

儒鴻 (1476 TT) Eclat

對等關稅政策干擾加劇，2H25 訂單能見度低

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月) : NT\$400.0

收盤價 (2025/04/21) : NT\$367.5

隱含漲幅 : 8.8%

營收組成 (2024)

針織布 35.4%、成衣 64.6%。

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\$)	400	645
2025年營收 (NT\$/十億)	40.5	42.8
2025年EPS	25.1	26.8

交易資料表

市值	NT\$100,840百萬元
外資持股比率	37.4%
董監持股比率	11.1%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$113.50
負債比	19.4%
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	30,790	36,828	40,498	41,511
營業利益	6,549	7,755	8,690	8,875
稅後純益	5,176	6,641	6,882	7,031
EPS (元)	18.87	24.20	25.08	25.63
EPS YoY (%)	-23.8	28.3	3.6	2.2
本益比 (倍)	19.5	15.2	14.7	14.3
股價淨值比 (倍)	3.9	3.5	3.2	3.0
ROE (%)	20.4	23.0	22.1	21.1
現金殖利率 (%)	3.7%	4.6%	4.8%	4.9%
現金股利 (元)	13.50	17.00	17.56	17.94

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 營收低於預期，1Q25 稅後 EPS 下修 2.5%至 5.60 元，年增 7.9%。規避關稅而提前出貨之貢獻，2Q25 營收及稅後 EPS 上修 3.4%。
- ◆ 對等關稅政策變數削弱 2H25 接單展望，2025/2026 年稅後 EPS 下修 6.3%/11.6%至 25.08 元/25.63 元。
- ◆ 對等關稅干擾加劇，美國消費下行風險高，本益比 de-rating，調降評等至持有，目標價 400 元，基於 16 倍本益比、2025 年 EPS 評價。

預估 1Q25 稅後 EPS 下修 2.5%至 5.60 元

1Q25 營收 93.75 億元，季減 2.0%，年增 22.8%，低於預期 2.5%，乃 2 月開工率較低干擾所致，預估 1Q25 毛利率 30.2%，營業利益下修 2.5%至 19.43 億元，季增 3.9%，年增 31.6%，稅後 EPS 下修 2.5%至 5.60 元，季減 9.9%，年增 7.9%。展望 2Q25，對等關稅暫緩 90 天執行，客戶未下修訂單，部分客戶提前出貨，2Q25 營收上修 3.4%至 105 億元，季增 12%，年增 9.5%，稅後 EPS 上修 3.4%至 6.51 元，季增 16.1%，年增 3.0%。

預估 2025/2026 年獲利下修 6.3%/11.6%至 25.08 元/25.63 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 8.9%至 101.85 億元，季減 3%，年增 1.5%，稅後 EPS 下修 10.1%至 6.37 元，季減 2.1%，年減 1.5%。預估 2025 年營收下修 5.5%至 404.98 億元，年增 10%，稅後 EPS 下修 6.3%至 25.08 元，年增 3.6%。預估 2026 年營收下修 11.2%至 415.11 億元，年增 2.5%，稅後 EPS 下修 11.6%至 25.63 元，年增 2.2%，增漲動能放緩。

對等關稅干擾加劇，訂單能見度低，展望面臨下修風險

對儒鴻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，而關稅調漲帶動通膨升溫排擠消費擔憂，終端消費面臨下行風險，削弱儒鴻 2H25 接單展望，預估 3Q25 營收下修 8.9%，稅後 EPS 下修 10.1%，獲利轉趨疲軟。預估 2025 年及 2026 年營運受到對等關稅衝擊擴大，稅後 EPS 分別下修 6.3%及 11.6%各至 25.08 元及 25.63 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 645 元下調至 400 元(由 24 倍 PER 下調至 16 倍 PER X 2025 年稅後 EPS)。

營運分析

預估 1Q25 稅後 EPS 下修 2.5%至 5.60 元

儒鴻 1Q25 營收 93.75 億元(原估 96.19 億元)，季減 2.0%，年增 22.8%，低於預期 2.5%，乃 2 月開工率較低干擾所致，毛利率方面，4Q24 毛利率下滑乃因 1) 毛利率較高的布料營收佔比降低，產品組合轉差，2) 高毛利率產品遞延出貨，3) 產線員工薪資調高及，4) 新客戶訂單款式處於學習曲線，生產效率較低等因素干擾，而 1Q25 以來這些負面因素大致消除，毛利率已回溫，預估 1Q25 毛利率維持 30.2%，較 4Q24 回溫 0.4ppt，營益率維持 20.7%，季增 1.2ppt，營業利益下修 2.5%至 19.43 億元(原估 19.94 億元)，季增 3.9%，年增 31.6%，稅後 EPS 下修 2.5%至 5.60 元(原估 5.75 元)，季減 9.9%，年增 7.9%。

