



2022/12/20

2023 年成衣產業展望

2023 年營運先蹲後跳，靜待產業市況轉佳

永豐觀點

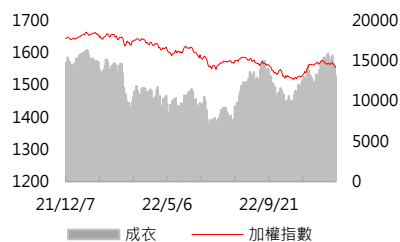
雖 2023 年成衣產業仍面臨庫存去化、升息週期等挑戰，然台灣成衣廠因生產基地多角化、技術開發具競爭力及管理生產效率皆優於市場同業表現，仍可望因市占率提升對其營運帶來支撐，且市場對產業終端需求趨緩已有預期，研究處認為尚不至於過度悲觀看待，維持逢低布局之投資建議不變。

相關個股

股號	股名	EPS		投資建議
		2022F	2023 F	
1476	儒鴻	27.16	23.97	B
1477	聚陽	13.85	12.86	N
4438	廣越	12.35	11.37	N
8916	光隆	6.17	5.58	B

資料來源：永豐投顧研究處整理

成衣類股指數與加權相對走勢



資料來源：TEJ；永豐投顧研究處整理

表一：評價表

股號	股名	EPS			評價面		評等
		2021	2022(F)	2023(F)	PER	歷史區間	
1476	儒鴻	18.77	27.16	23.97	19.8	16~35	B · 503
1477	聚陽	11.20	13.85	12.86	18.3	12~30	N
4438	廣越	6.10	12.35	11.37	10.7	9~25	N
8916	光隆	3.58	6.17	5.58	10.8	5~17	B · 67

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處預估及整理，Dec. 2022

投資評價與建議

4Q22 至 2Q23 期間營運恐仍因升息環境、客戶端庫存去化及今年基期已高導致營運動能有所壓抑，2023 年獲利大幅成長難度亦高，評價創高亦較困難，然依過往成衣類股評價區間位置來看，2022 年 6 月股價底部已大致確立，且台灣成衣廠競爭優勢、管理能力等皆處產業中較高水準位置，時逢產業轉佳之際，台廠仍可望迎來一波成長，因此，研究處維持逢股價修正仍建議逢低布局看法不變，並維持儒鴻及光隆買進投資建議，目標價分別為 503 元 (PER 21 X*2023 EPS) 及 67 元 (PER 12 X*2023 EPS)。

王章妮 channie.wang@sinopac.com

目錄	頁次
1. 美國總體經濟環境解析	4
2. 品牌廠及通路商庫存分析	9
3. 結論與建議	11

重點摘要

雖 2023 年總體環境仍有挑戰，然台灣成衣廠競爭力、管理能力、因應短交期趨勢遊刃有餘等優勢，位區產業同業中前段班位置，靜待產業市況好轉，台廠仍可望迎來一波成長，因此，研究處維持逢股價修正仍建議逢低布局看法不變，並維持儒鴻及光隆買進投資建議，目標價分別為 503 元(PER 21 X*2023 EPS)及 67 元(PER 12 X*2023 EPS)。

1. 美國 2022 年秋冬款服飾庫存可望有效去化

研究處看好美國 2022 年底假期消費動能，主要係因：(1) 美國薪資所得成長率仍維持 4% 上下，尚能應付通膨環境；(2) 就業環境仍維持緊俏，失業人口尚未迅速增加，至年底前失業人數大規模且大幅度增加之機率相對較低；(3) 前次因物價高漲限縮消費民眾多為低收入族群，在品牌廠及通路商祭出大幅折扣下可望刺激此及；(4) 薪資維持成長亦降低通貨膨脹對消費帶來之負面影響。

2. 1H23 尋找價值點，2H23 個股評價可望因產業市況轉佳而提升

展望 2023 年，研究處仍不看淡台灣成衣廠營運表現，並認為此次庫存調整週期對台廠獲利受創程度仍可望較 2015、2016 年輕微，主要係因：(1) 基於美國消費動能仍佳及庫存仍為較新產品去化較容易；(2) 美國 FED 了解升息對 CPI 壓抑之滯後性，在經濟數據已有趨緩的情況下，最強勢升息力道已過，1H23 消費仍將受就業環境趨緩而有所壓抑，然在經濟軟著陸機率較高之情況下，消費力大幅受創之風險亦可望降低；(3) 4Q21-2Q22 東南亞供應鏈(尤其越南)因疫情中斷，且北美、歐洲需求皆暢旺的情況下，品牌廠、通路商皆迫於因生產瓶頸而臨時增加小型代工廠訂單，而適逢東南亞生產恢復正常、貨運運輸效率亦回到正軌的情況下，小型代工廠將被汰換，此外，觀察歷年品牌廠供應鏈趨勢，大者恆大趨勢不變，對台成衣廠仍相對有利；(4) 中國政治干擾、生產成本增高及斯里蘭卡國家破產危機下，供應鏈將持續出走中國及斯里蘭卡，而越南採購比例偏高的情況下，轉單印尼可望為未來幾年品牌廠採購趨勢，儒鴻、聚陽皆有印尼廠可因應品牌廠轉單需求，光隆年底亦將有印尼合資廠上線挹注營收動能；(5) 台成衣廠股價自 2Q21 見高後，評價已因市場提前預期獲利見高(或成長幅度趨緩)而大幅下修，股價一路跌至今年 6 月，當時成衣廠評價普遍跌至過往區間下緣位置，股價底部大致確立，多數利空市場已皆有預期。

