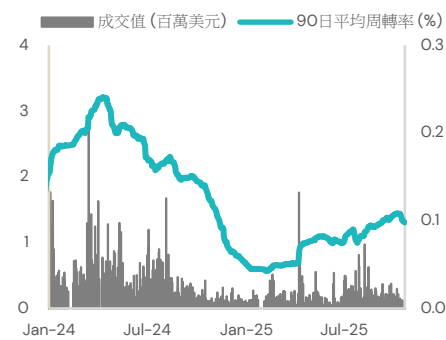


2025/10/23
TruePulse Equity Research
research@truepulsecapital.com

市場數據

股票代號:	8916.TW / 8916 TT
收盤價:	TWD 48.75
52周價格範圍:	TWD 47.3 - 59.9
30天平均交易量(張)	113.5
在外流通股數(百萬)	152.0
外資持股比例(%)	3.06
市值(百萬美元)	237.0

股價表現



財務摘要

新台幣 百萬	2023	2024	2025E	2026E
營業收入	7,708	7,893	8,186	9,402
營業收入年增率(%)	(25.2)	2.4	3.7	14.9
毛利率(%)	17.9	17.3	16.4	17.9
營業利率(%)	7.7	7.3	7.4	8.6
淨利(損)	578	609	464	807
淨利(損)年增率(%)	(37.1)	5.5	(23.8)	73.7
淨利率(%)	7.5	7.7	5.7	8.6
每股盈餘(元)	3.95	4.04	3.07	5.34
每股淨利(元)	37.3	38.6	33.2	35.6
股東權益報酬率(%)	10.3	10.5	8.6	15.5
殖利率(%)	7.4	7.4	6.4	8.9
本益比(x)	12.8	12.1	15.7	9.0
股價淨值比(x)	1.3	1.3	1.5	1.4
股價營收比(x)	1.2	1.2	0.9	0.8
企業價值倍數(x)	13.0	13.3	12.0	9.4

光隆實業

多元布局推動營運擴張，長期配息政策不變

公司介紹

光隆實業成立於1966年，早期以羽絨原料供應起家，現已發展為涵蓋成衣、家紡及保溫材料的多元化製造商。公司善用在羽絨原料上的技術與品質優勢，逐步切入高附加價值的成衣代工與家紡市場，建立完整產品線。透過越南、印尼及即將啟動的孟加拉等海外產能布局，光隆能有效分散地緣政治與關稅風險，提升供應鏈韌性。同時持續導入創新與製程優化，改善毛利結構。公司多年維持嚴謹財務紀律與穩健現金流，已連續11年配發現金股利超過3元，平均配發率逾八成。展望未來，隨成衣與家紡雙引擎持續推進，光隆有望進一步提升全球市場滲透率，並兼顧成長與穩健的營運特色。

重點摘要

功能性外套轉型帶動成長: 光隆自羽絨原料供應商成功轉型為功能性外套領導廠，切入具高複雜度與強季節性的市場。雖初期面臨學習曲線挑戰，但憑藉研發實力與嚴謹品質控管，公司已獲 Burton、mont-bell、Fjällräven 等國際品牌青睞。光隆採用 U-Shape Cell Line 產線模式，具高度靈活性，可快速因應小單、多樣化需求，同時維持穩定獲利水準，形成明顯差異化優勢。此營運模式亦使公司得以承接大型同業常忽略的中型品牌訂單，受惠於長尾效應。近年平均每年新增 3-5 家新客戶，顯示市佔率穩步提升。展望未來，功能性外套將持續驅動成衣業務成長，並鞏固光隆在國際戶外市場的領先地位，奠定長期發展基礎。

成衣營收擴張推動毛利與競爭力: 成衣營收占比已突破五成，成為光隆最重要的成長引擎。過去五年毛利率由低檔提升至約 18%，營益率亦由個位數改善至接近雙位數，獲利結構顯著優化。公司設定 2027 年成衣占比達七成的目標，顯示仍具成長與擴利空間。營運布局方面，越南與印尼廠區受惠美系品牌加速去中化，訂單持續轉移，公司因此受益。特別是印尼與孟加拉產能持續擴張，將進一步提升大單承接能力，並於 FOB 單價上展現成本優勢。同時，公司憑藉雙重彈性，能兼顧高混單小量與規模化訂單需求，使其在全球供應鏈中的競爭力持續強化。整體而言，成衣事業將繼續驅動毛利率提升與營運成長。

家用紡品新增策略客戶: 家紡為光隆除成衣外的另一項成長動能。除與宜得利維持長期合作外，公司於 2024 年底再拓展兩大策略客戶，包括歐洲知名家居品牌與日本日用品龍頭，並已完成首批試單。後續合作洽談預期將擴大品項與出貨規模。三大客戶皆具積極展店與擴張計畫，將持續推動公司家紡業務成長。憑藉多年在材料應用、環保設計與品質管控的經驗，光隆已具備承接高規格需求的能力，並有望在後續採購中取得更大份額。長期而言，家紡事業正由「穩定貢獻」轉為「成長引擎」，不僅強化營收多元性，也降低單一事業波動對整體營運的影響，進一步提升公司競爭韌性。

財務穩健與評價觀察: 2024 年光隆合併營收達 78.9 億元，年增 2.4%；稅後淨利 6.09 億元，年增 5.5%，EPS 4.04 元，淨利率 7.7%，展現獲利韌性。公司已連續 11 年穩定配發現金股利逾 3 元，平均配發率超過八成，現金殖利率維持 6% 以上，反映穩健現金流與持續股東回饋承諾。展望 2025 年，隨成衣與家紡雙主軸持續推進，營運結構有望進一步優化，整體財務體質仍保持健康。根據我們的情境分析，光隆隱含價值區間介於 NT\$48-85 元，基準情境為 NT\$58-69 元，顯示當前市場評價與基本面間仍存差距。整體而言，公司兼具「成長性」、「收益穩定」與「營運韌性」三大特質，長期可持續觀察其在成衣 ODM 滲透率提升與多元化布局下的潛在價值修復空間。

1. 公司概况與關鍵觀察

1.1 公司沿革與發展歷程

光隆實業成立於 1966 年，早期以羽絨原料起家，主要供應寢具及成衣品牌。經過近六十年的發展，公司已成功轉型為具全球製造布局的多元化紡織集團，現階段業務涵蓋「成衣 OEM/ODM」、「家用紡織品」及「羽絨保溫材料」三大領域。在進入成衣產業之初，光隆選擇切入技術門檻最高、製程最複雜的「機能性外套」市場。相較於大量生產的針織或休閒服裝，機能性外套具備更高技術與製造要求：

- 單件成品零組件超過 100 個，製程精度高；
- 對防水、防風、耐候性等工藝要求嚴格；
- 淡旺季明顯，對產能調度與成本控管挑戰極大。

由於進入門檻高且季節性強，市場中多數製造商難以長期維持競爭力。光隆反而在此利基市場找到成長契機，憑藉多年羽絨技術與製程整合能力，逐步建立「高技術、高附加價值」定位。

現任董事長詹賀博先生具科技產業背景，回歸家族事業後，帶領公司聚焦成衣主業，特別是高技術門檻的機能性外套領域。隨著事業基礎逐步穩固，他進一步推動從 OEM 向 ODM 升級，不僅導入產品設計與材料開發能力，更建構完整的一站式製造服務體系，成功將光隆定位為專注機能性外套的整合型合作夥伴。

圖表 1.1：光隆歷史沿革



資料來源：公司資料，好脈資本

1.2 營運架構與事業版圖

光隆的營收結構已顯示出明確的轉型方向，從原本以原料為主，逐步轉向下游高附加價值的成衣製造。

- **成衣 OEM/ODM:** 為公司最大且成長最快速的事業部，主力產品涵蓋機能性外套與戶外休閒服飾，近年更擴展至四季商品，如睡袋、帳篷、針織衫、T-shirt 與 hoodie 等，產品組合日益多元。成衣代工採 Cost-Plus（成本加成）模式為主要定價架構，藉由穩定毛利與成本轉嫁機制，確保獲利穩定度並降低原物料波動影響。成衣營收占比於 2022 年已突破 50%，預期將持續推升整體營運成長動能。
- **家用紡織品:** 以寢具及家居用品為主，雖屬成熟產業但具規模經濟，可與羽絨原料事業形成垂直整合，並穩定貢獻現金流。

羽絨原料: 提供內外部客戶羽絨與保溫材料，包括具防潑水功能的高階羽絨。該部門不僅維持公司在原料端的技術領先，也支撐成衣業務在材料應用上的差異化優勢。

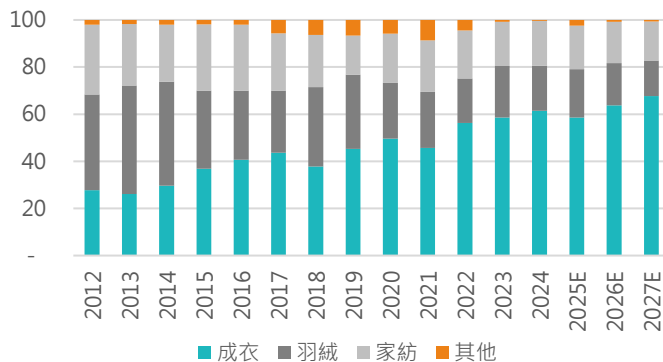
整體而言，光隆的事業結構已逐漸從原料導向轉向品牌與產品導向，形成完整的「從原料到成衣」垂直整合價值鏈。

圖表1.2: 光隆產品概覽



資料來源: 公司資料 · 好脈資本

圖表1.3: 光隆營收占比 (%)



