

## 聚陽 (1477 TT) Makalot

Gap 擴大訂單份額，挹注 3Q24 旺季營運，並推出智慧衣，題材夯

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$465.0

收盤價 (2024/06/21)：NT\$391.0  
隱含漲幅：18.9%

## 營收組成 (2023)

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\$)	465.0	450.0
2024年營收 (NT\$/十億)	36.0	36.0
2024年EPS	18.5	18.3

## 交易資料表

市值	NT\$94,580百萬元
外資持股比率	37.2%
董監持股比率	7.9%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$66.38
負債比	48.3%
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	32,083	32,459	36,020	40,394
營業利益	4,432	4,840	5,767	6,423
稅後純益	3,515	3,991	4,475	4,833
EPS (元)	14.53	16.50	18.50	19.98
EPS YoY (%)	32.3	13.6	12.1	8.0
本益比 (倍)	26.9	23.7	21.1	19.6
股價淨值比 (倍)	6.2	6.0	5.9	5.6
ROE (%)	24.2	25.7	27.4	28.4
現金殖利率 (%)	3.7%	4.2%	4.3%	4.6%
現金股利 (元)	14.50	16.40	16.65	17.98

## 蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuanta.com

## 蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

## 元大觀點

- 聚陽新增印尼廠及投資薩爾瓦多新廠，承接品牌商新訂單，成長可期。而生產效率提升，2Q24 稅後 EPS 上修 4.5%至 3.64 元。
- Gap 回補訂單加持，3Q24 稅後 EPS 上修 1.5%至 5.56 元，2024 年稅後 EPS 上修 1.3%至 18.5 元，年增 12.1%，獲利再創新高。
- 聚陽在 Gap 供應鏈坐三望二，擴大訂單份額，亦具智慧衣題材，建議買進，目標價上調至 465 元，基於 25 倍本益比、2024 年 EPS 評價。

## 印尼廠新產能加入，成長可期，且智慧衣題材夯

聚陽印尼廠投產，具成本低及 RCEP 關稅協議優勢，為接單利器。另孟加拉新廠將於 2025 年投產，薩爾瓦多新廠於 2024 年 10 月投產，滿足客戶生產據點分散的要求，長期展望佳。聚陽相繼發表“動作捕捉智慧套裝”及“電脈衝肌肉刺激(EMS)智慧健身衣”兩款新產品，擁有石墨烯材料及紗線特殊織法專利，可競逐智慧衣市場，未來發展潛力巨大，前景可期。

## 生產效率佳，2Q24/3Q24 稅後 EPS 各上修 4.5%/1.5%至 3.64 元/5.56 元，2024 年獲利上修 1.3%至 18.5 元

預估聚陽 2Q24 營收 78.33 億元，季減 9.0%，年增 8.4%，生產效率佳，毛利率上修 0.7ppt 至 25.5%，稅後 EPS 上修 4.5%至 3.64 元，季減 21.4%，年增 9.3%。而 Gap 回補庫存訂單挹注，預估 3Q24 營收 104.42 億元，季增 33.3%，年增 12.6%，稅後 EPS 上修 1.5%至 5.56 元，季增 52.9%，年增 1.6%，營收獲利將創單季新高。預估 2024 年營收 360.2 億元，年增 11%，毛利率上修 0.2ppt 至 26.9%，稅後 EPS 上修 1.3%至 18.50 元，年增 12.1%，2024 年營收及獲利將再創新高，趨勢正面。

## Gap 擴大訂單份額，新產能及智慧衣新品推出，成長可期

考量：1) 生產效率佳，2Q24 稅後 EPS 上修 4.5%至 3.64 元，年增 9.3%；2) 聚陽在 Gap 供應鏈地位坐三望二，擴大訂單份額，挹注 3Q24 旺季更旺，營收及獲利將同創單季新高。2024 年營收及獲利也將再創新高；3) 聚陽推出兩款健身衣產品，可競逐智慧衣市場；4) 品牌商整合供應鏈，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，聚陽配合品牌商要求，於中南美洲的薩爾瓦多設廠，可持續獲取品牌客戶訂單，營運展望佳，維持買進建議，目標價調升至 465 元(25 PER X 2024 年稅後 EPS)。

## 營運分析

### 生產效率佳，2Q24 稅後 EPS 上修 4.5%至 3.64 元，年增 9.3%

聚陽 2024 年 5 月營收回升至 27.13 億元，月增 21.4%，年增 16.6%，動能回升，出貨量年增 16%，匯率有利 5%，抵銷 ASP 年減 4%之干擾。聚陽來自客戶回補訂單強勁，5 月營收跳升，反映工廠加班因應滿載訂單，6 月營收可持續提升。維持 2Q24 營收 78.33 億元之預估，季減 9.0%，年增 8.4%，而公司產線生產效率佳，預估毛利率上修 0.7ppt 至 25.5% (原估 24.8%)，營益率上修 0.7ppt 至 15% (原估 14.3%)，營業利益上修 4.9%至 11.73 億元(原估 11.18 億元)，季減 13.2%，年增 18.4%，業外受惠台幣貶值，推估有 1500 萬元匯兌利益貢獻，稅後 EPS 上修 4.5%至 3.64 元 (原估 3.48 元)，季減 21.4%，年增 9.3%。

圖 1：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	7,224	8,608	7,833	-9.0%	8.4%	7,833	7,968	0	-1.7%
營業毛利	1,777	2,337	1,997	-14.6%	12.4%	1,943	2,098	2.8%	-4.8%
營業利益	991	1,352	1,173	-13.2%	18.4%	1,118	1,186	4.9%	-1.1%
稅前利益	1,048	1,419	1,152	-18.8%	9.9%	1,102	1,196	4.5%	-3.7%
稅後淨利	805	1,119	879	-21.4%	9.3%	841	912	4.5%	-3.6%
調整後 EPS (元)	3.33	4.63	3.64	-21.4%	9.3%	3.48	3.75	4.5%	-2.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	24.6%	27.2%	25.5%	-1.7	0.9	24.8%	26.3%	0.7	-0.8
營業利益率	13.7%	15.7%	15.0%	-0.7	1.3	14.3%	14.9%	0.7	0.1
稅後純益率	11.1%	13.0%	11.4%	-1.6	0.3	10.9%	11.4%	0.5	-0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 3Q24 及 2024 年稅後 EPS 各上修至 5.56 元及 18.50 元，再創新高

