

瓦城

(2729.TW/2729 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 September 22 (NT\$)	253.5
12 個月目標價 (NT\$)	324.0
前次目標價 (NT\$)	377.0
調降 (%)	14.1
上漲空間 (%)	27.8

焦點內容

瓦城規劃 3Q24 在美國開設第一家餐廳，並預計 2026 年門市數將增加至 20 家，我們認為美國業務規模擴大後獲利率可望高於平均並推升個股評價。我們維持瓦城「增加持股」評等，目標價調整為 324 元。

交易資料表

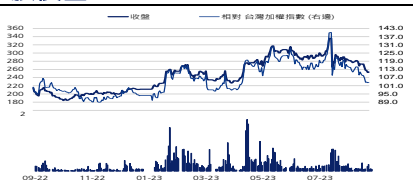
市值：(NT\$bn/US\$m)	9.11 / 282.9
流通在外股數 (百萬股)：	35.94
外資持有股數 (百萬股)：	3.84
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.15
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	184.0 - 336.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-17.8	-0.6	17.9
相對表現 (%)	-12.8	-4.3	3.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.89A	(4.13)A	3.94A	0.67A
2023	4.84A	4.07A	4.57F	2.42F
2024	4.42F	3.86F	4.92F	2.98F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

莊政翰
886 2 2181 8719
angus.chuang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

美國業務擴張可望推升評價

重要訊息

我們舉行瓦城法人座談。為擴大消費客群，管理層規劃每年在台灣推出兩個新品牌。公司將於明年在美國開設第一家餐廳，並設定 2026 年當地店數達 20 家的目標。我們相信美國業務規模擴大後將有助提高獲利率，帶動評價上升。

評論及分析

市占率進一步提升。今年以來瓦城營收年增 32.6%，成長幅度超越國內同業與台灣餐飲業營收，且所有品牌的單店日均營收已高於疫情前水準。公司將於 4Q23 加速展店，預計新增 12 家餐廳（主要為時時香），對比今年 1-9 月僅新開 6 家餐廳，並將推出主打南洋料理的新品牌，平均客單價預估將低於瓦城泰國料理的 600-700 元。公司期望今年底總店數可由目前的 143 家增加至 155 家。儘管旗下已有八個餐飲品牌，但管理層規劃每年在台灣新增兩個品牌，以進一步拓展客群，長期目標希望在台灣餐飲市場取得 10% 的市佔率（目前約為 1%）。

進軍美國市場。除了在台灣持續展店外，瓦城將在 3Q24 於美國大洛杉磯地區開設第一家餐廳，預計 2024 年底在美國餐廳數將達三家。每家餐廳需要的資本投資為 130-150 萬美元，預估平均客單價為 40 美元。儘管初期美國餐廳的獲利率可能與公司整體平均相當，但隨著營運規模擴大，未來美國業務的獲利率可望高於平均。管理層表示在美國開設五家餐廳後便將成立中央廚房，且由於美國東方料理市場仍相當分散（連鎖餐廳佔比僅 5%），公司預計 2026 年要將當地餐廳數（含各個品牌）提高至 20 家。

風險報酬具吸引力。在公司展店擴大營收規模加上新成立的蔬菜研發中心可減少物流成本帶動下，我們看好瓦城的營業利益率將維持上升趨勢，帶動獲利持續復甦，我們預估未來兩年獲利複合成長率將達 12%。公司過去現金股利配發率近 90%，隱含現金殖利率達 5-6%。加上目前股價對應 15-16 倍本益比，評價低於國內餐飲同業，因此我們認為瓦城風險報酬具吸引力。

投資建議

考量公司市佔率與營業利益率可望進一步上揚，我們認為疫後消費熱潮過後，瓦城仍可維持穩健獲利成長。我們維持「增加持股」評等，目標價調整為 324 元，相當於 20 倍本益比，對比歷史交易區間為 13-27 倍。

