

2023 年 3 月 15 日

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	469.00 元
目標價	
3 個月	480.00 元
12 個月	480.00 元

儒鴻(1476 TT)

中立

近期報告日期、評等及前日股價

08/10/2022	中立	441.00
03/22/2022	中立	453.00
11/09/2021	到達目標價	630.00
08/11/2021	區間操作	589.00

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,744
市值(億元)	1,287
目前每股淨值(元)	91.63
外資持股比(%)	40.18
投信持股比(%)	1.83
董監持股比(%)	16.18
融資餘額(張)	340
現金股息配發率(%)	68.69

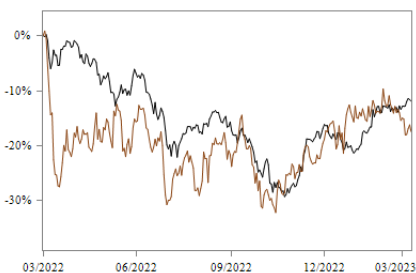
產品組合



■ 成衣:65.57%
■ 針織布:34.43%

股價相對大盤走勢

— 1476 — TWSE



預期 2023 年獲利下滑，維持中立評等。

投資建議：展望 2023 年預期 2Q23 在客戶庫存調整結束後，營收表現可望逐季回溫，但在經歷疫情期間的積極下單造成庫存問題後，客戶的下單策略已經轉趨保守，預期 2Q23~3Q23 的營收雖有回升但仍將明顯低於 2022 年同期水準。預估儒鴻 2023 年營收 317.85 億元，YoY-20.01%，稅後 EPS 17.66 元。考量疫情紅利已經不再預期 2023 年獲利將下滑，維持儒鴻的投資建議為中立。

預估 1Q23 營收 67.63 億元，稅後 EPS 3.23 元：4Q22 雖然因部份成衣訂單應客戶要求延後出貨使得季初成衣的出貨減少，但隨後因遞延效果在 4Q22 中後期成衣出貨開始增加，4Q22 營收 76.30 億元，YoY-22.55%，QoQ-28.77%。因為解封後業務集中在 4Q22 出國拜訪客戶及績效獎金提列，使 4Q22 費用大幅增加壓低獲利，稅後 EPS 2.89 元，低於預期。

預期 1Q23 前期因為工作天數的影響表現較弱，但部份客戶的庫存去化順利，預期到季末時的營收可望優於前兩個月的表現。預估 1Q23 營收 67.63 億元，YoY-33.55%，QoQ-11.36%，毛利率 26.42%，費用支出也可望減少，預估稅後 EPS 3.23 元。

美國的成衣庫存調整已經看得到初步的成效，預期 2Q23 可以完成去化：美國服飾零售業的庫存在 4Q22 進入去化階段後，目前在數字上已經看得到成效。01/2023 美國成衣批發商的庫存下降至 399 億美元，雖仍高於疫情前的平均水準，但已較 4Q22 高峰下滑 7.3%。預期庫存去化的進度會如原先評估的在 2Q23 完成，但庫存去化結束後不代表需求會快速回升。

印尼新廠二期穩定招工中，未來會將外包的量減少留在印尼廠生產：印尼廠二期成衣產能都已經建置完成，但不急著大幅招工，主要希望把第一期的工人素質拉高，作為第二期工人的技術指導。目前公司仍有約三成的訂單進行外包，未來隨著印尼廠的產能上升，會將外包的量減少留在印尼廠生產。印尼廠的投產可以為儒鴻帶來長期成長動能，並分散生產地過於集中在越南的風險。

