



FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

降低持股 · 維持

收盤價 March 9 (NT\$)	469.0
12 個月目標價 (NT\$)	370.0
前次目標價 (NT\$)	381.0
調降 (%)	2.9
下跌空間 (%)	21.1

焦點內容

管理層預期，2Q23 營收將呈季節性改善，但對 2023 年營收及利潤率僅能提供模糊的展望，主因 2H23 訂單能見度有限及主要客戶營收貢獻年衰退。考量 2023 年獲利年減 19%，我們認為當前本益比 23 倍缺乏吸引力。我們的目標價 370 元係基於 17 倍 2023-24 年平均每股盈餘預估；維持「降低持股」評等。

交易資料表

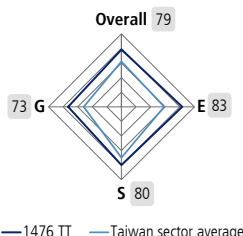
市值：(NT\$/US\$mn)	128.7 / 4,187
流通在外股數 (百萬股)：	274.4
外資持有股數 (百萬股)：	110.2
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.62
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	385.5 - 513

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-2.3	-0.1	-6.8
相對表現 (%)	-9.5	-8.2	0.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	4.95A	5.56A	3.51A	4.75A
2022	6.53A	7.42A	7.91A	2.89A
2023	3.47F	4.86F	5.45F	6.32F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

凱基投顧

劉晨恩
886 2 2181 8035
tseen.liu@kgi.com

高政修
886.2.2181.8735
allen.gao@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

儒鴻

(1476.TW/1476 TT)



能見度不佳，復甦緩慢

重要訊息

儒鴻召開法說會。管理層預期，2Q23 營收將呈季節性改善，但對 2023 年營收及利潤率僅能提供模糊的展望，主因 2H23 訂單能見度有限及主要客戶營收貢獻年衰退。

評論及分析

營收呈季節性改善。2 月營收 20 億元，創 33 個月新低，年減 28%、月減 5%，管理層將其歸因於農曆年假假期後返工進度緩慢，及下游去化庫存導致訂單取消。隨布料出貨旺季到來，公司自估 3 至 5 月營收將連續月增，帶動 2Q23 營收大幅季增。主要客戶方面，Target (美，營收貢獻 5%) 2023 年訂單恢復至正成長軌道而為亮點所在，而 Nike (美，16%)、Lululemon (加，9%)、Under Armour (美，8%) 和百貨公司業者等需求仍持續陷在年減走勢。我們下修 1Q23 營收預估 17%，但大致維持 2Q-4Q23 營收估計不變。我們 2Q23-3Q23 營收預估分別為季增 26%、8%及年減 22%、12%，低於市場共識 13%、12%。

利潤率展望不明朗。4Q22 獲利年減 39%、季減 64%至 7.9 億元，折合每股盈餘 2.89 元，落後市場共識及我們預估 40%、46%，主因利潤率低於預期及匯兌損失 1.6 億元。管理層表示，4Q22 營業費用率高達 12.1%，對比正常水準為 8-9%，係因庫存打銷、差旅費用及員工獎金增加，及新總部大樓產生折舊支出，部分被產品平均單價上升所抵銷。展望未來，公司預期利潤率壓力可望隨營收復甦而緩解。我們下修 2023 年營利率預估 1.0 個百分點至 19.4%，而 2024 年將年增 0.8 個百分點至 20.2%，對比市場共識分別為 19.7%、20.3%。

訂單復甦存在風險。我們持續看到品牌和零售商今年訂單復甦具有挑戰性。由於多數品牌及零售商當前的現金循環週期相當遲滯，他們計畫將資源聚焦於店面升級及線上行銷，目的在庫存去化並為更高的利息費用作準備。我們預期，終端遭到壓縮的存貨採購預算將緩慢復甦，而非報復性反彈。

投資建議

我們現估 2023 年獲利將年減 19%至每股盈餘 20.10 元，並認為當前本益比 23 倍欠缺吸引力。我們的目標價 370 元係基於 17 倍 2023-24 年平均每股盈餘預估；維持「降低持股」評等。

投資風險

上檔風險包括訂單動能較預期強勁、經濟復甦。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	28,175	35,917	39,736	36,179	40,338
營業毛利 (NT\$百萬)	8,079	9,491	11,065	10,103	11,388
營業利益 (NT\$百萬)	5,497	6,398	7,737	7,027	8,166
稅後淨利 (NT\$百萬)	4,255	5,149	6,790	5,515	6,443
每股盈餘 (NT\$)	15.51	18.77	24.75	20.10	23.48
每股現金股利 (NT\$)	11.00	12.00	17.00	14.00	16.00
每股盈餘成長率 (%)	(1.0)	21.0	31.9	(18.8)	16.8
本益比 (x)	30.2	25.0	19.0	23.3	20.0
股價淨值比 (x)	6.7	6.1	5.1	4.8	4.5
EV/EBITDA (x)	20.4	18.4	14.7	15.9	13.6
淨負債比率 (%)	Net cash	3.4	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.3	2.6	3.6	3.0	3.4
股東權益報酬率 (%)	22.8	25.5	29.3	21.2	23.1