投資風險

展店延宕；人事費用提高。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	4,229	4,539	5,810	6,359	6,983
營業毛利 (NT\$百萬)	2,099	2,233	3,105	3,389	3,722
營業利益 (NT\$百萬)	153	168	678	761	857
稅後淨利 (NT\$百萬)	161	111	524	576	659
每股盈餘 (NT\$)	7.04	3.62	15.89	16.18	18.53
每股現金股利 (NT\$)	4.00	3.50	13.13	14.41	16.50
每股盈餘成長率 (%)	(55.9)	(48.5)	338.6	1.9	14.5
本益比 (x)	36.0	70.0	16.0	15.7	13.7
股價淨值比 (x)	3.0	3.6	4.1	4.0	3.9
EV/EBITDA (x)	7.4	10.1	6.4	6.2	5.3
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	8.4	9.2	3.8
殖利率 (%)	1.6	1.4	5.2	5.7	6.5
股東權益報酬率 (%)	7.8	5.3	23.8	25.5	28.4

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：3Q-4Q23 獲利預估修正暨市場共識比較

百萬元	3Q23F						4Q23F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識 差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識 差異(%)
營收	1,509	1,536	(1.7)	9.2	20.9	1,520 (0.7)	1,458	1,485	(1.8)	(3.4)	18.6	1,502 (3.0)
毛利	812	827	(1.9)	7.5	24.6	827 (1.8)	765	779	(1.8)	(5.8)	25.2	787 (2.9)
營業利益	210	219	(4.0)	26.5	43.5	211 (0.1)	116	118	(1.7)	(44.7)	150.0	130 (10.1)
稅前淨利	207	215	(4.1)	32.9	41.9	207 (0.3)	112	114	(1.8)	(45.8)	195.9	127 (11.8)
稅後淨利	163	168	(3.2)	29.2	37.1	166 (1.9)	86	86	0.6	(47.0)	319.9	101 (14.4)
每股盈餘(元)	4.57	4.72	(3.2)	12.4	16.0	4.66 (1.9)	2.42	2.41	0.6	(47.0)	260.9	2.83 (14.4)
毛利率(%)	53.8	53.9	(0.1) ppts	(0.8) ppts	1.6 ppts	54.4 (0.6) ppts	52.5	52.5	0.0 ppts	(1.3) ppts	2.8 ppts	52.4 0.0 ppts
營業利益率(%)	13.9	14.3	(0.3) ppts	1.9 ppts	2.2 ppts	13.9 0.1 ppts	8.0	8.0	0.0 ppts	(6.0) ppts	4.2 ppts	8.6 (0.6) ppts
淨利率(%)	10.8	10.9	(0.2) ppts	1.7 ppts	1.3 ppts	10.9 (0.1) ppts	5.9	5.8	0.1 ppts	(4.9) ppts	4.2 ppts	6.7 (0.8) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