3. 維持儒鴻、光隆買進投資建議

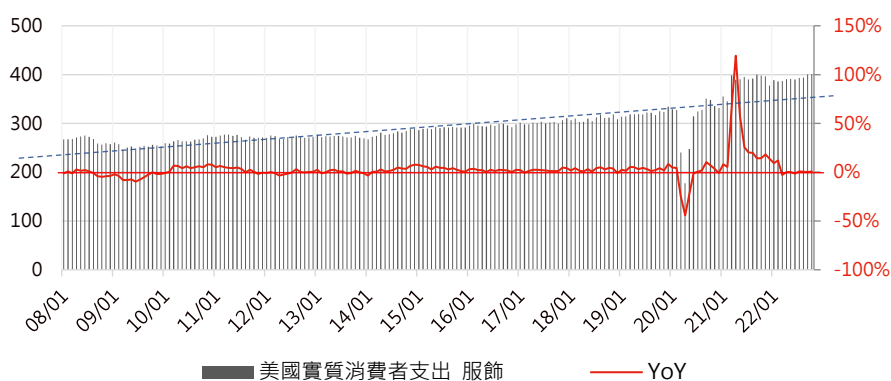
考量儒鴻產品組合以運動機能為主，印尼新廠貢獻可望持續挹注營運動能及其客戶為庫存消化能力較佳之品牌，研究處維持買進投資評等，目標價 503 元；光隆成衣訂單能見度長達 2 季，2H23 成衣營收仍可望因新客戶出貨而持續成長，2023 年成衣營收占比提升有助於獲利結構改善及評價提升，維持買進投資評等，目標價 67 元。

美國總體經濟環境解析

1. 美國通膨環境下對消費者支出的影響

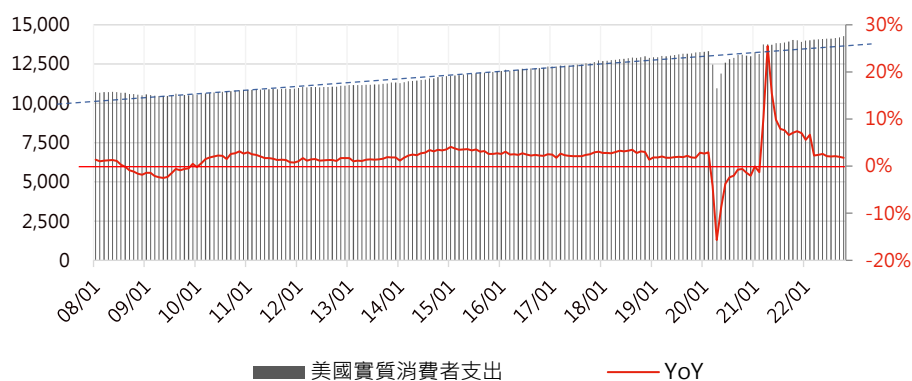
過去美國服飾類實質消費者支出僅在 08·09 年金融危機、2012 年及 2020 年 COVID-19 疫情爆發首年陷入衰退，若排除系統性風險期間，服飾類實質消費者支出每年大約呈 2-5% 區間幅度成長，2020 年服飾類實質消費者支出近 3.7 兆美元，較 2019 年減少 1,580 億美元，2021 年服飾類消費者支出達 4.71 兆美元，較 2019 年成長 22.2% (增加 7,790 億美元)，成長幅度高於過往景氣高峰之成長幅度，01-10/2022 合計服飾實質消費者支出近 3.92 兆美元，+1.7% YoY，值得注意的是今年以來個人可支配所得轉為衰退，且面臨高通膨環境及 2021 年之高基期環境下仍可維持成長，主要受惠：

圖一：美國月度服飾類實質消費者支出及 YoY 趨勢 單位：十億美元



資料來源：公司；永豐投顧研究處整理，Dec. 2022

圖二：美國月度總體實質消費者支出及 YoY 趨勢，單位：十億美元



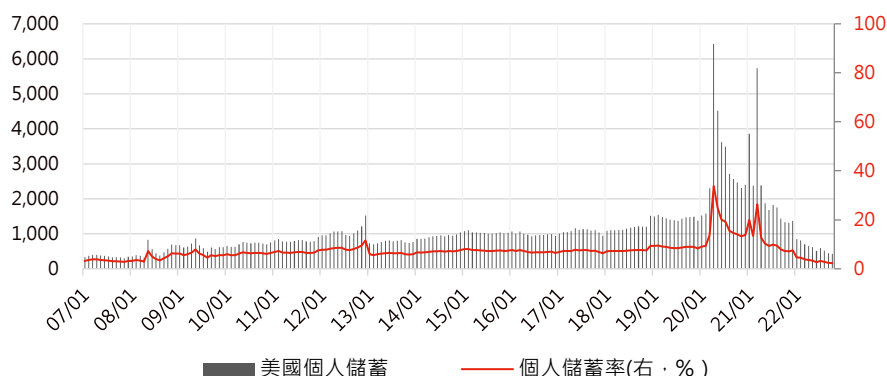
資料來源：Bloomberg；永豐投顧整理，Dec. 2022

- (1) 美國先後於 2020 年及 2021 年釋出財政刺激政策（發放個人現金支票等）以刺激消費，帶動 2020 及 2021 年個人可支配所得分別大幅成長 5.8% 及 1.7%，雖 2022 年可支配所得已轉為年衰退（1-10/2022 期間較去年同期衰退 7.5%），然過去兩年因疫情及就業之不確定性，儲蓄率高於過往金融危機水準所產生之超額儲蓄挹注消費者支出動能，此外，觀察過往美國儲蓄趨勢可看出當景氣樂觀、正向時儲蓄率偏低，僅總體經濟陷入衰退、金融危機、重大系統性風險事件發生時，儲蓄率始有高於高個位數水準，今年以來儲蓄率一路降至歷史新低水準，至 8 月始降至 3% 以下，10 月儲蓄率進一步降至 2.3%，主要係因美國就業市場仍然緊俏，雖今年以來可支配所得已較去