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	7,633	9,571	9,375	-2.0%	22.8%	9,619	9,346	-2.5%	0.3%
營業毛利	2,247	2,857	2,831	-0.9%	26.0%	2,905	2,822	-2.5%	0.3%
營業利益	1,476	1,870	1,943	3.9%	31.6%	1,994	1,943	-2.5%	0.0%
稅前利益	1,777	2,129	1,934	-9.2%	8.8%	1,985	1,990	-2.5%	-2.8%
稅後淨利	1,425	1,707	1,538	-9.9%	7.9%	1,578	1,583	-2.5%	-2.8%
調整後 EPS (元)	5.19	6.22	5.60	-9.9%	7.9%	5.75	5.75	-2.5%	-2.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	29.4%	29.8%	30.2%	0.4	0.8	30.2%	30.2%	0.0	0.0
營業利益率	19.3%	19.5%	20.7%	1.2	1.4	20.7%	20.8%	0.0	-0.1
稅後純益率	18.7%	17.8%	16.4%	-1.4	-2.3	16.4%	16.9%	0.0	-0.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

規避關稅風險而提前出貨，預估 2Q25 稅後 EPS 上修 3.4%至 6.51 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。儒鴻 2Q25 訂單底定，客戶並未下修訂單，甚至有部分客戶要求提前出貨，以規避關稅風險，2Q25 營收上修 3.4%至 105 億元(原估 101.57 億元)，季增 12%，年增 9.5%，毛利率改善 0.6ppt 至 30.8%，營益率改善 0.8ppt 至 21.5%，營業利益增至 22.56 億元(原估 21.83 億元)，季增 16.1%，年增 7.4%，上修幅度約 3.4%，稅後 EPS 提升至 6.51 元(原估 6.30 元)，季增 16.1%，年增 3.0%，上修幅度 3.4%。

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	9,593	9,375	10,500	12.0%	9.5%	10,157	10,510	3.4%	-0.1%
營業毛利	3,024	2,831	3,234	14.2%	7.0%	3,128	3,254	3.4%	-0.6%
營業利益	2,100	1,943	2,256	16.1%	7.4%	2,183	2,300	3.3%	-1.9%
稅前利益	2,229	1,934	2,246	16.1%	0.7%	2,173	2,340	3.4%	-4.0%
稅後淨利	1,734	1,538	1,785	16.1%	3.0%	1,727	1,831	3.4%	-2.5%
調整後 EPS (元)	6.32	5.60	6.51	16.1%	3.0%	6.30	6.62	3.4%	-1.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	31.5%	30.2%	30.8%	0.6	-0.7	30.8%	31.0%	0.0	-0.2
營業利益率	21.9%	20.7%	21.5%	0.8	-0.4	21.5%	21.9%	0.0	-0.4
稅後純益率	18.1%	16.4%	17.0%	0.6	-1.1	17.0%	17.4%	0.0	-0.4

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 10.1%至 6.37 元

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，而美國市場面臨關稅稅率調漲，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，預期品牌商下單將轉趨保守，削弱儒鴻 2H25 接單展望，預估 3Q25 營收下修 8.9%至 101.85 億元(原估 111.73 億元)，季減 3%，年增 1.5%，毛利率下修 0.3ppt 至 31%(原估 31.3%)，營益率下修 0.3ppt 至 21.7%(原估 22%)，營業利益下修 10.1%至 22.07 億元(原估 24.55 億元)，季減 2.2%，年減 4.4%，稅後 EPS 下修 10.1%至 6.37 元(原估 7.09 元)，季減 2.1%，年減 1.5%。