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：4Q22 財報及 1Q23 財測修正暨市場預估

	4Q22							1Q23F						
百萬元	實際數	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	7,630	7,924	(3.7)	(28.8)	(22.6)	8,397	(9.1)	6,946	8,400	(17.3)	(9.0)	(31.8)	9,028	(23.1)
毛利	2,098	2,227	(5.8)	(32.5)	(13.3)	2,361	(11.1)	1,896	2,335	(18.8)	(9.6)	(30.4)	2,501	(24.2)
營業利益	1,177	1,553	(24.2)	(47.5)	(25.7)	1,572	(25.1)	1,209	1,714	(29.5)	2.7	(39.7)	1,785	(32.3)
稅前淨利	1,024	1,818	(43.7)	(62.5)	(36.2)	1,653	(38.0)	1,184	1,791	(33.9)	15.6	(46.1)	1,787	(33.7)
稅後淨利	792	1,473	(46.2)	(63.5)	(39.2)	1,324	(40.2)	953	1,442	(33.9)	20.3	(46.8)	1,442	(33.9)
每股盈餘 (元)	2.89	5.37	(46.2)	(63.5)	(39.2)	4.83	(40.2)	3.47	5.25	(33.9)	20.3	(46.8)	5.26	(33.9)
毛利率 (%)	27.5	28.1	(0.6) ppts	(1.5) ppts	2.9 ppts	28.1	(0.6) ppts	27.3	27.8	(0.5) ppts	(0.2) ppts	0.5 ppts	27.7	(0.4) ppts
營業利益率 (%)	15.4	19.6	(4.2) ppts	(5.5) ppts	(0.6) ppts	18.7	(3.3) ppts	17.4	20.4	(3.0) ppts	2.0 ppts	(2.3) ppts	19.8	(2.4) ppts
淨利率 (%)	10.4	18.6	(8.2) ppts	(9.9) ppts	(2.8) ppts	15.8	(5.4) ppts	13.7	17.2	(3.4) ppts	3.3 ppts	(3.9) ppts	16.0	(2.3) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2Q23 及 3Q23 財測修正暨市場預估

	2Q23F							3Q23F						
百萬元	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	8,755	9,188	(4.7)	26.0	(21.9)	10,017	(12.6)	9,479	9,488	(0.1)	8.3	(11.5)	10,727	(11.6)
毛利	2,434	2,582	(5.7)	28.4	(22.4)	2,818	(13.6)	2,683	2,695	(0.4)	10.2	(13.6)	3,032	(11.5)
營業利益	1,707	1,893	(9.8)	41.3	(26.2)	2,014	(15.2)	1,917	1,954	(1.9)	12.3	(14.5)	2,150	(10.9)
稅前淨利	1,683	1,884	(10.7)	42.1	(35.0)	1,994	(15.6)	1,892	1,946	(2.8)	12.4	(30.7)	2,142	(11.7)
稅後淨利	1,333	1,484	(10.2)	39.8	(34.6)	1,585	(15.9)	1,495	1,537	(2.8)	12.2	(31.1)	1,708	(12.5)
每股盈餘 (元)	4.86	5.41	(10.2)	39.8	(34.6)	5.78	(15.9)	5.45	5.60	(2.8)	12.2	(31.1)	6.22	(12.5)
毛利率 (%)	27.8	28.1	(0.3) ppts	0.5 ppts	(0.2) ppts	28.1	(0.3) ppts	28.3	28.4	(0.1) ppts	0.5 ppts	(0.7) ppts	28.3	0.0 ppts
營業利益率 (%)	19.5	20.6	(1.1) ppts	2.1 ppts	(1.1) ppts	20.1	(0.6) ppts	20.2	20.6	(0.4) ppts	0.7 ppts	(0.7) ppts	20.0	0.2 ppts
淨利率 (%)	15.2	16.2	(0.9) ppts	1.5 ppts	(2.9) ppts	15.8	(0.6) ppts	15.8	16.2	(0.4) ppts	0.5 ppts	(4.5) ppts	15.9	(0.2) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

