

聚陽 (1477 TT) Makalot

對等關稅政策衝擊，2H25 訂單展望不明，營運進入調整期

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月)：NT\$270.0

收盤價 (2025/04/21)：NT\$247.0
隱含漲幅：9.3%

營收組成 (2024)

Gap 30%、Target 20%、Fast Retailing 20%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	買進
目標價 (NT\$)	270	400
2025年營收 (NT\$/十億)	38.3	39.2
2025年EPS	16.9	18.2

交易資料表

市值	NT\$60,930百萬元
外資持股比率	21.9%
董監持股比率	7.4%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$59.20
負債比	36.3%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2023A	2024A	2025F	2026F
營業收入	32,459	35,524	38,270	38,824
營業利益	4,840	5,300	5,577	5,594
稅後純益	3,991	4,115	4,179	4,189
EPS (元)	16.50	16.68	16.94	16.98
EPS YoY (%)	13.6	1.1	1.6	0.2
本益比 (倍)	15.0	14.8	14.6	14.6
股價淨值比 (倍)	3.8	4.2	4.2	4.2
ROE (%)	25.7	28.3	28.7	28.8
現金殖利率 (%)	6.6%	6.9%	6.9%	6.9%
現金股利 (元)	16.40	17.10	16.94	16.98

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 產品組合改善及效率提升，1Q25 稅後 EPS 上修 3.8%至 4.90 元，年增 7.9%。提前出貨挹注 2Q25 營收及稅後 EPS 上修 1%。
- ◆ 對等關稅政策變數削弱 2H25 接單展望，且聚陽分攤 3%關稅成本，2025/2026 年稅後 EPS 下修 6.9%/13.8%至 16.94 元/16.98 元。
- ◆ 對等關稅衝擊，美國消費下行風險大，本益比面臨 de-rating，調降評等至持有，目標價 270 元，基於 16 倍本益比、2025 年 EPS 評價。

產品組合改善及效率提升，1Q25 EPS 上修 3.8%至 4.90 元

聚陽 1Q25 營收 99.24 億元，年增 15.3%，優於預期 3.8%，產品組合改善及生產效率提升，預估毛利率季增 1.2ppt 至 26.8%，營業利益上修 3.8%至 16.08 億元，本業獲利創新高，稅後 EPS 上修 3.8%至 4.90 元，年增 7.9%。展望 2Q25 訂單變動不大，接單量年增 12-15%，ASP 年增 1%，且部分客戶規劃提前出貨，規避關稅風險，預估 2Q25 營收上修 1%至 89.32 億元，年增 16.1%，稅後 EPS 上修 1%至 3.72 元，年增 6.7%。

預估 2025/2026 年獲利下修 6.9%/13.8%至 16.94 元/16.98 元

展望 2H25 對等關稅政策變數削弱接單展望，預估 3Q25 營收下修 5.1%至 104.95 億元，年增 0.3%，旺季不旺，聚陽面臨分攤 3%關稅成本，毛利率下修 1.2ppt 至 24.8%，稅後 EPS 下修 12.7%至 4.49 元，年減 5.2%。預估 2025 年營收下修 2.5%至 382.70 億元，年增 7.7%，稅後 EPS 下修 6.9%至 16.94 元。預估 2026 年營收下修 9.4%至 388.24 億元，年增 1.5%，稅後 EPS 下修 13.8%至 16.98 元，年增 0.2%。

對等關稅變數削弱接單展望，且分攤關稅成本侵蝕獲利

對聚陽投資建議由買進調降至持有-超越同業，乃考量客戶觀望川普的關稅政策，訂單能見度低，並要求供應鏈共同分攤 10%關稅，削弱聚陽獲利表現，而關稅調漲帶動通膨升溫排擠消費，預期終端市場面臨下行風險，預估 3Q25 旺季營收下修 5.1%，旺季不旺，稅後 EPS 下修 12.7%至 4.49 元，年減 5.2%，陷入衰退。預估 2025 年及 2026 年營運受到對等關稅影響，稅後 EPS 分別下修 6.9%及 13.8%，動能減緩，營運進入調整期，且全球經濟展望保守，本益比評價面臨 de-rating 等理由，投資建議由買進調降至持有-超越同業，目標價由 400 元下調至 270 元(由 22 倍 PER 下調至 16 倍 PER X 2025 年稅後 EPS)。

營運分析

預估 1Q25 稅後 EPS 上修 3.8%至 4.90 元，本業獲利創單季新高

聚陽 1Q25 營收 99.24 億元(原估 95.62 億元)，季增 13.3%，年增 15.3%，優於預期 3.8%。受惠產品組合改善，及工廠生產效率提升，預估毛利率維持 26.8%，季增 1.2ppt，營益率季增 2.0ppt 至 16.2%，營業利益上修 3.8%至 16.08 億元(原估 15.5 億元)，季增 29.8%，年增 19.0%，稅後 EPS 上修 3.8%至 4.90 元(原估 4.72 元)，季增 24.8%，年增 7.9%。聚陽 1Q25 本業的營業利益持續增長，創單季新高。

