

## 福懋 (1434 TT) Formosa Taffeta

平織布訂單復甦較弱，且輪胎簾布面臨競爭，評價合理

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$25.5

收盤價 (2024/05/27) : NT\$23.2  
隱含漲幅 : 9.9%

## 營收組成 (1Q24)

平織布 45.6% · 簾布 11.3% · 油品銷售 37.5%

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	25.5	27.5
2024年營收 (NT\$/十億)	29.3	31.0
2024年EPS	0.7	1.0

## 交易資料表

市值	NT\$39,090百萬元
外資持股比例	6.8%
董監持股比例	38.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$32.31
負債比	26.3%
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	34,723	28,502	29,294	29,550
營業利益	1,270	281	669	830
稅後純益	3,405	445	1,117	1,196
EPS (元)	2.02	0.26	0.66	0.71
EPS YoY (%)	58.9	-86.9	151.4	7.0
本益比 (倍)	11.5	87.9	35.0	32.7
股價淨值比 (倍)	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE (%)	5.8	0.8	2.1	2.2
現金殖利率 (%)	6.5%	2.2%	2.2%	2.2%
現金股利 (元)	1.50	0.50	0.50	0.50

## 蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuanta.com

## 蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

## 元大觀點

- 福懋 1Q24 稅後 EPS 為 0.11 元，季轉盈，年增 119.7%，惟低於預期 17.2%。
- 平織布復甦較緩，輪胎簾布面臨中韓同業低價競爭，削弱福懋獲利能力，2Q24/2024 稅後 EPS 各下修 83.7%/31.1%至 0.07 元及 0.66 元。
- 對福懋投資建議為持有，本淨比 0.72 倍，評價合理，目標價 25.5 元 (0.8 PBR X2024 年底淨值)。

## 1Q24 稅後 EPS 為 0.11 元，低於預期 17.2%

1Q24 營收 71.70 億元，季增 10.7%，年減 6.3%，品牌商平織布料訂單回溫，不過復甦偏弱，且輪胎簾布面臨競爭，出貨疲軟，導致營收年減。稼動率回升帶動營益率改善 1.9ppt 至 2.5%，營業利益增至 1.82 億元，季增 359.3%，年減 18.7%，低於預期 33.3%，業外匯兌利益貢獻 7235 萬元，稅後 EPS 為 0.11 元，季轉盈，年增 119.7%，不過低於預期 17.2%。

## 2Q24/2024 稅後 EPS 各下修 83.7%/31.1%至 0.07 元及 0.66 元

2Q24 營收下修 4%至 73.63 億元，季增 2.7%，年增 1.9%，營益率滑落 0.3ppt 至 2.2%，反映電價上漲的干擾，營業利益下修 46.4%至 1.62 億元，季減 11.2%，業外轉投資台塑化股利收入配發由第二季遞延至第三季，稅後 EPS 下修 83.7%至 0.07 元，季減 35.9%，年減 75.3%。展望 2024 年，Nike 及 Adidas 庫存調整告一段落，訂單改善，惟戶外品牌庫存調整持續，壓抑福懋接單復甦力道，而輪胎簾布面臨中國及南韓同業低價競爭，削弱營運改善動能，預估 2024 年營收下修 5.6%至 292.94 億元，年增 2.8%，營益率改善 1.3ppt 至 2.3%，營業利益下修 48.1%至 6.69 億元，年增 138.4%，稅後 EPS 下修 31.1%至 0.66 元，年增 151.3%，年底淨值 32.31 元。

## 復甦力道較弱，評價合理，投資建議為持有

對福懋(1434)投資建議為持有-超越同業，目標價由 27.5 元下調至 25.5 元。福懋目前本淨比 0.72 倍，雖位於歷史本淨比區間 0.7-0.84 倍的偏下緣位置，不過考量福懋 2Q24 獲利將回落，2024 年稅後 EPS 僅回升至 0.66 元，仍低於過往一年獲利在 1.2-2 元之間，復甦力道較弱，評價合理，投資建議為持有-超越同業，目標價 25.5 元(0.8PBR X2024 年底淨值)。

