

聚陽 (1477 TT) Makalot

費用控管佳，3Q24 獲利優於預期，品牌商回補庫存訂單挹注成長

評等：買進

目標價 (12 個月)：NT\$455.0

收盤價 (2024/10/30)：NT\$347.5
隱含漲幅：30.9%

交易資料表

市值	NT\$85,730百萬元
外資持股比率	29.6%
董監持股比率	7.5%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$64.91

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
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	21.1	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%

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

事件

聚陽公布 3Q24 簡式財報，毛利率下滑 1.5ppt 至 23.7%，但費用控管佳，營益率改善 0.6ppt 至 15.2%，稅後 EPS 為 4.74 元，優於預期 7.7%。

評論

費用控管佳抵銷毛利率下滑干擾，3Q24 稅後 EPS 為 4.74 元，優於預期 7.7%

聚陽公布 3Q24 簡式財報，營收 104.65 億元，季增 36.0%，年增 12.9%，毛利率下滑 1.5ppt 至 23.7% (原估 24.6%)，不過費用控管佳，費用率減少 2.1ppt 至 8.5%，營益率改善 0.6ppt 至 15.2% (原估 14.1%)，營業利益增至 15.89 億元(原估 14.75 億元)，季增 42%，年增 8.0%，優於預期 7.8%，業外有匯損拖累，稅後 EPS 為 4.74 元(原估 4.40 元)，季增 33.5%，年減 13.3%，優於預期 7.7%。3Q24 毛利率滑落，乃係船運導致原料延遲到廠，生產作業不順，加班因應墊高生產成本，進而侵蝕獲利。不過費用控管佳，營益率仍有改善，優於預期。

預估 2025 年稅後 EPS 為 18.98 元，年增 13.8%，獲利將再創高

展望 4Q24，聚陽營運淡季不明顯，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 95.35 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%，營益率 14.7%，營業利益 13.97 億元，季減 5.3%，年增 20.4%，稅後淨利 10.49 億元，季減 3.4%，年增 14.5%，稅後 EPS 為 4.25 元，季減 10.3%，年增 12.3%。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 408.95 億元，年增 12.7%，稅後 EPS 為 18.98 元，年增 13.8%，營收獲利將再創高。

Gap 擴大訂單份額，新產能及智慧衣新品推出，成長可期

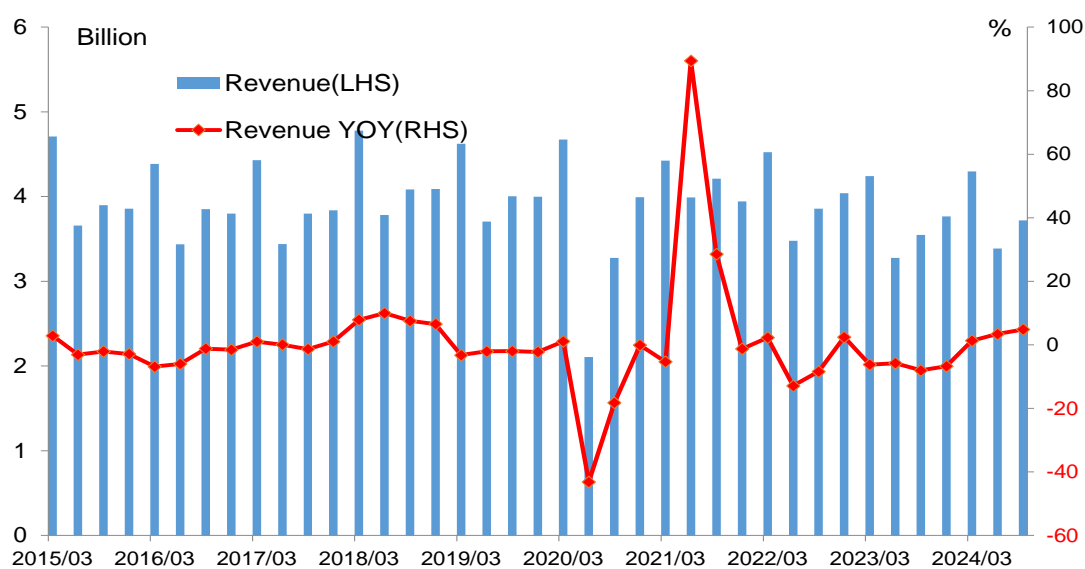
考量：1) 聚陽在 Gap 擴大訂單份額，4Q24 淡季不明顯，預估營收年增 17.3%，動能全年最佳，稅後 EPS 年增 12.3%；2) 預估 2024 年營收年增 11.8%至 363.02 億元，預估 2025 年營收年增 12.7%至 408.95 億元，營收連 2 年創新高；3) 推出兩款健身衣產品，競逐智慧衣市場；4) 配合品牌商近岸生產要求，於中南美洲薩爾瓦多設廠，可獲取品牌客戶訂單，展望佳，維持買進建議，目標價 455 元(24 PER X 2025 年稅後 EPS)。

