

聚陽(1477)

HOLD

□台灣 50 ■中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 楊智翔 Shawn Yang

shawnyang@masterlink.com.tw

評等

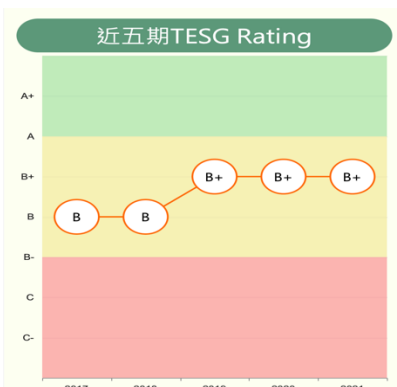
日期: 2023/03/01
目前收盤價 (NT\$): 214.5
目標價 (NT\$): 200
52 週最高最低(NT\$): 135.5-245
加權指數: 15503.79

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 2,419
市值 (NT\$/mn): 51,890
市值 (US\$/mn): 1,730
20 日平均成交量(仟股): 2,075
PER (2022): 15.77
PBR (2022): 6.14
外資持股比例: 38.04
TCRI 3

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-8.3	-4.2	17.2
加權指數報酬率	3.8	4.9	2.9

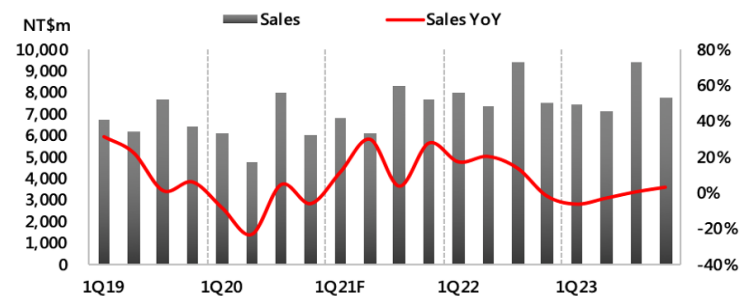
2023 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	
目標價 (NT\$)	200	
營業收入 (NT\$/mn)	31,703	
毛利率 (%)	24.4	
營業率 (%)	13	
EPS (NT\$)	13.85	
BVPS(NT\$)	85.08	



ASP 議價壓力增，美系客戶仍處庫存調整

- **1Q23 美系需求看淡，中國解封與原料跌價致使議價壓力增：**日系客戶訂單 YoY+50%，惟美系客戶需求仍以急單因應，雖有利於 ASP 表現，惟整體單量下滑，故推估日系客戶較難補足美系缺口；價格部分，雖有急單支撐，惟成衣跌價與中國同業競價壓力影響，故預估營收達 74.43 億元。獲利部分，因 1Q23 短單佔比約 10%，維持一定比重，故毛利率有望同 4Q22 水準，費用控管得宜下，預估稅後 EPS 3.46 元。
- **2023 年營運不確定性高，預估稅後 EPS 13.85 元：**聚陽目前定單能見度達 1Q23，日系客戶訂單 YoY+50%水準；預估品牌商庫存調整至 2Q23，通路商以悲觀角度看恐調整至 3Q23 初；ASP 受中國廠商競價與進入跌價循環影響，推估全年約中高位數調整，預估營收 317 億元，YoY-1.7%。獲利部分，1H23 急單維持 ASP，惟 2H23 若成衣訂單復甦推升原料報價恐壓縮獲利表現，故調整稅後 EPS 至 13.85 元。
- **1H23 價量展望保守，2H23 美系訂單不確定性仍高，維持中立評等：**評價部分，過往產業庫存調整循環，聚陽歷史 PER 約介於 7x-15x 區間，考量公司營運 1H23 價量展望保守，2H23 復甦狀況不明朗，評價並未低估，故維持中立評等，目標價 200 元(15x2023PER)。