## 營運分析

### 福懋 1Q24 本業獲利回升，稅後 EPS 為 0.11 元，低於預期 17.2%

福懋 1Q24 營收 71.70 億元(原估 75.36 億元)，季增 10.7%，年減 6.3%，營收季增主因乃品牌商 2024 年秋冬服飾的平織布料訂單回溫，出貨增加所帶動，不過整體復甦動能偏弱，加上輪胎簾布持續面臨競爭壓力，出貨疲軟，導致營收年減。而平織布稼動率回升至 75%至 85%，帶動營益率改善 1.9ppt 至 2.5%(原估 3.6%)，營業利益增至 1.82 億元(原估 2.73 億元)，季增 359.3%，年減 18.7%，低於預期 33.3%，業外匯兌利益貢獻約 7235 萬元，稅後 EPS 為 0.11 元(原估 0.13 元)，由虧轉盈，也年增 119.7%，不過低於預期 17.2%。

圖 1：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	季增率	年增率	前次預估	預估差異
營業收入	7,653	6,476	7,170	10.7%	-6.3%	7,536	-4.9%
營業毛利	803	559	767	37.2%	-4.4%	844	-9.1%
營業利益	224	40	182	359.3%	-18.7%	273	-33.3%
稅前利益	123	-155	247	-	101.5%	264	-6.3%
稅後淨利	82	-153	179	-	119.7%	217	-17.4%
調整後 EPS (元)	0.05	-0.09	0.11	-	119.7%	0.13	-17.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	10.5%	8.6%	10.7%	2.1	0.2	11.2%	-0.5
營業利益率	2.9%	0.6%	2.5%	1.9	-0.4	3.6%	-1.1
稅後純益率	1.1%	-2.4%	2.5%	4.9	1.4	2.9%	-0.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 預估 2Q24 稅後 EPS 為 0.07 元，季減 35.6%，年減 75.2%，下修幅度 83.7%

福懋 2024 年 4 月營收 26.2 億元，月減 0.4%，年增 6.9%，營收 YOY 轉正，終止連 18 個月營收 YOY 衰退，營運逐步復甦，品牌商原本正常於 2023 年 11 月至 12 月下單延後至 2024 年 1 月 2 月下單，福懋生產排程也遞延，提振 4 月平織布生產及銷貨表現。惟 5 月開始平織布出貨將逐步進入季節交替的傳統淡季，加上輪胎簾布出貨狀況仍屬疲軟，5 月至 6 月營收將逐步滑落。預估 2Q24 營收增至 73.63 億元(原估 76.68 億元)，季增 2.7%，年增 1.9%，下修幅度 4.0%，營益率滑落 0.3ppt 至 2.2%，反映電價上漲的干擾，營業利益降至 1.62 億元(原估 3.02 億元)，季減 11.1%，但優於 2Q23 虧損 0.17 億元，下修幅度 46.4%，業外轉投資台塑化股利配發時點由第二季遞延至第三季，稅後 EPS 降至 0.07 元(原估 0.42 元)，季減 35.9%，年減 75.3%，下修幅度 83.7%。2Q24 獲利大幅年減，乃因 2023 年台塑化股利於 2Q23 配發，墊高基期所致。

圖 2：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	前次預估	預估差異
營業收入	7,229	7,170	7,363	2.7%	1.9%	7,668	-4.0%
營業毛利	558	767	758	-1.2%	35.9%	889	-14.7%
營業利益	-17	182	162	-11.1%	--	302	-46.4%
稅前利益	508	247	141	-43.0%	-72.2%	862	-83.6%
稅後淨利	466	179	115	-35.9%	-75.3%	707	-83.7%
調整後 EPS (元)	0.28	0.13	0.07	-46.7%	-75.3%	0.42	-83.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	7.7%	10.7%	10.3%	-0.4	2.6	11.6%	-1.3
營業利益率	-0.2%	2.5%	2.2%	-0.3	2.4	3.9%	-1.7
稅後純益率	6.5%	2.5%	1.6%	-0.9	-4.9	9.2%	-7.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