資料來源: 公司資料 · 好脈資本

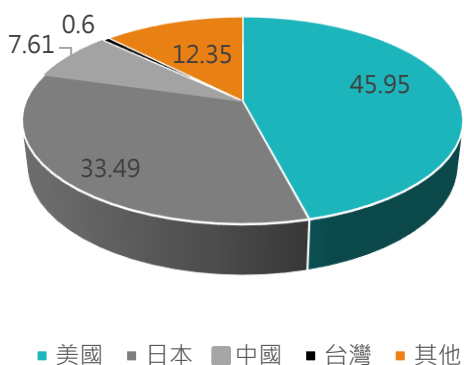
1.3 客戶結構與市場版圖

光隆目前服務對象涵蓋全球主要戶外與休閒品牌，客戶組合多元且分散，降低單一客戶依賴風險。

- **家用紡織品事業:** 主要客戶為日本家具通路龍頭 宜得利，為公司最重要的長期合作夥伴，穩定支撐家紡業務營收。
- **成衣 OEM/ODM 事業:** 長期合作品牌包括美國 Burton、日本 mont-bell 與美國 5.11 Tactical 等，並與 Columbia Sportswear、Marmot、Volcom、Obermeyer、Fjällräven、Mountain Hardwear 與 Spyder 等國際品牌建立合作關係。這些客戶多屬中高階機能性成衣品牌，對品質與交期要求高，充分顯示光隆在高技術門檻、少量多樣生產領域的競爭力。
- **羽絨原料事業:** 主要客戶包括 Nike 等國際運動品牌，顯示公司在全球羽絨供應鏈中仍具重要地位。

目前無單一客戶營收占比超過 15%，整體客戶分布橫跨美國 (約 40%) 與日本 (約 35-40%) 等主要市場，地域分散度高，降低區域及品牌集中風險。

圖表1.4: 光隆銷售區域佔比 (%) 2024



資料來源: 公司資料 · 好脈資本

圖表1.5: 光隆前五大客戶佔比 – 1H25

宜得利 (宜得利)	10% ~ 15%
Burton	10% ~ 15%
Nike	10% ~ 15%
5.11 Tactical	10% ~ 15%
mont-bell	10% ~ 15%

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

1.4 全球產能布局

光隆的製造基地分布於多個國家，並依產品特性與成本結構進行區隔配置，形成多產地、具彈性的供應網絡。

- **台灣:** 總部與樣品開發中心所在地，聚焦產品設計、研發與客戶協作，為公司 ODM 能力的核心據點。
- **越南:** 最大成衣生產樞紐，旗下湄公一二廠、博興廠、烏蒙廠與泰德廠等廠區具備生產貼條外套及其他高階機能性服飾所需的成熟技術與工人結構。
- **中國昆山:** 以羽絨原料加工與家紡製造為主，結合當地完整供應鏈。
- **印尼:** 新興據點，聚焦成本較低的成衣產品，並作為地緣分散配置。
- **孟加拉:** 最新擴建基地，主要生產T恤、帽T等高量低單價商品，享有出口歐洲市場的關稅優惠。

隨著全球產能布局逐步完善，光隆已從傳統 OEM 製造商成功轉型為 ODM 夥伴，具備從產品設計、技術開發到材料採購的一站式能力。此轉型不僅提升客戶黏著度，也使公司在價值鏈中取得更高附加價值，奠定長期競爭優勢。

圖表1.6：光隆產能佈局



資料來源: 公司資料，好脈資本

1.5 結構性成長動能與競爭優勢

光隆實業的長期成長軌跡，建立在多項結構性優勢上，使其展現兼具成長潛力與獲利韌性的營運體質。我們認為，以下五項關鍵驅動因子構成公司中長期成長與競爭優勢的基礎。

• 全球機能性外套市場持續擴張

隨著戶外活動普及與「機能時尚化」趨勢興起，全球機能性外套市場持續穩定成長。除專業運動品牌外，愈來愈多生活休閒品牌亦導入機能服飾元素，使整體市場規模持續擴大。

光隆目前全球市占率仍不到 2%，成長空間可觀。公司策略性聚焦於中高階品牌 (即「長尾品牌」) 市場，這些品牌重視品質、彈性與交期穩定性，但訂單批量較小，大型 OEM 廠商多不願承接。光隆以高靈活度的生產模式與精細的客戶管理服務，成功填補此市場缺口，並在毛利與付款條件上取得相對優勢。

• OEM 向 ODM 轉型：提升附加價值與客戶黏著度

光隆已從傳統 OEM 製造商升級為提供「產品設計、打版開發、材料採購」的一站式 ODM 夥伴。此轉型不僅提升單一客戶的平均貢獻度，也透過共同設計與技術協作深化長期合作關係。

在製造端，公司導入 U 型生產線 (U-shape Cell Line, Toyota Production System)，使小批量、多樣化生產仍能維持經濟效率。此生產體系對機能性外套這類工序繁複、高 SKU 的產品尤為關鍵，成為光隆顯著的製造差異化優勢。

• **成衣產品組合多元化: 降低季節性風險**

除冬季外套外，公司持續拓展成衣產品線至睡袋、帳篷、軍裝制服與針織服飾（如 襯衫、T 恤、帽 T 等）。此舉一方面提高產能利用率，另一方面平滑傳統冬裝業務的淡旺季波動，並藉由不同產品毛利結構的組合，優化整體獲利表現。

• **數位化與智能生產: 效率與成本控管優勢**

光隆是台灣少數早期導入智能生產的紡織企業之一。自 2017 年起，公司持續投資生產數位化與自動化系統，將複雜製程以數據化方式管理，降低人工誤差並提升成本透明度。

此舉有效改善費用結構與營運效率，使營業利益率即使在匯率與關稅逆風下仍保持穩定成長。隨著資料分析與 AI 排程應用深化，預期在工時、布料利用率與能源使用效率上仍有進一步改善空間。

• **家用紡織與業外收益: 穩定現金流與防禦支撐**

除主力成衣事業外，家用紡品部門與業外收益提供公司穩定現金流，形成防禦型收益結構。

這些穩定收入來源支撐公司長期以來的固定股利政策——每年現金股利不低於新台幣 3 元，顯示管理層重視股東報酬，也讓光隆兼具「成長性與防禦性」雙重特質。

整體而言，光隆兼具結構性成長與財務穩健兩大特質。隨著成衣 ODM 業務比重持續提升，公司營收與毛利結構正朝更高附加價值方向轉變；同時，穩定的家紡與非本業收益提供獲利底氣，確保現金流穩健與股利政策延續。

1.6 財務概況

光隆自聚焦成衣事業以來，基本面已呈現結構性改善，顯示策略轉型成效逐步反映於財務表現。短期而言，2025 年獲利雖受暫時性因素影響，但長期營運動能依舊穩健。

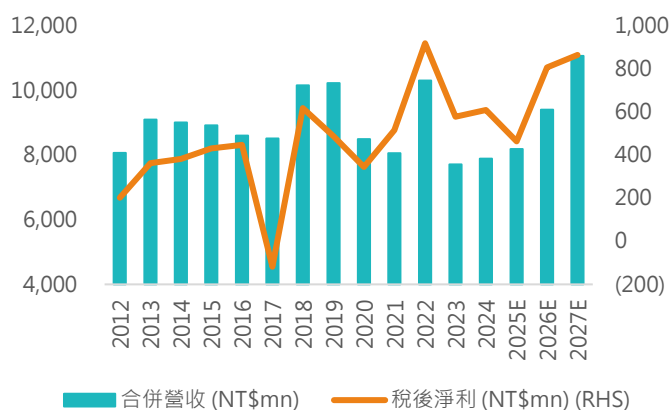
我們預估 2024–2026 年營收年複合成長率約 15.1%，成衣營收占比將自 2024 年的 61% 提升至 2026 年的 64% 以上。2025 年獲利小幅趨緩，主要反映兩項短期干擾因素：

- **美國關稅不確定性:** 2025 年初部分品牌客戶因政策觀望導致訂單延後與出貨時程調整；
- **新台幣急升影響:** 上半年美元資產產生未實現匯兌與評價損失。

若排除此兩項一次性因素，營運表現仍維持穩健。隨匯率回穩與美國關稅政策明朗化，預期自 2025 年下半年起逐步回升，2026 年營運可望全面恢復正常化。

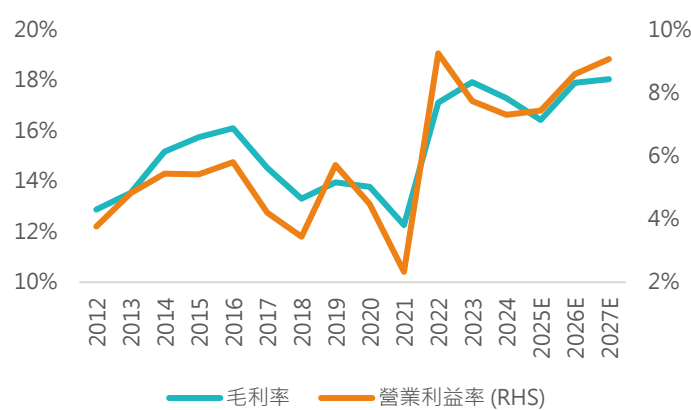
營業利益率預期將自 2024 年的 7.3% 擴張至 2026 年的 8.6%，主因 ODM 貢獻提升、數位化帶來效率改善，以及生產規模效益顯現。淨利表現預估於 2026 年明顯回升，2027 年有望再創新高。

