

儒鴻(1476)

BUY

□台灣 50 ■中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 鄭羽涵 Michelle Cheng  
yuhancheng@masterlink.com.tw

評等

日期: 2024/11/18  
目前收盤價 (NT\$): 549  
目標價 (NT\$): 630  
52 週最高最低(NT\$): 466-595  
加權指數: 22742.77

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 2,744  
市值 (NT\$/mn): 148,720  
市值 (US\$/mn): 4,957  
20 日平均成交量(仟股): 461  
PER (2024): 22.16  
PBR (2024): 5.50  
外資持股比例: 38.23  
TCRI 3

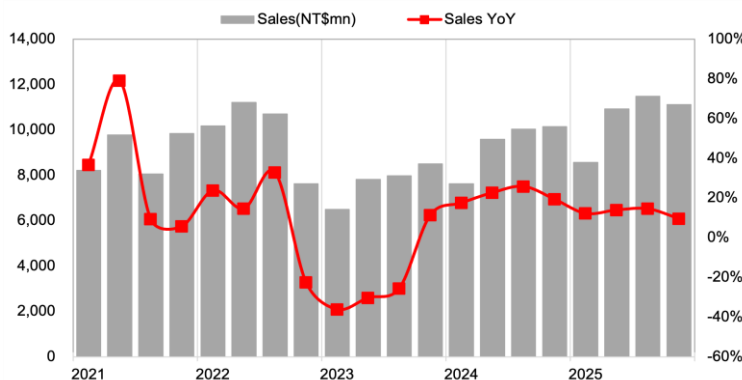
股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-1.5	9.4	10.6
加權指數報酬率	-2.4	3.9	7.6

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	630	650
營業收入 (NT\$/mn)	37,401	36,381
毛利率 (%)	31.2	30.8
營業率 (%)	21.7	21.0
EPS (NT\$)	24.46	23.08
BVPS(NT\$)	100.90	99.52

長期展望審慎樂觀

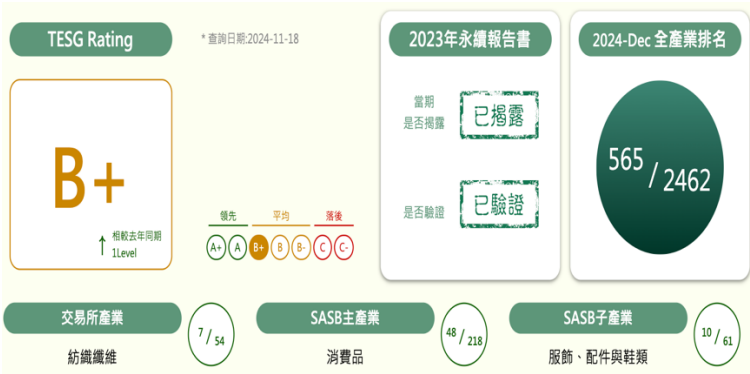
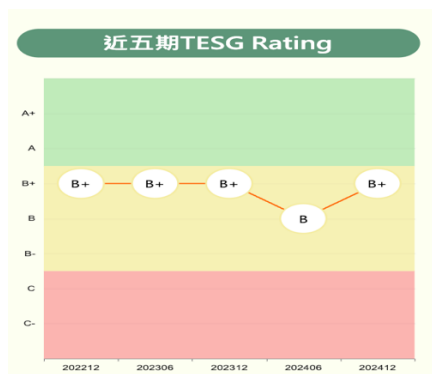
- **3Q24 毛利率優於預期，稅後 EPS 為 6.47 元：**儒鴻公告 3Q24 財報，3Q24 營收 100.32 億元，其中成衣營收佔比 65%，布料營收佔比 35%，成衣銷量 YoY 雙位數，ASP YoY 持平，布料銷量 YoY 低個位數，ASP YoY 低個位數；毛利率 32.3%，優於預期，主要係因高毛利產品、高毛利客戶持續成長，加上新客、新產品生產效率、學習曲線持續優化，3Q24 追加單佔比 10%，稅後 EPS 為 6.47 元。
- **4Q24 為成衣旺季，預估稅後 EPS 為 6.48 元：**展望 4Q24，預估營收 101.43 億元，推估成衣營收佔比 67%，布料營收佔比 33%，目前客戶下單仍趨保守謹慎，係因客戶仍在觀察季節性銷售狀況，由於短交期已是趨勢，一旦銷售狀況優於預期，則 4Q24 追加單佔比有望較 3Q24 提升；獲利面，10 月份印尼廠單月已達損平，且生產效率、學習曲線提升，元富認為毛利率將維持 30% 以上水準，預估毛利率 31%，業外考量匯兌利益，稅後 EPS 為 6.48 元。
- **維持買進評等：**本次公司雖下修小巨人營收目標，但整體營運展望仍正向、審慎樂觀，元富調整 2024-2025 年稅後 EPS 至 24.46 元、27.31 元，維持買進，調整目標價至 630 元(24x2025EPS)。

