

八方雲集

(2753.TW/2753 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 February 29 (NT\$)	170.0
12 個月目標價 (NT\$)	202.0
前次目標價 (NT\$)	214.0
調降 (%)	5.6
上漲空間 (%)	18.8

焦點內容

1. 公司預計今年美國將新增八家門市，並看好美國業務 1H24 可以損平。
2. 隨著原物料價格趨緩，管理層預期 1Q24 及 2024 毛利率將呈年增走勢。
3. 考量成本壓力減緩且美國業務將轉盈，我們預估今年獲利將年增 30%。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	11.30 / 356.2
流通在外股數 (百萬股)：	66.49
外資持有股數 (百萬股)：	5.57
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.15
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	161.0 -241.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-0.9	1.8	-32.3
相對表現 (%)	-10.1	-12.3	-54.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.32A	2.52A	2.69A	2.47A
2023	2.00A	2.17A	2.24A	1.78F
2024	2.44F	2.59F	2.75F	2.84F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

莊政翰
886.2.2181.8719
angus.chuang@kgi.com

張育程
886.2.2181.8735
eden.chang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

獲利復甦將提振股價擺脫低迷

重要訊息

我們舉辦八方雲集投資人電話會議。管理層表示美國六家門市目前均已獲利，預計 1H24 美國業務可達損平。另外，公司表示豬肉以外其他主要原材料價格均下滑，因此毛利率可望優於去年水準。我們看好八方雲集 2024 年獲利將順利恢復成長。

評論及分析

美國業務 1H24 達損平。截至 2023 年底八方雲集在美國共有六家門市，目前均已獲利。待美國門市月營收超過 100 萬美元 (對比目前為 90 萬美元以上)，中央廚房即可轉虧為盈，因此管理層預估美國業務 1H24 可達損益兩平。公司規劃今年在美國新增八個據點 (包括一家得來速門市)，展店力道超越 2023 年的 5 家。型態各異的美國門市不論在客流量或客單價表現穩定，且消費客群廣泛。目前公司正著手擬訂加盟合約，預計年底前可通過核准。決定合適的門市型態後便會開放加盟展店。

獲利率改善中。儘管豬肉價格依舊居高不下，迄今未見顯著下滑，但管理層認為毛利率應已於 2023 年 11 月落底，最近幾個月受惠於其他原料價格走跌 (包括雞肉、麵粉與蔬菜)，毛利率已見好轉。公司預期 1Q24 毛利率將超越去年同期水準，終結過去兩年多衰退，2024 年全年毛利率也將呈現年增走勢。我們預估毛利率將年增 1.5 個百分點至 36.1%。公司正在嘉義興建原材料的冷藏倉儲設備，2025 年完工後可望減少物料成本的波動。

股價將重拾動能。過去六個月八方雲集股價維持小幅盤整，我們認為主要係因成本不利因素與美國業務持續虧損所致。如今原料價格趨緩毛利率可望恢復年增且美國業務亦將於 1H24 轉虧為盈，因此我們看好獲利將重拾成長動能，帶動股價向上。雖然我們將 2023-24 年預估獲利分別下修 6.2% 及 5.7%，以反映原物料成本上漲和美國展店速度加快，但預估 2024 年每股盈餘將成長 30% 至 10.63 元，並於明年再增加 18% 至 12.55 元。

投資建議

八方雲集目前股價相當於 16 倍本益比，對比歷史區間為 12-30 倍。我們預期獲利率展望改善與美國業務轉盈將有助股價擺脫低迷，因此維持「增加持股」評等並調整目標價至 202 元，根據 19 倍本益比。

投資風險

展店進度延宕與原物料價格上漲。

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)	5,955	6,799	7,340	8,717	9,552
營業毛利 (NT\$百萬)	2,232	2,526	2,544	3,148	3,491
營業利益 (NT\$百萬)	653	788	664	914	1,105
稅後淨利 (NT\$百萬)	541	661	543	705	832
每股盈餘 (NT\$)	8.74	10.00	8.19	10.63	12.55
每股現金股利 (NT\$)	6.73	7.50	5.73	7.44	8.79
每股盈餘成長率 (%)	(17.2)	14.4	(18.1)	29.8	18.1
本益比 (x)	19.5	17.0	20.8	16.0	13.5
股價淨值比 (x)	3.8	3.4	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA (x)	7.7	7.5	7.2	5.4	4.2
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.0	4.4	3.4	4.4	5.2
股東權益報酬率 (%)	21.6	21.1	16.2	19.9	22.0