年減少，然儲蓄率降低等同於消費者支出增加，支撐消費者支出維持高檔水準。

圖三：美國個人儲蓄及儲蓄率月度趨勢

單位：十億美元

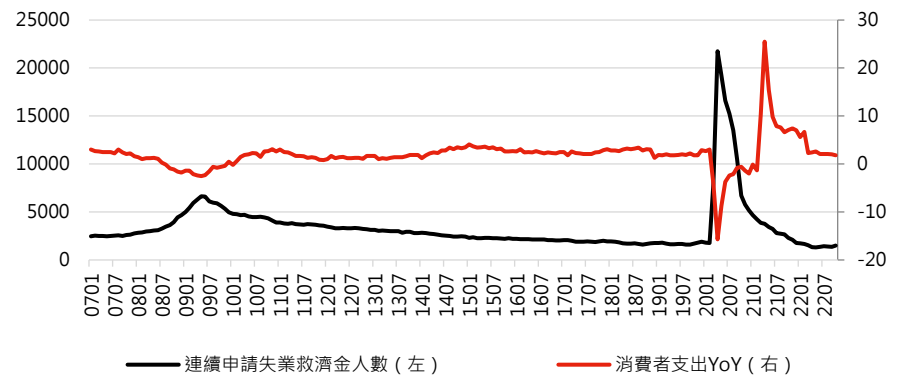


資料來源：Bloomberg；永豐投顧整理，Dec. 2022

- (2) 美國薪資成長率往年呈 1.55-3.55% 區間成長，今年以來各月份薪資成長率維持 4.9% 至 5.7% 區間，2022 年 11 月薪資成長率 5.09%，較上月之 4.92% 幅度略有增加，對高漲之通膨環境仍具一定程度之防禦力。
- (3) 就業數據仍佳支撐美國消費者支出之韌性，過往對消費者支出有立即且明顯影響之指標之一為失業率，觀察美國連續申請失業救濟金人數與實質消費者支出年增率趨勢可發現當申請失業救濟金人數迅速增加時，實質消費者支出亦會迅速下滑甚至進而轉為衰退，研究處取較高頻更新之初請及連續申請失業救濟金人數作為首要觀察指標，回顧 2007 年期間，初請及連續申請失業救濟金人數分別介於 30.1-36.6 萬人及 245.5-276 萬人區間，2008 年開始則逐月上升至 2008 年中始有迅速增加之跡象，並進而壓抑消費者支出，截至 11/18，美國初請及連續申請失業救濟金人數分別為 24.1 萬人及 160.8 萬人，即便近幾週略有增加，然仍為逾十餘年來新低水準，此外，雖然近期科技、零售、物流、生技業等相關產業有較大規模裁員，然 10 月份非農就業報告顯示，每位求職者對應平均 1.7 個職位空缺，就業市場仍然緊俏，對近期消費者需求仍提供較具韌性之支撐。

綜上所述，研究處認為美國 2022 年底消費旺季之消費者支出仍將維持偏高檔水位，然消費品項中仍有此消彼長之替代效果，在美國多數品牌廠及通路商法說會皆表示將加大促銷力道之際，研究處對美國服飾類消費者支出動能看法正向，然展望 2023 年美國仍處升息週期，且政策最終仍將使就業市場放緩進而影響到 2023 年美國實質消費者支出動能，而近期美國經濟數據的確看到景氣放緩跡象，且市場普遍預期 1H23 仍有景氣衰退之可能，消費者支出動能亦可能於 1H23 出現較明顯放緩或是轉為衰退，研究處仍較保守看待 2023 年美國消費環境，然因美國品牌廠及通路商對 2022 年秋冬及 2023 年春夏服飾訂單下單已轉保守，今年底銷售旺季亦可望因祭出較大幅度折扣而有效去化去年積累之庫存，對台灣成衣廠出貨 2023 年秋冬服飾(06-07/2023 後)之時訂單動能可望轉佳，若總體經濟環境未出現重大系統性風險，則台灣成衣廠 2H23 營運動能仍值得期待。