展望 3Q24，受惠聚陽在美系客戶 Gap 供應鏈地位提昇，爭取到其他供應商的訂單份額，聚陽來自 Gap 回補訂單的需求強勁，而 Kohl's 洋裝銷售亮麗，訂單年增超過 10%，Dicks 訂單年增幅度也有 10%以上，挹注 3Q24 營運，預期 3Q24 訂單量可達低雙位數 YOY 增長幅度，彌補 ASP 下跌 1% 的干擾，聚陽也將透過加班，提高產量，以因應滿載的訂單，3Q24 營運將是旺季更旺，預估 3Q24 營收續揚至 104.42 億元，季增 33.3%，年增 12.6%，毛利率上修 0.2ppt 至 27.2% (原估 27%)，反應生產效率佳，營益率上修 0.2ppt 至 16.7% (原估 16.5%)，營業利益上修 1.2%至 17.43 億元(原估 17.22 億元)，季增 48.6%，年增 18.4%，稅後 EPS 上修 1.5%至 5.56 元(原估 5.48 元)，季增 52.9%，年增 1.6%，營收及獲利將同創單季新高。

展望 2024 年，美系客戶 Gap 回補庫存的訂單需求強勁，Kohl's 訂單也轉強，日系客戶則開始爭取 4Q24 產能，因應海外展店規劃的訂單需求，聚陽 2H24 訂單展望樂觀，出貨量可延續年增幅度達雙位數之動能表現，代工單價年減幅度逐步收斂，2H24 單價可恢復年增，維繫營收動能，預估 2024 年營收維持 360.2 億元，年增 11.0%，毛利率改善 1.1ppt 至 26.9% (原估 26.7%)，營益率改善 1.1ppt 至 16.0% (原估 15.8%)，營業利益上修 1.3%至 57.67 億元(原估 56.91 億元)，年增 19.2%，稅後 EPS 提升至 18.50 元(原估 18.27 元)，年增 12.1%，上修幅度約 1.3%，2024 年營收及獲利將持續再創新高，趨勢依舊正面。聚陽預計於 2H24 配發股票股利 0.2 元，除權後股本將由 24.19 億元膨脹至 24.67 億元，則 2024 年稅後 EPS 將由 18.50 元調整為 18.14 元。

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24F	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	9,272	7,833	10,442	33.3%	12.6%	10,442	10,311	0.0%	1.3%
營業毛利	2,486	1,997	2,840	42.2%	14.2%	2,819	2,761	0.7%	2.9%
營業利益	1,472	1,173	1,743	48.6%	18.4%	1,722	1,710	1.2%	1.9%
稅前利益	1,648	1,152	1,753	52.2%	6.4%	1,727	1,714	1.5%	2.3%
稅後淨利	1,323	879	1,344	52.9%	1.6%	1,324	1,361	1.5%	-1.2%
調整後 EPS (元)	5.47	3.64	5.56	52.9%	1.6%	5.48	5.55	1.5%	0.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	26.8%	25.5%	27.2%	1.7	0.4	27.0%	26.8%	0.2	0.4
營業利益率	15.9%	15.0%	16.7%	1.7	0.8	16.5%	16.6%	0.2	0.1
稅後純益率	14.3%	11.4%	13.0%	1.6	-1.4	12.7%	13.2%	0.2	-0.3

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，近幾年聚陽擴大運動機能服飾接單，營收佔比達 51%，流行成衣佔比降至 49%，預估 2024 年運動服飾佔比將提升至 55%，流行成衣佔比降至 45%。客戶以美系客戶為主，銷售以美國地區為主，營收佔比 73%，亞洲地區佔比 23% (以日本市場為主)，另外聚陽亦有歐系品牌客戶訂單，歐洲地區佔比 4%。

聚陽 2023 年各客戶營收分佈，Gap 佔比由 2022 年 29%略降至 28%，仍是最大客戶；Target 佔比維持 20%；日系客戶迅銷集團(Fast Retailing)佔比由 18%增至 22%；Kohl's 佔比維持 6%；而新客戶 Dicks 佔比為 6%，躍居第 5 大客戶；其他客戶佔比約 18%。聚陽持續開發新客戶，惟營收貢獻度仍低於 1%。受惠聚陽在美系客戶 Gap 供應鏈地位提昇，爭取到其他供應商的訂單份額，聚陽來自 Gap 回補訂單的需求強勁，預期 2024 年 Gap 營收佔比將可提升至 30%，Fast Retailing 及 Target 佔比則在 20%-22%之間。

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，越南廠產能佔比 40.7%最大，其次為印尼廠佔比 35.6%、柬埔寨廠佔比 17.9%，中國廠及菲律賓廠產能分布各為 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。聚陽持續於印尼廠及越南廠擴產，並有孟加拉新廠投產貢獻，預估 2024 年出貨量可年增 10%以上。

## 日系客戶訂單穩健，美系客戶回補庫存力道強，挹注聚陽 2024 年營運動能

日系客戶 Fast Retailing 在日本解封後，營運回升，聚陽從 3Q22 開始，來自日系客戶的訂單復甦，並延續至 2023 年，訂單年增雙位數 YOY，維繫聚陽 2023 年營運表現。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，日系客戶訂單展望正向，延續雙位數以上的年增長表現。除此之外，美系客戶於 4Q23 啟動回補庫存的循環，2024 年回補庫存的趨勢持續，而聚陽以來自 Gap 回補訂單的需求最為強勁，3Q24 訂單年增幅度達 30%，Kohl's 洋裝銷售亮麗，3Q24 訂單年增超過 10%，Dicks 訂單年增幅度也有 10% 以上，推升聚陽 3Q24 營運旺季更旺，而聚陽在 Gap 供應鏈地位提昇，爭取到其他供應商的訂單份額，搭配薩爾瓦多新廠將於 4Q24 投產，有利聚陽持續爭取 Gap 在 2025 年訂單份額，是聚陽重要的營收成長來源。

