

儒鴻 (1476 TT) Eclat

1Q24 毛利率優於預期，2024 年營收獲利強勁，長期買點浮現

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$645.0

收盤價 (2024/05/02)：NT\$495.0

隱含漲幅：30.3%

營收組成

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\$)	645.0	645.0
2024年營收 (NT\$/十億)	39.2	39.2
2024年EPS	24.6	24.3

交易資料表

市值	NT\$135,830百萬元
外資持股比率	39.2%
董監持股比率	16.2%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$104.65
負債比	30.7%
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	39,736	30,790	39,150	44,273
營業利益	7,737	6,549	8,193	9,381
稅後純益	6,790	5,176	6,746	7,430
EPS (元)	24.75	18.86	24.59	27.08
EPS YoY (%)	31.9	-23.8	30.3	10.1
本益比 (倍)	20.0	26.2	20.1	18.3
股價淨值比 (倍)	5.4	5.3	4.7	4.3
ROE (%)	29.3	20.2	23.5	23.4
現金殖利率 (%)	3.4%	2.7%	3.2%	3.6%
現金股利 (元)	17.00	13.50	15.98	17.60

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuantas.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

- 通路客戶復甦挹注 1H24 訂單較強，2H24 則有品牌客戶訂單轉強，加上新的 6 個小客戶訂單挹注，2024 年復甦確立，成長可期。
- 匯兌利益抵銷調薪影響，1Q24 稅後 EPS 5.19 元，優於預期 9.1%，2Q24 下修 0.9%至 5.78 元，2024 年稅後 EPS 上修 1%至 24.59 元。
- 2024 年強勁復甦，展望樂觀，長期買點浮現，重申買進建議，目標價 645 元，基於 26.5 倍本益比、2024 年 EPS 推得。

2Q24 至 3Q24 訂單底定，產能滿載，復甦確立

儒鴻訂單能見度 6 個月，2Q24 至 3Q24 訂單底定，已承接 4Q24 訂單。通路客戶 1H24 復甦較強，品牌商訂單將於 2H24 轉強，新加入的 6 個小型客戶 2024 年訂單成長佳，營收佔比預估可提升至 15%，為重要增長來源。儒鴻自有成衣本廠稼動率均滿載，訂單復甦確立，成長可期。

1Q24 稅後 EPS 為 5.19 元，優於預期 9.1%，2024 年稅後 EPS 上修 1.0%至 24.59 元，年增 30.3%

儒鴻 1Q24 毛利率 29.4%優於預期，不過調薪導致營業利益僅 14.76 億元，低於預期 0.7%，但年增 30.9%，依舊強勁，業外匯兌利益及資產處分利益貢獻，帶動稅後 EPS 為 5.19 元，年增 72.4%，優於預期 9.1%。預估 2Q24 營收 96.86 億元，季增 26.9%，年增 23.8%，調薪影響，稅後 EPS 雖下修 0.9%至 5.78 元，惟季增 11.2%，年增 13.9%，延續正成長。預估 2024 年營收 391.5 億元，年增 27.2%，稅後 EPS 微幅上修 1.0%至 24.59 元，年增 30.3%，反映業外匯兌利益及資產處分利益貢獻抵銷調薪影響。

2024 年強勁復甦，長期布局的買點浮現，重申買進建議

考量：1)儒鴻 1Q24 毛利率優於預期，稅後 EPS 年增 72.4%，獲利強勁；2) 預估 2Q24 營收年增 23.8%，稅後 EPS 年增 13.9%，延續 YoY 正成長格局；3) 儒鴻 3Q24 訂單底定，已承接 4Q24 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 27.2%，稅後 EPS 年增 30.3%至 24.59 元。4)供應鏈大者恆大，儒鴻擴產配合品牌商訂單增加，競爭力強，目前儒鴻本益比為 20.13 倍，處於歷史本益比區間 16-31 倍的區間中段，股價拉回為逢低布局良機，重申儒鴻的買進建議，目標價 645 元(以 26.5 倍 PER X 2024 年稅後 EPS)。

營運分析

1Q24 毛利率優於預期及匯兌利益挹注，抵銷調薪影響，1Q24 稅後 EPS 5.19 元，優於預期 9.1%

儒鴻公布 1Q24 財報，本業獲利略低於預期，但匯兌利益貢獻較多，稅後 EPS 優於預期。1Q24 營收 76.33 億元，季減 10.2%，年增 17.5%，而 1Q24 毛利率滑落 3.1ppt 至 29.4%，但優於預期 0.4ppt，不過營業費用較高，營益率滑落 3.5ppt 至 19.3%(原估 19.5%)，營業利益 14.76 億元，季減 23.9%，年增 30.9%，低於預期 0.7%，業外受惠台幣貶值，匯兌利益貢獻約 2 億元(原估 1.6 億元)，以及資產處分利益貢獻約 1 億元，稅後 EPS 為 5.19 元，季增 1.8%，年增 72.4%，優於預期 9.1%。儒鴻 1Q24 毛利率滑落，係反映 1Q24 營收規模低於 4Q23，亦有 2 月農曆年假干擾因素，工廠稼動率較低，相關成本攤提較多，不過受惠台幣貶值，1Q24 毛利率水準仍遠優於 1Q23 之 28.4%。至於 1Q24 營業費用較高，乃因儒鴻調漲員工薪資所致。