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：4Q23-1Q24 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	4Q23F							1Q24F						
	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	1,917	1,944	(1.4)	(0.4)	8.3	1,958	(2.1)	2,063	2,005	2.9	7.6	19.5	1,909	8.1
毛利	642	688	(6.7)	(2.3)	(1.2)	683	(6.0)	735	716	2.6	14.5	19.8	672	9.4
營業利益	151	202	(25.4)	(13.3)	(31.4)	200	(24.6)	206	217	(5.2)	36.6	24.2	183	12.6
稅前淨利	155	206	(24.9)	(16.4)	(22.3)	204	(24.1)	208	219	(5.2)	34.3	24.7	187	11.2
稅後淨利	118	158	(25.5)	(20.8)	(27.9)	163	(27.7)	162	166	(2.4)	37.5	22.0	146	11.4
每股盈餘 (元)	1.78	2.38	(25.5)	(20.8)	(27.9)	2.46	(27.7)	2.44	2.50	(2.4)	37.5	22.0	2.19	11.4
毛利率 (%)	33.5	35.4	(1.9) ppts	(0.6) ppts	(3.2) ppts	34.9	(1.4) ppts	35.6	35.7	(0.1) ppts	2.1 ppts	0.1 ppts	35.2	0.4 ppts
營業利益率 (%)	7.9	10.4	(2.5) ppts	(1.2) ppts	(4.5) ppts	10.2	(2.3) ppts	10.0	10.8	(0.9) ppts	2.1 ppts	0.4 ppts	9.6	0.4 ppts
淨利率 (%)	6.1	8.1	(2.0) ppts	(1.6) ppts	(3.1) ppts	8.3	(2.2) ppts	7.9	8.3	(0.4) ppts	1.7 ppts	0.2 ppts	7.6	0.2 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

