

## 儒鴻 (1476 TT) Eclat

遞延出貨短空，無損 2024 年強勁復甦之格局，營運展望依舊樂觀

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$692.0

收盤價 (2024/03/07)：NT\$542.0

隱含漲幅：27.7%

## 營收組成 (2023 年)

針織布 34%、成衣 66%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	692.0	692.0
2024年營收 (NT\$/十億)	39.1	39.1
2024年EPS	23.9	23.9

## 交易資料表

市值	NT\$148,720百萬元
外資持股比例	41.0%
董監持股比例	16.2%
調整後每股淨值 (2023)	NT\$105.19
負債比	19.4%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	39,736	30,790	39,138	44,262
營業利益	7,737	6,549	8,332	9,415
稅後純益	6,790	5,176	6,553	7,405
EPS (元)	24.75	18.86	23.88	26.99
EPS YoY (%)	31.9	-23.8	26.6	13.0
本益比 (倍)	21.9	28.7	22.7	20.1
股價淨值比 (倍)	5.9	5.8	5.2	4.7
ROE (%)	29.3	20.2	22.7	23.1
現金殖利率 (%)	3.1%	2.3%	2.9%	3.2%
現金股利 (元)	17.00	12.26	15.52	17.54

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuant.com

洪晨翎

CherylHung@yuant.com

## 元大觀點

◆ 通路客戶下單復甦，1H24 訂單底定，外包產能比率提升，展望正向。

◆ 遞延出貨干擾，1Q24 獲利下修 2.2%至 4.48 元，2Q24 獲利上修 1.8%至 5.79 元，2024 年稅後 EPS 維持 23.88 元，年增 26.6%，動能佳。

◆ 遞延出貨無損 2024 年強勁復甦之格局，展望樂觀，建議買進，目標價 692 元，基於 29 倍本益比、2024 年 EPS 推得。

## 1H24 訂單底定，拉高外包產能比率，復甦確立

儒鴻訂單能見度 6 個月，1H24 訂單底定，承接 3Q24 訂單。通路型客戶 1H24 復甦較強，而品牌商訂單預計於 2H24 成長轉強，新加入的 6 個小型客戶，2024 年訂單成長佳，營收佔比預估提升至 15%，亦為重要成長動能。儒鴻自有成衣本廠稼動率均滿載，外包產能訂單佔比由 4Q23 之 25%提升至 1Q24 的 30%，顯示訂單復甦確立，須拉高外包產能比率因應。

## 1Q24 獲利下修 2.2%，2Q24 獲利上修 1.8%，2024 年稅後 EPS 維持 23.88 元，年增 26.6%

船期因素遞延出貨，儒鴻 2024 年 2 月營收 21.82 億元，月減 17.0%，年增 9.0%，動能減緩，不如預期，1Q24 營收下修 2.2%至 76.28 億元，季減 10.2%，年增 17.4%，稅後 EPS 下修 2.2%至 4.48 元，季減 12.2%，年增 48.8%。受惠通路商訂單增強及遞延出貨貢獻，2Q24 營收上修 1.8%至 96.83 億元，季增 26.9%，年增 23.8%，稅後 EPS 上修 1.8%至 5.79 元，季增 29.4%，年增 14.2%。展望 2024 年，儒鴻訂單能見度 6 個月，承接 3Q24 訂單，搭配印尼廠產能擴增，營收動能續強，預估 2024 年營收 391.38 億元，年增 27.1%，稅後 EPS 為 23.88 元，年增 26.6%。

## 遞延出貨短空，無損 2024 年強勁復甦之格局，重申買進建議

考量：1) 預期儒鴻 3 月營收可顯著提升至 28.17 億元，月增 29.1%，年增 17.8%，動能恢復，1Q24 稅後 EPS 年增 48.8%，獲利強勁；2) 2Q24 營收及獲利同步上修 1.8%，預估營收年增 23.8%，獲利年增 14.2%，延續 YoY 正成長格局；3) 儒鴻承接 3Q24 訂單，而運輸船期拉長，客戶提前下單效應可期，訂單展望佳，預估 2024 年營收年增 27.1%，稅後 EPS 年增 26.6%至 23.88 元。以 2024 年稅後 EPS 計算，目前儒鴻本益比為 22.7 倍，處於歷史本益比區間 16-31 倍的區間中段，遞延出貨無損 2024 年強勁復甦之格局，近期股價拉回實為逢低布局良機，重申儒鴻的買進投資建議，目標價維持 692 元(以 29 倍 PER X 2024 年稅後 EPS)。

## 2024 年 2 月營收不如預期，1Q24 稅後 EPS 下修 2.2%至 4.48 元

儒鴻公布 2024 年 2 月營收 21.82 億元，月減 17.0%，年增 9.0%，動能減緩，不如預期，除工作天數較少干擾之外，也有約 4.5 億元營收受船期因素遞延，其中布料 2.5 億元遞延，成衣 2 億元遞延。2024 年前 2 個月營收 48.11 億元，年增 17.2%，以原預估 1Q24 營收 77.98 億元計算，營收達成率僅約 61.7%，低於預期。預估 3 月營收顯著提升至 28.17 億元，月增 29.1%，年增 17.8%，動能恢復，惟預估 1Q24 營收下修 2.2%至 76.28 億元，季減 10.2%，年增 17.4%，反映 2 月營收動能減緩之干擾，毛利率預估維持 30.0%，營益率預估維持 20.5%，營業利益下修 2.2%至 15.62 億元(原估 15.97 億元)，季減 19.5%，年增 38.5%，業外少了匯損干擾，稅後 EPS 下修 2.2%至 4.48 元(原估 4.58 元)，季減 12.2%，年增 48.8%，儘管獲利下修，但動能仍屬強勁。

圖 1：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	6,498	8,499	7,628	-10.2%	17.4%	7,798	8,187	-2.2%	-6.8%
營業毛利	1,843	2,763	2,288	-17.2%	24.2%	2,339	2,442	-2.2%	-6.3%
營業利益	1,128	1,941	1,562	-19.5%	38.5%	1,597	1,645	-2.2%	-5.0%
稅前利益	1,088	1,742	1,564	-10.2%	43.7%	1,580	1,690	-1.0%	-7.5%
稅後淨利	827	1,400	1,229	-12.2%	48.8%	1,256	1,328	-2.1%	-7.5%
調整後 EPS (元)	3.01	5.10	4.48	-12.2%	48.8%	4.58	4.84	-2.2%	-7.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	28.4%	32.5%	30.0%	-2.5	1.6	30.0%	29.8%	0.0	0.2
營業利益率	17.4%	22.8%	20.5%	-2.3	3.1	20.5%	20.1%	0.0	0.4
稅後純益率	12.7%	16.5%	16.1%	-0.4	3.4	16.1%	16.2%	0.0	-0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 2Q24 稅後 EPS 上修 1.8%至 5.79 元，維持 2024 年稅後 EPS 為 23.88 元