圖 1：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	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	7,633	-10.2%	17.5%	7,633	7,933	0.0%	-3.8%
營業毛利	1,843	2,763	2,247	-18.7%	21.9%	2,213	2,401	1.5%	-6.4%
營業利益	1,128	1,941	1,476	-23.9%	30.9%	1,487	1,607	-0.7%	-8.2%
稅前利益	1,088	1,742	1,777	2.0%	63.3%	1,643	1,665	8.2%	6.7%
稅後淨利	827	1,400	1,425	1.8%	72.4%	1,306	1,314	9.1%	8.4%
調整後 EPS (元)	3.01	5.10	5.19	1.8%	72.4%	4.76	4.79	9.0%	8.4%
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%	29.4%	-3.1	1.1	29.0%	30.3%	0.4	-0.8
營業利益率	17.4%	22.8%	19.3%	-3.5	2.0	19.5%	20.3%	-0.1	-0.9
稅後純益率	12.7%	16.5%	18.7%	2.2	5.9	17.1%	16.6%	1.6	2.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2Q24 稅後 EPS 下修 0.9%至 5.78 元，惟 2024 年稅後 EPS 上修 1.9%至 24.59 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，預估 2Q24 營收 96.86 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，不過儒鴻調漲薪資，營業費用增加，下修營益率 0.1ppt 至 20.8%(原估 20.9%)，營業利益下修 0.8%至 20.1 億元(原估 20.26 億元)，季增 36.2%，年增 21.1%，稅後 EPS 下修 0.9%至 5.78 元(原估 5.83 元)，季增 11.2%，年增 13.9%，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，3Q24 訂單底定，已在承接 4Q24 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 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 391.5 億元，年增 27.2%，毛利率 30.4%，營益率下調 0.2ppt 至 20.9% (原估 21.1%)，營業利益下修 0.8%至 81.93 億元(原估 82.58 億元)，年增 20.9%，業外有 1Q24 約 2 億元匯兌利益及 1 億元資產處分利益貢獻，稅後 EPS 上修 1.0%至 24.59 元(原估 24.34 元)，年增 30.3%。2024 年營收及獲利成長趨勢依舊亮麗。

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	7,633	9,686	26.9%	23.8%	9,686	9,030	0.0%	7.3%
營業毛利	2,437	2,247	2,930	30.4%	20.2%	2,930	2,764	0.0%	6.0%
營業利益	1,660	1,476	2,010	36.2%	21.1%	2,026	1,916	-0.8%	4.9%
稅前利益	1,800	1,777	1,993	12.2%	10.7%	2,013	1,960	-1.0%	1.7%
稅後淨利	1,392	1,425	1,585	11.2%	13.9%	1,600	1,533	-0.9%	3.4%
調整後 EPS (元)	5.07	5.19	5.78	11.2%	13.9%	5.83	5.64	-0.9%	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%	29.4%	30.3%	0.9	-0.9	30.2%	30.6%	0.0	-0.4
營業利益率	21.2%	19.3%	20.8%	1.4	-0.5	20.9%	21.2%	-0.1	-0.5
稅後純益率	17.8%	18.7%	16.4%	-2.3	-1.4	16.5%	17.0%	-0.2	-0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

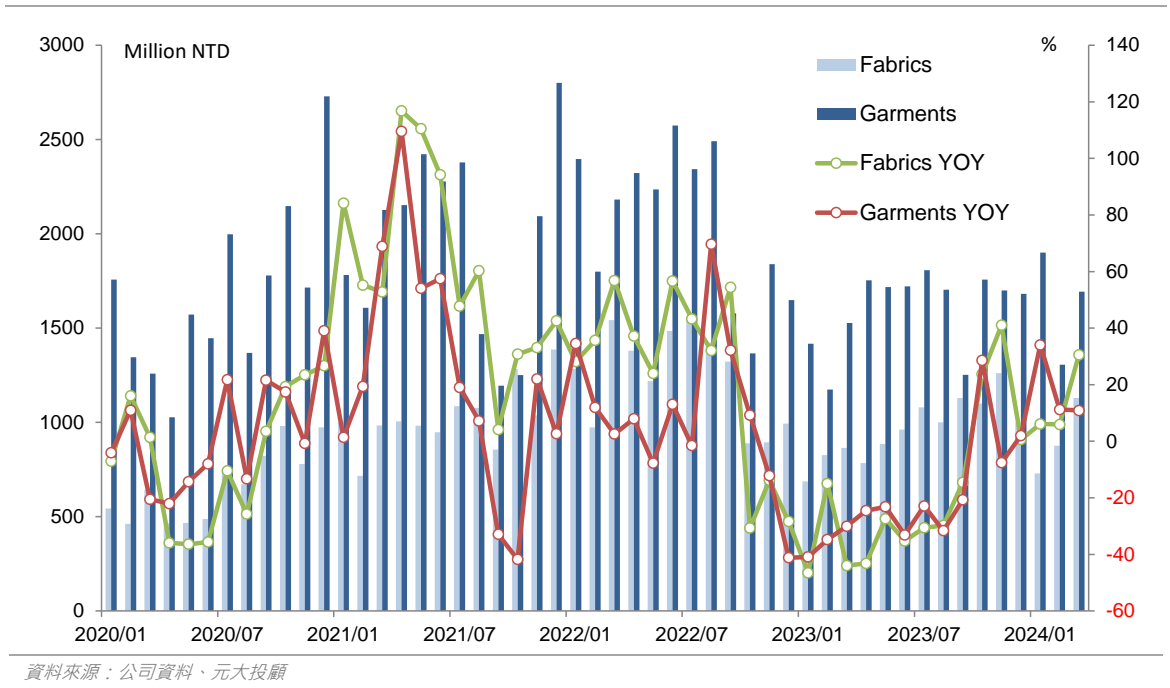
儒鴻最大客戶是運動品牌 Nike，擴增戶外品牌客戶，為重要成長動能

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%。

儒鴻營運 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 1Q24 營收 76.33 億元，年增 17.5%，其中布料營收 27.34 億元，年增 14.9%，佔比 35.8%，成衣營收 48.99 億元，年增 10.9%，佔比 64.2%。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，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。印尼廠成衣產能占比提升至 20%，越南廠成衣產能占比 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。

Nike 獲利優於預期

Nike (NKE US；未評等)公布 3QFY24 (2023 年 12 月 – 2024 年 2 月)財報，3QFY24 營收 124.29 億美元，成長 0.3% YoY，優於市場預期之 123.1 億美元。其中 Nike 品牌營收 119 億美元，成長 2% YoY，大中華區及亞太拉美等地區成長，抵銷歐非中東衰退的干擾。Converse 品牌營收 4.95 億美元，衰退 19.0% YoY，主要來自北美及歐洲衰退所致。DTC 營收 54 億美元，微幅年增，Nike 電商品牌衰退 3% YoY，批發銷售 66 億美元，成長 3% YoY。