(百萬元)	2021	2022	2023F	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
營業收入淨額	35,917	39,736	31,785	9,852	10,178	11,215	10,713	7,630	6,763	8,245	8,047	8,730
營業毛利淨額	9,491	11,065	8,734	2,419	2,723	3,138	3,106	2,098	1,787	2,302	2,186	2,459
營業利益	6,398	7,737	5,748	1,584	2,005	2,315	2,241	1,177	1,039	1,530	1,461	1,718
稅後純益	5,149	6,790	4,845	1,303	1,791	2,038	2,170	792	885	1,211	1,319	1,429
稅後 EPS(元)	18.76	24.75	17.66	4.75	6.53	7.43	7.91	2.89	3.23	4.41	4.81	5.21
毛利率(%)	26.43%	27.85%	27.48%	24.55%	26.76%	27.98%	29.00%	27.50%	26.42%	27.92%	27.17%	28.17%
營業利益率(%)	17.81%	19.47%	18.08%	16.08%	19.70%	20.64%	20.92%	15.43%	15.36%	18.55%	18.15%	19.68%
稅後純益率(%)	14.33%	17.09%	15.24%	13.23%	17.59%	18.17%	20.26%	10.38%	13.09%	14.69%	16.39%	16.37%
營業收入 YoY/QoQ(%)	27.48%	10.63%	-20.01%	22.25%	3.31%	10.19%	-4.48%	-28.77%	-11.36%	21.90%	-2.39%	8.48%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	21.01%	31.89%	-28.65%	35.33%	37.40%	13.80%	6.49%	-63.49%	11.77%	36.81%	8.91%	8.34%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 27.44 億元計算。

儒鴻的 ESG：

儒鴻 2016 年即制定溫室氣體盤查管理程序，並依循「儒鴻企業環安衛及能源政策」設置溫室氣體盤查推行委員會，由董事長室擔任主任委員，推動廠區溫室氣體盤查，並以 2017 年作為公司溫室氣體盤查的基準年，推動溫室氣體減量。此外，致力於用水回收，除了在製程蒸氣冷凝回收使用外，更引進 UF+RO 技術改善廢水回收。

公司簡介：

儒鴻為台灣主要紡織業者，具染整、織布、成衣上下游一貫生產能力，主要產品為各式成衣，並生產機能布料應用在各類運動休閒服飾上。國際各知名服飾品牌及通路商如 NIKE、UA、LULULEMON、TARGET、COSTCO 皆為儒鴻的客戶，在台灣、越南、柬埔寨擁有生產基地，並在印尼設立新廠即將開始營運。

預估 1Q23 營收 67.63 億元，稅後 EPS 3.23 元：

預期 1Q23 前期因為工作天數的影響表現較弱，但部份客戶的庫存去化順利，預期到季末時的營收可望優於前兩個月的表現。預估 1Q23 營收 67.63 億元，YoY-33.55%，QoQ-11.36%，毛利率 26.42%，費用支出也可望減少，預估稅後 EPS 3.23 元。

