

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

|       |          |
|-------|----------|
| 前日收盤價 | 527.00 元 |
| 目標價   |          |
| 3 個月  | 570.00 元 |
| 12 個月 | 570.00 元 |

## 儒鴻(1476 TT)

### Trading Buy

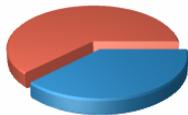
#### 近期報告日期、評等及前日股價

|            |             |        |
|------------|-------------|--------|
| 05/24/2024 | Strong Buy  | 483.00 |
| 11/10/2023 | Trading Buy | 590.00 |
| 11/08/2023 | 到達目標價       | 585.00 |
| 05/17/2023 | Buy         | 472.00 |
| 08/10/2022 | Neutral     | 441.00 |

#### 公司基本資訊

|            |       |
|------------|-------|
| 目前股本(百萬元)  | 2,744 |
| 市值(億元)     | 1,446 |
| 目前每股淨值(元)  | 92.65 |
| 外資持股比(%)   | 37.26 |
| 投信持股比(%)   | 1.07  |
| 董監持股比(%)   | 11.11 |
| 融資餘額(張)    | 813   |
| 現金股息配發率(%) | 71.54 |

#### 產品組合



● 成衣: 62.27%  
● 針織布: 37.73%

#### 股價相對大盤走勢

— 1476 — TWSE



### 2024年營運維持成長，獲利可望上升。

**投資建議**：預估儒鴻 2024 年營收 362.70 億元，YoY+17.80%，稅後 EPS 23.98 元。2025 年營收 412.38 億元，YoY+13.70%，稅後 EPS 26.48 元。

考量 1) 儒鴻新客戶成長快速：受惠 6 個新客戶訂單快速成長，其 2025 年營收占比可望較 2024 年倍增，挑戰三成。2) 印尼廠 4Q24 可望由虧轉盈，儒鴻成衣的毛利率可望提升。3) 美國經濟風險浮現，2025 年營運的不確定性增加。參考過去三年歷史本益比區間為 16~31 倍，將儒鴻的投資建議調整為 Trading Buy，目標價 570 元(2024 年 PER 25X)。

**2Q24 營收 95.93 億元，YoY+22.66%，QoQ+25.69%，稅後 EPS 6.32 元，符合預期**：儒鴻 2Q24 營收 95.93 億元，YoY+22.66%，QoQ+25.69%，毛利率順利回升至 31% 以上水準，稅後 EPS 6.32 元，符合預期。

展望 2H24，由於訂單能見度已到 12 月，預期除了 9 月因換季因素使得營收表現較弱以外，各月份的營收都可望挑戰 30 億元水準，與研究部的預估相符。預估 2H24 營收獲利可望穩步向上，至 4Q24 達到今年的高峰。

**美國成衣批發商庫存水準持續下降，主要品牌庫存調整進度不一，但整體情況已明顯好轉**：美國成衣批發商的庫存持續下降，已經回到疫情前的平均水準，僅零售業的庫存仍處於相對高檔，庫存調整目前已有成果。從品牌來看，ADIDAS 上修全年的營收展望，由中個位數成長上修為高個位數成長，庫存金額也下降至 45.44 億美元，較去年同期減少十億美元，已快接近疫情前的水準。庫存問題在主要品牌已受到控制，對未來的成衣服飾需求持正向看法。