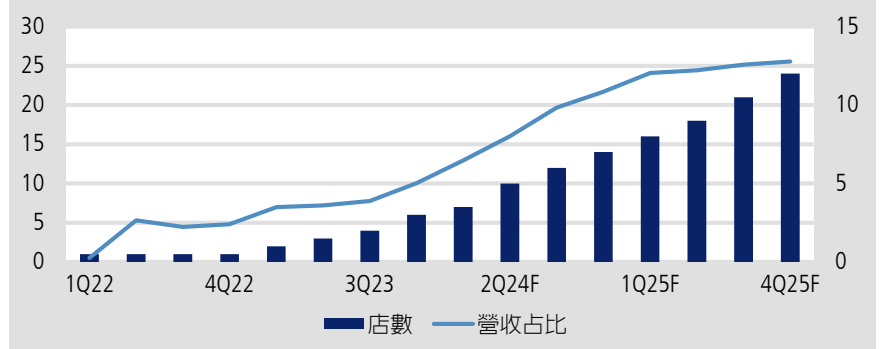
圖 2：2023-25 年財務預估修正暨市場共識比較

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 (%)
營收	7,340	7,309	0.4	8.0	7,381	(0.6)	8,717	8,778	(0.7)	18.8	8,451	3.1	9,552	9,914	(3.7)	9.6	10,376	(7.9)
毛利	2,544	2,586	(1.6)	0.7	2,583	(1.5)	3,148	3,172	(0.7)	23.7	3,009	4.6	3,491	3,632	(3.9)	10.9	3,849	(9.3)
營業利益	664	727	(8.7)	(15.7)	713	(6.9)	914	1,004	(9.0)	37.7	893	2.4	1,105	1,239	(10.8)	21.0	1,251	(11.6)
稅前淨利	696	749	(7.1)	(16.5)	745	(6.6)	926	1,016	(8.9)	33.1	918	0.9	1,118	1,252	(10.7)	20.8	1,221	(8.4)
稅後淨利	543	580	(6.2)	(17.8)	589	(7.8)	705	747	(5.7)	29.8	718	(1.7)	832	900	(7.5)	18.1	939	(11.4)
每股盈餘 (元)	8.19	8.74	(6.2)	(17.8)	8.88	(7.8)	10.63	11.27	(5.7)	29.8	10.82	(1.7)	12.55	13.57	(7.5)	18.1	14.16	(11.4)
毛利率 (%)	34.7	35.4	(0.7) ppts	(2.5) ppts	35.0	(0.3) ppts	36.1	36.1	(0.0) ppts	1.5 ppts	35.6	0.5 ppts	36.5	36.6	(0.1) ppts	0.4 ppts	37.1	(0.6) ppts
營業利益率 (%)	9.0	10.0	(0.9) ppts	(2.5) ppts	9.7	(0.6) ppts	10.5	11.4	(1.0) ppts	1.4 ppts	10.6	(0.1) ppts	11.6	12.5	(0.9) ppts	1.1 ppts	12.1	(0.5) ppts
淨利率 (%)	7.4	7.9	(0.5) ppts	(2.3) ppts	8.0	(0.6) ppts	8.1	8.5	(0.4) ppts	0.7 ppts	8.5	(0.4) ppts	8.7	9.1	(0.4) ppts	0.6 ppts	9.0	(0.3) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：美國加速展店

店數, 家 (左軸); 美國營收占比, 百分比 (右軸)



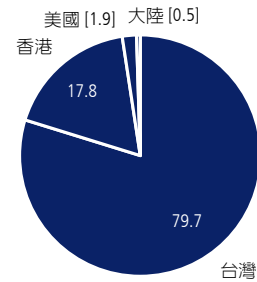
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4: 公司概況

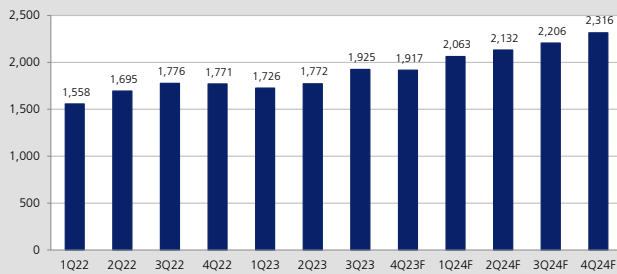
八方雲集成立於 2000 年，為多品牌連鎖餐廳業者，截至 8 月在大中華區擁有 1,336 家營運門市。旗艦品牌八方雲集為營收大宗，營收佔比達 72%，其次是梁社漢排骨（排骨飯品牌）為 25%。公司大多數的門市都採加盟形式經營。2022 年台灣市場貢獻營收 80%，香港佔比為 18%，其餘則來自美國市場。

