

聚陽 (1477 TT) Makalot

3Q24 毛利率利空提供買點，品牌商回補庫存訂單挹注成長無虞

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$455.0

收盤價 (2024/10/22) : NT\$347.0
隱含漲幅 : 31.1%

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\$)	455.0	520.0
2024年營收 (NT\$/十億)	36.3	36.2
2024年EPS	16.7	18.3

交易資料表

市值	NT\$85,600百萬元
外資持股比率	30.2%
董監持股比率	7.5%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$64.91
負債比	39.0%
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	36,302	40,895
營業利益	4,432	4,840	5,344	6,181
稅後純益	3,515	3,991	4,113	4,682
EPS (元)	14.53	16.50	16.67	18.98
EPS YoY (%)	32.4	13.6	1.0	13.8
本益比 (倍)	23.9	21.0	20.8	18.3
股價淨值比 (倍)	5.5	5.3	5.4	5.0
ROE (%)	24.2	25.7	25.9	27.7
現金殖利率 (%)	4.2%	4.7%	4.3%	4.9%
現金股利 (元)	14.50	16.40	15.00	17.08

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 生產作業不順，毛利率受壓，3Q24 稅後 EPS 下修 17.8%至 4.40 元。
- ◆ 毛利率不如預期，4Q24/2024/2025 稅後 EPS 下修 10.5%/8.8%/5.6%至 4.25 元/16.67 元/18.98 元。惟 2024 年及 2025 年營收仍創新高。
- ◆ 聚陽在 Gap 供應鏈擴大訂單份額，具智慧衣題材，建議買進，目標價下調至 455 元，基於 24 倍本益比、2025 年 EPS 評價。

毛利率受壓，3Q24 稅後 EPS 下修 17.8%至 4.40 元

聚陽 3Q24 營收 104.65 億元，年增 12.9%，單季突破百億元創新高，美系客戶回補訂單強勁。惟船運導致原物料延遲到廠，生產作業不順，毛利率下修 2.2ppt 至 24.6%，營業利益下修 12.2%至 14.75 億元，年增 0.2%，業外匯損干擾約 3100 萬元，稅後淨利下修 16.2%至 10.86 億元，年減 17.9%，稅後 EPS 下修 17.8%至 4.40 元(原估 5.36 元，股本由 24.19 億元膨脹約 2%至 24.67 億元)，年減 19.5%，獲利疲軟，不如預期。

毛利率不如預期，導致 4Q24/2024/2025 稅後 EPS 各下修 10.5%/8.8%/5.6%至 4.25 元/16.67 元/18.98 元

4Q24 淡季不明顯，預估 4Q24 營收 95.35 億元，年增 17.3%，毛利率下修 1.5ppt 至 25.5%，營業利益下修 8.2%至 13.97 億元，年增 20.4%，稅後 EPS 下修 10.5%至 4.25 元，年增 12.3%。預估 2024 年營收 363.02 億元，年增 11.8%，毛利率下修 1.0ppt 至 25.6%，稅後 EPS 下修 8.8%至 16.67 元，年增 1.0%。品牌客戶回補庫存延續，預估 2025 年營收 408.95 億元，年增 12.7%，毛利率下修 0.7ppt 至 25.8%，稅後 EPS 下修 5.6%至 18.98 元，年增 13.8%。2024 年及 2025 年營收及獲利續創新高，趨勢仍正向。

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) 聚陽在 Gap 擴大訂單份額，4Q24 淡季不明顯，預估營收年增 17.3%，動能全年最佳，稅後 EPS 年增 12.3%；2) 預估 2024 年營收年增 11.8%，稅後 EPS 為 16.67 元，年增 1.0%，預估 2025 年營收年增 12.7%，稅後 EPS 為 18.98 元，年增 13.8%，營收及獲利連 2 年創新高；3) 推出兩款健身衣產品，競逐智慧衣市場；4) 配合品牌商近岸生產要求，於中南美洲薩爾瓦多設廠，可獲取品牌客戶訂單，展望佳，2H24 毛利率受壓利空，提供良好買點，維持買進建議，由於 2025 年獲利下修，PER 評價由 26 倍下調至 24 倍，目標價由 520 元調降至 455 元(24 PER X 2025 年稅後 EPS)。

營運分析

生產作業不順，削弱毛利率，3Q24 稅後 EPS 下修 17.8%至 4.40 元，獲利疲軟

聚陽 3Q24 營收增至 104.65 億元(原估 103.1 億元)，季增 36.0%，年增 12.9%，單季營收首次突破百億元規模，創新高，乃聚陽在美系客戶 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。惟高毛利率的急單佔比降低，產品組合轉差，且船運導致原料延遲到廠，生產作業不順，須加班因應，墊高生產成本，亦有倉儲成本的干擾，毛利率受壓，預估毛利率下修 2.2ppt 至 24.6% (原估 26.8%)，營益率下修 2.2ppt 至 14.1% (原估 16.3%)，營業利益下修 12.2%至 14.75 億元(原估 16.8 億元)，季增 31.7%，年增 0.2%，而業外有台幣升值的匯損干擾，推估約 3100 萬元，稅後淨利下修 16.2%至 10.86 億元(原估 12.96 億元)，季增 26.4%，年減 17.9%，稅後 EPS 下修 17.8%至 4.40 元(原估 5.36 元)，股本由 24.19 億元膨脹約 2%至 24.67 億元，乃聚陽配發 0.2 元股票股利所致)，季增 26.4%，年減 19.5%。3Q24 營收創新高，但受到船運干擾及生產成本墊高等因素衝擊，獲利表現呈現疲軟，不如預期。

圖 1：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	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	7,694	10,465	36.0%	12.9%	10,310	10,344	1.5%	1.2%
營業毛利	2,486	1,935	2,574	33.0%	3.5%	2,763	2,681	-6.8%	-4.0%
營業利益	1,472	1,120	1,475	31.7%	0.2%	1,680	1,640	-12.2%	-10.1%
稅前利益	1,648	1,115	1,416	27.0%	-14.1%	1,689	1,649	-16.2%	-14.1%
稅後淨利	1,323	859	1,086	26.4%	-17.9%	1,296	1,270	-16.2%	-14.5%
調整後 EPS (元)	5.47	3.48	4.40	26.4%	-19.5%	5.36	5.23	-17.8%	-15.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	26.8%	25.2%	24.6%	-0.6	-2.2	26.8%	25.9%	-2.2	-1.3
營業利益率	15.9%	14.6%	14.1%	-0.5	-1.8	16.3%	15.9%	-2.2	-1.8
稅後純益率	14.3%	11.2%	10.4%	-0.8	-3.9	12.6%	12.3%	-2.2	-1.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

4Q24 及 2024 年稅後 EPS 各下修 10.5%/8.8%至 4.25 元及 16.67 元

展望 4Q24 營運則是淡季不明顯，乃美系客戶 Gap 回補庫存的訂單需求強勁，Kohl's 訂單續強，日系客戶則爭取 4Q24 產能，因應海外展店規劃的訂單需求，聚陽訂單展望樂觀，接單暢旺，惟加班時數達上限，聚陽 4Q24 產能無法滿足客戶訂單需求，須尋求外包產能支援，壓抑營收表現。預估 4Q24 出貨量可延續年增幅度超過雙位數，代工單價恢復年增，維繫營收動能，預估 4Q24 營收下修 0.3%至 95.35 億元(原估 95.68 億元)，季減 8.9%，年增 17.3%，而原物料船運變數對於生產面的干擾將可減緩，預估毛利率可回升 0.9ppt 至 25.5% (原估 27%)，惟較前次預估下修 1.5ppt，營益率回升至 14.7% (原估 15.9%)，較前次預估下修 1.2ppt，營業利益下修 8.2%至 13.97 億元(原估 15.22 億元)，季減 5.3%，年增 20.4%，稅後淨利下修 8.7%至 10.49 億元(原估 11.49 億元)，季減 3.4%，年增 14.5%，稅後 EPS 下修 10.5%至 4.25 元(原估 4.75 元)，季減 3.4%，年增 12.3%。

預估 2024 年營收微幅上修 0.34%至 363.02 億元(原估 361.8 億元)·年增 11.8%·毛利率下修 1.0ppt 至 25.6% (原估 26.6%)·營益率下修 1.0ppt 至 14.7% (原估 15.7%)·營業利益下修 5.8%至 53.44 億元(原估 56.73 億元)·年增 10.4%·稅後淨利下修 7%至 41.13 億元(原估 44.22 億元)·年增 3.3%·稅後 EPS 下修 8.8%至 16.67 元(原估 18.28 元·股本由 24.19 億元膨脹約 2%至 24.67 億元)·年增 1.0%。儘管毛利率下修·不過 2024 年營收及獲利仍將持續創新高·趨勢仍正向。