圖表1.7: 光隆合併營收及稅後淨利趨勢



資料來源: 公司資料 · 好脈資本

圖表1.8: 光隆毛利率及營業淨利率趨勢



資料來源: 公司資料 · 好脈資本

圖表1.9 :光隆財務概況與主要假設

營收占比 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成衣	58.56	61.44	58.60	63.78	67.69
羽絨	21.85	19.23	20.50	17.85	15.15
家紡	18.84	18.95	18.44	17.66	16.49
其他	0.75	0.39	2.46	0.72	0.67
(NT\$mn)					
合併營收	7,708	7,893	8,186	9,402	11,073
營業毛利	1,382	1,365	1,345	1,683	1,998
營業利益	597	577	609	809	1,005
業外收益	149	165	(36)	171	48
稅前淨利	746	742	573	980	1,053
稅後淨利	578	609	464	807	864
每股盈餘 (NT\$)	3.9	4.0	3.1	5.3	5.7
財務比例					
毛利率	17.9%	17.3%	16.4%	17.9%	18.0%
營業費用率	10.2%	10.0%	9.0%	9.3%	9.0%
營業利益率	7.7%	7.3%	7.4%	8.6%	9.1%
稅前淨利率	9.7%	9.4%	7.0%	10.4%	9.5%
稅後淨利率	7.5%	7.7%	5.7%	8.6%	7.8%
年增長率 (YoY)					
合併營收	-25.2%	2.4%	3.7%	14.9%	17.8%
營業毛利	-21.6%	-1.2%	-1.5%	25.2%	18.7%
營業淨利	-37.4%	-3.4%	5.5%	32.9%	24.3%
稅後淨利	-37.1%	5.5%	-23.8%	73.7%	7.1%
每股盈餘 (NT\$)	-42.6%	2.5%	-24.0%	73.7%	7.1%

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

1.7 估值摘要與同業比較

為了解光隆於同業中的相對定位，我們參考台灣主要紡織製造廠（儒鴻、聚陽、廣越、振大環球）及國際 OEM/ODM 同業（Youngone、申洲國際），並輔以全球戶外成衣品牌（adidas、VF Corp、Moncler、Canada Goose）之市場水準作為比較基準。

根據目前市場交易水準，光隆 2026 年預估本益比約 9.0 倍，明顯低於台灣同業平均約 14~15 倍及國際品牌群平均約 19 倍，顯示評價仍偏保守。我們認為，公司目前相較同業的估值落差，主要反映以下三項因素：

- 市場認知仍偏向傳統產業定位：投資人多仍將光隆視為羽絨材料循環產業成員，尚未完全反映其成衣 ODM 業務的結構性轉型；
- 市場能見度有限：相較儒鴻、聚陽或申洲等大型同業，公司外資與賣方研究覆蓋度仍偏低；
- 市值規模與季節性因素：公司市值相對較小，加上機能性外套具明顯季節特性，使股價流動性與估值穩定度受限。

圖表1.10 :光隆市場評價與同業比較

	市值 (US\$mn)	EPS CAGR 2024-2026E	本益比 (x)			股價淨值比 (x)			股東權益報酬率 (%)			殖利率 (%)		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
台灣紡織同業														
光隆	237	15.1%	12.0	15.7	9.0	1.3	1.5	1.4	10.5	8.6	15.5	7.4	6.4	8.9
廣越	237	15.3%	18.2	18.5	13.7	0.9	0.7	0.7	4.8	6.8	-	4.5	9.0	-
儒鴻	3,894	-2.5%	18.1	23.4	19.0	4.2	4.1	3.9	24.3	18.4	22.5	3.9	3.3	3.7
聚陽	2,297	-4.7%	17.2	20.3	18.9	4.8	5.2	4.9	27.2	24.9	26.8	6.0	4.8	4.5
振大環球	562	12.7%	18.7	19.6	14.7	3.5	3.3	3.1	19.7	14.2	18.9	3.2	3.0	4.3
平均		7.2%	16.8	19.5	15.1	2.9	3.0	2.8	17.3	14.6	20.9	5.0	5.3	5.4
國際紡織同業														
Youngone	1,800	2.9%	6.1	6.8	5.7	0.7	0.7	0.6	7.9	9.9	10.8	2.3	2.5	2.8
申洲國際	13,224	6.9%	15.1	14.6	13.2	2.6	2.4	2.2	18.2	17.3	17.6	3.7	4.1	4.5
平均		4.9%	10.6	10.7	9.5	1.7	1.5	1.4	13.0	13.6	14.2	3.0	3.3	3.7
台灣製鞋同業														
豐泰	4,212	3.2%	22.1	24.3	20.8	4.8	4.9	4.6	23.3	20.3	23.1	3.9	3.4	3.8
鈺齊	675	28.2%	15.1	12.8	9.2	1.4	1.4	1.3	10.4	11.3	14.9	4.8	4.7	6.2
來億	1,938	6.6%	15.6	18.0	13.8	2.4	2.3	2.1	18.9	14.0	16.3	3.8	3.4	4.1
志強	759	8.2%	14.6	16.2	12.5	1.5	1.6	1.5	11.1	9.1	11.4	5.3	5.4	6.2
中傑	460	-27.5%	8.3	15.2	15.8	1.2	1.1	1.2	18.7	7.5	8.4	6.6	2.7	3.3
平均		3.7%	15.2	17.3	14.4	2.3	2.3	2.1	16.5	12.5	14.8	4.9	3.9	4.7
國際戶外成衣品牌														
adidas	39,430	59.4%	44.4	24.8	17.5	6.2	5.0	4.4	15.3	22.2	27.4	1.1	1.5	2.2
Columbia Sportswear	2,989	-11.5%	13.4	16.8	17.1	1.7	1.7	1.6	12.0	10.0	9.7	2.2	2.2	2.3
V.F. Corporation	6,207	n.a.	-	25.9	17.3	3.7	3.8	3.1	10.2	17.3	20.8	2.3	2.3	2.3
Canada Goose	1,300	26.9%	25.1	19.4	15.6	3.7	3.3	3.1	18.3	16.7	12.5	-	-	-
Moncler	16,889	0.5%	22.7	24.2	22.5	4.0	3.8	3.5	18.8	16.3	16.4	2.4	2.2	2.3
Amer Sports	17,547	193.6%	241.7	36.5	28.0	3.5	3.2	2.8	3.2	8.6	10.3	-	-	-
平均		53.8%	69.4	24.6	19.6	3.8	3.5	3.1	9.6	15.2	16.2	2.0	2.1	2.3

資料來源: 公司資料 · Capital IQ · 好脈資本

我們認為，2025 年獲利雖因短期關稅與匯率干擾而出現暫時回檔，但不改其中長期成長結構。隨 ODM 比重持續提升與數位化深化，營運效率與毛利率預期將逐步回升。公司多年維持穩定現金股利政策（每股至少 3 元），提供約 6–7% 殖利率下檔保護，顯示現金流穩健與股東回饋承諾。此外，全球多產地布局與業外收益挹注，進一步強化現金流穩定度與防禦性，使估值具備長期修復空間。

綜合我們的情境分析，光隆的隱含價值區間落在新台幣 48–85 元之間，基準情境為 58–69 元，較現價約有 20–43% 的差距。整體而言，光隆兼具「成長」、「收益」與「防禦」三大特性，現行市場評價尚未充分反映其中長期潛力。

圖表1.11：光隆隱含價值情境分析

情境假設	採用本益比倍數	隱含價值區間 (NT\$)	關鍵假設
保守情境 (Bear Case)	9–10 倍	48–53 元	匯率持續波動、成衣需求平緩
基準情境 (Base Case)	11–13 倍	58–69 元	匯率正常化、ODM 滲透率提升
樂觀情境 (Bull Case)	14–16 倍	74–85 元	成衣占比超過 70%、家紡新客戶貢獻顯著

資料來源：公司資料，好脈資本

1.8 風險與挑戰

儘管光隆的結構性轉型已逐步成形，仍需關注若干潛在風險與外部變數：

- **匯率波動風險：**公司逾 70% 營收來自出口市場，短期獲利對新台幣升貶度高度敏感。雖管理層已透過自然避險與持有美元資產部分緩解風險，但若台幣快速升值，年度毛利率仍可能壓縮 0.5–1 個百分點。
- **客戶集中與季節性波動：**前五大客戶約占營收 40%，若主要品牌調整出貨時程或庫存水位，單季業績可能波動。
- **貿易政策不確定性：**生產據點遍及越南、印尼、中國與孟加拉，仍受美歐關稅及貿易政策變化影響，恐改變客戶採購配置或下單需求。
- **人工成本與製造效率：**區域薪資上升與複雜製程成本壓力並存，公司須持續透過自動化與精實製造維持競爭力。
- **原料價格波動：**羽絨等原料占營收約 25–30%，若因氣候或禽流感造成價格上漲，毛利率可能受壓。
- **業外收益波動：**公司部分穩定配息來業外收益、不動產收入，若市場波動或資產評價變動，短期獲利可能受影響。