資料來源：凱基
圖 5: 台灣市場貢獻主要營收

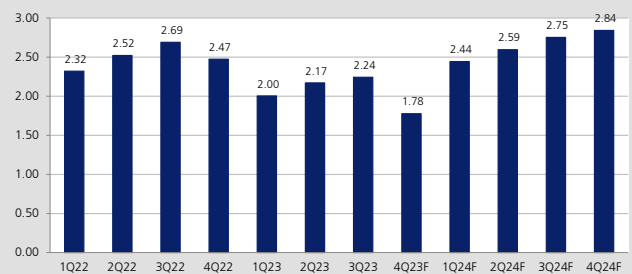
2022 年營收佔比，百分比


資料來源：凱基
圖 6: 季營業收入

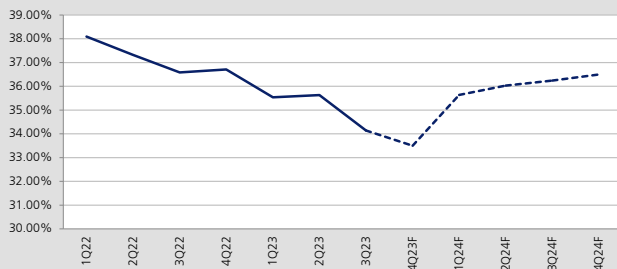
季營業收入，百萬元


資料來源：凱基
圖 7: 每股盈利

每股盈利，元


資料來源：凱基
圖 8: 毛利率

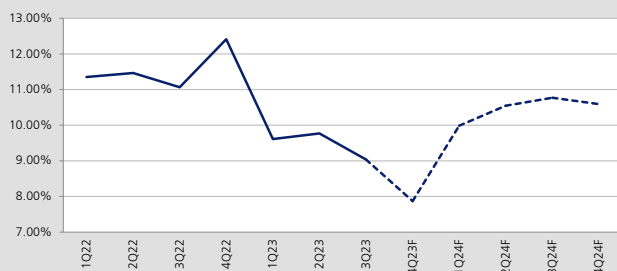
毛利率，百分比


資料來源：凱基
圖 9: 本益比

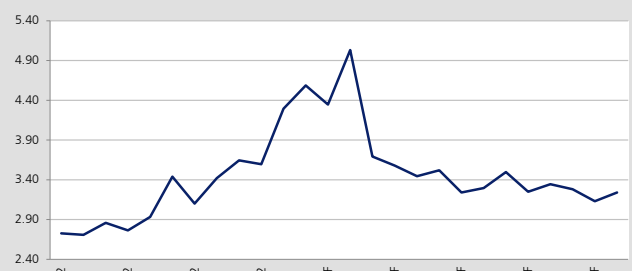
本益比，倍


資料來源：凱基
圖 10: 營業利潤率

營業利潤率，百分比


資料來源：凱基
圖 11: 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-23A	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	1,726	1,772	1,925	1,917	2,063	2,132	2,206	2,316	7,340	8,717	9,552
營業成本	(1,113)	(1,140)	(1,268)	(1,275)	(1,328)	(1,364)	(1,406)	(1,471)	(4,796)	(5,569)	(6,061)
營業毛利	613	631	657	642	735	768	799	845	2,544	3,148	3,491
營業費用	(448)	(458)	(483)	(491)	(529)	(543)	(562)	(600)	(1,880)	(2,234)	(2,385)
營業利益	166	173	174	151	206	225	238	245	664	914	1,105
折舊	(163)	(163)	(174)	(234)	(208)	(208)	(208)	(208)	(734)	(830)	(925)
攤提	(1)	(1)	(1)	1	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
EBITDA	330	337	349	384	414	433	446	453	1,400	1,746	2,033
利息收入	8	9	7	9	8	8	8	8	32	32	32
投資利益淨額	-	-	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	7	8	7	10	10	12	12	13	32	47	48
總營業外收入	15	17	14	19	18	20	20	21	64	79	80
利息費用	(7)	(7)	(7)	(9)	(8)	(8)	(8)	(8)	(30)	(31)	(30)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(6)	6	5	(6)	(8)	(9)	(9)	(9)	(2)	(36)	(37)
總營業外費用	(14)	(1)	(3)	(15)	(16)	(17)	(17)	(17)	(32)	(67)	(67)
稅前純益	167	189	185	155	208	228	241	249	696	926	1,118
所得稅費用[利益]	(37)	(48)	(41)	(39)	(47)	(56)	(55)	(56)	(165)	(214)	(250)
少數股東損益	3	3	5	2	1	-	(3)	(5)	13	(7)	(36)
非常項目前稅後純益	133	144	149	118	162	172	182	188	543	705	832
非常項目	0	(0)	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	133	144	149	118	162	172	182	188	543	705	832
每股盈餘 (NT\$)	2.00	2.17	2.24	1.78	2.44	2.59	2.75	2.84	8.19	10.63	12.55
獲利率 (%)											
營業毛利率	35.5	35.6	34.1	33.5	35.6	36.0	36.2	36.5	34.7	36.1	36.5
營業利益率	9.6	9.8	9.0	7.9	10.0	10.5	10.8	10.6	9.0	10.5	11.6
EBITDA Margin	19.1	19.0	18.1	20.0	20.1	20.3	20.2	19.6	19.1	20.0	21.3
稅前純益率	9.7	10.7	9.6	8.1	10.1	10.7	10.9	10.8	9.5	10.6	11.7
稅後純益率	7.7	8.1	7.7	6.1	7.9	8.1	8.3	8.1	7.4	8.1	8.7
季成長率 (%)											
營業收入	(2.5)	2.6	8.7	(0.4)	7.6	3.4	3.4	5.0			
營業毛利	(5.6)	2.9	4.1	(2.3)	14.5	4.5	4.0	5.7			
營業收益增長	(24.5)	4.3	0.5	(13.3)	36.6	9.2	5.6	3.3			
EBITDA	(15.2)	2.2	3.5	9.9	7.9	4.6	2.9	1.7			
稅前純益	(16.3)	13.2	(1.9)	(16.4)	34.3	9.6	5.5	3.6			
稅後純益	(18.7)	8.3	3.4	(20.8)	37.5	6.2	6.1	3.3			
年成長率 (%)											
營業收入	10.8	4.6	8.4	8.3	19.5	20.3	14.6	20.8	8.0	18.8	9.6
營業毛利	3.4	(0.2)	1.1	(1.2)	19.8	21.7	21.6	31.7	0.7	23.7	10.9
營業收益	(6.2)	(10.9)	(11.5)	(31.4)	24.2	29.9	36.5	62.6	(15.7)	37.7	21.0
EBITDA	(1.6)	(5.7)	(4.0)	(1.4)	25.5	28.4	27.7	18.2	(3.1)	24.8	16.4
稅前純益	(12.6)	(11.6)	(19.3)	(22.3)	24.7	20.7	29.9	61.0	(16.5)	33.1	20.8
稅後純益	(13.3)	(13.6)	(16.3)	(27.9)	22.0	19.6	22.7	60.0	(17.8)	29.8	18.1