Exhibit 1: 營收與營收 YoY



Sources : Masterlink

Exhibit 2: TESC 企業永續指標



Sources : TEJ、Masterlink

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 1 of 5

儒鴻擁有布、衣垂直整合供應鏈，為全球機能性布料、服飾領導廠商

儒鴻成立於 1977 年，主要生產針織布及成衣，2023 年部門佔比：針織事業部 38%、成衣事業部 62%；儒鴻為全球機能性布料、服飾領導廠商，擁有從染整、織布、定型至成衣的布、衣垂直整合供應鏈，產品銷售至全球知名品牌及零售商，2023 年主要大客戶佔比：Nike 15.4%、lululemon 10.3%，另有 Under Armour 等國際知名客戶，近年許多中小型新興品牌客戶亦耕耘有成；產能方面，針織布月產能 1,500 萬碼(台灣月產能 800 萬碼、越南月產能 700 萬碼)、成衣月產能 1,120 萬件(自有月產能 700 萬件、協力廠月產能 420 萬件)，至於近年積極擴建的印尼新廠，一期已於 2023 年底量產，成衣月產能 100 萬件，二期產能則逐步開出，印尼廠目標 4Q24 單月達損平。

Exhibit 3: 主要客戶營收占比與展望

Sales(NT\$m)	2023	%	YoY	2024(F)	%	YoY	2025(F)	%	YoY
針織事業部	11,617	38%	-22%	13,575	36%	17%	15,246	36%	12%
成衣事業部	19,174	62%	-23%	23,826	64%	24%	26,858	64%	13%
合計	30,790	100%	-23%	37,401	100%	21%	42,104	100%	13%

Sources : Company、Masterlink

3Q24 毛利率優於預期，稅後 EPS 為 6.47 元

儒鴻公告 3Q24 財報，3Q24 營收 100.32 億元，其中成衣營收佔比 65%，布料營收佔比 35%，成衣銷量 YoY 雙位數，ASP YoY 持平，布料銷量 YoY 低個位數，ASP YoY 低個位數；獲利方面，毛利率 32.3%，季增 0.8 個百分點，年減 0.7 個百分點，優於預期，主要係因高毛利產品、高毛利客戶持續成長，加上新客、新產品生產效率、學習曲線持續優化，3Q24 追加單佔比 10%，費用控管得宜下，營益率 23%，季增 1 個百分點，年增 0.2 個百分點，業外有 1 億元匯損，稅前淨利 22.15 億元，歸屬母公司稅後淨利 17.75 億元，QoQ+2%，YoY+14%，稅後 EPS 為 6.47 元。