## 品牌商重視訂單分佈的區域平衡，聚陽也將於薩爾瓦多設廠，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，年增 3.7%。聚陽 2023 年產能分佈，越南廠佔比由 2022 年 40.7% 增至 41%，印尼廠佔比由 35.6% 增至 38%，柬埔寨廠佔比由 17.9% 降至 17.0%，中國廠佔比由 3.1% 降至 2%，菲律賓廠佔比由 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，未來越南廠的下單比重將控管在一定水準，其餘訂單分配到印尼廠及柬埔寨廠。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 條產線進行投產，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。另外聚陽在中南美洲的薩爾瓦多設立新廠，預計投入 600 萬美元，投產時間則由 2024 年底提前至 2024 年 10 月，以滿足客戶生產據點分散的要求，有利於爭取美系客戶訂單，長期成長趨勢將可延續。

## 品牌商加速供應鏈整合，大者恆大，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 年前五大供應商，2023 年已是第四大供應商，可望坐三望二；在 Target 供應鏈中，也由以往前五大提升至第二大或第三大供應商。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廠及越南廠，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。印尼廠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。

## 聚陽擁有石墨烯材料及紗線特殊織法專利，競逐智慧衣市場的利器

聚陽於智慧衣產品線發展積極，與 Moxi 合作的”動作捕捉智慧套裝”，可應用於運動訓練、體適能檢測等，亦可支援擴增實境(AR)與虛擬實境(VR)等應用，透過動作捕捉的功能，進而親身體驗拳擊、武術或電競等運動，並增強虛擬世界的體驗感。而這產品於 2024 年 6 月初台北國際電腦展 (Computex)的「Best Choice」官方獎項中成功獲取第一名的金牌獎。另外聚陽也與信邦(3023)合作開發”電脈衝肌肉刺激(EMS)智慧健身衣”，可應用於健身訓練，也通過 FDA II 級醫療認證，用於醫療復健使用。智慧衣產品發展的關鍵技術在於紗線的訊號傳導準確度以及水洗後可維持訊號傳導功能，以及水洗次數上限等。聚陽擁有石墨烯材料可水洗，以及紗線特殊織法的專利，是在智慧衣新產品的發展利基點。不過由於智慧衣的生產成本仍太高，亦有經過水洗，品質還要能維持穩定的挑戰，因此相關智慧衣產品只是處於開發階段，還沒有實際量產。不過聚陽已具備智慧衣的專利，亦智慧衣樣品的生產實績，未來發展潛力巨大，成長可期。



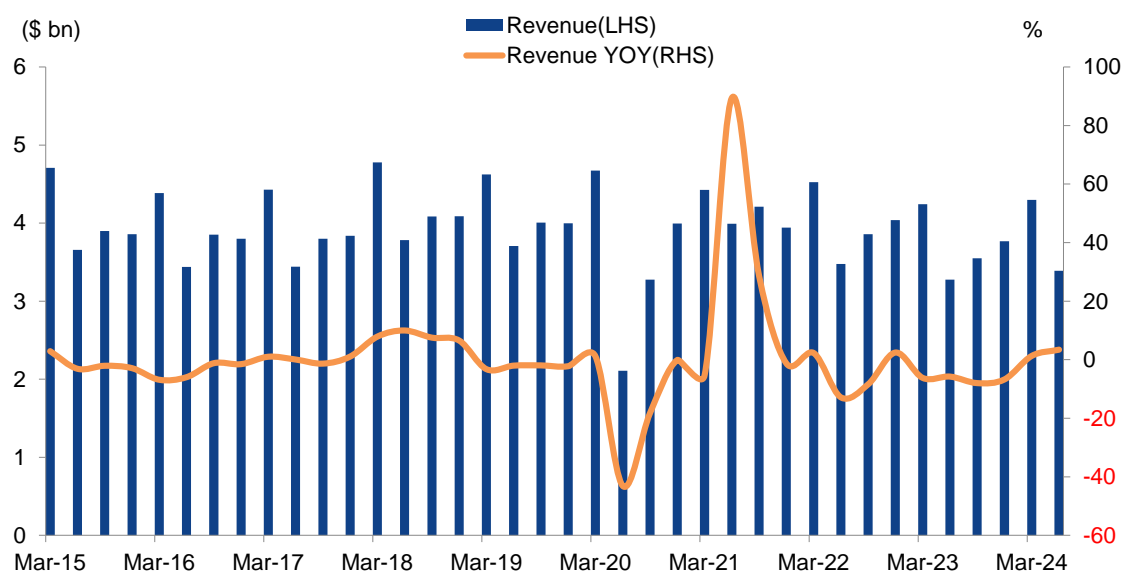
## 美系品牌 Gap 營收連 2 季 YOY 正成長，下單力道逐步轉強

Gap (美股代碼 GPS) 公布 1QFY24 財報(2024/2/3-2024/5/4)，營收 33.88 億美元，季減 21.2%，年增 3.4%，優於市場預估之 32.9 億美元，營收 YOY 連 2 季正成長，毛利率改善 4.1ppt 至 41.2%，反映原物料成本下滑及促銷活動減少，營益率 6.1%，營業利益 2.05 億美元，遠優於同期虧損 0.1 億美元，稅後 EPS 為 0.41 美元，優於同期每股虧損 0.05 美元，也優於市場預期之 0.14 美元。其中同店銷售年增 3%，線上銷售年增 5%，線上銷售營收佔比 38%。存貨金額降至 19.52 億美元，季減 2.2%，年減 15.1%，為近 6 年新低。

旗下品牌以 Old Navy 營收年增 5% 最強，Gap 主品牌 YOY 持平，Banana Republic 年增 2%，Athleta 年增 2%。而旗下品牌同店銷售，Old Navy 營收年增 3%，Gap 主品牌年增 3%，Banana Republic 年增 1%，Athleta 年增 5%。

