

1476.TT 儒鴻

短期營運仍存有壓力，靜待庫存調整結束

公司簡介

儒鴻生產各式彈性布料及機能服飾，擁有垂直整合生產供應鏈。2022 年公司主要客戶營收占比 NIKE (NKE US) 16%、Under Armour (UA US) 8%、Lululemon (LULU US) 8-9%、Target (TGT US) 5%；通路客戶營收占比約 30%~35%，品牌商則約 65%~70%。

投資評等/區間價位

重點摘要

區間操作 400~500

【大盤指數/股價】15771 / 469

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	274
市值(百萬元)	128,678
3M 平均日成交值(百萬元)	417
外資持股率(%)	40.17
投信持股率(%)	1.55
董監持股率(%)	16.19

環境、社會與治理(ESG)



品牌開始庫存去化，影響 4Q22 營運狀況

儒鴻 4Q22 營收 76.3 億元，QoQ-28.8%、YoY-22.6%，獲利方面，因營業規模下滑影響稼動率及大樓落成產生折舊費用，進而推升成本，使毛利率來到 27.5%，QoQ-1.50ppts、YoY+2.95ppts，另一方面，解封後，業務部門紛紛出差聯繫客戶，導致單季旅費支出大幅上升至將近 3 千萬、高於過去常態的 400 萬元，再加上業績獎金認列，皆導致費用端上升，費用率攀至 12.07%，QoQ+3.99ppts、YoY+3.60ppts，營業利益 11.77 億元，QoQ-47.5%、YoY-25.7%，同時，受單季新台幣升值影響，產生匯兌損失 1.64 億元，業外共損失 1.53 億元，擠壓稅後淨利 7.92 億元，QoQ-63.5%、YoY-39.2%，EPS 2.89 元。

全年營收 397.36 億元，YoY+10.6%，毛利率 27.85%，YoY+1.43ppts，營業利益 77.37 億元，YoY+20.9%，稅後淨利 73.98 億元，YoY+31.9%，EPS 24.75 元。

1H23 客戶持續保守，預期營收獲利將呈現雙位數年減

受到客戶調節庫存縮減訂單影響，將衝擊儒鴻 1H23 營運，已公告的 1-2 月營收共計 41.05 億元，年減 36.4%，其中針織為 15.14 億元，YoY-32.9%、成衣 25.91 億元，YoY-38.3%，成衣營收衰退幅度較大，主要為成衣產品直接面向終端，因此受去庫存影響程度大，加上成衣客戶群小於針織，同時 1Q23 又為針織出貨旺季，因此針織成長性優於成衣。

觀察包括 Nike (NKE US)、UA (UA US)、Lululemon (LULU US) 等品牌客戶庫存仍居歷史高水位，2022 年 9 月底 1Q23FY 法說時也表示預計未來三個季度庫存將連續改善，即便庫存去化有成效的 Nike 也於 2022 年 12 月底法說會上表示，將採取折扣方式積極去化過季商品，投研部推論這隱含重啟對供應鏈拉貨的時間點將延長至 2Q23 末；另外，UA 也於 2023 年 2 月法說會上表示，整體市場庫存提升，恐使高促銷環境持續時間較預期的久。

原物料方面，主要原物料價格已自 4Q21 高點回落，2022 年均處於修正格局，截至 2023 年 3 月，包括聚酯、尼龍 66 等相較 4Q21 高點已下跌 20~50%不等，不過由於中國開始解封，儒鴻也表示將開始積極建立庫存，對原物料需求開始向上，供給方面由於廠商均以歲修來降低產能，故投研部研判短期原物料再大幅下跌機率低。

不過受到原物料價格下挫，及終端需求相對疲弱的影響，恐使儒鴻產品報價提升不易，因此我們預估儒鴻 1H23 營收 147.20 億元，YoY-31.2%，獲利方面，考量稼動率下滑、ASP 持平，毛利率 27.06%，YoY-0.33ppts，而費用則相較 2022 年增添出差費用的情況下，營業利益預估為 23.98 億元，YoY-44.5%，同時在假設無匯兌貢獻下，稅後淨利 19.20 億元，YoY-49.8%，EPS 6.99 元。

預期庫存調節告一段落，4Q23 營運重返正成長

展望 2H23，我們預期在庫存去化告一段落時，品牌商將重回拉貨動能，帶動儒鴻營運於下半年恢復成長，尤其 4Q22 正值訂單修正期、基期偏低，在整體需求回溫，以及印尼成衣廠新產能幫助下，將使儒鴻 4Q23 恢復正成長。投研部預估 2023 年營收 339.60 億元，YoY-14.5%，獲利方面，預期訂單回溫、稼動率回到 8 成以上，將推升全年毛利率至 27.81%，YoY-0.04ppts，而不考慮匯兌影響下，稅後淨利 49.07 億元，YoY-27.4%，EPS 17.98 元。

