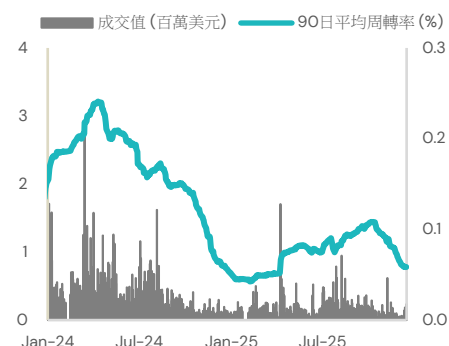
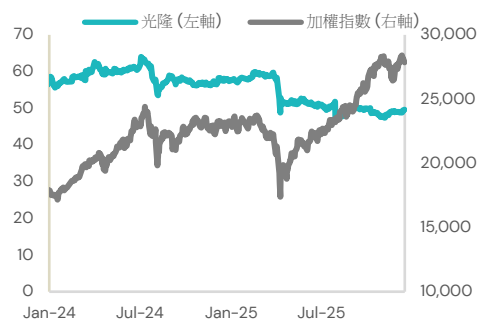


2025/12/16  
TruePulse Equity Research  
research@truepulsecapital.com

## 市場數據

股票代號:	8916.TW / 8916.TT
收盤價:	TWD 49.6
52周價格範圍:	TWD 47.3 – 59.9
30天平均交易量 (張)	66.1
在外流通股數 (百萬)	150.0
外資持股比例 (%)	3.42
市值 (百萬美元)	238.0

## 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	8,666	8,553
營業收入年增率(%)	(25.2)	2.4	9.8	(1.3)
毛利率(%)	17.9	17.3	15.8	17.6
營業利益率(%)	7.7	7.3	6.2	7.8
淨利(損)	578	609	439	692
淨利(損)年增率(%)	(37.1)	5.5	(28.1)	57.6
淨利率(%)	7.5	7.7	5.1	8.1
每股盈餘(元)	3.95	4.04	2.91	4.58
每股淨值(元)	38.2	39.6	33.7	35.5
股東權益報酬率(%)	10.4	10.7	8.1	13.3
殖利率(%)	7.3	7.2	6.3	7.5
本益比(x)	12.9	12.2	17.0	10.8
股價淨值比(x)	1.3	1.3	1.5	1.4
股價營收比(x)	1.2	0.9	0.9	0.9
企業價值倍數(x)	13.3	13.7	13.4	11.5

# 光隆實業

## 訂單回升、多產地深化，階梯式股利藍圖奠定成長新循環

### 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

**訂單能見度延伸，新客戶放量強化本業成長基調:** 本次法說會中，管理層指出光隆成衣事業的訂單需求較上季更為明確，主力客戶需求逐步回穩，美系客戶受惠於中國轉單與供應商集中化，加上補庫週期延續，使訂單能見度由先前僅能看到 2025 年底，進一步提升至 2026 年第二季。新客戶預計自 2025 年下半年開始放量，並於 2026 年形成實質貢獻，管理層預估新客戶占比將達 10–15%，有助提升產能利用率與產品組合優化。家紡事業方面，公司表示兩大新客戶（歐系與日系）將在 2026 年陸續進入量產，成為新一波成長來源。整體而言，在主力客戶回穩、新客戶導入及需求正常化的支撐下，2026 年雙位數成長的能見度明顯提升。

**多產地布局深化，越南、印尼、孟加拉三地協同加速成形:** 光隆多產地生產策略持續深化，越南高階產線稼動率穩步提升，55 條自有線與小量彈性線已成為承接高附加價值訂單的核心產地；印尼產區逐步轉向具彈性的中價帶與快速反應品項，預計 2026 年起在產品組合改善後，有望帶來毛利結構的提升；孟加拉園區則已完成第一階段建置並取得首批試單，預估 2026 年上半年開始量產，成為公司支撐大宗基本款的重要產能來源。三大產地定位互補，使公司在接單彈性、成本效率及 ESG 要求等面向均具備更強競爭力。管理層表示，多產地策略已從過往的「成本避險」演進為「結構性競爭力」，將成為光隆 2026–2028 年營收與獲利擴張的關鍵底盤。