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	5,319	5,858	6,413	6,780	7,178
流動資產	2,295	2,483	3,369	4,084	5,022
現金及短期投資	1,757	1,928	2,772	3,408	4,294
存貨	210	227	255	295	322
應收帳款及票據	173	193	208	246	271
其他流動資產	155	135	135	135	135
非流動資產	3,025	3,375	3,044	2,696	2,157
長期投資	4	4	4	4	4
固定資產	1,549	1,710	1,379	1,031	492
什項資產	1,472	1,661	1,661	1,661	1,661
負債總額	2,287	2,493	2,898	3,047	3,160
流動負債	1,328	1,397	1,809	1,955	2,069
應付帳款及票據	205	201	226	262	285
短期借款	42	34	41	39	40
什項負債	1,082	1,161	1,542	1,655	1,744
長期負債	959	1,097	1,090	1,092	1,091
長期借款	71	34	27	29	28
其他負債及準備	43	53	53	53	53
股東權益總額	3,033	3,364	3,515	3,733	4,018
普通股股本	660	663	663	663	663
保留盈餘	1,019	1,197	1,360	1,571	1,821
少數股東權益	40	82	69	76	112
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	14.9%	14.2%	8.0%	18.8%	9.6%
營業收益增長	(14.3%)	20.5%	(15.7%)	37.7%	21.0%
EBITDA	(3.5%)	15.9%	(3.1%)	24.8%	16.4%
稅後純益	(14.6%)	22.1%	(17.8%)	29.8%	18.1%
每股盈餘成長率	(17.2%)	14.4%	(18.1%)	29.8%	18.1%
獲利能力分析					
營業毛利率	37.5%	37.1%	34.7%	36.1%	36.5%
營業利益率	11.0%	11.6%	9.0%	10.5%	11.6%
EBITDA Margin	20.9%	21.3%	19.1%	20.0%	21.3%
稅後純益率	9.1%	9.7%	7.4%	8.1%	8.7%
平均資產報酬率	11.5%	11.8%	8.9%	10.7%	11.9%
股東權益報酬率	21.6%	21.1%	16.2%	19.9%	22.0%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	3.7%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	31.2	29.9	23.8	31.3	37.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	47.9	48.2	41.4	48.9	56.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	16.7	22.0	17.6	21.5	24.7
流動比率 (x)	1.7	1.8	1.9	2.1	2.4
速動比率 (x)	1.6	1.6	1.7	1.9	2.3
淨負債 (NT\$百萬)	(1,135)	(622)	(1,466)	(2,102)	(2,988)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	8.74	10.00	8.19	10.63	12.55
每股現金盈餘 (NT\$)	17.29	21.00	19.01	22.54	26.12
每股淨值 (NT\$)	45.31	49.49	51.95	55.13	58.90
調整後每股淨值 (NT\$)	48.30	49.66	51.95	55.13	58.90
每股營收 (NT\$)	96.12	102.87	110.66	131.43	144.01
EBITDA/Share (NT\$)	20.13	21.87	21.11	26.33	30.65
每股現金股利 (NT\$)	6.73	7.50	5.73	7.44	8.79
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.27	1.22	1.20	1.32	1.37
應收帳款周轉天數	10.6	10.3	10.3	10.3	10.3
存貨周轉天數	20.6	19.4	19.4	19.4	19.4
應付帳款周轉天數	20.1	17.2	17.2	17.2	17.2
現金轉換周轉天數	11.1	12.5	12.5	12.5	12.5

