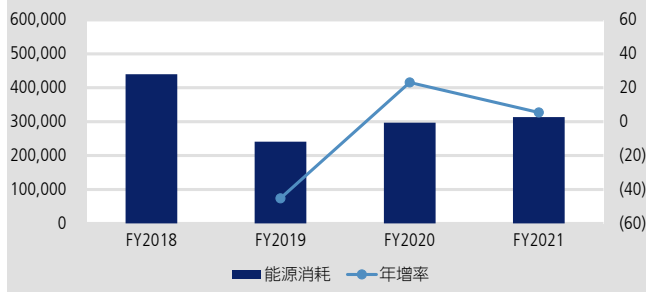
ESG 分數，分



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 14: 能源消耗**

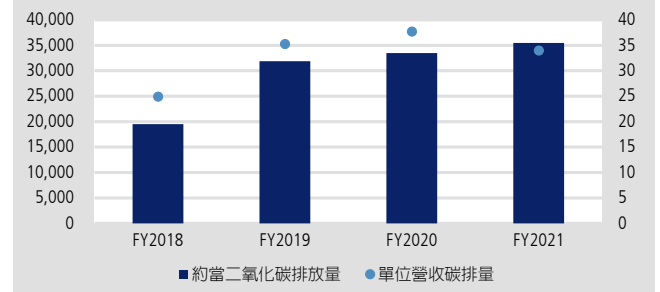
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 15: 碳排量**

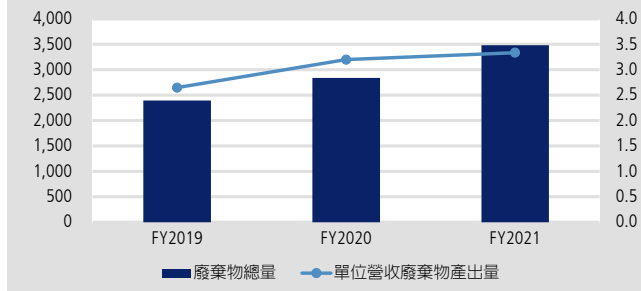
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 16: 廢棄物總量**

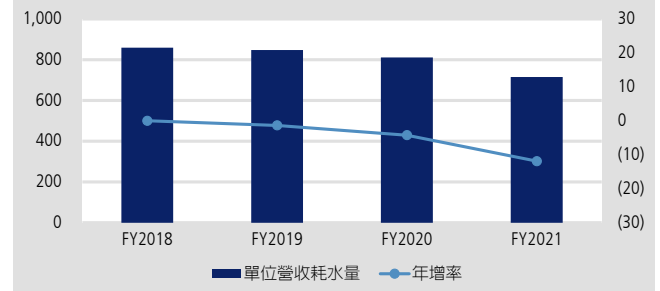
廢棄物總量，噸 (左軸)；單位營收廢棄物產出量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 17: 耗水量**

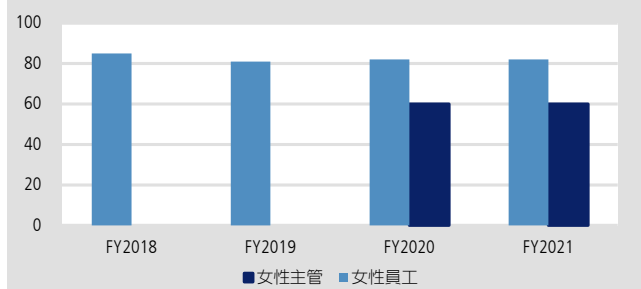
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 18: 性別多樣性**

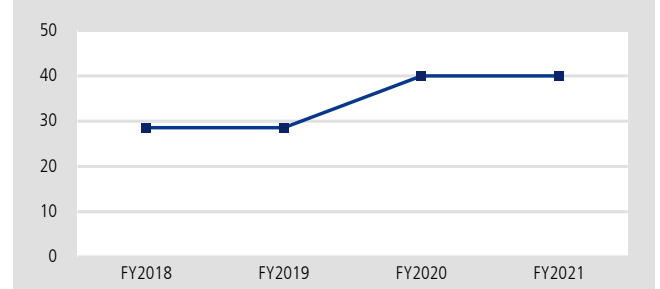
女性主管及女性員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