| (百萬元)           | 2023    | 2024F  | 2025F  | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23    | 1Q24    | 2Q24   | 3Q24F  | 4Q24F  | 1Q25F  | 2Q25F  |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額          | 30,790  | 36,270 | 41,238 | 7,821  | 7,973  | 8,499   | 7,633   | 9,593  | 9,209  | 9,835  | 8,861  | 10,594 |
| 營業毛利淨額          | 9,679   | 11,144 | 12,510 | 2,437  | 2,636  | 2,763   | 2,247   | 3,024  | 2,861  | 3,013  | 2,620  | 3,223  |
| 營業利益            | 6,549   | 7,567  | 8,722  | 1,660  | 1,820  | 1,941   | 1,476   | 2,100  | 1,941  | 2,051  | 1,811  | 2,253  |
| 稅後純益            | 5,176   | 6,580  | 7,266  | 1,392  | 1,558  | 1,400   | 1,425   | 1,734  | 1,736  | 1,686  | 1,528  | 1,879  |
| 稅後 EPS(元)       | 18.86   | 23.98  | 26.48  | 5.07   | 5.68   | 5.10    | 5.19    | 6.32   | 6.33   | 6.14   | 5.57   | 6.85   |
| 毛利率(%)          | 31.44%  | 30.72% | 30.33% | 31.17% | 33.07% | 32.51%  | 29.43%  | 31.52% | 31.07% | 30.63% | 29.57% | 30.42% |
| 營業利率(%)         | 21.27%  | 20.86% | 21.15% | 21.23% | 22.83% | 22.83%  | 19.34%  | 21.89% | 21.07% | 20.85% | 20.44% | 21.26% |
| 稅後純益率(%)        | 16.81%  | 18.14% | 17.62% | 17.80% | 19.54% | 16.47%  | 18.67%  | 18.07% | 18.85% | 17.14% | 17.24% | 17.73% |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | -22.51% | 17.80% | 13.70% | 20.36% | 1.94%  | 6.60%   | -10.19% | 25.69% | -4.01% | 6.81%  | -9.91% | 19.56% |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | -23.77% | 27.12% | 10.42% | 68.38% | 11.93% | -10.17% | 1.83%   | 21.63% | 0.12%  | -2.87% | -9.36% | 22.95% |

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 27.44 億元計算。

## 儒鴻的 ESG：

儒鴻 2016 年即制定溫室氣體盤查管理程序，並依循「儒鴻企業環安衛及能源政策」設置溫室氣體盤查推行委員會，由董事長室擔任主任委員，推動廠區溫室氣體盤查，並以 2017 年作為公司溫室氣體盤查的基準年，推動溫室氣體減量。此外，致力於用水回收，除了在製程蒸氣冷凝回收使用外，更引進 UF+RO 技術改善廢水回收。

## 公司簡介：

儒鴻為台灣主要紡織業者，具染整、織布、成衣上下游一貫生產能力，主要產品為各式成衣，並生產機能布料應用在各類運動休閒服飾上。國際各知名服飾品牌及通路商如 NIKE、UA、LULULEMON、TARGET、COSTCO 皆為儒鴻的客戶，在台灣、越南、柬埔寨擁有生產基地，並在印尼設立新廠即將開始營運。

## 2Q24 營收 95.93 億元，YoY+22.66%，QoQ+25.69%，稅後 EPS 6.32 元，符合預期：

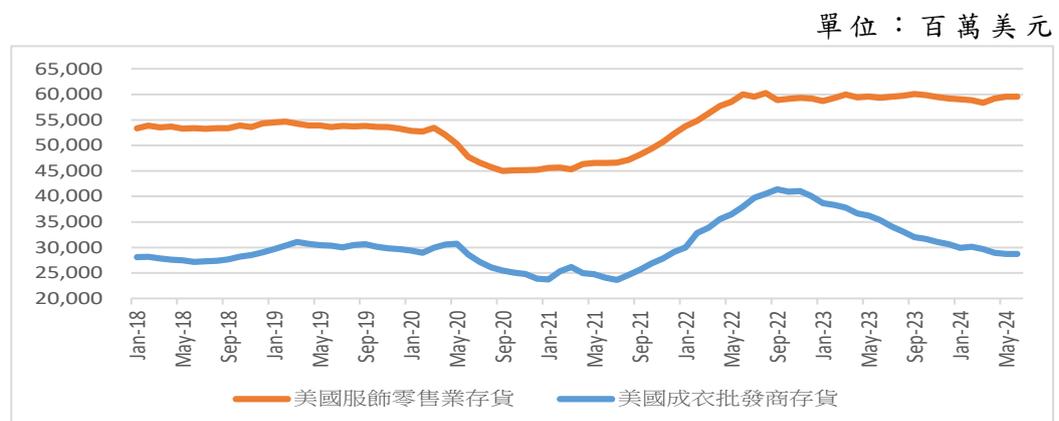
儒鴻 2Q24 營收 95.93 億元，YoY+22.66%，QoQ+25.69%，毛利率順利回升至 31% 以上水準，稅後 EPS 6.32 元，符合預期。