預估 3Q24 及 2024 年稅後 EPS 各為 0.42 元及 0.66 元

展望 3Q23，福懋來自品牌商的 2025 年春夏平織布料訂單復甦，逐步進入出貨旺季，預估 3Q24 營收 74.74 億元(原估 77.83 億元)，季增 1.5%，年增 4.6%，下修幅度約 4%，營益率滑落 0.2ppt 至 2.0%(原估 4.4%)，營業利益降至 1.5 億元，季減 7.4%，年增 344.2%，下修幅度 55.8%。不過業外方面，轉投資台塑化股利收入預估可貢獻 7.3 億元，稅後 EPS 提升至 0.42 元(原估 0.22 元)，季增 516.5%，年增 1314.9%，上修幅度達 91.1%，獲利顯著改善。展望 2024 年，Nike 及 Adidas 庫存調整告一段落，訂單陸續改善，惟戶外品牌庫存調整持續，壓抑福懋接單復甦的力道，而輪胎簾布持續面臨中國及南韓同業低價競爭，削弱營運改善動能，預估 2024 年營收 292.94 億元(原估 310.22 億元)，年增 2.8%，下修幅度 5.6%，營益率改善 1.3ppt 至 2.3%(原估 4.2%)，營業利益 6.69 億元(原估 12.89 億元)，年增 138.4%，下修幅度 48.1%，稅後 EPS 為 0.66 元(原估 0.96 元)，年增 151.3%，下修幅度 31.1%，年底淨值 32.31 元(原估 32.73 元)。

圖 3：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24F	3Q24F	季增率	年增率	前次預估	預估差異
營業收入	7,144	7,363	7,474	1.5%	4.6%	7,783	-4.0%
營業毛利	611	758	759	0.1%	24.2%	926	-18.0%
營業利益	34	162	150	-7.4%	344.2%	340	-55.8%
稅前利益	75	141	864	512.8%	1050.8%	453	90.7%
稅後淨利	50	115	709	516.5%	1314.9%	371	91.1%
調整後 EPS (元)	0.03	0.07	0.42	516.5%	1314.9%	0.22	91.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	8.6%	10.3%	10.2%	-0.1	1.6	11.9%	-1.7
營業利益率	0.5%	2.2%	2.0%	-0.2	1.5	4.4%	-2.4
稅後純益率	0.7%	1.6%	9.5%	7.9	8.8	4.8%	4.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 福懋產品線包括平織布及輪胎簾布，也經營加油站

福懋成立於 1973 年，主要產品為平織布及輪胎簾布，為台灣最大廠商，目前生產基地包括台灣斗六本廠、中國中山廠及常熟廠，越南隆安廠及同奈廠共五座。平織布產品的終端市場可分為四大項：運動服飾(sportswear)、戶外機能(outdoor performance)、時尚休閒服飾(casual)及晴雨傘(umbrella)等，客戶多為歐美運動品牌商及戶外品牌商。福懋也是美國 Gore 公司全球唯一授權製造商，生產 Gore-Tex 防水布料。至於輪胎簾布則為輪胎生產的原料之一，用於輪胎胎體基布，為輪胎補強材質，提供輪胎尺寸穩定性、強度、剛性、操控性及耐久性。另外福懋也有油品銷售業務，旗下的加油站是台灣第四大油品通路商。另外福懋持有 30.79%股權的子公司福懋科(8131)成立於 1990 年，主要業務為 DRAM 的封裝測試及模組加工，貢獻福懋轉投資收益。

福懋旗下共有兩大事業群，第一事業群產品線包括聚胺織物、聚酯織物、純棉、混紡織物，長短織交織布及新機能性紗等平織布相關產品；第二事業群產品線包括精梳棉紗、混紡紗、防護性特殊用織物、塑膠袋及碳纖維複合材織物、輪胎簾布及油品銷售等。2022 年及 2023 年營收分布上，第一事業群佔比由 41.2%略降至 40.8%，第二事業群-簾布事業部佔比由 18.9%降至 13.7%，第二事業群-油品事業部佔比由 33.6%增至 39.5%，第二事業群-其他部門則由 6.3%略降至 6.1%。1Q24 營收分布，第一事業群佔比回升至 45.6%，第二事業群-簾布事業部佔比降至 11.3%，第二事業群-油品事業部佔比略降至 37.5%，第二事業群-其他部門佔比略降至 5.6%。

## 福懋平織布下游客戶以運動品牌及戶外品牌為主

福懋第一事業群的平織布產能狀況，布料年產能 3 億碼，平均一個月 2500 萬碼，其中台灣產能佔比 50%，中國 20%，越南 30%。疫情干擾之下，近 2-3 年總經環境衝擊大，市場變化快速，福懋產能擴張的投資計劃趨於保守，而目前訂單展望依舊不明朗，須持續觀察，未來若有新增生產基地的計畫，可能會以印尼作為投資的優先考量地區。