展望 2Q24，受惠通路商回補庫存的訂單增強，儒鴻 2Q24 訂單底定，且亦有部分訂單由 1Q24 遞延出貨之貢獻，2Q24 營收上修 1.8%至 96.83 億元(原估 95.13 億元)，季增 26.9%，年增 23.8%，營收動能轉強，毛利率維持 30.3%之預估，營益率維持 20.9%之預估，營業利益上修 1.8%至 20.26 億元(原估 19.90 億元)，季增 29.7%，年增 22.0%，稅後 EPS 上修 1.8%至 5.79 元(原估 5.69 元)，季增 29.4%，年增 14.2%，營收及獲利延續 YoY 正成長格局。展望 2024 年，儒鴻訂單能見度達 6 個月，承接 3Q24 訂單，長單比例提高，包括通路商庫存去化順利，品牌商 Nike 庫存調整告終，Lululemon 上修展望，營運動能維持強勁，顯示需求端受到通膨及升息排擠消費的效應淡化，美國市場復甦趨勢確立，另外紅海危機造成全球貨櫃航運調度混亂，運輸船期拉長，客戶提前下單意願轉強，儒鴻來自通路商及品牌商的訂單可持續回溫，搭配儒鴻印尼廠產能擴增，營收動能續強，預估 2024 年營收 391.38 億元，年增 27.1%，維持毛利率 30.6%之預估，維持營益率 21.3%之預估，維持營業利益 83.32 億元，年增 27.2%，維持稅後 EPS 為 23.88 元之預估，年增 26.6%。2024 年營收及獲利維持不變，僅針對部分訂單由 1Q24 遞延至 2Q24 出貨，下修 1Q24 營收跟獲利，上修 2Q24 營收跟獲利之調整。

圖 2：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24F	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	7,821	7,628	9,683	26.9%	23.8%	9,513	9,214	1.8%	5.1%
營業毛利	2,437	2,288	2,929	28.0%	20.2%	2,878	2,812	1.8%	4.2%
營業利益	1,660	1,562	2,026	29.7%	22.0%	1,990	1,960	1.8%	3.4%
稅前利益	1,800	1,564	2,000	27.9%	11.1%	1,964	1,985	1.8%	0.8%
稅後淨利	1,392	1,229	1,590	29.4%	14.2%	1,562	1,552	1.8%	2.4%
調整後 EPS (元)	5.07	4.48	5.79	29.4%	14.2%	5.69	5.65	1.8%	2.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	31.2%	30.0%	30.3%	0.3	-0.9	30.3%	30.5%	0.0	-0.2
營業利益率	21.2%	20.5%	20.9%	0.4	-0.3	20.9%	21.3%	0.0	-0.4
稅後純益率	17.8%	16.1%	16.4%	0.3	-1.4	16.4%	16.8%	0.0	-0.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 儒鴻最大客戶是運動品牌 Nike，擴增戶外品牌客戶，為重要成長動能

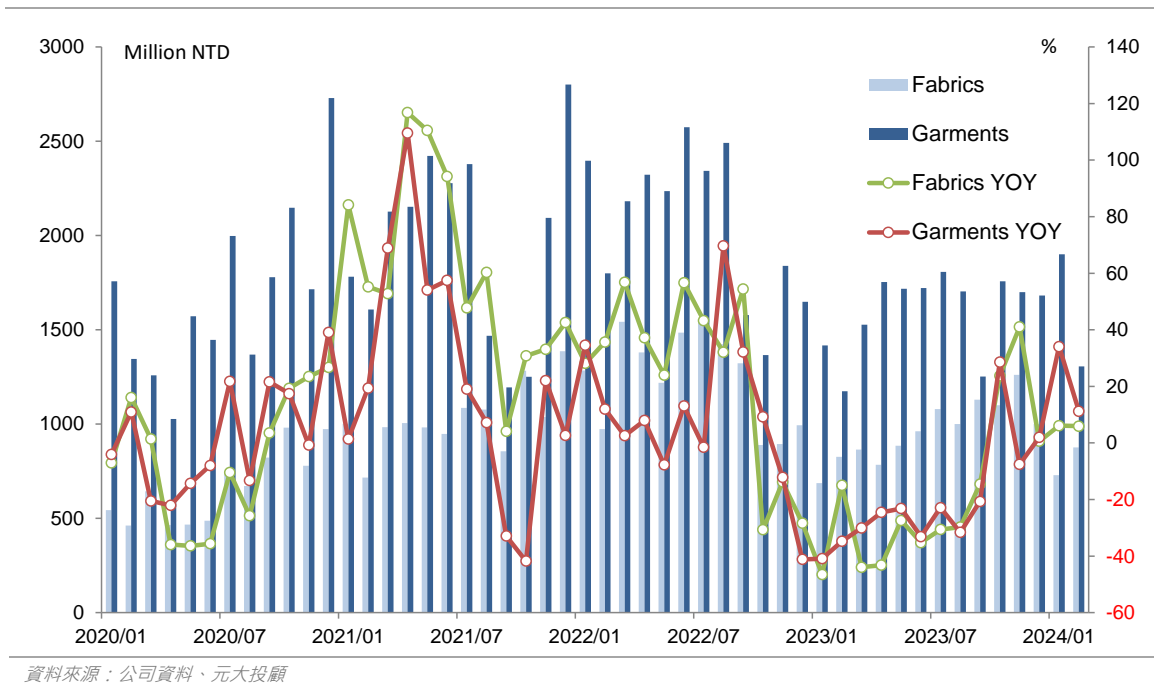
儒鴻各客戶營收分佈，Nike 為最大客戶，營收佔比由 2021 年約 13.0%提高至 2022 年 16.1%，Nike 營收貢獻成長 38.0% YoY，表現亮麗。至於其他客戶佔比，Lululemon 佔比約 8-9%，Under Armour 佔比約 8%，Target 佔比 5%，Athleta 佔比 6-7%。合計儒鴻前 5 大客戶營收佔比約 40%-45%，前 10 大客戶營收佔比約 60%-65%。儒鴻客戶群再納入戶外品牌，新客戶包括 Aritzia 及 Patagonia，乃戶外品牌既有產品線的市場飽和，拓展新產品線至機能運動服飾，初步先向儒鴻採購針織布料，未來儒鴻有機會再承接成衣訂單，是未來重要的成長動能來源。而儒鴻開發的新客戶中，有 6 個小型客戶成長潛力大，其中 3 個客戶是從布料到成衣的一貫化訂單，另外 3 個則處於布料下單階段，未來有機會擴展到成衣訂單。品牌定位上，3 個運動品牌，3 個時尚運動品牌。6 個新客戶 2023 年營收貢獻約 10%，預期 2024 年訂單持續增長帶動，整體營收貢獻度可提升至 15%。

## 儒鴻 1Q23 營運落底，2H23 至 2024 年逐步回溫

儒鴻 2023 年營收 307.9 億元，年減 22.5%，年衰退幅度逐月縮減，其中布料營收 115.8 億元，年減 22.6%，佔比約 37.6%，成衣營收 192.1 億元，年減 22.5%，佔比約 64.4%，1Q23 營運落底逐季回溫至 4Q23。而儒鴻 2024 年 21.82 億元，月減 17.0%，年增 9.0%，動能減緩。其中布料營收約 8.76 億元，月增 20.2%，年增 5.9%，成衣營收 13.06 億元，月減 31.3%，年增 11.2%。2024 年前 2 個月營收 48.11 億元，年增 17.2%，其中布料營收 16.05 億元，年增 6.0%，佔比 33.4%，成衣營收 13.06 億元，年增 23.74%，佔比 66.6%。儘管 2 月營收動能放緩，但仍屬穩健復甦，而遞延出貨的貢獻下，3 月營收可顯著提升。至於客戶營收結構分布，2023 年通路商客戶較早進行庫存調整，也率先縮減訂單，因此儒鴻 2Q23 至 3Q23 期間，通路商客戶營收佔比降至 30%，品牌商客戶佔比 70%。隨著通路商客戶訂單陸續復甦，4Q23 至 1Q24 期間，通路商客戶營收佔比回升至 40%，品牌商客戶營收佔比降至 60%。2024 年訂單展望，通路商 Target 財報亮麗，獲利優於預期，存貨改善，因此回補庫存的訂單增加，儒鴻來自 Target 接單成長動能不錯，因此 1H24 儒鴻來自通路商的訂單增長較強，不過儒鴻近期承接品牌客戶一筆大規模布料訂單，預計 2H24 開始出貨，預期 2H24 品牌商客戶訂單將可顯著轉強。整體而言，通路商 1H24 訂單復甦較佳，大品牌訂單預期