Exhibit 1: 營收與營收 YoY



Sources: Masterlink

Exhibit 2: TEGS 企業永續指標



Sources: TEJ, Masterlink

聚陽為成衣生產大廠，主要產品以休閒服飾、運動服飾和流行服飾為主

聚陽為成衣生產大廠，主要產品以休閒服飾、運動服飾和流行服飾為主

聚陽為全球五大成衣生產大廠，業務包含成衣設計、製造及銷售。產品別方面，流行服飾與運動服飾佔比約為 68%：32%，2021 年成衣產能 1660 萬打，主要廠區包括越南 36%、印尼 38%、柬埔寨 20%、中國 3%、菲律賓 3%。2021 年客戶結構前三大客戶以 Gap 29%、Target 23%與日系客戶 GU 17%為主。

Exhibit 3: 2023 年主要客戶營收占比與展望

(百萬元)	Sales			Sales			Sales		
	2021	%	YoY	2022	%	YoY	2023F	%	YoY
Kohl's	2,314	8%	33%	2,245	7%	-3%	2,133	7%	-5%
Gap	8,390	29%	46%	8,809	27%	5%	9,250	29%	5%
Target	6,654	23%	33%	6,987	22%	5%	6,288	20%	-10%
Japan Customer	4,918	17%	-10%	6,394	20%	30%	7,992	25%	25%
DICK'S Sporting Goods	821	3%		1,642	5%	100%	1,724	5%	5%
Others	4,676	16%	15%	6,006	19%	28%	4,316	14%	-28%
合計	28,931		16%	32,083		11%	31,703		-1%

Sources: Company, Masterlink

4Q22 受惠日系客戶動能與美系急單挹注，營運淡季不淡，稅後 EPS 3.21 元

4Q22 受惠日系客戶動能與美系急單挹注，營運淡季不淡，稅後 EPS 3.21 元

聚陽(1477)公告 4Q22 自結，稅後 EPS 3.21 元，優於預期之 2.74 元，係因美系急單比重增至 10-15%(一般情況約 5%)，致使毛利率提升，推估較 4Q21 增加約 2.3%；營業費用主要為打樣費用，其餘費用控管得宜，且無一次性業外損益下，致使獲利優於預期。

1Q23 美系需求看淡，中國解封與原料跌價致使議價壓力增，預估稅後 EPS 3.46 元

1Q23 美系需求看淡，中國解封與原料跌價致使議價壓力增

聚陽(1477)公告 1 月營收 23.87 億元，MoM-3%，YoY-16%，季營收達成率 32%，符合預期，係因工作天數減少影響與品項價格反應原料跌價影響，量 YoY-24%，價 YoY-2%，匯率 YoY+8%水準。展望後市，基礎訂單已定，日系客戶(佔營收比重約 20%)訂單 YoY+50%，惟美系客戶(佔營收比重 80%)需求仍以急單因應，雖有利於 ASP 表現，惟整體單量下滑，故推估日系客戶較難補足美系缺口；價格部分，雖有急單支撐，惟 1)成衣報價逐步反應 2H22 原料跌價；2)中國解封後，中國同業競爭壓力加劇，推估 ASP 跌幅中低個位數水準，故預估營收達 74.43 億元，QoQ+1.1%，YoY-6.6%。獲利部分，因 1Q23 短單佔比約 10%，維持一定比重，故毛利率有望同 4Q22 水準，費用控管得宜下，預估稅後 EPS 3.46 元。