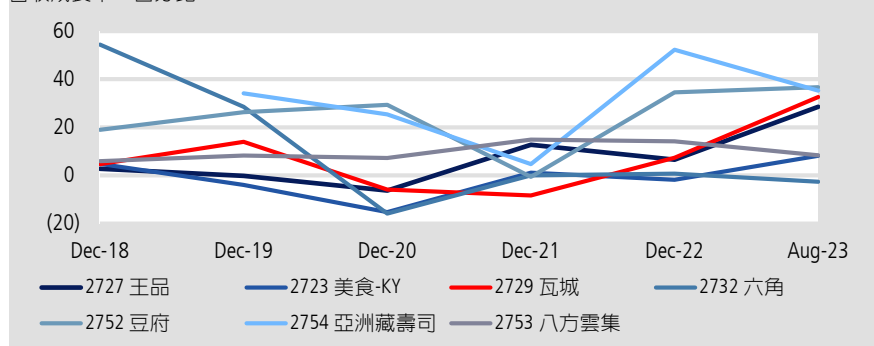
圖 2：2023-25 年獲利預估修正暨市場共識比較

百萬元	2023F						2024F						2025F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識 差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識 差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識 差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)
營收	5,810	5,863	(0.9)	28.0	5,865 (0.9)	6,359	6,478	(1.8)	9.5	6,598 (3.6)	6,983	7,053	(1.0)	9.8	7,378 (5.4)	6,983	7,053	(1.0)
毛利	3,105	3,135	(1.0)	39.0	3,142 (1.2)	3,389	3,467	(2.2)	9.2	3,507 (3.4)	3,722	3,782	(1.6)	9.8	3,951 (5.8)	3,722	3,782	(1.6)
營業利益	678	689	(1.6)	303.3	692 (1.9)	761	802	(5.2)	12.1	790 (3.7)	857	888	(3.5)	12.7	943 (9.1)	857	888	(3.5)
稅前獲利	662	673	(1.6)	342.0	678 (2.3)	728	782	(6.8)	10.0	776 (6.1)	825	868	(5.0)	13.3	932 (11.5)	825	868	(5.0)
稅後淨利	524	529	(0.9)	373.5	542 (3.2)	576	610	(5.6)	9.8	617 (6.7)	659	677	(2.7)	14.5	737 (10.6)	659	677	(2.7)
每股盈餘(元)	15.89	16.04	(0.9)	373.5	16.42 (3.2)	16.18	17.15	(5.6)	9.8	17.34 (6.7)	18.53	19.04	(2.7)	14.5	20.72 (10.6)	18.53	19.04	(2.7)
毛利率(%)	53.4	53.5	(0.0) ppts	4.2 ppts	53.6 (0.1) ppts	53.3	53.5	(0.2) ppts	(0.1) ppts	53.2 0.1 ppts	53.3	53.6	(0.3) ppts	0.0 ppts	53.6 (0.3) ppts	53.3	53.6	(0.3) ppts
營業率(%)	11.7	11.8	(0.1) ppts	8.0 ppts	11.8 (0.1) ppts	12.0	12.4	(0.4) ppts	0.3 ppts	12.0 (0.0) ppts	12.3	12.6	(0.3) ppts	0.3 ppts	12.8 (0.5) ppts	12.3	12.6	(0.3) ppts
淨利率(%)	9.0	9.0	(0.0) ppts	6.6 ppts	9.2 (0.2) ppts	9.1	9.4	(0.4) ppts	0.0 ppts	9.3 (0.3) ppts	9.4	9.6	(0.2) ppts	0.4 ppts	10.0 (0.5) ppts	9.4	9.6	(0.2) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：瓦城今年以來營收成長高於同業

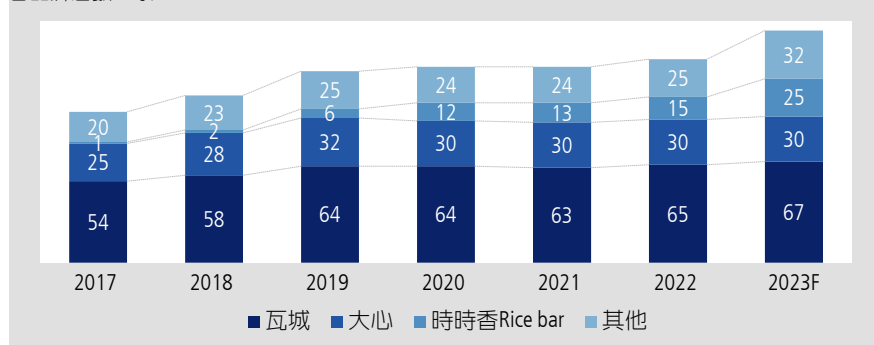
營收成長率，百分比



資料來源：TEJ；凱基

圖 4：瓦城將加速展店

各品牌店數，家



資料來源：公司資料；凱基

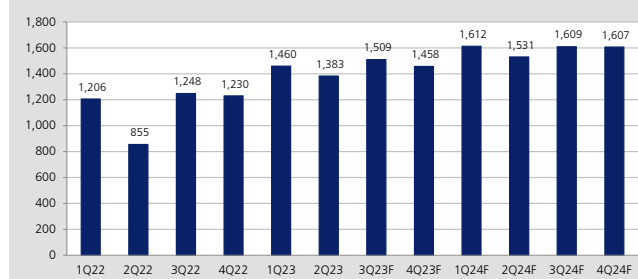
圖 5: 公司概況

成立於 1990 年的瓦城為餐廳連鎖業者，旗下八個品牌在台灣經營共計 143 家餐廳。瓦城在台灣主要佈局六都大眾市場，目前 75% 的餐廳位於百貨公司或購物商場內，其餘則為街邊門市。

資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

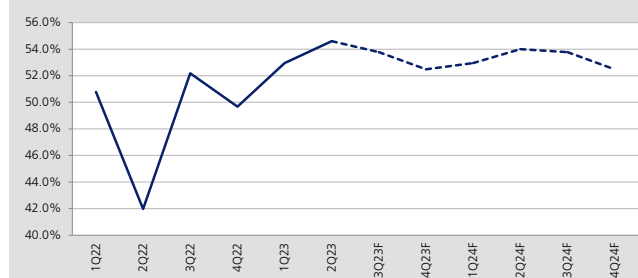
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