圖 1：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	8,608	8,756	9,924	13.3%	15.3%	9,562	9,666	3.8%	2.7%
營業毛利	2,337	2,239	2,660	18.8%	13.8%	2,563	2,575	3.8%	3.3%
營業利益	1,352	1,239	1,608	29.8%	19.0%	1,550	1,526	3.8%	5.4%
稅前利益	1,419	1,229	1,576	28.2%	11.0%	1,519	1,489	3.8%	5.8%
稅後淨利	1,119	968	1,208	24.8%	8.0%	1,164	1,185	3.8%	1.9%
調整後 EPS (元)	4.63	3.92	4.90	24.8%	7.9%	4.72	4.81	3.8%	1.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	27.1%	25.6%	26.8%	1.2	-0.3	26.8%	26.6%	0.0	0.2
營業利益率	15.7%	14.2%	16.2%	2.0	0.5	16.2%	15.8%	0.0	0.4
稅後純益率	13.0%	11.1%	12.3%	1.1	-0.8	12.2%	12.3%	0.0	-0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

提前出貨訂單貢獻，預估 2Q25 稅後 EPS 上修 1%至 3.72 元

展望 2Q25，美國總統川普於 2025/4/2 提出對等關稅，暫緩 90 天執行，對越南、印尼等國課徵 10%關稅。2Q25 訂單多已與品牌客戶確認完畢，變動不大，聚陽 2Q25 接單量可年增 12-15%，ASP 則年增 1%，且部分客戶規劃提前出貨，以規避關稅風險，預估 2Q25 營收上修 1%至 89.32 億元(原估 88.45 億元)，季減 10%，年增 16.1%，毛利率維持 24.2%之預估，營益率維持 13.6%之預估，營業利益上修 1%至 12.13 億元(原估 12.01 億元)，季減 24.6%，年增 8.3%，稅後 EPS 上修 1%至 3.72 元(原估 3.68 元)，季減 24.1%，年增 6.7%。

圖 2：2025 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q24A	1Q25F	2Q25F	季增率	年增率	2Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	7,694	9,924	8,932	-10.0%	16.1%	8,845	8,948	1.0%	-0.2%
營業毛利	1,935	2,660	2,161	-18.8%	11.7%	2,140	2,247	1.0%	-3.8%
營業利益	1,120	1,608	1,213	-24.6%	8.3%	1,201	1,274	1.0%	-4.8%
稅前利益	1,115	1,576	1,198	-24.0%	7.5%	1,186	1,273	1.0%	-5.9%
稅後淨利	859	1,208	917	-24.1%	6.8%	908	984	1.0%	-6.8%
調整後 EPS (元)	3.55	4.90	3.72	-24.1%	6.7%	3.68	3.95	1.1%	-6.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	25.1%	26.8%	24.2%	-2.6	-1.0	24.2%	25.1%	0.0	-0.9
營業利益率	14.6%	16.2%	13.6%	-2.6	-1.0	13.6%	14.2%	0.0	-0.7
稅後純益率	11.2%	12.3%	10.4%	-1.9	-0.9	10.3%	11.0%	0.0	-0.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

對等關稅衝擊浮現，預估 3Q25 稅後 EPS 下修 12.7%至 4.49 元，旺季不旺

展望 3Q25，對等關稅暫緩 90 天實施，品牌客戶觀望美國總統川普的關稅政策，下單謹慎，訂單能見度降低，且部分品牌客戶沒有調漲產品售價規劃，要求成衣廠及布廠共同分攤 10%關稅，將削弱聚陽獲利表現，且美國市場亦將面臨關稅稅率調漲，帶動通膨升溫排擠消費的擔憂，預期終端消費將面臨下行風險，品牌商下單亦將轉趨保守，削弱聚陽 2H25 接單展望，預估 3Q25 旺季營收下修 5.1%至 104.95 億元(原估 110.56 億元)，季增 17.5%，年增 0.3%，旺季不旺，而聚陽面臨分攤 3%關稅成本，亦將侵蝕毛利率及營益率，毛利率下修 1.2ppt 至 24.8% (原估 26.0%)，營益率下修 1.2ppt 至 14.2% (原估 15.4%)，營業利益下修 12.5%至 14.88 億元(原估 17 億元)，季增 22.7%，年減 6.4%，稅後 EPS 下修 12.7%至 4.49 元(原估 5.15 元)，季增 20.9%，年減 5.2%。

圖 3：2025 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q24A	2Q25F	3Q25F	季增率	年增率	3Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	10,465	8,932	10,495	17.5%	0.3%	11,056	10,899	-5.1%	-3.7%
營業毛利	2,480	2,161	2,603	20.5%	5.0%	2,875	2,671	-9.5%	-2.5%
營業利益	1,589	1,213	1,488	22.7%	-6.4%	1,700	1,569	-12.5%	-5.2%
稅前利益	1,479	1,198	1,447	20.8%	-2.2%	1,657	1,582	-12.7%	-8.5%
稅後淨利	1,169	917	1,109	20.9%	-5.1%	1,270	1,186	-12.7%	-6.5%
調整後 EPS (元)	4.74	3.72	4.49	20.9%	-5.2%	5.15	4.80	-12.7%	-6.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	23.7%	24.2%	24.8%	0.6	1.1	26.0%	24.5%	-1.2	0.3
營業利益率	15.2%	13.6%	14.2%	0.6	-1.0	15.4%	14.4%	-1.2	-0.2
稅後純益率	11.2%	10.4%	10.7%	0.3	-0.6	11.5%	10.9%	-0.9	-0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