短期印尼產能放眼成衣產品，並著重員工效率

儒鴻為滿足品牌商對第三方產地的需求，早已於印尼擴建新廠，並供應客戶 Nike、UA、Athleta，另 Lululemon 則預計進入生產排程，目前兩期已完成，第一期廠月產能約 80 萬件，第二期廠產能則考量短期需求偏弱，不急於招工，反而將重點著重於訓練第一期廠員工的技術與效率，以便於 2H23 市場回溫時，做為第二期廠之種子作業員；同時，1H23 計畫以拉高印尼成衣產能利用率為目標，因此公司將開始降低外包產能比重，目前外包占比約為 30%，過去則落於 5~6 成左右。

考量短期營運成長受限，維持「區間操作」區間價位 400~500 元

評價方面，考量：1)客戶態度持續保守，將影響儒鴻 1H23 營運狀況；2)觀察美國研究機構經濟評議會(Conference Board)於 2023 年 2 月底公布的最新數據顯示，美國 2 月消費者信心指數來到 102.9，大幅低於 1 月的 106，主要是消費者對於經濟前景難以樂觀，加上不斷攀升的利率，恐壓低民眾支出欲望，使得後市需求充滿不確定性，投研部下修儒鴻 2023 年營收獲利表現，並預估皆會呈現雙位數年減；同時，用最新預估之 2023 年 EPS 計算，3/9 收盤時 PER 約為 26x，於近 10 年歷史評價之中緣，並無低估，且參考公司營收獲利出現雙位數年減時(2016、2017 年)，市場給予 20x-30x PER，因此在 1H23 營運低迷，2H23 回溫成長幅度存有疑慮下，投研部以上述區間中緣做為評價標準，區間價位 400~500 元(2023F *22x~27x PER)，並維持「區間操作」評等。

表 1：預估營收獲利調整表

	最新預估		前次預估		差異	
	FY22 (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY22 (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY22F (%)	FY23F (%)
營業收入	39,736	33,960	41,322	44,037	-3.84	-22.88
營業毛利	11,065	9,443	11,593	12,314	-4.55	-23.32
稅後淨利	7,398	4,907	8,346	6,742	-11.36	-27.22
EPS(元)	24.75	17.98	27.23	25.01	--	--
重要比率(%)					(ppts)	(ppts)
營業毛利率	27.85	27.81	28.06	27.96	-0.21	-0.15
營業利益率	19.47	18.08	20.10	19.47	-0.63	-1.39
稅後淨利率	18.62	14.45	20.20	15.31	-1.58	-0.86

資料來源：國票投顧

儒鴻未來 12 個月 P/E 區間



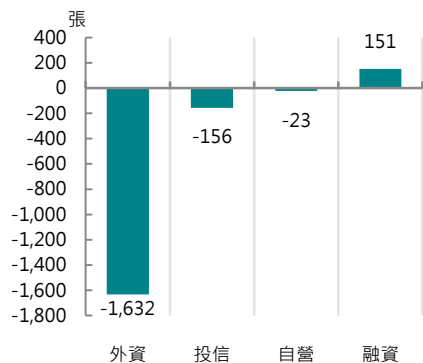
資料來源：國票投顧

儒鴻未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
毅遠投資(股)	9.40
磐丹(股)	5.10
陳靜芳	3.48
洪鎮海	3.29
王鄭金枝	3.16
王豐真	3.00
蔡賢崴	2.83
富邦人壽保險(股)蔡明興	2.26
南山人壽保險(股)陳棠	2.02
國泰人壽保險(股)黃調貴	1.97

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
毅遠投資(股)謝國松	董事	9.4
洪鎮海	董事長	3.29
王豐真	董事	3
葉守焯	董事	0.19
陳坤鑄	董事/總經理	0.16
羅仁傑	董事/副總經理/財會主管	0.13
王樹文	副董事長/副總經理	0.01
尤政平	獨立董事	0
汪雅康	獨立董事	0
欣忻(有)	董事	0