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	10,032	10,500	10,185	-3.0%	1.5%	11,173	10,979	-8.9%	-7.2%
營業毛利	3,242	3,234	3,157	-2.4%	-2.6%	3,497	3,411	-9.7%	-7.4%
營業利益	2,309	2,256	2,207	-2.2%	-4.4%	2,455	2,428	-10.1%	-9.1%
稅前利益	2,215	2,246	2,200	-2.0%	-0.7%	2,447	2,455	-10.1%	-10.4%
稅後淨利	1,775	1,785	1,749	-2.0%	-1.5%	1,945	1,944	-10.1%	-10.0%
調整後 EPS (元)	6.47	6.51	6.37	-2.1%	-1.5%	7.09	7.10	-10.1%	-10.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	32.3%	30.8%	31.0%	0.2	-1.3	31.3%	31.1%	-0.3	-0.1
營業利益率	23.0%	21.5%	21.7%	0.2	-1.4	22.0%	22.1%	-0.3	-0.4
稅後純益率	17.7%	17.0%	17.2%	0.2	-0.5	17.4%	17.7%	-0.2	-0.5

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 6.3%及 11.6%分別至 25.08 元及 25.63 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，預估 2025 年營收下修 5.5%至 404.98 億元(原估 428.49 億元)，年增 10%，毛利率下修 0.2ppt 至 30.8%(原估 31%)，營益率下修 0.1ppt 至 21.5%(原估 21.6%)，營業利益下修 6.3%至 86.9 億元(原估 92.69 億元)，年增 12.1%，稅後 EPS 下修 6.3%至 25.08 元(原估 26.76 元)，年增 3.6%。預估 2026 年營收下修 11.2%至 415.11 億元(原估 467.26 億元)，年增 2.5%，毛利率 30.8%，營益率 21.4%，營業利益下修 11.6%至 88.75 億元(原估 100.35 億元)，年增 2.1%，稅後 EPS 下修 11.6%至 25.63 元(原估 28.97 元)，年增 2.2%。

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 2024/4/2 美國宣布之對等關稅平均稅率

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

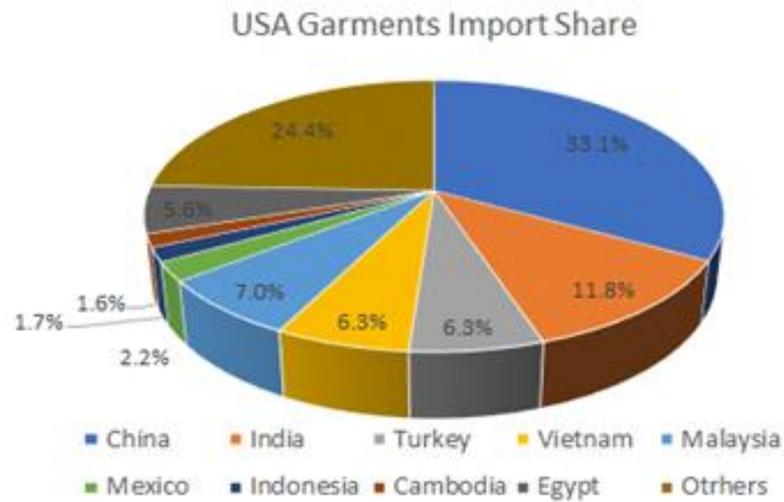
公司	Ticker	越南	印尼	柬埔寨	印度	中國	其他	合計
儒鴻	1476	70%	20%	10%	0%	0%	0%	100%
聚陽	1477	41%	40%	15%	0%	2%	2%	100%
對等關稅稅率		46%	32%	49%	26%	245%	--	--

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 訂單展望不明，調降評等至持有，目標價 400 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，儒鴻 2H25 至 2026 年恐陷入訂單下修循環，展望保守。預估 2025 年營收下修 5.5% 至 404.98 億元，年增 10%，毛利率下修 0.2ppt 至 30.8%，營益率下修 0.1ppt 至 21.5%，營業利益下修 6.3% 至 86.9 億元，年增 12.1%，稅後 EPS 下修 6.3% 至 25.08 元，年增 3.6%。預估 2026 年營收下修 11.2% 至 415.11 億元，年增 2.5%，毛利率 30.8%，營益率 21.4%，營業利益下修 11.6% 至 88.75 億元，年增 2.1%，稅後 EPS 下修 11.6% 至 25.63 元，年增 2.2%。