**圖 19: 董事性別多樣性**

女性董事比例，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-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	7,834	7,224	9,272	8,128	8,615	8,075	10,382	8,976	32,459	36,047	40,296
營業成本	(5,858)	(5,447)	(6,786)	(6,007)	(6,427)	(6,056)	(7,589)	(6,615)	(24,097)	(26,687)	(29,751)
營業毛利	1,977	1,777	2,486	2,121	2,188	2,019	2,793	2,361	8,361	9,360	10,545
營業費用	(760)	(787)	(1,014)	(975)	(836)	(864)	(1,111)	(1,086)	(3,536)	(3,897)	(4,179)
營業利益	1,217	991	1,472	1,146	1,353	1,155	1,682	1,275	4,825	5,464	6,366
折舊	(132)	(130)	(135)	(167)	(160)	(160)	(160)	(160)	(565)	(640)	(721)
攤提	(3)	(3)	(3)	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)	(13)	(13)	(13)
EBITDA	1,352	1,124	1,609	1,318	1,516	1,318	1,845	1,438	5,403	6,117	7,100
利息收入	25	19	20	20	20	20	20	20	85	80	72
投資利益淨額	12	24	28	16	13	12	11	17	80	53	53
其他營業外收入	5	5	132	22	11	18	35	11	165	75	76
總營業外收入	42	49	181	58	44	50	66	48	330	208	201
利息費用	(65)	(59)	(84)	(80)	(62)	(60)	(58)	(55)	(288)	(235)	(200)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	11	67	79	2	12	12	12	12	160	48	60
總營業外費用	(53)	9	(5)	(78)	(50)	(48)	(46)	(43)	(128)	(187)	(140)
稅前純益	1,206	1,048	1,648	1,126	1,347	1,157	1,702	1,280	5,027	5,485	6,427
所得稅費用[利益]	(252)	(222)	(318)	(232)	(283)	(250)	(371)	(262)	(1,024)	(1,166)	(1,357)
少數股東損益	(5)	(22)	(7)	(9)	(11)	(9)	(13)	(10)	(43)	(43)	(51)
非常項目前稅後純益	948	805	1,323	885	1,053	898	1,318	1,007	3,960	4,276	5,019
非常項目	(0)	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	948	805	1,323	885	1,053	898	1,318	1,007	3,960	4,276	5,019
每股盈餘 (NT\$)	3.92	3.33	5.47	3.66	4.35	3.71	5.45	4.16	16.37	17.68	20.75
獲利率 (%)											
營業毛利率	25.2	24.6	26.8	26.1	25.4	25.0	26.9	26.3	25.8	26.0	26.2
營業利益率	15.5	13.7	15.9	14.1	15.7	14.3	16.2	14.2	14.9	15.2	15.8
EBITDA Margin	17.3	15.6	17.4	16.2	17.6	16.3	17.8	16.0	16.6	17.0	17.6
稅前純益率	15.4	14.5	17.8	13.8	15.6	14.3	16.4	14.3	15.5	15.2	15.9
稅後純益率	12.1	11.1	14.3	10.9	12.2	11.1	12.7	11.2	12.2	11.9	12.5
季成長率 (%)											
營業收入	6.4	(7.8)	28.3	(12.3)	6.0	(6.3)	28.6	(13.5)			
營業毛利	(7.5)	(10.1)	39.9	(14.7)	3.1	(7.8)	38.3	(15.5)			
營業收益增長	14.2	(18.6)	48.6	(22.1)	18.0	(14.6)	45.7	(24.2)			
EBITDA	11.7	(16.9)	43.2	(18.1)	15.0	(13.1)	40.0	(22.1)			
稅前純益	20.5	(13.0)	57.2	(31.7)	19.6	(14.1)	47.1	(24.8)			
稅後純益	22.0	(15.1)	64.4	(33.1)	19.0	(14.8)	46.8	(23.6)			
年成長率 (%)											
營業收入	(1.7)	(1.6)	(1.4)	10.4	10.0	11.8	12.0	10.4	1.2	11.1	11.8
營業毛利	(4.9)	(3.3)	12.8	(0.7)	10.7	13.6	12.3	11.3	1.3	11.9	12.7
營業收益	9.3	2.3	14.5	7.6	11.1	16.6	14.3	11.2	8.9	13.2	16.5
EBITDA	8.0	1.5	12.9	8.9	12.1	17.3	14.6	9.1	8.2	13.2	16.1
稅前純益	6.6	10.7	9.1	12.6	11.7	10.3	3.3	13.7	9.6	9.1	17.2
稅後純益	6.1	9.6	19.2	13.8	11.1	11.6	(0.4)	13.8	12.7	8.0	17.4