於 2H24 復甦轉強，包括中型品牌及高單價品牌商成長可期，以 Lululemon 成長最值得期待，新加入的 6 個小型客戶，2024 年訂單成長性也不錯，預期 2024 年品牌商及通路商營收佔比變化不大。

圖 3：儒鴻布料及成衣月營收及 YoY 趨勢圖



### 品牌商調整訂單將進行產業鏈淘汰賽，大者恆大趨勢有利儒鴻

2022 年品牌商及通路商客戶端存貨攀高，加上通膨升息排擠消費，品牌商調整下單模式。以往預告訂單會先下 80-90%，追加訂單 10-20%，現在調整為預告訂單先下 60%，視銷售狀況及庫存水位再分批下追加訂單，補足採購量。品牌商將庫存壓力轉移到供應商，供應商生產排程縮短，考驗供應商原料採購及快速反應的交貨能力。目前品牌商陸續去化庫存，以 Target 庫存去化速度較快，2023 年訂單復甦顯著，並延續至 2024 年。至於百貨公司等通路型客戶，庫存也陸續去化，Costco 訂單也開始復甦，而運動品牌商庫存去化順利。Nike 最新財報揭示庫存調整告終，2024 年訂單將可復甦。另一方面，在庫存調整階段，客戶優先縮減小型供應商的訂單，維持大型供應商的訂單，小型供應商先面臨訂單流失衝擊，經營壓力沈重，被迫退出市場，供應鏈再次進行淘汰賽，大者恆大，有利儒鴻這類大型供應商，長期營運展望佳。儒鴻持續投入研發提升競爭力，最新開發出 Softform 新材料，於上游材料端聚酯加工絲進行材料開發，提升紗線的膨鬆度，創造出棉感，穿著舒適，在前段製程處理後，亦可降低後段加工的染整工序的助劑使用量，減排廢水，具備品質穩定、成本降低的優點，符合品牌牌商 ESG 要求。目前已有 Lululemon 品牌開始採用 Softform 材料，預期歐系的 Adidas 也會相繼採用，成為儒鴻拉高客戶黏著度的有力武器。

### 印尼廠擴充產能持續，2023 年底印尼廠成衣產能占比提升至 20%

儒鴻投資 1.745 億美元於印尼建立織布及成衣一貫廠的規畫，印尼廠廠區面積 24 公頃，成衣一期及二期廠合計興建 14 公頃，另保留 10 公頃土地用於將來布廠建廠所用。第一期成衣廠 56 條成衣產線，員工人數約 3,000 人，月產能 100 萬件，成衣出貨量於 65-110 萬件波動，產品線以針織服飾為主。第二期成衣廠於 2022 年 8 月完工投產，月產能 100 萬件，儒鴻調降訂單外包比率，將訂單轉由印尼廠生產，拉高印尼廠產能利用率，藉此訓練印尼廠員工，因應未來訂單復甦所需。另第二期廠也有平織服飾的產能規劃。整體而言，印尼兩座成衣廠共 112 條產線，月產能 200 萬件，每月出貨量規劃落在 200 萬至 240 萬件間，訂單復甦之下，印尼廠稼動率逐漸回升，隨長單比例

增加，規劃 2Q24 印尼廠稼動率逐步提升至 100%。印尼廠主要承接 Nike 訂單，也有其他品牌客戶進行驗廠，Nike 及 Under Armour 訂單已在印尼廠出貨，Athleta 則在印尼廠排隊生產中，Lululemon 也會跟進。由於品牌商擬降低對中國成衣供應鏈的依賴，要求代工廠提供多元生產基地的服務，品牌商積極下單到印尼廠生產，儒鴻配合擴充產能。布料廠月產能規劃為 100 萬公斤，仍在評估建廠時程。印尼廠未來以承接中大型訂單、快速反應訂單為主。2023 年底印尼廠成衣產能佔比提升至 20%，越南廠成衣產能佔比 50-60%。

### **儒鴻成衣本廠稼動率滿載，外包訂單佔比提高，2024 年訂單復甦確立**

目前儒鴻旗下工廠開工率狀況，台灣布廠數位印花稼動率僅 50%，電腦緹花稼動率 60%，相對較低，但其他布廠稼動率滿載。越南布廠方面，緞染製程稼動率約 50%較低，其餘布廠稼動率滿載。成衣廠稼動率方面，儒鴻自有成衣本廠稼動率均為滿載，自有本廠產能及外包產能訂單分布上，4Q23 儒鴻訂單外發比率約 25%，其餘 75%訂單比重由本廠生產。儒鴻規劃將成熟產品訂單外發，因此 1Q24 訂單外發比率提升至 30%，2Q24 外發比率將再提高，顯示儒鴻訂單復甦確立，須拉高外包產能比率因應。



## 產業概況

### Nike 獲利優於預期，展望趨於樂觀

Nike (NKE US；未評等)公布 2QFY24 (2023 年 9-11 月)財報，營收 133.9 億美元，成長 0.5% YoY，低於市場預期之 134.6 億美元。其中 Nike 品牌營收 129 億美元，成長 1.0% YoY，大中華區及亞太拉美等地區成長，抵銷北美市場衰退。Converse 品牌營收 5.19 億美元，衰退 11.0% YoY，北美及歐洲地區衰退抵銷亞洲地區成長。DTC 營收 57 億美元，成長 6.0% YoY，Nike 電商品牌成長 4.0% YoY，批發銷售 71 億美元，衰退 2% YoY。

各地區營收：北美 56.25 億美元，衰退 4.0% YoY，佔比 43.7%；歐非中東 35.67 億美元，成長 2.0% YoY，佔比 27.7%；大中華區 18.63 億美元，成長 4.0% YoY，佔比 14.6%；亞太拉美 18.05 億美元，成長 13.0% YoY，佔比 12.7%。

產品分佈：運動鞋 86.07 億美元，成長 2.0% YoY，佔比 66.9%；運動服飾 37.74 億美元，衰退 1.0% YoY，佔比 29.3%；配件類 4.79 億美元，成長 17.0% YoY，佔比 3.7%；其他 0.12 億美元，佔比 0.1%。

2QFY24 毛利率改善 1.7ppt 至 44.6%，主因策略性訂價及海運費降低，抵銷匯率不利因素及較高的生產成本，但優於市場預期之 44.0%。營業費用增至 41 億美元，成長 1.0% YoY。有效稅率降至 17.9%，低於 2QFY23 的 19.3%。稅後淨利為 16 億美元，成長 19% YoY；EPS 為 1.03 美元，成長 21.2% YoY，優於市場預期之 0.85 美元。

各地區獲利分佈：北美 15.26 億美元，成長 2% YoY；歐非中東 9.27 億美元，衰退 6% YoY；大中華區 5.14 億美元，成長 1.0% YoY；亞太拉美 5.21 億美元，成長 7% YoY。