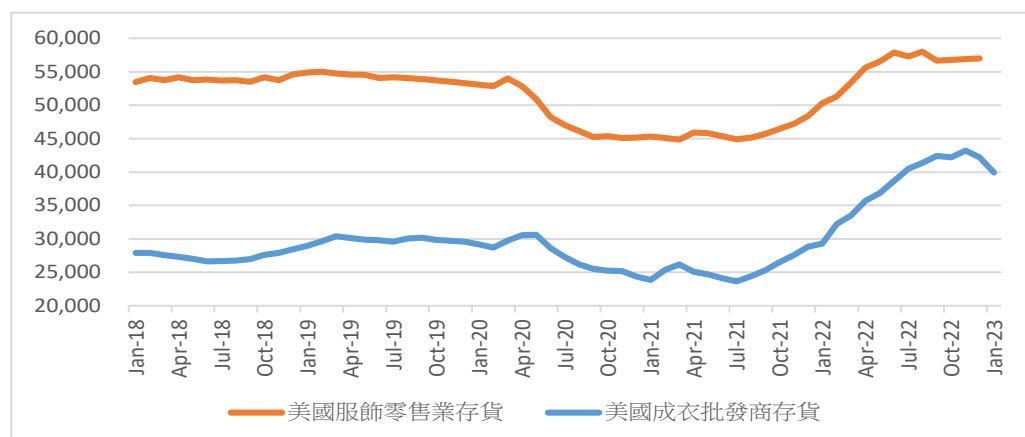
美國的成衣庫存調整已經看得到初步的成效，預期 2Q23 可以完成去化：

台灣的成衣業者大多以品牌代工為主要業務，部份有經營機能布料與纖維開發，客戶包括歐美各大服飾品牌，主要的終端銷售市場包括歐美及中國大陸。

美國成衣業者的庫存在 4Q22 進入去化階段後，目前在數字上已經看得到成效。01/2023 美國成衣批發商的庫存下降至 399 億美元，雖仍高於疫情前的平均水準，但已較 4Q22 高峰下滑 7.3%。預期庫存去化的進度會如原先評估的在 2Q23 完成，但庫存去化結束後不代表需求會快速回升。

圖、美國服飾零售業者存貨

單位：百萬美元



資料來源：Bloomberg

印尼新廠二期穩定招工中，未來會將外包的量減少留在印尼廠生產：

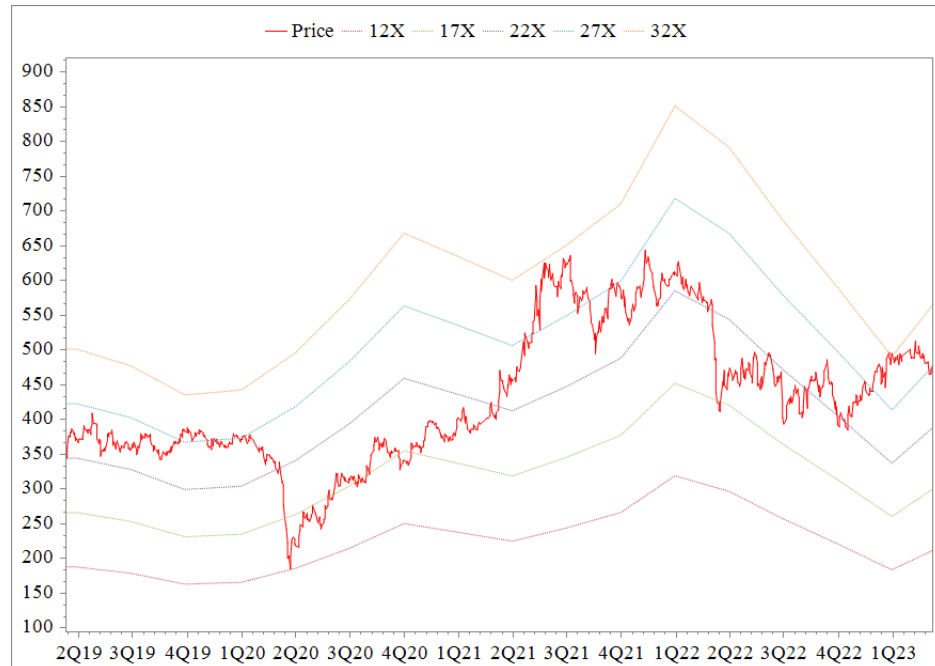
儒鴻在東南亞的主要生產基地在越南，但因為製造業相繼前往越南設廠，造成當地招工難度上升，儒鴻在印尼設立新廠。印尼有大量的勞動人口，且同在東協內有一定的關稅優勢，儒鴻在印尼建立新廠可以因應逐漸增加的客戶需求。

印尼廠二期成衣產能都已經建置完成，但不急著大幅招工，主要希望把第一期工人的素質拉高，作為第二期工人的技術指導。目前公司仍有約三成的訂單進行外包，未來隨著印尼廠的產能上升，會將外包的量減少留在印尼廠生產。印尼廠的投產可以為儒鴻帶來長期成長動能，並分散生產地過於集中在越南的風險。

投資建議：

展望 2023 年，預期 2Q23 在客戶庫存調整結束後，營收表現可望逐季回溫，但在經歷疫情期間的積極下單造成庫存問題後，客戶的下單策略已經轉趨保守，預期 2Q23~3Q23 的營收雖有回升但仍將明顯低於 2022 年同期水準。預估儒鴻 2023 年營收 317.85 億元，YoY-20.01%，稅後 EPS 17.66 元。考量疫情紅利已經不再預期 2023 年獲利將下滑，維持儒鴻的投資建議為中立。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2023 年 3 月 15 日

