



## 研究報告

## 聚陽(1477.TT)

買進(調升)

TP：430

品牌商庫存位於低水位，今年訂單穩定成長

## 核心觀點

看好流行服飾及運動服飾有望重啟補庫存需求，美系、日系客戶訂單持續成長，將帶動營收獲利成長，故將評等調升至「買進」，目標價430元(22倍 PER\*2025EPS(F))。

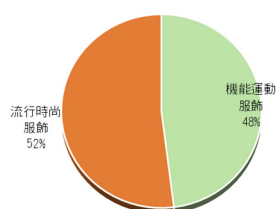
## 交易資料

收盤價	352.00
市值(億元)	868.40
流通在外股數(百萬股)	246.70
本益比	17.96
股價淨值比	5.15
240日股價(低/均/高)	303.5/370.3/468
60日均成交額(百萬元)	510.55

## 相對報酬率



## 2025年產品組合預估



## CSR 天下永續公民獎

企業類別	2024 排名	2023 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
-	-	-	-	-	-	-	-

資料來源：天下雜誌

## 2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	前 5%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之非金融電子類	前 10%

資料來源：證基會

研究員：蘇怡禎

syj214134-71478@esunsec.com.tw

## 重要訊息

聚陽公告1月營收35億元，月減0.8%、年增27.08%，第一季展望，公司預估量價可望同步成長，來自市場需求回溫及部分客戶提前拉貨因應關稅影響。

## 玉山觀點

**24Q4獲利可望回升。**聚陽先前受到船班塞船、塞港影響，但11月起船運狀況改善，12月已回歸正常，24Q4營收87.56億元，季減16.33%，年增7.73%，排除低毛利訂單，預估毛利率回升至25%，稅後EPS 4.11元。

**25Q1流行及運動服飾庫存調整結束將重回成長軌道。**聚陽1月營收優於預期，成長來自市場需求回溫，為應對關稅影響，部分客戶提前拉貨。展望25Q1，聚陽訂單量價皆優於去年同期，將報價往上調升，ASP調升中個位數，以反映東南亞成本及對應未來關稅潛在預期影響，25Q2訂單仍持續增溫。除通路商較為保守之外，美系客戶穩定成長，而日系客戶訂單展望樂觀，有望達雙位數成長，將挹注訂單動能延續，且流行服飾與運動服飾庫存整理已結束，看好今年有望啟動拉貨需求；預估全年營收年增12.1%至398.07億元，毛利率25.5%，稅後EPS 19.6元。

**多國生產基地佈建有利爭取更多訂單。**由於聚陽具備生產基地分散能達有效降低關稅帶來風險，目前產能分佈於越南41%、印尼39%、柬埔寨16%、中國及菲律賓各佔2%，仍持續擴充東南亞產能，包含越南、印尼、孟加拉及薩爾瓦多都有建構產能，今年共6個廠新建，其中印尼1廠及5廠由日系客戶包下，後續再新增包下6廠，而孟加拉新廠預計Q2投產，可望獲得美系客戶訂單挹注、並帶動非美系客戶訂單成長，另薩爾瓦多廠為因戰略考量，就近服務美系客戶，目前貢獻不大，但未來有利爭取美系客戶訂單。

## 投資建議

看好流行服飾及運動服飾有望重啟補庫存需求，美系、日系客戶訂單持續成長，將帶動營收獲利成長，故將評等調升至「買進」，目標價430元(22倍 PER\*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024(E)	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	35,524	9,523	9,022	11,657	9,606	39,807
YoY	9.4%	10.6%	17.3%	11.4%	9.7%	12.1%
毛利率	25.2%	25.8%	25.4%	25.5%	25.4%	25.5%
營益率	14.9%	15.5%	15.3%	15.4%	15.8%	15.5%
稅後淨利	4,160	1,170	1,043	1,447	1,174	4,834
EPS(元)	16.87	4.74	4.23	5.87	4.76	19.60

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
營收	8,756	9,523	9,261	9,830	(5.45)	(3.13)
毛利	2,188	2,460	2,256	2,556	(3.01)	(3.72)
營業利益	1,245	1,478	1,226	1,574	1.55	(6.05)
稅前淨利	1,229	1,479	1,209	1,575	1.66	(6.04)
稅後淨利	1,015	1,172	977	1,247	3.88	(6.04)
每股盈餘(元)	4.11	4.74	3.92	5.05	4.64	(6.05)
財務比率(%)						
毛利率	24.99	25.84	24.36	26.00	2.58	(0.61)
營益率	14.22	15.52	13.24	16.01	7.41	(3.01)
淨利率	14.04	15.53	13.05	16.02	7.52	(3.01)

資料來源：玉山投顧(2025/02)