各地區營收：北美 50.7 億美元，成長 3.2% YoY；歐非中東 31.38 億美元，衰退 3.3% YoY；大中華區 20.84 億美元，成長 4.5% YoY；亞太拉美 16.47 億美元，成長 2.9% YoY。

產品分佈：運動鞋 81.62 億美元，成長 2.4% YoY；運動服飾 32.9 億美元，衰退 2.7% YoY；配件類 4.87 億美元，成長 20.8% YoY。

3QFY24 毛利率改善 1.5ppt 至 44.8%，主因策略性定價及海運費降低，供應鏈成本降低等因素，抵銷生產成本較高及組織重組等負面因素，但低於市場預期之 45.1%。營業費用增至 42 億美元，成長 7% YoY。有效稅率 16.5%，略高於 3QFY23 同期 16%。稅後淨利為 11.72 億美元，衰退 5.5% YoY；稅後 EPS 為 0.77 美元，衰退 2.5% YoY，優於市場預期之 0.74 美元。

各地區獲利分佈：北美 14 億美元，成長 17.6% YoY；歐非中東 7.34 億美元，衰退 6.5% YoY；大中華區 7.22 億美元，成長 2.8% YoY；亞太拉美 4.71 億美元，衰退 2.9% YoY。

庫存 YoY 連 3 季負成長，控管得宜，逐步恢復正常水準

3QFY24 存貨金額降至 77.26 億美元，下滑 3.4% QoQ，衰退 13.2% YoY，低於市場預期之 81.6 億美元，主要係庫存量下降所貢獻。

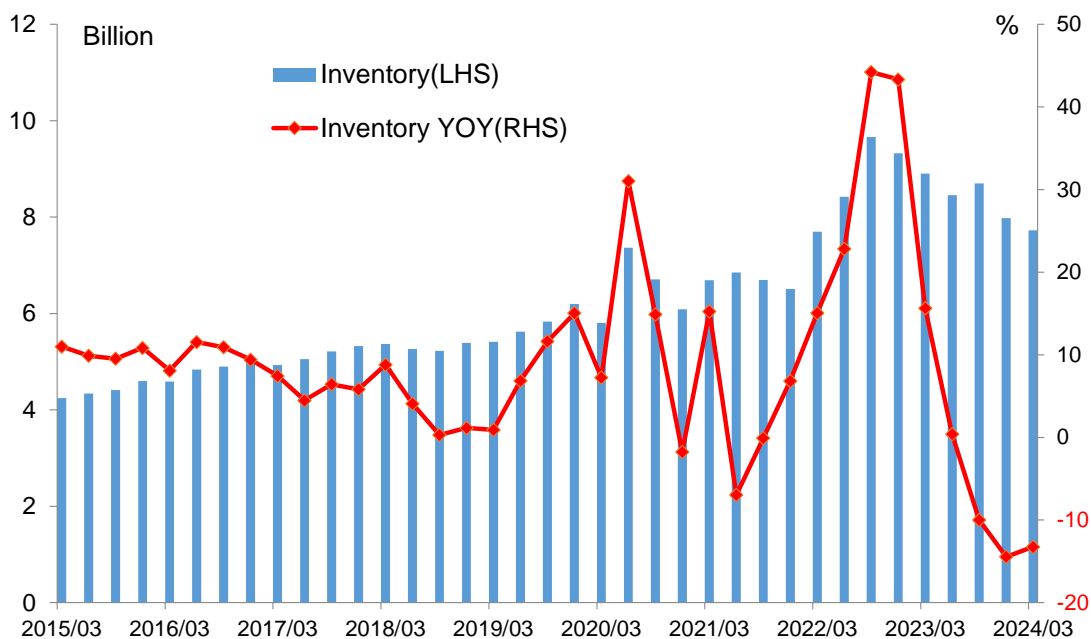
1H FY25 展望保守，但 FY2025 營收可恢復正成長

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，4QFY24 (2024/03-05)營收預估可微幅成長 1% YoY，毛利率改善 1.6-1.8ppt，費用微幅下滑。預估 FY2024 全年營收成長 1% YoY，毛利率則維持改善 1.2ppt，但 1H FY25 展望保守(2024/06-11)，預估營收年減低個位數(市場預期可成長 4-6% YoY)，但重申 FY2025 營收可恢復正成長。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，其中部分重組費用預估為 4-4.5 億美元。Nike 希望透過這次組織改造，驅動長期營運成長。

Nike 短期營運面臨逆風，但仍看好營運復甦

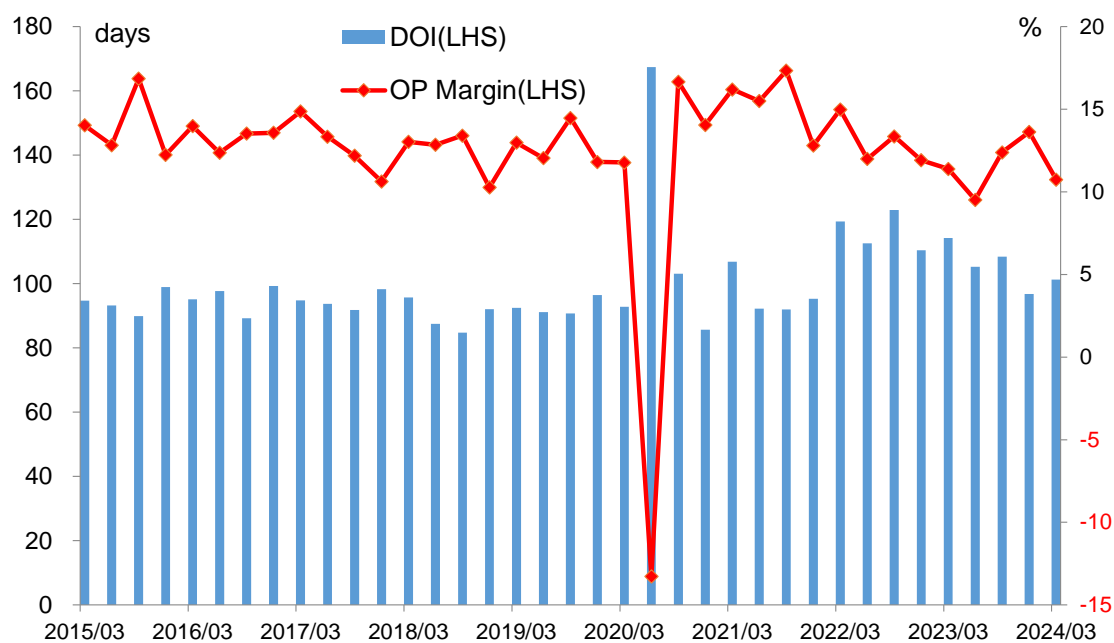
儘管 Nike 對 1H FY25 (2024/06-11)展望保守，短期營運面臨逆風，不過重申 FY2025 營收可恢復正成長，且毛利率改善的趨勢持續，搭配存貨降至近 7 季低點，我們認為 Nike 仍會積極布局 2024 年奧運商機，預期營運短期調整後仍可重返成長軌道。

