

聚陽(1477)

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: 2024/12/19
目前收盤價 (NT\$): 314.5
目標價 (NT\$): 360
52 週最高最低(NT\$): 306.5-466
加權指數: 23168.67

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 2,467
市值 (NT\$/mn): 79,070
市值 (US\$/mn): 2,636
20 日平均成交量(仟股): 1,415
PER (2024): 19
PBR (2024): 5.87
外資持股比例: 25.25
TCRI 3

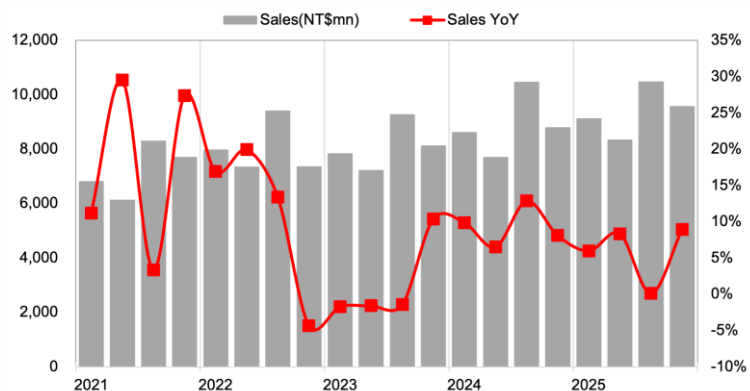
股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-2.9	-12.2	-16.0
加權指數報酬率	2.8	6.9	1.8

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	360	360
營業收入 (NT\$/mn)	35,556	35,453
毛利率 (%)	25.1	25.0
營益率 (%)	15.0	14.9
EPS (NT\$)	16.94	16.70
BVPS(NT\$)	69.18	67.04

最壞時期已過，毛利率有望回升

- **預期 4Q24 毛利率較上季回升，稅後 EPS 為 4.02 元：**4Q24 開始運動盤訂單雖顯著增溫，然 10-11 月屬於季節產品交替月份，12 月為出貨大月，預期營收表現將回升，然 4Q24 公司為保獲利，故在合約範圍內減少 2-3%低毛利訂單，故認為營收會較先前釋出的 90-95 億展望保守，推估 4Q24 營收 87.89 億元，QOQ-16%，YOY+8%；預估毛利率 24.7%，毛利率較上季回升係因公司減少加班，又船班回復正常，推估 4Q24 稅後 EPS 為 4.02 元，合計 2024 年全年稅後 EPS 為 16.94 元。
- **受關稅等不確定因素影響，2025 年展望略微保守：**1Q25 訂單大致接洽完畢，訂單量 YOY+5%，訂單價格 YOY+4%；2025 年整體展望方面，預期 Gap 高個位數成長，美系通路商客戶展望則較平淡，迅銷則預計有雙位數成長；產能方面，孟加拉新廠投產時程落於 2Q24 季底至 3Q24 之間，較先前預期時點落後。元富推估聚陽 2025 年營收 375 億元，YOY+5.5%，毛利率 25%，稅後 EPS 為 18.84 元。
- **維持買進評等：**評價方面，聚陽消化 rush order 能力良好，能快速反應客戶需求，且其擁有多元、分散的生產基地，將有利聚陽接單，故維持買進評等，目標價 360 元。

Exhibit 1: 營收與營收 YoY



Sources: Masterlink

Exhibit 2: TEGS 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

聚陽為全球前五大成衣代工廠

聚陽成立於 1990 年，主營成衣設計、代工製造，為全球前五大成衣代工廠，近年受惠品牌商下單集中化趨勢，更加鞏固了聚陽的產業地位，公司目前共有五大生產基地，2023 年成衣產能 1,680 萬打，產能分布：越南 42%、印尼 37%、柬埔寨 17%、中國 2%、菲律賓 2%，既有的五大生產基地中，以印尼為最主要擴產地，越南則進行小擴產，至於孟加拉新廠預期於 2025 年投產，生產基地多元分散，有利公司接單。公司主要客戶來自快時尚成衣品牌商、大型通路商、百貨業者等，2023 年客戶結構：Gap 29%、Target 19%、Fast Retailing(迅銷)19%、Dick's 8%、Kohl's 4%、其他 21%。產品組合方面，聚陽 2015 年起積極切入機能性運動服飾領域，占比逐年攀升，帶動 ASP 提升，獲利能力也漸轉好，2023 年產品組合：流行成衣 52%、機能性運動服飾 48%。