資料來源：公司資料，凱基

## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>22,223</b>	<b>24,429</b>	<b>24,539</b>	<b>25,166</b>	<b>26,772</b>
<b>流動資產</b>	<b>16,160</b>	<b>17,963</b>	<b>18,090</b>	<b>18,266</b>	<b>19,948</b>
現金及短期投資	2,809	2,917	4,125	3,738	4,719
存貨	5,434	5,241	4,291	4,739	5,298
應收帳款及票據	1,160	1,199	1,067	1,182	1,325
其他流動資產	6,757	8,607	8,607	8,607	8,607
<b>非流動資產</b>	<b>6,063</b>	<b>6,466</b>	<b>6,449</b>	<b>6,900</b>	<b>6,823</b>
長期投資	239	289	357	398	439
固定資產	5,022	5,227	5,142	5,552	5,434
什項資產	801	950	950	950	950
<b>負債總額</b>	<b>8,427</b>	<b>8,984</b>	<b>8,719</b>	<b>8,897</b>	<b>10,027</b>
<b>流動負債</b>	<b>7,707</b>	<b>8,511</b>	<b>7,982</b>	<b>8,247</b>	<b>9,308</b>
應付帳款及票據	2,237	1,859	1,981	2,187	2,445
短期借款	1,948	1,934	1,163	979	1,056
什項負債	3,521	4,718	4,839	5,081	5,806
<b>長期負債</b>	<b>721</b>	<b>474</b>	<b>737</b>	<b>649</b>	<b>720</b>
長期借款	163	-	263	176	246
其他負債及準備	351	312	312	312	312
<b>股東權益總額</b>	<b>13,795</b>	<b>15,445</b>	<b>15,821</b>	<b>16,270</b>	<b>16,744</b>
普通股股本	2,419	2,419	2,419	2,419	2,419
保留盈餘	2,960	-	332	738	1,162
少數股東權益	83	88	131	174	225
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	16.1%	10.9%	1.2%	11.1%	11.8%
營業收益增長	26.8%	31.1%	8.9%	13.2%	16.5%
EBITDA	22.2%	27.7%	8.2%	13.2%	16.1%
稅後純益	29.1%	32.4%	12.7%	8.0%	17.4%
每股盈餘成長率	19.7%	29.8%	12.7%	8.0%	17.4%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	22.6%	25.7%	25.8%	26.0%	26.2%
營業利益率	11.7%	13.8%	14.9%	15.2%	15.8%
EBITDA Margin	13.5%	15.6%	16.6%	17.0%	17.6%
稅後純益率	9.2%	11.0%	12.2%	11.9%	12.5%
平均資產報酬率	13.0%	15.1%	16.2%	17.2%	19.3%
股東權益報酬率	22.3%	24.2%	25.5%	26.9%	30.8%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	15.3%	12.5%	9.0%	7.1%	7.8%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	38.5	24.1	18.5	24.3	33.1
利息及短期債保障倍數 (x)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	33.2	18.7	19.7	19.2	26.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.5	1.7	3.9	3.7	4.2
流動比率 (x)	2.1	2.1	2.3	2.2	2.1
速動比率 (x)	1.4	1.5	1.7	1.6	1.6
淨負債 (NT\$百萬)	(531)	(827)	(2,543)	(2,426)	(3,260)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	11.20	14.53	16.37	17.68	20.75
每股現金盈餘 (NT\$)	12.71	15.36	23.40	18.69	21.73
每股淨值 (NT\$)	56.70	63.50	64.87	66.55	68.30
調整後每股淨值 (NT\$)	57.82	63.50	64.87	66.55	68.30
每股營收 (NT\$)	121.99	132.65	134.21	149.04	166.61
EBITDA/Share (NT\$)	16.49	20.65	22.34	25.29	29.36
每股現金股利 (NT\$)	9.50	14.50	15.00	16.00	19.00
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.42	1.38	1.33	1.45	1.55
應收帳款周轉天數	14.6	13.6	12.0	12.0	12.0
存貨周轉天數	88.6	80.3	65.0	65.0	65.0
應付帳款周轉天數	36.5	28.5	30.0	30.0	30.0
現金轉換周轉天數	66.7	65.4	47.0	47.0	47.0