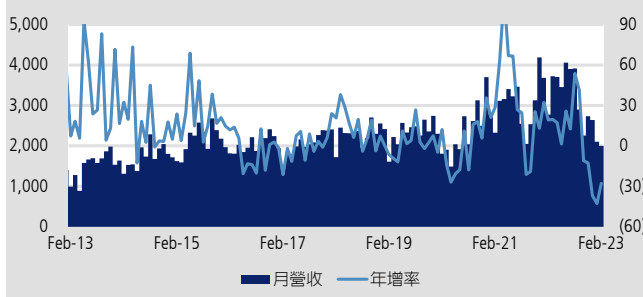
圖 3：2022 年財報及 2023-24 年財測修正暨市場預估

百萬元	2022						2023F						2024F					
	實際數	凱基預估	差異 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	39,736	40,030	(0.7)	10.6	40,358	(1.5)	36,179	37,501	(3.5)	(9.0)	40,998	(11.8)	40,338	40,469	(0.3)	11.5	45,579	(11.5)
毛利	11,065	11,194	(1.1)	16.6	11,300	(2.1)	10,103	10,551	(4.2)	(8.7)	11,556	(12.6)	11,388	11,455	(0.6)	12.7	12,870	(11.5)
營業利益	7,737	8,113	(4.6)	20.9	8,086	(4.3)	7,027	7,646	(8.1)	(9.2)	8,097	(13.2)	8,166	8,304	(1.7)	16.2	9,271	(11.9)
稅前淨利	8,540	9,334	(8.5)	33.7	9,102	(6.2)	6,927	7,695	(10.0)	(18.9)	8,151	(15.0)	8,084	8,289	(2.5)	16.7	9,271	(12.8)
稅後淨利	6,790	7,471	(9.1)	31.9	7,275	(6.7)	5,515	6,142	(10.2)	(18.8)	6,519	(15.4)	6,443	6,628	(2.8)	16.8	7,409	(13.0)
每股盈餘 (元)	24.75	27.23	(9.1)	31.9	26.51	(6.7)	20.10	22.39	(10.2)	(18.8)	23.76	(15.4)	23.48	24.16	(2.8)	16.8	27.00	(13.0)
毛利率 (%)	27.8	28.0	(0.1) ppts	1.4 ppts	28.0	(0.2) ppts	27.9	28.1	(0.2) ppts	0.1 ppts	28.2	(0.3) ppts	28.2	28.3	(0.1) ppts	0.3 ppts	28.2	(0.0) ppts
營業利益率 (%)	19.5	20.3	(0.8) ppts	1.7 ppts	20.0	(0.6) ppts	19.4	20.4	(1.0) ppts	(0.0) ppts	19.7	(0.3) ppts	20.2	20.5	(0.3) ppts	0.8 ppts	20.3	(0.1) ppts
淨利率 (%)	17.1	18.7	(1.6) ppts	2.8 ppts	18.0	(0.9) ppts	15.2	16.4	(1.1) ppts	(1.8) ppts	15.9	(0.7) ppts	16.0	16.4	(0.4) ppts	0.7 ppts	16.3	(0.3) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 4：儒鴻營收自 10 月起下墜

