



## 研究報告

## 儒鴻(1476.TT)

買進(調升)

TP：620

訂單能見度已達 7 月，今年再新增北美新客戶

## 核心觀點

目前訂單能見度已達 7 月，預計營收獲利可望逐季走高，而 2026 年起將有國際運動賽事題材，且運動風潮趨勢不變，預估 2025 年 EPS 26.93 元，目前 PER 約 20 倍，位於 15~30 倍之下緣，故調升投資建議為「買進」。

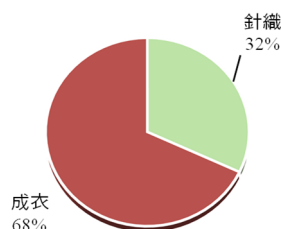
## 交易資料

收盤價	535.00
市值(億元)	1468.00
流通在外股數(百萬股)	274.40
本益比	19.87
股價淨值比	5.26
240 日股價(低/均/高)	461/528.8/593
60 日均成交額(百萬元)	254.92

## 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	6%至 20%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之非金融電子類	11%至 20%

資料來源：證基會

研究員：蘇怡禎

syj214134-71478@esunsec.com.tw

## 重要訊息

公司舉辦24Q4法說會。

## 玉山觀點

**24Q4獲利低於預期。** 24Q4營收95.7億元，季減4.6%，年增12.6%，毛利率下滑至29.9%，係因：(1)產品組合改變，針織布佔比下滑至30%、(2)客戶及高毛利產品交期遞延、(3)海外薪資成本增加、(4)新客戶訂單效率仍待提升；營業費用率上升至10.31%，主因獎金發放、去年底春節船運缺艙出口費用上升、員工薪資及加班費，稅後EPS 6.22元，低於預期。

**25Q1毛利率有望逐季回升。** 2月營收26.3億元，月減21%，主因工作天數少、春節假期後初期開工率低，1-2月合計營收59.6億元，與去年同期48.1億元相比已有回升，短期布料進入淡季出貨降溫，成衣出貨顯著成長，故預估25Q1營收93.24億元，季減2.6%，毛利率小幅回升至31%，稅後EPS 5.89元。

**訂單能見度已達Q3，新舊品牌客戶都將維持成長。** 對於川普關稅政策之影響，主要影響國家為中國、加拿大、墨西哥，而公司之中國協力廠訂單佔比不到5%，故關稅影響有限。後續關注東南亞地區是否會成為下一波貿易戰區域，雖然公司在越南產能比重偏高(布料45%，成衣70%)，但已計畫逐步擴增印尼、柬埔寨等生產基地之產能。展望全年，公司前5大客戶佔比超過50%，去年成長達雙位數，而6個新品牌客戶比重13%，去年成長達三位數，未來比重有望提高至18%，預期新舊品牌客戶都將維持成長，今年將新增1個北美品牌客戶，整體訂單能見度已達7月，Q3訂單也陸續談妥，預估2025年營收420.6億元，年增14.2%，毛利率31.2%，EPS 26.93元。

## 投資建議

看好目前產業庫存已逐步下降，且訂單能見度已達7月，預計營收獲利可望逐季走高，而2026年起將有國際運動賽事題材，且運動風潮趨勢不變，預估2025年EPS 26.93元，目前PER約20倍，位於15~30倍之下緣，評價仍有往上空間，故調升投資建議為「買進」，目標價620元(23倍PER\*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	36,828	9,324	10,466	10,729	11,541	42,059
YoY	19.6%	22.2%	9.1%	6.9%	20.6%	14.2%
毛利率	30.9%	31.0%	31.2%	31.2%	31.3%	31.2%
營益率	21.1%	21.7%	22.0%	21.7%	22.1%	21.9%
稅後淨利	6,641	1,615	1,829	1,768	2,175	7,388
EPS(元)	24.20	5.89	6.67	6.45	7.93	26.93

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	9,571	9,324	10,283	10,296	(6.92)	(9.44)
毛利	2,857	2,892	3,393	2,975	(15.80)	(2.80)
營業利益	1,870	2,025	2,518	2,146	(25.72)	(5.66)
稅前淨利	2,129	2,045	2,723	2,166	(21.81)	(5.61)
稅後淨利	1,707	1,615	2,188	1,690	(21.97)	(4.39)
每股盈餘(元)	6.22	5.89	7.97	6.16	(21.99)	(4.39)
財務比率(%)						
毛利率	29.85	31.01	32.99	28.90	(9.53)	7.33
營益率	19.54	21.72	24.48	20.84	(20.20)	4.18
淨利率	22.25	21.93	26.48	21.04	(16.00)	4.24

資料來源：玉山投顧(2025/03)