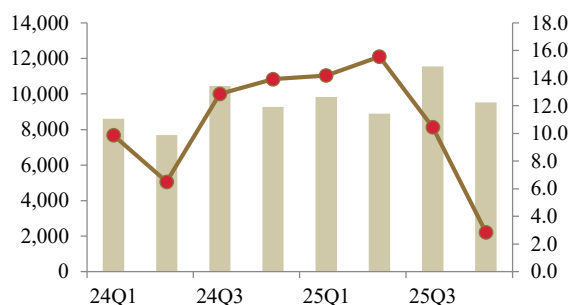
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	8,608	7,694	10,465	8,756	35,524	9,523	9,022	11,657	9,606	39,807
營業毛利	2,337	1,935	2,480	2,188	8,940	2,460	2,287	2,976	2,441	10,164
營業費用	985	815	891	943	3,634	982	905	1,180	919	3,986
營業利益	1,352	1,120	1,589	1,245	5,306	1,478	1,382	1,796	1,522	6,178
淨業外收支	68	(5)	(110)	(16)	(64)	1	(55)	66	(43)	(31)
稅前淨利	1,419	1,115	1,479	1,229	5,242	1,479	1,327	1,861	1,479	6,147
稅後淨利	1,119	859	1,169	1,013	4,160	1,170	1,043	1,447	1,174	4,834
EPS(元)	4.54	3.48	4.74	4.11	16.87	4.74	4.23	5.87	4.76	19.60
財務比率										
毛利率	27.15	25.15	23.70	24.99	25.17	25.84	25.35	25.53	25.41	25.53
營業利益率	15.70	14.55	15.19	14.22	14.94	15.52	15.32	15.40	15.84	15.52
稅前淨利率	16.49	14.49	14.14	14.04	14.76	15.53	14.71	15.97	15.40	15.44
YoY(%)										
營業收入	9.88	6.51	12.86	7.73	9.44	10.63	17.26	11.39	9.70	12.06
營業毛利	18.23	8.88	(0.25)	2.91	6.86	5.28	18.19	19.99	11.52	13.68
營業利益	11.06	13.02	7.99	7.34	9.64	9.38	23.44	12.98	22.17	16.43
稅前淨利	17.72	6.35	(10.23)	9.18	4.27	4.24	19.03	25.82	20.35	17.25
稅後淨利	18.0	6.77	(11.64)	10.62	4.23	4.53	21.46	23.80	15.90	16.21
QoQ(%)										
營業收入	5.90	(10.62)	36.01	(16.33)		8.75	(5.26)	29.21	(17.59)	
營業毛利	9.90	(17.20)	28.16	(11.75)		12.42	(7.05)	30.11	(17.98)	
營業利益	16.49	(17.17)	41.96	(21.63)		18.70	(6.52)	29.92	(15.26)	
稅前淨利	26.08	(21.44)	32.68	(16.92)		20.37	(10.30)	40.25	(20.53)	
稅後淨利	22.17	(23.23)	36.07	(13.32)		15.45	(10.80)	38.69	(18.85)	

資料來源：玉山投顧(2025/02)

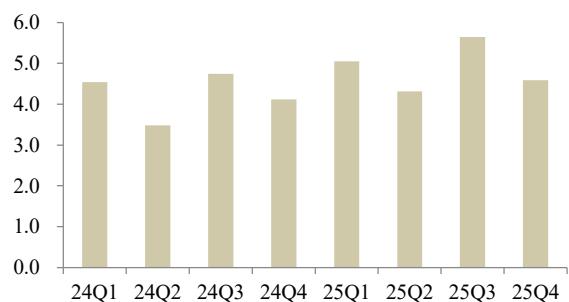
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



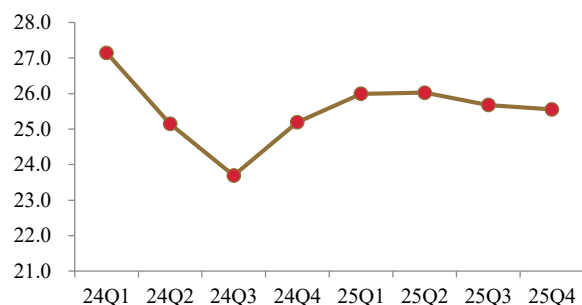
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



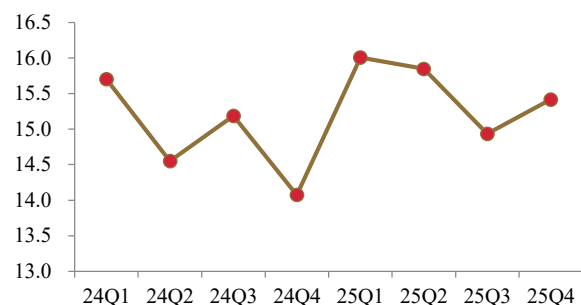
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



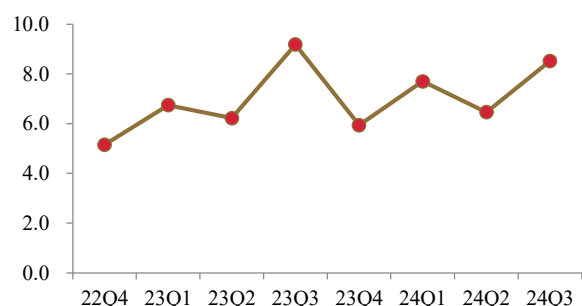
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