Exhibit 4: 1Q23 紡用纖維與原料價格

產品	最新報價		漲跌幅(%)				
	2023/2/17	WoW	MTD	QTD	YoY	YTD	
棉花 Cotlook A指數 (美分-磅)	100.8	(0.5)	1.1	(2.0)	(28.2)	(2.0)	
聚酯切片(美元-公噸)	1100.0	4.1	10.0	6.8	1.9	6.8	
聚酯加工絲(元-公斤)	51.0	1.7	4.1	2.0	8.5	2.0	
尼龍切片(美元-公噸)	2020.0	2.2	5.2	1.0	(17.2)	1.0	
尼龍6半光(美元-公噸)	1950.0	2.2	5.4	(2.5)	(18.8)	(2.5)	
尼龍絲(元-公斤)	74.0	0.6	1.4	(1.3)	(9.8)	(1.3)	
尼龍加工絲(元-公斤)	94	0.5	1.1	(1.1)	(7.8)	(1.1)	
PTA	762	(1.9)	(3.8)	1.5	(6.7)	1.5	
化纖原料 EG	513	0.6	(3.8)	5.8	(22.5)	5.8	
CPL	1725	0.0	3.9	8.2	(17.3)	8.2	

Sources: Platts, CIP, Masterlink

2023 年營運不確定性高，預估稅後 EPS 13.85 元

2023 年營運不確定性高，預估稅後 EPS 13.85 元

展望 2023 年，公司目前訂單能見度達 1Q23，日系客戶訂單動能復甦，美系客戶因成衣零售銷售庫存仍維持歷史高檔，公司預估品牌商庫存調整至 2Q23，通路商以悲觀角度看恐調整至 3Q23 初，訂單量整體不確定性仍偏高，3-4 月將較為明朗，目前推估全年訂單量持平；ASP 受中國廠商競價與進入跌價循環影響，推估全年約中高位數調整。新增產能部分：2023 年產能 YoY+7%，以印尼為主要擴張點，目前 40 條產能，預計 4Q23-1Q24 完成 80 條產線；孟加拉預計 1H24 投產，整體而言，考量 1H23 價量展望保守，預估營收 317 億元，YoY-1.7%。獲利部分，雖公司產品結構將以中高價品項因應，加計 1H23 急單品項維持 ASP 水準，惟 2H23 若成衣訂單復甦，原料漲價與中國廠商競價壓力，將使公司毛利率承壓，後市展望不確定性高，故調整毛利至 24.4% 水準，費用控管得宜，不考慮一次性業外損益下，預估稅後 EPS 至 13.85 元。

Exhibit 5: 美國零售服飾存貨金額與庫銷比走勢

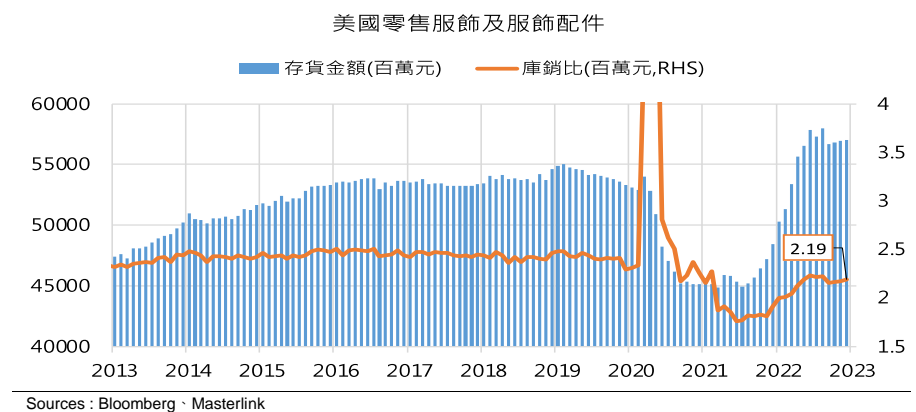
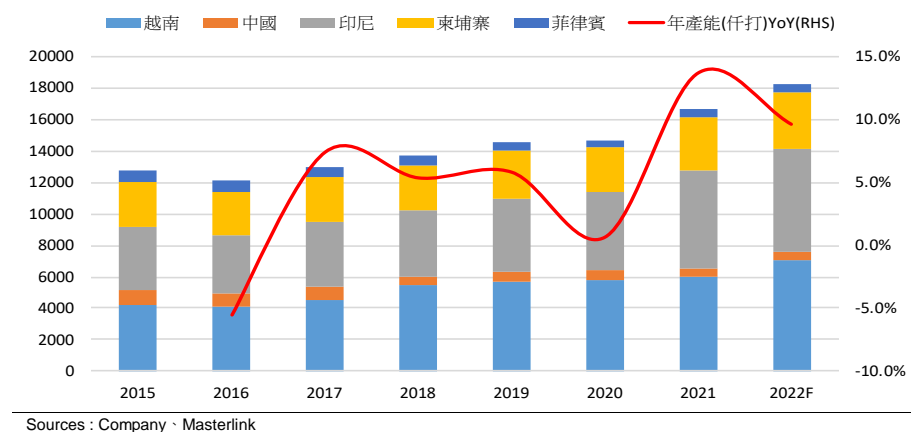