2025 年稅後 EPS 下修 5.6%至 18.98 元·年增 13.8%·持續創新高

展望 2025 年·美系品牌客戶回補庫存以及日系客戶海外展店規劃的訂單需求都將延續·聚陽配合美系客戶要求於薩爾瓦多設廠·品牌客戶下單給聚陽的訂單配比提升·挹注聚陽營運表現·營收及獲利可望持續創高·預估 2025 年營收微幅下修 0.01%至 408.95 億元(原估 408.98 億元)·年增 12.7%·高毛利率的急單佔比降低·毛利率下修 0.7ppt 至 25.8% (原估 26.5%)·營益率下修 0.7ppt 至 15.1% (原估 15.8%)·營業利益下修 4.4%至 61.81 億元(原估 64.62 億元)·年增 15.7%·稅後淨利下修 3.7%至 46.82 億元(原估 48.62 億元)·稅後 EPS 下修 5.6%至 18.98 元(原估 20.1 元·股本由 24.19 億元膨脹約 2%至 24.67 億元)·年增 13.8%·營收獲利將再創高。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24F	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	8,128	10,465	9,535	-8.9%	17.3%	9,568	9,585	-0.3%	-0.5%
營業毛利	2,127	2,574	2,431	-5.6%	14.3%	2,583	2,521	-5.9%	-3.6%
營業利益	1,160	1,475	1,397	-5.3%	20.4%	1,522	1,454	-8.2%	-3.9%
稅前利益	1,126	1,416	1,369	-3.3%	21.6%	1,499	1,443	-8.7%	-5.1%
稅後淨利	916	1,086	1,049	-3.4%	14.5%	1,149	1,150	-8.7%	-8.8%
調整後 EPS (元)	3.79	4.40	4.25	-3.4%	12.3%	4.75	4.72	-10.5%	-8.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	26.2%	24.6%	25.5%	0.9	-0.7	27.0%	26.3%	-1.5	-0.8
營業利益率	14.3%	14.1%	14.7%	0.6	0.4	15.9%	15.2%	-1.2	-0.5
稅後純益率	11.3%	10.4%	11.1%	0.6	-0.3	12.0%	12.0%	-1.0	-1.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

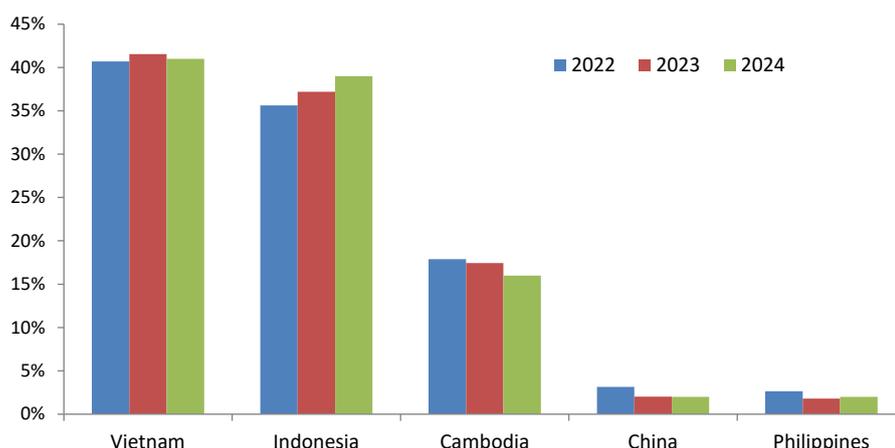
產品結構分析

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，聚陽早期以生產休閒服飾、近幾年聚陽擴大運動機能服飾接單，運動機能服飾營收佔比提升至 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%。

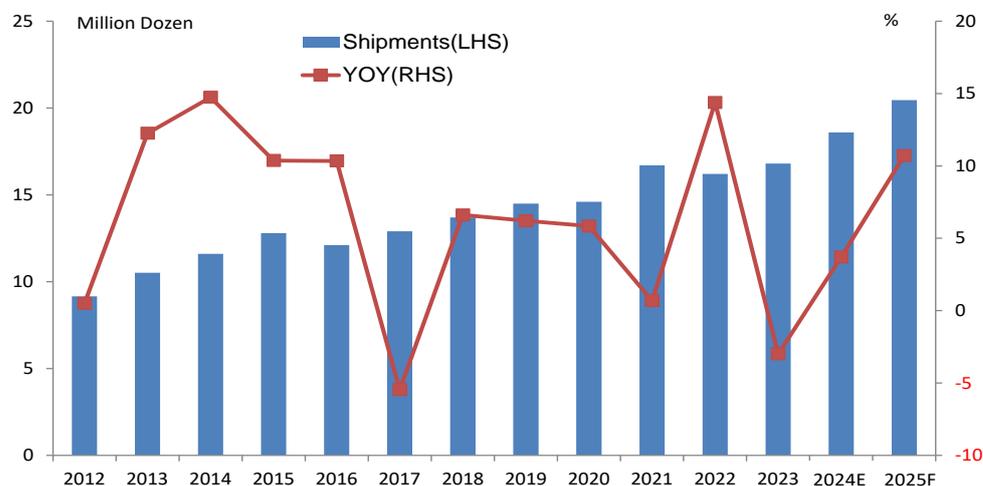
聚陽目前有越南、印尼、柬埔寨、菲律賓及中國等五個國家生產基地，越南廠產能佔比 41% 最大，其次為印尼廠佔比 39%、柬埔寨廠佔比 16%，中國廠及菲律賓廠產能分布同為 2%。聚陽 2023 年出貨量增至 1,680 萬打，年增 3.7%，以日系客戶訂單續增貢獻較顯著。聚陽持續於印尼廠及越南廠擴產，並有孟加拉新廠投產貢獻，預估 2024 年出貨量可年增 10.7% 至 1860 萬打。展望 2025 年，印尼廠產能投放，搭配越南廠擴產，孟加拉廠及薩爾瓦多新廠投產，預估 2025 年出貨量可延續成長 10% 至 2046 萬打。

圖 3：聚陽各生產基地分布變化圖



資料來源：公司年報、元大投顧

圖 4：聚陽出貨量與年增率圖



資料來源：公司年報、元大投顧

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

另外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。

同業比較分析

聚陽與儒鴻的客戶結構差異大

台灣成衣產業掛牌上市的成衣廠以儒鴻(1476)及聚陽(1477)的成衣相關產品營收規模為前兩大廠，近幾年營運表現逐年成長，營收規模雙雙跨過 10 億美元關卡(約 320 億元台幣)，不過兩家的發展及成長策略卻大相逕庭，分析如下。

在客戶結構方面，聚陽前三大客戶分別是 Gap、Target 及日系客戶 Fast Retailing，聚陽營運策略是盡力爭取成為大客戶的主力供應商，因此聚陽的前三大客戶佔比近幾年逐年攀升，2016 年及 2017 年佔比均在 53%以上，2018 年一度回落至 50.7%，不過 2019 年開始佔比一路攀升，於 2023 年來到新高的 67.3%。顯示聚陽近幾年營收成長，主要受惠在前三大客戶滲透率提升，訂單隨之提升，背後的最大驅動因素就是疫情爆發，不少小型成衣廠於疫情期間資金斷鏈而相繼關閉退出市場，品牌客戶為確保供應鏈穩定，將訂單往大型成衣廠集中，聚陽則成為品牌商訂單集中的受惠廠商。其中聚陽在 Gap 供應鏈地位提昇，爭取到其他供應商的訂單份額，聚陽由 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，聚陽也由以往前五大提升至第二大或第三大供應商。透露出聚陽的成長策略就是聚焦，致力於成為大客戶的主力供應商，致力於提高在大客戶的滲透率。