Exhibit 3: 2024 年主要客戶營收占比與展望

Sales(NT\$mn)	2023	%	YoY	2024(F)	%	YoY	2025(F)	%	YoY
Gap	9,413	29%	1%	11,484	32%	22%	12,517	33%	9%
TARGET	6,167	19%	-4%	6,476	18%	5%	6,670	18%	3%
Fast Retailing	6,167	19%	7%	6,784	19%	10%	7,598	20%	12%
Dick's	2,597	8%	35%	2,960	8%	14%	3,167	8%	7%
KOHL'S	1,298	4%	-33%	1,454	4%	12%	1,541	4%	6%
其他	6,816	21%	1%	6,398	18%	-6%	6,014	16%	-6%
合計	32,459	100%	1%	35,556	100%	10%	37,508	100%	5%

Sources : Company , Masterlink

預期 4Q24 毛利率較上季回升，
稅後 EPS 為 4.02 元

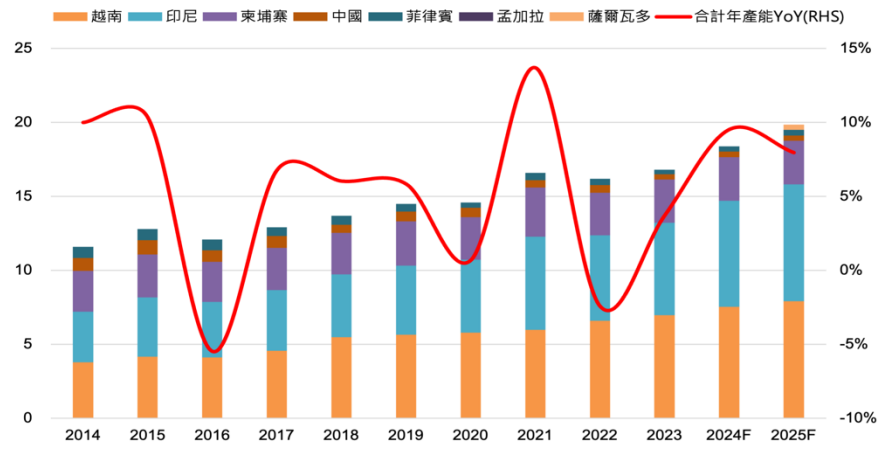
聚陽公告 11 月份營收 25.81 億元，MOM-3%，YOY+7%，累計 YOY+9%，營收連續兩個月低於預期，4Q24 開始運動盤訂單雖顯著增溫，2024 年全年運動盤佔比約 53%，然 10-11 月屬於季節產品交替月份(感恩節、聖誕節出貨過渡到 2025 年早春款出貨)，故營收表現較不理想；11 月份價量方面，銷量 YOY+6%、ASP YOY-2%、匯率 YOY+2%，其中出貨遞延 1-2 億元至 12 月份，12 月本為早春款出貨大月，預期營收表現將回升，然 4Q24 公司為保獲利表現，因此在合約範圍內減少 2-3%低毛利訂單，故元富認為營收會較先前釋出的 90-95 億展望保守，推估 4Q24 營收 87.89 億元，QOQ-16%，YOY+8%；獲利方面，預估毛利率 24.7%，季增 1 個百分點，年減 1.5 個百分點，毛利率預期較上季回升係因公司少做訂單、減少加班，又船班回復正常，營益率 14.7%，季減 0.5 個百分點，年增 0.4 個百分點，稅前淨利 12.56 億元，歸屬母公司稅後淨利 9.92 億元，QOQ-15%，YOY+8%，推估稅後 EPS 為 4.02 元，合計 2024 年全年稅後 EPS 為 16.94 元。