Exhibit 4: 儒鴻 3Q24 財報與元富預估差異數

NT\$m	2Q24	3Q24(A)	3Q24(F)	與預期相比	QOQ	YOY	累計YOY
Net sales	9,593	10,032	10,032		4.57	25.83	22.28
Margin %	31.52%	32.32%	31.24%				
Operating Profit	2,100	2,309	2,158	7%	9.99	26.87	27.72
Operating Margin %	21.89%	23.02%	21.52%				
Total non-ope inc.	130	-94	239				
Pre-tax profit	2,229	2,215	2,398	-8%	-0.64	8.32	26.12
Net profit	1,734	1,775	1,810	-2%	2.40	13.93	30.64
EPS	6.32	6.47	6.60				

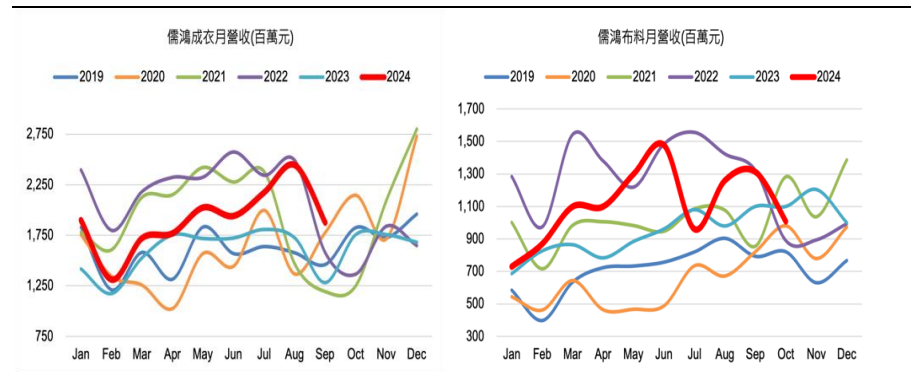
Sources : Company、Masterlink

4Q24 為成衣旺季，預估稅後 EPS 為 6.48 元

儒鴻公告 10 月份營收 33 億元，MoM+3%，YoY+16%，累計 YoY+22%，符合預期，布料營收 10 億元，MoM-23%，YoY-8%，累計 YoY+20%，成衣營收 23 億元，MoM+22%，YoY+31%，累計 YoY+23%。展望 4Q24，4Q 本為成衣旺季、布料淡季，預估營收 101.43 億元，QoQ+1%，YoY+19%，推估成衣營收佔比 67%，布料營收佔比 33%，公司表示目前客戶下單仍趨保守謹慎，係因客戶仍在觀察季節性銷售狀況，由於短交期已是趨勢，一旦銷售狀況優於預期，則 4Q24 追加單佔比有望較 3Q24 提升；獲利方面，10 月份印尼廠單月已達損平，且生產效率、學習曲線提升，元富認為毛利率將維持 30% 以上水準，預估毛利率 31%，季減 1.3 個百分點，年減 1.5 個百分點，主要考量 4Q24 布衣產品組合，費用控管得宜下，營益率 21.8%，季減 1.2 個百分點，年減 1 個百分點，業外考量匯兌利益，預估稅前淨利 23.18 億元，歸屬