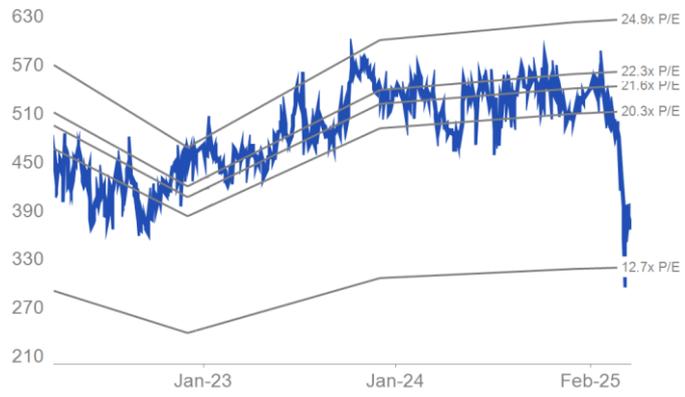
對儒鴻投資建議由買進調降至持有-超越同業，乃考量品牌客戶觀望美國總統川普的關稅政策，訂單能見度低，而關稅稅率調漲，帶動通膨升溫排擠消費的擔憂，預期終端消費將面臨下行風險，削弱儒鴻 2H25 接單展望，預估 3Q25 營收下修 8.9% 至 101.85 億元，季減 3%，年增 1.5%，營業利益下修 10.1% 至 22.07 億元，季減 2.2%，年減 4.4%，稅後 EPS 下修 10.1% 至 6.37 元，季減 2.1%，年減 1.5%，獲利表現轉趨疲軟。預估 2025 年及 2026 年營運受到對等關稅影響，稅後 EPS 分別下修 6.3% 及 11.6% 各至 25.08 元及 25.63 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 645 元下調至 400 元(由 24 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		2026 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2025	2026
營業收入	40,498	42,849	41,511	46,726	-5.5%	-11.2%
營業毛利	12,479	13,279	12,795	14,447	-6.0%	-11.4%
營業利益	8,690	9,269	8,875	10,035	-6.3%	-11.6%
稅前利益	8,657	9,236	8,844	9,999	-6.3%	-11.6%
稅後淨利	6,882	7,342	7,031	7,950	-6.3%	-11.6%
調整後 EPS (元)	25.08	26.76	25.63	28.97	-6.3%	-11.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	30.8%	31.0%	30.8%	30.9%	-0.2	-0.1
營業利益率	21.5%	21.6%	21.4%	21.5%	-0.1	-0.1
稅後純益率	17.0%	17.1%	16.9%	17.0%	-0.2	-0.1

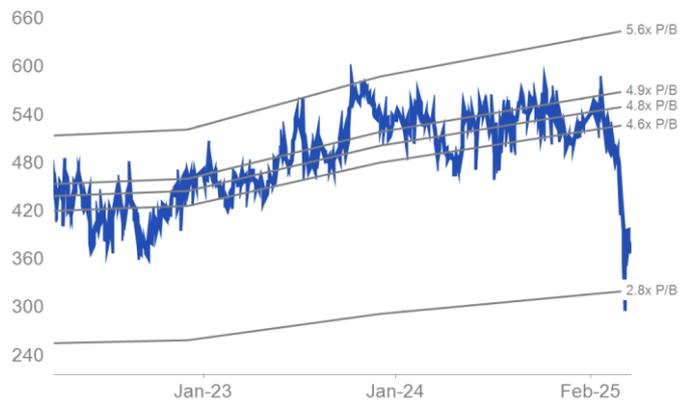
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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
儒鴻	1476 TT	持有-超越 同業	367.5	3,151	24.20	25.08	25.63	15.2	14.7	14.3	28.3	3.6	2.2
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
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
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
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													
聚陽	1477 TT	持有-超越 同業	247.0	1,981	18.3	18.2	19.7	13.5	13.6	12.5	10.8	(0.4)	8.3
國內同業平均					18.3	18.2	19.7	13.5	13.6	12.5	10.8	(0.4)	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
儒鴻	1476 TT	持有-超越 同業	367.5	3,151	23.0	22.1	21.1	105.41	113.50	121.56	3.5	3.2	3.0
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
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
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
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													
聚陽	1477 TT	持有-超越 同業	247.0	1,981	27.2	30.2	31.9	59.4	60.5	62.0	4.2	4.1	4.0
國內同業平均					27.2	30.2	31.9	59.4	60.5	62.0	4.2	4.1	4.0

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)