受關稅等不確定因素影響，2025
年展望略微保守

展望 1Q25，訂單大致接洽完畢，價量方面，訂單量 YOY+5%，訂單價格 YOY+4%，1Q25 訂單量成長雖較為保守，但公司保留 rush order 產能空間(農曆年後 rush order 才會比較明朗)，並節省員工加班時數，而 1Q25 漲價係反映東南亞整體工資成本提升；客戶方面，2025/1 月川普就任後擬加徵關稅，將伴隨許多不確定性，故客戶下單亦較保守，聚陽初步規劃以調整產品類別方式因應關稅，如：接洽更多美國棉流行成衣訂單已降低高關稅影響(採用美國原料產品關稅較低)。2025 年整體展望方面，聚陽將優先服務既有大客戶，若有剩餘產能空間才會服務新客戶，預期 Gap 高個位數成長(主由 Athleta 帶動)，至於美系通路商客戶展望則較平淡，係因居家服需求疲弱，抵銷流行、運動服成長，迅銷則預計有雙位數成長；產能方面，孟加拉新廠投產時程落於

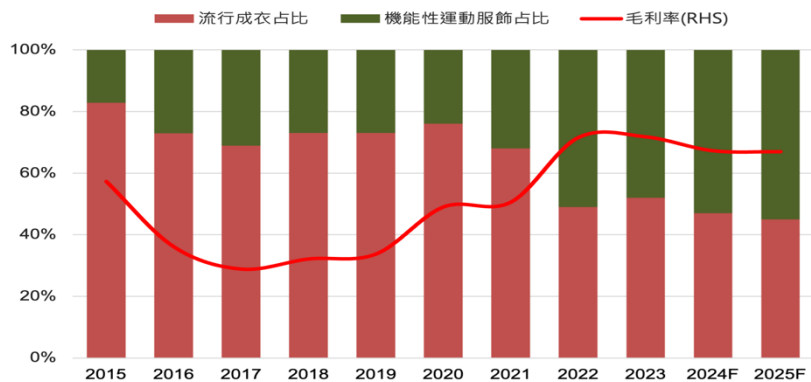
2Q24 季底至 3Q24 之間，孟加拉因存在較多不確定因素，故新廠投產較先前預期時點落後，此外，公司認為越南關稅風險大於印尼，故預計將高風險訂單漸漸轉往印尼廠生產。綜上所述，元富推估聚陽 2025 年營收 375 億元，YOY+5.5%，毛利率 25%，營益率 15.8%，稅前淨利 59.54 億元，歸屬母公司稅後淨利 46.48 億元，稅後 EPS 為 18.84 元。