月營收，百萬元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：TEJ；凱基

圖 5：儒鴻本益比評價接近平均水準

本益比，倍



資料來源：TEJ；凱基

圖 6：同業比較

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	每股盈餘 (當地貨幣)			本益比 (倍)		股東權益報酬率 (%)			營業利率 (%)			股價表現 (%)			
				2022F	2023F	2024F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	3M	6M	12M	YTD
耐吉	NKE US	185,850	119.86	3.83	3.04	3.88	39.4	30.9	40.1	25.0	26.6	14.3	11.6	14.0	9.5	8.0	(5.6)	2.4
阿迪達斯	ADS GR	28,045	147.58	1.33	-1.78	4.32	N.M.	34.2	6.2	(2.4)	16.5	3.0	(1.0)	5.2	25.2	1.6	(29.7)	15.8
彪馬	PUM GR	8,392	52.70	2.41	2.44	3.23	21.6	16.3	15.6	14.4	16.8	7.7	7.1	8.2	1.5	(12.5)	(28.6)	(7.1)
安德瑪	UAA US	3,941	9.49	0.55	0.62	0.74	15.2	12.8	16.1	13.7	14.6	5.7	6.2	6.8	(0.4)	5.3	(37.8)	(6.6)
露露檸檬	LULU US	39,030	305.87	10.16	11.38	13.36	26.9	22.9	30.3	25.6	23.5	22.3	22.3	22.6	(6.3)	(12.3)	0.0	(4.5)
蓋璞	GPS US	4,366	11.96	0.38	1.04	1.40	11.5	8.5	4.8	12.6	16.4	0.6	4.0	4.9	(14.0)	20.4	(16.8)	6.0
VF公司	VFC US	9,336	24.02	2.08	2.26	2.60	10.6	9.3	23.2	25.1	26.5	14.1	10.1	10.7	(14.8)	(44.6)	(55.1)	(13.0)
思凱捷	SKX US	6,885	44.34	2.28	2.94	3.66	15.1	12.1	9.7	11.6	12.9	7.4	8.5	9.6	4.9	16.5	17.0	5.7
Mizuno	8022 JP	729	3,740.00	269.09	305.72	316.38	12.2	11.8	6.5	7.1	7.4	5.0	6.2	6.1	26.9	39.2	80.6	33.0
亞瑟士	7936 JP	5,139	3,690.00	116.15	132.03	154.20	27.9	23.9	13.7	13.9	15.0	7.1	7.7	8.2	20.4	47.3	85.0	26.6
迅銷	9983 JP	68,240	29,235.00	825.38	747.56	858.10	39.1	34.1	21.0	14.3	14.6	12.9	13.3	13.9	4.2	5.3	49.4	8.9
李寧	2331 HK	21,945	65.35	2.02	2.48	2.99	26.3	21.8	18.9	18.9	18.7	21.1	21.4	21.7	3.6	(2.8)	6.3	(3.5)
安踏體育	2020 HK	35,744	103.40	3.09	3.88	4.61	26.7	22.4	23.5	25.3	25.8	20.5	21.4	21.8	3.0	11.8	6.8	1.1
特步國際	1368 HK	2,865	8.53	0.52	0.65	0.81	13.1	10.5	13.6	15.6	17.8	13.7	14.0	14.3	(15.2)	(17.0)	(18.5)	(1.8)
國際品牌同業平均							22.0	19.4	17.4	15.8	18.1	11.1	10.9	12.0	3.5	4.7	3.8	4.5
申洲國際	2313 HK	15,760	82.30	3.40	4.32	5.09	19.1	16.2	15.6	18.6	20.8	18.7	21.4	22.3	(5.0)	11.0	(21.1)	(6.3)
豐泰	9910 TT	5,275	184.50	10.33	7.52	9.13	24.5	20.2	47.0	31.4	36.4	11.8	10.8	11.6	(5.1)	7.6	(3.4)	(10.7)
儒鴻	1476 TT	4,173	469.00	24.75	20.10	23.48	23.3	20.0	29.3	21.2	23.1	19.5	19.4	20.2	(2.3)	(0.1)	(6.8)	(5.3)
聚陽	1477 TT	1,718	219.00	14.81	12.89	13.65	17.0	16.0	25.7	21.7	22.3	13.3	12.7	12.6	(10.4)	10.6	5.5	(6.0)
寶成	9904 TT	3,201	33.50	5.88	4.52	5.82	7.4	5.8	10.0	8.2	8.9	0.9	4.0	4.1	1.4	15.1	11.5	(2.0)
台灣百和	9938 TT	591	61.20	5.80	5.40	6.29	11.3	9.7	N.A.	12.2	14.1	N.A.	16.8	17.9	14.2	(3.8)	(16.0)	7.7
廣越	4438 TT	401	119.50	11.71	13.96	15.43	8.6	7.7	17.1	19.3	20.0	9.3	9.7	9.9	(1.2)	(13.1)	3.5	(0.4)
鈺齊-KY	9802 TT	854	138.00	19.06	15.89	18.93	8.7	7.3	34.7	23.9	25.1	15.7	15.2	15.8	(10.4)	(28.5)	29.6	(9.2)
供應鏈同業平均							15.0	12.9	25.6	19.6	21.3	12.7	13.7	14.3	(2.0)	(0.4)	0.9	(3.3)

資料來源：Bloomberg

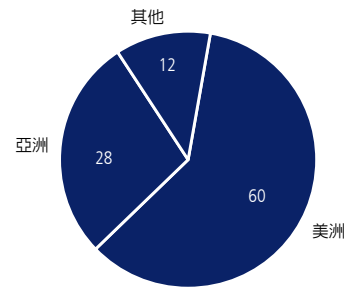
圖 7: 公司概況

儒鴻為一垂直整合服飾生產商，從事織布、染整、定型及成衣製造，專精產品包括成衣與功能性彈性圓編針織布料，2020 年營收佔比分別為 70% 及 30%。公司主要客戶有 Nike (美)、Lululemon (加)、UA (美) 等品牌商，以及 Costco (美)、Target (美) 等通路商，品牌商與通路商營收貢獻分別為 65-70% 與 30-35%。銷售區域方面，美洲佔總營收 60%、亞洲 28%、其他地區 12%；而在產能規模方面，目前針織布每月產能約 1,500 萬碼，成衣每月產能約 1,200 萬件。

資料來源：凱基

圖 8: 美洲貢獻大宗營收

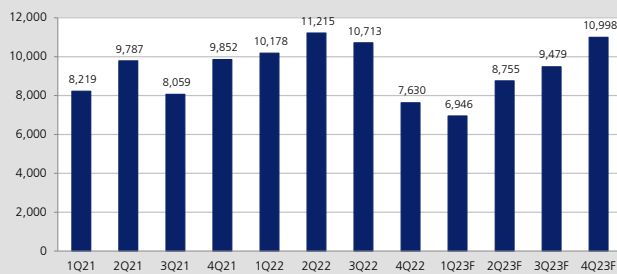
區域別營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 季營業收入

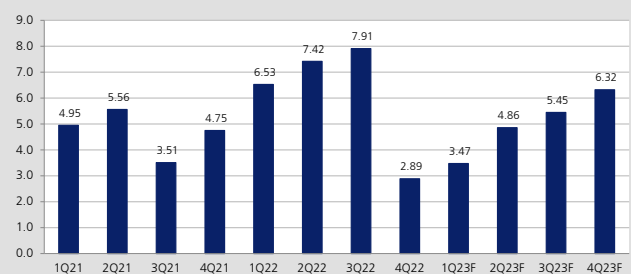
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利