福懋平織布產品的 2023 年下游分布，運動服飾佔比由 49.4%降至 42.8%，其次戶外服飾佔比由 25.5%增至 31.8%，時尚休閒服飾佔比由 11.5%降至 8.0%，傘布佔比由 3.6%提高至 7.4%。客戶別分布，運動品牌的 Nike 佔比由 19.8%增至 20.1%，Adidas 佔比由 22.2%降至 18.2%，PUMA 佔比由 3.9%降至 3.4%，其他運動品牌由 3.5%降至 1.1%。戶外品牌部分，Columbia 佔比由 19.5%降至 18.2%，The North Face 佔比由 9.3%增至 9.8%，Patagonia 佔比由 1.7%增至 2.2%，其他戶外品牌由 5.0%增至 11.6%。休閒時尚品牌客戶變化較大，Lululemon 佔比 3.7%，L.L.Bean 佔比 1.5%，萬姿 0.4%，其他品牌 2.4%。

1Q24 下游應用分布，運動服飾佔比約 49.4%為最大，其次戶外服飾佔比 25.5%，時尚休閒服飾佔比 11.5%，傘布佔比 3.6%。客戶別分布，運動品牌的 Adidas 佔比 22.2%，Nike 佔比 19.8%，PUMA 佔比 3.9%，其他運動品牌 3.5%，戶外品牌部分，Columbia 佔比 19.5%，The North Face 佔比 9.3%，Patagonia 佔比 1.7%，其他戶外品牌 5.0%。休閒時尚品牌客戶部分，好利時佔比 1.5%，Polo 佔比 1.2%，波司登佔比 1.1%，其他品牌 7.7%。而

2022 年以來烏俄戰爭影響，全球能源與原物料成本上漲，歐美高通膨，快速升息，與中國清零政策，造成終端消費市場緊縮，加上疫情斷鏈，品牌商重複下單，產量增加，供需失衡，導致庫存墊高，訂單需求轉趨保守，拖累福懋 2022 年平織布出貨量滑落，庫存調整延續至 2023 年，福懋 2023 年平織布事業營運動能延續疲軟。目前觀察 Nike 及 Adidas 庫存調整告一段落，訂單陸續改善，惟戶外品牌庫存調整持續，壓抑福懋接單復甦的力道，預期福懋 2024 年訂單可較 2023 年溫和成長，復甦動能可能在 2025 年轉強。

## 輪胎簾布的下游客戶為全球知名輪胎廠商

福懋第二事業群-簾布事業部的營運方面，輪胎簾布月產能，目前台灣廠 2600 噸，越南廠 1600 噸，合計 4200 噸。下游客戶多為全球知名輪胎廠商，包括正新、建大，日本的 Yokohama、Sumitomo、Bridgestone，韓國的 Hankook、Kumho，印度的 Apollo 及 MRF，歐洲品牌包括德國馬牌、米其林及倍耐力，美國的固特異、Cooper 等。銷售地區分布，東南亞佔比 40%最高，其次台灣 25%，印度 11%，中國 5%，東北亞 9%，美國 5%，歐洲 2%，其他地區 3%。觀察福懋輪胎簾布出貨表現，2019 年之前多維持在 50 千噸以上的規模，2020 年之後出貨量逐年滑落，2022 年降至 33.25 千噸，年減 21.4%，乃因 2022 年海運塞港，影響出貨，且下游車廠因車用品片缺料，產量減少，中國封控、全球通膨及升息等不利因素，削弱終端需求，輪胎存貨積壓，去化較慢，衝擊福懋輪胎簾布的出貨表現，而庫存調整延續至 2023 年，福懋 2023 年輪胎簾布營收年減 40.7%，表現疲弱，1Q24 營收延續年減 18.1%的衰退格局。展望後市，中國車市逐漸復甦，而機車胎、自行車胎、卡客車胎及農工沙灘車胎等需求逐漸好轉，營運有機會落底回穩，2024 年有機會溫和改善，不過福懋的輪胎簾布事業仍面臨中國及韓國同業低價競爭，削弱整體復甦力道。