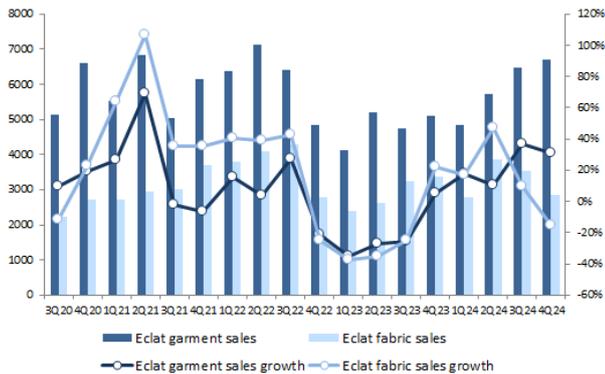
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024A	FY2025F
營業收入	7,633	9,593	10,032	9,571	9,375	10,500	10,185	10,439	36,828	40,498
銷貨成本	(5,386)	(6,570)	(6,790)	(6,714)	(6,543)	(7,266)	(7,027)	(7,182)	(25,460)	(28,019)
營業毛利	2,247	3,024	3,242	2,857	2,831	3,234	3,157	3,257	11,369	12,479
營業費用	(770)	(924)	(933)	(987)	(888)	(978)	(950)	(974)	(3,614)	(3,790)
營業利益	1,476	2,100	2,309	1,870	1,943	2,256	2,207	2,283	7,755	8,690
業外利益	301	130	(94)	259	(9)	(10)	(7)	(6)	596	(33)
稅前純益	1,777	2,229	2,215	2,129	1,934	2,246	2,200	2,277	8,351	8,657
所得稅費用	(352)	(496)	(440)	(422)	(397)	(460)	(451)	(467)	(1,710)	(1,775)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	1,425	1,734	1,775	1,707	1,538	1,785	1,749	1,811	6,641	6,882
調整後每股盈餘(NT\$)	5.19	6.32	6.47	6.22	5.60	6.51	6.37	6.60	24.20	25.08
調整後加權平均股數(百萬股)	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274
重要比率										
營業毛利率	29.4%	31.5%	32.3%	29.9%	30.2%	30.8%	31.0%	31.2%	30.9%	30.8%
營業利益率	19.3%	21.9%	23.0%	19.5%	20.7%	21.5%	21.7%	21.9%	21.1%	21.5%
稅前純益率	23.3%	23.2%	22.1%	22.3%	20.6%	21.4%	21.6%	21.8%	22.7%	21.4%
稅後純益率	18.7%	18.1%	17.7%	17.8%	16.4%	17.0%	17.2%	17.3%	18.0%	17.0%
有效所得稅率	19.8%	22.2%	19.9%	19.8%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%
季增率(%)										
營業收入	-10.2%	25.7%	4.6%	-4.6%	-2.0%	12.0%	-3.0%	2.5%		
營業利益	-23.9%	42.2%	10.0%	-19.0%	3.9%	16.1%	-2.2%	3.4%		
稅後純益	1.8%	21.6%	2.4%	-3.8%	-9.9%	16.1%	-2.0%	3.5%		
調整後每股盈餘	1.8%	21.6%	2.4%	-3.9%	-9.9%	16.1%	-2.1%	3.5%		
年增率(%)										
營業收入	17.5%	22.7%	25.8%	12.6%	22.8%	9.5%	1.5%	9.1%	19.6%	10.0%
營業利益	30.9%	26.5%	26.9%	-3.6%	31.6%	7.4%	-4.4%	22.1%	18.4%	12.1%
稅後純益	72.4%	24.5%	13.9%	22.0%	7.9%	3.0%	-1.5%	6.1%	28.3%	3.6%
調整後每股盈餘	72.4%	24.5%	13.9%	21.9%	7.9%	3.0%	-1.5%	6.1%	28.3%	3.6%

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

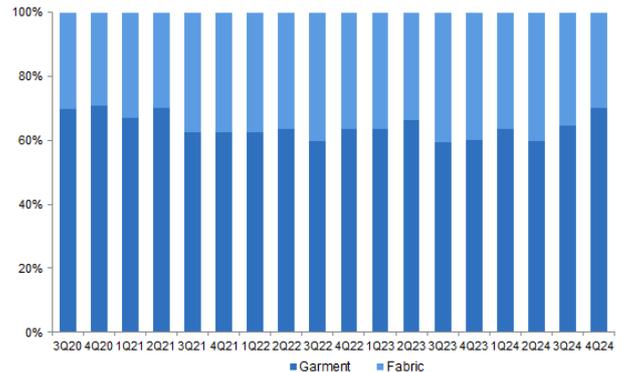
儒鴻為針織廠、染整廠到成衣廠的垂直整合紡織廠，專精於功能性彈性圓編針織布料與成衣。產品包括成衣及針織布，營收比重 2024 年各為 64.6%及 35.4%。針織布產線上，台灣共有四座廠房，月產能合計為 800 萬碼，越南廠月產能則為 700 萬碼，總產能為每個月 1500 萬碼；成衣產線方面，儒鴻原本自有產線集中在越南及柬埔寨，平均月產能為 695 萬件，再加計策略聯盟的外包生產基地約每月 425 萬件，儒鴻可控總產能達每月 1120 萬件。儒鴻將透過招募新員工、效率提升，以及增加外包廠商等方式擴充成衣產能，使月產能提升至 1200-1300 萬件。