整體而言，光隆憑藉多產地布局、穩健財務結構與強勁現金流，具備良好防禦力。但在外部宏觀與政策環境仍具不確定性的情況下，短期估值波動仍須持續關注。

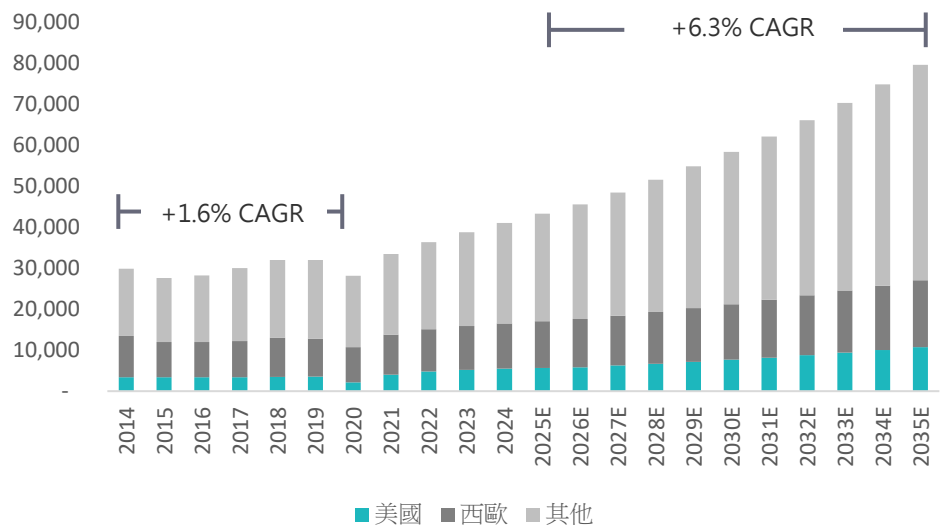
2. 產業與公司展望

2.1 全球機能性外套產業：高門檻利基市場下的長線成長契機

機能性外套屬於成衣產業中技術門檻最高、供應鏈整合度最深的細分市場之一，長期受惠於「戶外運動普及化」與「功能性時尚化」的雙重趨勢。近年全球消費者對防水、防風、透氣等高機能服飾的需求快速增加，品牌端也加速推出可跨季節穿著的產品線，以延長銷售週期並提升單店效益。

根據 Euromonitor 與 OIA 等資料，全球戶外服飾市場預計 2025–2035 年年複合成長率 (CAGR) 約 6.3%，明顯高於 2014–2019 年的 1.6%。其中高階機能性外套市場增速略高於整體平均，顯示消費者對高附加價值產品的需求持續增強。東協與南亞市場因具備勞動成本與貿易關稅優勢，正逐步取代中國成為全球主要製造基地。

圖表2.1 :全球戶外服飾市場規模 (US\$ mn)



資料來源: Euromontior, Statista, OIA, 公司資料, 好脈資本

以產值估算，目前全球機能性外套 OEM/ODM 產業仍高度分散，光隆目前市占約 1.8%，仍處於具高成長潛力的低基期階段。隨品牌對供應鏈穩定性、品質一致性與 ESG 溯源管理要求提升，中型高品質製造商的市場空間正快速擴大。根據我們的市占率敏感度分析，若光隆能進一步提升 1 個百分點的全球市占率，成衣事業營收將有機會出現超過四成以上的成長，顯示公司在全球市場中具備高度的槓桿效應與結構性成長潛能。

圖表2.2:光隆在戶外成衣製造的全球市佔率(2024)

2024年全球戶外成衣市場 (US\$MN)	41,044
2024年全球戶外成衣製造市場 (US\$MN)	9,121
2024年光隆成衣事業營收(US\$MN) (US\$1 : NT\$30)	161.6
光隆2024年全球市佔率 (光隆2023年全球市佔率:1.60%)	1.8%

資料來源: 公司資料, 好脈資本

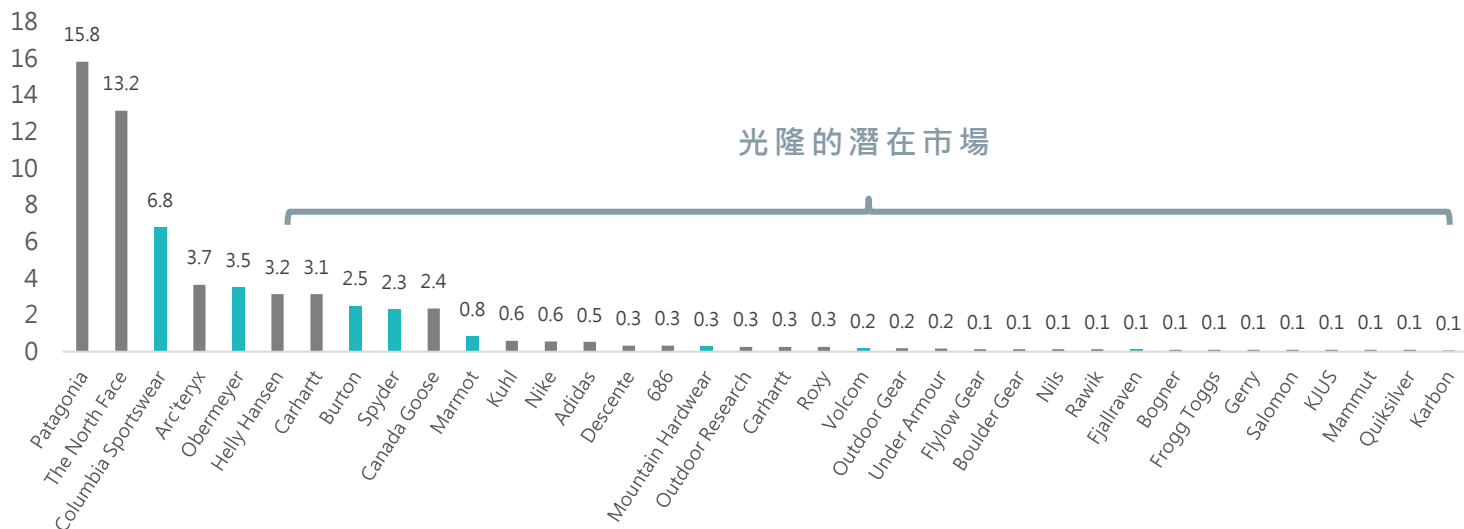
圖表2.3: 光隆營收成長敏感度分析

市佔率	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
預期的成衣事業營收 (US\$m)	182	228	274	316	365	410	456
光隆的成衣事業營收成長率	12%	41%	70%	96%	126%	153%	182%

資料來源: 公司資料, 好脈資本

光隆的優勢在於其「中高階品牌」及「長尾客戶」定位策略。相較多數大型同業集中爭取 Patagonia、Arc'teryx、The North Face、等前段品牌訂單，光隆選擇深耕中型與地區型品牌市場。這些品牌雖規模較小，但對製造夥伴依賴度高，願意提供更佳的毛利與付款條件。公司憑藉彈性接单與小批量多樣化生產能力，有效填補大型同業不願承接的市場空白。

圖表2.4: 全球戶外品牌市佔率 (2023)



資料來源: Euromonitor, Switch Back Travel、公司資料、好脈資本

註: 綠色代表光隆既有客戶

此外，公司導入以 Toyota 生產理念為基礎的「U 型產線」(U-shape Cell Line)，提升生產彈性與作業效率，進一步鞏固其在高複雜度機能服飾製造領域的競爭優勢。

我們認為，全球機能性外套產業具備長線成長動能，而光隆憑藉深厚技術能力與靈活製造模式，有望持續擴大中高階品牌市場滲透率，成為「長尾市場成長」的主要受惠者。

圖表2.5: 光隆豐田式生產線



資料來源: 公司資料、好脈資本

圖表2.6: 豐田式生產線優勢 vs. 吊掛式

	光隆	其他大型戶外機能服飾製造商
生產模式	豐田式 U型產線	吊掛式
優勢	產線彈性大 小批量 (1,600-1,800 件) 即可有生產效益	產線彈性小 需大批量才可生產效益
產品	多品項 羽絨衣、滑雪服、睡袋、貼條外套(主要用於戶外)	以單一品項為主
目標客戶	專注高端、高性能的戶外品牌	專注於最大的品牌客戶
商業模式	少量多樣，一站購足	單一品項，規模生產

資料來源: 公司資料、好脈資本

2.2 成衣業務擴張：產品組合優化帶動結構性毛利提升

光隆的營運重心正逐步由羽絨與家用紡品轉向成衣事業，成為公司中長期成長的主要動能。2024 年成衣事業已貢獻合併營收 61%，營業利益占比達 72%，管理層目標於 2027 年提升至約 70%，顯示公司對該事業長期潛力的高度信心。

成衣事業具備公司三大事業中最高毛利率水準（約 18–20%），優於家用紡品（14–19%）與羽絨材料（12–14%）。此結構性優勢使成衣事業比重提升不僅帶來規模成長，更直接推動整體獲利率上升。

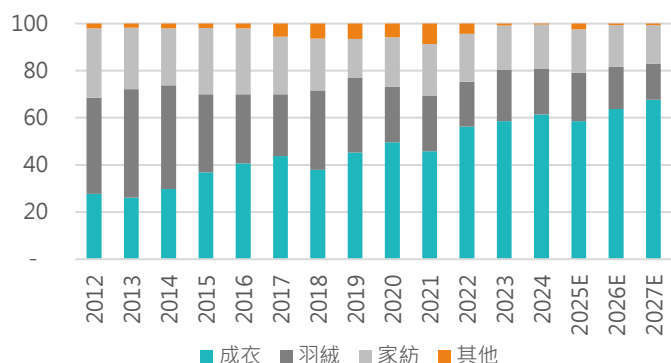
為強化與客戶合作深度，公司積極擴大產品線，由過去以 Gore-Tex 與貼條外套為主的高機能產品，逐步延伸至羽絨外套、合成纖維保暖衣、睡袋、帳篷、針織衫及制服等多元品項。此舉不僅能滿足客戶全年採購需求，也降低產品季節性波動對營收的影響。

另一方面，公司正由傳統 OEM（代工製造）逐步轉型為 ODM（設計代工）模式，除參與設計與打樣外，亦在材料開發與供應鏈管理上扮演更積極角色。此轉型帶來兩項關鍵效益：

- **提升附加價值與毛利率:** ODM 模式反映公司設計與技術能力，議價能力顯著高於純 OEM；
- **強化客戶黏著度:** 深度參與產品開發流程，提升客戶轉換供應商難度，建立長期合作關係。