### 庫存 YoY 連 2 季負成長，控管得宜，逐步恢復正常水準

2QFY24 存貨金額降至 80 億美元，衰退 8.3% QoQ，衰退 14.4% YoY，優於市場預期之 86.3 億美元，為近 7 個季度新低，主要係庫存量下降所貢獻，抵銷產品組合及較高產品單價之因素。DOI 由 108.4 天減少至 96.8 天，則是近 8 個季度新低水準，存貨控管得宜，逐步恢復正常水準。

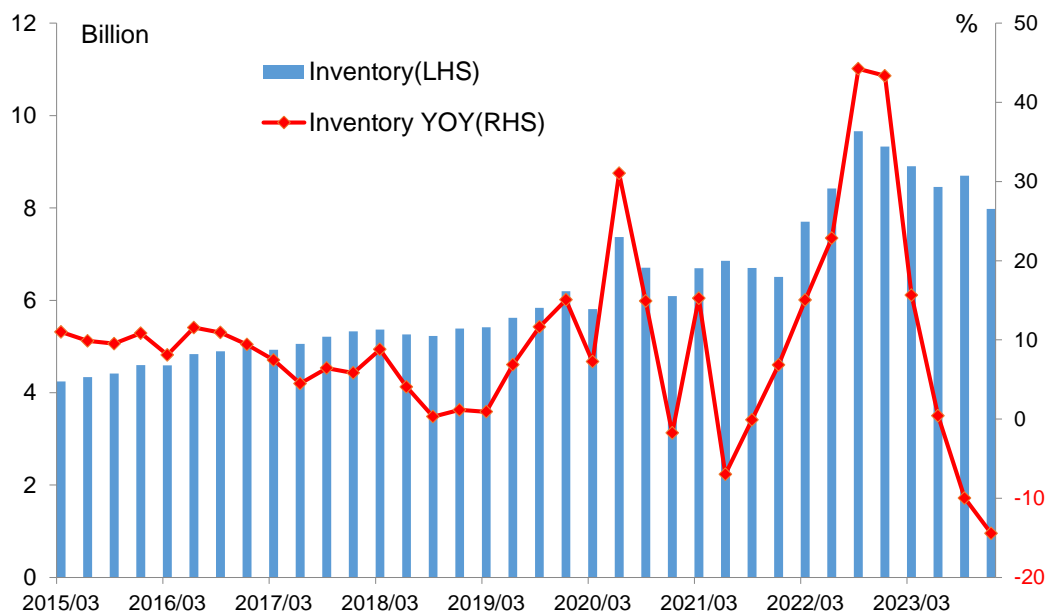
### 下修 3QFY24 及 FY2024 展望，但長期仍持續成長

鑒於中國及歐洲經濟展望不明，Nike 對這兩大市場的看法趨於保守，因此 Nike 下修營運展望，3QFY24 (2023/12-2024/02)營收預估將呈現微幅 YoY 衰退，不過 Nike 對 4QFY24 (2024/03-05)營收預估可回升至低個位數 YoY 成長。而 FY2024 全年營收成長由原本中個位數下修至低個位數 YoY，毛利率則維持改善 1.4-1.6ppt 之目標不變。另外 Nike 提出將於未來 3 年執行規模 20 億美元成本節省之重整計畫，包括簡化產品分類、導入自動化等，及員工裁減計畫，並將加快研發速度，提高運作效率，其中部分重組費用 4-4.5 億美元將於 3QFY24 進行確認。Nike 希望透過這次組織改造，驅動長期營運成長。

### Nike 庫存調整步伐快，DOI 已逐漸回到先前水準

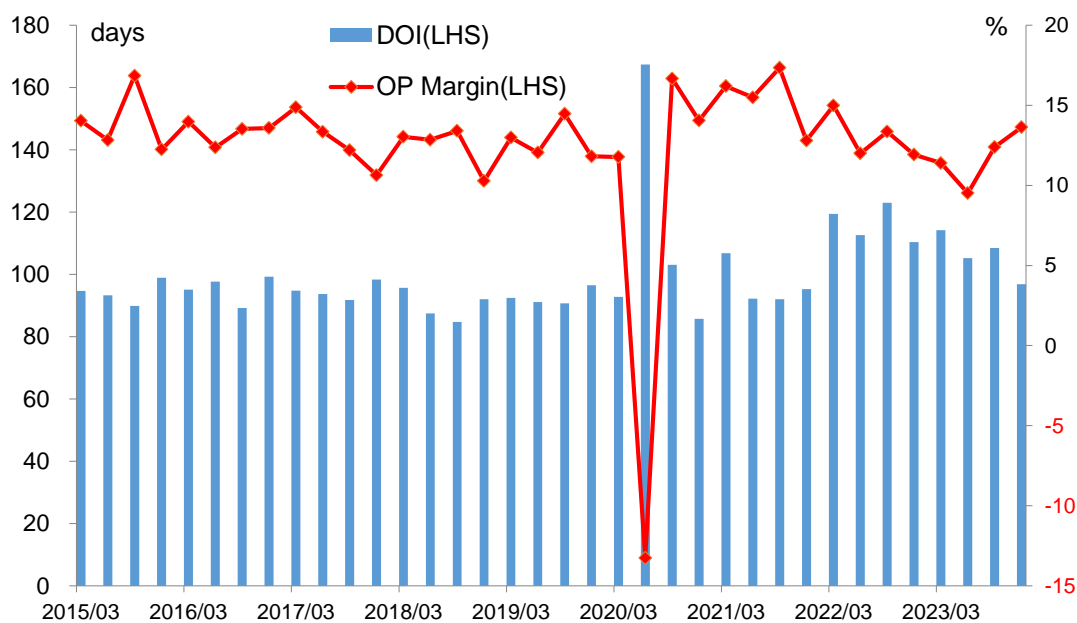
儘管 Nike 下調 3QFY24 展望，短期營運面臨逆風，不過對 4QFY24 (2023 年 3-5 月)營收展望可 YoY 正成長，且毛利率改善的趨勢持續，搭配存貨降至近 7 季低點，我們認為 Nike 仍會積極布局 2024 年奧運商機，預期營運短期調整後仍可重返成長軌道。

圖 4：Nike 存貨金額及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：Nike 庫存天數及營益率趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

## Lululemon 營收強勁，惟結束 Studio Mirror 業務，造成一次性獲利干擾

Lululemon (美股代碼 LULU)公布 3QFY23 (2023/8-10)財報，營收獲利優於預期，但展望不如預期。3QFY23 營收年增 19%至 22 億美元，優於市場預期之 21.9 億美元，毛利率改善 1.1ppt 至 57%，調整後稅後 EPS 為 2.53 美元，年增 26.5%，優於預期 10.3%。北美營收年增 12%，國際市場年增 49%，海外市場拓展有成，營收動能強勁。同期可比較營收成長 13% YoY，同店銷售營收成長 9% YoY，表現穩健。DTC 營收年增 18%，DTC 營收佔比為 41% (去年同期營收佔比為 41%)，表現穩定。3QFY23 淨展店 14 家至 686 家，穩定拓展市場。

獲利方面，營業毛利成長 21% YoY 至 13 億美元，毛利率增加 1.1ppt 至 57%，調整後毛利率改善 2.2ppt 至 57.1%。營業利益年減 4%至 3.381 億美元，調整後營業利益年增 24%至 4.363 億美元。營益率下滑 3.7ppt 至 15.3%，調整後營益率改善 0.8ppt 至 19.8%。稅後 EPS 為 1.96 美元，低於 3QFY22 的 2.0 美元。調整後稅後 EPS 為 2.53 美元，年增 26.5%。存貨年減 4.5%至 16.64 億美元，小幅季增 0.2%，控管佳。