預估 2025 年/2026 年稅後 EPS 各下修 6.9%及 13.8%分別至 16.94 元及 16.98 元

展望 2025 年，美國總統川普對等關稅執行，將削弱美國市場消費動能，2H25 至 2026 年恐陷入訂單下修循環，展望保守，且聚陽面臨分攤關稅壓力，亦將侵蝕獲利，預估 2025 年營收下修 2.5%至 382.70 億元(原估 392.48 億元)，年增 7.7%，毛利率下修 0.7ppt 至 25.2% (原估 25.9%)，營益率下修 0.7ppt 至 14.6% (原估 15.3%)，營業利益下修 6.9%至 55.77 億元(原估 59.88 億元)，年增 5.2%，稅後 EPS 下修 6.9%至 16.94 元(原估 18.21 元)。預估 2026 年營收下修 9.4%至 388.24 億元，年增 1.5%，毛利率下修 0.7ppt 至 25.1% (原估 25.8%)，營益率下修 0.7ppt 至 14.4% (原估 15.1%)，營業利益下修 13.8%至 55.94 億元(原估 64.86 億元)，年增 0.3%，稅後 EPS 下修 13.8%至 16.98 元(原估 19.71 元)，年增 0.2%。

產業概況

美國對等關稅政策，衝擊台灣廠商的東南亞生產佈局

美國川普總統於 2025/4/2 宣布對等關稅政策，針對東南亞貿易對手的關稅稅率包括越南 46%、柬埔寨 49%、印尼 32%，至於印度稅率 26%，中國 34%，整體關稅稅率高於預期。4/9 川普總統則宣布對等關稅暫緩 90 天執行，對各國統一課徵 10%關稅，將在這段期間與各國進行貿易協商。而中國對美國則採取貿易報復手段，川普總統幾度調高中國關稅稅率至 245%。

2018 年之前，中國工資增長速度加快，生產成本墊高，勞力密集的台灣成衣廠已相繼轉移生產據點至以越南為首的東南亞，2018 年中美貿易戰後，更加快成衣廠退出中國生產據點，並擴大越南及東南亞的產能，目前台灣廠商多以越南及東南亞為生產重心，成衣廠儒鴻(1476)越南的成衣產能佔比高達 70%，近幾年印尼廠產能開出，佔比約 20%，柬埔寨產能約 10%。而聚陽(1477)成衣產能相對較分散，越南佔比約 41%，印尼佔比 40%，另有柬埔寨產能佔比約 15%。

圖 4：成衣廠銷美比重及對等關稅平均稅率

公司	Ticker	產品別	銷美比重	主要生產基地	對等關稅影響 輸美合計關稅	備註
儒鴻	1476	成衣	60-70%	越南、印尼	43.5%	以擴充印尼廠產能為主。
聚陽	1477	成衣	70%	越南、印尼	40.1%	擴充印尼廠產能為主，但有薩爾瓦多廠產能規劃。

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 5：成衣廠產能分布

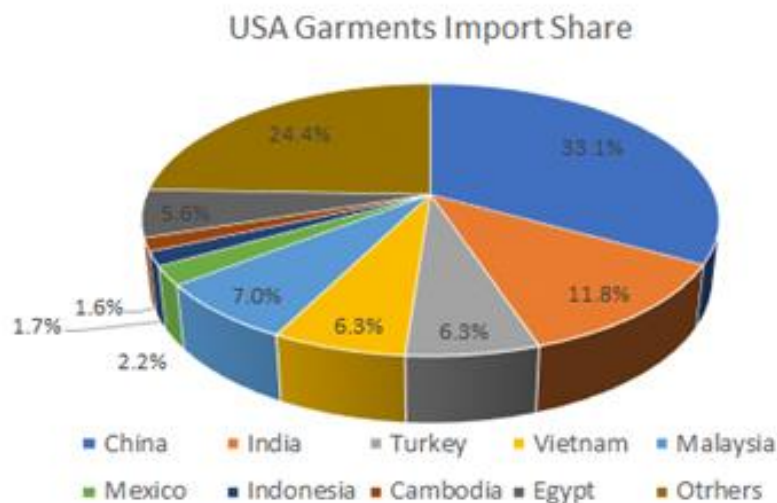
公司	Ticker	越南	印尼	柬埔寨	印度	中國	其他	合計
儒鴻	1476	70%	20%	10%	0%	0%	0%	100%
聚陽	1477	41%	40%	15%	0%	2%	2%	100%
對等關稅稅率		46%	32%	49%	26%	245%	--	--