資產負債表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022	2023F
資產總計	23,319	26,446	29,279	33,364	36,305
流動資產	12,148	14,858	15,823	18,355	12,807
現金及約當現金	4,444	4,024	1,760	6,022	2,916
應收帳款與票據	3,029	5,118	4,877	3,800	5,779
存貨	4,220	5,202	8,276	4,625	6,995
採權益法之投資	9	2	0	0	0
不動產、廠房設備	10,600	10,384	12,065	13,627	13,627
負債總計	5,196	7,278	8,129	8,222	9,610
流動負債	5,107	6,628	7,027	7,577	5,692
應付帳款及票據	1,714	2,769	2,588	1,686	3,367
非流動負債	89	651	1,103	644	2,237
權益總計	18,124	19,168	21,149	25,142	26,695
普通股股本	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744
保留盈餘	11,700	12,946	15,066	18,605	20,158
母公司業主權益	18,124	19,168	21,149	25,142	26,694
負債及權益總計	23,319	26,446	29,279	33,364	36,305

損益表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022	2023F
營業收入淨額	28,125	28,175	35,917	39,736	31,785
營業成本	20,011	20,097	26,426	28,671	23,051
營業毛利淨額	8,114	8,079	9,491	11,065	8,734
營業費用	2,643	2,582	3,093	3,328	2,987
營業利益	5,471	5,497	6,398	7,737	5,748
EBITDA	6,297	6,030	7,020	9,358	7,456
業外收入及支出	-49	-173	-34	803	350
稅前純益	5,422	5,324	6,386	8,540	6,098
所得稅	1,119	1,069	1,237	1,750	1,253
稅後純益	4,299	4,255	5,149	6,790	4,845
稅後 EPS(元)	15.67	15.50	18.76	24.75	17.66
完全稀釋 EPS**	15.67	15.50	18.76	24.75	17.66

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。
 註 2：稅後 EPS 以股本 27.44【最新股本】億元計算
 註 3：完全稀釋 EPS 以股本 27.44 億元計算

比率分析

(百萬元)	2019	2020	2021	2022	2023F
-------	------	------	------	------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	1.98%	0.18%	27.48%	10.63%	-20.01%
營業毛利淨額	2.10%	-0.44%	17.48%	16.59%	-21.06%
營業利益	3.12%	0.47%	16.41%	20.92%	-25.71%
稅後純益	-1.84%	-1.04%	21.01%	31.89%	-28.65%

獲利能力分析(%)

毛利率	28.85%	28.67%	26.43%	27.85%	27.48%
EBITDA(%)	22.39%	21.40%	19.54%	23.55%	23.46%
營益率	19.45%	19.51%	17.81%	19.47%	18.08%
稅後純益率	15.29%	15.10%	14.33%	17.09%	15.24%
總資產報酬率	18.44%	16.09%	17.58%	20.35%	13.35%
股東權益報酬率	23.72%	22.20%	24.34%	27.01%	18.15%

償債能力檢視

負債比率(%)	22.28%	27.52%	27.77%	24.64%	26.47%
負債/淨值比(%)	28.67%	37.97%	38.44%	32.70%	36.00%
流動比率(%)	237.89%	224.18%	225.18%	242.24%	225.00%