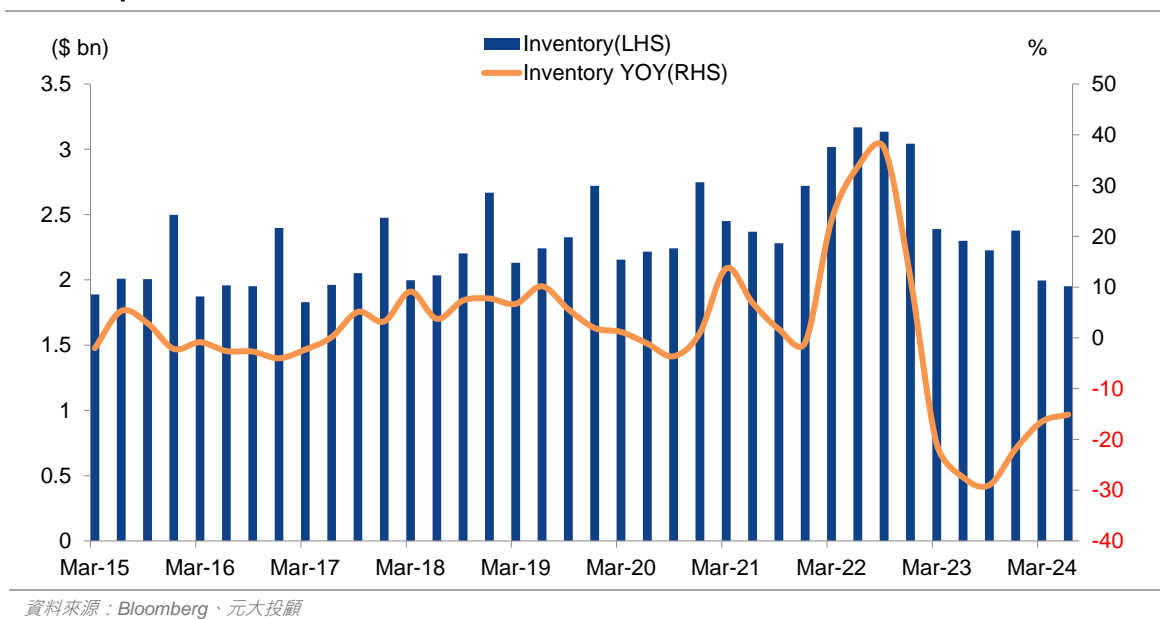
2QFY24 展望，營收預估年增低個位數，毛利率改善 3ppt。由於 1QFY24 營運優於預期，上修 FY2024 展望，營收由年持平上修至微幅年成長，毛利率由原本改善 0.5ppt 上修至改善 1.5ppt，營業利益由年增 10-15% 上修至年增 45%。資本支出維持 5 億美元。Gap 表示美國銷售趨勢好轉，加上 Gap 品牌定位策略執行成功，提振營運表現，旗下 Old Navy、Athleta 及 Banana Republic 恢復成長，Gap 主品牌也表現平穩。隨著通膨降溫，升息干擾淡化，美國消費動能有機會緩步回穩，預期 Gap 於 2024 年下單力道逐步轉強，訂單回溫。

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



### 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) 2QFY24 (2023 年 12 月至 2024 年 2 月)之季度營運表現，營收 7881 億日圓，年增 4.9%，營業利益 1104 億日圓，年增 7.0%，動能雙雙減緩，乃 Uniqlo Japan 業務增長疲軟所致，而 Uniqlo International 擴張動能依舊穩健。累積 1HFY24 營收 15989 億日圓，年增 9.0%，營業利益 2570 億日圓，年增 16.7%，仍維持雙位數 YOY 增長。由於 2QFY24 動能減緩，公司對於 FY2024 (2023 年 9 月至 2024 年 8 月)財務預測，營收預估由 3.05 兆日圓下修至 3.03 兆日圓，下修幅度約 0.7%，年增 9.5%，不過維持營業利益 4500 億日圓，年增 18.1%，均延續成長軌道。至於迅銷集團的存貨金額 4144.32 億日圓，季減 14.7%，年減 5.3%，動能放緩，搭配營收年增幅 7.0%，迅銷集團沒有庫存去化問題。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