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，海外市場拓展有成

Lululemon (美股代碼 LULU)公布 4QFY23 (2023/11-2024/01)財報，營收獲利優於預期，但展望不如預期。4QFY23 營收年增 16%至 32 億美元，符合市場預期 31.9 億美元，毛利率改善 430bps 至 59.4%，調整後稅後 EPS 為 5.29 美元，年增 164.5%，優於預期之 5.0 美元。北美營收年增 9%，國際市場年增 54%，海外市場拓展有成，營收動能強勁。同店銷售營收成長 12% YoY，其中美國同店銷售營收成長 7% YoY，國際市場同店銷售營收成長 43% YoY，表現穩健。4QFY23 淨展店 25 家至 711 家，穩定拓展市場。

獲利方面，營業毛利成長 24.7% YoY 至 19.1 億美元，毛利率增加 430bps 至 59.4%，調整後毛利率改善 200bps 至 59.4%。營業利益年增 19%至 9.13 億美元。營益率改善 13.2ppt 至 28.5%，調整後營益率改善 20bps 至 28.5%。稅後 EPS 為 5.29 美元，優於 4QFY22 的 2.0 美元。調整後稅後 EPS 為 5.29 美元，年增 164.5%。存貨降至 13.24 億美元，季減 20.4%，年減 8.6%，控管佳。

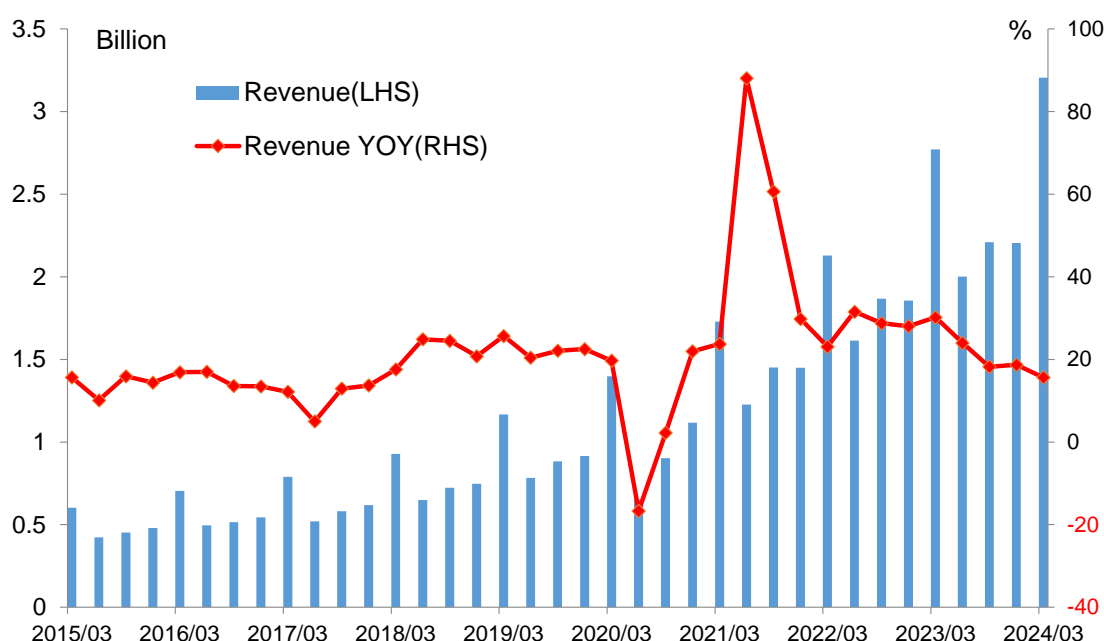
Lululemon 展望低於預期並提出示警，但成長趨勢及長期營收目標不變

營運展望方面，1QFY24 營收預估 21.75 – 22.0 億美元，年增 9-10%，低於市場預期 22.51 億美元。預估 1QFY24 稅後 EPS 為 2.35 – 2.40 美元，低於市場預期 2.52 美元。稅率假設 29 – 29.5%。FY2024 年展望，2024 年營收預估 107-108 億美元，年增 11-12%，低於市場預期之 109.6 億美元，全年稅後 EPS 為 14.0 – 14.2 美元，低於市場預期之 14.25 美元，稅率假設為 30%。

Lululemon 對 2024 年美國消費市場提出示警，觀察到美國消費者支出放慢，預期 2024 年美國市場將是放緩的一年，不過仍維持 2026 年營收目標 125 億美元不變。