母公司稅後淨利 17.75 億元，QoQ+0.2%，YoY+27%，稅後 EPS 為 6.48 元。

Exhibit 5: 儒鴻成衣/布料月營收

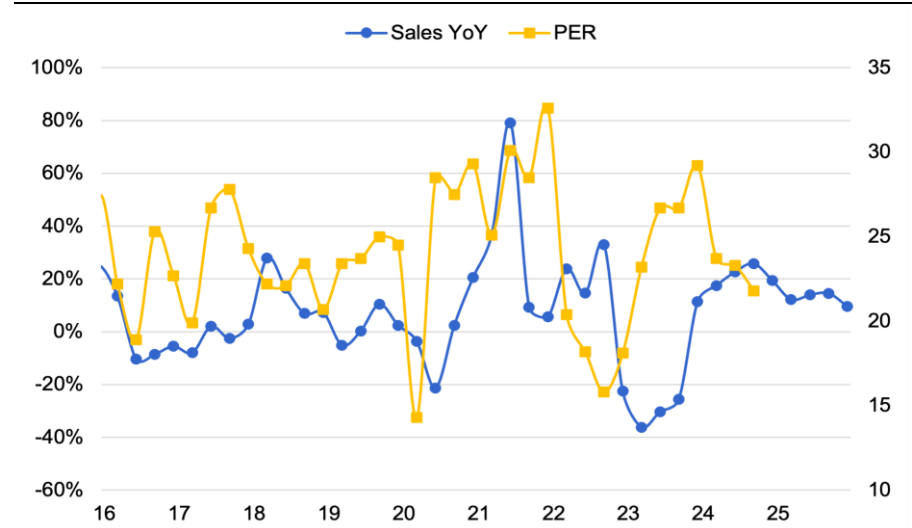


Sources : Company、Masterlink

### 維持買進評等

展望後市，4Q24-2025 年展望正向，4Q24 訂單已談妥並按計畫生產，目前部分客戶訂單能見度看至 1H25；新客方面，2024 年全年小巨人營收佔比約 12-13%，達先前釋出目標 12-18%區間下緣，係因既有大客戶與小巨人客戶皆成長，故營收佔比提升幅度較先前預期低，管理層將 2025 年小巨人營收佔比目標則下調至 12-18%(原目標 30%)。產能方面，印尼廠已開 97 條線，目標 4Q24 開滿 112 條線，2025 年自有產能、協力廠產能將同步提升，屆時協力廠產能佔比將維持 30-35%，自有產能方面，公司表示，印尼廠旁空地將於明年 3 月份規劃並釋出擴產幅度、方向；綜上所述，小巨人營收目標雖下修，但整體營運展望仍正向、審慎樂觀，新產品開發指標仍持續向上，至於美國關稅議題目前未出現實質影響性，元富調整 2024-2025 年稅後 EPS 至 24.46 元、27.31 元，維持買進，調整目標價至 630 元(24x2025EPS)。