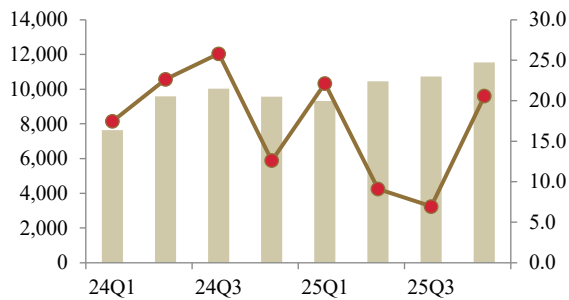
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	7,633	9,593	10,032	9,571	36,828	9,324	10,466	10,729	11,541	42,059
營業毛利	2,247	3,024	3,242	2,857	11,369	2,892	3,270	3,352	3,611	13,124
營業費用	770	924	933	987	3,614	867	970	1,023	1,057	3,917
營業利益	1,476	2,100	2,309	1,870	7,755	2,025	2,300	2,329	2,554	9,207
淨業外收支	301	130	(94)	259	596	20	15	(90)	200	145
稅前淨利	1,777	2,229	2,215	2,129	8,351	2,045	2,315	2,239	2,754	9,352
稅後淨利	1,425	1,734	1,775	1,707	6,641	1,615	1,829	1,768	2,175	7,388
EPS(元)	5.19	6.32	6.47	6.22	24.20	5.89	6.67	6.45	7.93	26.93
財務比率										
毛利率	29.43	31.52	32.32	29.85	30.87	31.01	31.25	31.24	31.29	31.20
營業利益率	19.34	21.89	23.02	19.54	21.06	21.72	21.98	21.70	22.13	21.89
稅前淨利率	23.28	23.24	22.08	22.25	22.68	21.93	22.12	20.87	23.86	22.24
YoY(%)										
營業收入	17.47	22.66	25.82	12.61	19.61	22.15	9.10	6.95	20.58	14.20
營業毛利	21.93	24.05	22.99	3.40	17.46	28.71	8.16	3.37	26.39	15.44
營業利益	30.91	26.47	26.87	(3.64)	18.42	37.13	9.55	0.83	36.56	18.72
稅前淨利	63.34	23.83	8.32	22.20	25.10	15.05	3.85	1.06	29.33	11.99
稅後淨利	72.4	24.54	13.93	21.95	28.29	13.33	5.51	(0.38)	27.45	11.25
QoQ(%)										
營業收入	(10.19)	25.69	4.57	(4.59)		(2.58)	12.25	2.51	7.57	
營業毛利	(18.68)	34.58	7.23	(11.89)		1.23	13.09	2.49	7.73	
營業利益	(23.92)	42.21	9.99	(19.03)		8.27	13.61	1.23	9.67	
稅前淨利	2.00	25.44	(0.64)	(3.88)		(3.97)	13.23	(3.31)	23.01	
稅後淨利	1.83	21.63	2.40	(3.85)		(5.36)	13.23	(3.31)	23.01	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

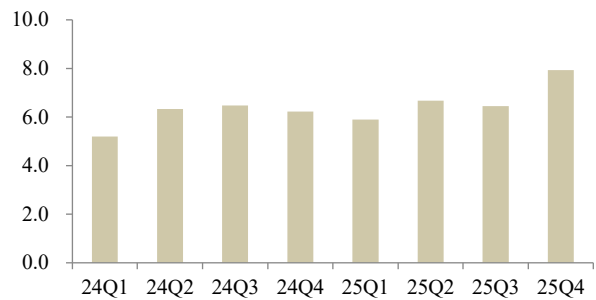
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



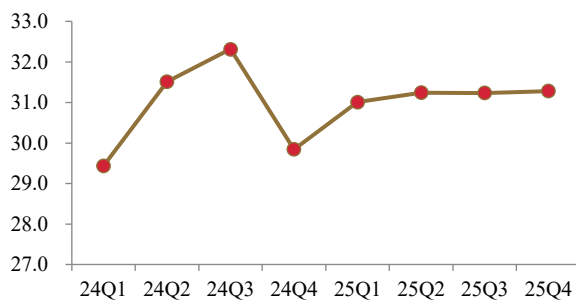
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



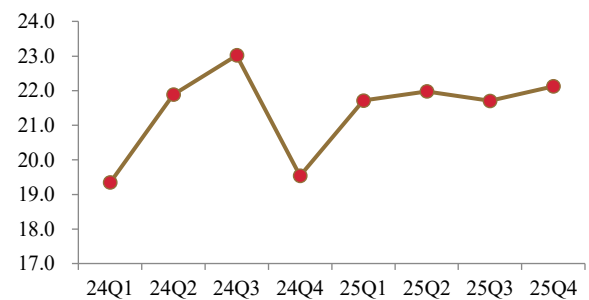
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



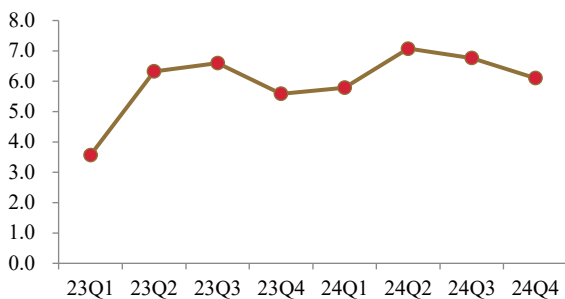
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