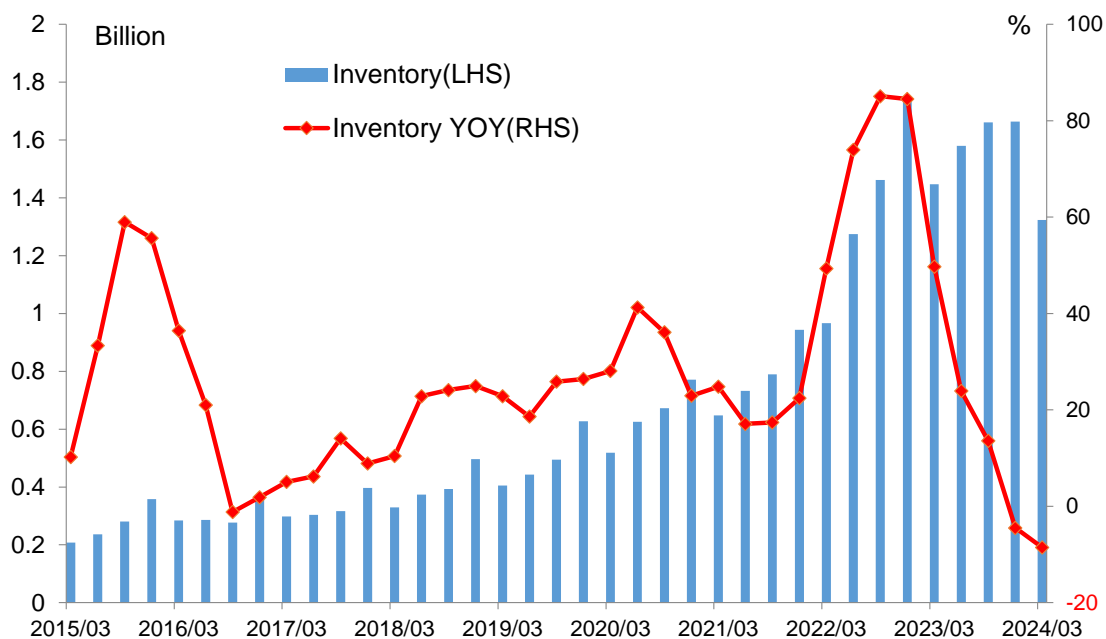
公司採取差異性的經營模式，創新的產品開發的營運方針，重申持續進行 Power of Three X2 成長計畫，透過產品研發、顧客體驗及市場擴張三大支柱，推動營收從 2021 年 62.5 億美元倍增至 2026 年 125 億美元，成長策略則是對比 2021 年，2026 年男裝及 DTC 營收倍增，國際市場要四倍成長。

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

1Q24 獲利大增，2024 年營運強勁復甦，重申買進建議

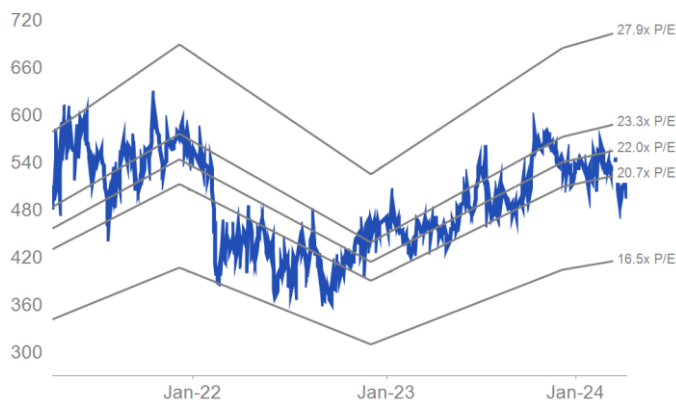
考量：1) 調薪導致費用較高，儒鴻 1Q24 毛利率 29.4%優於預期 0.4ppt，但營益率 19.3%低於預期 0.1ppt，營業利益 14.76 億元，雖低於預期 0.7%，但年增 30.9%，本業獲利依舊強勁，業外匯兌利益貢獻約 2 億元及資產處分利益貢獻約 1 億元，帶動稅後 EPS 為 5.19 元，年增 72.4%，優於預期 9.1%。2) 受惠通路商回補庫存的訂單增強，亦有遞延出貨的訂單貢獻，預估 2Q24 營收 96.86 億元，季增 26.9%，年增 23.8%，調薪影響，導致稅後 EPS 下修 0.9%至 5.78 元，季增 11.2%，年增 13.9%，營收及獲利延續 YoY 正成長格局；3) 展望 2024 年，儒鴻訂單能見度 6 個月，3Q24 訂單底定，開始承接 4Q24 訂單，長單比例提高，搭配印尼廠產能擴增，營收動能續強，預估 2024 年營收 391.5 億元，年增 27.2%，營業利益下修 0.8%至 81.93 億元，年增 20.9%，業外匯兌利益及資產處分利益貢獻，稅後 EPS 上修 1.0%至 24.59 元，年增 30.3%，獲利亦同樣強勁。4) 供應鏈大者恆大，儒鴻擴產配合品牌商訂單增加，中長期競爭力強等理由，以 2024 年稅後 EPS 計算，目前儒鴻本益比為 20.13 倍，處於歷史本益比區間 16-31 倍的區間中段，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 645 元(以 26.5 倍 PER X 2024 年稅後 EPS)。

圖 8：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	39,150	39,150	44,273	44,273	0	0
營業毛利	11,918	11,885	13,550	13,550	0.3%	0
營業利益	8,193	8,258	9,381	9,417	-0.8%	-0.4%
稅前利益	8,470	8,400	9,346	9,401	0.8%	-0.6%
稅後淨利	6,746	6,678	7,430	7,474	1.0%	-0.6%
調整後 EPS (元)	24.59	24.34	27.08	27.24	1.0%	-0.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	30.4%	30.4%	30.6%	30.6%	0.1	0
營業利益率	20.9%	21.1%	21.2%	21.3%	-0.2	-0.1
稅後純益率	17.2%	17.1%	16.8%	16.9%	0.2	-0.1