資料來源：公司資料、元大投顧預估

美國成衣進口高度依賴中國及東南亞，對等關稅政策衝擊大，美國市場展望保守

觀察美國 2024 年成衣產品進口來源國分布，中國佔比達 33.1%，其次為印度 11.8%，馬來西亞 7.0%，越南 6.3%，土耳其 6.3%，埃及 5.6%。對比 2018 年中國佔比高達 49.2%，貿易戰後，成衣產能自中國移轉至其他國家的趨勢明顯，以印度、土耳其及埃及佔比提升較顯著。

圖 6：美國成衣進口分布



資料來源：Bloomberg、元大投顧

此次美國川普政府針對越南加徵 46%關稅稅率，對印尼加徵 32%關稅，對品牌商及台灣廠商營運衝擊不小。品牌商短期間難以找到稅率較低的產區進行生產，成衣廠跟品牌客戶洽談的訂單都是採取 FOB 報價，過往經驗，針對關稅調漲議題，台灣廠商不會分攤關稅成本，假設台灣廠商未分攤關稅成本，預期品牌商勢必將調漲產品價格，以轉嫁關稅成本到終端市場的消費者。假設 FOB 報價為 10 美元，服飾終端售價的定倍比為 10 倍，終端售價 100 美元，以加徵 50%稅率推算，品牌商的採購成本上漲 50%至 15 美元，品牌商的終端產品售價最少須調漲 5%以轉嫁關稅成本，若加計其他衍生之成本，推估品牌商終端售價調漲 10%至 110 美元。而終端產品單價上漲 10%，則會削弱消費者採購意願，銷售量恐滑落超過 10%。另外通膨升溫也會排擠消費支出，進一步減少衣服採購量。由於此次川普政府對東南亞生產基地全面加徵關稅，稅率也偏高，預期台灣成衣廠可能需要配合分攤關稅成本，侵蝕獲利。

儘管美國總統川普的對等關稅政策暫緩 90 天執行，對越南、印尼等國課徵 10%關稅，惟整體而言，川普調高關稅稅率，預期品牌商在美國地區的銷售恐停滯甚至陷入衰退，下單縮手，衝擊成衣廠訂單展望轉趨保守，推估訂單量恐隨之減少，營運面恐進入調整期，後續需繼續觀察川普政府關稅政策的動向。

獲利調整與股票評價

對等關稅衝擊浮現，2H25 訂單展望保守，調降評等至持有，目標價 270 元

美國川普總統於 2025/4/2 宣布對等關稅政策，針對東南亞貿易對手的關稅稅率包括越南 46%、柬埔寨 49%、印尼 32%，整體關稅稅率高於預期。4/9 川普總統則宣布對等關稅暫緩 90 天執行，對各國統一課徵 10%關稅，將在這段期間與各國進行貿易協商。儘管對等關稅暫緩執行，惟課徵 10%關稅仍將衝擊終端市場需求，聚陽 2H25 至 2026 年恐陷入訂單下修循環，展望保守，且聚陽面臨分攤關稅壓力，亦將侵蝕獲利，預估 2025 年營收下修 2.5%至 382.70 億元(原估 392.48 億元)，年增 7.7%，毛利率下修 0.7ppt 至 25.2% (原估 25.9%)，營益率下修 0.7ppt 至 14.6% (原估 15.3%)，營業利益下修 6.9%至 55.77 億元(原估 59.88 億元)，年增 5.2%，稅後 EPS 下修 6.9%至 16.94 元(原估 18.21 元)。預估 2026 年營收下修 9.4%至 388.24 億元，年增 1.5%，毛利率下修 0.7ppt 至 25.1% (原估 25.8%)，營益率下修 0.7ppt 至 14.4% (原估 15.1%)，營業利益下修 13.8%至 55.94 億元(原估 64.86 億元)，年增 0.3%，稅後 EPS 下修 13.8%至 16.98 元(原估 19.71 元)，年增 0.2%。

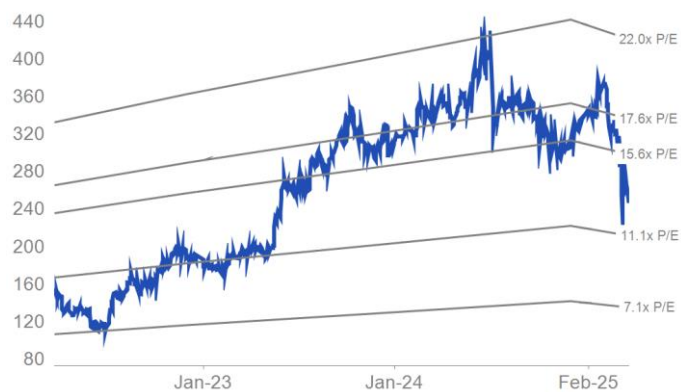
對聚陽投資建議由買進調降至持有-超越同業，乃考量品牌客戶觀望美國總統川普的關稅政策，訂單能見度低，且部分品牌客戶沒有調漲產品售價規劃，要求成衣廠及布廠共同分攤 10%關稅，將削弱聚陽獲利表現，而關稅稅率調漲，帶動通膨升溫排擠消費的擔憂，預期終端消費將面臨下行風險，削弱聚陽 2H25 接單展望，預估 3Q25 旺季營收下修 5.1%至 104.95 億元，年增 0.3%，旺季不旺，而聚陽分攤 3%關稅成本亦將侵蝕獲利，營業利益下修 12.5%至 14.88 億元，年減 6.4%，稅後 EPS 下修 12.7%至 4.49 元，年減 5.2%，獲利陷入衰退。預估 2025 年及 2026 年營運受到對等關稅影響，稅後 EPS 分別下修 6.9%及 13.8%各至 16.94 元及 16.98 元，獲利動能減緩，且全球經濟展望保守，本益比評價恐面臨 de-rating 等理由，投資建議由買進調降至持有-超越同業，目標價由 400 元下調至 270 元(由 22 倍 PER 下調至 16 倍 PER X 2025 年稅後 EPS)。