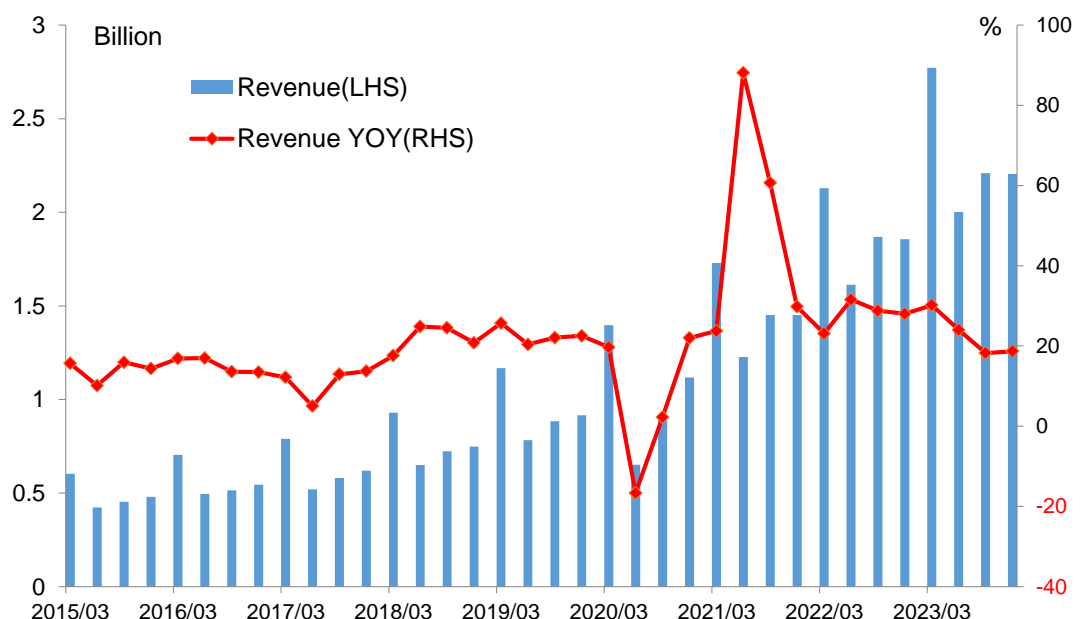
Lululemon 於本季度結束 Lululemon Studio Mirror 的業務，相關庫存因素、資產減損及重整成本等約 7210 萬美元。相關成本已在 3QFY23 全數認列。

## Lululemon 展望低於預期，但成長趨勢確立

2023 年展望：4QFY23 營收預估 31.4 億-31.7 億美元，低於市場預期 0.3%-1.3%，預估 4Q23 稅後 EPS 為 4.85-4.94 美元，低於市場預期 1.62%-0%。稅率假設 30%。FY2023 年展望，2023 年營收由 95.1 億-95.7 億美元上修至 95.5 億-95.8 億美元，全年稅後 EPS 由 12.02-12.17 美元下修至 11.77-11.85 美元。全年調整後稅後 EPS 由 12.02-12.17 美元上修至 12.34-12.42 美元。

公司採取差異性的經營模式，創新的產品開發的營運方針，重申持續進行 Power of Three X2 成長計畫，透過產品研發、顧客體驗及市場擴張三大支柱，推動營收從 2021 年 62.5 億美元倍增至 2026 年 125 億美元，成長策略則是對比 2021 年，2026 年男裝及 DTC 營收倍增，國際市場要四倍成長。Lululemon 結束 Lululemon Studio Mirror 業務侵蝕獲利，且 4QFY23 展望低於市場預期，不過扣除一次性干擾因素，Lululemon 在 2023 年展望是上修的，營運表現仍屬亮麗，成長趨勢確立。

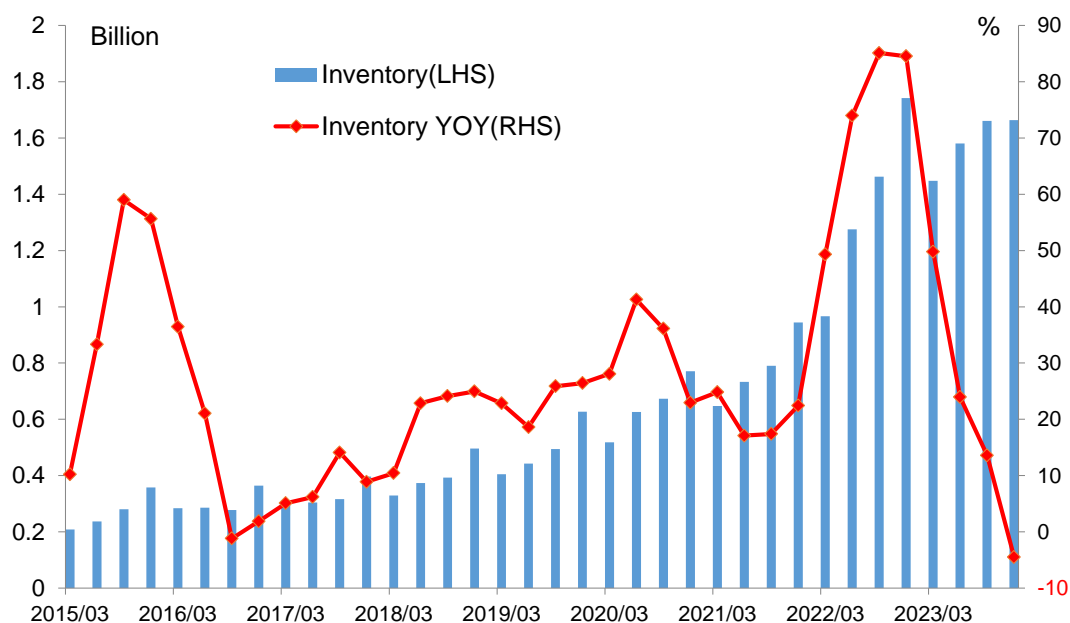
圖 6：Lululemon 營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧



圖 7：Lululemon 存貨金額及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

觀察運動品牌商財報表現，Nike 存貨年減幅度擴大，Lululemon 存貨也呈現年減，透露出美歐終端市場逐步走出庫存調整干擾，2024 年品牌商訂單復甦態勢趨於明朗，有利台灣供應鏈儒鴻(1476)接單趨於樂觀，展望正向。