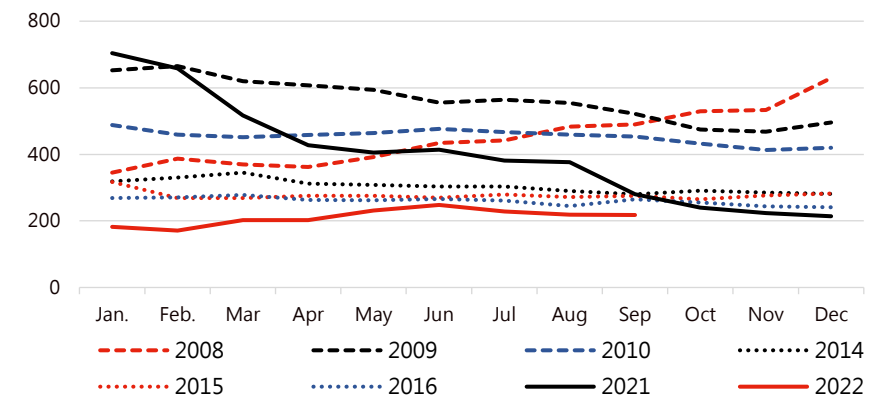
圖四：美國連續申請失業救濟金人數及消費者支出 YoY 趨勢



資料來源：Bloomberg；永豐投顧整理，Dec. 2022

圖五：美國初次申請失業救濟金人數

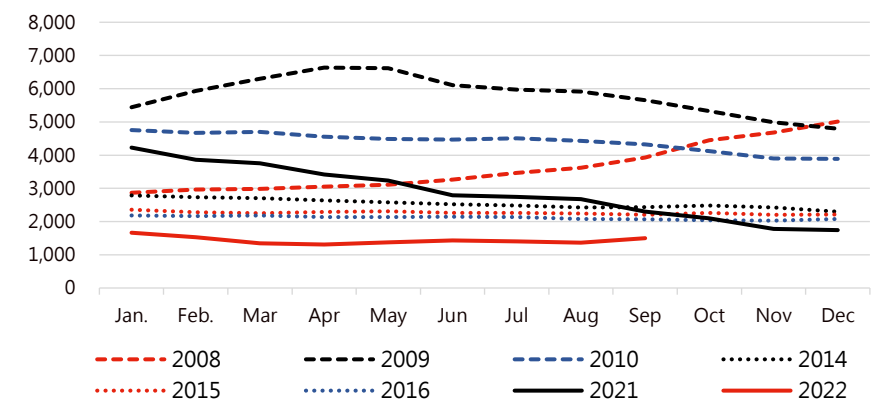
單位：千人



資料來源：Bloomberg；永豐投顧整理，Dec. 2022

圖六：美國連續申請失業救濟金人數

單位：千人



資料來源：Bloomberg；永豐投顧整理，Dec. 2022

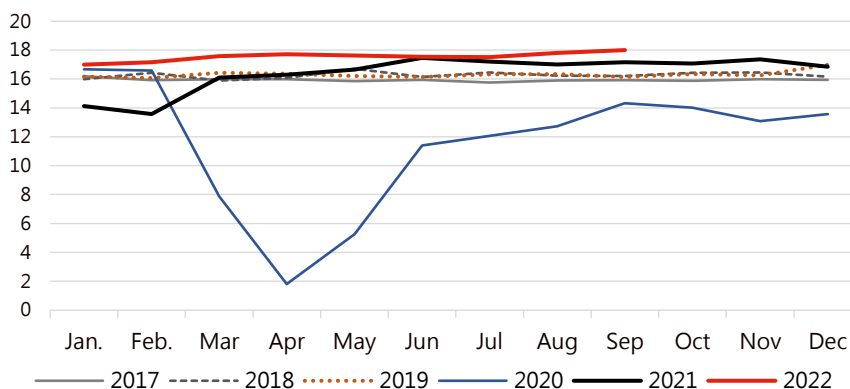
2. 美國服飾類消費者支出及服飾店零售銷售金額可望維持相對高檔水準

美國服飾類零售銷售金額自 2021 年 5 月回復至疫情前水準，2020 年服飾零售銷售金額近 1,394 億美元，較 2019 年減少 564 億美元，2021 年服飾零售銷售近 1,969 億美元，較 2019 年成長 0.5%，01-09/2022 服飾零售銷售合計 1,580 億美元，+8.7% YoY，成長動能仍佳，主要受惠今年以來，零售店面相較於過去兩年受 COVID-19 疫情干擾程度已大幅下降。

美國 10 月份零售銷售總額較 9 月增加 1.3%，優於市場預估之月增 1% 幅度，並較去年同期成長 8.3%，10 月份服飾、鞋及配飾零售銷售 263.9 億美元，與 9 月持平，並較去年同期成長 3.1%，01-10/2022 累計零售銷售總額較去年同期成長 9.9%，01-10/2022 累計服飾、鞋及配飾零售銷售較去年同期成長 7.8%，今年以來服飾、鞋及配飾零售銷售動能略遜於整體零售銷售，顯示商品間之消費轉移仍有替代效果存在。

圖七：美國服飾店零售銷售金額

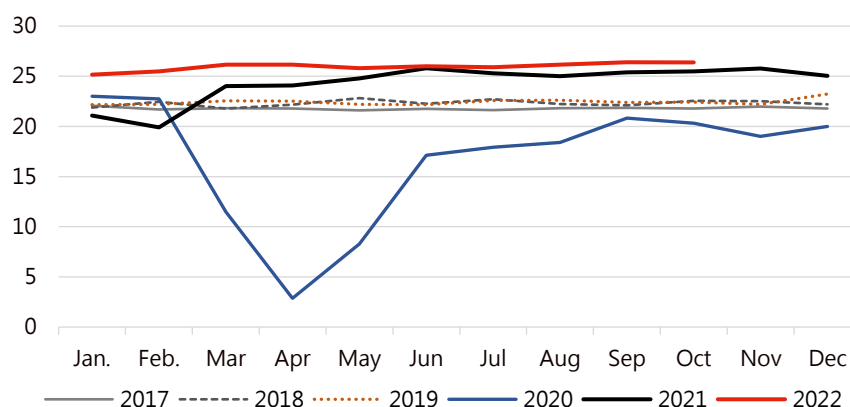
單位：十億美元



資料來源：Bloomberg；永豐投顧研究處整理，Dec. 2022

圖八：美國服飾、鞋及配飾店零售銷售金額

單位：十億美元

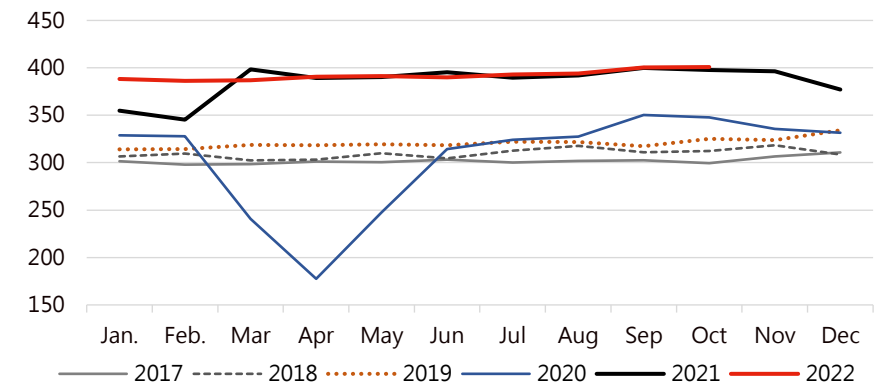


資料來源：Bloomberg；永豐投顧研究處整理，Dec. 2022

美國服飾類實質消費者支出自 2020 年 9 月始回復疫情前水準，2020 年服飾類實質消費者支出 3.65 兆美元，較 2019 年減少 1,936 億美元，2021 年服飾類消費者支出近 4.63 兆美元，較 2019 年(疫情前水準)成長 20.3%，成長幅度較大幅高於過往 -4.9% 至 4.9% 區間，01-10/2022 合計服飾實質消費者支出 3.92 兆美元，+1.8%YoY，相較於整體實質消費者支出總額今年 1-10 月成長 2.9% 之幅度，服飾類消費亦有較趨緩之情況，主要係因 2021 年服飾類消費者支出有報復性消費之跡象而基期較高所致，且服飾類占消費者支出總額占比於 2021 年來至歷史新高之 2.8%，較過往 2.4-2.5% 區間有明顯提高，今年以來則略降至 2.78%，然仍維持在歷史高檔水準。