圖 5：聚陽前三大客戶佔比趨勢圖



資料來源：公司年報、元大投顧

反觀儒鴻的客戶結構相對分散，10 多年來最大客戶都是 Nike，營收占比從早期的 10%出頭穩步提升至 2022 的高點約 16.1%，2023 年回落至 15.4%，而 2019 年之後 Nike 營收佔比便落在 14-16% 區間波動，並沒有進一步提升。另外儒鴻也沒有第二個客戶營收佔比突破 10%，第二大客戶 Lululemon 佔比多維持在 8-9%之間波動，第三大客戶 Under Armour 也多維持在 8%上下，變動不大。而大客戶營收貢獻的成長幅度約與儒鴻本身的營收成長表現相近，顯示除大客戶訂單貢獻儒鴻的營收成長外，儒鴻還有其他的成長來源，這就是每年積極開拓新客戶的貢獻。儒鴻目前有 6 個新客戶的訂單相對具成長潛力，近幾年慢慢茁壯，早期貢獻仍在 5%以下，逐步成長至 2023 年約 10%，維繫儒鴻的營收表現，2024 年預估新客戶佔比再拉高至 15%，2025 年挑戰 30%的貢獻度，成為儒鴻未來營收增長的重要來源。由此觀之，儒鴻的成長策略就是分散，藉由開發新客戶，扶植新客戶成長茁壯，以帶動長期成長。

圖 6：儒鴻最大客戶佔比趨勢圖



資料來源：公司年報、元大投顧

由上述分析，聚陽及儒鴻採取不同的成長策略，聚陽聚焦大客戶的訂單增長，儒鴻則努力拓展新客戶，採取分散客戶結構的策略，不過度依賴單一大客戶。另一方面，聚陽跟儒鴻的產品線也是採取不同的發展策略，分析如下。

聚陽與儒鴻的產品發展趨勢也不同

聚陽一開始就是從成衣製造開始，早期生產的產品線包括睡衣、休閒服、流行服飾以及一些功能性紡織品等，隨著運動服飾市場規模擴大，聚陽的主要客戶開始推出運動服飾品項，搶搭運動服飾市場的成長列車，聚陽開始配合大客戶營運策略，擴大運動服飾生產規模，近幾年運動服飾生產比重顯著攀升，自 2018 年運動服飾佔比僅 27%，逐步攀升至 2023 年 48%，功能性服飾(流行服飾)佔比則由 73% 降至 52%，兩項產品線呈現明顯消長。換言之，聚陽本著提供大客戶一站式服務的發展策略，當大客戶需要哪一種服飾，聚陽都可以幫客戶順利生產出來，聚陽也藉此提高在品牌客戶的滲透率，成為品牌客戶的主力供應商。因此聚陽的成衣產品線是分散，是為了滿足主力大客戶不同服飾產品需求而採取的分散策略。

圖 7：聚陽產品組合佔比趨勢圖



資料來源：公司年報、元大投顧

至於儒鴻的發展軌跡跟聚陽完全不同，儒鴻是由研發及生產運動機能性布料開始發展，而客戶希望儒鴻能提供從布料到成衣的一站式垂直整合服務，讓儒鴻跨入下游成衣製造，進而開始生產運動服飾。因此儒鴻就是專精運動機能布料及運動機能服飾，配合品牌商的要求，提供設計開發生產的一貫化 ODM 服務，在產品線上採取聚焦運動服飾的策略，當有新的品牌想跨入運動服飾市場，就會優先找儒鴻配合設計開發及生產。

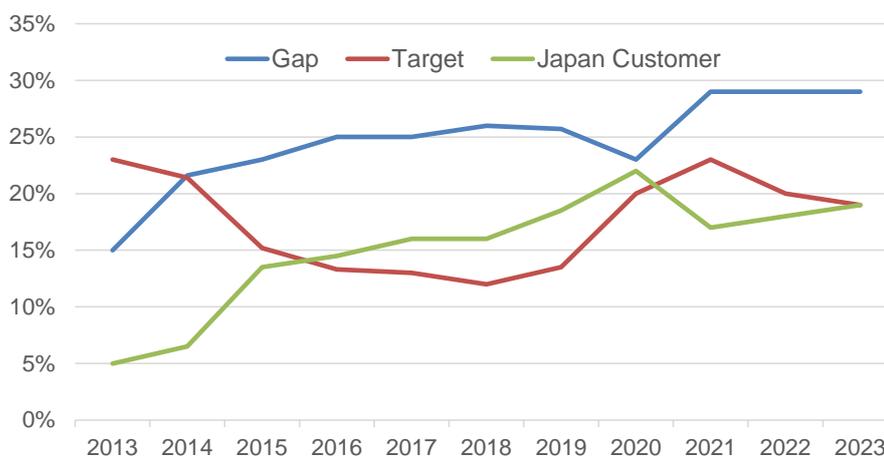
因此，儘管聚陽及儒鴻都是成衣廠，但兩家公司採取的成長策略是完全不同，聚陽致力於成為大客戶的主力供應商，提供大客戶各種不同產品的生產製造服務，採取聚焦大客戶，分散產品線的發展策略。而儒鴻則是專注發展運動服飾，分散客戶，提供不同品牌的運動服飾 ODM 服務。兩家公司都各自在自己專精的領域，啟動長期成長引擎。

客戶分析

聚陽以美系客戶佔比最高

聚陽 2023 年各客戶營收分佈，Gap 佔比維持在 29%，是聚陽的最大客戶；Target 佔比略由 20% 降至 19%；日系客戶迅銷集團(Fast Retailing)佔比由 18% 增至 19%；Kohl's 佔比則由 6% 降至 4%；新客戶 Dicks 佔比由 6% 增至 8%，躍居第 4 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%。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。

圖 8：聚陽前三大客戶佔比趨勢圖



資料來源：公司年報、元大投顧

日系客戶訂單穩健，美系客戶回補庫存力道強，挹注聚陽營運動能

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%，推升聚陽 3Q24 營運創新高，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，預期 4Q24 至 2025 年依舊可維持穩健增長動能。

品牌商重視訂單分佈的區域平衡，聚陽也於薩爾瓦多設廠，成長潛力可期

聚陽 2023 年產量小幅擴張至 1,680 萬打，年增 3.7%，產能分佈，越南廠 41%，印尼廠 38%，柬埔寨廠 17%，中國廠 2%，菲律賓廠 2%。由於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 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，廠房於 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 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。另外美國總統大選造成美中貿易戰及調高關稅的不確定性高，美系客戶要求供應商近岸生產，以規避關稅調高的風險，聚陽在中南美洲的薩爾瓦多設立新廠，預計投入 600 萬美元，已於 2024 年 9 月正式生產，可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

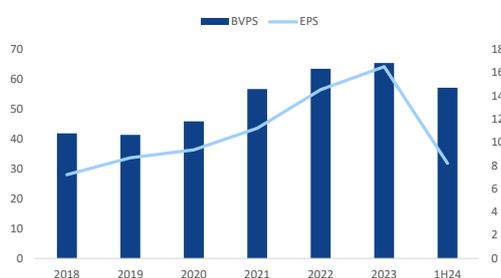
過去幾年品牌商採取縮減供應商、快速反應下單及生產節奏等策略以控制庫存，訂單往大型供應商靠攏。疫情更考驗供應商生產交貨的整合能力，淘汰反應速度慢、不具競爭力以及有 ESG 疑慮之供應商，將訂單集中到主要供應商。紡織供應鏈呈現大者恆大態勢，大型成衣廠將持續受惠訂單集中化趨勢，開啟新一波成長動能，聚陽站在此趨勢的浪頭上。此外，聚陽在成衣生產，最擅長快速反應的急單生產，而品牌客戶在庫存調整階段，下單模式改變，降低核心訂單比率，提高追加訂單比率，而追加訂單通常就是短交期訂單(急單)，考驗供應商的供應鏈管理能力，因此品牌商更需要聚陽的快速反應的生產能力。長線趨勢方面，供應鏈重組的速度加快，品牌客戶下訂單地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。

財務分析

聚陽財務結構表現良好、體質佳

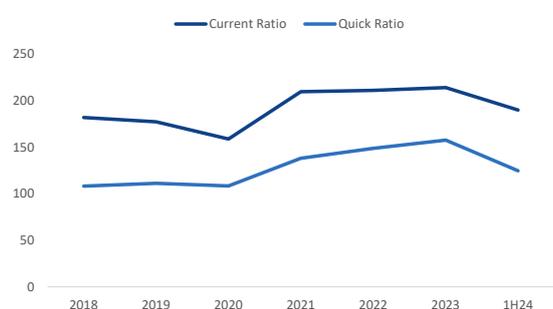
獲利能力方面，聚陽自 2018 年起 EPS 就持續呈現年增，疫情期間更是受惠分散生產基地、供應鏈外移東南亞、大者恆大等趨勢使獲利年增幅擴大，至 2023 年達峰創新高。而 2024 年營運也持續向上，3Q24 單季營收更突破 100 億元，獲利能力突出；流動性方面，不論是流動比率或是速動比率皆逐年提升，流動性無虞；償債能力方面，聚陽應付帳款付現天數常年穩定維持在 30-40 天，而應收帳款收現天數更是極低的 10-15 天水準，受疫情影響最大之 2020/2021 年也僅上升至 20 天左右，整體風險控管能力極佳；現金流方面，除 2020 年受疫情影響嚴重，導致自由現金流轉負外，其餘 2018-2023 年之自由現金流/營運現金流皆為正數。整體而言，聚陽財務體質穩健，營運及風險控管能力佳。