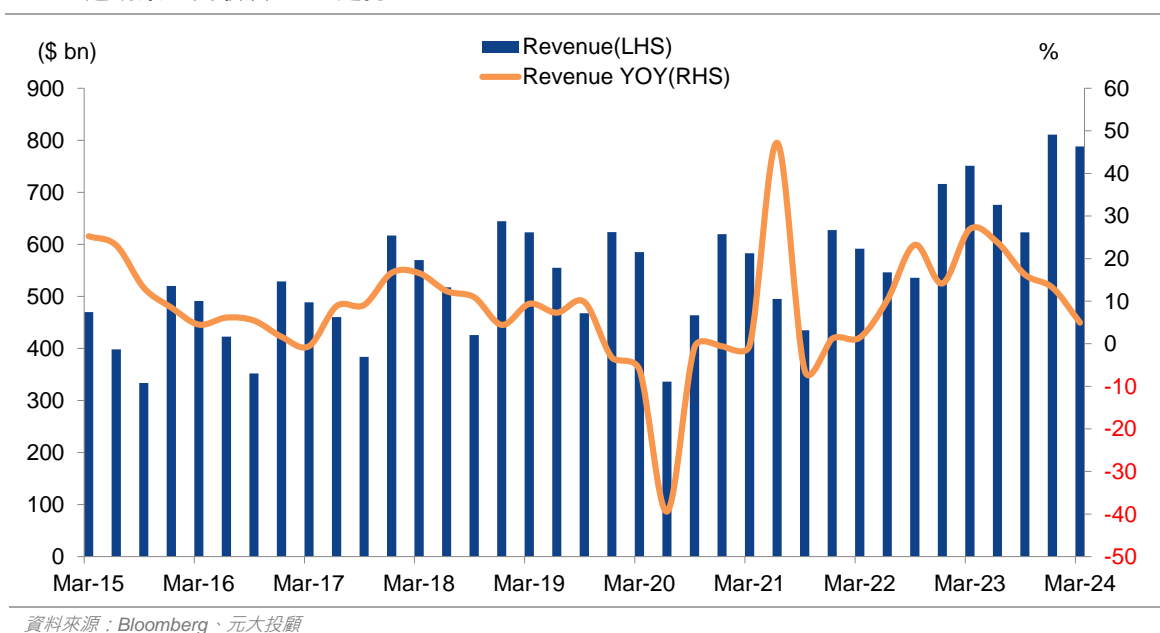
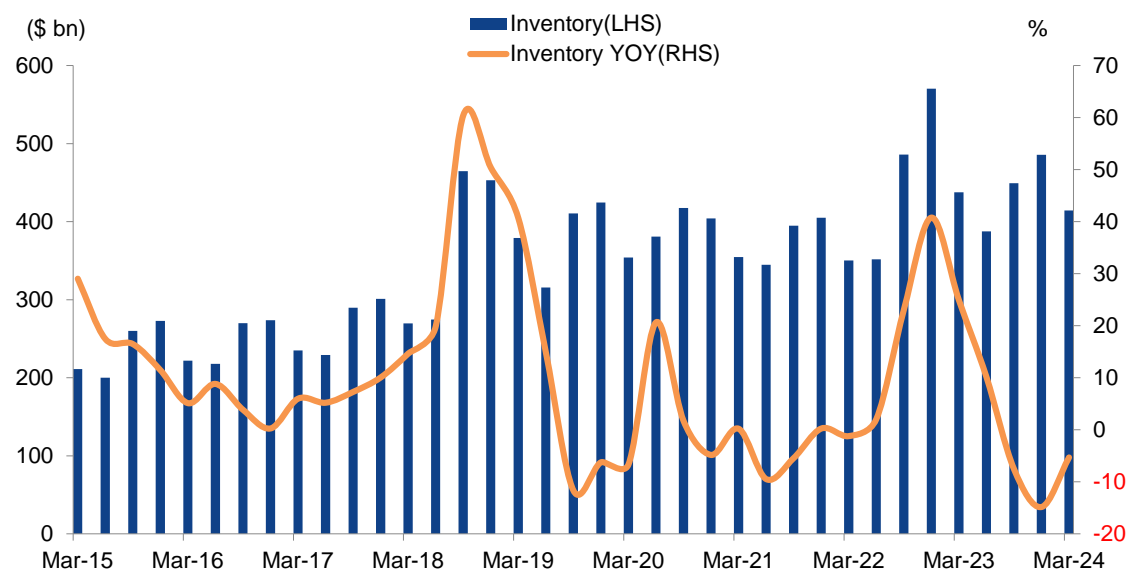


圖 6：迅銷集團存貨及 YoY 趨勢圖



資料來源：Bloomberg、元大投顧



## 獲利調整與股票評價

### 訂單復甦，毛利率上修，智慧衣產品發表，維持買進，目標價上調至 465 元

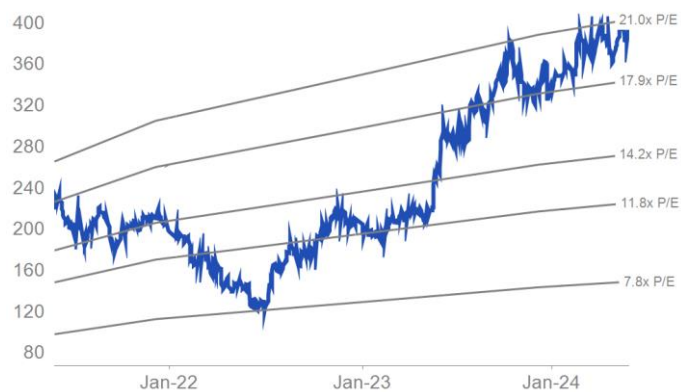
考量：1) 5 月營收回升至 27.13 億元，月增 21.4%，年增 16.6%，動能回升，出貨量年增 16%，來自客戶回補訂單強勁；2) 生產效率佳，2Q24 毛利率上修 0.7ppt 至 25.5%，稅後 EPS 上修 4.5% 至 3.64 元，季減 21.4%，年增 9.3%；3) 聚陽在 Gap 供應鏈地位提昇，擴大訂單份額，挹注 3Q24 旺季營運，3Q24 營收季增 33.3%，年增 12.6%，營業利益上修 1.2% 至 17.43 億元，季增 48.6%，年增 18.4%，稅後 EPS 上修 1.5% 至 5.56 元，季增 52.9%，年增 1.6%，營收及獲利將同創單季新高。2024 年營收年增 11%，稅後 EPS 上修 1.3% 至 18.5 元，年增 12.1%，營收及獲利將同創新高；4) 聚陽相繼發表“動作捕捉智慧套裝”及“電脈衝肌肉刺激(EMS)智慧健身衣”，擁有石墨烯材料及紗線特殊織法專利，可競逐智慧衣市場；5) 品牌商整合供應鏈，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，聚陽配合品牌商要求，於中南美洲的薩爾瓦多設廠，可持續獲取品牌客戶訂單，營運展望佳，維持買進建議，目標價調升至 465 元(25 PER X 2024 年稅後 EPS)。

圖 7：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	36,020	36,020	40,394	40,394	0	0
營業毛利	9,687	9,612	10,728	10,728	0.8%	0
營業利益	5,767	5,691	6,423	6,423	1.3%	0
稅前利益	5,801	5,728	6,309	6,266	1.3%	0.7%
稅後淨利	4,475	4,419	4,833	4,800	1.3%	0.7%
調整後 EPS (元)	18.50	18.27	19.98	19.84	1.3%	0.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	26.9%	26.7%	26.6%	26.6%	0.2	0
營業利益率	16.0%	15.8%	15.9%	15.9%	0.2	0
稅後純益率	12.6%	12.4%	12.1%	12.0%	0.2	0.1