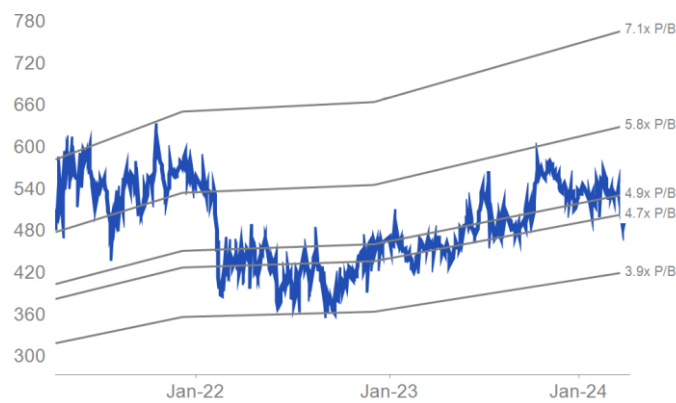
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
儒鴻	1476 TT	買進	495.0	4,244	18.86	24.59	27.08	26.2	20.1	18.3	(23.8)	30.3	10.1
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	90.3	140,959	3.3	3.6	4.2	27.7	25.2	21.3	(14.7)	9.8	18.3
LULULEMON	LULU US	未評等	354.4	40,980	6.7	12.5	14.2	52.9	28.4	24.9	(10.9)	86.2	14.3
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	6.6	2,811	0.9	0.5	0.6	7.8	13.5	11.2	77.6	(42.5)	20.6
ANTA SPORTS	2020 HK	未評等	91.0	29,363	4.1	4.5	5.3	22.4	20.2	17.2	27.1	11.1	17.6
LI NING	2331 HK	未評等	80.3	13,259	3.3	4.1	4.9	24.1	19.6	16.3	(3.0)	22.9	20.6
申洲	2313 HK	未評等	21.6	5,764	1.4	1.7	2.0	15.9	12.6	10.7	(23.0)	26.8	18.0
國際同業平均					3.3	4.5	5.2	25.1	19.9	16.9	8.9	19.0	18.2
國內同業													
聚陽	1477 TT	買進	394.0	2,745	16.5	17.9	19.8	23.9	22.0	20.0	13.6	8.5	10.3
國內同業平均					16.5	17.9	19.8	23.9	22.0	20.0	13.6	8.5	10.3

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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
儒鴻	1476 TT	買進	495.0	4,244	20.2	23.5	23.4	93.56	104.65	115.75	5.3	4.7	4.3
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	90.3	140,959	34.6	39.1	43.2	9.0	8.8	8.7	10.0	10.3	10.4
LULULEMON	LULU US	未評等	354.4	40,980	43.8	42.7	38.2	24.7	31.3	40.4	14.4	11.3	8.8
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	6.6	2,811	14.3	11.1	11.5	4.4	4.8	5.4	1.5	1.4	1.2
ANTA SPORTS	2020 HK	未評等	91.0	29,363	23.8	23.2	23.0	20.4	19.8	23.1	4.5	4.6	3.9
LI NING	2331 HK	未評等	80.3	13,259	14.3	16.1	17.7	24.1	26.3	29.0	3.3	3.1	2.8
申洲	2313 HK	未評等	21.6	5,764	13.1	13.8	14.5	10.4	12.3	13.8	2.1	1.8	1.6
國際同業平均					24.0	24.3	24.7	15.5	17.2	20.0	6.0	5.4	4.8
國內同業													
聚陽	1477 TT	買進	394.0	2,745	25.7	26.8	28.2	65.4	65.8	69.1	6.0	6.0	5.7
國內同業平均					25.7	26.8	28.2	65.4	65.8	69.1	6.0	6.0	5.7

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)

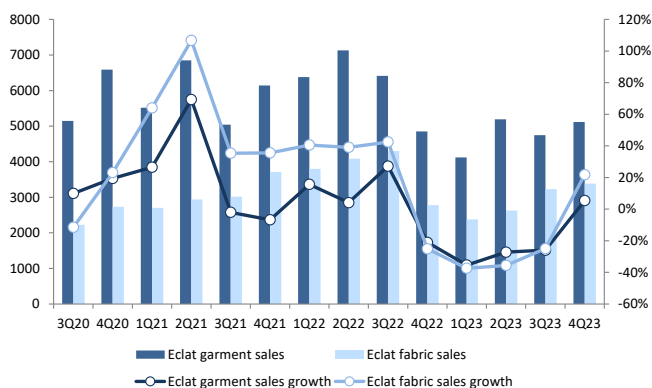
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	6,498	7,821	7,973	8,499	7,633	9,686	10,611	11,221	30,790	39,150
銷貨成本	(4,655)	(5,384)	(5,337)	(5,736)	(5,386)	(6,756)	(7,348)	(7,742)	(21,111)	(27,232)
營業毛利	1,843	2,437	2,636	2,763	2,247	2,930	3,263	3,479	9,679	11,918
營業費用	(715)	(777)	(816)	(822)	(770)	(920)	(997)	(1,038)	(3,130)	(3,724)
營業利益	1,128	1,660	1,820	1,941	1,476	2,010	2,266	2,441	6,549	8,193
業外利益	(40)	140	225	(198)	301	(17)	(7)	(1)	127	277
稅前純益	1,088	1,800	2,045	1,742	1,777	1,993	2,259	2,440	6,676	8,470
所得稅費用	(261)	(408)	(487)	(343)	(352)	(409)	(463)	(500)	(1,499)	(1,724)
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	1,425	1,585	1,796	1,940	5,176	6,746
調整後每股盈餘(NT\$)	3.01	5.07	5.68	5.10	5.19	5.78	6.55	7.07	18.86	24.59
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%	29.4%	30.3%	30.8%	31.0%	31.4%	30.4%
營業利益率	17.4%	21.2%	22.8%	22.8%	19.3%	20.8%	21.4%	21.8%	21.3%	20.9%
稅前純益率	16.7%	23.0%	25.7%	20.5%	23.3%	20.6%	21.3%	21.8%	21.7%	21.6%
稅後純益率	12.7%	17.8%	19.5%	16.5%	18.7%	16.4%	16.9%	17.3%	16.8%	17.2%
有效所得稅率	24.0%	22.7%	23.8%	19.7%	19.8%	20.5%	20.5%	20.5%	22.5%	20.4%
季增率(%)										
營業收入	-14.8%	20.4%	1.9%	6.6%	-10.2%	26.9%	9.5%	5.7%		
營業利益	-4.2%	47.2%	9.6%	6.6%	-23.9%	36.2%	12.7%	7.7%		
稅後純益	4.4%	68.4%	11.9%	-10.2%	1.8%	11.2%	13.3%	8.0%		
調整後每股盈餘	4.2%	68.4%	11.9%	-10.2%	1.8%	11.2%	13.3%	8.0%		
年增率(%)										
營業收入	-36.2%	-30.3%	-25.6%	11.4%	17.5%	23.8%	33.1%	32.0%	-22.5%	27.2%
營業利益	-43.7%	-28.3%	-18.8%	64.9%	30.9%	21.1%	24.5%	25.8%	-15.4%	25.1%
稅後純益	-53.8%	-31.7%	-28.2%	76.7%	72.4%	13.9%	15.3%	38.6%	-23.8%	30.3%
調整後每股盈餘	-53.9%	-31.7%	-28.2%	76.5%	72.4%	13.9%	15.3%	38.6%	-23.8%	30.3%