圖 9：每股盈餘/淨值



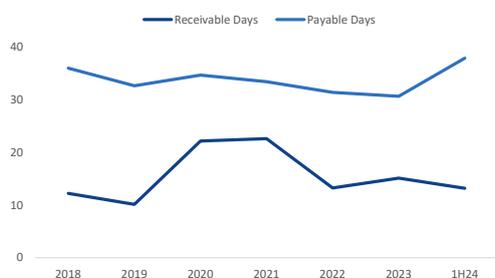
資料來源：TEJ、元大投顧

圖 10：流動/速動比率穩定



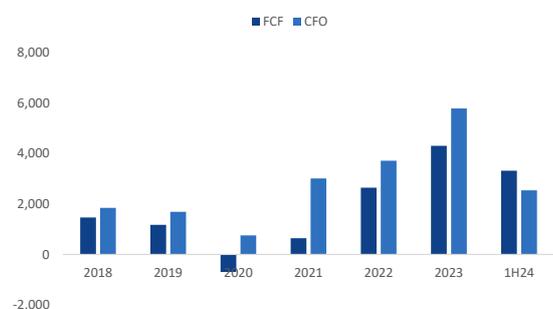
資料來源：TEJ、元大投顧

圖 11：付現/收現天數控管佳



資料來源：TEJ、元大投顧

圖 12：營運/自由現金流穩健



資料來源：TEJ、元大投顧

產業概況

美系品牌 Gap 營收連 3 季 YOY 正成長，下單力道逐步轉強

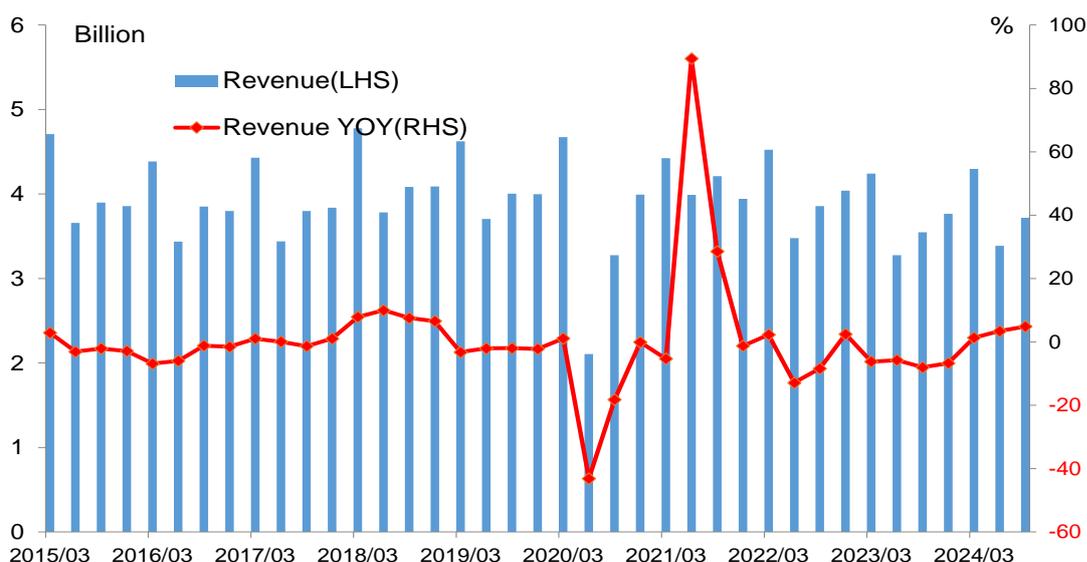
Gap (美股代碼 GPS) 公布 2QFY24 財報(2024/5/5-2024/8/3)，營收 37.2 億美元，年增 5%，連 3 季 YOY 正成長，優於市場預期之 36.3 億美元。毛利率改善 500bps 至 42.6%，其中商品銷售毛利率改善 410bps，反映原物料成本降低，ROD (rent、occupancy、depreciation) 對營收佔比，降低 90bps。營益率 7.9%，稅後淨利 2.06 億美元，稅後 EPS 為 0.54 美元，年增 68.8%，優於市場預期之 0.4 美元。其中 2QFY24 的同店銷售年增 3%，門店銷售年增 4%，店數 3568 家店，其中 2541 家直營店。線上銷售年增 7%，營收佔比達 33%。門店及線上銷售均同步增溫，表現穩健。存貨金額 21.1 億美元，年減 5%，延續低檔格局。

旗下各品牌 2023 年及 2024 年同店銷售表現，Old Navy 品牌由年減 6% 改善至年增 5%。Gap 品牌由年減 1% 改善至年增 3%。Banana Republic 品牌由年減 8% 改善至年持平。Athleta 品牌連 2 年衰退，依序年減 7%，及年減 4%。整體 Gap 集團同店銷售由年減 6% 改善至年增 3%。而各品牌營收表現，Old Navy 品牌營收 21 億美元，年增 8%。Gap 品牌營收 7.66 億美元，年增 1%，Banana Republic 品牌營收 4.79 億美元，年持平。Athleta 品牌營收 3.38 億美元，年減 1%，預期下半年度可望重啟正成長。

3QFY24 展望，營收年增幅度預估微幅增長，毛利率改善 50-75bps，費用維持 13 億美元。2024 年展望，2QFY24 強勁表現，重申 2024 年營運展望，上修毛利率及營業利益預期。營收維持微幅年增的預估，毛利率改善幅度由 150bps 上修至 200bps。營業費用維持 51 億美元。營業利益預估由年增 mid 40% 上修至 mid to high 50%。

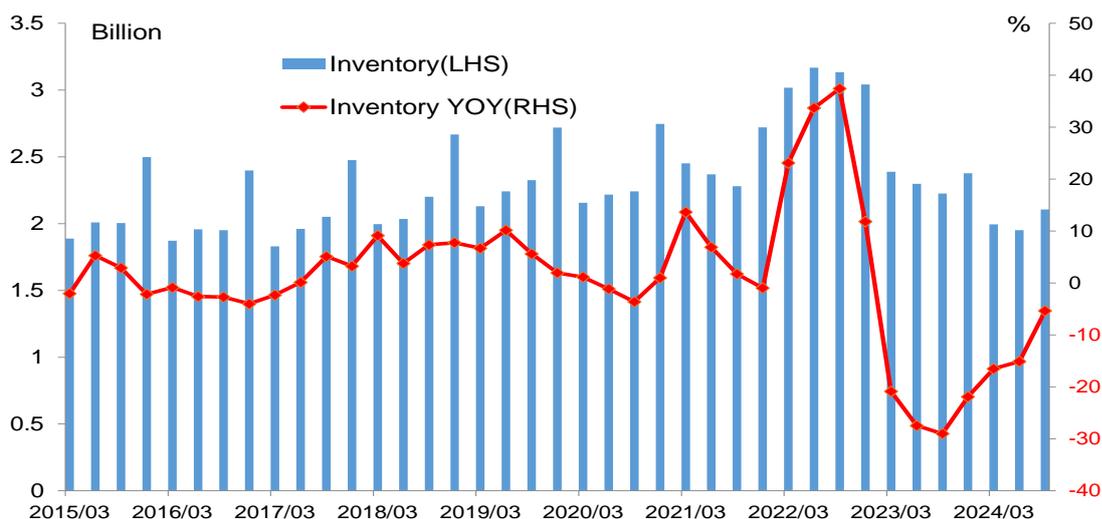
Gap 表示美國銷售趨勢好轉，加上 Gap 品牌定位策略執行成功，提振營運表現，旗下 Old Navy、Athleta 及 Banana Republic 恢復成長，Gap 主品牌也表現平穩。隨著通膨降溫，升息干擾淡化，美國消費動能有機會緩步回穩，預期 Gap 於 2024 年至 2025 年下單力道逐步轉強，訂單回溫。