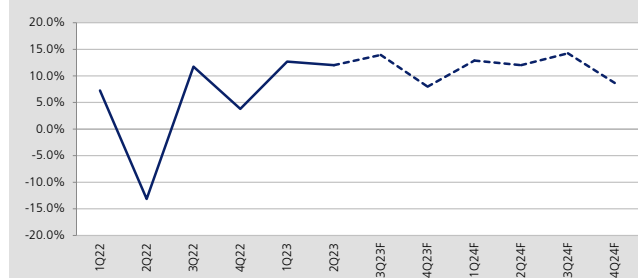
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

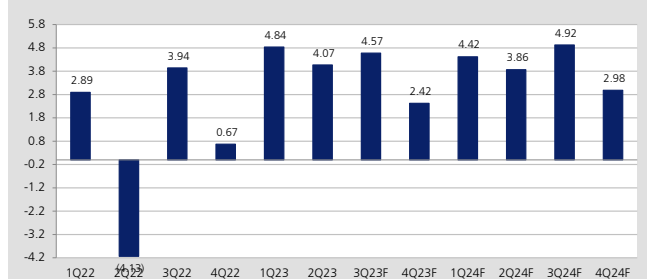
圖 6: 瓦城泰國料理為主要品牌



資料來源：公司資料

圖 8: 每股盈利

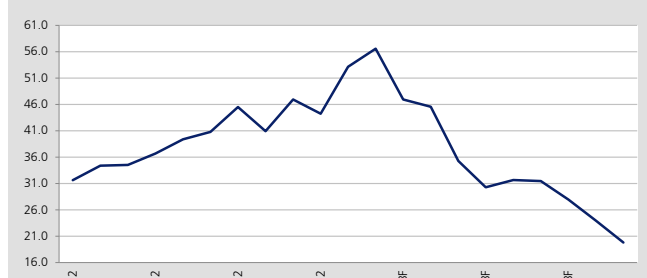
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