Exhibit 6: 2022 年新增產能 YoY+9.6%，預估 2023 年新增產能 YoY+7%

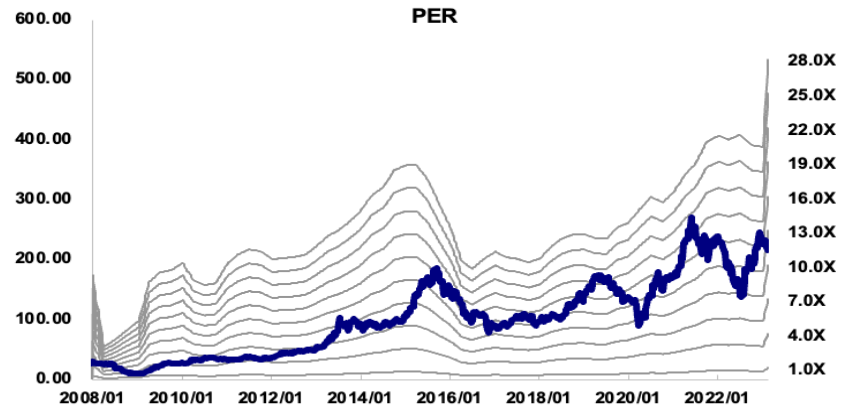


**1H23 價量展望保守，2H23 美系
訂單不確定性仍高，維持中立評
等，目標價 200 元**

1H23 價量展望保守，2H23 美系訂單不確定性仍高，維持中立評等