圖 13：Gap 營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 14 : Gap 存貨及 YoY 趨勢圖



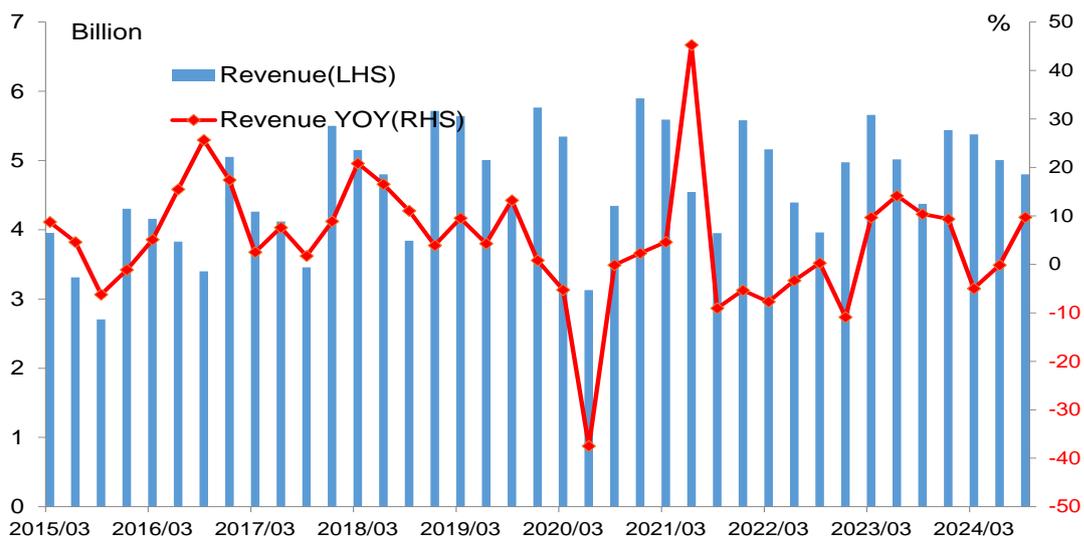
資料來源：Bloomberg、元大投顧

日系客戶營收亮麗，海外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) 4QFY24 (2024 年 6 月至 2024 年 8 月)之季度營運表現，營收 7373.35 億日圓，年增 18.3%，營業利益 991 億日圓，年增 96.2%，動能雙雙轉強，乃 Uniqlo International 營收年增 23.4%，擴張動能穩健所貢獻，包括歐洲美國及東南亞、印度及澳洲地區銷售佳所帶動，Uniqlo Japan 營收年增 16.3%，連 2 季正成長，業務增溫所帶動，抵銷中國市場疲軟之干擾。累積 FY2024 營收 31038 億日圓，年增 12.2%，營業利益 5009 億日圓，年增 31.5%，維持雙位數 YOY 增長。其中以 Uniqlo International 營收年增 19.1%動能最強，Uniqlo Japan 營收年增 4.7%保持平穩，GU 事業則年增 8.1%。FY2024 營運亮麗，公司對於 FY2025 (2024 年 9 月至 2025 年 8 月)財務預測，營收預估增長至 3.4 兆日圓，年增 9.5%，營業利益 5300 億日圓，年增 5.8%，動能雖減緩，但延續成長軌道。至於迅銷集團的存貨金額 4744.6 億日圓，季增 17.2%，年增 5.6%，搭配營收年增幅 18.3%，迅銷集團沒有庫存去化問題。

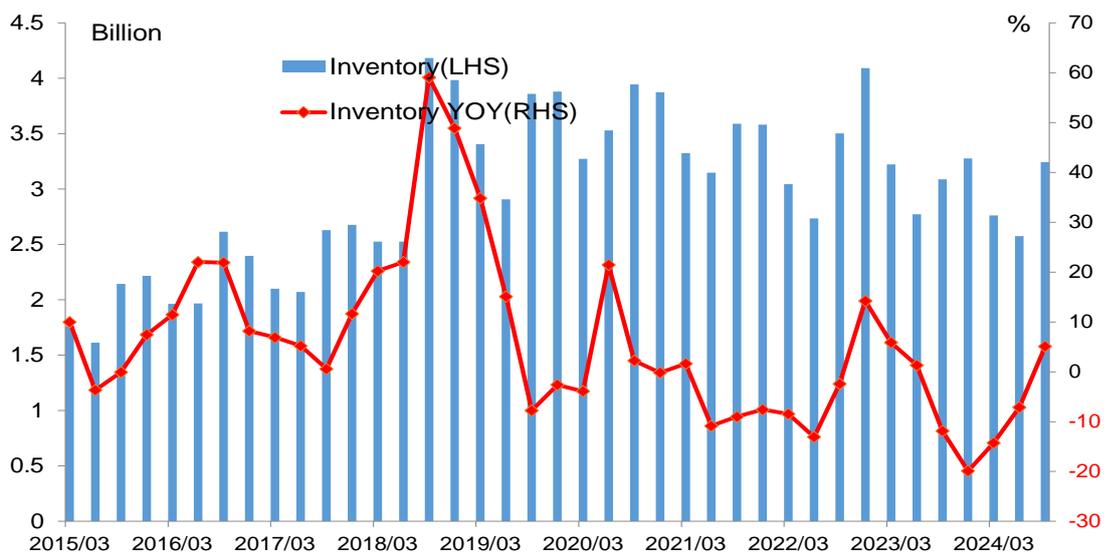
由於迅銷集團規劃於海外市場持續展店，FY2025 於海外 Uniqlo 再展店 80 家至 1778 家，GU 再展店 13 家至 489 家，預期迅銷集團下單將延續積極，訂單量成長性強，也持續分散供應鏈，降低中國生產比重，提高東南亞生產比重，均有利迅銷集團在東南亞供應鏈的營運成長，聚陽長期展望佳。

圖 15：迅銷集團營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 16：迅銷集團存貨及 YoY 趨勢圖



資料來源：Bloomberg、元大投顧

經營團隊與股東結構分析

經營能力及接班規劃有目共睹

經營團隊部分，創辦人兼董事長周理平在 1990 年創立聚陽，並透過良好的服務與快速交貨等特色，逐漸取得國際一線品牌青睞，公司經營有成，目前大客戶包含 Gap、Fast Retailing 等國際知名快時尚品牌，並取得十分顯著的供應商份額，經營實力有目共睹；另外，不同於國內家族企業常出現接班問題，早在 2021 年聚陽即啟動接班計畫，目前總經理為董事長之子周心鵬，業務部協理則是董事長之女周心皓，年輕一代皆已進入公司董事會及營運部門，且周心鵬具有的科技業背景也有助聚陽以不同視角改革紡織業，有助長期營運發展。

股東結構方面，聚陽前十大股東合計持股約 28%、外資持股約 30%、董監持股約 7%，整體股權結構分散；其中董事長周理平在 8 月申報轉讓持股後，持有約 2.10% 股份，同時也透過和董事黃宏全一同設立的聚穩投資股份有限公司共同持有約 3.1% 股權，其餘大股東多為勞退基金、各大金融機構投資專戶、各大保險公司等。

圖 17：聚陽前十大股東(3M24)

股東名稱	持股比率
新制勞工退休基金	5.12%
元大台灣高股息優質龍頭基金專戶	4.73%
南山人壽保險股份有限公司	3.27%
聚穩投資股份有限公司	3.10%
匯豐(台灣)受託管英商高盛國際公司專戶	2.41%
國泰人壽保險股份有限公司	2.33%
周理平	2.13%
花旗託管挪威中央銀行投資專戶	2.05%
劉雙全	1.67%
花旗託管科威特委外東方匯理資產管理香港有限公司	1.61%