其他比率分析

存貨天數	77.38	85.56	93.08	82.12	92.00
應收帳款天數	44.37	52.77	50.79	39.85	55.00

現金流量表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022	2023F
營業活動現金	5,868	3,898	2,778	12,318	7,541
稅前純益	5,422	5,324	6,386	8,540	6,098
折舊及攤銷	839	703	632	794	886
營運資金變動	921	-2,016	-3,015	3,826	-2,668
其他營運現金	-1,314	-112	-1,226	-843	3,225
投資活動現金	-1,321	-1,579	-2,498	-4,807	-10,034
資本支出淨額	-1,325	-903	-2,485	-1,796	-1,544
長期投資變動	12	0	0	0	0
其他投資現金	-9	-676	-13	-3,011	-8,490
籌資活動現金	-3,114	-2,703	-2,489	-3,254	-613
長借/公司債變動	0	580	554	-366	1,592
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-3,018	-3,018	-3,018	-3,292	-3,292
其他籌資現金	-96	-265	-25	404	1,086
淨現金流量	1,548	-420	-2,264	4,262	-3,106
期初現金	2,905	4,444	4,024	1,760	6,022
期末現金	4,453	4,024	1,760	6,022	2,916

資料來源：CMoney、群益

2023 年 3 月 15 日

季度損益表

(百萬元)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F
營業收入淨額	8,059	9,852	10,178	11,215	10,713	7,630	6,763	8,245	8,047	8,730	7,221	8,776
營業成本	6,072	7,434	7,455	8,077	7,607	5,532	4,976	5,943	5,861	6,271	5,218	6,184
營業毛利淨額	1,987	2,419	2,723	3,138	3,106	2,098	1,787	2,302	2,186	2,459	2,003	2,592
營業費用	788	835	719	823	866	921	748	772	726	741	755	781
營業利益	1,199	1,584	2,005	2,315	2,241	1,177	1,039	1,530	1,461	1,718	1,248	1,812
業外收入及支出	22	21	193	275	488	-153	68	4	188	91	102	121
稅前純益	1,221	1,605	2,197	2,590	2,729	1,024	1,107	1,533	1,649	1,809	1,350	1,933
所得稅	258	301	407	552	559	232	221	322	330	380	270	406
稅後純益	963	1,303	1,791	2,038	2,170	792	885	1,211	1,319	1,429	1,080	1,527
最新股本	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744
稅後EPS(元)	3.51	4.75	6.53	7.43	7.91	2.89	3.23	4.41	4.81	5.21	3.93	5.56

獲利能力(%)

毛利率(%)	24.65%	24.55%	26.76%	27.98%	29.00%	27.50%	26.42%	27.92%	27.17%	28.17%	27.74%	29.54%
營業利益率(%)	14.88%	16.08%	19.70%	20.64%	20.92%	15.43%	15.36%	18.55%	18.15%	19.68%	17.28%	20.65%
稅後純益率(%)	11.95%	13.23%	17.59%	18.17%	20.26%	10.38%	13.09%	14.69%	16.39%	16.37%	14.95%	17.40%

QoQ(%)

營業收入淨額	-17.66%	22.25%	3.31%	10.19%	-4.48%	-28.77%	-11.36%	21.90%	-2.39%	8.48%	-17.28%	21.53%
營業利益	-38.82%	32.10%	26.57%	15.47%	-3.20%	-47.47%	-11.75%	47.26%	-4.50%	17.62%	-27.38%	45.19%
稅前純益	-34.93%	31.43%	36.95%	17.85%	5.37%	-62.46%	8.04%	38.54%	7.55%	9.71%	-25.41%	43.20%
稅後純益	-36.85%	35.33%	37.40%	13.80%	6.49%	-63.49%	11.77%	36.81%	8.91%	8.34%	-24.46%	41.41%

YoY(%)

營業收入淨額	9.28%	5.65%	23.83%	14.60%	32.93%	-22.55%	-33.55%	-26.49%	-24.88%	14.41%	6.77%	6.45%
營業利益	-25.78%	-23.26%	21.04%	18.12%	86.88%	-25.68%	-48.18%	-33.91%	-34.80%	45.98%	20.13%	18.44%
稅前純益	-21.98%	-17.84%	30.49%	38.02%	123.53%	-36.16%	-49.63%	-40.79%	-39.57%	76.61%	21.93%	26.04%
稅後純益	-23.13%	-18.28%	31.90%	33.64%	125.33%	-39.22%	-50.55%	-40.56%	-39.20%	80.42%	21.93%	26.04%

註1：稅後EPS以股本27.44億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。