資料來源：TEJ

1476 儒鴻 永續發展概況

CMoney ESG Rating

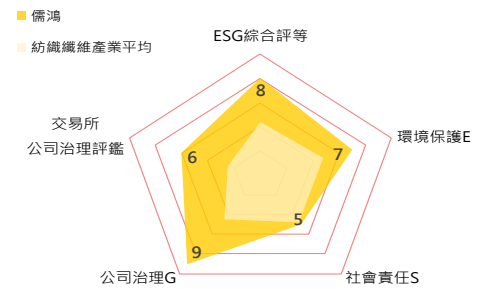
落後				平均			領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
7	5	9	http://www.eclat.com.tw/Uploads/article/MKWKMj1NKqyUM4YNhuwth9ftKg12nYcQ_F3Vxulnva

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
紡織纖維	53	2	是	https://www.fvusunow.com.tw/download/itemlist/category/201.html

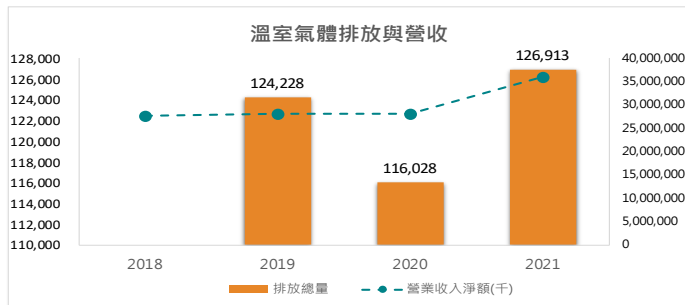
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2021年溫室氣體排放量增加9.38%，營收增加27.48%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	126,913	30,530	96,382
2020	116,028	27,290	88,737
2019	124,228	36,920	87,308
2018	未揭露	-	-

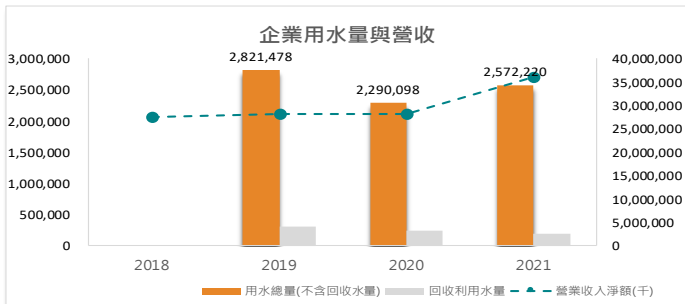
*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2021年企業用水量增加12.32%，營收增加27.48%

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	2,572,220	188,482	-
2020	2,290,098	243,492	-
2019	2,821,478	307,510	-
2018	未揭露	-	-

*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

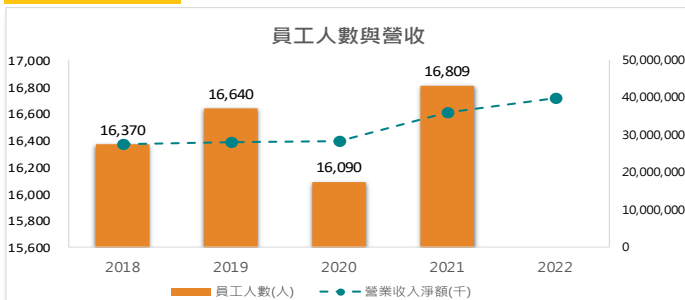
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

*排水量：排放的汙水總量

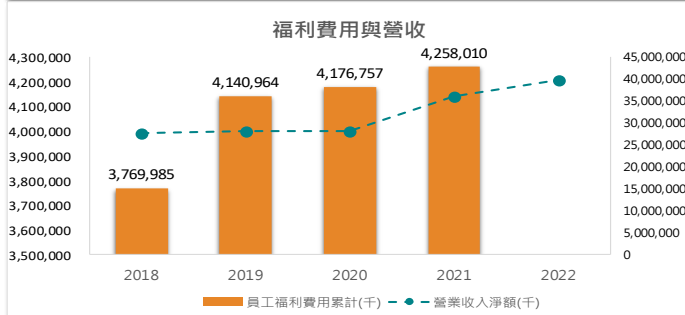
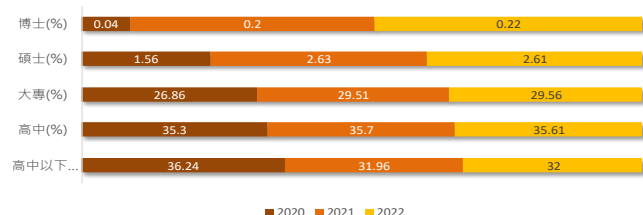
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