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

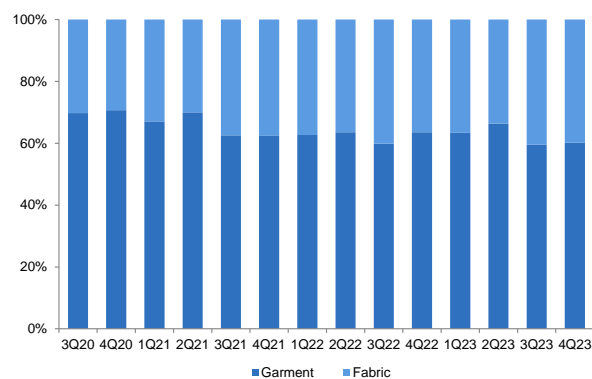
儒鴻為針織廠、染整廠到成衣廠的垂直整合紡織廠，專精於功能性彈性圓編針織布料與成衣。產品包括成衣及針織布，營收比重 2023 年各為 62.4%及 37.6%，2024 年前 3 個月各為 64.2%及 35.8%。針織布產線上，台灣共有四座廠房，月產能合計為 800 萬碼，越南廠月產能則為 700 萬碼，總產能為每個月 1500 萬碼；成衣產線方面，儒鴻原本自有產線集中在越南及柬埔寨，平均月產能為 695 萬件，再加計策略聯盟的外包生產基地約每月 425 萬件，儒鴻可控總產能達每月 1120 萬件。儒鴻將透過招募新員工、效率提升，以及增加外包廠商等方式擴充成衣產能，使月產能提升至 1200-1300 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



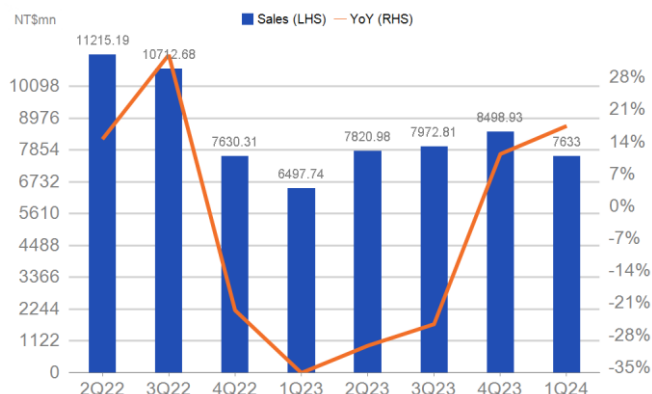
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：營收組成



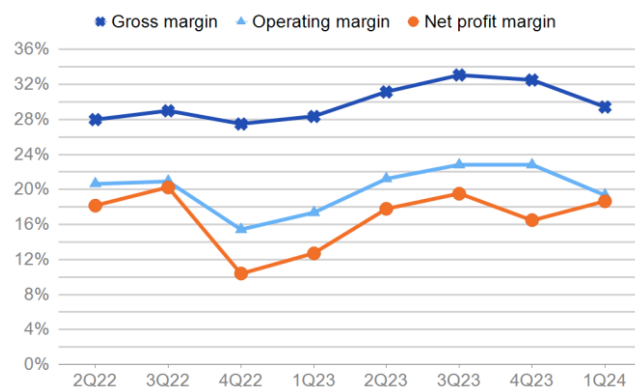
資料來源：公司資料

圖 16：營收趨勢



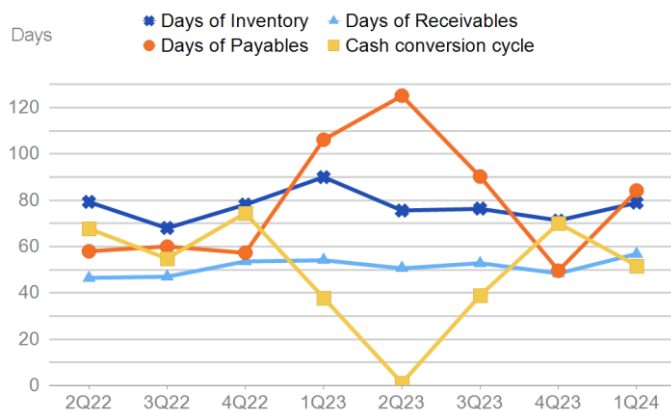
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：毛利率、營益率、淨利率



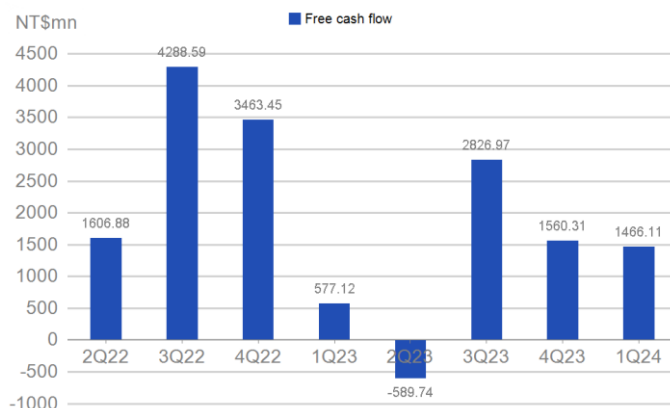
資料來源：CMoney、公司資料

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)	18

資料來源：Sustainalytics (2024/5/2)