Exhibit 4: 聚陽產能分布與產能 YoY



Sources : Company , Masterlink

Exhibit 5: 聚陽產品組合與毛利率

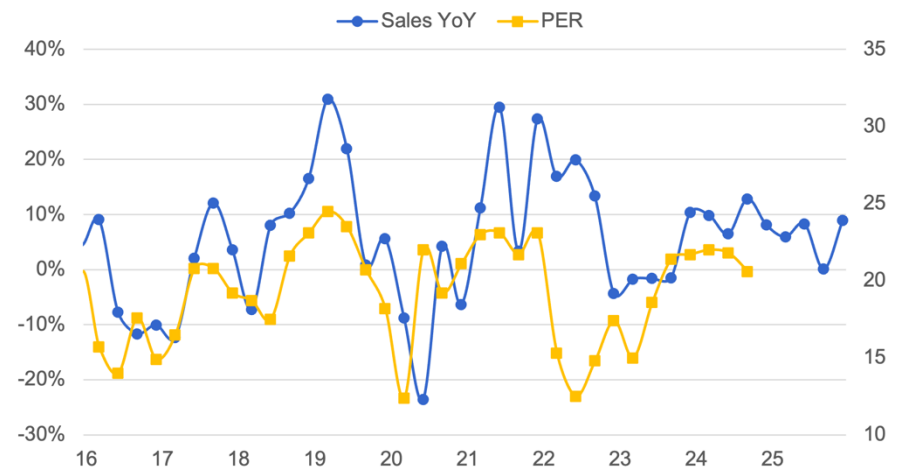


Sources : Company , Masterlink

維持買進評等

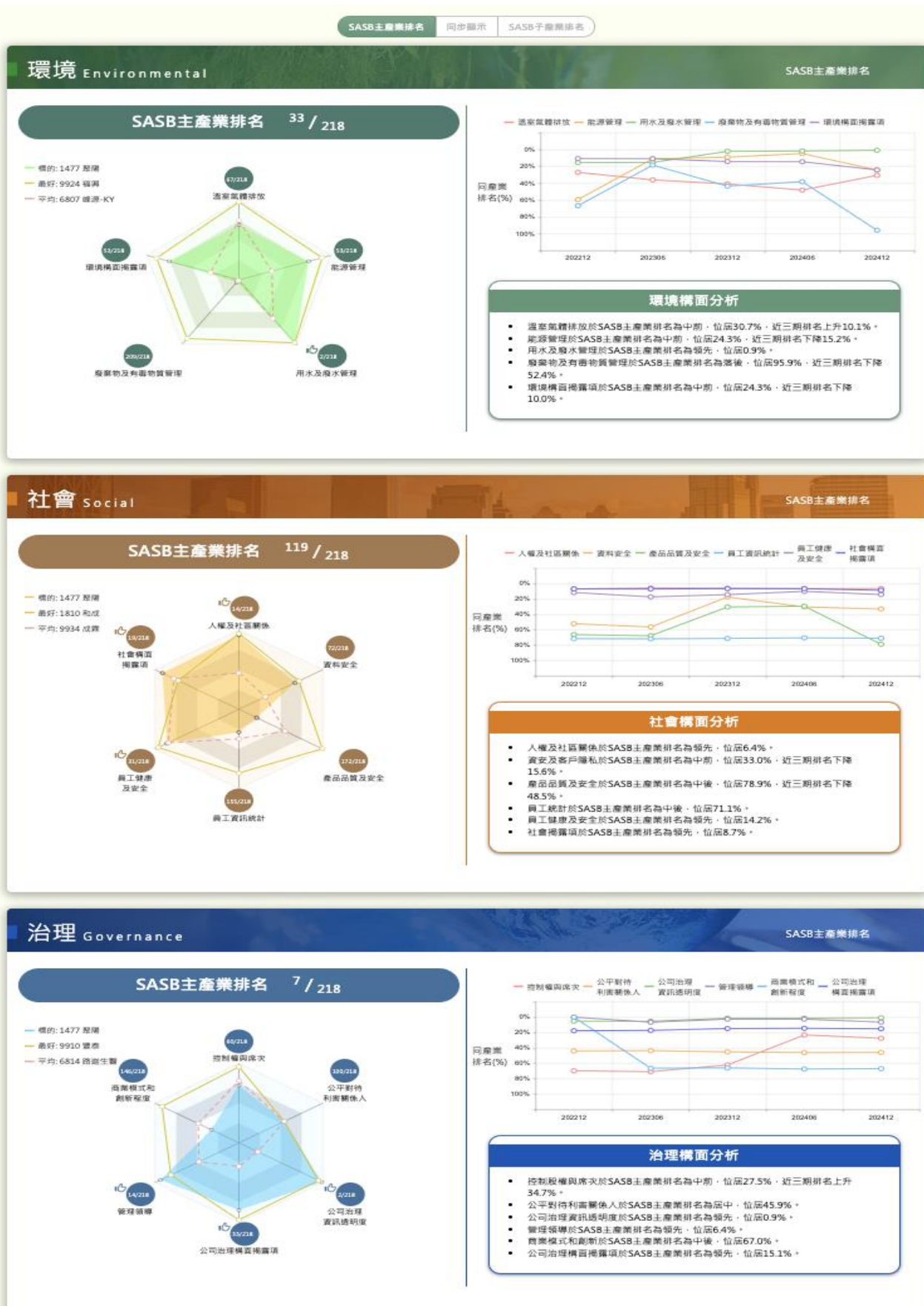
評價方面，聚陽消化 rush order 能力良好，能快速反應客戶需求，且其擁有多元、分散的生產基地，將有利聚陽接單，故維持買進評等，目標價 360 元。