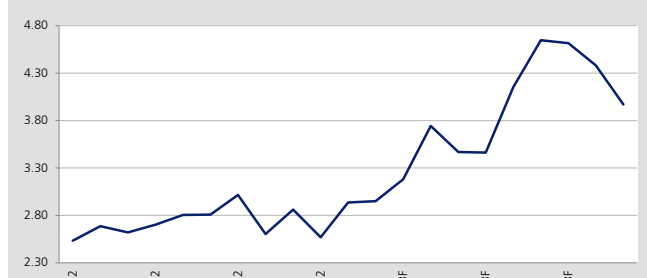
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	1,460	1,383	1,509	1,458	1,612	1,531	1,609	1,607	5,810	6,359	6,983
營業成本	(687)	(628)	(698)	(693)	(759)	(704)	(744)	(764)	(2,705)	(2,970)	(3,261)
營業毛利	773	755	812	765	854	827	865	843	3,105	3,389	3,722
營業費用	(588)	(589)	(601)	(649)	(646)	(642)	(636)	(704)	(2,426)	(2,628)	(2,865)
營業利益	185	166	210	116	208	184	229	140	678	761	857
折舊	(130)	(164)	(156)	(174)	(179)	(179)	(179)	(179)	(624)	(715)	(831)
攤提	(5)	(10)	(2)	8	(2)	(2)	(2)	(2)	(10)	(8)	(7)
EBITDA	321	340	369	283	388	365	410	320	1,313	1,484	1,695
利息收入	0	1	1	0	1	1	1	1	2	2	2
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	7	(1)	4	5	3	4	4	5	15	15	15
總營業外收入	7	(0)	5	5	4	4	4	5	17	17	17
利息費用	(3)	(5)	(4)	(5)	(6)	(8)	(7)	(8)	(17)	(29)	(29)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(1)	(6)	(4)	(5)	(6)	(5)	(5)	(4)	(16)	(20)	(20)
總營業外費用	(4)	(11)	(8)	(10)	(12)	(13)	(12)	(12)	(33)	(49)	(49)
稅前純益	188	155	207	112	199	175	221	133	662	728	825
所得稅費用[利益]	(40)	(31)	(44)	(23)	(42)	(38)	(46)	(27)	(138)	(153)	(166)
少數股東損益	2	2	-	(3)	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	150	126	163	86	157	137	175	106	524	576	659
非常項目	0	(0)	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	150	126	163	86	157	137	175	106	524	576	659
每股盈餘 (NT\$)	4.84	4.07	4.57	2.42	4.42	3.86	4.92	2.98	15.89	16.18	18.53
獲利率 (%)											
營業毛利率	53.0	54.6	53.8	52.5	53.0	54.0	53.8	52.5	53.4	53.3	53.3
營業利率率	12.7	12.0	13.9	8.0	12.9	12.0	14.2	8.7	11.7	12.0	12.3
EBITDA Margin	22.0	24.6	24.4	19.4	24.1	23.8	25.5	19.9	22.6	23.3	24.3
稅前純益率	12.9	11.2	13.7	7.7	12.4	11.5	13.7	8.3	11.4	11.5	11.8
稅後純益率	10.2	9.1	10.8	5.9	9.7	9.0	10.9	6.6	9.0	9.1	9.4
季成長率 (%)											
營業收入	18.7	(5.3)	9.2	(3.4)	10.6	(5.1)	5.1	(0.1)			
營業毛利	26.6	(2.3)	7.5	(5.8)	11.6	(3.2)	4.7	(2.5)			
營業收益增長	297.3	(10.1)	26.5	(44.7)	78.3	(11.3)	24.4	(39.1)			
EBITDA	71.8	6.0	8.6	(23.3)	37.3	(6.1)	12.3	(21.8)			
稅前純益	396.7	(17.3)	32.9	(45.8)	77.8	(11.9)	26.0	(40.0)			
稅後純益	628.5	(15.8)	29.2	(47.0)	82.3	(12.6)	27.4	(39.5)			
年成長率 (%)											
營業收入	21.1	61.7	20.9	18.6	10.4	10.7	6.6	10.3	28.0	9.5	9.8
營業毛利	26.3	110.3	24.6	25.2	10.4	9.5	6.6	10.3	39.0	9.2	9.8
營業收益	111.8		43.5	150.0	12.2	10.7	8.9	19.9	303.3	12.1	12.7
EBITDA	39.4	1016.3	28.5	51.6	21.1	7.4	11.1	13.3	78.8	13.1	14.2
稅前純益	123.9		41.9	195.9	5.9	12.9	7.0	18.4	342.0	10.0	13.3
稅後純益	126.1		37.1	319.9	5.1	9.2	7.6	22.9	373.5	9.8	14.5

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	5,337	4,350	5,291	5,411	5,571
流動資產	1,869	1,129	1,305	1,348	1,546
現金及短期投資	1,325	388	423	400	520
存貨	160	163	192	210	231
應收帳款及票據	295	403	515	563	619
其他流動資產	89	175	175	175	175
非流動資產	3,468	3,221	3,986	4,063	4,025
長期投資	17	20	20	20	20
固定資產	1,766	1,902	2,678	2,763	2,732
什項資產	1,685	1,298	1,289	1,280	1,273
負債總額	3,344	2,175	3,064	3,126	3,220
流動負債	1,940	1,258	1,647	1,876	1,914
應付帳款及票據	120	145	170	186	204
短期借款	810	110	110	277	221
什項負債	1,010	1,004	1,367	1,413	1,489
長期負債	1,404	917	1,417	1,250	1,306
長期借款	171	0	500	333	389
其他負債及準備	1,234	917	917	917	917
股東權益總額	1,992	2,175	2,227	2,285	2,351
普通股	233	313	359	359	359
保留盈餘	324	270	322	380	446
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	(8.3%)	7.3%	28.0%	9.5%	9.8%
營業收益增長	(69.0%)	9.8%	303.3%	12.1%	12.7%
EBITDA	(34.6%)	(3.3%)	78.8%	13.1%	14.2%
稅後純益	(56.4%)	(31.3%)	373.5%	9.8%	14.5%
每股盈餘成長率	(55.9%)	(48.5%)	338.6%	1.9%	14.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	49.6%	49.2%	53.4%	53.3%	53.3%
營業利益率	3.6%	3.7%	11.7%	12.0%	12.3%
EBITDA Margin	17.9%	16.2%	22.6%	23.3%	24.3%
稅後純益率	3.8%	2.4%	9.0%	9.1%	9.4%
平均資產報酬率	2.9%	2.3%	10.9%	10.8%	12.0%
股東權益報酬率	7.8%	5.3%	23.8%	25.5%	28.4%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	49.2%	5.1%	27.4%	26.7%	26.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	8.4%	9.2%	3.8%
利息保障倍數 (x)	7.4	6.7	39.3	25.8	29.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.2	0.5	0.8	0.7	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	24.7	22.1	60.3	42.5	49.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.9	4.2	8.2	4.1	5.7
流動比率 (x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.8
速動比率 (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.7
淨負債 (NT\$百萬)	(148)	(278)	187	210	90
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	7.04	3.62	15.89	16.18	18.53
每股現金盈餘 (NT\$)	31.96	18.92	31.59	35.13	40.43
每股淨值 (NT\$)	85.64	69.47	61.96	63.56	65.40
調整後每股淨值 (NT\$)	87.03	71.14	67.49	64.23	66.08
每股當收 (NT\$)	184.74	148.49	176.05	178.77	196.30
EBITDA/Share (NT\$)	33.15	24.02	39.77	41.72	47.66
每股現金股利 (NT\$)	4.00	3.50	13.13	14.41	16.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.77	0.94	1.21	1.19	1.27
應收帳款周轉天數	25.5	32.4	32.4	32.4	32.4
存貨周轉天數	27.4	25.8	25.8	25.8	25.8
應付帳款周轉天數	20.6	22.9	22.9	22.9	22.9
現金轉換周轉天數	32.3	35.3	35.3	35.3	35.3