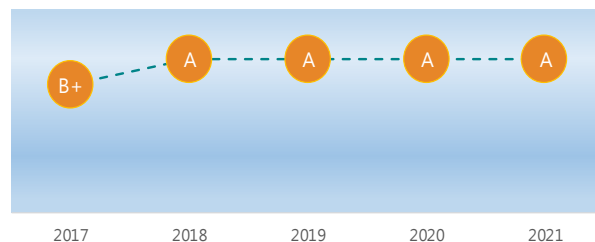
公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2021	6%至20%	A	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21
2017	21%至35%	B+	0.28	0.32	0.22	0.18

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



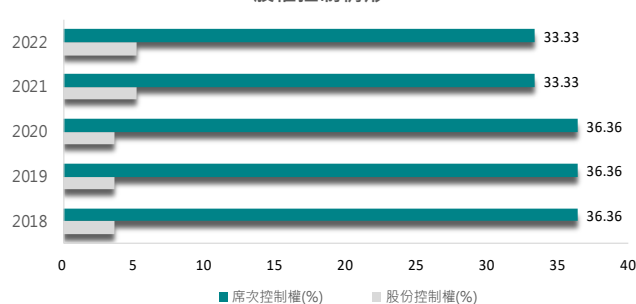
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會	★	資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會	★	策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

今年以來沒有裁罰資訊

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站。

企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。

依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。

舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY21	FY22	FY23F
營業收入	10,178	11,215	10,713	7,630	6,631	8,090	10,370	8,870	35,917	39,736	33,960
營業毛利	2,723	3,138	3,106	2,098	1,776	2,221	2,915	2,544	9,491	11,065	9,443
營業費用	719	823	866	921	765	821	874	843	3,106	3,328	3,303
營業利益	2,005	2,315	2,241	1,177	1,011	1,400	2,041	1,701	6,398	7,737	6,140
稅前淨利	2,197	2,590	2,729	1,024	1,008	1,405	2,013	1,763	6,385	8,540	6,176
本期淨利(NI)	1,791	2,038	2,170	792	805	1,126	1,612	1,400	5,149	7,398	4,907
淨利歸屬於_母公司業主	1,791	2,038	2,170	792	805	1,126	1,612	1,400	5,149	7,398	4,907
淨利歸屬於_非控制利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
每股盈餘_本期淨利	6.53	7.43	7.91	2.89	2.93	4.10	5.88	5.10	18.77	24.75	17.98
QoQ(%)											
營收淨額	3.31	10.19	-4.48	-28.77	-13.10	22.01	28.18	-14.46	--	--	--
銷貨毛利	12.59	15.23	-1.01	-32.46	-15.33	25.06	31.22	-12.72	--	--	--
營業利益	26.57	15.47	-3.20	-47.47	-14.08	38.47	45.74	-16.65	--	--	--
稅後純益_母公司淨利	37.40	13.80	6.49	-63.49	1.64	39.83	43.21	-13.18	--	--	--
YoY(%)											
營收淨額	23.83	14.60	32.93	-22.55	-34.85	-27.87	-3.20	16.25	27.48	10.63	-14.54
銷貨毛利	15.67	14.89	56.34	-13.26	-34.77	-29.21	-6.16	21.26	17.48	16.59	-14.66
營業利益	21.04	18.12	86.88	-25.68	-49.55	-39.50	-8.91	44.51	16.41	20.92	-20.46
稅後純益_母公司淨利	31.90	33.64	125.33	-39.22	-55.03	-44.75	-25.69	76.72	21.01	31.89	-27.37
各項比率											
營業毛利率	26.76	27.98	29.00	27.50	26.79	27.46	28.11	28.68	26.43	27.85	27.81
營業利益率	19.70	20.64	20.92	15.43	15.25	17.31	19.68	19.18	17.81	19.47	18.08
稅前淨利率	21.59	23.09	25.47	13.42	15.21	17.37	19.41	19.88	17.78	21.49	18.19
稅後淨利率	17.59	18.17	20.26	10.38	12.14	13.92	15.55	15.78	14.33	18.62	14.45

資料來源：TEJ、國票投顧

國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	56

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%·且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12% 以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣·可偏多操作；股價若偏區間價位上緣·宜保守操作
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股·預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容·係研究人員就其專業能力之善意分析·負責之研究人員(或者負責參與的研究人員)確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金控控股公司之集團成員·國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業(以下簡稱 國票金控集團)從事廣泛金融業務·包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工·可能會投資本報告所涵蓋之標的公司·且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外·國票金控集團於法令許可的範圍內·亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略·然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質·僅供集團內部同仁及特定客戶參考·不保證其完整性及精確性·且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估·係取自本公司相信為可靠之資料來源·且為特定日期所為之判斷·有其時效性·爾後若有變更·本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險·並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有·非經本公司同意·禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。