## 福懋油品事業台灣市佔率約 3%

福懋油品事業部在台灣銷售據點共 106 站，分佈以中南部為主，台灣市佔率約 3%，目前全台灣加油站可分為三類，第一集團為中油直營站（共 614 站，佔比 24.4%），第二為福懋、台亞、全國、統一、台糖、山隆等次集團（約 70-110 站/集團），第三為小型連鎖或個體經營之加油站。福懋加油站有 70%為租土地後進行建物自建、15%為福懋利用自地自建、15%為福懋向地主承租土地與建物。油品 100%來自於台塑化供應之高品質汽油柴油，營運模式為賺取買賣價差，毛利率固定但相對其他產品較低。

## 福懋轉投資事業包括福懋科(8131)及廣越(4438)

福懋轉投資事業概況，福懋科(8131)為 DRAM 封裝測試廠，近一兩年 DRAM 市場處於庫存去化階段，需追蹤消費性電子產品及伺服器應用領域的需求復甦狀況，初步預估庫存調整至 1Q24 告一段落，市況將可回溫，福懋科可逐漸走出營運谷底。廣越(4438)是福懋平織布產品的最大下游客戶，2022 年營收獲利亮麗，2023 年同樣受到終端市場庫存調整干擾，營收衰退，不過廣越有新品牌客戶加入，預期 2024 年營收可恢復成長。轉投資 Schoeller Textil AG 為滑雪服飾品牌，強調布料及成衣的功能，產品多應用在極限運動，也應用在汽機車相關織物、軍火產業，但大部分應用集中在滑雪及戶外服飾，主要市場在歐洲，營業項目為研發高科技、高附加價值產品，其營收接近 80%來自歐洲，約 20%來自美國，少部分在日本。烏俄戰爭衝擊，歐洲市場需求滑落，拖累 Schoeller 營運表現。預期 2024 年歐洲經濟復甦，Schoeller 營運可穩健復甦。未來將採取 Schoeller 在歐洲研發，福懋於亞洲市場生產的合作模式進行發展。