**首次提出階梯式股利成長藍圖，建立可預期的股東價值路徑:** 本次法說會最大亮點，是董事長首次完整提出光隆的長期資本配置策略，強調公司追求「值的成長」而非盲目擴產。在土地、人工與建廠成本持續上升的環境下，公司認為擴產未必能轉化為相對應的報酬，因而以穩健本業獲利結合多元現金流，建立更可預測的股東回報模式。董事長提出每兩年提高 0.5 元現金股利的階梯式成長規畫，每一階約需新增 7,000–8,000 萬元現金流，來源包括多產地成熟後的本業獲利與 2026–2029 年台灣、日本商用不動產投入後的租金收入，管理層估 2027 年收益約 7,000 萬元。此策略使光隆從製造導向逐步轉向穩定現金流平台，並建立支持長期股東報酬的清晰路徑。

**預估調整反映建案時序，本業動能不變:** 我們更新 2025–2027 年財務預估，主因建案認列提前及獲利率假設調整。2025 年因青結案提前認列使營收上調約 5.9%，2026 年營收則因建案提前認列而自然回落；華山與台中案獲利假設更新，使 2026–2027 年稅後淨利下調約 14–16%。2026–2027 年營業利益仍維持雙位數成長。以 2026E EPS 4.58 元推算，並沿用 9–16 倍本益比區間，Base Case 隱含價值區間約 50–60 元 (11–13 倍)。整體而言，雖預估調整使估值中樞略為收斂，但本業成長確定性提升、現金流更具彈性，加上階梯式股利政策帶來的能見度，仍為光隆中長期估值的主要支撐。

### 法說會重點與管理層觀點整理

本次法人說明會中，管理層系統性說明光隆的競爭優勢、多產地佈局進展，以及首次對外完整揭示的長期資本配置與股利策略。我們認為，本次法說會不僅更新短中期營運能見度，更重要的是補齊公司長期價值創造邏輯。

在核心競爭力方面，光隆重申其在戶外機能成衣領域的定位，聚焦高單價、功能性產品，並已取得 B 型企業 ( B Corp ) 認證，將永續標準深度納入營運體系。製造端則持續以豐田式生產 ( TPS ) 為基礎，透過 U 型產線與單件流 ( One Piece Flow ) 管理，強化即時品質控管與生產彈性，特別適用於戶外品牌「款式多、批量小」的訂單結構。成衣、羽絨與家紡三大事業部之間的垂直整合與資源共享，亦有助於放大整體營運綜效。

在產地策略上，公司明確朝「多產地架構」深化，以兼顧成本效率與風險分散。2026 年仍將以越南為主要生產基地 ( 約 80–90% )，承擔高複雜度與高附加價值訂單；印尼則作為供應鏈風險分散與彈性調度據點；孟加拉定位為新成長引擎，鎖定大批量、結構相對簡單的品項 ( 如 T-shirt、運動休閒與快時尚 )。孟加拉目前已設立辦公室並擴展至 6 家協力廠 ( 另有 3 家洽談中 )，預計 2026 年上半年開始出貨，未來不排除透過投資或併購建立自有產能。

針對訂單能見度與 2026 年展望，管理層表示目前訂單能見度已延伸至 2026 年第二季，既有客戶對明年看法普遍正向。雙位數成長的信心主要來自三個面向：一是既有品牌需求回穩；二是中美地緣政治與供應商集中化趨勢，帶動訂單自中國及其他供應商轉移；三是過去兩至三年新開發客戶將於 2026 年上半年顯著發酵。公司預期新客戶營收占比將由今年的 5–10%，提升至 2026 年的 10–15%，目前成衣前十大客戶中已有三家為近年新增。

毛利率方面，管理層對 2025 年維持 18–20% 的區間具信心，並指出關稅因素已納入明年報價中，對毛利率影響有限。歐洲市場方面，B Corp 認證有助於爭取重視 ESG 的歐系客戶，目前正進行打樣與報價，短期內尚無於歐洲設廠的具體規畫。

本次法說會最關鍵的策略更新，在於公司首次完整說明「雙軌資產配置」與「階梯式固定股利」的長期藍圖。管理層指出，製造業擴產初期往往伴隨折舊與虧損的 J 曲線，為降低對股利穩定度的影響，公司將同步發展商業資產以創造穩定現金流。相關布局包括中壢廠轉型為出租型商業資產、台中南屯建案採取「低樓層出租、高樓層出售」模式，以及投資大阪旅館 ( 約 50 間房 ) 並預計於 2026 年營運。公司預估 2026 年商業資產將貢獻約 5,000–6,000 萬元稅前收益，屬業外收入來源。

在股利政策上，光隆重申「固定股利」為核心投資價值，目標透過本業獲利與商業資產現金流的支撐，每兩年將固定股利金額往上提升一個階梯，並以創造年化約 20% 的股東總報酬 ( 股息 + 資本成長 ) 為長期方向。