圖 13：布料/成衣營收成長趨勢



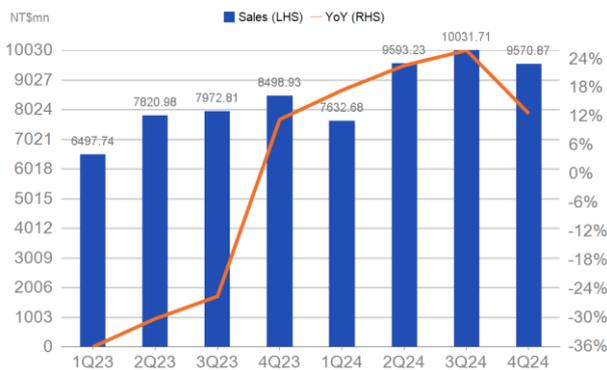
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：營收組成



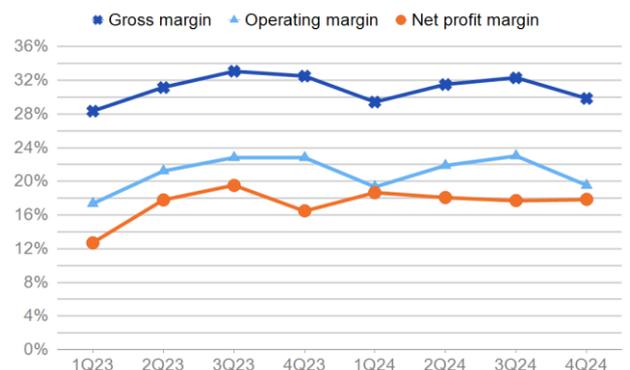
資料來源：公司資料

圖 15：營收趨勢



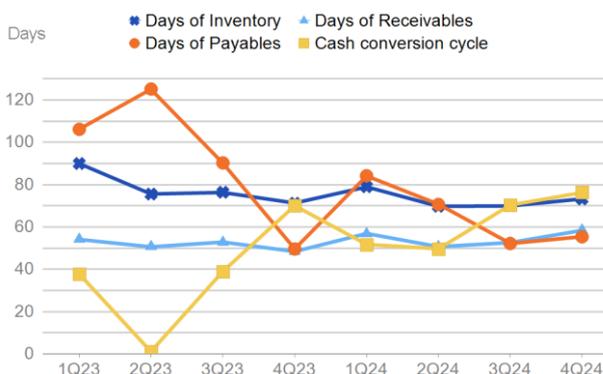
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：毛利率、營益率、淨利率



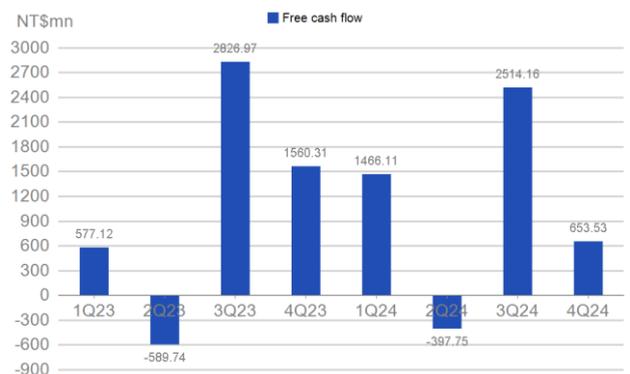
資料來源：CMoney、公司資料

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**：儒鴻整體的 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，但在紡織品行業中的公司中排名領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：儒鴻的整體曝險屬於低等水準，略優於紡織品行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人權、人權供應鏈、資源使用供應鏈等
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：儒鴻在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司已任命董事會級別的責任來監督 ESG 問題，ESG 報告被認為是強有力的。此外，公司還制定了適當的環境政策。然而，正在使用的舉報人計劃薄弱，而且公司的高管薪酬並未與 ESG 績效目標明確掛鉤。