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	4,229	4,539	5,810	6,359	6,983
營業成本	(2,131)	(2,306)	(2,705)	(2,970)	(3,261)
營業毛利	2,099	2,233	3,105	3,389	3,722
營業費用	(1,946)	(2,065)	(2,426)	(2,628)	(2,865)
營業利益	153	168	678	761	857
總營業外收入	76	15	17	17	17
利息收入	7	4	2	2	2
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	70	11	15	15	15
總營業外費用	(39)	(34)	(33)	(49)	(49)
利息費用	(30)	(26)	(17)	(29)	(29)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(9)	(8)	(16)	(20)	(20)
稅前純益	191	150	662	728	825
所得稅費用[利益]	(30)	(39)	(138)	(153)	(166)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	161	111	524	576	659
EBITDA	759	734	1,313	1,484	1,695
每股盈餘 (NT\$)	7.04	3.62	15.89	16.18	18.53

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	732	578	1,043	1,250	1,438
本期純益	161	111	524	576	659
折舊及攤提	606	566	634	723	838
本期運用資金變動	(59)	(86)	(116)	(49)	(59)
其他營業資產及負債變動	24	(12)	0	(0)	-
投資活動之現金流量	(71)	(186)	(1,400)	(800)	(800)
投資用短期投資出售[新購]	(19)	-	-	-	-
本期長期投資變動	(407)	(359)	(1,400)	(800)	(800)
資本支出淨額	355	173	(0)	0	0
其他資產變動	258	235	(354)	467	656
自由現金流	(573)	(1,133)	392	(472)	(518)
融資活動之現金流量	(573)	(1,133)	392	(472)	(518)
短期借款變動	-	110	-	-	-
長期借款變動	116	(190)	500	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(332)	(92)	(108)	(472)	(518)
其他融資現金流	(357)	(961)	-	-	-
匯率影響數	(0)	1	-	-	-
本期產生現金流量	87	(740)	34	(22)	120
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	49.6%	49.2%	53.4%	53.3%	53.3%
- 銷管費用/營業收入	46.0%	45.5%	41.8%	41.3%	41.0%
= 營業利益率	3.6%	3.7%	11.7%	12.0%	12.3%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
+ 什項資產/營業收入	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
= 資本周轉率	1.5	1.6	1.8	1.9	2.1
營業利益率	3.6%	3.7%	11.7%	12.0%	12.3%
x 資本周轉率	1.5	1.6	1.8	1.9	2.1
x (1 - 有效現金稅率)	84.4%	73.9%	79.2%	79.0%	79.9%
= 稅後 ROIC	4.5%	4.4%	16.2%	17.7%	20.5%

資料來源：公司資料，凱基

瓦城 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-08-10	增加持股	377.0	336.0
2023-06-01	增加持股	314.0	283.5

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。