圖表1.1 : 光隆2025-2027E 財務預估修正

NT\$m	2025E			2026E			2027E		
	修正後	修正前	差異	修正後	修正前	差異	修正後	修正前	差異
合併營收	8,666	8,186	5.9%	8,553	9,402	-9.0%	9,761	11,073	-11.9%
營業毛利	1,365	1,345	1.5%	1,503	1,683	-10.7%	1,722	1,998	-13.8%
營業利益	538	609	-11.6%	664	809	-17.8%	820	1,005	-18.4%
稅前收益	574	573	0.2%	855	980	-12.7%	930	1,053	-11.7%
歸屬母公司淨利	439	464	-5.4%	692	807	-14.2%	742	864	-14.1%
每股盈餘 (NT\$)	2.91	3.07	-5.3%	4.58	5.34	-14.1%	4.92	5.72	-14.0%
毛利率	15.8%	16.4%		17.6%	17.9%		17.6%	18.0%	
營業利益率	6.2%	7.4%		7.8%	8.6%		8.4%	9.1%	
稅前淨利率	6.6%	7.0%		10.0%	10.4%		9.5%	9.5%	
淨利率	5.1%	5.7%		8.1%	8.6%		7.6%	7.8%	

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

圖表1.2 : 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	54.79	61.06	64.21
羽絨	21.85	19.23	18.94	19.19	16.82
家紡	18.84	18.95	17.89	19.03	18.34
其他	0.75	0.39	8.38	0.72	0.63
(NT\$m)					
合併營收	7,708	7,893	8,666	8,553	9,761
營業毛利	1,382	1,365	1,365	1,503	1,722
營業利益	597	577	538	664	820
業外收益	149	165	36	191	110
稅前淨利	746	742	574	855	930
稅後淨利	578	609	439	692	742
每股盈餘 (NT\$)	3.95	4.04	2.91	4.58	4.92
財務比例					
毛利率	17.9%	17.3%	15.8%	17.6%	17.6%
營業費用率	10.2%	10.0%	9.5%	9.8%	9.2%
營業利益率	7.7%	7.3%	6.2%	7.8%	8.4%
稅前淨利率	9.7%	9.4%	6.6%	10.0%	9.5%
稅後淨利率	7.5%	7.7%	5.1%	8.1%	7.6%
年增長率 (YoY)					
合併營收	-25.2%	2.4%	9.8%	-1.3%	14.1%
營業毛利	-21.6%	-1.2%	0.0%	10.1%	14.6%
營業淨利	-37.4%	-3.4%	-6.7%	23.5%	23.4%
稅後淨利	-37.1%	5.5%	-27.9%	57.6%	7.2%
每股盈餘 (NT\$)	-42.6%	2.5%	-28.1%	57.6%	7.2%

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

圖表1.3 :光隆財務概況與主要假設 (季度)

(NT\$m)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
合併營收	1,668	2,430	2,165	2,402	1,771	2,593	2,329	1,859
營業毛利	231	411	404	320	276	488	441	298
營業利益	34	239	186	79	79	286	220	79
業外收益	37	(114)	100	13	44	58	52	36
稅前淨利	71	125	286	93	123	344	273	115
稅後淨利	51	101	211	76	100	279	221	93
每股盈餘 (NT\$)	0.34	0.67	1.40	0.50	0.66	1.85	1.46	0.62
<b>財務比例</b>								
毛利率	13.8%	16.9%	18.7%	13.3%	15.6%	18.8%	18.9%	16.0%
營業費用率	11.8%	7.1%	10.1%	10.0%	11.1%	7.8%	9.5%	11.8%
營業利益率	2.0%	9.8%	8.6%	3.3%	4.5%	11.0%	9.5%	4.3%
稅前淨利率	4.3%	5.1%	13.2%	3.9%	7.0%	13.3%	11.7%	6.2%
稅後淨利率	3.1%	4.2%	9.7%	3.2%	5.6%	10.7%	9.5%	5.0%
<b>年增長率 (YoY)</b>								
合併營收	10.4%	-3.4%	-2.5%	46.0%	6.1%	6.7%	7.6%	-22.6%
營業毛利	-6.2%	-11.9%	1.6%	25.1%	19.7%	18.8%	9.1%	-6.7%
營業淨利	-40.1%	-13.5%	-3.8%	56.0%	134.4%	19.7%	18.2%	-0.1%
稅後淨利	-65.4%	-58.9%	51.2%	1.0%	93.9%	175.5%	4.7%	22.8%
每股盈餘 (NT\$)	-65.7%	-59.1%	52.8%	0.8%	94.0%	175.7%	4.7%	22.8%