展望 2H24，由於訂單能見度已到 12 月，預期除了 9 月因換季因素使得營收表現較弱以外，各月份的營收都可望挑戰 30 億元水準，與研究部的預估相符。預估 2H24 營收獲利可望穩步向上，至 4Q24 達到今年的高峰。

## 美國成衣批發商庫存水準持續下降，主要品牌庫存調整進度不一，但整體情況已明顯好轉：

美國成衣批發商的庫存持續下降，已經回到疫情前的平均水準，僅零售業的庫存仍處於相對高檔，庫存調整目前已有成果。從品牌來看，ADIDAS 上修全年的營收展望，由中個位數成長上修為高個位數成長，庫存金額也下降至 45.44 億美元，較去年同期減少十億美元，已快接近疫情前的水準。庫存問題在主要品牌已受到控制，對未來的成衣服飾需求持正向看法。

## 圖、美國服飾零售、批發庫存



資料來源：Bloomberg

## 印尼廠新產能稼動將提升，預計 4Q24 可望由虧轉盈：

儒鴻在東南亞的主要生產基地在越南，但因為製造業相繼前往越南設廠，造成當地招工難度上升，儒鴻在印尼設立新廠。印尼有大量的勞動人口，且同在東協內有一定的關稅優勢，儒鴻在印尼建立新廠可以因應逐漸增加的客戶需求。

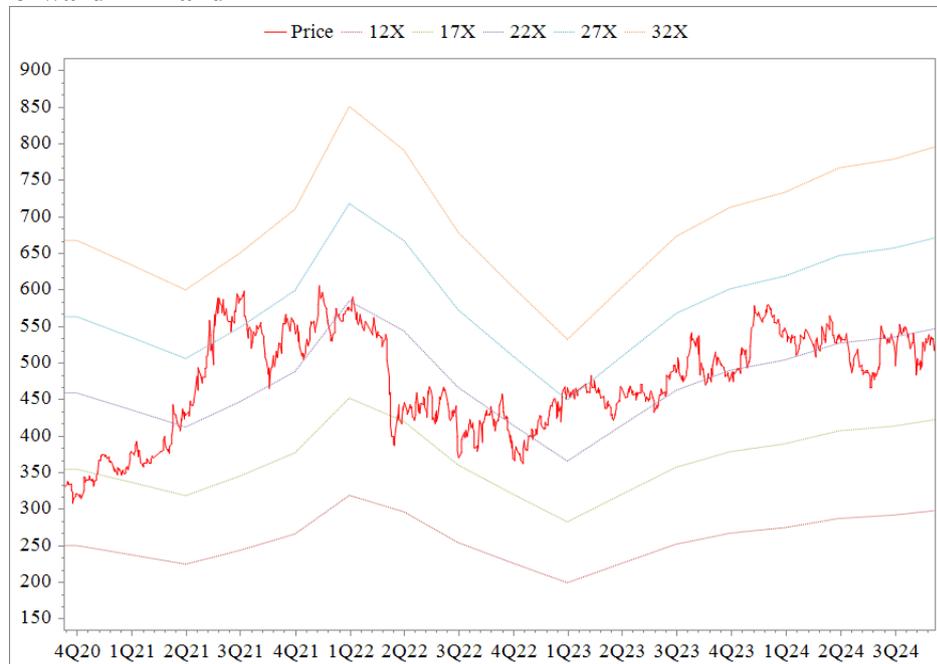
儒鴻目前的主要目標是拉升印尼廠的稼動率以達到獲利水準，未來隨著印尼廠的產能上升，會將外包的量減少留在印尼廠生產，隨自製的比重增加將有利於儒鴻毛利率的提升。目前印尼廠持續進行人員的招募和訓練，預計在 3Q24 末可以讓新產能全開，隨印尼廠的稼動率提升，過往因成衣訂單外包而使得毛利率降低的情況將會得到改善，4Q24 印尼廠就可以由虧轉盈。

## 投資建議：

預估儒鴻 2024 年營收 362.70 億元，YoY+17.80%，稅後 EPS 23.98 元。2025 年營收 412.38 億元，YoY+13.70%，稅後 EPS 26.48 元。