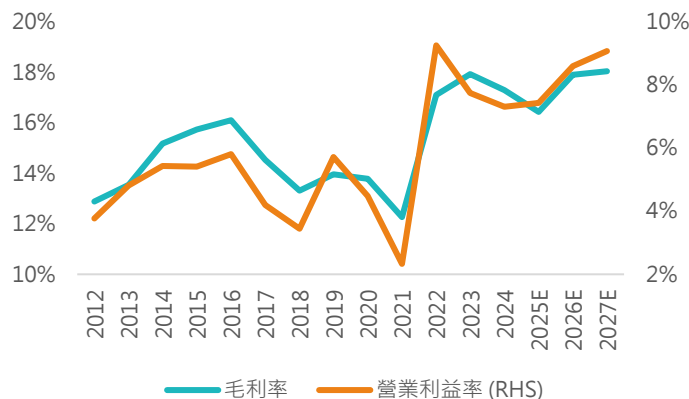
綜合來看，隨著成衣事業比重提升、產品組合多元化以及 ODM 化進程推進，光隆的獲利結構正朝向更高附加價值與更佳營運效率方向發展。此策略不僅支撐短期營運動能，也為公司建立長期具資本效率的成長模式。

圖表2.7:光隆營收占比 (%)



資料來源: 公司資料, 好脈資本

圖表2.8: 光隆毛利率及營業淨利率趨勢



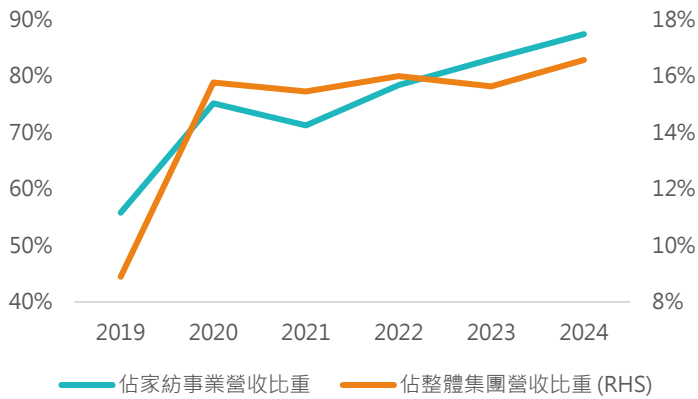
資料來源: 公司資料, 好脈資本

2.3 家用紡品事業：受惠於宜得利全球擴張，展現穩定成長動能

雖然成衣事業是光隆近年主要成長引擎，但家用紡品部門仍具長期策略價值與穩定貢獻。該事業主要由與日本家具通路龍頭宜得利長達二十年以上的合作關係所支撐，2024 年貢獻合併營收約 17%，占家用紡品營收約 87%。過去五年（2019–2024）此業務年複合成長率（CAGR）達 6.8%，顯示其具備穩健且具韌性的成長基礎。

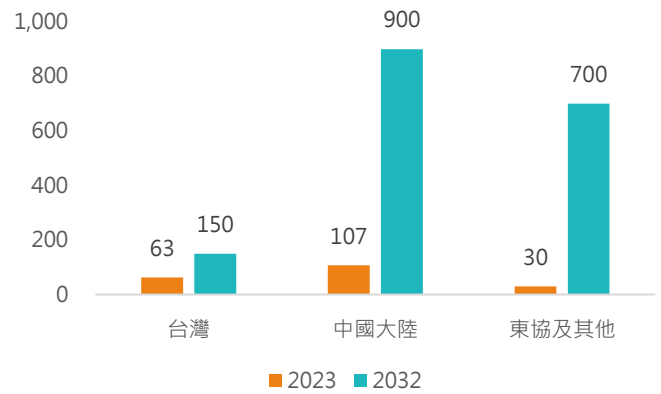
宜得利於 2022 年啟動全球化擴張計畫，目標於 2032 年前將門市數由 902 間提升至 3,000 間。光隆作為其長期核心供應商，隨著宜得利海外據點持續增加（特別在東南亞及北美市場），公司有望持續受惠於其國際布局帶來的訂單成長與產能利用率提升，成為穩定貢獻營收的關鍵驅動。

圖表2.9: 宜得利佔光隆營收比重 (%)



資料來源: 公司資料, 好脈資本

圖表2.10: 宜得利集團展店目標



資料來源: 宜得利, 公司資料, 好脈資本

除宜得利外, 光隆近年亦積極開發其他國際零售通路客戶。雖公司未公開具體名稱, 但市場了解已包括:

- 一家歐洲領先的居家用品品牌, 年營收逾 250 億歐元、全球據點超過 400 間;
- 一家日本大型日用品零售商, 年營收逾 5,000 億日圓、門市數超過 1,000 間。

目前上述新客戶均已完成驗廠與供應商註冊流程, 並開始小量試產出貨, 部分產品線已進入擴大合作洽談階段。顯示光隆的家用紡品客戶結構正逐步由單一客戶主導轉向多元化, 未來有望成為公司第二條具潛力的成長曲線。整體而言, 家用紡品雖具一定季節性, 但波動幅度低於機能性成衣。公司於台灣及越南設有專用產線, 確保該業務成長不排擠成衣產能。此事業不僅提供穩定現金流與產能利用率, 也為公司中長期發展增添結構性成長契機, 進一步強化整體營運韌性與防禦力。

2.4 數位轉型與智慧工廠：效率結構性提升的關鍵引擎

光隆是紡織產業中少數早期導入智慧製造與數位化生產管理的廠商之一。相較於多數同業仍依賴勞力密集的傳統模式, 公司自 2019 年起推動多階段數位轉型藍圖, 目標在於建立具持續競爭優勢的生產體系, 實現長期營運效率的結構性改善。

公司智慧製造路線圖分為四個階段:

1. 可視性 (Visibility): 建置即時產線資訊回報系統, 整合生產、物流與排程管理, 確保各環節透明可控;
2. 透明性 (Transparency): 導入部分製程自動化、異常警示與大數據分析, 提升品質追蹤與製程一致性;
3. 預測性 (Predictability): 進行設備預防維護、耗材壽命監控、AI 智能排程及能源使用監測, 降低停工與浪費;
4. 適應性 (Adaptability): 全面整合生產與銷售資訊系統, 導入 AI 品質預測與綠能工廠管理, 邁向世界級成衣製造標準。

這項轉型對光隆尤為關鍵。以產業工程角度觀之, 機能性外套的單件標準工時普遍高於一般服飾, 製程往往超過百道工序。若缺乏即時監控與自動化協同, 將顯著拉高成本與不良率。透過數位化與 AI 驅動的生產管理, 光隆得以在維持高品質的同時提升人均產出, 兼顧彈性與成本效率。

公司多年在智慧工廠領域的投入已開始反映於獲利結構。近年即使面對區域薪資上升與原料價格波動，光隆的營業利益率仍穩定上升，顯示早期導入數位轉型的正向成效。展望未來，隨 AI 排程、能源管理與智能品質控制系統進一步深化，營運效率與獲利率仍有持續提升空間，預期將成為公司中長期成長與獲利能力的核心驅動力。

圖表2.11 : 光隆智慧工廠布局



資料來源: 公司資料，好脈資本

3. 財務表現與預測

3.1 歷史營運表現 (2012–2024)

過去十年間，光隆實業的營運結構歷經重大轉型。2012年，公司營收仍以羽絨原料（41%）及家用紡品（30%）為主，成衣僅占不到三成；至2024年，成衣比重已超過61%，顯示公司成功完成向高附加價值成衣OEM/ODM的策略轉型。此結構變化不僅提升整體毛利率，也顯著改善盈餘品質，使公司在面對多次外部衝擊與一次性事件時仍展現營運韌性。

2017–2019：火災事件與重建復甦

2017年越南廠火災短暫影響生產，但公司於2018年認列約新台幣3.1億元保險理賠與資產處分收益。若排除此一次性項目，2019年淨利仍年增逾50%，顯示成衣主導營運模式的復甦力道強勁。

2020–2021：疫情衝擊期

2020–2021年受全球疫情影響，供應鏈受阻且需求疲弱。2021年因處分股權及不動產認列約新台幣5億元業外收益，使當年淨利偏高，但本業仍受疫情壓抑。

2022：高峰年度

2022年營收達新台幣103億元、營業利益9.54億元，創歷史新高。主要驅動包括：

- 成衣ODM年增57.3%，首次突破整體營收50%；
- 羽絨毛利率由5%回升至13%，由虧轉盈；
- 認列匯兌收益約1.3億元。

該年度業績受疫情後補庫存及延後出貨集中效應推升，屬一次性高峰，並非年度常態。

2023–2024：回歸常態、結構更穩

2023–2024年營收回落至約新台幣79億元，但營運結構顯著優於2018年前。受惠於成衣占比提升、數位化導入與營運紀律加強，2024年毛利率維持約17%、營業利益率7.3%，相較十年前（13%、3–4%）明顯改善。每股盈餘（EPS）達新台幣3.9元，反映後疫情時期的新常態獲利基礎。

3.2 財務預測與近期表現 (2025–2027E)

我們預估光隆2024–2027年合併營收年複合成長率（CAGR）約17.9%，至2027年將達新台幣110億元。主要成長動能來自成衣事業擴張，並由家用紡品穩定貢獻支撐整體規模。

- 成衣事業：占比預期自2024年的61%提升至2027年的67%，成長動能來自現有客戶滲透深化、每年新增3–4家新客戶，以及產品組合擴展至睡袋、帳篷、針織服及制服等品項。
- 羽絨事業：占比由19%下降至15%，反映該部門屬成熟產業，策略重心下降。
- 家用紡品事業：維持16–18%占比，以日本宜得利為核心，並新增歐洲及日本大型零售通路試單機會，長期具上行潛力。