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	4,176	5,553
存貨	8,276	4,625	4,402	4,826	5,244
應收帳款及票據	4,877	3,800	4,711	4,968	5,116
其他流動資產	910	3,908	5,471	5,481	5,534
流動資產	15,823	18,355	17,398	19,451	21,448
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	12,065	13,627	12,288	13,703	14,831
無形資產	19	19	0	0	0
其他非流動資產	1,372	1,362	2,147	2,114	2,302
非流動資產	13,456	15,008	14,435	15,817	17,134
資產總額	29,279	33,364	31,833	35,268	38,582
應付帳款及票據	2,588	1,686	1,666	1,889	2,037
短期借款	1,347	1,778	624	783	885
什項負債	3,092	4,113	3,791	3,791	3,791
流動負債	7,027	7,577	6,081	6,463	6,713
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	6,555	6,823
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	22,160	25,206
什項權益	(429)	24	40	40	40
歸屬母公司之權益	21,149	25,142	25,671	28,713	31,758
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	21,149	25,142	25,671	28,713	31,758

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	6,746	7,430
折舊及攤提	632	794	881	1,093	1,233
本期營運資金變動	(3,020)	3,828	(311)	(458)	(419)
其他營業資產 及負債變動	16	905	(1,083)	(215)	(262)
營運活動之現金流量	2,778	12,318	4,664	7,166	7,982
資本支出	(2,268)	(1,477)	(291)	(2,508)	(2,362)
本期長期投資變動	(2)	0	0	0	0
其他資產變動	(228)	(3,330)	(1,083)	(215)	(262)
投資活動之現金流量	(2,498)	(4,807)	(1,836)	(2,464)	(2,458)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	557	66	(1,359)	393	268
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(3,018)	(3,292)	(4,664)	(3,704)	(4,385)
其他調整數	(28)	(27)	(1,083)	(215)	(262)
融資活動之現金流量	(2,489)	(3,254)	(6,052)	(3,341)	(4,146)
匯率影響數	(54)	5	15	0	0
本期產生現金流量	(2,264)	4,262	(3,209)	1,362	1,378
自由現金流量	509	10,841	2,525	4,658	5,621

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	39,150	44,273
銷貨成本	(26,426)	(28,671)	(21,111)	(27,232)	(30,723)
營業毛利	9,491	11,065	9,679	11,918	13,550
營業費用	(3,093)	(3,328)	(3,130)	(3,724)	(4,169)
推銷費用	(1,736)	(1,702)	(1,584)	(1,803)	(2,001)
研究費用	(163)	(160)	(153)	(189)	(214)
管理費用	(1,194)	(1,467)	(1,393)	(1,732)	(1,954)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	6,398	7,737	6,549	8,193	9,381
利息收入	21	45	116	131	150
利息費用	(23)	(68)	(117)	(78)	(117)
利息收入淨額	(2)	(23)	(2)	53	32
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	0	0	0
稅前純益	6,386	8,540	6,676	8,470	9,346
所得稅費用	(1,237)	(1,750)	(1,499)	(1,724)	(1,916)
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	6,746	7,430
稅前息前折舊攤銷前淨利	7,041	9,403	7,555	9,617	10,611
調整後每股盈餘 (NT\$)	18.77	24.75	18.86	24.59	27.08

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)	27.2	13.1
營業利益	16.4	20.9	(15.4)	25.1	14.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	16.2	33.6	(19.7)	27.3	10.3
稅後純益	21.0	31.9	(23.8)	30.3	10.1
調整後每股盈餘	21.0	31.9	(23.8)	30.3	10.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	26.4	27.9	31.4	30.4	30.6
營業利益率	17.8	19.5	21.3	20.9	21.2
稅前息前淨利率	17.7	21.3	21.7	21.8	21.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	19.6	23.7	24.5	24.6	24.0
稅前純益率	17.8	21.5	21.7	21.6	21.1
稅後純益率	14.3	17.1	16.8	17.2	16.8
資產報酬率	18.5	21.7	16.3	19.1	19.3
股東權益報酬率	25.5	29.3	20.2	23.5	23.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	38.4	32.7	24.0	22.8	21.5
淨負債權益比(%)	3.0	(14.6)	(8.5)	(11.8)	(14.7)
利息保障倍數 (倍)	279.9	125.8	(56.9)	(109.7)	(79.9)
流動比率 (%)	225.2	242.2	286.1	301.0	319.5
速動比率 (%)	107.4	181.2	213.7	226.3	241.4
淨負債 (NT\$百萬元)	624	(3,681)	(2,190)	(3,393)	(4,668)
調整後每股淨值 (NT\$)	77.08	91.63	93.56	104.65	115.75
評價指標 (倍)					
本益比	26.4	20.0	26.2	20.1	18.3
股價自由現金流量比	266.4	12.5	53.7	29.1	24.1
股價淨值比	6.4	5.4	5.3	4.7	4.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨	19.3	14.4	18.0	14.1	12.8
股價營收比	3.8	3.4	4.4	3.5	3.1

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	20211209	622.00	750.00	685.54	買進	胡逸如
2	20220310	503.00	600.00	548.43	買進	胡逸如
3	20220510	466.00	560.00	511.87	買進	胡逸如
4	20220810	441.00	450.00	423.72	持有-超越同業	胡逸如
5	20221108	435.00	450.00	423.72	持有-落後同業	胡逸如
6	20230519	485.50	500.00	470.80	持有-超越同業	蔡爵丞
7	20230703	499.50	600.00	585.38	買進	蔡爵丞
8	20230809	551.00	551.00	537.57	持有-超越同業	蔡爵丞
9	20230904	517.00	625.00	609.77	買進	蔡爵丞
10	20231103	536.00	645.00	629.28	買進	蔡爵丞
11	20231109	593.00	685.00	668.31	買進	蔡爵丞
12	20240122	526.00	685.00	668.31	買進	蔡爵丞
13	20240301	540.00	692.00	675.14	買進	蔡爵丞
14	20240308	542.00	692.00	675.14	買進	蔡爵丞
15	20240418	495.00	645.00	645.00	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>.