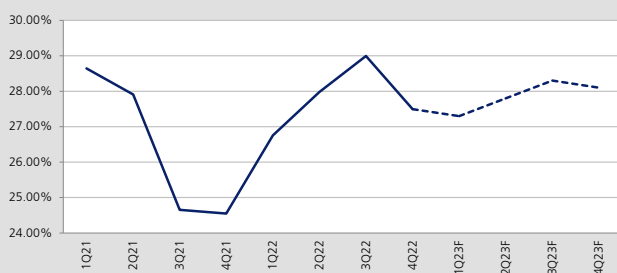
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率

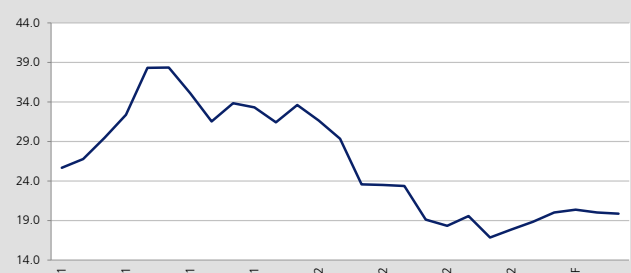
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 本益比

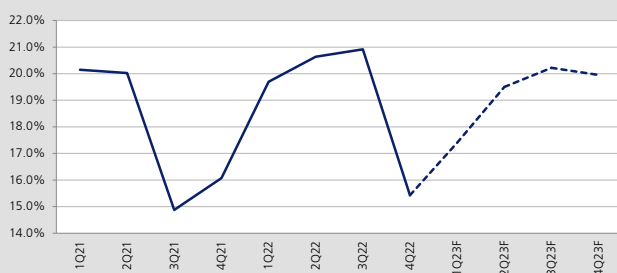
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 13: 營業利潤率

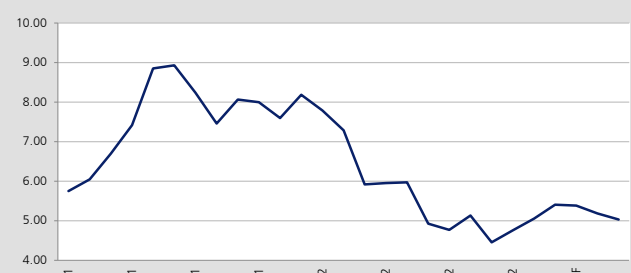
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 14: 股價淨值比

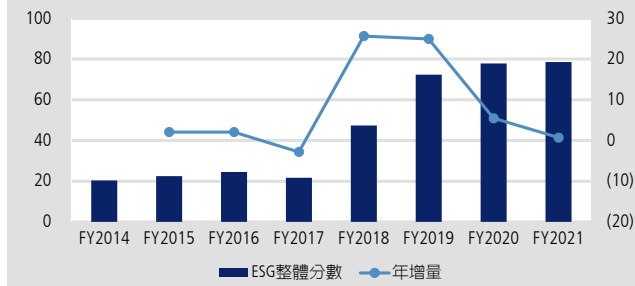
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 15：ESG 整體分數

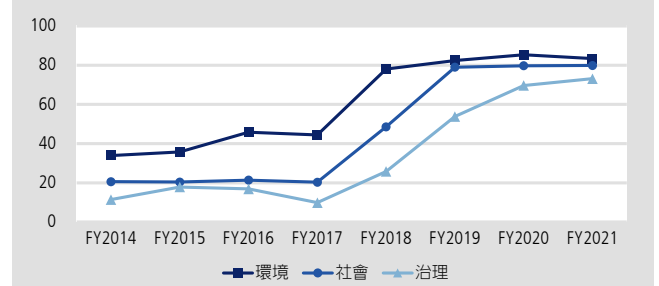
ESG 整體分數，分 (左軸)；年增量，分 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 16：ESG 各項分數

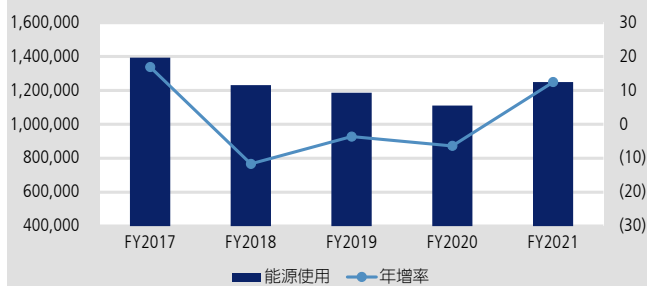
ESG 分數，分



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 17：能源使用

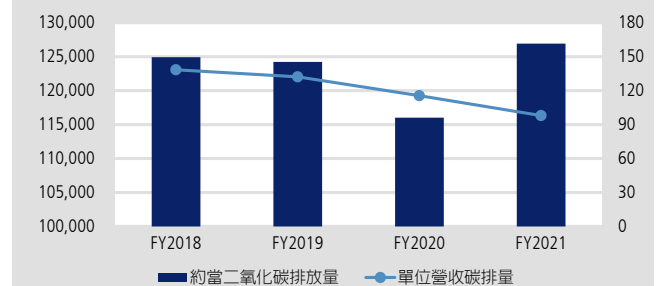
能源使用，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 18：碳排量