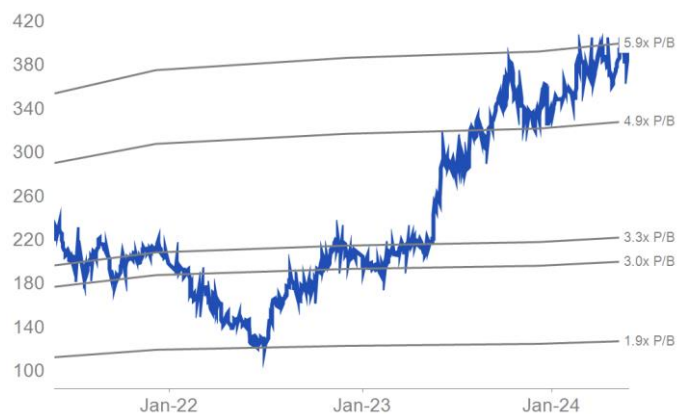
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
聚陽	1477 TT	買進	391.0	2,955	16.50	18.50	19.98	23.7	21.1	19.6	13.6	12.1	8.0
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	95.6	138,484	3.3	3.6	4.2	29.3	26.6	22.5	(14.7)	9.8	18.3
LULULEMON	LULU US	未評等	310.8	36,602	6.7	12.5	14.2	46.4	24.9	21.8	(10.9)	86.2	14.3
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	7.0	2,863	0.9	0.5	0.6	8.2	14.2	11.8	77.6	(42.5)	20.6
ANTA SPORTS	2020 HK	未評等	78.4	31,521	4.1	4.5	5.3	19.3	17.4	14.8	27.1	11.1	17.6
LI NING	2331 HK	未評等	17.5	7,049	1.4	1.7	2.0	12.9	10.2	8.6	(23.0)	26.8	18.0
申洲	2313 HK	未評等	79.3	14,735	3.3	4.1	4.9	23.8	19.3	16.0	(3.0)	22.9	20.6
國際同業平均													
國內同業													
儒鴻	1476 TT	買進	528.0	4,169	18.9	23.2	25.3	28.0	22.8	20.9	(23.8)	22.8	9.1
國內同業平均													

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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
聚陽	1477 TT	買進	391.0	2,955	25.7	27.4	28.4	65.40	66.38	69.32	6.0	5.9	5.6
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	95.6	138,484	34.6	39.1	42.6	9.0	8.8	8.7	10.6	10.9	11.0
LULULEMON	LULU US	未評等	310.8	36,602	43.8	42.7	37.2	24.7	31.3	40.4	12.6	9.9	7.7
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	7.0	2,863	14.3	11.1	5.2	4.4	4.8	5.4	1.6	1.5	1.3
ANTA SPORTS	2020 HK	未評等	78.4	31,521	23.8	22.9	22.6	20.4	19.8	23.1	3.8	4.0	3.4
LI NING	2331 HK	未評等	17.5	7,049	13.1	13.5	14.2	10.4	12.3	13.8	1.7	1.4	1.3
申洲	2313 HK	未評等	79.3	14,735	14.3	16.2	17.7	24.1	26.3	29.0	3.3	3.0	2.7
國際同業平均													
國內同業													
儒鴻	1476 TT	買進	528.0	4,169	20.4	22.4	22.3	93.6	103.2	113.4	5.6	5.1	4.7
國內同業平均													

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)

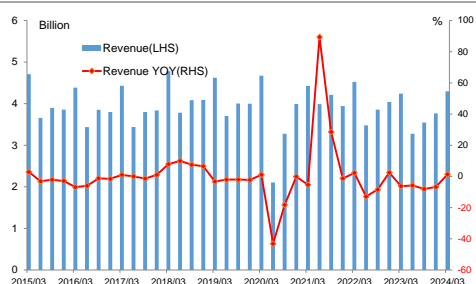
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	8,608	7,833	10,442	9,137	9,639	9,037	11,522	10,197	36,020	40,394
銷貨成本	(6,271)	(5,836)	(7,602)	(6,624)	(7,085)	(6,823)	(8,468)	(7,291)	(26,332)	(29,667)
營業毛利	2,337	1,997	2,840	2,513	2,554	2,214	3,053	2,906	9,687	10,728
營業費用	(985)	(824)	(1,097)	(1,014)	(1,021)	(960)	(1,224)	(1,100)	(3,920)	(4,305)
營業利益	1,352	1,173	1,743	1,499	1,533	1,254	1,829	1,806	5,767	6,423
業外利益	68	(21)	10	(22)	(56)	(13)	(18)	(26)	34	(114)
稅前純益	1,419	1,152	1,753	1,477	1,477	1,241	1,811	1,780	5,801	6,309
所得稅費用	(295)	(259)	(394)	(332)	(332)	(279)	(408)	(400)	(1,281)	(1,419)
少數股東權益	5	0	0	0	0	0	0	0	45	56
歸屬母公司稅後純益	1,119	879	1,344	1,132	1,132	950	1,388	1,364	4,475	4,833
調整後每股盈餘(NT\$)	4.63	3.64	5.56	4.68	4.68	3.93	5.74	5.64	18.50	19.98
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	27.2%	25.5%	27.2%	27.5%	26.5%	24.5%	26.5%	28.5%	26.9%	26.6%
營業利益率	15.7%	15.0%	16.7%	16.4%	15.9%	13.9%	15.9%	17.7%	16.0%	15.9%
稅前純益率	16.5%	14.7%	16.8%	16.2%	15.3%	13.7%	15.7%	17.5%	16.1%	15.6%
稅後純益率	13.0%	11.4%	13.0%	12.5%	11.9%	10.6%	12.2%	13.5%	12.6%	12.1%
有效所得稅率	20.8%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.1%	22.5%
季增率(%)										
營業收入	5.9%	-9.0%	33.3%	-12.5%	5.5%	-6.2%	27.5%	-11.5%		
營業利益	16.5%	-13.2%	48.6%	-14.0%	2.3%	-18.2%	45.9%	-1.3%		
稅後純益	22.2%	-21.4%	52.9%	-15.8%	0	-16.1%	46.1%	-1.7%		
調整後每股盈餘	--	-21.4%	52.9%	-15.8%	0	-16.1%	46.1%	-1.7%		
年增率(%)										
營業收入	9.9%	8.4%	12.6%	12.4%	12.0%	15.4%	10.3%	11.6%	11.0%	12.1%
營業利益	11.1%	18.4%	18.4%	29.2%	13.4%	6.9%	4.9%	20.5%	19.2%	11.4%
稅後純益	18.0%	9.3%	1.6%	23.6%	1.2%	8.1%	3.3%	20.5%	12.0%	8.2%
調整後每股盈餘	18.0%	9.3%	1.6%	--	1.1%	8.0%	3.2%	20.5%	12.1%	8.0%