圖九：美國服飾類實質消費者支出

單位：十億美元



資料來源：Bloomberg；永豐投顧研究處整理，Dec. 2022

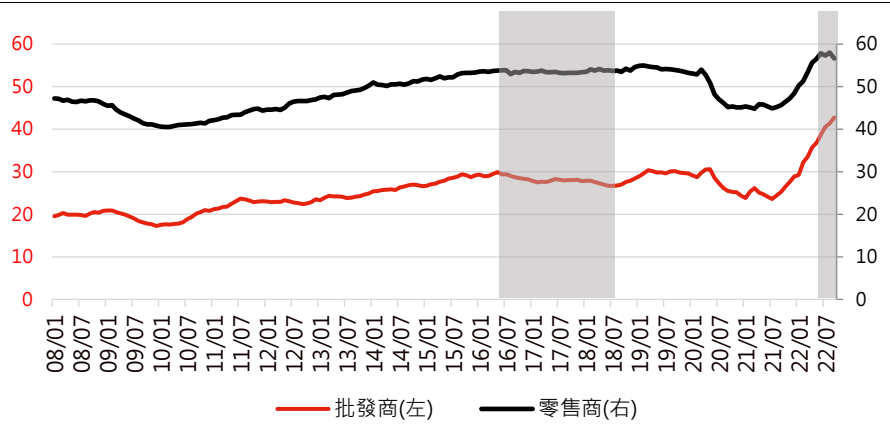
3. 美國零售商庫存已有下滑，批發商庫存仍居高不下

美國服飾及配件零售企業庫存於 03/2020 升高至 542.5 億美元後急速下降，自 2H20 開始服飾需求增溫，品牌廠及通路商積極進貨然庫存仍維持低檔，3Q21 因東南亞疫情爆發，供應鏈停擺且海運、陸運時間拉長，導致商品不及於 2021 年底旺季銷售，而當時北美市場需求暢旺，品牌及通路零售商亦有超額預訂之情況，導致今年以來庫存迅速積累，截至 2022 年以來服飾及配件零售庫存金額由 2021 年底的 484 億美元上升至 567 億美元，+17.1% YTD，09/2022 存貨則較去年同期成長 24.1%，雖零售商存貨明顯提升且突破歷史高檔水準，然其存銷比相較過去服飾產業庫存去化週期期間而言(如圖十)，其對應之存貨水準仍相對健康；美國服飾及配件批發商庫存於 05/2020 升高至 306 億美元後逐月下降，一路走低至 07/2021 的 236 億美元後一路升高，至 09/2022 存貨高達近 428 億美元，+48.3% YTD，存銷比創往年歷史新高，09/2022 存銷比升至 2.92，觀察過往批發商庫存去化週期，2009 年時大約花費 10 個月去化庫存，2016 年時約花費 11 個月去化庫存，研究處預計此次批發商庫存去化期間將相對較長。

過往成衣品牌廠及通路商對台廠拉貨力道除考量市場需求外，庫存量更為拉貨積極與否主要因素之一，雖市場對 2023 年服飾需求看法較為保守，據 Adobe 消費報告顯示，美國 2022 年感恩節、Black Friday 至 Cyber Monday 期間線上消費 352.7 億美元，較去年同期增加 4%，消費動能強勁主要原因之一為零售價折扣高達 33%，另外，美國 NRF(National Retail Federation)亦表示感恩假期美國消費者實體店面消費較去年成長 17%至近 1.23 億美元，線上消費則成長 2%至 1.3 億美元，消費動能優於市場預期，研究處認為至 2022 年底美國就業市場迅速惡化機率相對較低，因此，年底假期消費動能仍值得期待，而品牌廠及通路商庫存亦可望有效去化，綜上所述，展望 2023 年，研究處認為春夏款服飾庫存因 2022 年初超額下單而仍有庫存需去化，因此，台成衣廠如儒鴻、聚陽 12/2022-05/2023 期間營收動能恐較趨緩，時逢面臨 2023 年秋冬款拉貨之際(06/2023 之後)則可望因庫存回到較正常水準而對台成衣廠拉貨動能可望轉佳。