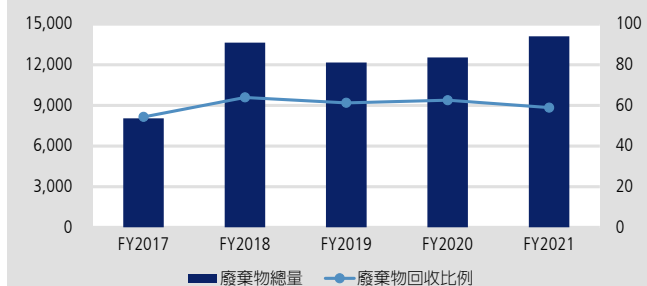
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 19：廢棄物總量

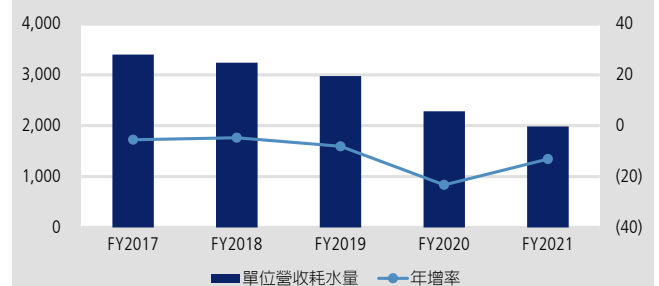
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 20：耗水量

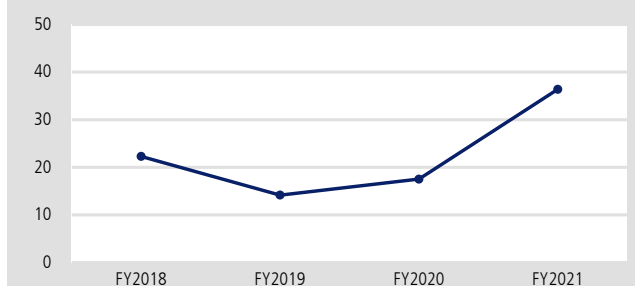
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 21：員工教育訓練