考量 1) 儒鴻新客戶成長快速：受惠 6 個新客戶訂單快速成長，其 2025 年營收占比可望較 2024 年倍增，挑戰三成。2) 印尼廠 4Q24 可望由虧轉盈，儒鴻成衣的毛利率可望提升。3) 美國經濟風險浮現，2025 年營運的不確定性增加。參考過去三年歷史本益比區間為 16~31 倍，將儒鴻的投資建議調整為 Trading Buy，目標價 570 元(2024 年 PER 25X)。

## **Forward PE Band**



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024年9月9日

## 資產負債表

| (百萬元)          | 2021          | 2022          | 2023          | 2024F         | 2025F         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>資產總計</b>    | 29,279        | 33,364        | 31,833        | 37,891        | 40,310        |
| 流動資產           | 15,823        | 18,355        | 17,398        | 14,141        | 19,660        |
| 現金及約當現金        | 1,760         | 6,022         | 2,814         | 3,495         | 3,933         |
| 應收帳款與票據        | 4,877         | 3,800         | 4,711         | 5,226         | 6,072         |
| 存貨             | 8,276         | 4,625         | 4,402         | 5,235         | 6,099         |
| 採權益法之投資        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 不動產、廠房設備       | 12,065        | 13,627        | 12,288        | 12,288        | 12,288        |
| <b>負債總計</b>    | <b>8,129</b>  | <b>8,222</b>  | <b>6,162</b>  | <b>10,030</b> | <b>10,670</b> |
| 流動負債           | 7,027         | 7,577         | 6,081         | 6,148         | 8,548         |
| 應付帳款及票據        | 2,588         | 1,686         | 1,666         | 3,153         | 2,357         |
| 非流動負債          | 1,103         | 644           | 81            | 2,395         | 1,431         |
| <b>權益總計</b>    | 21,149        | 25,142        | 25,671        | 27,861        | 29,640        |
| 普通股股本          | 2,744         | 2,744         | 2,744         | 2,744         | 2,744         |
| 保留盈餘           | 15,066        | 18,605        | 19,118        | 21,308        | 23,087        |
| 母公司業主權益        | 21,149        | 25,142        | 25,671        | 27,860        | 29,639        |
| <b>負債及權益總計</b> | <b>29,279</b> | <b>33,364</b> | <b>31,833</b> | <b>37,891</b> | <b>40,310</b> |

## 損益表

| (百萬元)         | 2021   | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>營業收入淨額</b> | 35,917 | 39,736 | 30,790 | 36,270 | 41,238 |
| 營業成本          | 26,426 | 28,671 | 21,111 | 25,126 | 28,728 |
| <b>營業毛利淨額</b> | 9,491  | 11,065 | 9,679  | 11,144 | 12,510 |
| 營業費用          | 3,093  | 3,328  | 3,130  | 3,577  | 3,788  |
| <b>營業利益</b>   | 6,398  | 7,737  | 6,549  | 7,567  | 8,722  |
| <b>EBITDA</b> | 7,020  | 9,358  | 7,559  | 9,016  | 10,954 |
| 業外收入及支出       | -34    | 758    | 11     | 770    | 537    |
| 稅前純益          | 6,386  | 8,540  | 6,676  | 8,337  | 9,259  |
| 所得稅           | 1,237  | 1,750  | 1,499  | 1,757  | 1,993  |
| 稅後純益          | 5,149  | 6,790  | 5,176  | 6,580  | 7,266  |
| 稅後 EPS(元)     | 18.76  | 24.75  | 18.86  | 23.98  | 26.48  |
| 完全稀釋 EPS**    | 18.76  | 24.75  | 18.86  | 23.98  | 26.48  |

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 27.44【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 27.44 億元計算

## 比率分析

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|-------|------|------|------|-------|-------|
|-------|------|------|------|-------|-------|

### 成長力分析(%)

|        |        |        |         |        |        |
|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | 27.48% | 10.63% | -22.51% | 17.80% | 13.70% |
| 營業毛利淨額 | 17.48% | 16.59% | -12.53% | 15.13% | 12.25% |
| 營業利益   | 16.41% | 20.92% | -15.36% | 15.55% | 15.26% |
| 稅後純益   | 21.01% | 31.89% | -23.77% | 27.12% | 10.42% |