獲利結構預期持續改善：

- 毛利率自2024年的17.1%升至2027年的18.0%，主因成衣比重提升與ODM化深化；
- 營業利益率由7.3%提升至約9.1%，反映智慧工廠效益及營運槓桿；
- 淨利率由7.7%上升至7.8%。

每股盈餘（EPS）預估將由2024年的3.9元增至2027年的5.7元，年複合成長率約12.2%，成為台灣成衣代工族群中獲利成長速度最快的公司之一。

圖表3.1 :光隆財務概況與主要假設

營收占比 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成衣	58.56	61.44	58.60	63.78	67.69
羽絨	21.85	19.23	20.50	17.85	15.15
家紡	18.84	18.95	18.44	17.66	16.49
其他	0.75	0.39	2.46	0.72	0.67
(NT\$m)					
合併營收	7,708	7,893	8,186	9,402	11,073
營業毛利	1,382	1,365	1,345	1,683	1,998
營業利益	597	577	609	809	1,005
業外收益	149	165	(36)	171	48
稅前淨利	746	742	573	980	1,053
稅後淨利	578	609	464	807	864
每股盈餘 (NT\$)	3.9	4.0	3.1	5.3	5.7
財務比例					
毛利率	17.9%	17.3%	16.4%	17.9%	18.0%
營業費用率	10.2%	10.0%	9.0%	9.3%	9.0%
營業利益率	7.7%	7.3%	7.4%	8.6%	9.1%
稅前淨利率	9.7%	9.4%	7.0%	10.4%	9.5%
稅後淨利率	7.5%	7.7%	5.7%	8.6%	7.8%
年增長率 (YoY)					
合併營收	-25.2%	2.4%	3.7%	14.9%	17.8%
營業毛利	-21.6%	-1.2%	-1.5%	25.2%	18.7%
營業淨利	-37.4%	-3.4%	5.5%	32.9%	24.3%
稅後淨利	-37.1%	5.5%	-23.8%	73.7%	7.1%
每股盈餘 (NT\$)	-42.6%	2.5%	-24.0%	73.7%	7.1%

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

3.2.1 2025 年上半年營運概況

光隆 2025 年上半年合併營收達新台幣 41.0 億元 (年增 1.8%)，營業利益 2.72 億元 (年減 18%)，營業利益率 6.6%。稅後淨利 1.53 億元 (年減 61.4%)，EPS 為 1.00 元。淨利大幅下滑主要反映第二季新台幣急升造成美元資產評價損失。

第二季重點摘要:

- 營收 24.3 億元 (年減 3.4%、季增 45.7%)；
- 營業利益 2.39 億元 (年減 13.5%、季增 606%)，營業利益率 9.8%；
- 稅後淨利 1.01 億元 (年減 58.9%)，EPS 0.67 元。

雖受匯兌逆風影響，公司本業營運仍展現韌性。三大事業單位第二季毛利率皆略為下滑，但成衣毛利仍達 20.4%，家用紡品年增 17%，主要受日本客戶訂單支撐。功能性產品 (貼條外套與高階睡袋) 出貨比重升至 70%，顯示光隆在高附加價值產品線的競爭優勢持續鞏固。

展望後續，公司預期匯率壓力將逐步緩解，新台幣自第三季起已出現貶值跡象，可望回沖第二季約 1.14 億元的評價損失。全年成衣營收仍可望優於 2024 年水準，主因訂單回穩與美國針對越南、印尼關稅政策較預期溫和。管理層亦重申，2025 年下半年毛利率與營業利益率將優於上半年，受惠於成衣比重提升與費用控管到位。

圖表3.2 :光隆財務概況與主要假設 (季度)

營收占比 (%)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
成衣	51.34	60.86	66.41	53.26	55.84	65.28	70.00	61.39
羽絨	27.63	25.90	13.68	15.16	24.03	22.23	11.54	13.98
家紡	20.28	12.53	19.32	23.30	19.41	11.82	17.92	23.64
其他	0.75	0.71	0.58	8.28	0.72	0.67	0.54	0.99
(NT\$mn)								
合併營收	1,668	2,430	2,165	1,922	1,918	2,832	2,567	2,085
營業毛利	231	411	411	293	297	558	493	335
營業利益	34	239	235	101	81	352	268	107
業外收益	37	(114)	8	33	78	49	30	14
稅前淨利	71	125	244	134	159	401	299	122
稅後淨利	51	101	201	111	130	330	246	101
每股盈餘 (NT\$)	0.34	0.67	1.33	0.73	0.86	2.18	1.63	0.66
財務比例								
毛利率	13.8%	16.9%	19.0%	15.2%	15.5%	19.7%	19.2%	16.1%
營業費用率	11.8%	7.1%	8.1%	10.0%	11.3%	7.3%	8.7%	10.9%
營業利益率	2.0%	9.8%	10.9%	5.2%	4.2%	12.4%	10.5%	5.2%
稅前淨利率	4.3%	5.1%	11.2%	7.0%	8.3%	14.1%	11.6%	5.8%
稅後淨利率	3.1%	4.2%	9.3%	5.8%	6.8%	11.7%	9.6%	4.8%
年增長率 (YoY)								
合併營收	10.4%	-3.4%	-2.5%	16.8%	14.9%	16.5%	18.6%	8.4%
營業毛利	-6.2%	-11.9%	3.3%	14.5%	28.8%	35.9%	19.9%	14.6%
營業淨利	-40.1%	-13.5%	21.5%	98.4%	140.0%	47.5%	14.0%	6.5%
稅後淨利	-65.4%	-58.9%	44.2%	47.6%	153.2%	226.1%	22.5%	-9.3%
每股盈餘 (NT\$)	-65.7%	-59.1%	45.6%	47.1%	153.2%	226.1%	22.5%	-9.3%

資料來源: 公司資料, 好脈資本

3.2.2 業外收益：提升獲利韌性與現金穩定性

光隆的財務結構具備高度防禦性，業外收益在整體獲利與股利政策中扮演穩定支撐角色。詹賀博董事長強調，公司除積極推動成衣 ODM 擴張外，也維持多元化的業外收入來源，以平衡產業循環波動、強化現金流能見度。

主要貢獻來源包括：

- 不動產租金收益：台灣及日本之商辦及旅宿資產每年可提供約新台幣 4,800 萬元穩定現金流；
- 不動產開發案：部分案件於 2025 下半年交屋，預期貢獻 EPS 約 0.25–0.35 元；
- 資產循環管理：公司維持嚴謹的資產周轉紀律，於時機合宜時處分資產，加速現金回收。

這些業外收益雖非主業，但能有效平滑獲利波動、支撐現金股利穩定發放。相較多數僅依賴本業獲利的同業，光隆的財務模式更具韌性與防禦性，為投資人提供上檔成長與下檔保護。

3.3 股利政策與股東報酬

光隆長期維持穩定且可預期的股利政策，反映管理階層對股東報酬的一貫重視。詹賀博董事長上任後，將每股現金股利新台幣 3 元視為「保底」，即使在景氣循環或匯率波動期間亦未曾低於此水準。

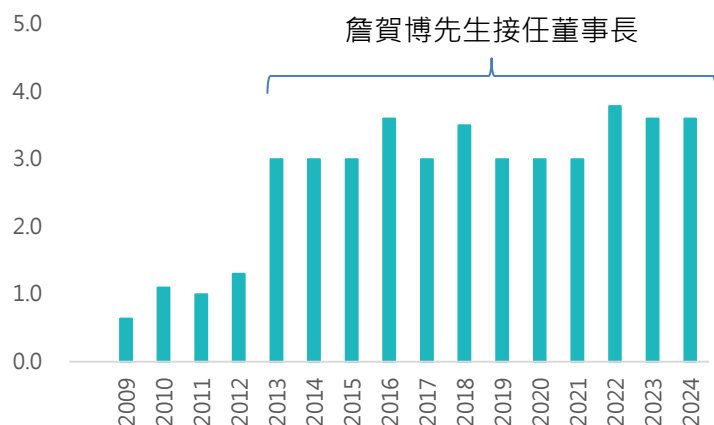
政策核心理念為：「獲利可能隨景氣波動，但股東報酬不應因此犧牲。」此舉提供投資人穩定下檔保護與長期回報能見度。

- 股利穩定度：2013–2024 年間每股現金股利皆超過 3 元，2022 年達 3.79 元。

- 配息率：過去十年平均配息率約 75%，顯示管理階層願將多數盈餘回饋股東。
- 現金殖利率：介於 5–7% 之間，較多數中型製造同業具吸引力。
- 資本支出紀律：儘管持續投資數位化與海外產能（資本支出占營收比約 3–5%），仍穩定維持股利水準，反映良好的現金流管理。

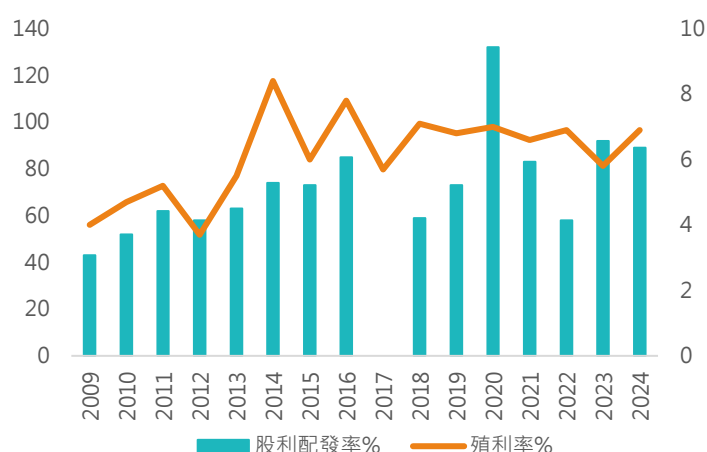
展望未來，公司目標為隨獲利成長逐步提高股利水準，但整體配息哲學仍以「穩定優先、成長其次」為原則。憑藉成衣 ODM 高可見度的獲利模式與穩定的業外收益來源，光隆具備長期維持穩健配息的條件。