資料來源：公司資料，凱基

## 損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>28,931</b>	<b>32,083</b>	<b>32,459</b>	<b>36,047</b>	<b>40,296</b>
營業成本	(22,396)	(23,827)	(24,097)	(26,687)	(29,751)
<b>營業毛利</b>	<b>6,535</b>	<b>8,256</b>	<b>8,361</b>	<b>9,360</b>	<b>10,545</b>
營業費用	(3,154)	(3,824)	(3,536)	(3,897)	(4,179)
<b>營業利益</b>	<b>3,381</b>	<b>4,432</b>	<b>4,825</b>	<b>5,464</b>	<b>6,366</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>90</b>	<b>265</b>	<b>330</b>	<b>208</b>	<b>201</b>
利息收入	17	43	85	80	72
投資利益淨額	45	40	80	53	53
其他營業外收入	28	182	165	75	76
<b>總營業外費用</b>	<b>(72)</b>	<b>(108)</b>	<b>(128)</b>	<b>(187)</b>	<b>(140)</b>
利息費用	(91)	(198)	(288)	(235)	(200)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	18	90	160	48	60
<b>稅前純益</b>	<b>3,398</b>	<b>4,589</b>	<b>5,027</b>	<b>5,485</b>	<b>6,427</b>
所得稅費用[利益]	(720)	(1,049)	(1,024)	(1,166)	(1,357)
少數股東損益	(23)	(25)	(43)	(43)	(51)
非常項目	-	(0)	-	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>2,655</b>	<b>3,515</b>	<b>3,960</b>	<b>4,276</b>	<b>5,019</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3,912</b>	<b>4,994</b>	<b>5,403</b>	<b>6,117</b>	<b>7,100</b>
每股盈餘 (NT\$)	11.20	14.53	16.37	17.68	20.75

## 現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>3,013</b>	<b>3,715</b>	<b>5,660</b>	<b>4,519</b>	<b>5,256</b>
本期純益	2,655	3,515	3,960	4,276	5,019
折舊及攤提	530	562	578	653	734
本期運用資金變動	301	(223)	1,203	(356)	(444)
其他營業資產及負債變動	(473)	(139)	(80)	(53)	(53)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(2,372)</b>	<b>(1,066)</b>	<b>(481)</b>	<b>(1,051)</b>	<b>(604)</b>
投資用短期投資出售[新購]	23	(3)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	12	12	12
資本支出淨額	(399)	(398)	(480)	(1,050)	(603)
其他資產變動	(1,996)	(665)	(13)	(13)	(13)
<b>自由現金流</b>	<b>3,080</b>	<b>3,348</b>	<b>5,130</b>	<b>3,536</b>	<b>4,696</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(329)</b>	<b>(2,640)</b>	<b>(3,972)</b>	<b>(3,855)</b>	<b>(3,672)</b>
短期借款變動	(1,483)	(136)	(590)	(271)	106
長期借款變動	245	(81)	82	0	41
現金增資	2,987	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,954)	(2,298)	(3,507)	(3,628)	(3,870)
其他融資現金流	(124)	(126)	43	43	51
<b>匯率影響數</b>	<b>(37)</b>	<b>109</b>			
<b>本期產生現金流量</b>	<b>276</b>	<b>118</b>	<b>1,208</b>	<b>(387)</b>	<b>981</b>

## 投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	10.9%	11.9%	10.9%	10.8%	10.4%
<b>= 營業利益率</b>	<b>11.7%</b>	<b>13.8%</b>	<b>14.9%</b>	<b>15.2%</b>	<b>15.8%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>	<b>2.6</b>	<b>2.7</b>	<b>3.1</b>
營業利益率	11.7%	13.8%	14.9%	15.2%	15.8%
x 資本周轉率	2.2	2.3	2.6	2.7	3.1
x (1 - 有效現金稅率)	78.8%	77.1%	79.6%	78.7%	78.9%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>20.7%</b>	<b>24.3%</b>	<b>30.3%</b>	<b>32.6%</b>	<b>39.2%</b>

資料來源：公司資料，凱基



## 聚陽 – 以往評級及目標價



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)	凱基證券集團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，過後若有變更時，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。