### 獲利能力分析(%)

|           |        |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率       | 26.43% | 27.85% | 31.44% | 30.72% | 30.33% |
| EBITDA(%) | 19.54% | 23.55% | 24.55% | 24.86% | 26.56% |
| 營益率       | 17.81% | 19.47% | 21.27% | 20.86% | 21.15% |
| 稅後純益率     | 14.33% | 17.09% | 16.81% | 18.14% | 17.62% |
| 總資產報酬率    | 17.58% | 20.35% | 16.26% | 17.37% | 18.03% |
| 股東權益報酬率   | 24.34% | 27.01% | 20.16% | 23.62% | 24.52% |

### 償債能力檢視

|           |         |         |         |         |         |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 負債比率(%)   | 27.77%  | 24.64%  | 19.36%  | 26.47%  | 26.47%  |
| 負債/淨值比(%) | 38.44%  | 32.70%  | 24.00%  | 36.00%  | 36.00%  |
| 流動比率(%)   | 225.18% | 242.24% | 286.11% | 230.00% | 230.00% |

### 其他比率分析

|        |       |       |       |       |       |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 存貨天數   | 93.08 | 82.12 | 78.04 | 70.00 | 72.00 |
| 應收帳款天數 | 50.79 | 39.85 | 50.44 | 50.00 | 50.00 |

## 現金流量表

| (百萬元)         | 2021   | 2022   | 2023   | 2024F   | 2025F  |
|---------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| <b>營業活動現金</b> | 2,778  | 12,318 | 4,664  | 13,080  | 7,314  |
| 稅前純益          | 6,386  | 8,540  | 6,676  | 8,337   | 9,259  |
| 折舊及攤銷         | 632    | 794    | 881    | 737     | 737    |
| 營運資金變動        | -3,015 | 3,826  | -708   | 138     | -2,505 |
| 其他營運現金        | -1,226 | -843   | -2,185 | 3,867   | -177   |
| <b>投資活動現金</b> | -2,498 | -4,807 | -1,836 | -10,970 | 1,445  |
| 資本支出淨額        | -2,485 | -1,796 | -302   | -1,655  | -1,655 |
| 長期投資變動        | 0      | 0      | 0      | 0       | 0      |
| 其他投資現金        | -13    | -3,011 | -1,534 | -9,315  | 3,100  |
| <b>籌資活動現金</b> | -2,489 | -3,254 | -6,052 | -1,429  | -8,322 |
| 長借/公司債變動      | 554    | -366   | -205   | 2,314   | -963   |
| 現金增資          | 0      | 0      | 0      | 0       | 0      |
| 發放現金股利        | -3,018 | -3,292 | -4,664 | -4,390  | -5,487 |
| 其他籌資現金        | -25    | 404    | -1,183 | 647     | -1,871 |
| <b>淨現金流量</b>  | -2,264 | 4,262  | -3,209 | 681     | 438    |
| <b>期初現金</b>   | 4,024  | 1,760  | 6,022  | 2,814   | 3,495  |
| <b>期末現金</b>   | 1,760  | 6,022  | 2,814  | 3,495   | 3,933  |