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	32,083	32,459	35,556	37,508		Cash	2,760	4,332	5,527	7,302	
COGS	23,827	24,092	26,633	28,113		Marketable securities	157	139	156	155	
Gross profit	8,256	8,366	8,923	9,395		A/R & N/R	1,741	1,868	1,903	1,919	
Operating expense	3,824	3,527	3,575	3,461		Inventory	5,241	4,526	4,807	5,002	
Operating profit	4,432	4,840	5,348	5,934		Others	8,065	5,067	5,808	6,173	
Total non-operate. Inc	157	188	(79)	20		Total current asset	17,963	15,931	18,202	20,550	
Pre-tax profit	4,589	5,027	5,269	5,954		Long-term invest.	289	226	240	249	
Total Net profit	3,540	4,035	4,199	4,707		Total fixed assets	5,227	5,049	5,094	5,098	
Minority	0	0	0	0		Total other assets	6,466	6,009	6,107	6,161	
Net Profit	3,515	3,991	4,138	4,648		Total assets	24,429	21,940	24,309	26,711	
EPS (NT\$)	14.52	16.39	16.94	18.84							
Y/Y %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F		Short-term Borrow	1,753	2,323	1,980	2,019	
Sales	10.9	1.2	9.5	5.5		A/P & N/P	1,741	1,868	1,903	1,919	
Gross profit	26.3	1.3	6.6	5.3		Other current liab.	5,017	5,089	6,999	8,644	
Operating profit	31.1	9.2	10.5	10.9		Total current liab.	8,511	9,279	10,883	12,581	
Pre-tax profit	35.0	9.6	4.8	13.0		L-T borrows	0	41	51	64	
Net profit	32.4	13.6	3.7	12.3		Other L-T liab.	474	469	486	497	
EPS	29.5	12.9	3.4	11.2		Total liability.	8,984	9,789	11,420	13,141	
Margins %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F		Common stocks	2,419	2,309	2,336	2,370	
Gross	25.7	25.8	25.1	25.0		Reserves	6,215	4,782	5,165	5,594	
Operating	13.8	14.9	15.0	15.8		Retain earnings	6,812	5,060	5,388	5,605	
EBITDA	16.1	17.5	15.5	17.2		Total Equity	15,445	12,151	12,889	13,570	
Pre-tax	14.3	15.5	14.8	15.9		Total Liab. & Equity	24,429	21,940	24,309	26,711	
Net	11.0	12.3	11.6	12.4							

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	8,608	7,694	10,465	8,789		Net income	3,515	3,991	4,138	4,648	
Gross profit	2,337	1,935	2,480	2,171		Dep & Amort	550	436	5	294	
Operating profit	1,352	1,120	1,589	1,288		Investment income	-31	-33	-36	-35	
Total non-opc inc.	68	(5)	(110)	(32)		Changes in W/C	-267	-645	-770	-358	
Pre-tax profit	1,419	1,115	1,479	1,256		Other adjustment	-52	-96	18	-131	
Net profit	1,119	859	1,169	992		Cash flow – ope.	3,715	3,653	3,356	4,419	
EPS	4.63	3.55	4.74	4.02		Capex	-390	-497	-501	-446	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F		Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Net sales	9.9	6.5	12.9	8.1		Other adjustment	-676	-853	-1,058	-1,141	
Gross profit	18.2	8.9	-0.2	2.1		Cash flow – inve.	-1,066	-1,350	-1,559	-1,587	
Operating profit	11.1	13.0	8.0	11.0		Free cash flow	-136	291	301	-256	
Net profit	18.0	6.8	-11.6	8.3		Inc. (Dec.) debt	0	0	0	0	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F		Cash dividend	0	-275	-344	-155	
Net sales	5.9	-10.6	36.0	-16.0		Other adjustment	-2,504	-742	-563	-664	
Gross profit	9.9	-17.2	28.2	-12.5		Cash flow-Fin.	-2,640	-725	-605	-1,075	
Operating profit	16.5	-17.2	42.0	-19.0		Exchange influence	109	-6	4	17	
Net profit	22.2	-23.2	36.1	-15.2		Change in Cash	118	1,571	1,196	1,774	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F							
Gross	27.1	25.1	23.7	24.7		Ratio Analysis					
Operating	15.7	14.6	15.2	14.7		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
Net	13.0	11.2	11.2	11.3		ROA	15.1	17.2	17.9	18.2	
						ROE	22.8	28.9	32.1	35.1	

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