圖 1：2024 年第 3 季財報與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	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%	10,465	10,358	0.0%	1.0%
營業毛利	2,486	1,935	2,480	28.2%	-0.2%	2,574	2,659	-3.7%	-6.7%
營業利益	1,472	1,120	1,589	42.0%	8.0%	1,475	1,621	7.8%	-2.0%
稅前利益	1,648	1,115	1,479	32.7%	-10.2%	1,416	1,621	4.5%	-8.7%
稅後淨利	1,323	859	1,169	36.1%	-11.6%	1,086	1,241	7.7%	-5.8%
調整後 EPS (元)	5.47	3.55	4.74	33.5%	-13.3%	4.40	5.15	7.7%	-8.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	26.8%	25.1%	23.7%	-1.5	-3.1	24.6%	25.7%	-0.9	-2.0
營業利益率	15.9%	14.6%	15.2%	0.6	-0.7	14.1%	15.6%	1.1	-0.5
稅後純益率	14.3%	11.2%	11.2%	0.0	-3.1	10.4%	12.0%	0.8	-0.8

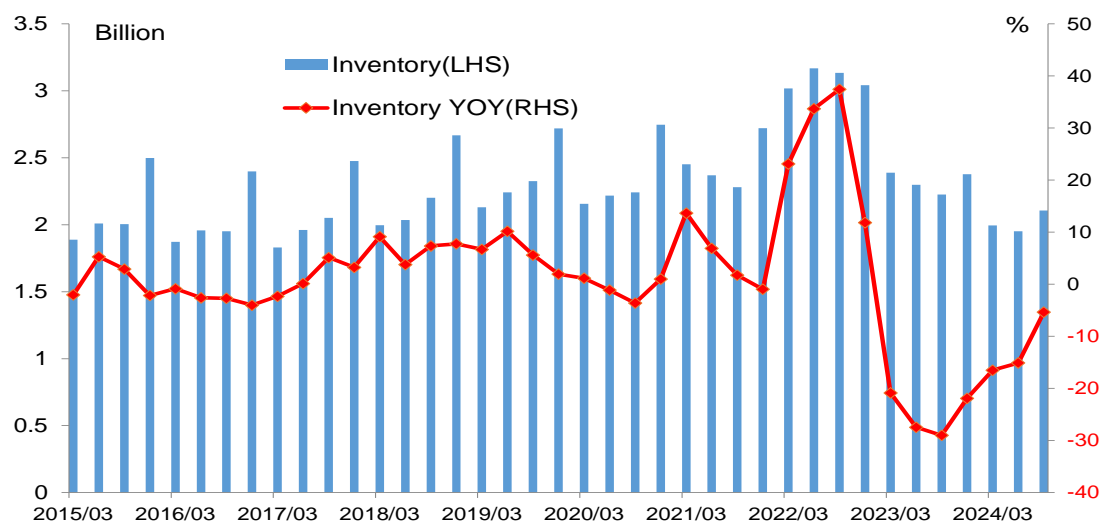
資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

圖 2：Gap 營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 3：Gap 存貨及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

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



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，為於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