資料來源：CMoney、群益

## 季度損益表

| (百萬元)          | 1Q23    | 2Q23    | 3Q23    | 4Q23    | 1Q24    | 2Q24   | 3Q24F  | 4Q24F  | 1Q25F   | 2Q25F  | 3Q25F  | 4Q25F  |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額         | 6,498   | 7,821   | 7,973   | 8,499   | 7,633   | 9,593  | 9,209  | 9,835  | 8,861   | 10,594 | 10,514 | 11,269 |
| 營業成本           | 4,655   | 5,384   | 5,337   | 5,736   | 5,386   | 6,570  | 6,348  | 6,823  | 6,241   | 7,371  | 7,233  | 7,884  |
| 營業毛利淨額         | 1,843   | 2,437   | 2,636   | 2,763   | 2,247   | 3,024  | 2,861  | 3,013  | 2,620   | 3,223  | 3,281  | 3,385  |
| 營業費用           | 715     | 777     | 816     | 822     | 770     | 924    | 921    | 962    | 809     | 970    | 980    | 1,029  |
| 營業利益           | 1,128   | 1,660   | 1,820   | 1,941   | 1,476   | 2,100  | 1,941  | 2,051  | 1,811   | 2,253  | 2,301  | 2,356  |
| 業外收入及支出        | -40     | 140     | 225     | -198    | 301     | 130    | 229    | 111    | 123     | 156    | 179    | 79     |
| 稅前純益           | 1,088   | 1,800   | 2,045   | 1,742   | 1,777   | 2,229  | 2,170  | 2,161  | 1,934   | 2,409  | 2,481  | 2,435  |
| 所得稅            | 261     | 408     | 487     | 343     | 352     | 496    | 434    | 475    | 406     | 530    | 521    | 536    |
| 稅後純益           | 827     | 1,392   | 1,558   | 1,400   | 1,425   | 1,734  | 1,736  | 1,686  | 1,528   | 1,879  | 1,960  | 1,900  |
| 最新股本           | 2,744   | 2,744   | 2,744   | 2,744   | 2,744   | 2,744  | 2,744  | 2,744  | 2,744   | 2,744  | 2,744  | 2,744  |
| 稅後EPS(元)       | 3.01    | 5.07    | 5.68    | 5.10    | 5.19    | 6.32   | 6.33   | 6.14   | 5.57    | 6.85   | 7.14   | 6.92   |
| <b>獲利能力(%)</b> |         |         |         |         |         |        |        |        |         |        |        |        |
| 毛利率(%)         | 28.36%  | 31.17%  | 33.07%  | 32.51%  | 29.43%  | 31.52% | 31.07% | 30.63% | 29.57%  | 30.42% | 31.21% | 30.04% |
| 營業利益率(%)       | 17.36%  | 21.23%  | 22.83%  | 22.83%  | 19.34%  | 21.89% | 21.07% | 20.85% | 20.44%  | 21.26% | 21.89% | 20.91% |
| 稅後純益率(%)       | 12.72%  | 17.80%  | 19.54%  | 16.47%  | 18.67%  | 18.07% | 18.85% | 17.14% | 17.24%  | 17.73% | 18.64% | 16.86% |
| <b>QoQ(%)</b>  |         |         |         |         |         |        |        |        |         |        |        |        |
| 營業收入淨額         | -14.84% | 20.36%  | 1.94%   | 6.60%   | -10.19% | 25.69% | -4.01% | 6.81%  | -9.91%  | 19.56% | -0.76% | 7.18%  |
| 營業利益           | -4.19%  | 47.19%  | 9.64%   | 6.61%   | -23.92% | 42.21% | -7.57% | 5.67%  | -11.66% | 24.36% | 2.16%  | 2.38%  |
| 稅前純益           | 6.22%   | 65.47%  | 13.58%  | -14.79% | 2.00%   | 25.44% | -2.68% | -0.38% | -10.51% | 24.53% | 3.00%  | -1.83% |
| 稅後純益           | 4.36%   | 68.38%  | 11.93%  | -10.17% | 1.83%   | 21.63% | 0.12%  | -2.87% | -9.36%  | 22.95% | 4.32%  | -3.07% |
| <b>YoY(%)</b>  |         |         |         |         |         |        |        |        |         |        |        |        |
| 營業收入淨額         | -36.16% | -30.26% | -25.58% | 11.38%  | 17.47%  | 22.66% | 15.50% | 15.73% | 16.09%  | 10.43% | 14.18% | 14.57% |
| 營業利益           | -43.74% | -28.28% | -18.76% | 64.86%  | 30.91%  | 26.47% | 6.61%  | 5.67%  | 22.69%  | 7.30%  | 18.59% | 14.90% |
| 稅前純益           | -50.49% | -30.48% | -25.07% | 70.09%  | 63.34%  | 23.83% | 6.10%  | 24.04% | 8.83%   | 8.04%  | 14.35% | 12.69% |
| 稅後純益           | -53.83% | -31.69% | -28.19% | 76.69%  | 72.40%  | 24.54% | 11.39% | 20.44% | 7.21%   | 8.37%  | 12.92% | 12.69% |

註1：稅後EPS以股本27.44億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

| 評等                | 定義                                    |
|-------------------|---------------------------------------|
| 強力買進(Strong Buy)  | 首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$                |
| 買進(Buy)           | $15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$       |
| 區間操作(Trading Buy) | $5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$        |
| 中立(Neutral)       | 無法由基本面給予投資評等<br>預期近期股價將處於盤整<br>建議降低持股 |

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。