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)	23.5
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	35.7
風險評級	低 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	18

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	6,022	2,814	3,618	5,590	7,338
存貨	4,625	4,402	5,522	5,608	5,639
應收帳款及票據	3,800	4,711	6,553	6,609	6,652
其他流動資產	3,908	5,471	5,815	5,670	5,812
流動資產	18,355	17,398	21,508	23,476	25,441
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	13,627	12,288	12,994	13,364	13,699
無形資產	19	25	27	27	27
其他非流動資產	1,362	2,122	1,336	1,350	1,364
非流動資產	15,008	14,435	14,357	14,741	15,089
資產總額	33,364	31,833	35,865	38,217	40,530
應付帳款及票據	1,686	1,666	2,263	2,329	2,377
短期借款	1,778	624	1,804	1,863	1,910
什項負債	4,113	3,791	2,699	2,699	2,699
流動負債	7,577	6,081	6,767	6,891	6,986
長期借款	563	0	0	0	0
其他負債及準備	81	81	177	186	191
長期負債	644	81	177	186	191
負債總額	8,222	6,162	6,943	7,077	7,177
股本	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744
資本公積	3,770	3,770	3,770	3,770	3,770
保留盈餘	18,605	19,118	22,081	24,299	26,512
什項權益	24	40	327	327	327
歸屬母公司之權益	25,142	25,671	28,922	31,140	33,353
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	25,142	25,671	28,922	31,140	33,353

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	6,790	5,176	6,641	6,882	7,031
折舊及攤提	794	881	886	960	979
本期營運資金變動	3,828	(701)	(3,617)	(76)	(26)
其他營業資產 及負債變動	905	(693)	810	54	(102)
營運活動之現金流量	12,318	4,664	4,720	7,821	7,882
資本支出	(1,477)	(289)	(495)	(1,330)	(1,313)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(3,330)	(1,546)	810	54	(102)
投資活動之現金流量	(4,807)	(1,836)	(792)	(1,292)	(1,391)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	66	(1,359)	618	134	100
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(3,292)	(4,664)	(3,704)	(4,664)	(4,818)
其他調整數	(27)	(28)	810	54	(102)
融資活動之現金流量	(3,254)	(6,052)	(3,109)	(4,557)	(4,743)
匯率影響數	5	15	(15)	0	0
本期產生現金流量	4,262	(3,209)	804	1,972	1,748
自由現金流量	10,841	4,375	1,794	6,490	6,569

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	39,736	30,790	36,828	40,498	41,511
銷貨成本	(28,671)	(21,111)	(25,460)	(28,019)	(28,716)
營業毛利	11,065	9,679	11,369	12,479	12,795
營業費用	(3,328)	(3,130)	(3,614)	(3,790)	(3,920)
推銷費用	(1,702)	(1,584)	(1,849)	(1,832)	(1,914)
研究費用	(160)	(153)	(171)	(185)	(190)
管理費用	(1,467)	(1,393)	(1,593)	(1,773)	(1,816)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	7,737	6,549	7,755	8,690	8,875
利息收入	45	116	15	136	141
利息費用	(68)	(117)	(93)	(107)	(110)
利息收入淨額	(23)	(2)	(78)	29	31
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	805	54	448	0	0
其他業外收入(支出)淨額	22	74	226	(62)	(62)
稅前純益	8,540	6,676	8,351	8,657	8,844
所得稅費用	(1,750)	(1,499)	(1,710)	(1,775)	(1,813)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	6,790	5,176	6,641	6,882	7,031
稅前息前折舊攤銷前淨利	9,403	7,674	9,179	9,646	9,853
調整後每股盈餘 (NT\$)	24.75	18.87	24.20	25.08	25.63