圖十：美國服飾及配件零售、批發商庫存水準

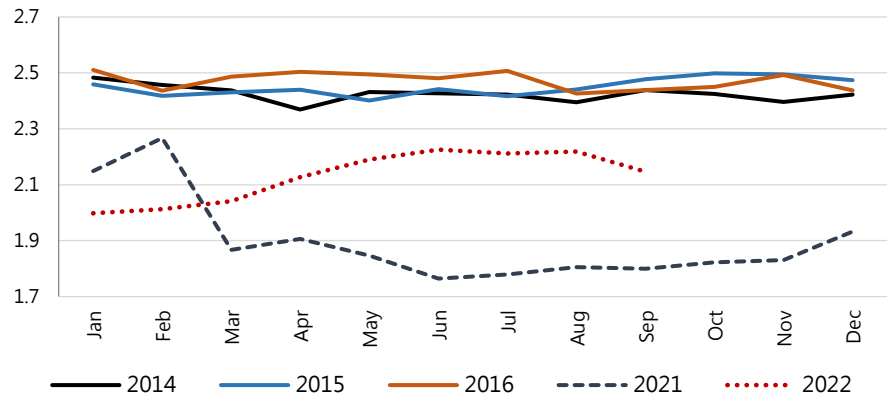
單位：十億美元



資料來源：Bloomberg；永豐投顧研究處整理，Dec. 2022

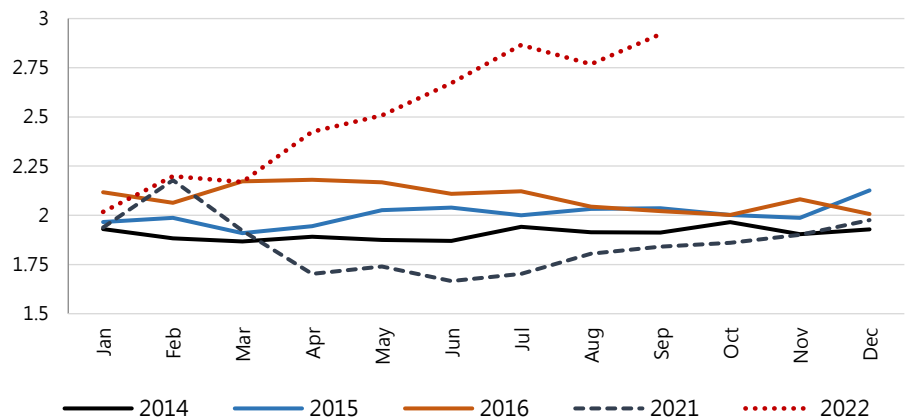
註：圖中灰色區塊為庫存去化期間

圖十一：過去去庫存週期服飾及配件零售商存銷比趨勢差異分析



資料來源：Bloomberg；永豐投顧整理，Dec. 2022

圖十二：過去去庫存週期服飾及配件批發商存銷比趨勢差異分析



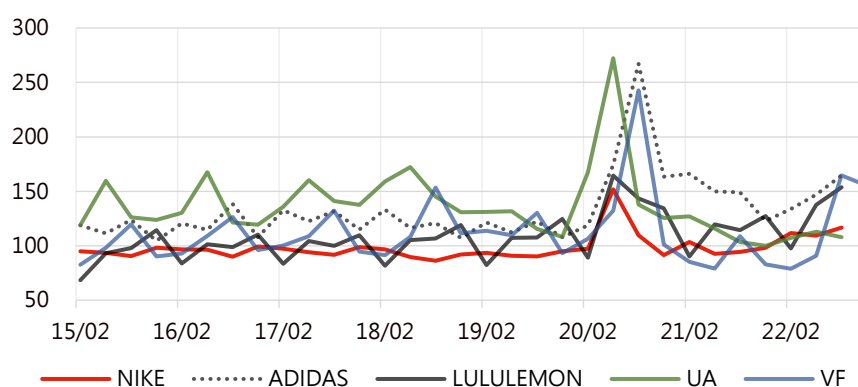
資料來源：Bloomberg；永豐投顧整理，Dec. 2022

多數品牌廠及通路、百貨商客戶庫存週轉天數已見高點

2H20 至 3Q22 品牌及通路商先後因海運擁塞、東南亞供應鏈因疫情停擺、陸地運輸因缺工遞延到貨等供應鏈瓶頸，下單方式由過往一筆訂單先下 5-6 成，餘 4-5 成則視市場需求用追加單補足，因擔憂產能不足而轉為先下訂單之 8-9 成，導致庫存往

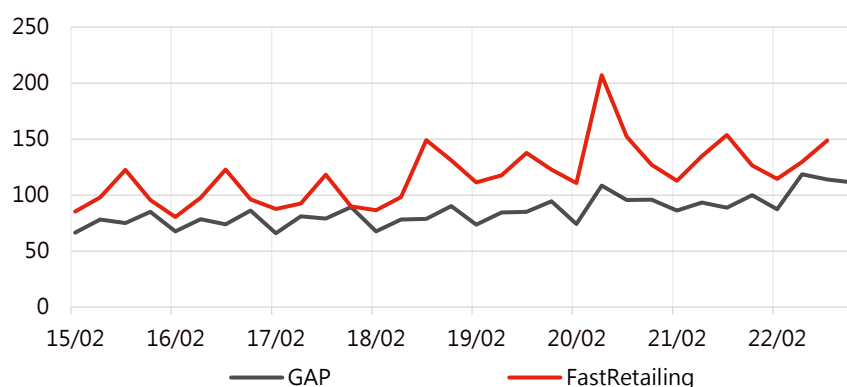
品牌及通路端堆積，又因 21 年秋冬款不及於假期銷售旺季前上架，庫存封存一年於今年秋冬再度上架，導致品牌廠及通路商近幾季度 DOI 明顯升高，NIKE 過去週期 DOI 上緣約在 100 天水準，近一季 DOI 為 117 天，較前一年度同期增加 22 天並較過往週期上緣增加 17 天；ADIDAS 過去週期 DOI 上緣約在 138 天，近一季 DOI 為 165 天，較前一年度同期增加 42 天並較過往週期上緣增加 27 天；UA 過去週期 DOI 上緣約在 160 天水準，近一季 DOI 為 108 天，較前一年度同期增加 4 天並較過往週期上緣減少 52 天；LULU 過去週期 DOI 上緣約在 114 天，近一季 DOI 為 154 天，較前一年度同期增加 39 天並較過往週期上緣增加 40 天；GAP 過去週期 DOI 上緣約在 89 天水準，近一季 DOI 為 111 天，已連續兩季下滑，相較前一年度同期增加 11 天並較過往週期上緣增加 22 天，GAP 自 2 個季度前已持續加大折扣力道去化庫存；日本迅銷過去週期 DOI 上緣約在 150 天，近一季 DOI 為 149 天，較前一年度同期減少 5 天並與過往週期上緣持平；通路商 Target、Walmart、Kohl's 及 Dick's Sporting Goods 庫存週轉天數皆較過往區間上緣增加，整體而言，UA、日本迅銷並無庫存去化壓力，以品牌廠角度來看，本次庫存積累仍為較新款產品，並非上市過但賣不好的產品，因此，仍為較易去化之庫存，適逢品牌祭出較大幅度折扣且北美消費動能仍佳，研究處認為運動、戶外品牌庫存去化相較過往週期將較快速，NIKE 表示年底前將有效消費秋冬款庫存，LULULEMON 則因營收屢創優於預期之表現，且其品牌仍持續增加市占率而更積極展店之策略下，庫存去化不需過度擔心，然通路商庫存則因產品多為休閒居家款，去化壓力較大，研究處研判運動、戶外品牌客戶對台成衣廠拉貨動能可望較通路類客戶提前轉佳。