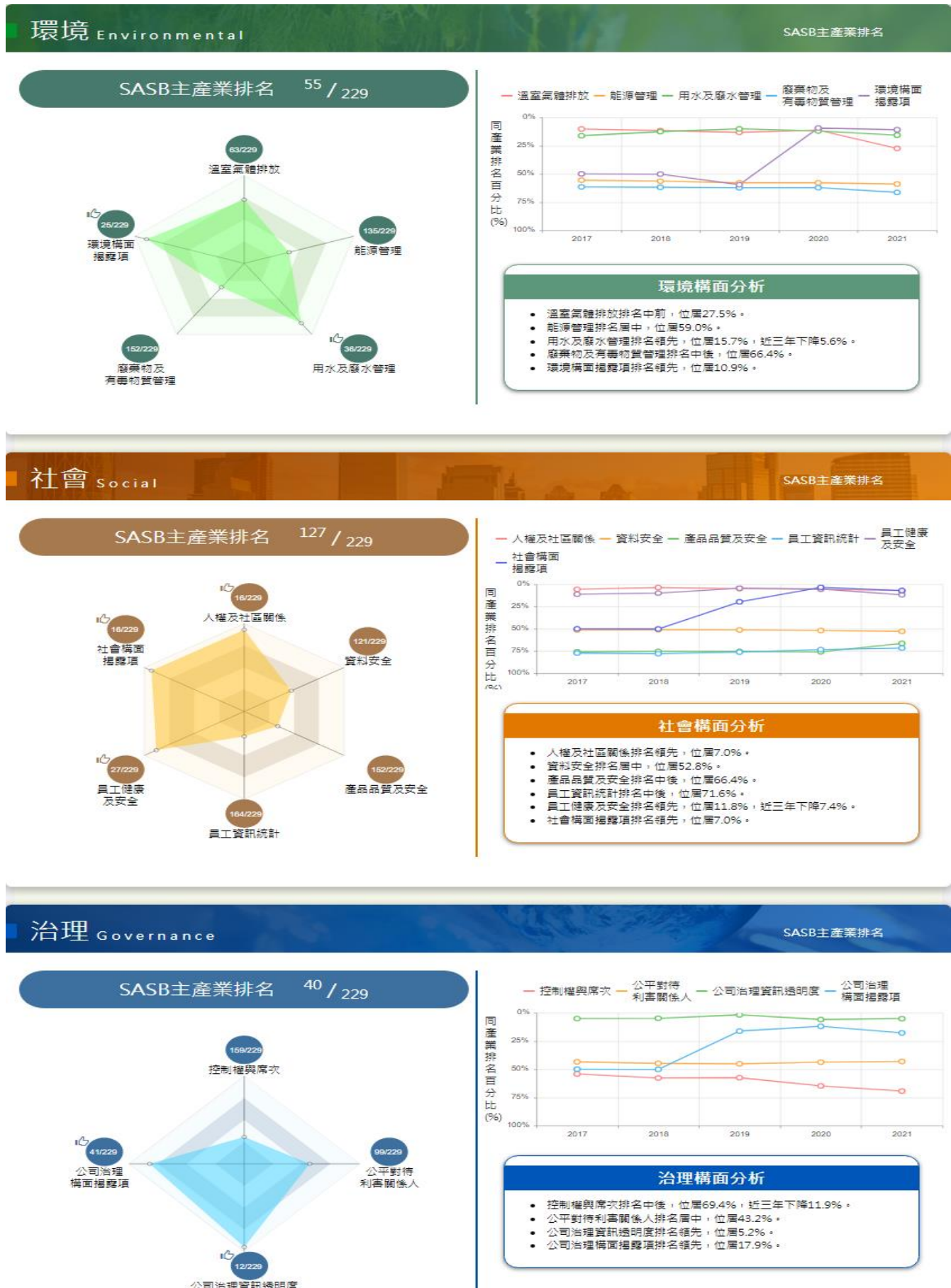
評價部分，過往產業庫存調整循環，聚陽歷史 PER 約介於 7x-15x 區間，考量公司營運 1H23 價量展望保守，2H23 復甦狀況不明朗，評價並未低估，故維持中立評等，目標價 200 元(15x2023PER)。