資料來源：公司資料、元大投顧

獲利調整與股票評價

毛利受壓導致獲利下修，惟訂單增長趨勢確立，維持買進，目標價下調至 455 元

受惠美系客戶回補庫存動作積極，聚陽 2H24 訂單暢旺，營收規模可望挑戰 200 億元，惟船期干擾，原物料延遲到廠，生產作業不順，須加班因應，墊高生產成本，導致 2H24 毛利率受壓，拖累獲利表現。預估 2024 年營收微幅上修 0.3%至 363.02 億元(原估 361.8 億元)，年增 11.8%，毛利率下修 1.0ppt 至 25.6% (原估 26.6%)，營益率下修 1.0ppt 至 14.7%(原估 15.7%)，營業利益下修 5.8% 至 53.44 億元(原估 56.73 億元)，年增 10.4%，稅後淨利下修 7%至 41.13 億元(原估 44.22 億元)，年增 3.3%，稅後 EPS 下修 8.8%至 16.67 元(原估 18.28 元，股本由 24.19 億元膨脹約 2%至 24.67 億元)，年增 1.0%。儘管毛利率下修，不過 2024 年營收及獲利仍將持續創新高，趨勢仍正向。

展望 2025 年，美系品牌客戶回補庫存以及日系客戶海外展店規劃的訂單需求都將延續，聚陽配合美系客戶要求於薩爾瓦多設廠，品牌客戶下單給聚陽的訂單配比提升，挹注聚陽營運表現，營收及獲利可望持續創高，預估 2025 年營收微幅下修 0.01%至 408.95 億元(原估 408.98 億元)，年增 12.7%，高毛利率的急單佔比降低，毛利率下修 0.7ppt 至 25.8% (原估 26.5%)，營益率下修 0.7ppt 至 15.1% (原估 15.8%)，營業利益下修 4.4%至 61.81 億元(原估 64.62 億元)，年增 15.7%，稅後淨利下修 3.7%至 46.82 億元(原估 48.62 億元)，稅後 EPS 下修 5.6%至 18.98 元(原估 20.1 元，股本由 24.19 億元膨脹約 2%至 24.67 億元)，年增 13.8%，營收獲利將再創高。

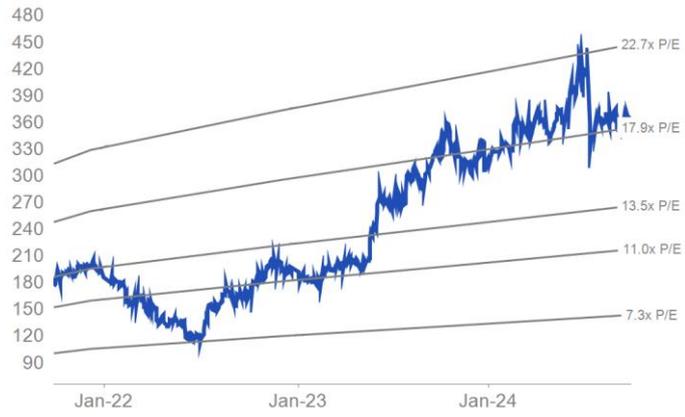
對聚陽投資建議維持買進，雖然船期干擾，生產作業不順，墊高生產成本，導致 2H24 毛利率及獲利下修。惟考量：1) 聚陽在 Gap 供應鏈地位提昇，擴大訂單份額，4Q24 淡季不明顯，預估 4Q24 營收年增 17.3%，YOY 動能全年最佳。儘管毛利率下修，但可季增 0.9ppt 至 25.5%，維繫稅後 EPS 為 4.25 元，年增 12.3%，獲利動能仍不俗；2) 預估 2024 年營收年增 11.8%，稅後 EPS 為 16.67 元，年增 1.0%，預估 2025 年營收年增 12.7%，稅後 EPS 為 18.98 元，年增 13.8%，營收及獲利將連 2 年創新高；3) 聚陽相繼發表“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；4) 品牌商要求多元生產基地及近岸生產以規避美國關稅調高風險，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，2H24 毛利率受壓利空，提供良好買點，維持買進建議，由於 2025 年毛利率及獲利下修，PER 評價也由 26 倍下調至 24 倍，目標價由 520 元調降至 455 元(24 PER X 2025 年稅後 EPS)。

圖 18：2024 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	36,302	36,180	40,895	40,898	0.3%	0.0%
營業毛利	9,278	9,618	10,539	10,821	-3.5%	-2.6%
營業利益	5,344	5,673	6,181	6,462	-5.8%	-4.4%
稅前利益	5,318	5,722	6,111	6,347	-7.1%	-3.7%
稅後淨利	4,113	4,422	4,682	4,862	-7.0%	-3.7%
調整後 EPS (元)	16.67	18.28	18.98	20.10	-8.8%	-5.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	25.6%	26.6%	25.8%	26.5%	-1.0	-0.7
營業利益率	14.7%	15.7%	15.1%	15.8%	-1.0	-0.7
稅後純益率	11.5%	12.4%	11.6%	12.0%	-0.9	-0.5

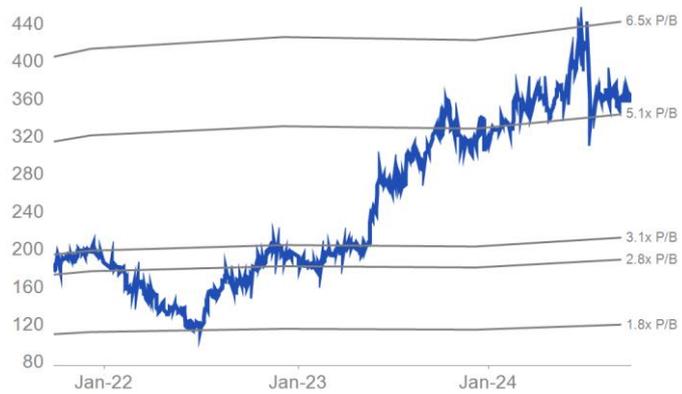
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 20：12 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 21：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	347.0	2,675	16.50	16.67	18.98	21.0	20.8	18.3	13.6	1.0	13.8
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	81.5	121,283	3.3	3.7	2.8	24.9	21.8	29.3	(14.7)	14.3	(25.5)
LULULEMON	LULU US	未評等	297.7	36,555	6.7	12.5	13.9	44.5	23.9	21.4	(10.9)	86.1	11.7
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	9.1	3,793	0.8	0.5	0.2	11.0	17.5	39.0	71.9	(37.0)	(55.2)
ANTA SPORTS	2020 HK	未評等	87.0	31,169	4.1	5.1	5.4	21.4	17.2	16.1	27.1	24.4	7.0
LI NING	2331 HK	未評等	16.1	5,282	1.4	1.3	1.5	11.9	12.3	10.9	(23.0)	(3.6)	13.0
申洲	2313 HK	未評等	59.9	11,743	3.3	4.3	4.9	18.0	13.9	12.3	(3.0)	29.6	13.1
國際同業平均					3.3	4.6	4.8	21.9	17.8	21.5	7.9	19.0	(6.0)
國內同業													
儒鴻	1476 TT	買進	556.0	4,752	18.9	24.3	25.8	29.5	22.8	21.5	(23.8)	29.0	6.2
國內同業平均					18.9	24.3	25.8	29.5	22.8	21.5	(23.8)	29.0	6.2

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 22：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	347.0	2,675	25.7	25.9	27.7	65.40	64.91	68.89	5.3	5.4	5.0
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	81.5	121,283	34.6	39.1	30.2	9.0	9.1	9.0	9.0	8.9	9.1
LULULEMON	LULU US	未評等	297.7	36,555	43.8	42.7	38.1	24.7	30.6	38.9	12.1	9.7	7.7
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	9.1	3,793	14.3	11.1	5.4	4.4	4.8	4.2	2.1	1.9	2.2
ANTA SPORTS	2020 HK	未評等	87.0	31,169	23.8	23.3	22.1	20.4	23.1	25.7	4.3	3.8	3.4
LI NING	2331 HK	未評等	16.1	5,282	13.1	12.6	13.2	10.4	10.8	11.6	1.6	1.5	1.4
申洲	2313 HK	未評等	59.9	11,743	14.3	17.1	18.0	24.1	25.3	27.5	2.5	2.4	2.2
國際同業平均					24.0	24.3	21.2	15.5	17.3	19.5	5.2	4.7	4.3
國內同業													
儒鴻	1476 TT	買進	556.0	4,752	20.4	23.3	22.6	93.6	104.4	114.4	5.9	5.3	4.9
國內同業平均					20.4	23.3	22.6	93.6	104.4	114.4	5.9	5.3	4.9

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 23：季度及年度簡明損益表 (合併)