圖十三：運動品牌存貨週轉天數



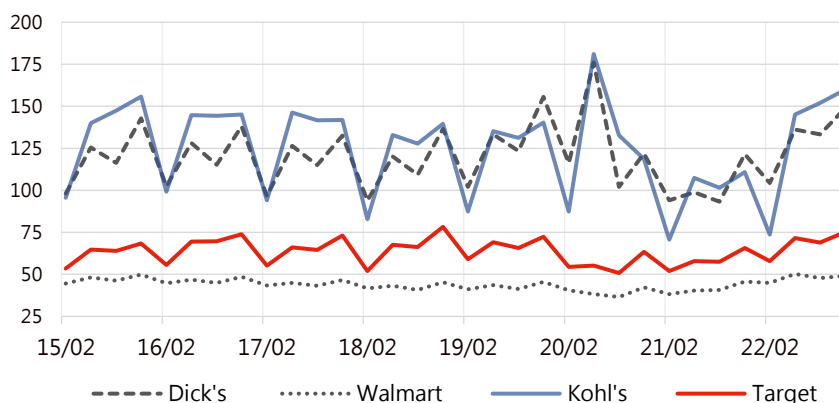
資料來源：Bloomberg、公司財報；永豐投顧研究處估算及整理，Dec. 2022

圖十四：休閒品牌存貨週轉天數



資料來源：Bloomberg、公司財報；永豐投顧研究處估算及整理，Dec. 2022

圖十五：通路及百貨存貨週轉天數



資料來源：Bloomberg、公司財報；永豐投顧研究處估算及整理，Dec. 2022

結論與建議

展望 2023 年，研究處仍不看淡台灣成衣廠營運表現，並認為此次庫存調整週期對台廠獲利受創程度仍可望較 2015、2016 年輕微，主要係因：1) 基於美國消費動能仍佳及庫存仍為較新產品去化較容易，此次庫存調整週期可望較過去幾次週期縮短；2) 美國 FED 了解升息對 CPI 壓抑之滯後性，在經濟數據已有趨緩的情況下，最強勢升息力道已過，1H23 消費仍將受就業環境趨緩而有所壓抑，然在經濟軟著陸機率較高之情況下，消費力大幅受創之風險亦可望降低；3) 4Q21-2Q22 東南亞供應鏈（尤其越南）因疫情中斷，且北美、歐洲需求皆暢旺的情況下，品牌廠、通路商皆迫於因生產瓶頸而臨時增加小型代工廠訂單，而適逢東南亞生產恢復正常、貨運運輸效率亦回到正軌的情況下，小型代工廠將被汰換，此外，觀察歷年品牌廠供應鏈趨勢，大者恆大趨勢不變，對台成衣廠仍相對有利；4) 中國政治干擾、生產成本增高及斯里蘭卡國家破產危機下，供應鏈將持續出走中國及斯里蘭卡，而越南採購比例偏高的情況下，轉單印尼可望為未來幾年品牌廠採購趨勢，儒鴻、聚陽皆有印尼廠可因應品牌廠轉單需求，光隆年底亦將有印尼合資廠上線挹注營收動能；5) 台成衣廠股價自 2Q21 見高後，評價已因市場提前預期獲利見高（或成長幅度趨緩）而大幅下修，股價一路跌至今年 6 月，當時成衣廠評價普遍跌至過往區間下緣位置，股價底部大致確立，多數利空市場已皆有預期；綜上所述，研究處認為 1H23 成衣類股恐仍因客戶庫存去化，營運有所趨緩，而股價走區間振盪格局，目前成衣類股評價仍處區間偏中下緣位置（儒鴻目前 PER 評價 19X，過往區間 PER 16-35X；聚陽目前 PER 評價 18X，過往區間 PER 12-30X；廣越目前 PER 評價 11X，過往區間 PER 9-25X；光隆目前 PER 評價 11X，過往區間 PER 5-17X），若逢股價因大盤修正、或有營收、財報利空發生而有下修，仍建議逢低布局 2H23 營運轉佳行情，考量儒鴻產品組合以運動機能為主，印尼新廠貢獻可望持續挹注營運動能及其客戶為庫存消化能力較佳之品牌，研究處維持買進投資評等，目標價 503 元；光隆成衣訂單能見度長達 2 季，2H23 成衣營收仍可望因新客戶出貨而持續成長，2023 年成衣營收占比提升有助於獲利結構改善及評價提升，維持買進投資評等，目標價 67 元；聚陽近期股價動能強勁，2023 年可望切入日系新品牌，然研究處認為出貨首年對營運挹注恐較為有限，且潮牌訂單流失及休閒品牌客戶占比提升導致產品組合轉變，對獲利結構影響仍需觀察，目前評價已反應多數利多然其股價尚待利空測試，研究處目前維持中立投資建議；廣越過去股價動能於第三季獲利傳統旺季後，股價動能多轉趨緩，研究處建議逢 PER 接近 9-10X 伺機布局，目前維持中立投資建議。