## 獲利調整與股票評價

### 遞延出貨短空，無損 2024 年強勁復甦格局，重申買進建議

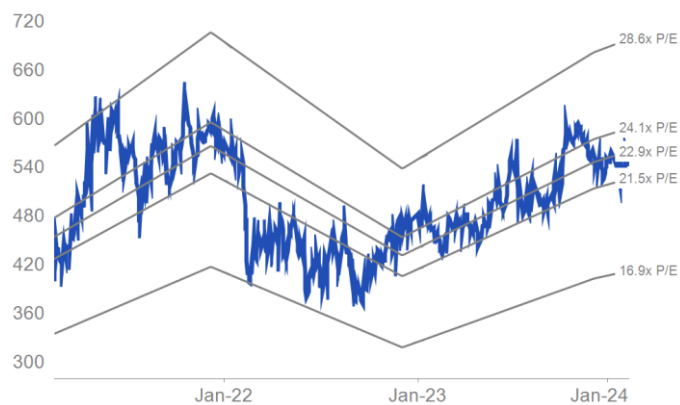
船期因素遞延出貨，儒鴻 2024 年 2 月營收 21.82 億元，月減 17.0%，年增 9.0%，動能減緩，不如預期，1Q24 營收下修 2.2%至 76.28 億元，季減 10.3%，年增 17.4%，稅後 EPS 下修 2.2%至 4.48 元，季減 12.2%，年增 48.8%。惟考量：1)儒鴻 3 月營收顯著提升至 28.17 億元，月增 29.1%，年增 17.8%，動能恢復，1Q24 稅後 EPS 年增 48.8%，獲利強勁。2) 受惠通路商回補庫存的訂單增強，亦有遞延出貨的訂單貢獻，2Q24 營收上修 1.8%至 96.83 億元，季增 26.9%，年增 23.8%，稅後 EPS 上修 1.8%至 5.79 元，季增 29.4%，年增 14.2%，營收及獲利延續 YoY 正成長格局；3) 展望 2024 年，儒鴻訂單能見度 6 個月，2Q24 訂單底定，並開始承接 3Q24 訂單，長單比例提高，另紅海危機造成全球貨櫃航運調度混亂，運輸船期拉長，可期待客戶提前下單效應浮現，搭配印尼廠產能擴增，營收動能續強，預估 2024 年營收 391.38 億元，年增 27.1%，稅後 EPS 為 23.88 元，年增 26.6%，獲利亦同樣強勁。以 2024 年稅後 EPS 計算，目前儒鴻本益比為 22.7 倍，處於歷史本益比區間 16-31 倍的區間中段，遞延出貨無損 2024 年強勁復甦之格局，近期股價拉回實為逢低布局良機，重申儒鴻的買進投資建議，目標價維持 692 元(以 29 倍 PER X 2024 年稅後 EPS)。

圖 8：2023 和 2024 年財務預估調整

(百萬元)	2023 估		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	30,790	30,790	39,138	39,136	0.0%	0.0%
營業毛利	9,679	9,521	11,957	11,956	1.7%	0.0%
營業利益	6,549	6,427	8,332	8,330	1.9%	0.0%
稅前利益	8,242	6,504	8,243	8,242	26.7%	0.0%
稅後淨利	5,176	5,026	6,553	6,552	2.9%	0.0%
調整後 EPS (元)	18.86	18.32	23.88	23.88	2.9%	0.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	31.4%	30.9%	30.6%	30.6%	0.5	0.0
營業利益率	21.3%	20.9%	21.3%	21.3%	0.4	0.0
稅後純益率	16.8%	16.3%	16.7%	16.7%	0.6	0.0

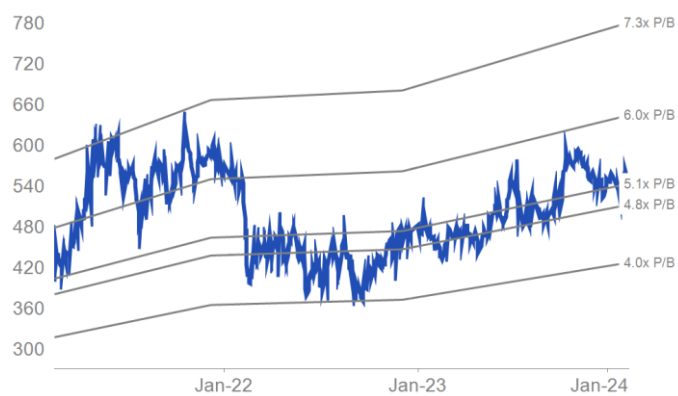
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 9：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 10：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 11：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
儒鴻	1476 TT	買進	542.0	4,647	24.75	18.86	23.88	21.9	28.7	22.7	31.9	(23.8)	26.6
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	97.6	152,361	3.8	3.2	3.6	25.5	30.2	27.2	5.2	(15.5)	10.9
LULULEMON	LULU US	未評等	448.5	58,345	7.5	9.9	12.5	59.7	45.1	36.0	66.3	32.2	25.4
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	8.6	3,372	0.4	0.5	0.5	21.5	16.0	17.5	(48.3)	34.7	(8.5)
ANTA SPORTS	2020 HK	未評等	72.8	23,244	3.2	5.6	4.5	22.8	13.1	16.1	(9.4)	73.9	(18.8)
LI NING	2331 HK	未評等	18.7	5,078	1.8	1.5	1.7	10.6	12.4	10.9	(10.5)	(14.4)	14.0
申洲	2313 HK	未評等	62.8	13,018	3.4	7.1	4.1	18.3	8.8	15.3	24.8	106.8	(42.3)
國際同業平均					3.4	4.6	4.5	26.4	20.9	20.5	4.7	36.3	(3.2)
國內同業													
聚陽	1477 TT	買進	363.5	2,674	14.5	16.2	17.9	25.0	22.4	20.3	32.3	11.7	10.4
國內同業平均					14.5	16.2	17.9	25.0	22.4	20.3	32.3	11.7	10.4

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 12：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
儒鴻	1476 TT	買進	542.0	4,647	29.3	20.2	22.7	91.63	93.56	105.19	5.9	5.8	5.2
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	97.6	152,361	43.1	34.2	39.9	9.7	9.2	8.8	10.1	10.6	11.1
LULULEMON	LULU US	未評等	448.5	58,345	38.3	41.2	42.8	21.1	25.5	31.3	21.2	17.6	14.3
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	448.5	58,345	16.7	15.7	10.7	3.8	4.7	4.8	118.0	96.4	94.0
ANTA SPORTS	2020 HK	未評等	8.6	3,372	24.0	23.9	23.6	14.5	19.9	19.8	0.6	0.4	0.4
LI NING	2331 HK	未評等	72.8	23,244	17.9	14.2	14.6	10.5	11.1	12.3	6.9	6.5	5.9
申洲	2313 HK	未評等	18.7	5,078	15.6	14.1	16.1	23.2	31.7	26.3	0.8	0.6	0.7
國際同業平均					28.0	26.5	27.3	11.9	13.4	15.6	8.0	7.3	6.5
國內同業													
聚陽	1477 TT	買進	363.5	2,674	24.2	25.1	26.5	63.5	65.2	68.6	5.7	5.6	5.3
國內同業平均					24.2	25.1	26.5	63.5	65.2	68.6	5.7	5.6	5.3

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 13：季度及年度簡明損益表 (合併)