圖 7：2025 和 2026 年財務預估調整

(百萬元)	2025 估		2026 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2025	2026
營業收入	38,270	39,248	38,824	42,861	-2.5%	-9.4%
營業毛利	9,654	10,171	9,735	11,058	-5.1%	-12.0%
營業利益	5,577	5,988	5,594	6,486	-6.9%	-13.8%
稅前利益	5,456	5,863	5,468	6,347	-6.9%	-13.8%
稅後淨利	4,179	4,491	4,189	4,862	-6.9%	-13.8%
調整後 EPS (元)	16.94	18.21	16.98	19.71	-6.9%	-13.8%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	25.2%	25.9%	25.1%	25.8%	-0.7	-0.7
營業利益率	14.6%	15.3%	14.4%	15.1%	-0.7	-0.7
稅後純益率	11.1%	11.6%	10.9%	11.5%	-0.5	-0.6

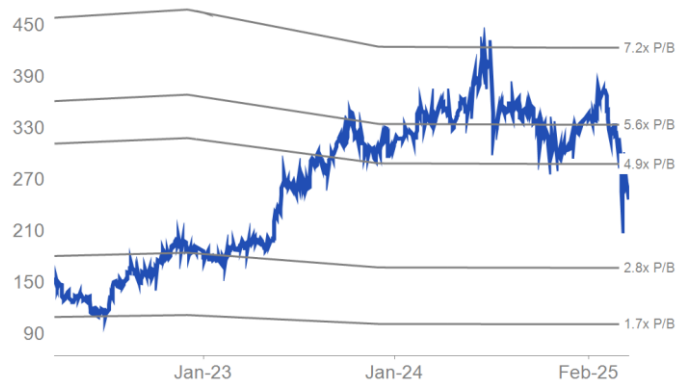
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 8：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 10：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
聚陽	1477 TT	持有-超越 同業	247.0	1,904	16.68	16.94	16.98	14.8	14.6	14.6	1.1	1.6	0.2
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	55.8	82,301	3.7	2.1	2.0	14.9	26.2	28.2	14.3	(43.0)	(7.1)
LULULEMON	LULU US	未評等	251.1	30,290	12.5	14.3	14.9	20.2	17.5	16.9	86.1	15.0	3.7
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	5.8	2,446	0.5	0.3	0.4	11.2	19.1	15.3	(37.0)	(41.7)	24.9
ANTA SPORTS	2020 HK	未評等	89.9	32,512	4.9	5.1	5.8	18.5	17.6	15.6	20.1	4.9	12.6
LI NING	2331 HK	未評等	14.9	4,975	1.3	1.2	1.3	11.7	12.8	11.4	(5.4)	(8.6)	12.4
申洲	2313 HK	未評等	50.1	9,693	4.1	4.7	5.2	12.2	10.7	9.5	23.1	13.7	12.4
國際同業平均					4.5	4.6	4.9	14.8	17.3	16.2	16.9	(10.0)	9.8
國內同業													
儒鴻	1476 TT	買進	367.5	3,190	24.2	26.8	29.0	15.2	13.7	12.7	28.3	10.6	8.3
國內同業平均					24.2	26.8	29.0	15.2	13.7	12.7	28.3	10.6	8.3

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 11：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
聚陽	1477 TT	持有-超越 同業	247.0	1,904	28.3	28.7	28.8	59.36	59.20	59.24	4.2	4.2	4.2
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	55.8	82,301	39.1	23.3	23.2	9.1	8.7	7.5	6.1	6.4	7.5
LULULEMON	LULU US	未評等	251.1	30,290	42.7	39.6	36.4	30.6	38.6	45.1	8.2	6.5	5.6
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	5.8	2,446	11.1	5.2	8.2	4.8	4.3	4.5	1.2	1.4	1.3
ANTA SPORTS	2020 HK	未評等	89.9	32,512	23.0	20.6	20.6	22.8	26.3	30.3	3.9	3.4	3.0
LI NING	2331 HK	未評等	14.9	4,975	12.5	10.5	11.1	10.7	11.3	12.0	1.4	1.3	1.3
申洲	2313 HK	未評等	50.1	9,693	17.1	17.5	18.1	24.7	26.9	30.4	2.0	1.9	1.7
國際同業平均					24.3	19.4	19.6	17.1	19.3	21.6	3.8	3.5	3.4
國內同業													
儒鴻	1476 TT	買進	367.5	3,190	24.3	23.2	23.1	105.4	115.2	125.4	3.5	3.2	2.9
國內同業平均					24.3	23.2	23.1	105.4	115.2	125.4	3.5	3.2	2.9