圖表 3.3: 光隆歷史股利發放 (NT\$)



資料來源: 公司資料，好脈資本

圖表 3.4: 光隆歷史配發率及殖利率



資料來源: 公司資料，好脈資本

4. 評價與情境分析

4.1 評價架構

我們採用同業比較法為主要評價依據，核心指標以 2025–2026 年預估本益比 (Forward P/E) 為主，輔以 P/B 及現金殖利率交叉檢驗。由於光隆正加速轉型為高毛利的成衣 ODM 業務，本益比最能反映其獲利潛力與市場評價修復空間；而殖利率則是評價的重要補充角度，特別考量公司多年維持固定股利政策。

同業比較組合涵蓋：

- 台灣紡織製造同業：儒鴻、聚陽、廣越、振大環球。
- 國際紡織製造同業：Youngone、申洲國際。
- 台灣鞋類代工同業：豐泰、鈺齊、來億、志強、中傑。
- 全球戶外品牌：adidas、Columbia Sportswear、VF Corp、Canada Goose、Moncler、Amer Sports。

此架構兼顧地區與產業屬性，具備完整比較代表性。

評價結果摘要如下：

- 光隆目前 2026E 本益比僅約 9.0 倍，明顯低於台灣紡織同業平均 15.1 倍及全球戶外服飾品牌平均 19.6 倍；即便與鞋類 OEM 同業 (約 14.4 倍) 相比，仍存在顯著折價。
- P/B 僅 1.4 倍，相對同業平均 2.8 倍偏低，即使 ROE 表現相近。
- 現金殖利率約 6.4% (2025E)，明顯優於同業平均 3–5%，反映公司固定每股 3 元的股利政策。

基本面指標比較：

- EPS 年複合成長率 (2024–2026E) 約 15.1%，為同業中成長最快者之一。
- ROE 預期至 2026 年回升至約 15.5%，與產業平均相當，但仍低於成衣同業儒鴻與聚陽 (>20%)。
- 營業利益率可望提升至 8–9%，逐步縮小與高階同業的差距。
- 財務結構穩健，雖非淨現金，但公司持有不動產租金等穩定業外收入，使現金流穩定度高於同業。

整體而言，我們認為光隆在營運成長性、獲利穩定度與股利政策三方面均優於產業平均，惟市場評價仍顯著保守。

圖表4.1：光隆市場評價與同業比較

	市值 (US\$mn)	EPS CAGR 2024-2026E	本益比 (x)			股價淨值比 (x)			股東權益報酬率 (%)			殖利率 (%)		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
台灣紡織同業														
光隆	237	15.1%	12.0	15.7	9.0	1.3	1.5	1.4	10.5	8.6	15.5	7.4	6.4	8.9
廣越	237	15.3%	18.2	18.5	13.7	0.9	0.7	0.7	4.8	6.8	-	4.5	9.0	-
儒鴻	3,894	-2.5%	18.1	23.4	19.0	4.2	4.1	3.9	24.3	18.4	22.5	3.9	3.3	3.7
聚陽	2,297	-4.7%	17.2	20.3	18.9	4.8	5.2	4.9	27.2	24.9	26.8	6.0	4.8	4.5
振大環球	562	12.7%	18.7	19.6	14.7	3.5	3.3	3.1	19.7	14.2	18.9	3.2	3.0	4.3
平均		7.2%	16.8	19.5	15.1	2.9	3.0	2.8	17.3	14.6	20.9	5.0	5.3	5.4
國際紡織同業														
Youngone	1,800	2.9%	6.1	6.8	5.7	0.7	0.7	0.6	7.9	9.9	10.8	2.3	2.5	2.8
申洲國際	13,224	6.9%	15.1	14.6	13.2	2.6	2.4	2.2	18.2	17.3	17.6	3.7	4.1	4.5
平均		4.9%	10.6	10.7	9.5	1.7	1.5	1.4	13.0	13.6	14.2	3.0	3.3	3.7
台灣製鞋同業														
豐泰	4,212	3.2%	22.1	24.3	20.8	4.8	4.9	4.6	23.3	20.3	23.1	3.9	3.4	3.8
鈺齊	675	28.2%	15.1	12.8	9.2	1.4	1.4	1.3	10.4	11.3	14.9	4.8	4.7	6.2
來億	1,938	6.6%	15.6	18.0	13.8	2.4	2.3	2.1	18.9	14.0	16.3	3.8	3.4	4.1
志強	759	8.2%	14.6	16.2	12.5	1.5	1.6	1.5	11.1	9.1	11.4	5.3	5.4	6.2
中傑	460	-27.5%	8.3	15.2	15.8	1.2	1.1	1.2	18.7	7.5	8.4	6.6	2.7	3.3
平均		3.7%	15.2	17.3	14.4	2.3	2.3	2.1	16.5	12.5	14.8	4.9	3.9	4.7
國際戶外成衣品牌														
adidas	39,430	59.4%	44.4	24.8	17.5	6.2	5.0	4.4	15.3	22.2	27.4	1.1	1.5	2.2
Columbia Sportswear	2,989	-11.5%	13.4	16.8	17.1	1.7	1.7	1.6	12.0	10.0	9.7	2.2	2.2	2.3
V.F. Corporation	6,207	n.a.	-	25.9	17.3	3.7	3.8	3.1	10.2	17.3	20.8	2.3	2.3	2.3
Canada Goose	1,300	26.9%	25.1	19.4	15.6	3.7	3.3	3.1	18.3	16.7	12.5	-	-	-
Moncler	16,889	0.5%	22.7	24.2	22.5	4.0	3.8	3.5	18.8	16.3	16.4	2.4	2.2	2.3
Amer Sports	17,547	193.6%	241.7	36.5	28.0	3.5	3.2	2.8	3.2	8.6	10.3	-	-	-
平均		53.8%	69.4	24.6	19.6	3.8	3.5	3.1	9.6	15.2	16.2	2.0	2.1	2.3

資料來源: 公司資料 · Capital IQ · 好脈資本

4.2 情境分析與隱含評價區間

我們以公司 2026 年預估 EPS 5.3 元為基礎，設定三種情境下的隱含合理股價區間如下：

圖表4.2：光隆隱含價值情境分析

情境假設	採用本益比倍數	隱含價值區間 (NT\$)	關鍵假設
保守情境 (Bear Case)	9–10 倍	48–53 元	匯率持續波動、成衣需求平緩
基準情境 (Base Case)	11–13 倍	58–69 元	匯率正常化、ODM 滲透率提升
樂觀情境 (Bull Case)	14–16 倍	74–85 元	成衣占比超過 70%、家紡新客戶貢獻顯著

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

光隆目前的市場評價明顯偏保守。雖然公司於 2024–2026 年期間 EPS 年複合成長率達 15.1%，且維持產業中最具吸引力的 6% 以上殖利率，同時成功完成結構轉型，但股價仍僅反映 8–9 倍本益比，遠低於台灣紡織同業（14–15 倍）及全球戶外品牌（19 倍）。

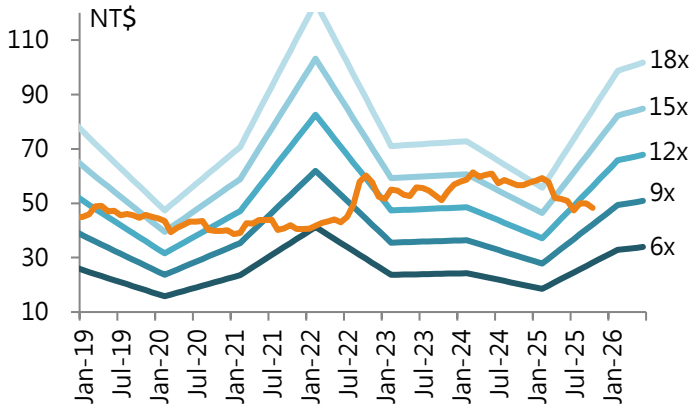
我們認為折價主因包括：

- 市場認知落差——投資人仍將光隆視為羽絨原料循環產業，而非正在快速成長的成衣 ODM 平台；
- 能見度不足——外資與賣方研究覆蓋度有限，市場資訊相對不對稱；
- 短期總體逆風——匯率波動與訂單時程調整，掩蓋了基本面改善趨勢。

展望後市，我們認為，隨著成衣比重接近 70%、ODM 滲透率提升、智慧製造帶來效率改善，以及家紡新客戶帶來中長期動能，評價有望逐步修復。加上公司穩健的財務結構與持續性業外收入支撐現金流，提供同業少有的下檔保護。

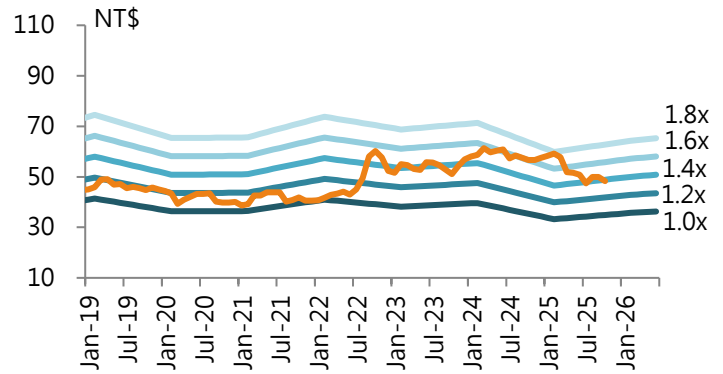
我們的情境分析顯示，光隆隱含價值區間落在 NT\$48–85 元，基準情境為 NT\$58–69 元，較現價約有 20–43% 的差距。整體而言，光隆兼具「成長」、「收益」與「防禦」三大特性，其市場評價尚未充分反映真實潛力。