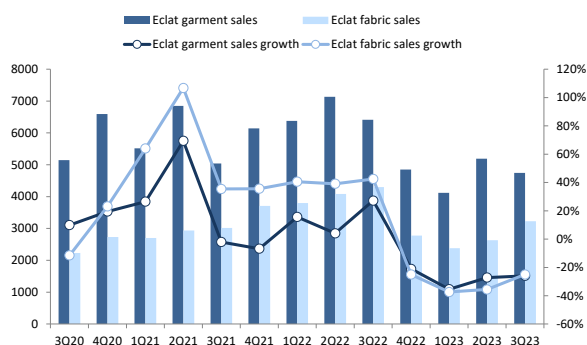
(NT\$百萬元)	1Q2023	2Q2023	3Q2023	4Q2023	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023	FY2024F
營業收入	6,498	7,821	7,973	8,499	7,628	9,683	10,608	11,218	30,790	39,138
銷貨成本	(4,655)	(5,384)	(5,337)	(5,736)	(5,339)	(6,754)	(7,346)	(7,741)	(21,111)	(27,180)
營業毛利	1,843	2,437	2,636	2,763	2,288	2,929	3,262	3,478	9,679	11,957
營業費用	(715)	(777)	(816)	(822)	(726)	(903)	(978)	(1,018)	(3,130)	(3,626)
營業利益	1,128	1,660	1,820	1,941	1,562	2,026	2,284	2,459	6,549	8,332
業外利益	(40)	140	225	(199)	(16)	(26)	(20)	(26)	126	(89)
稅前純益	1,088	1,800	2,045	1,742	1,546	2,000	2,264	2,433	6,676	8,243
所得稅費用	(261)	(408)	(487)	(343)	(317)	(410)	(464)	(499)	(1,499)	(1,690)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	827	1,392	1,558	1,400	1,229	1,590	1,800	1,935	5,176	6,553
調整後每股盈餘(NT\$)	3.01	5.07	5.68	5.10	4.48	5.79	6.56	7.05	18.86	23.88
調整後加權平均股數(百萬股)	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274
重要比率										
營業毛利率	28.4%	31.2%	33.1%	32.5%	30.0%	30.3%	30.8%	31.0%	31.4%	30.6%
營業利益率	17.4%	21.2%	22.8%	22.8%	20.5%	20.9%	21.5%	21.9%	21.3%	21.3%
稅前純益率	16.7%	23.0%	25.6%	20.5%	20.3%	20.7%	21.3%	21.7%	21.7%	21.1%
稅後純益率	12.7%	17.8%	19.5%	16.5%	16.1%	16.4%	17.0%	17.2%	16.8%	16.7%
有效所得稅率	24.0%	22.7%	23.8%	19.7%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	22.5%	20.5%
季增率(%)										
營業收入	-14.8%	20.4%	1.9%	6.6%	-10.2%	26.9%	9.6%	5.8%		
營業利益	-4.2%	47.2%	9.6%	6.6%	-19.5%	29.7%	12.7%	7.7%		
稅後純益	4.4%	68.4%	11.9%	-10.2%	-12.2%	29.4%	13.2%	7.5%		
調整後每股盈餘	4.4%	68.4%	11.9%	-10.2%	-12.2%	29.4%	13.2%	7.5%		
年增率(%)										
營業收入	-36.2%	-30.3%	-25.6%	11.4%	17.4%	23.8%	33.1%	32.0%	-22.5%	27.1%
營業利益	-43.7%	-28.3%	-18.8%	64.9%	38.5%	22.0%	25.5%	26.7%	-15.4%	27.2%
稅後純益	-53.8%	-31.7%	-28.2%	76.7%	48.8%	14.2%	15.5%	38.2%	-23.8%	26.6%
調整後每股盈餘	-53.8%	-31.7%	-28.2%	76.7%	48.8%	14.2%	15.5%	38.2%	-23.8%	26.6%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

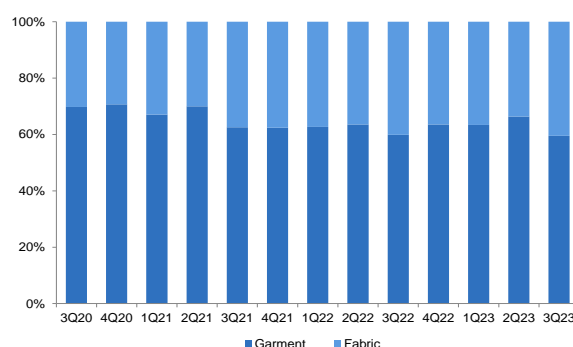
儒鴻為針織廠、染整廠到成衣廠的垂直整合紡織廠，專精於功能性彈性圓編針織布料與成衣。產品包括成衣及針織布，營收比重 2022 年各為 62.35%及 37.65%，2023 年前 4 個月各為 64.99%及 35.01%。針織布產線上，台灣共有四座廠房，月產能合計為 800 萬碼，越南廠月產能則為 700 萬碼，總產能為每個月 1500 萬碼；成衣產線方面，儒鴻原本自有產線集中在越南及柬埔寨，平均月產能為 695 萬件，再加計策略聯盟的外包生產基地約每月 425 萬件，儒鴻可控總產能達每月 1120 萬件。儒鴻將透過招募新員工、效率提升，以及增加外包廠商等方式擴充成衣產能，使月產能提升至 1200-1300 萬件。各地區營收分佈：美洲 46.37%，亞洲 36.34%，歐洲 11.97%，中東 3.60%，非洲 0.88%，紐澳 0.84%。

圖 14：成衣/針織布營收成長概況



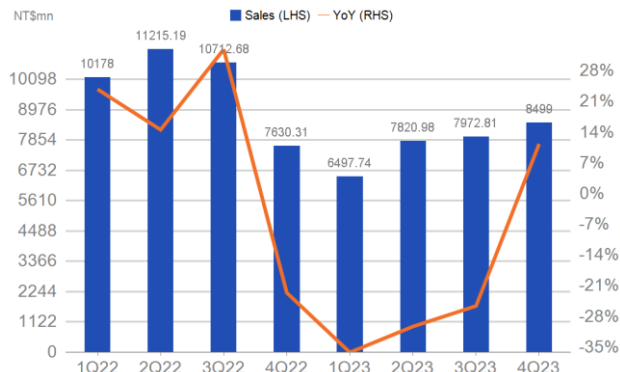
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：營收組成



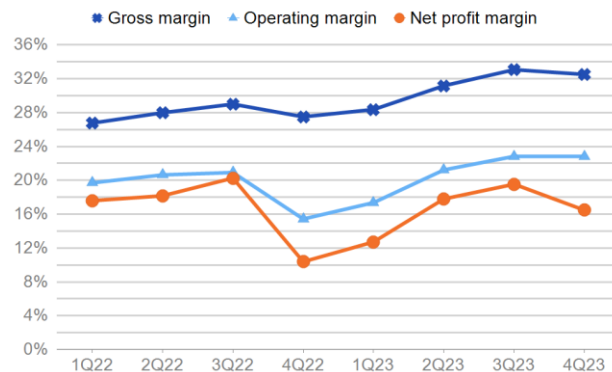
資料來源：公司資料

圖 16：營收趨勢



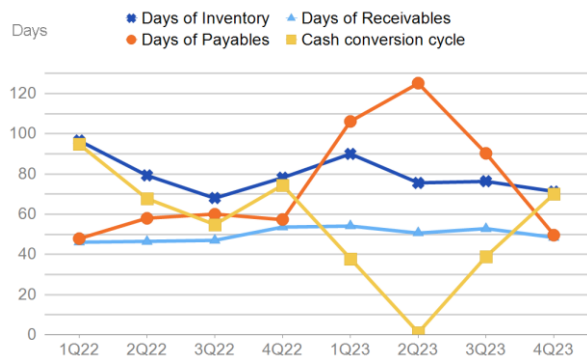
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：毛利率、營益率、淨利率



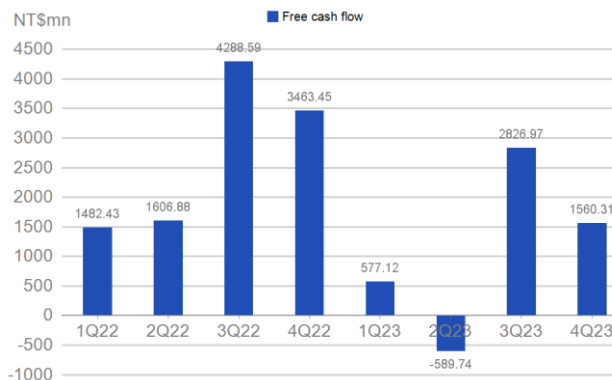
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料



# ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：** 儒鴻整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，但在紡織品行業中的公司中排名領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 儒鴻的整體曝險屬於低等水準，略優於紡織品行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人權、人權供應鏈、資源使用供應鏈等
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 儒鴻在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司已任命董事會級別的責任來監督 ESG 問題，ESG 報告被認為是強有力的。此外，公司還制定了適當的環境政策。然而，正在使用的舉報人計劃薄弱，而且公司的高管薪酬並未與 ESG 績效目標明確掛鉤。

圖 20：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	15.6
在 ESG 議題上的曝險 (A)	23.5
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	35.7
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	23

資料來源：Sustainalytics (2024/3/7)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	1,760	6,022	2,814	4,504	5,877
存貨	8,276	4,625	4,402	4,809	5,259
應收帳款及票據	4,877	3,800	4,711	4,965	5,117
其他流動資產	910	3,908	5,471	5,479	5,533
流動資產	15,823	18,355	17,398	19,757	21,786
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	12,065	13,627	12,288	13,698	14,828
無形資產	19	19	0	0	0
其他非流動資產	1,372	1,362	2,147	2,113	2,302
非流動資產	13,456	15,008	14,435	15,812	17,129
資產總額	29,279	33,364	31,833	35,569	38,915
應付帳款及票據	2,588	1,686	1,666	1,882	2,042
短期借款	1,347	1,778	624	783	885
什項負債	3,092	4,113	3,791	3,952	3,872
流動負債	7,027	7,577	6,081	6,617	6,799
長期借款	1,037	563	0	0	0
其他負債及準備	66	81	81	92	110
長期負債	1,103	644	81	92	110
負債總額	8,129	8,222	6,162	6,709	6,909
股本	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744
資本公積	3,770	3,770	3,770	3,770	3,770
保留盈餘	15,066	18,605	19,118	22,307	25,453
什項權益	(429)	24	40	40	40
歸屬母公司之權益	21,149	25,142	25,671	28,860	32,006
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	21,149	25,142	25,671	28,860	32,006

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	5,149	6,790	5,176	6,553	7,405
折舊及攤提	632	794	881	1,100	1,240
本期營運資金變動	(3,020)	3,828	(311)	(444)	(443)
其他營業資產及負債變動	16	905	(1,083)	(206)	(275)
營運活動之現金流量	2,778	12,318	4,664	7,004	7,928
資本支出	(2,268)	(1,477)	(291)	(2,511)	(2,370)
本期長期投資變動	(2)	0	0	0	0
其他資產變動	(228)	(3,330)	(1,083)	(206)	(275)
投資活動之現金流量	(2,498)	(4,807)	(1,836)	(2,466)	(2,467)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	557	66	(1,359)	547	200
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(3,018)	(3,292)	(4,664)	(3,364)	(4,259)
其他調整數	(28)	(27)	(1,083)	(206)	(275)
融資活動之現金流量	(2,489)	(3,254)	(6,052)	(2,847)	(4,089)
匯率影響數	(54)	5	15	0	0
本期產生現金流量	(2,264)	4,262	(3,209)	1,690	1,373
自由現金流量	509	10,841	2,525	4,493	5,558

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	35,917	39,736	30,790	39,138	44,262
銷貨成本	(26,426)	(28,671)	(21,111)	(27,180)	(30,715)
營業毛利	9,491	11,065	9,679	11,957	13,547
營業費用	(3,093)	(3,328)	(3,130)	(3,626)	(4,132)
推銷費用	(1,736)	(1,702)	(1,584)	(1,689)	(1,948)
研究費用	(163)	(160)	(153)	(194)	(219)
管理費用	(1,194)	(1,467)	(1,393)	(1,743)	(1,965)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	6,398	7,737	6,549	8,332	9,415
利息收入	21	45	75	78	84
利息費用	(23)	(68)	(97)	(104)	(117)
利息收入淨額	(2)	(23)	(22)	(26)	(33)
投資利益(損失)淨額	(2)	0	0	0	0
匯兌損益	(84)	805	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	75	22	149	63	67
稅前純益	6,386	8,540	6,676	8,243	9,315
所得稅費用	(1,237)	(1,750)	(1,499)	(1,690)	(1,910)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	5,149	6,790	5,176	6,553	7,405
稅前息前折舊攤銷前淨利	7,041	9,403	7,535	9,318	10,522
調整後每股盈餘 (NT\$)	18.77	24.75	18.86	23.88	26.99

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	27.5	10.6	(22.5)	27.1	13.1
營業利益	16.4	20.9	(15.4)	27.2	13.0
稅前息前折舊攤銷前淨利	16.2	33.6	(19.9)	23.7	12.9
稅後純益	21.0	31.9	(23.8)	26.6	13.0
調整後每股盈餘	21.0	31.9	(23.8)	26.6	13.0
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	26.4	27.9	31.4	30.6	30.6
營業利益率	17.8	19.5	21.3	21.3	21.3
稅前息前淨利率	17.7	21.3	21.6	21.0	21.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	19.6	23.7	24.5	23.8	23.8
稅前純益率	17.8	21.5	21.7	21.1	21.0
稅後純益率	14.3	17.1	16.8	16.7	16.7
資產報酬率	18.5	21.7	16.3	18.4	19.0
股東權益報酬率	25.5	29.3	20.2	22.7	23.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	38.4	32.7	24.0	23.3	21.6
淨負債權益比(%)	3.0	(14.6)	(8.5)	(12.9)	(15.6)
利息保障倍數 (倍)	279.9	125.8	(68.9)	(79.2)	(79.1)
流動比率 (%)	225.2	242.2	286.1	298.6	320.4
速動比率 (%)	107.4	181.2	213.7	225.9	243.1
淨負債 (NT\$百萬元)	624	(3,681)	(2,190)	(3,721)	(4,992)
調整後每股淨值 (NT\$)	77.08	91.63	93.56	105.19	116.65
評價指標 (倍)					
本益比	28.9	21.9	28.7	22.7	20.1
股價自由現金流量比	291.7	13.7	58.8	33.1	26.7
股價淨值比	7.0	5.9	5.8	5.2	4.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	21.1	15.8	19.7	15.9	14.1
股價營收比	4.1	3.7	4.8	3.8	3.4

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

儒鴻 (1476 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210811	589.00	810.00	744.15	買進	胡逸如
2	20211109	635.00	770.00	721.40	買進	胡逸如
3	20211209	622.00	750.00	702.66	買進	胡逸如
4	20220310	503.00	600.00	562.13	買進	胡逸如
5	20220510	466.00	560.00	524.65	買進	胡逸如
6	20220810	441.00	450.00	434.31	持有-超越同業	胡逸如
7	20221108	435.00	450.00	434.31	持有-落後同業	胡逸如
8	20230519	485.50	500.00	482.56	持有-超越同業	蔡爵丞
9	20230703	499.50	600.00	600.00	買進	蔡爵丞
10	20230809	551.00	551.00	551.00	持有-超越同業	蔡爵丞
11	20230904	517.00	625.00	625.00	買進	蔡爵丞
12	20231103	536.00	645.00	645.00	買進	蔡爵丞
13	20231109	593.00	685.00	685.00	買進	蔡爵丞
14	20240122	526.00	685.00	685.00	買進	蔡爵丞
15	20240301	540.00	692.00	692.00	買進	蔡爵丞

資料來源：CMoney、元大投顧  
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

## 總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.