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 12：季度及年度簡明損益表 (合併)

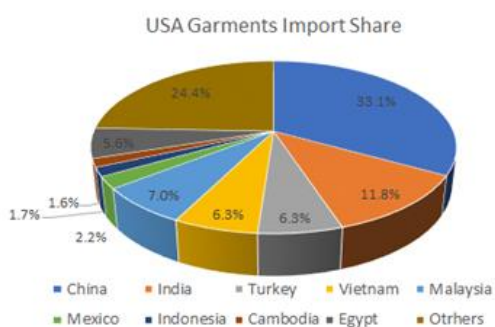
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024A	FY2025F
營業收入	8,608	7,694	10,465	8,756	9,924	8,932	10,495	8,920	35,524	38,270
銷貨成本	(6,271)	(5,759)	(7,985)	(6,517)	(7,264)	(6,770)	(7,892)	(6,690)	(26,532)	(28,617)
營業毛利	2,337	1,935	2,480	2,239	2,660	2,161	2,603	2,230	8,991	9,654
營業費用	(985)	(815)	(891)	(1,000)	(1,051)	(949)	(1,115)	(963)	(3,691)	(4,077)
營業利益	1,352	1,120	1,589	1,239	1,608	1,213	1,488	1,267	5,300	5,577
業外利益	68	(5)	(110)	(10)	(32)	(15)	(41)	(32)	(57)	(121)
稅前純益	1,419	1,115	1,479	1,229	1,576	1,198	1,447	1,235	5,243	5,456
所得稅費用	(295)	(228)	(296)	(252)	(355)	(269)	(326)	(278)	(1,071)	(1,228)
少數股東權益	5	28	14	9	14	11	13	11	57	49
歸屬母公司稅後純益	1,119	859	1,169	968	1,208	917	1,109	946	4,115	4,179
調整後每股盈餘(NT\$)	4.63	3.55	4.74	3.92	4.90	3.72	4.49	3.84	16.68	16.94
調整後加權平均股數(百萬股)	247	247	247	247	247	247	247	247	247	247
重要比率										
營業毛利率	27.2%	25.2%	23.7%	25.6%	26.8%	24.2%	24.8%	25.0%	25.3%	25.2%
營業利益率	15.7%	14.6%	15.2%	14.2%	16.2%	13.6%	14.2%	14.2%	14.9%	14.6%
稅前純益率	16.5%	14.5%	14.1%	14.0%	15.9%	13.4%	13.8%	13.8%	14.8%	14.3%
稅後純益率	13.0%	11.2%	11.2%	11.1%	12.3%	10.4%	10.7%	10.7%	11.7%	11.1%
有效所得稅率	20.8%	20.4%	20.0%	20.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	20.4%	22.5%
季增率(%)										
營業收入	5.9%	-10.6%	36.0%	-16.3%	13.3%	-10.0%	17.5%	-15.0%		
營業利益	16.5%	-17.2%	42.0%	-22.0%	29.8%	-24.6%	22.7%	-14.9%		
稅後純益	22.2%	-23.2%	36.1%	-17.2%	24.8%	-24.1%	20.9%	-14.7%		
調整後每股盈餘	19.8%	-23.2%	36.1%	-17.2%	24.8%	-24.1%	20.9%	-14.7%		
年增率(%)										
營業收入	9.9%	6.5%	12.9%	7.7%	15.3%	16.1%	0.3%	1.9%	9.4%	7.7%
營業利益	11.1%	13.0%	8.0%	6.8%	19.0%	8.3%	-6.4%	2.3%	9.5%	5.2%
稅後純益	18.0%	6.8%	-11.6%	5.7%	8.0%	6.8%	-5.1%	-2.3%	3.4%	1.3%
調整後每股盈餘	15.7%	4.7%	-13.4%	3.6%	7.9%	6.7%	-5.2%	-2.3%	1.1%	1.6%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

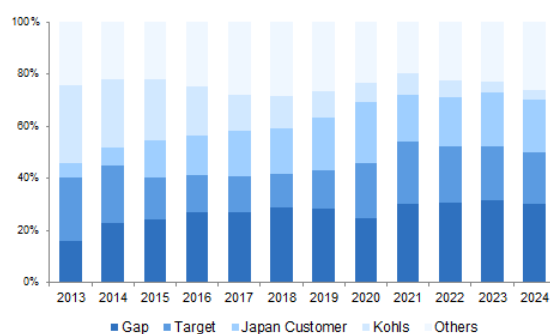
公司成立於 1990 年 1 月，是亞太地區知名的成衣製造商，主要業務為成衣的設計、製造及銷售，其客戶為全球及區域型之大型成衣零售商，是全球第五大成衣代工商。2015 年公司積極切入機能性服飾領域，運動服飾佔營收比重逐年提升。公司五大廠區包括印尼、柬埔寨、越南、菲律賓、中國大陸，採「台灣接單，全球生產」的營運模式。公司成衣商品主要銷售地區為美國市場，主要客戶包含百貨公司(Kohl's JC Penney)、大型賣場(Target、Wal-mart)、成衣專賣店(Gap、Old Navy、Hanesbrands、H&M、Carter's、MANGO、Under Armour 等等)；歐洲市場客戶有 ZARA、Oxylane、法國迪卡儂(Decathlon)、FILA、Champion 等；亞洲市場部份，主要客戶包括台灣網購品牌 Lativ 及 OB (橘熊)、統一超、RT-mart、中國大潤發(貝茲卡洛)、美特斯邦威、港商班尼路(Baleno)、安踏體育、日商迅銷集團等。