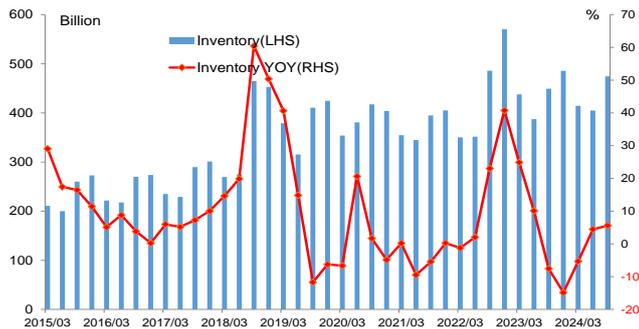
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	8,608	7,694	10,465	9,535	9,759	9,149	11,665	10,323	36,302	40,895
銷貨成本	(6,271)	(5,759)	(7,891)	(7,103)	(7,202)	(6,935)	(8,632)	(7,588)	(27,024)	(30,356)
營業毛利	2,337	1,935	2,574	2,431	2,557	2,214	3,033	2,736	9,278	10,539
營業費用	(985)	(815)	(1,099)	(1,034)	(1,034)	(972)	(1,239)	(1,114)	(3,934)	(4,358)
營業利益	1,352	1,120	1,475	1,397	1,523	1,242	1,794	1,622	5,344	6,181
業外利益	68	(5)	(59)	(28)	(21)	(4)	(23)	(22)	(26)	(70)
稅前純益	1,419	1,115	1,416	1,369	1,502	1,238	1,771	1,600	5,318	6,111
所得稅費用	(295)	(228)	(319)	(308)	(338)	(278)	(399)	(360)	(1,149)	(1,375)
少數股東權益	5	28	11	12	13	12	15	14	56	55
歸屬母公司稅後純益	1,119	859	1,086	1,049	1,151	947	1,357	1,226	4,113	4,682
調整後每股盈餘(NT\$)	4.54	3.48	4.40	4.25	4.67	3.84	5.50	4.97	16.67	18.98
調整後加權平均股數(百萬股)	247	247	247	247	247	247	247	247	247	247
重要比率										
營業毛利率	27.2%	25.2%	24.6%	25.5%	26.2%	24.2%	26.0%	26.5%	25.6%	25.8%
營業利益率	15.7%	14.6%	14.1%	14.7%	15.6%	13.6%	15.4%	15.7%	14.7%	15.1%
稅前純益率	16.5%	14.5%	13.5%	14.4%	15.4%	13.5%	15.2%	15.5%	14.7%	14.9%
稅後純益率	13.0%	11.2%	10.4%	11.1%	11.9%	10.5%	11.8%	12.0%	11.5%	11.6%
有效所得稅率	20.8%	20.4%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	21.6%	22.5%
季增率(%)										
營業收入	5.9%	-10.6%	36.0%	-8.9%	2.3%	-6.3%	27.5%	-11.5%		
營業利益	16.5%	-17.2%	31.7%	-5.3%	9.0%	-18.5%	44.4%	-9.6%		
稅後純益	22.2%	-23.2%	26.4%	-3.4%	9.7%	-17.7%	43.3%	-9.7%		
調整後每股盈餘	19.8%	-23.2%	26.4%	-3.4%	9.7%	-17.7%	43.3%	-9.7%		
年增率(%)										
營業收入	9.9%	6.5%	12.9%	17.3%	13.4%	18.9%	11.5%	8.3%	11.8%	12.7%
營業利益	11.1%	13.0%	0.2%	20.4%	12.7%	10.9%	21.6%	16.1%	10.4%	15.7%
稅後純益	18.0%	6.8%	-17.9%	14.5%	2.9%	10.2%	25.0%	16.9%	3.3%	13.6%
調整後每股盈餘	15.7%	4.7%	-19.5%	12.3%	2.9%	10.3%	25.0%	16.9%	1.0%	13.8%

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

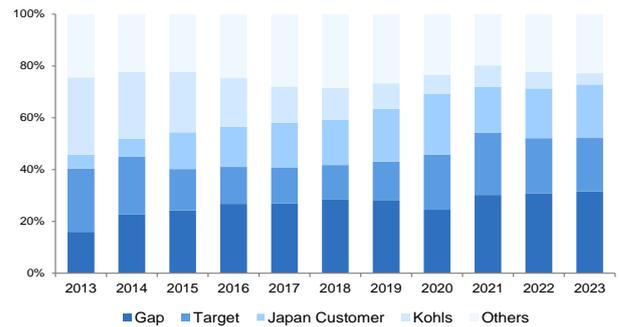
公司成立於 1990 年 1 月，是亞太地區知名的成衣製造商，主要業務為成衣的設計、製造及銷售，其客戶為全球及區域型之大型成衣零售商，是全球第五大成衣代工商。2015 年公司積極切入機能性服飾領域，運動服飾佔營收比重逐年提升。公司五大廠區包括印尼、柬埔寨、越南、菲律賓、中國大陸，採「台灣接单，全球生產」的營運模式。公司成衣商品主要銷售地區為美國市場，主要客戶包含百貨公司(Kohl's JC Penney)、大型賣場(Target、Wal-mart)、成衣專賣店(Gap、Old Navy、Hanesbrands、H&M、Carter's、MANGO、Under Armour 等等)；歐洲市場客戶有 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 24：Gap 存貨天數及年增率趨勢圖



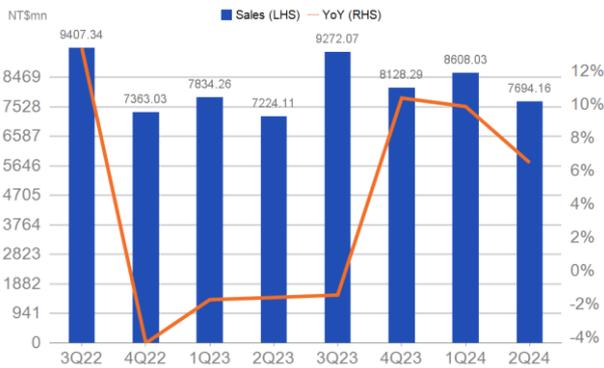
資料來源：公司資料

圖 25：營收組成



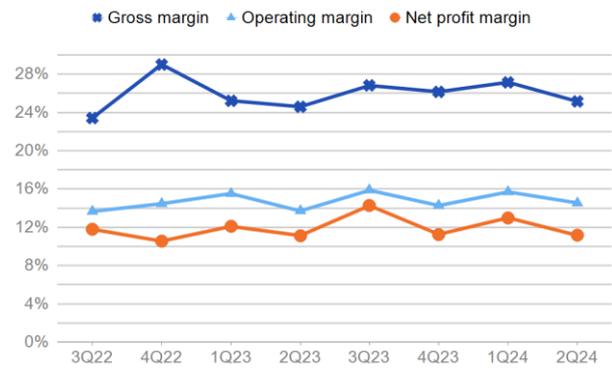
資料來源：公司資料

圖 26：營收趨勢



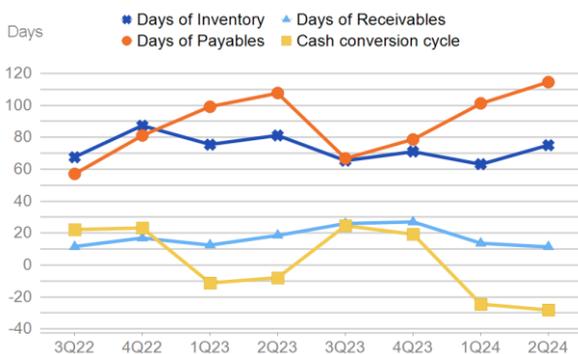
資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：毛利率、營益率、淨利率



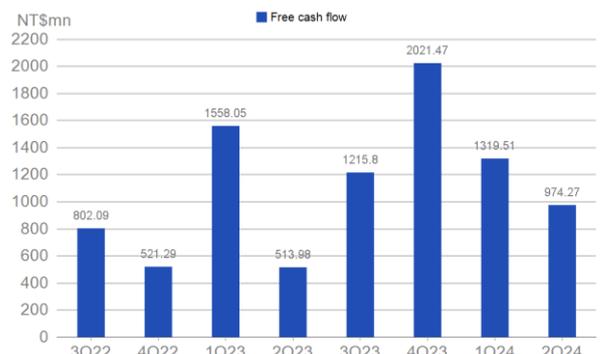
資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：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 30：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 (2024/10/22)