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

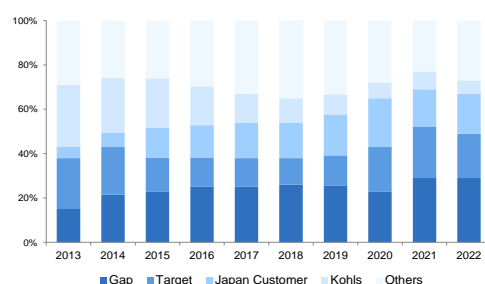
公司成立於 1990 年 1 月，是亞太地區知名的成衣製造商，主要業務為成衣的設計、製造及銷售，其客戶為全球及區域型之大型成衣零售商，是全球第五大成衣代工商。2015 年公司積極切入機能性服飾領域，運動服飾佔營收比重逐年提升。公司五大廠區包括印尼、柬埔寨、越南、菲律賓、中國大陸，採「台灣接單，全球生產」的營運模式。公司成衣商品主要銷售地區為美國市場，主要客戶包含百貨公司(Kohl's JC Penney)、大型賣場(Target、Wal-mart)、成衣專賣店(Gap、Old Navy、Hanesbrands、H&M、Carter's、MANGO、Under Armour 等等)；歐洲市場客戶有 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



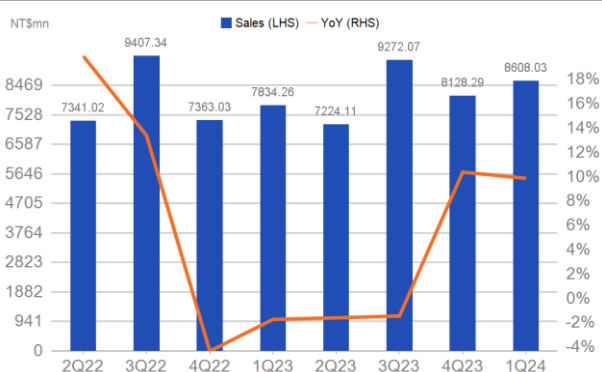
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：營收組成



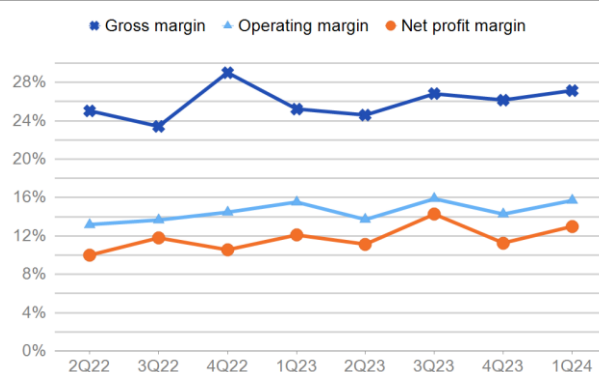
資料來源：公司資料

圖 15：營收趨勢



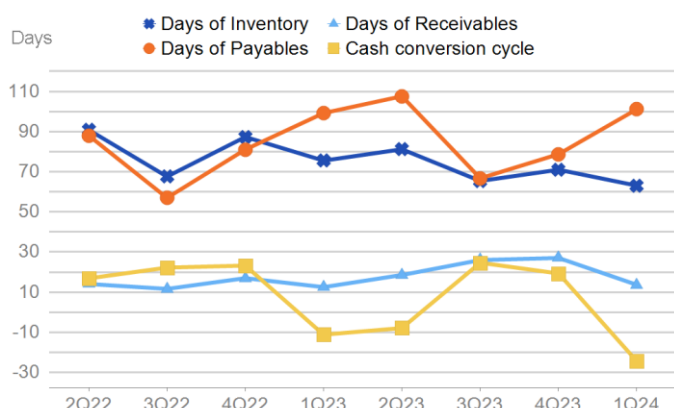
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：毛利率、營益率、淨利率



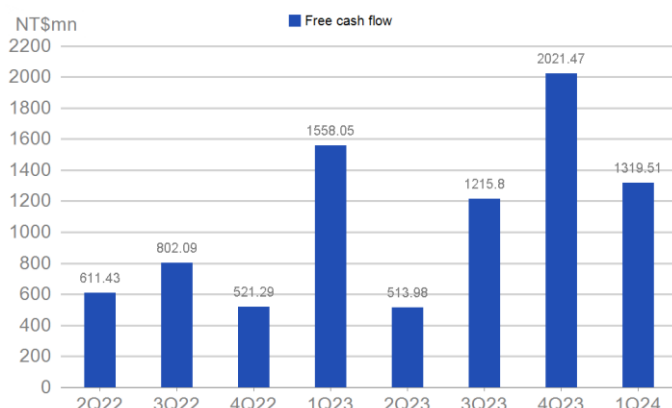
資料來源：CMoney、公司資料

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	15.6
在 ESG 議題上的曝險 (A)	22.6
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	32.9
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	38

資料來源：Sustainalytics (2024/6/21)