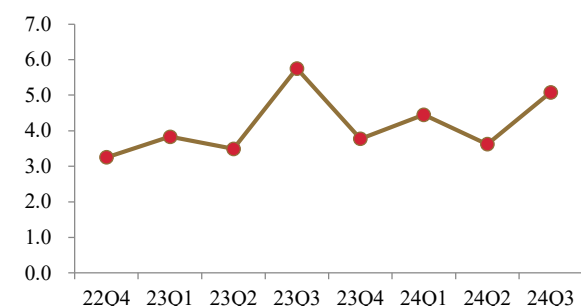
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季末年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2025/02)

**年損益表** 單位:百萬元

	2022	2023	2024(E)	2025(F)
營業收入	32,083	32,459	35,524	39,807
營業成本	23,827	24,092	26,583	29,644
營業毛利	8,256	8,366	8,940	10,164
營業費用	3,824	3,527	3,634	3,986
營業利益	4,432	4,840	5,306	6,178
營業外收支淨額	157	188	-64	-31
稅前淨利	4,589	5,027	5,242	6,147
稅後淨利	3,515	3,991	4,160	4,834
普通股股本	2,419	2,419	2,467	2,467
EPS(元)	14.52	16.51	16.87	19.60
年成長率				
營收	10.9%	1.2%	9.4%	12.1%
營業利益	31.1%	9.2%	9.6%	16.4%
稅前淨利	35.0%	9.6%	4.3%	17.2%
母公司稅後淨利	32.4%	13.6%	4.2%	16.2%
獲利能力比率				
毛利率	25.7%	25.8%	25.2%	25.5%
營業利益率	13.8%	14.9%	14.9%	15.5%
稅前淨利率	14.3%	15.5%	14.8%	15.4%
稅後淨利率	11.0%	12.3%	11.7%	12.1%

**資產負債表** 單位:百萬元

	2022	2023	2024(E)	2025(F)
流動資產	17,963	18,419	19,305	20,543
現金及約當現金	2,760	3,014	3,299	3,697
存貨	5,241	4,843	5,301	5,940
應收帳款及票據	1,199	1,527	1,671	1,872
其他流動資產	8,763	9,034	9,034	9,034
長期投資	289	364	364	364
固定資產	5,227	5,264	4,272	3,264
其他長期資產	950	829	829	829
資產總額	24,429	24,876	24,770	25,001
流動負債	8,511	8,597	7,527	7,381
應付帳款及票據	1,741	2,052	2,246	2,517
短期借款	1,753	1,553	1,700	1,905
什項負債	5,017	4,992	4,370	4,285
非流動負債	474	352	1,109	722
負債總額	8,984	8,949	8,636	8,103
普通股股本	2,419	2,419	2,467	2,467
資本公積	6,215	6,215	6,215	6,215
保留盈餘	6,725	7,209	7,620	8,384
股東權益總額	15,357	15,819	16,134	16,898

**現金流量表** 單位:百萬元

	2022	2023	2024(E)	2025(F)
稅前淨利	4,589	5,027	5,242	6,147
折舊及攤提費用	562	548	555	551
本期營運資金變動	352	125	-408	-570
其他項目	-3,502	-3,543	-3,833	-3,970
營運活動之現金流量	3,715	5,785	1,557	2,158
資本支出	-398	-476	437	456
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-668	-1,002	-6,362	-6,106
投資活動之現金流量	-1,066	-1,478	-5,926	-5,649
短期借款及票券變動	-136	-199	147	205
舉措/償還長期借款	-81	-164	757	-386
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-2,298	-3,507	3,749	4,070
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-2,640	-4,037	4,653	3,889
匯率影響數	109	-17	0	0
本期現金流量	118	254	285	398
期末現金及約當現金	2,760	3,014	3,299	3,697

**重要財務比率**

	2022	2023	2024(E)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	36.8%	36.0%	34.9%	32.4%
槓桿比率	58.5%	56.6%	53.5%	48.0%
流動比率	211.1%	214.2%	256.5%	278.3%
速動比率	149.5%	157.9%	186.0%	197.9%
存貨週轉率(次)	4.46	4.78	5.24	5.27
存貨週轉天數	80.65	75.34	68.69	68.25
應收帳款週轉率(次)	5.42	5.52	5.15	4.73
應收帳款週轉天數	22.61	13.23	16.20	16.02
總資產週轉率(次)	1.31	1.30	1.43	1.59
淨值週轉率(次)	2.09	2.05	2.20	2.36
股東權益報酬率	24.2%	25.6%	26.0%	29.3%
總資產報酬率	15.2%	16.4%	16.8%	19.4%
OCF/流動負債	43.7%	67.3%	20.7%	29.2%
每股比率				
每股淨值(元)	56.69	63.49	65.40	68.50
每股營收(元)	132.65	134.21	144.00	161.36
每股盈餘(元)	14.52	16.51	16.87	19.60
每股現金股利(元)	14.50	16.40	15.20	16.50
現金股利配發率	99.9%	99.3%	90.1%	84.2%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站( [www.esunconsulting.com.tw](http://www.esunconsulting.com.tw) )取閱。

### 研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

### 免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

### 智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

### CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

邀請過去3年內有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法