圖 13：美國成衣進口分布



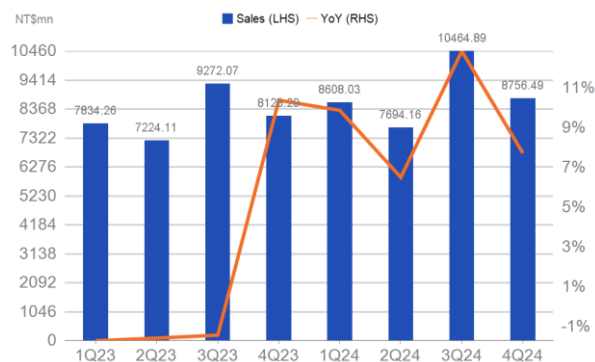
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：營收組成



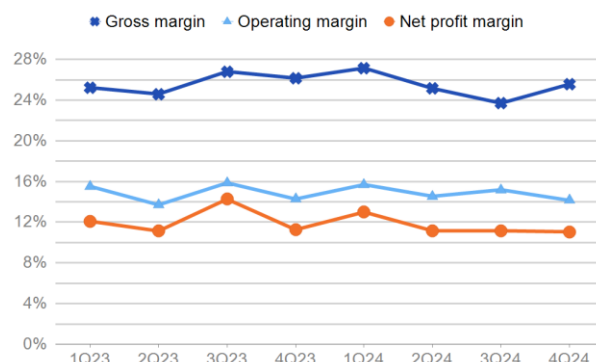
資料來源：公司資料

圖 15：營收趨勢



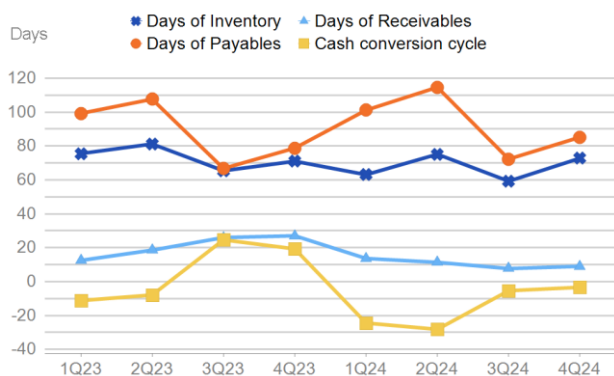
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：毛利率、營益率、淨利率



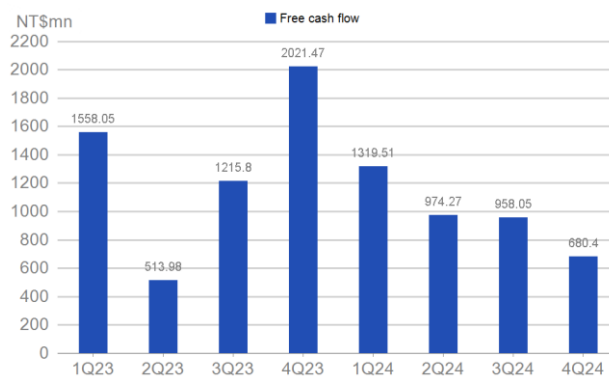
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**聚陽整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，但在奢華服飾行業的公司中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**聚陽的整體曝險屬於低等水準，且屬於紡織品行業平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資本、商業道德和人權供應鏈等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**聚陽在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。該公司的資訊揭露很差，顯示對投資者和公眾的責任不夠。它有一些舉措來管理與重大 ESG 議題相關的風險，但該公司缺乏關鍵領域的政策和計劃。儘管如此，該公司並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 19：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	15.6
在 ESG 議題上的曝險 (A)	22.6
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	32.9
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	38