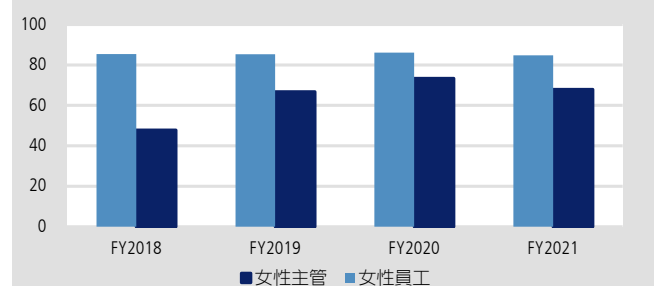
員工教育訓練時間，每位員工每年教育訓練小時數



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 22：性別多樣性

女性主管及女性員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源消耗	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
約當二氧化碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
單位營收碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收比例	公司呈報的廢棄物回收比例 - 廢棄物回收比例 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
耗水量	耗水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) *100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) /2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性主管	女性主管百分比 - 女性主管占公司主管的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性主管之百分比 - 女性主管百分比 = 女性主管人數/主管總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	10,178	11,215	10,713	7,630	6,946	8,755	9,479	10,998	39,736	36,179	40,338
營業成本	(7,455)	(8,077)	(7,607)	(5,532)	(5,050)	(6,321)	(6,796)	(7,908)	(28,671)	(26,076)	(28,949)
營業毛利	2,723	3,138	3,106	2,098	1,896	2,434	2,683	3,091	11,065	10,103	11,388
營業費用	(719)	(823)	(866)	(921)	(688)	(727)	(766)	(896)	(3,328)	(3,077)	(3,222)
營業利益	2,005	2,315	2,241	1,177	1,209	1,707	1,917	2,194	7,737	7,027	8,166
折舊	(169)	(187)	(193)	(225)	(212)	(212)	(212)	(212)	(775)	(846)	(979)
攤提	(5)	(5)	(5)	(5)	(2)	(2)	(2)	(2)	(20)	(10)	(10)
EBITDA	2,178	2,507	2,439	1,408	1,423	1,921	2,131	2,408	8,531	7,883	9,155
利息收入	2	4	3	-	-	-	-	-	-	-	-
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	3	3	5	40	4	5	4	4	60	17	12
總營業外收入	5	7	8	40	4	5	4	4	60	17	12
利息費用	(8)	(11)	(18)	(31)	(18)	(18)	(18)	(18)	(68)	(71)	(70)
投資損失	-	-	-	-	(1)	(2)	(1)	(2)	-	(6)	(4)
其他營業外費用	196	279	499	(162)	(10)	(10)	(10)	(10)	812	(40)	(20)
總營業外費用	188	268	480	(193)	(29)	(30)	(29)	(30)	744	(117)	(94)
稅前純益	2,197	2,590	2,729	1,024	1,184	1,683	1,892	2,169	8,540	6,927	8,084
所得稅費用[利益]	(407)	(552)	(559)	(232)	(231)	(350)	(397)	(434)	(1,750)	(1,412)	(1,641)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	1,791	2,038	2,170	792	953	1,333	1,495	1,735	6,790	5,515	6,443
非常項目	0	0	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	1,791	2,038	2,170	792	953	1,333	1,495	1,735	6,790	5,515	6,443
每股盈餘 (NT\$)	6.53	7.42	7.91	2.89	3.47	4.86	5.45	6.32	24.75	20.10	23.48
獲利率 (%)											
營業毛利率	26.8	28.0	29.0	27.5	27.3	27.8	28.3	28.1	27.8	27.9	28.2
營業利益率	19.7	20.6	20.9	15.4	17.4	19.5	20.2	20.0	19.5	19.4	20.2
EBITDA Margin	21.4	22.3	22.8	18.4	20.5	21.9	22.5	21.9	21.5	21.8	22.7
稅前純益率	21.6	23.1	25.5	13.4	17.0	19.2	20.0	19.7	21.5	19.1	20.0
稅後純益率	17.6	18.2	20.3	10.4	13.7	15.2	15.8	15.8	17.1	15.2	16.0
季成長率 (%)											
營業收入	3.3	10.2	(4.5)	(28.8)	(9.0)	26.0	8.3	16.0			
營業毛利	12.6	15.2	(1.0)	(32.5)	(9.6)	28.4	10.2	15.2			
營業收益增長	26.6	15.5	(3.2)	(47.5)	2.7	41.3	12.3	14.5			
EBITDA	24.9	15.1	(2.7)	(42.3)	1.1	35.0	10.9	13.0			
稅前純益	36.9	17.9	5.4	(62.5)	15.6	42.1	12.4	14.6			
稅後純益	37.4	13.8	6.5	(63.5)	20.3	39.8	12.2	16.1			
年成長率 (%)											
營業收入	23.8	14.6	32.9	(22.6)	(31.8)	(21.9)	(11.5)	44.1	10.6	(9.0)	11.5
營業毛利	15.7	14.9	56.3	(13.3)	(30.4)	(22.4)	(13.6)	47.3	16.6	(8.7)	12.7
營業收益	21.0	18.1	86.9	(25.7)	(39.7)	(26.2)	(14.5)	86.4	20.9	(9.2)	16.2
EBITDA	19.9	18.5	80.1	(19.3)	(34.7)	(23.3)	(12.6)	71.1	21.3	(7.6)	16.1
稅前純益	30.5	38.0	123.5	(36.2)	(46.1)	(35.0)	(30.7)	111.7	33.7	(18.9)	16.7
稅後純益	31.9	33.6	125.3	(39.2)	(46.8)	(34.6)	(31.1)	119.0	31.9	(18.8)	16.8

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	26,446	29,279	33,364	34,156	36,839
流動資產	14,858	15,823	18,355	17,471	18,930
現金及短期投資	4,024	1,760	6,022	5,897	6,518
存貨	5,202	8,276	4,625	4,207	4,657
應收帳款及票據	5,118	4,877	3,800	3,460	3,847
其他流動資產	514	910	3,908	3,908	3,908
非流動資產	11,589	13,456	15,008	16,684	17,909
長期投資	2	-	-	2	6
固定資產	10,384	12,065	13,627	15,301	16,522
什項資產	1,203	1,391	1,381	1,381	1,381
負債總額	7,278	8,129	8,222	7,287	7,952
流動負債	6,628	7,027	7,577	6,532	7,370
應付帳款及票據	2,769	2,588	1,686	1,533	1,697
短期借款	1,343	1,443	1,983	1,966	2,003
什項負債	2,516	2,996	3,909	3,033	3,670
長期負債	651	1,103	644	755	582
長期借款	580	1,037	563	674	501
其他負債及準備	9	3	14	14	14
股東權益總額	19,168	21,149	25,142	26,869	28,886
普通股股本	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744
保留盈餘	9,672	11,162	-	1,727	3,744
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	0.2%	27.5%	10.6%	(9.0%)	11.5%
營業收益增長	0.5%	16.4%	20.9%	(9.2%)	16.2%
EBITDA	(1.8%)	13.4%	21.3%	(7.6%)	16.1%
稅後純益	(1.0%)	21.0%	31.9%	(18.8%)	16.8%
每股盈餘成長率	(1.0%)	21.0%	31.9%	(18.8%)	16.8%
獲利能力分析					
營業毛利率	28.7%	26.4%	27.8%	27.9%	28.2%
營業利益率	19.5%	17.8%	19.5%	19.4%	20.2%
EBITDA Margin	22.0%	19.6%	21.5%	21.8%	22.7%
稅後純益率	15.1%	14.3%	17.1%	15.2%	16.0%
平均資產報酬率	17.1%	18.5%	21.7%	16.3%	18.2%
股東權益報酬率	22.8%	25.5%	29.3%	21.2%	23.1%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	10.0%	11.7%	10.1%	9.8%	8.7%
淨負債比率	Net cash	3.4%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	158.0	279.9	125.8	99.1	116.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	114.9	121.3	180.0	98.9	96.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	2.8	1.9	6.0	3.4	3.3
流動比率 (x)	2.2	2.3	2.4	2.7	2.6
速動比率 (x)	1.5	1.1	1.8	2.0	1.9
淨負債 (NT\$百萬)	(2,101)	720	(3,476)	(3,258)	(4,014)