Exhibit 6: PER



Sources : Company、Masterlink

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。



Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	39,736	30,790	37,401	42,104		Cash	6,022	6,725	7,986	10,400	
COGS	28,671	21,111	25,744	28,840		Marketable securities	0	0	0	0	
Gross profit	11,065	9,679	11,657	13,264		A/R & N/R	1,686	2,189	2,308	2,193	
Operating expense	3,328	3,130	3,556	3,757		Inventory	4,625	5,581	5,921	6,101	
<b>Operating profit</b>	<b>7,737</b>	<b>6,549</b>	<b>8,101</b>	<b>9,507</b>		Others	6,022	3,464	3,887	4,143	
Total non-operate. Inc	803	127	438	378		Total current asset	18,355	17,959	20,101	22,836	
Pre-tax profit	8,540	6,676	8,539	9,885		Long-term invest.	0	3	1	1	
Total Net profit	6,790	5,176	6,779	7,777		Total fixed assets	13,627	11,669	11,936	12,324	
Minority	0	0	0	0		Total other assets	15,008	12,806	13,215	13,621	
<b>Net Profit</b>	<b>6,790</b>	<b>5,176</b>	<b>6,713</b>	<b>7,492</b>		<b>Total assets</b>	<b>33,364</b>	<b>30,765</b>	<b>33,316</b>	<b>36,458</b>	
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>24.75</b>	<b>18.87</b>	<b>24.46</b>	<b>27.31</b>							
Y/Y %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F		Short-term Borrow	1,778	1,489	1,538	1,602	
Sales	10.6	-22.5	21.5	12.6		A/P & N/P	1,686	2,189	2,308	2,193	
Gross profit	16.6	-12.5	20.4	13.8		Other current liab.	4,113	5,569	7,127	9,688	
Operating profit	20.9	-15.4	23.7	17.4		Total current liab.	7,577	9,247	10,972	13,483	
Pre-tax profit	33.7	-21.8	27.9	15.8		L-T borrows	563	545	681	707	
Net profit	31.9	-23.8	29.7	11.6		Other L-T liab.	81	77	74	74	
EPS	31.9	-23.8	29.6	11.6		<b>Total liability.</b>	<b>8,222</b>	<b>9,869</b>	<b>11,727</b>	<b>14,264</b>	
Margins %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F		Common stocks	2,744	2,744	2,744	2,744	
Gross	27.8	31.4	31.2	31.5		Reserves	3,770	3,770	3,770	3,770	
Operating	19.5	21.3	21.7	22.6		Retain earnings	18,629	14,383	15,076	15,681	
EBITDA	23.1	24.0	23.1	24.6		<b>Total Equity</b>	<b>25,142</b>	<b>20,896</b>	<b>21,589</b>	<b>22,194</b>	
Pre-tax	21.5	21.7	22.8	23.5		<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>33,364</b>	<b>30,765</b>	<b>33,316</b>	<b>36,458</b>	
<b>Net</b>	<b>17.1</b>	<b>16.8</b>	<b>17.9</b>	<b>17.8</b>							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	7,633	9,593	10,032	10,143		Net income	6,790	5,176	6,713	7,492	
Gross profit	2,247	3,024	3,242	3,145		Dep & Amort	775	600	5	393	
Operating profit	1,476	2,100	2,309	2,216		Investment income	0	3	3	2	
Total non-op. inc.	301	130	(94)	102		Changes in W/C	3,828	-69	-316	106	
Pre-tax profit	1,777	2,229	2,215	2,318		Other adjustment	925	426	568	482	
Net profit	1,425	1,734	1,775	1,779		<b>Cash flow – ope.</b>	<b>12,318</b>	<b>6,137</b>	<b>6,973</b>	<b>8,475</b>	
EPS	5.19	6.32	6.47	6.48		Capex	-1,476	-1,475	-1,523	-1,685	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F		Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Net sales	17.5	22.7	25.8	19.3		Other adjustment	-3,330	-1,076	-1,336	-1,494	
Gross profit	21.9	24.0	23.0	13.8		<b>Cash flow – inve.</b>	<b>-4,807</b>	<b>-2,551</b>	<b>-2,859</b>	<b>-3,179</b>	
Operating profit	30.9	26.5	26.9	14.2		Free cash flow	431	93	128	164	
Net profit	72.4	24.5	13.9	27.1		Inc. (Dec.) debt	0	0	0	0	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F		Cash dividend	0	0	0	0	
Net sales	-10.2	25.7	4.6	1.1		Other adjustment	-3,685	-2,983	-2,962	-3,031	
Gross profit	-18.7	34.6	7.2	-3.0		<b>Cash flow-Fin.</b>	<b>-3,254</b>	<b>-2,890</b>	<b>-2,834</b>	<b>-2,867</b>	
Operating profit	-23.9	42.2	10.0	-4.1		Exchange influence	5	7	-20	-15	
Net profit	1.8	21.6	2.4	0.2		<b>Change in Cash</b>	<b>4,262</b>	<b>703</b>	<b>1,260</b>	<b>2,414</b>	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F		<b>Ratio Analysis</b>					
Gross	29.4	31.5	32.3	31.0		<b>Year-end Dec. 31</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24 F</b>	<b>FY25 F</b>	
Operating	19.3	21.9	23.0	21.8		ROA	21.7	16.1	21.0	21.5	
<b>Net</b>	<b>18.7</b>	<b>18.1</b>	<b>17.7</b>	<b>17.5</b>		ROE	27.0	22.5	31.1	34.2	

#### Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

#### MasterLink Securities – Stock Rating System

**STRONG BUY:** Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

**BUY:** Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

**HOLD:** Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

**SELL:** Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 5 of 5