資料來源：Sustainalytics (2025/4/21)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
現金與短期投資	2,760	3,014	2,900	2,693	2,382
存貨	5,241	4,843	5,702	5,744	5,810
應收帳款及票據	1,199	1,527	829	872	897
其他流動資產	8,763	9,034	6,662	6,705	6,802
流動資產	17,963	18,419	16,093	16,015	15,891
採用權益法之投資	289	364	315	343	371
固定資產	5,227	5,264	5,815	6,123	6,134
無形資產	29	25	22	22	22
其他非流動資產	921	804	952	935	949
非流動資產	6,466	6,457	7,105	7,423	7,476
資產總額	24,429	24,876	23,198	23,438	23,367
應付帳款及票據	1,859	2,187	2,276	2,335	2,352
短期借款	1,753	1,553	1,221	1,301	1,281
什項負債	4,899	4,857	4,522	4,690	4,606
流動負債	8,511	8,597	8,019	8,325	8,239
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	474	352	411	383	388
長期負債	474	352	411	383	388
負債總額	8,984	8,949	8,429	8,708	8,627
股本	2,419	2,419	2,467	2,467	2,467
資本公積	6,215	6,215	6,166	6,166	6,166
保留盈餘	6,725	7,209	5,706	5,667	5,677
什項權益	(1)	(23)	304	304	304
歸屬母公司之權益	15,357	15,819	14,769	14,730	14,739
非控制權益	88	108	125	125	125
股東權益總額	15,445	15,927	14,769	14,730	14,739

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
本期純益	3,540	4,035	4,172	4,228	4,238
折舊及攤提	562	548	565	618	628
本期營運資金變動	(267)	375	(212)	(27)	(73)
其他營業資產 及負債變動	(121)	827	206	110	85
營運活動之現金流量	3,715	5,785	4,731	4,881	4,829
資本支出	(398)	(476)	(807)	(926)	(639)
本期長期投資變動	49	76	(28)	(28)	(28)
其他資產變動	(717)	(1,077)	206	110	85
投資活動之現金流量	(1,066)	(1,478)	1,177	(1,008)	(741)
股本變動	0	0	48	0	0
本期負債變動	(217)	(363)	(332)	279	(81)
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(2,298)	(3,507)	(4,046)	(4,218)	(4,179)
其他調整數	(126)	(167)	206	110	85
融資活動之現金流量	(2,640)	(4,037)	(6,169)	(4,080)	(4,399)
匯率影響數	109	(17)	146	0	0
本期產生現金流量	118	254	(115)	(206)	(311)
自由現金流量	3,317	5,309	46	3,955	4,190

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
營業收入	32,083	32,459	35,524	38,270	38,824
銷貨成本	(23,827)	(24,092)	(26,532)	(28,617)	(29,089)
營業毛利	8,256	8,366	8,991	9,654	9,735
營業費用	(3,824)	(3,527)	(3,691)	(4,077)	(4,141)
推銷費用	(2,038)	(1,849)	(1,945)	(2,061)	(2,093)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(1,785)	(1,672)	(1,755)	(2,016)	(2,048)
其他費用	(1)	(6)	9	0	0
營業利益	4,432	4,840	5,300	5,577	5,594
利息收入	43	89	30	32	35
利息費用	(127)	(211)	(311)	(181)	(187)
利息收入淨額	(84)	(123)	(281)	(149)	(152)
投資利益(損失)淨額	31	87	41	48	47
匯兌損益	171	41	114	0	0
其他業外收入(支出)淨額	39	182	69	(20)	(21)
稅前純益	4,589	5,027	5,243	5,456	5,468
所得稅費用	(1,049)	(992)	(1,071)	(1,228)	(1,230)
少數股權淨利	25	44	57	49	49
歸屬母公司之稅後純益	3,515	3,991	4,115	4,179	4,189
稅前息前折舊攤銷前淨利	5,350	5,852	5,526	5,925	5,945
調整後每股盈餘 (NT\$)	14.53	16.50	16.68	16.94	16.98

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	10.9	1.2	9.4	7.7	1.5
營業利益	31.1	9.2	9.5	5.2	0.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	33.1	9.4	(5.6)	7.2	0.3
稅後純益	32.2	14.0	3.4	1.3	0.2
調整後每股盈餘	32.4	13.6	1.1	1.6	0.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	25.7	25.8	25.3	25.2	25.1
營業利益率	13.8	14.9	14.9	14.6	14.4
稅前息前淨利率	13.9	14.8	14.0	13.9	13.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	16.7	18.0	15.6	15.5	15.3
稅前純益率	14.3	15.5	14.8	14.3	14.1
稅後純益率	11.0	12.3	11.7	11.1	10.9
資產報酬率	15.2	16.4	18.0	18.0	18.1
股東權益報酬率	24.2	25.7	28.3	28.7	28.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	58.2	56.2	57.1	59.1	58.5
淨負債權益比(%)	(6.5)	(9.2)	(11.4)	(9.5)	(7.5)
利息保障倍數 (倍)	37.3	24.8	(17.6)	(35.5)	(35.1)
流動比率 (%)	211.1	214.2	200.7	192.4	192.9
速動比率 (%)	149.5	157.9	129.6	123.4	122.4
淨負債 (NT\$百萬元)	(1,008)	(1,461)	(1,679)	(1,392)	(1,101)
調整後每股淨值 (NT\$)	63.49	65.40	59.36	59.20	59.24
評價指標 (倍)					
本益比	17.0	15.0	14.8	14.6	14.6
股價自由現金流量比	26.8	16.7	1942.3	22.5	21.2
股價淨值比	3.9	3.8	4.2	4.2	4.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	17.7	16.6	16.1	15.0	15.0
股價營收比	2.8	2.7	2.5	2.3	2.3

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

聚陽 (1477 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股本變動調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2025 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2025} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.