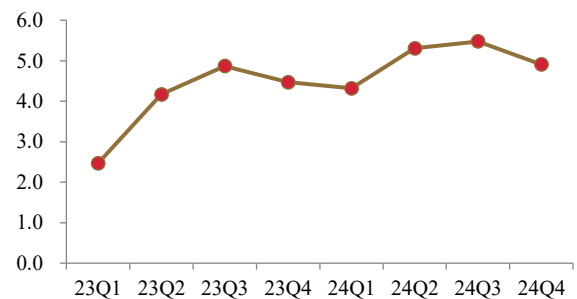
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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(2025/03)

年損益表				
單位:百萬元				
	2022	2023	2024	2025(F)
營業收入	39,736	30,790	36,828	42,059
營業成本	28,671	21,111	25,460	28,935
營業毛利	11,065	9,679	11,369	13,124
營業費用	3,328	3,130	3,614	3,917
營業利益	7,737	6,549	7,755	9,207
營業外收支淨額	803	127	596	145
稅前淨利	8,540	6,676	8,351	9,352
稅後淨利	6,790	5,176	6,641	7,388
普通股股本	2,744	2,744	2,744	2,744
EPS(元)	24.76	18.86	24.20	26.93
年成長率				
營收	10.6%	-22.5%	19.6%	14.2%
營業利益	20.9%	-15.4%	18.4%	18.7%
稅前淨利	33.7%	-21.8%	25.1%	12.0%
母公司稅後淨利	31.9%	-23.8%	28.3%	11.3%
獲利能力比率				
毛利率	27.8%	31.4%	30.9%	31.2%
營業利益率	19.5%	21.3%	21.1%	21.9%
稅前淨利率	21.5%	21.7%	22.7%	22.2%
稅後淨利率	17.1%	16.8%	18.0%	17.6%

資產負債表				
單位:百萬元				
	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	18,355	17,398	21,508	23,737
現金及約當現金	6,022	2,814	3,618	4,132
存貨	4,625	4,402	5,522	6,306
應收帳款及票據	3,800	4,711	6,553	7,484
其他流動資產	3,908	5,471	5,815	5,815
長期投資	0	0	0	0
固定資產	13,627	12,288	12,994	12,497
其他長期資產	1,381	2,147	1,363	1,363
資產總額	33,364	31,833	35,865	37,597
流動負債	7,577	6,081	6,767	9,273
應付帳款及票據	1,686	1,666	2,263	2,585
短期借款	1,778	624	1,804	2,061
什項負債	4,113	3,791	2,699	3,699
非流動負債	644	81	177	440
負債總額	8,222	6,162	6,943	9,713
普通股股本	2,744	2,744	2,744	2,744
資本公積	3,770	3,770	3,770	3,770
保留盈餘	18,605	19,118	22,081	24,297
股東權益總額	25,142	25,671	28,922	27,883

現金流量表				
單位:百萬元				
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	8,540	6,676	8,351	9,352
折舊及攤提費用	794	881	886	884
本期營運資金變動	566	-1,392	-1,099	-1,394
其他項目	-5,020	-3,890	-4,653	-4,442
營運活動之現金流量	12,318	4,664	4,720	4,400
資本支出	-1,477	-289	-484	-387
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-3,330	-1,546	-307	-1,938
投資活動之現金流量	-4,807	-1,836	-792	-2,325
短期借款及票券變動	431	-1,154	1,181	256
舉措/償還長期借款	-366	-205	-563	3,355
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	-3,292	-4,664	-3,704	-5,172
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-3,254	-6,052	-3,109	-1,561
匯率影響數	5	15	-15	0
本期現金流量	4,262	-3,209	804	514
期末現金及約當現金	6,022	2,814	3,618	4,132

重要財務比率				
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	24.6%	19.4%	19.4%	25.8%
槓桿比率	32.7%	24.0%	24.0%	34.8%
流動比率	242.2%	286.1%	317.8%	383.9%
速動比率	181.2%	213.7%	236.2%	281.9%
存貨週轉率(次)	4.44	4.68	5.13	4.89
存貨週轉天數	81.00	76.97	70.17	73.58
應收帳款週轉率(次)	5.93	6.53	7.52	6.37
應收帳款週轉天數	50.29	40.21	50.93	60.08
總資產週轉率(次)	1.19	0.97	1.03	1.12
淨值週轉率(次)	1.58	1.20	1.27	1.51
股東權益報酬率	29.3%	20.4%	24.3%	26.0%
總資產報酬率	21.7%	15.9%	19.6%	20.1%
OCF/流動負債	162.6%	76.7%	69.8%	71.2%
每股比率				
每股淨值(元)	77.08	91.63	93.55	101.63
每股營收(元)	144.83	112.22	134.23	153.29
每股盈餘(元)	24.76	18.86	24.20	26.93
每股現金股利(元)	17.00	13.50	17.00	18.85
現金股利配發率	68.7%	71.6%	70.3%	70.0%

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