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

圖表1.4 :光隆市場評價與同業比較

	市值	EPS CAGR	本益比 (x)			股價淨值比 (x)			股東權益報酬率 (%)			殖利率 (%)		
	(US\$m)	2025-2027E	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
<b>台灣紡織同業</b>														
光隆	238	30.1%	12.2	17.0	10.8	1.3	1.5	1.4	10.5	8.1	13.3	7.2	6.3	7.5
廣越	258	97.5%	20.1	25.6	15.1	1.0	0.8	0.8	4.8	6.8	17.3	4.1	8.2	-
儒鴻	3,417	14.4%	16.1	19.6	16.6	3.7	3.6	3.4	24.3	18.9	21.8	4.4	3.9	4.1
聚陽	2,316	12.3%	17.6	20.4	18.2	5.0	5.3	4.9	27.2	24.8	28.0	5.8	4.7	4.7
振大環球	463	27.0%	15.6	15.4	12.0	2.9	2.9	2.7	19.7	16.6	20.8	3.8	3.8	5.2
<b>平均</b>		<b>36.3%</b>	<b>16.3</b>	<b>19.6</b>	<b>14.5</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>2.6</b>	<b>17.3</b>	<b>15.0</b>	<b>20.2</b>	<b>5.1</b>	<b>5.4</b>	<b>5.4</b>
<b>國際紡織同業</b>														
Youngone	2,679	10.7%	9.2	8.6	7.7	1.1	1.0	0.9	7.9	11.8	12.0	1.5	1.7	2.0
申洲國際	11,899	11.2%	13.4	13.0	11.7	2.3	2.2	2.0	18.2	17.3	17.7	4.2	4.6	5.1
<b>平均</b>		<b>11.0%</b>	<b>11.3</b>	<b>10.8</b>	<b>9.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>13.0</b>	<b>14.6</b>	<b>14.9</b>	<b>2.8</b>	<b>3.1</b>	<b>3.5</b>
<b>台灣製鞋同業</b>														
豐泰	3,831	17.2%	20.4	23.7	19.1	4.5	4.7	4.2	23.3	18.6	23.2	4.2	3.5	4.2
鈺齊	690	55.4%	15.7	16.7	10.8	1.5	1.5	1.4	10.4	9.3	14.6	4.7	4.5	6.0
來億	2,047	25.4%	16.8	19.0	15.1	2.6	2.5	2.3	18.9	13.2	15.9	3.5	3.1	3.9
志強	735	17.2%	14.4	16.3	12.8	1.5	1.6	1.4	11.1	9.2	11.0	5.4	4.6	5.9
中傑	425	6.9%	7.8	21.4	15.4	1.2	1.0	-	18.7	5.2	6.4	7.1	2.9	3.5
<b>平均</b>		<b>24.4%</b>	<b>15.0</b>	<b>19.4</b>	<b>14.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>	<b>16.5</b>	<b>11.1</b>	<b>14.2</b>	<b>5.0</b>	<b>3.8</b>	<b>4.7</b>
<b>國際戶外成衣品牌</b>														
adidas	34,910	29.7%	38.9	22.0	15.6	5.4	4.6	3.9	5.3	22.2	27.2	1.2	1.7	2.5
Columbia Sportswear	3,074	-1.2%	13.8	18.0	19.0	1.8	1.8	1.7	12.0	9.8	8.9	2.1	2.1	2.0
V.F. Corporation	7,529	16.9%	-	31.9	21.0	4.5	4.6	3.9	7.5	16.5	19.9	1.9	1.9	1.9
Canada Goose	1,228	19.2%	23.3	19.5	16.2	3.4	3.0	2.8	18.3	18.4	11.8	-	-	-
Moncler	18,047	8.0%	24.0	25.6	24.1	4.3	4.0	3.7	18.8	16.2	16.1	2.3	2.1	2.2
Amer Sports	21,650	26.2%	298.2	41.4	33.0	4.3	3.9	3.5	3.2	9.3	10.6	-	-	-
<b>平均</b>		<b>16.5%</b>	<b>79.6</b>	<b>26.4</b>	<b>21.5</b>	<b>3.9</b>	<b>3.7</b>	<b>3.2</b>	<b>10.0</b>	<b>15.4</b>	<b>15.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>

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/>。