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	10.6	(22.5)	19.6	10.0	2.5
營業利益	20.9	(15.4)	18.4	12.1	2.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	33.6	(18.4)	19.6	5.1	2.2
稅後純益	31.9	(23.8)	28.3	3.6	2.2
調整後每股盈餘	31.9	(23.8)	28.3	3.6	2.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	27.9	31.4	30.9	30.8	30.8
營業利益率	19.5	21.3	21.1	21.5	21.4
稅前息前淨利率	21.3	21.3	22.5	21.5	21.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	23.7	24.9	24.9	23.8	23.7
稅前純益率	21.5	21.7	22.7	21.4	21.3
稅後純益率	17.1	16.8	18.0	17.0	16.9
資產報酬率	21.7	15.9	18.5	18.0	17.4
股東權益報酬率	29.3	20.4	23.0	22.1	21.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	32.7	24.0	24.0	22.7	21.5
淨負債權益比 (%)	(14.6)	(8.5)	(6.3)	(12.0)	(16.3)
利息保障倍數 (倍)	125.8	57.9	(142.2)	(80.9)	(80.7)
流動比率 (%)	242.2	286.1	317.8	340.7	364.2
速動比率 (%)	181.2	213.7	236.2	259.3	283.4
淨負債 (NT\$百萬元)	(3,681)	(2,190)	(1,814)	(3,727)	(5,429)
調整後每股淨值 (NT\$)	91.63	93.55	105.41	113.50	121.56
評價指標 (倍)					
本益比	14.9	19.5	15.2	14.7	14.3
股價自由現金流量比	10.6	39.9	56.2	15.5	15.4
股價淨值比	4.0	3.9	3.5	3.2	3.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨	10.9	13.6	11.0	10.5	10.2
股價營收比	2.5	3.3	2.7	2.5	2.4

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

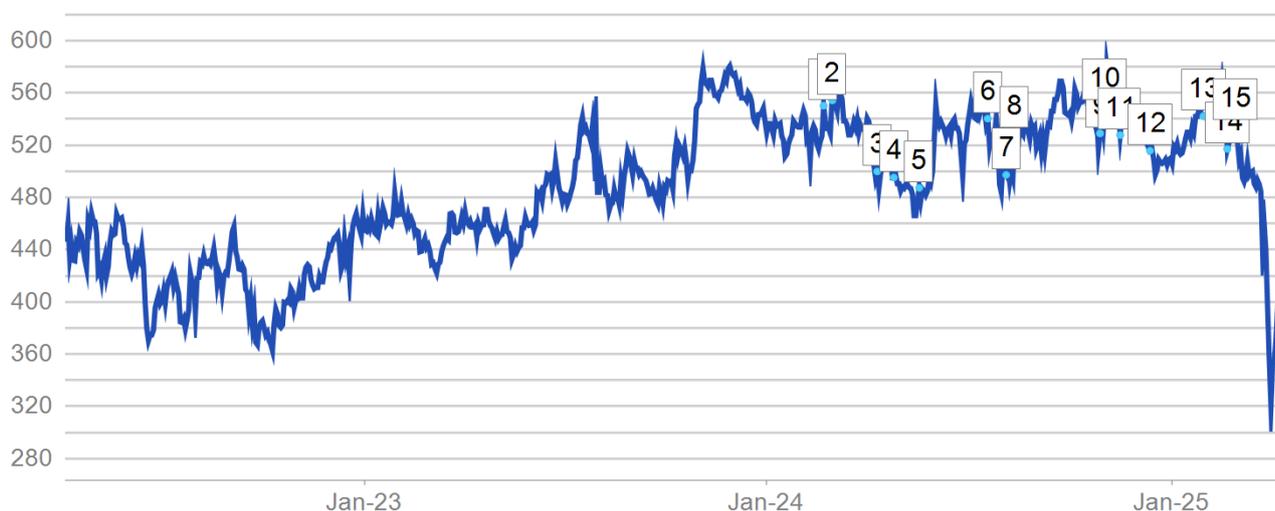
附錄：重要揭露事項

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。

儒鴻 (1476 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20240301	540.00	692	692	買進	蔡爵丞
2	20240308	542.00	692	692	買進	蔡爵丞
3	20240418	495.00	645	645	買進	蔡爵丞
4	20240503	495.00	645	645	買進	蔡爵丞
5	20240524	476.50	615	615	買進	蔡爵丞
6	20240723	536.00	625	625	買進	蔡爵丞
7	20240809	500.00	625	625	買進	蔡爵丞
8	20240816	495.50	625	625	買進	蔡爵丞
9	20241104	517.00	625	625	買進	蔡爵丞
10	20241107	550.00	625	625	買進	蔡爵丞
11	20241120	544.00	630	630	買進	蔡爵丞
12	20241216	516.00	630	630	買進	蔡爵丞
13	20250210	543.00	645	645	買進	蔡爵丞
14	20250303	545.00	645	645	買進	蔡爵丞
15	20250309	535.00	645	645	買進	蔡爵丞

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>.