每股資料分析

每股盈餘 (NT\$)	15.51	18.77	24.75	20.10	23.48
每股現金盈餘 (NT\$)	14.21	10.12	44.90	25.45	24.65
每股淨值 (NT\$)	69.86	77.08	91.64	97.93	105.28
調整後每股淨值 (NT\$)	69.86	77.08	91.64	97.93	105.28
每股營收 (NT\$)	102.69	130.91	144.83	131.86	147.02
EBITDA/Share (NT\$)	22.59	25.63	31.09	28.73	33.37
每股現金股利 (NT\$)	11.00	12.00	17.00	14.00	16.00

資產運用狀況

資產周轉率 (x)	1.13	1.29	1.27	1.07	1.14
應收帳款周轉天數	66.5	49.6	34.9	34.9	34.9
存貨周轉天數	94.7	114.3	58.9	58.9	58.9
應付帳款周轉天數	50.4	35.7	21.5	21.5	21.5
現金轉換周轉天數	110.8	128.1	72.3	72.3	72.3

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	28,175	35,917	39,736	36,179	40,338
營業成本	(20,097)	(26,426)	(28,671)	(26,076)	(28,949)
營業毛利	8,079	9,491	11,065	10,103	11,388
營業費用	(2,582)	(3,093)	(3,328)	(3,077)	(3,222)
營業利益	5,497	6,398	7,737	7,027	8,166
總營業外收入	39	31	60	17	12
利息收入	30	21	-	-	-
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	9	9	60	17	12
總營業外費用	(212)	(43)	744	(117)	(94)
利息費用	(34)	(23)	(68)	(71)	(70)
投資損失	(7)	(2)	-	(6)	(4)
其他營業外費用	(172)	(18)	812	(40)	(20)
稅前純益	5,324	6,386	8,540	6,927	8,084
所得稅費用[利益]	(1,069)	(1,237)	(1,750)	(1,412)	(1,641)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	(0)	(0)	(0)	-	-
稅後淨利	4,255	5,149	6,790	5,515	6,443
EBITDA	6,199	7,031	8,531	7,883	9,155
每股盈餘 (NT\$)	15.51	18.77	24.75	20.10	23.48

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	3,898	2,778	12,318	6,983	6,762
本期純益	4,255	5,149	6,790	5,515	6,443
折舊及攤提	703	632	794	856	989
本期運用資金變動	(2,005)	(3,020)	3,828	606	(674)
其他營業資產及負債變動	946	16	905	6	4
投資活動之現金流量	(1,579)	(2,498)	(4,807)	(2,538)	(2,218)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	(8)	(8)
資本支出淨額	(1,574)	(2,490)	(1,796)	(2,520)	(2,200)
其他資產變動	(5)	(8)	(3,011)	(10)	(10)
自由現金流	1,495	260	8,958	4,527	4,614
融資活動之現金流量	(2,703)	(2,489)	(3,254)	(4,570)	(3,924)
短期借款變動	(230)	4	431	-	-
長期借款變動	580	554	(366)	94	(136)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(3,018)	(3,018)	(3,292)	(4,664)	(3,788)
其他融資現金流	(35)	(28)	(27)	-	-
匯率影響數	(36)	(54)	5	-	-
本期產生現金流量	(420)	(2,264)	4,262	(125)	620

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	9.2%	8.6%	8.4%	8.5%	8.0%
- 銷管費用/營業收入	19.5%	17.8%	19.5%	19.4%	20.2%
= 營業利益率	19.5%	17.8%	19.5%	19.4%	20.2%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.7	1.7	1.8	1.5	1.6
營業利益率	19.5%	17.8%	19.5%	19.4%	20.2%
x 資本周轉率	1.7	1.7	1.8	1.5	1.6
x (1 - 有效現金稅率)	79.9%	80.6%	79.5%	79.6%	79.7%
= 稅後 ROIC	26.0%	23.8%	28.5%	23.7%	26.2%

資料來源：公司資料，凱基

儒鴻 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2022-12-19	降低持股	381	468
2022-11-08	持有	373	435
2022-10-20	持有	377	415
2022-09-21	持有	398	452
2022-08-24	持有	397	461
2022-08-09	持有	379	441
2022-07-07	持有	373	420
2022-06-14	持有	421	486
2022-05-10	持有	461	466
2022-05-06	持有	461	482

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。