圖表 4.3: 光隆預期本益比



資料來源: 公司資料, TEJ, 好脈資本

圖表 4.4: 光隆預期股價淨值比



資料來源: 公司資料, TEJ, 好脈資本

4.3 風險考量

雖然光隆的策略轉型已使長期體質明顯改善，我們認為仍需留意下列主要風險因素：

- **匯率波動風險:** 光隆約七成營收來自出口市場，成本部分以新台幣計價，短期獲利對匯率變化敏感。2025 年上半年新台幣急升導致約 1.2 億元業外評價損失。雖公司透過天然避險及持有約 3,000 萬美元現金與美國公債分散風險，但若新台幣長期偏強，仍可能侵蝕年度毛利 0.5–1 個百分點。
- **客戶集中與接單季節性:** 前五大客戶約占營收 40%，主要包括 宜得利、Burton、mont-bell、5.11 等。機能外套業務旺季集中於第二、三季，若主要客戶調整出貨時程或庫存水位，可能造成單季營運波動。
- **關稅與貿易政策不確定性:** 光隆布局越南、印尼、中國與孟加拉，易受美歐貿易政策變動影響。雖近期美國對越南與印尼關稅政策低於市場預期，但若再度升溫的保護主義導致配額或稅率調整，仍可能影響客戶下單策略。
- **人力成本上升與生產效率挑戰:** 機能性外套工序繁複、平均每件需超過百個零件，人工成本佔比高。若越南、印尼等地區工資持續上漲，需仰賴持續自動化與精實生產維持競爭力。
- **原料價格波動風險:** 羽絨材料雖占比下降至 25–30%，但仍可能受禽流感、氣候或供應鏈週期影響而波動。雖公司具備垂直整合能力可部分轉嫁成本，但毛利率仍有季節性風險。
- **業外收入波動風險:** 光隆穩定的股利政策部分來自業外收益，若未來利率回落或租金出現短期空置，可能影響整體獲利。

5. 附錄

5.1 經營團隊簡介

董事長兼執行長 詹賀博先生

詹賀博先生為光隆實業第三代經營者，家族自 1966 年創立光隆以來，曾名列台灣五十大企業之一。見證企業由盛轉衰、歷經多次股權分拆後，他兼具家族傳承的使命感與現代企業治理思維。

大學畢業後，詹先生選擇不立即進入家族事業，而是在光寶集團旗下的建興電子 (Lite-On IT) 歷練，負責籌建廣州新廠，並從事工業工程、自動化與成本管理工作。這段經驗深刻影響他後續的經營哲學——以「工程思維」落實效率與紀律。

任職科技業期間，他以個人資金陸續買入光隆股票，至 2007 年正式加入時，已躋身前五大股東。當時的光隆仍以低毛利羽絨原料交易為主，他深信唯有導入專業經營與全球化視野，才能讓家族企業重獲新生。

接掌經營權後，詹先生啟動全面轉型：

- 汰弱留強：關閉低效產線，外包低附加價值的羽絨加工業務；
- 聚焦創新：強化研發資源，開發具防潑水性能的高階羽絨與新材料；
- 垂直整合：向下游延伸至機能外套、家用紡品與生活寢具；
- 導入數位化生產：以數據管理取代傳統人工排程，提升可視化與決策效率。

他摒棄傳統「以擴產帶動成長」的製造思維，改以「科技導向的生產力」作為核心策略。五年間，公司營業費用率由約 16% 降至 8%，成衣生產效率則自 7% 提升至超過 65%，遠高於業界平均的 40–50%。

2017 年越南廠火災一度摧毀約七成資本設備，成為經營轉折點。詹先生選擇「逆勢重建」——以升級設備、導入製造科技部門 (MTD) 整合管理，全面建立跨廠區數位協同體系。這次重整奠定光隆邁向科技導向型成衣 ODM 的關鍵基礎。

目前詹先生持續以以下三大方向領導公司：

- 資本效率：維持自有產能與外包約 6:4 的彈性配置；
- 營運卓越：透過智慧製造強化生產可視化與良率管理；
- 穩健股東報酬：堅持每股至少 3 元現金股利政策，展現財務紀律與預測性。

詹賀博先生的領導風格融合工程理性、策略前瞻與風控紀律，成功將光隆由循環性原料供應商，轉型為具結構性韌性與創新導向的成衣 ODM，代表台灣傳統製造業邁向新世代經營模式的典範。

策略長暨副總經理 徐立亭女士

徐立亭女士現任光隆實業策略長 (Chief Strategy Officer) 兼副總經理，負責公司整體策略規劃與成衣事業發展。自 2017 年底加入以來，她在推動光隆自羽絨加工轉型為創新導向的多元 ODM 製造商過程中，扮演關鍵推手。加入光隆前，徐女士於金融、顧問與企業管理領域累積逾十年經驗，歷任：

- 國泰金控投資人關係部經理 (2015–2017)，主導外資溝通策略，強化市場能見度與財務定位；
- 新光人壽董事長室經理 (2014–2015)，協助集團策略專案與跨部門協調；
- 波士頓顧問公司 (BCG) 資深顧問 (2010–2014)，負責企業策略、組織重整與績效提升專案；

- 大華證券投資服務公司副理（2004–2008），專注於資本市場顧問與投資分析。

她兼具全球顧問視野與本土資本市場經驗，進入光隆後推動多項關鍵轉型：

- 策略規劃與轉型藍圖：主導公司中長期策略，聚焦數位化、全球供應鏈優化與產品多元化；
- 成衣事業拓展：推動與國際戶外與生活風格品牌合作，提升訂單能見度與獲利品質；
- 公司治理與投資人關係：強化市場溝通與透明度，建立長期股東互信基礎。

徐女士擁有工商管理碩士學位，擅長以數據分析結合務實執行，將策略、溝通與營運落實於企業價值創造的每個層面。她的領導風格兼具結構與敏捷，體現光隆朝向價值導向與全球競爭力的企業轉型精神。

5.2 主力產品與設計開發能力

光隆實業深耕戶外機能服飾領域，主力產品涵蓋滑雪衣、滑雪褲、登山外套、登山褲與羽絨睡袋等高技術門檻商品，主要客群包括歐美及日本地區之專業戶外與運動品牌。此類產品強調防水、防風與高透氣性，製程需具備多層結構貼合與精密車縫技術，屬於成衣產業中技術要求最高的細分市場。公司憑藉長期累積的打樣與材料整合能力，多次協助國際品牌客戶獲得全球戶外產業指標性獎項——ISPO 國際產品大獎（ISPO Award），展現其在功能設計與製造工藝上的領先地位。此外，光隆卓越的設計與研發團隊亦曾於 2022 年北京冬季奧運期間，協助美國滑雪代表隊設計並製作比賽制服，充分體現其高階機能服飾領域的設計開發實力與國際能見度。

圖表5.1: 光隆產品屢次獲得ISPO大獎肯定



資料來源: 公司資料，好脈資本

圖表5.2: 光隆協助開發冬季奧運美國隊服



資料來源: 公司資料，好脈資本

免責聲明

好脈資本 (TruePulse Capital Advisory) 為專業的企業與金融顧問機構，提供資本市場相關解決方案。根據中華民國相關法令規範，好脈資本未具備證券經紀商、證券承銷商、證券自營商、投資銀行、承銷商或證券投資顧問等資格與執照。本公司發布的文章、研究報告及相關訪談 (以下統稱「本網站內容」) 僅供參考，不應被視為於台灣地區對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項之要約、招攬、提供分析意見或推介建議。本網站內容不構成專業財務建議，亦非針對任何公司、產業或證券進行完整資訊揭露或深入分析。投資人應自行評估，並向專業財務、稅務及法律顧問尋求建議，以根據自身需求與風險承受能力做出適當的投資決策。

本網站內容係根據本公司認可之資料來源，提供客觀且一般性證券投資資訊。本公司不對該等資料或第三方網站的準確性或完整性承擔責任。本刊物為定期發布之資訊來源，未根據個別投資人之特定需求量身規劃。本公司不提供個別化投資建議，且本報告提及之任何特定有價證券，均不構成對該有價證券或任何其他證券相關商品的推介建議。

好脈資本及其關係企業，可能因與本報告無關之專業服務，自所涵蓋之公司 (Covered Companies) 獲取報酬，包含但不限於企業簡報、投資人會議、策略顧問及投資人關係服務。該等服務與本公司是否於報告中涵蓋特定公司無關，亦不影響本報告之內容或觀點。

本網站內容不構成對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項之要約、招攬、提供分析意見或推介建議。好脈資本不對依賴本資料進行投資決策的個人或機構負有確保其遵守台灣證券法令之責任。本公司不對本網站內容所載資訊之正確性、完整性或即時性作出任何陳述或保證，所有資訊均以「現況」提供，因此，有些資料可能會變得過時，而有些觀點可能有變。好脈資本對於因使用或依賴該等資訊而可能產生的直接或間接損失 (包含但不限於投資損失) 概不負責。

本報告所包含之所有投資資訊，投資人應自行進行獨立查證。如需進一步資訊，請造訪好脈資本官方網站：
<https://www.truepulsecapital.com/>。