表二：國際品牌廠歷年供應鏈分析

品牌	指標	2018	2019	2020	2021
NIKE	工廠家數	334	329	344	279
	國家數	36	38	33	33
	生產地占比	中國27%、越南22%、泰國10%	中國23%、越南28%、柬埔寨12%	中國19%、越南30%、柬埔寨12%	中國20%、越南26%、柬埔寨16%
UA	供應鍊集中度	生產占比超過10%有一家供應商，前五大合計占比49%	生產占比超過10%有兩家供應商，前五大合計占比48%	生產占比超過10%有兩家供應商，前五大合計占比51%	生產占比超過10%有兩家供應商，前五大合計占比54%
	供應鍊集中度	前五大布供應商合計占49%，位於台灣、馬來西亞、墨西哥、越南及土耳其，成衣及配件有44家供應商，生產基地位於越南、約旦、馬來西亞、柬埔寨及中國，合計占68%產能，前十大供應商生產合計占55%	前五大布供應商合計占42%，位於台灣、中國、馬來西亞、美國及越南，成衣及配件有37家供應商，生產基地位於越南、約旦、馬來西亞、柬埔寨及中國，合計占55%產能，前十大供應商生產合計占52%	前五大布供應商合計占39%，位於台灣、中國、馬來西亞及越南，成衣及配件有50家供應商，生產基地位於越南、約旦、馬來西亞、柬埔寨及中國，合計占68%產能，前十大供應商生產合計占57%	前五大布供應商合計占38%，位於台灣、中國、馬來西亞及越南，成衣及配件有29家供應商，生產基地位於越南、約旦、馬來西亞、柬埔寨及中國，合計占67%產能，前十大供應商生產合計占65%

資料來源：公司年報、永豐投顧研究處整理，Dec. 2022

表三：國際品牌廠歷年供應鏈分析

品牌	指標	2018	2019	2020	2021
GAP	工廠家數	達700家	達800家	達800家	超過250家
	國家數	40	30	30	25
	生產地占比	越南28%、中國21%、其他51%	越南32%、中國16%、其他52%	越南32%、中國16%、其他52%	越南33%、印尼16%、其他51%
LULU	供應鍊集中度	前兩大供應商各占6%	前兩大供應商分別占7%及占6%	前兩大供應商各占7%	前兩大供應商分別占8%及占7%
	工廠家數	成衣：44 布：65	成衣：39 布：76	成衣：40 布：65	成衣：41 布：65
LULU	生產地占比	東南亞58%、南亞21%、中國12%、美洲8%	成衣：越南33%、柬埔寨16%、斯里蘭卡15%、中國9%、台灣2% 布：台灣46%、斯里蘭卡19%、中國14%	成衣：越南33%、柬埔寨20%、斯里蘭卡12%、中國7%、台灣2% 布：台灣45%、中國18%、斯里蘭卡16%	成衣：越南40%、柬埔寨17%、斯里蘭卡11%、中國5%、台灣2% 布：台灣48%、中國19%、斯里蘭卡11%
	供應鍊集中度	前五大供應商合計占60%，最大供應商不超過21%	成衣：前五大供應商合計占56%，最大供應商占17% 布：前五大供應商合計占59%，最大供應商占32%	成衣：前五大供應商合計占59%，最大供應商占17% 布：前五大供應商合計占65%，最大供應商占29%	成衣：前五大供應商合計占57%，最大供應商占15% 布：前五大供應商合計占56%，最大供應商占27%

資料來源：公司年報、永豐投顧研究處整理，Dec. 2022

台北	永豐證券投資顧問股份有限公司 台北市忠孝西路一段 80 號 14 樓 電話：(886-2) 2361-0868	永豐金證券股份有限公司 台北市重慶南路一段 2 號 17 樓 電話：(886-2) 2311-4345
----	---	---

香港	永豐金證券(亞洲)有限公司 香港銅鑼灣新寧道 1 號 7 樓 電話：(852) 2586-8288
----	---

上海	永豐金證券(亞洲)有限公司上海代表處 中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A-2 室 電話：(86-21) 6228-8220
----	---

倫敦	永豐金證券(歐洲)有限公司 6 Lloyds Avenue, London EC3N 3AX, UK 電話：(44-20) 7614-9999
----	---

責任聲明

本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

110 年金管投顧新字第 024 號

SinoPac 投資評等

B：Buy 買進：未來 12 個月該股票表現將優於大盤

N：Neutral 中立：未來 12 個月該股票表現將與大盤一致

S：Sell 賣出：未來 12 個月該股票表現將落後大盤

Analyst Certification:

For each company mentioned in this research report, the respective analyst(s) who cover the company certifies (certify) that all of the views expressed in this research report accurately reflect his (their) personal views about any and all of the subject issuer(s) or securities. The analyst(s) also certifies (certify) that no part of her (their) compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or view(s) in this report.

SinoPac Research Stock Rating System:

Buy: We think the stock will outperform the broader market over the next 12 months.

Neutral: We think the stock will perform in line with the broader market over the next 12 months.

Sell: We think the stock will underperform the market over the next 12 months.

Global Disclaimer:**Important Notice for UK Persons**

This Document may only be issued or passed on to any person in the United Kingdom if that person is of a kind described in Article 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2001 or otherwise pursuant to exemptions to section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000. In addition, no person who is an Authorized Person may issue or pass on this document, or otherwise promote SPSE, to any person in the United Kingdom other than by the rules of the Financial Conduct Authority (FCA) applicable to such Authorized Persons. This Document is confidential and is intended solely for the use of its recipient.

Important Disclosures for U.S. Persons

This research report was prepared by SinoPac Securities Corporation (SinoPac), a company authorized to engage in securities activities in Taiwan. SinoPac is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Rosenblatt Securities Inc, 40 Wall Street 59th Floor, New York, NY 10005, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through SinoPac. Rosenblatt Securities Inc. accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Rosenblatt Securities Inc. and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Ownership and Material Conflicts of Interest

Rosenblatt Securities Inc. or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Rosenblatt Securities Inc, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Rosenblatt Securities Inc. is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication

Compensation and Investment Banking Activities

Rosenblatt Securities Inc. or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither SinoPac nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

SinoPac may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of SinoPac.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by SinoPac with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of SinoPac and SinoPac accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.

SinoPac Securities (Europe) Limited is regulated by the FCA