Exhibit 7:PER



Sources : Company , Masterlink

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement NT\$m					Consolidated Balance Sheet NT\$m				
Year-end Dec. 31	FY20	FY21	FY22F	FY23F	Year-end Dec. 31	FY20	FY21	FY22F	FY23F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	24,924	28,931	32,083	31,703	Cash	2,367	2,643	6,867	10,724
COGS	19,352	22,386	24,037	23,973	Marketable securities	0	0	0	0
Gross profit	5,572	6,545	8,046	7,730	A/R & N/R	2,473	1,160	1,289	1,380
Operating expense	2,784	3,177	3,736	3,593	Inventory	4,026	5,434	4,050	4,228
Operating profit	2,788	3,368	4,302	4,137	Others	3,716	6,757	3,925	4,407
Total non-operate. Inc.	51	17	259	81	Total current asset	12,582	15,994	16,130	20,738
Pre-tax profit	2,839	3,385	4,561	4,218	Long-term invest.	204	239	192	202
Total Net profit	2,079	2,678	3,540	3,374	Total fixed assets	5,077	5,022	4,939	4,977
Minority	22	23	27	24	Total other assets	573	767	588	618
Net Profit	2,179	2,642	3,513	3,350	Total assets	18,636	22,223	21,850	26,535
EPS (NT\$)	9.35	11.20	14.53	13.85	Short-term Borrow	3,349	1,866	1,608	1,910
Y/Y %	FY20	FY21	FY22F	FY23F	A/P & N/P	1,864	2,237	1,992	1,976
Sales	(7.9)	16.1	10.9	(1.2)	Other current liab.	2,768	3,512	2,322	5,243
Gross profit	2.7	17.4	22.9	(3.9)	Total current liab.	7,981	7,616	5,922	9,129
Operating profit	12.0	20.8	27.7	(3.8)	L-T borrows	0	0	0	0
Pre-tax profit	15.9	19.2	34.7	(7.5)	Other L-T liab.	390	514	373	402
Net profit	14.4	21.2	33.0	(4.6)	Total liability.	8,472	8,427	6,295	9,531
EPS	8.0	19.7	29.7	(4.6)	Common stocks	2,199	2,419	2,419	2,419
Margins %	FY20	FY21	FY22F	FY23F	Reserves	0	0	0	0
Gross	22.4	22.6	25.1	24.4	Retain earnings	4,439	5,079	13,136	14,585
Operating	11.2	11.6	13.4	13.0	Total Equity	10,164	13,795	15,554	17,003
EBITDA	13.6	13.6	15.2	14.4	Total Liab. & Equity	18,636	22,223	21,850	26,535
Pre-tax	11.4	11.7	14.2	13.3					
Net	8.7	9.1	11.0	10.6					

Comprehensive Quarterly Income State NT\$m					Consolidated Statement of Cash flow NT\$m				
	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	Year-end Dec. 31	FY20	FY21	FY22F	FY23F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	7,443	7,099	9,423	7,739	Net income	2,179	2,642	3,513	3,350
Gross profit	1,918	1,753	2,098	1,962	Dep & Amort	534	530	325	332
Operating profit	1,045	1,004	1,163	926	Investment income	(40)	(39)	(16)	(22)
Total non-ope inc.	3	14	46	19	Changes in W/C	(2,480)	301	(565)	(711)
Pre-tax profit	1,047	1,017	1,209	944	Other adjustment	560	(422)	2,580	2,600
Net profit	837	802	959	751	Cash flow – ope.	753	3,013	5,837	5,548
EPS	3.46	3.32	3.97	3.11	Capex	(722)	(395)	(237)	(230)
Y/Y %	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	Change in L-T inv.	0	0	5	1
Net sales	(6.6)	(3.3)	0.2	5.1	Other adjustment	(725)	(1,977)	1	2
Gross profit	(7.7)	(4.7)	(4.9)	2.0	Cash flow –inve.	(1,447)	(2,372)	(231)	(226)
Operating profit	(6.2)	3.7	(9.5)	(1.1)	Free cash flow	30	2,618	5,599	5,319
Net profit	(6.3)	9.3	(13.6)	(3.2)	Inc. (Dec.) debt	2,530	(1,237)	458	543
Q/Q %	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	Cash dividend	(1,122)	(1,954)	(1,754)	(1,901)
Net sales	1.1	(4.6)	32.7	(17.9)	Other adjustment	(135)	2,863	(86)	(107)
Gross profit	(0.3)	(8.6)	19.7	(6.5)	Cash flow-Fin.	1,273	(329)	(1,381)	(1,465)
Operating profit	11.6	(3.9)	15.9	(20.4)	Exchange influence	(50)	(37)	0	0
Net profit	7.9	(4.2)	19.6	(21.7)	Change in Cash	529	276	4,224	3,857
Margins %	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F					
Gross	25.8	24.7	22.3	25.4	Ratio Analysis				
Operating	14.0	14.1	12.3	12.0	Year-end Dec. 31	FY20	FY21	FY22F	FY23F
Net	11.3	11.3	10.2	9.7	ROA	13.05	12.93	15.94	13.85
					ROE	22.51	22.05	23.94	20.58

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2023 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.