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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	2,643	2,760	3,014	3,073	3,049
存貨	5,434	5,241	4,843	4,958	5,260
應收帳款及票據	1,160	1,199	1,527	1,555	1,643
其他流動資產	6,923	8,763	9,034	9,005	9,089
流動資產	16,160	17,963	18,419	18,591	19,041
採用權益法之投資	239	289	364	380	402
固定資產	5,022	5,227	5,264	5,691	6,059
無形資產	34	29	25	0	0
其他非流動資產	767	921	804	846	868
非流動資產	6,063	6,466	6,457	6,918	7,330
資產總額	22,223	24,429	24,876	25,509	26,370
應付帳款及票據	2,237	1,859	2,187	2,202	2,314
短期借款	1,866	1,753	1,553	1,585	1,616
什項負債	3,603	4,899	4,857	4,878	4,868
流動負債	7,707	8,511	8,597	8,665	8,797
長期借款	163	0	0	0	0
其他負債及準備	557	474	352	360	364
長期負債	721	474	352	360	364
負債總額	8,427	8,984	8,949	9,025	9,161
股本	2,419	2,419	2,419	2,467	2,467
資本公積	6,215	6,215	6,215	6,215	6,215
保留盈餘	5,459	6,725	7,209	7,717	8,443
什項權益	(380)	(1)	(23)	(23)	(23)
歸屬母公司之權益	13,713	15,357	15,819	16,483	17,209
非控制權益	83	88	108	108	108
股東權益總額	13,795	15,445	15,927	16,483	17,209

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	2,678	3,540	4,035	4,520	4,889
折舊及攤提	530	562	548	591	666
本期營運資金變動	251	(267)	375	(128)	(278)
其他營業資產 及負債變動	(447)	(121)	827	222	(52)
營運活動之現金流量	3,013	3,715	5,785	5,160	5,168
資本支出	(399)	(398)	(476)	(1,019)	(1,034)
本期長期投資變動	36	49	76	(16)	(22)
其他資產變動	(2,009)	(717)	(1,077)	222	(52)
投資活動之現金流量	(2,372)	(1,066)	(1,478)	(1,135)	(1,087)
股本變動	220	0	0	48	0
本期負債變動	(1,237)	(217)	(363)	76	136
現金增減資	2,987	0	0	0	0
支付現金股利	(1,935)	(2,298)	(3,507)	(4,046)	(4,107)
其他調整數	(364)	(126)	(167)	222	(52)
融資活動之現金流量	(329)	(2,640)	(4,037)	(3,966)	(4,105)
匯率影響數	(37)	109	(17)	0	0
本期產生現金流量	276	118	254	59	(24)
自由現金流量	2,614	3,317	5,309	4,141	4,135

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	28,931	32,083	32,459	36,020	40,394
銷貨成本	(22,396)	(23,827)	(24,092)	(26,332)	(29,667)
營業毛利	6,535	8,256	8,366	9,687	10,728
營業費用	(3,154)	(3,824)	(3,527)	(3,920)	(4,305)
推銷費用	(1,667)	(2,038)	(1,849)	(2,013)	(2,176)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(1,510)	(1,785)	(1,672)	(1,912)	(2,129)
其他費用	23	(1)	(6)	5	0
營業利益	3,381	4,432	4,840	5,767	6,423
利息收入	17	43	89	0	0
利息費用	(36)	(127)	(211)	(206)	(158)
利息收入淨額	(19)	(84)	(123)	(206)	(158)
投資利益(損失)淨額	39	31	87	100	115
匯兌損益	(4)	171	41	15	0
其他業外收入(支出)淨額	1	39	182	0	0
稅前純益	3,398	4,589	5,027	5,801	6,309
所得稅費用	(720)	(1,049)	(992)	(1,281)	(1,419)
少數股權淨利	23	25	44	45	56
歸屬母公司之稅後純益	2,655	3,515	3,991	4,475	4,833
稅前息前折舊攤銷前淨利	4,019	5,350	5,852	6,186	6,817
調整後每股盈餘 (NT\$)	10.98	14.53	16.50	18.50	19.98

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	16.1	10.9	1.2	11.0	12.1
營業利益	26.8	31.1	9.2	19.2	11.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	21.3	33.1	9.4	5.7	10.2
稅後純益	28.8	32.2	14.0	12.0	8.2
調整後每股盈餘	17.4	32.3	13.6	12.1	8.0
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	22.6	25.7	25.8	26.9	26.6
營業利益率	11.7	13.8	14.9	16.0	15.9
稅前息前淨利率	11.6	13.9	14.8	15.5	15.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	13.9	16.7	18.0	17.2	16.9
稅前純益率	11.8	14.3	15.5	16.1	15.6
稅後純益率	9.2	11.0	12.3	12.6	12.1
資產報酬率	13.1	15.2	16.4	17.7	18.5
股東權益報酬率	22.4	24.2	25.7	27.4	28.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	61.1	58.2	56.2	54.8	53.2
淨負債權益比(%)	(4.4)	(6.5)	(9.2)	(9.0)	(8.3)
利息保障倍數 (倍)	96.3	37.3	24.8	(27.2)	(39.0)
流動比率 (%)	209.7	211.1	214.2	214.6	216.4
速動比率 (%)	139.2	149.5	157.9	157.3	156.6
淨負債 (NT\$百萬元)	(613)	(1,008)	(1,461)	(1,488)	(1,433)
調整後每股淨值 (NT\$)	56.69	63.49	65.40	66.38	69.32
評價指標 (倍)					
本益比	35.6	26.9	23.7	21.1	19.6
股價自由現金流量比	36.2	28.5	17.8	22.9	22.9
股價淨值比	6.9	6.2	6.0	5.9	5.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	23.5	17.7	16.2	15.3	13.9
股價營收比	3.3	3.0	2.9	2.6	2.3

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	20211018	209.00	285.00	243.72	買進	胡逸如
2	20220104	253.50	340.00	290.75	買進	胡逸如
3	20220408	200.50	250.00	213.79	買進	胡逸如
4	20220508	163.50	200.00	179.93	買進	胡逸如
5	20220817	183.50	180.00	161.94	持有-超越同業	胡逸如
6	20221124	221.00	275.00	247.41	買進	胡逸如
7	20230107	225.50	283.00	254.60	買進	胡逸如
8	20230705	306.50	377.00	361.43	買進	蔡爵丞
9	20231024	356.50	432.00	414.15	買進	蔡爵丞
10	20231101	366.00	445.00	426.62	買進	蔡爵丞
11	20231220	351.00	445.00	426.62	買進	蔡爵丞
12	20240124	352.00	422.00	404.57	買進	蔡爵丞
13	20240408	374.50	430.00	430.00	買進	蔡爵丞
14	20240507	388.00	450.00	450.00	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>.