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	2,438	2,987
存貨	5,434	5,241	4,843	5,216	4,987
應收帳款及票據	1,160	1,199	1,527	1,579	1,601
其他流動資產	6,923	8,763	9,034	9,075	9,201
流動資產	16,160	17,963	18,419	18,308	18,777
採用權益法之投資	239	289	364	380	402
固定資產	5,022	5,227	5,264	5,736	6,134
無形資產	34	29	25	25	25
其他非流動資產	767	921	804	828	854
非流動資產	6,063	6,466	6,457	6,969	7,416
資產總額	22,223	24,429	24,876	25,277	26,193
應付帳款及票據	2,237	1,859	2,187	2,317	2,219
短期借款	1,866	1,753	1,553	1,597	1,636
什項負債	3,603	4,899	4,857	4,878	4,868
流動負債	7,707	8,511	8,597	8,793	8,723
長期借款	163	0	0	0	0
其他負債及準備	557	474	352	363	368
長期負債	721	474	352	363	368
負債總額	8,427	8,984	8,949	9,156	9,091
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	7,355	8,336
什項權益	(380)	(1)	(23)	(23)	(23)
歸屬母公司之權益	13,713	15,357	15,819	16,122	17,102
非控制權益	83	88	108	108	108
股東權益總額	13,795	15,445	15,927	16,122	17,102

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	4,169	4,736
折舊及攤提	530	562	548	619	702
本期營運資金變動	251	(267)	375	(295)	108
其他營業資產 及負債變動	(447)	(121)	827	(50)	42
營運活動之現金流量	3,013	3,715	5,785	4,387	5,533
資本支出	(399)	(398)	(476)	(1,091)	(1,100)
本期長期投資變動	36	49	76	(16)	(22)
其他資產變動	(2,009)	(717)	(1,077)	(50)	42
投資活動之現金流量	(2,372)	(1,066)	(1,478)	(1,128)	(1,084)
股本變動	220	0	0	48	0
本期負債變動	(1,237)	(217)	(363)	207	(65)
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)	(3,701)
其他調整數	(364)	(126)	(167)	(50)	42
融資活動之現金流量	(329)	(2,640)	(4,037)	(3,835)	(3,900)
匯率影響數	(37)	109	(17)	0	0
本期產生現金流量	276	118	254	(576)	549
自由現金流量	2,614	3,317	5,309	3,296	4,433

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	36,302	40,895
銷貨成本	(22,396)	(23,827)	(24,092)	(27,024)	(30,356)
營業毛利	6,535	8,256	8,366	9,278	10,539
營業費用	(3,154)	(3,824)	(3,527)	(3,934)	(4,358)
推銷費用	(1,667)	(2,038)	(1,849)	(2,025)	(2,203)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(1,510)	(1,785)	(1,672)	(1,917)	(2,155)
其他費用	23	(1)	(6)	9	0
營業利益	3,381	4,432	4,840	5,344	6,181
利息收入	17	43	89	45	46
利息費用	(36)	(127)	(211)	(261)	(206)
利息收入淨額	(19)	(84)	(123)	(216)	(160)
投資利益(損失)淨額	39	31	87	107	123
匯兌損益	(4)	171	41	31	0
其他業外收入(支出)淨額	1	39	182	52	(33)
稅前純益	3,398	4,589	5,027	5,318	6,111
所得稅費用	(720)	(1,049)	(992)	(1,149)	(1,375)
少數股權淨利	23	25	44	56	55
歸屬母公司之稅後純益	2,655	3,515	3,991	4,113	4,682
稅前息前折舊攤銷前淨利	4,019	5,350	5,852	5,722	6,653
調整後每股盈餘 (NT\$)	10.98	14.53	16.50	16.67	18.98

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	11.8	12.7
營業利益	26.8	31.1	9.2	10.4	15.7
稅前息前折舊攤銷前淨利	21.3	33.1	9.4	(2.2)	16.3
稅後純益	28.8	32.2	14.0	3.3	13.6
調整後每股盈餘	17.4	32.4	13.6	1.0	13.8
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	22.6	25.7	25.8	25.6	25.8
營業利益率	11.7	13.8	14.9	14.7	15.1
稅前息前淨利率	11.6	13.9	14.8	14.1	14.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	13.9	16.7	18.0	15.8	16.3
稅前純益率	11.8	14.3	15.5	14.7	14.9
稅後純益率	9.2	11.0	12.3	11.5	11.6
資產報酬率	13.1	15.2	16.4	16.5	18.1
股東權益報酬率	22.4	24.2	25.7	25.9	27.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	61.1	58.2	56.2	56.8	53.2
淨負債權益比 (%)	(4.4)	(6.5)	(9.2)	(5.2)	(7.9)
利息保障倍數 (倍)	96.3	37.3	24.8	(23.6)	(37.2)
流動比率 (%)	209.7	211.1	214.2	208.2	215.3
速動比率 (%)	139.2	149.5	157.9	148.9	158.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(613)	(1,008)	(1,461)	(841)	(1,351)
調整後每股淨值 (NT\$)	56.69	63.49	65.40	64.91	68.89
評價指標 (倍)					
本益比	31.6	23.9	21.0	20.8	18.3
股價自由現金流量比	32.8	25.8	16.1	26.0	19.3
股價淨值比	6.1	5.5	5.3	5.4	5.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨	21.3	16.0	14.6	15.0	12.9
股價營收比	3.0	2.7	2.6	2.4	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。

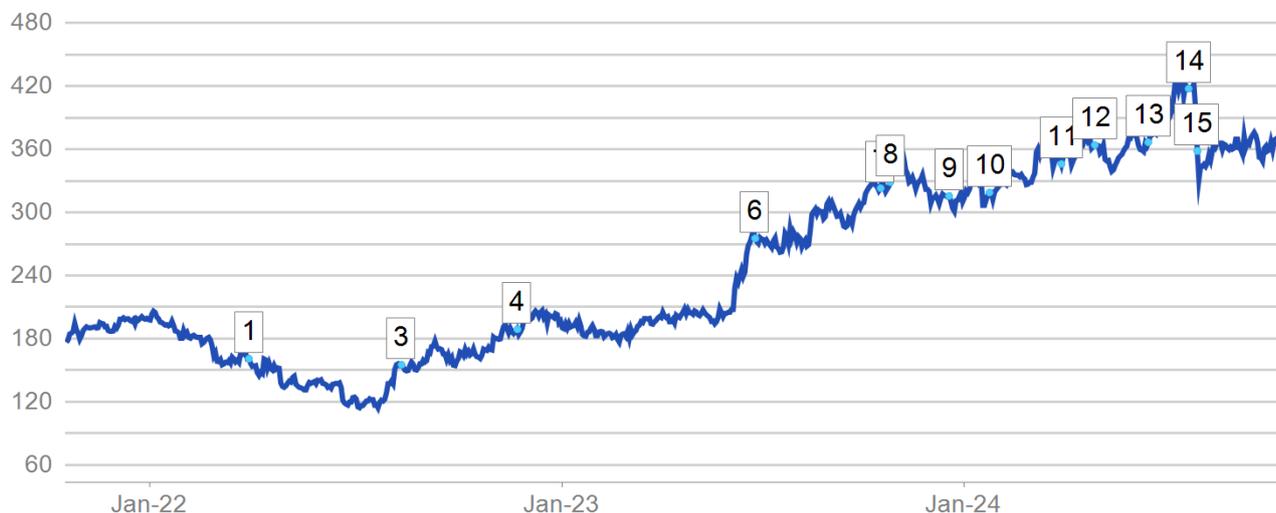
附錄：重要揭露事項

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	20220408	200.50	250.00	200.59	買進	胡逸如
2	20220508	163.50	200.00	168.82	買進	胡逸如
3	20220817	183.50	180.00	151.94	持有-超越同業	胡逸如
4	20221124	221.00	275.00	232.13	買進	胡逸如
5	20230107	225.50	283.00	238.88	買進	胡逸如
6	20230705	306.50	377.00	339.11	買進	蔡爵丞
7	20231024	356.50	432.00	388.58	買進	蔡爵丞
8	20231101	366.00	445.00	400.28	買進	蔡爵丞
9	20231220	351.00	445.00	400.28	買進	蔡爵丞
10	20240124	352.00	422.00	379.59	買進	蔡爵丞
11	20240408	374.50	430.00	403.45	買進	蔡爵丞
12	20240507	388.00	450.00	422.22	買進	蔡爵丞
13	20240621	391.00	465.00	436.29	買進	蔡爵丞
14	20240729	445.50	530.00	497.28	買進	蔡爵丞
15	20240805	424.00	520.00	487.89	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 仁愛路三段 157 號 4 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>.