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	5,955	6,799	7,340	8,717	9,552
營業成本	(3,723)	(4,273)	(4,796)	(5,569)	(6,061)
營業毛利	2,232	2,526	2,544	3,148	3,491
營業費用	(1,579)	(1,738)	(1,880)	(2,234)	(2,385)
營業利益	653	788	664	914	1,105
總營業外收入	52	113	64	79	80
利息收入	3	14	32	32	32
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	49	98	32	47	48
總營業外費用	(30)	(67)	(32)	(67)	(67)
利息費用	(22)	(29)	(30)	(31)	(30)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(8)	(38)	(2)	(36)	(37)
稅前純益	676	833	696	926	1,118
所得稅費用[利益]	(150)	(188)	(165)	(214)	(250)
少數股東損益	16	16	13	(7)	(36)
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	541	661	543	705	832
EBITDA	1,247	1,445	1,400	1,746	2,033
每股盈餘 (NT\$)	8.74	10.00	8.19	10.63	12.55

現金流量

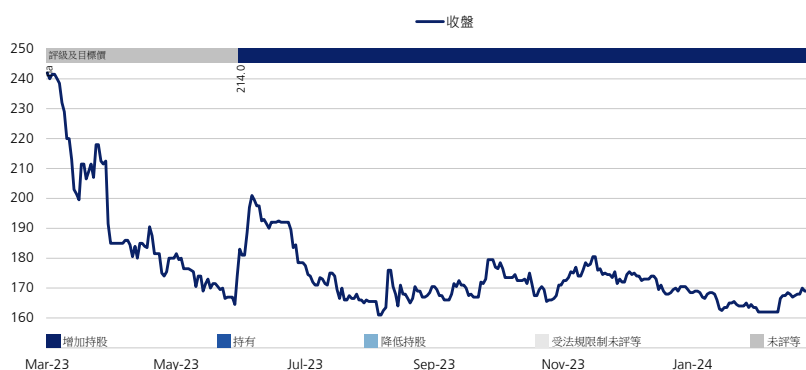
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	1,071	1,388	1,261	1,495	1,732
本期純益	541	661	543	705	832
折舊及攤提	594	658	736	833	927
本期運用資金變動	(41)	(32)	(18)	(43)	(27)
其他營業資產及負債變動	(23)	101	0	0	0
投資活動之現金流量	(879)	(1,088)	(404)	(484)	(388)
投資用短期投資出售[新購]	(479)	(728)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(510)	(447)	(402)	(482)	(386)
其他資產變動	110	87	(2)	(2)	(2)
自由現金流	549	786	819	1,008	1,370
融資活動之現金流量	39	(902)	(13)	(374)	(458)
短期借款變動	(43)	3	-	-	-
長期借款變動	(26)	(51)	-	-	-
現金增資	973	-	-	-	-
已支付普通股股息	(390)	(429)	-	(380)	(494)
其他融資現金流	(475)	(425)	(13)	7	36
匯率影響數	(12)	44			
本期產生現金流量	220	(558)	844	637	886

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	26.5%	25.6%	25.6%	25.6%	25.0%
= 營業利益率	11.0%	11.6%	9.0%	10.5%	11.6%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	5.2	5.4	13.1	61.1	(20.9)
營業利益率	11.0%	11.6%	9.0%	10.5%	11.6%
x 資本周轉率	5.2	5.4	13.1	61.1	(20.9)
x (1 - 有效現金稅率)	77.8%	77.4%	76.3%	76.9%	77.6%
= 稅後 ROIC	44.0%	48.6%	90.2%	492.6%	(187.3%)

資料來源：公司資料，凱基

八方雲集 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-09-27	增加持股	214.0	173.0
2023-06-01	增加持股	214.0	183.0

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，週後若有變更時，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。