## 產業概況

### 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。

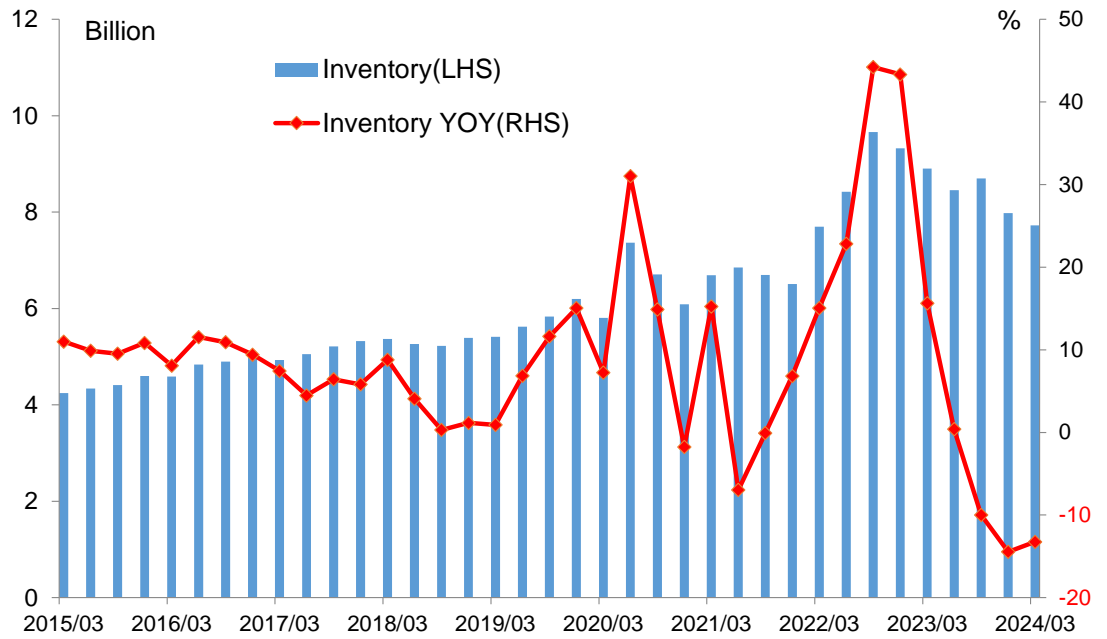
### 1H FY25 展望保守，但 FY2025 營收可恢復正成長

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

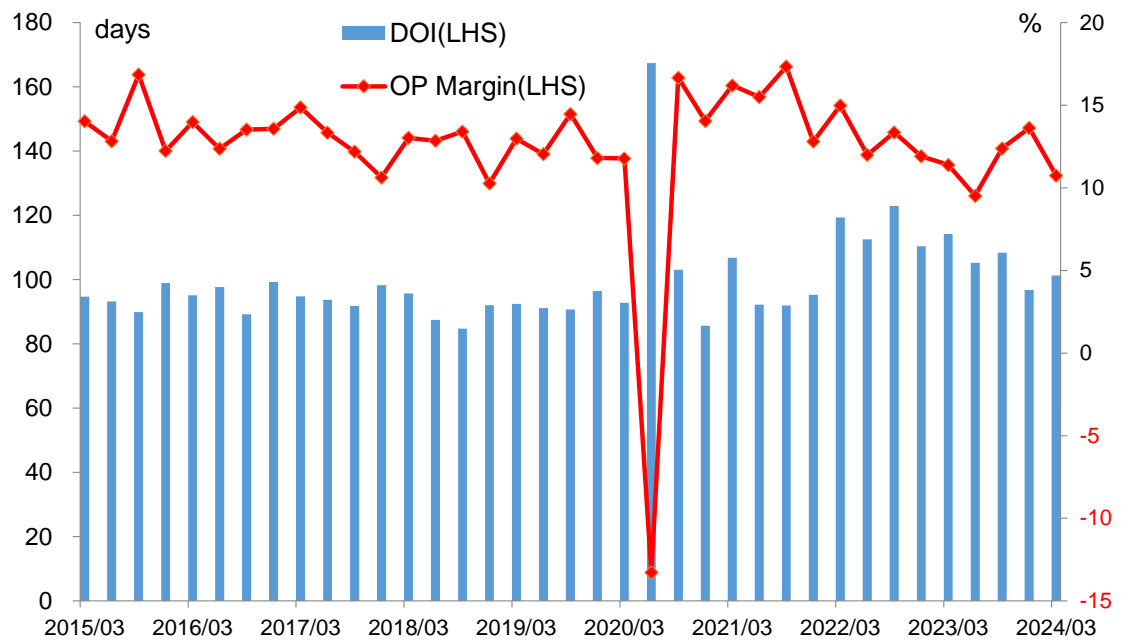
儘管 Nike 對 1H FY25 (2024/06-11)展望保守，短期營運面臨逆風，不過重申 FY2025 營收可恢復正成長，且毛利率改善的趨勢持續，搭配存貨降至近 7 季低點，我們認為 Nike 仍會積極布局 2024 年奧運商機，預期營運短期調整後仍可重返成長軌道。

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

## Adidas 銷售 Yeezy 存貨，3Q23 營收及獲利均優於預期

再觀察 Adidas (ADS.GR；未評等)公布 1Q24 財報(2024 年 1-3 月)，1Q24 營收年增 3.5%至 54.58 億歐元，符合市場預期，稅後淨利 1.7 億歐元，稅後 EPS 為 0.96 歐元。營運亮點包括：1) 毛利率受惠庫存順利出清、折扣減少及更有利產品組合，年增 6.4ppt 至 51.2%；2) 1Q24 DTC (直接面對消費者)營收年增 20%，其中電商平台銷售表現亮眼，營收年成長 34%；3) 存貨金額持續年減 22%至 44.27 億歐元，又以北美/大中華區改善最為明顯，同時 Yeezy 庫存去化順利；4) 2024 年巴黎奧運、歐洲杯、美洲杯等大型運動賽事，為 2024 年 Adidas 全球業績表現奠定基礎，同步上修 2024 全年營收及營業利益展望。

## Adidas 存貨年減 23.3%，上修 2023 年展望，營運將緩步復甦

1Q24 營收年增 3.5%至 54.58 億歐元，符合市場預期，其中既有業務年增 5%，出清 Yeezy 庫存貢獻約 1.5 億歐元營收；毛利率則受惠庫存順利出清、折扣減少及更有利產品組合，年增 6.4ppt 至 51.2%；存貨金額年減 22%至 44.27 億歐元，又以北美/大中華區改善最為明顯。

銷售渠道：DTC 營收年增 20%，其中 Adidas 直營店年增 11%；電商銷售年增 34%，躉售業務則年增 2%。

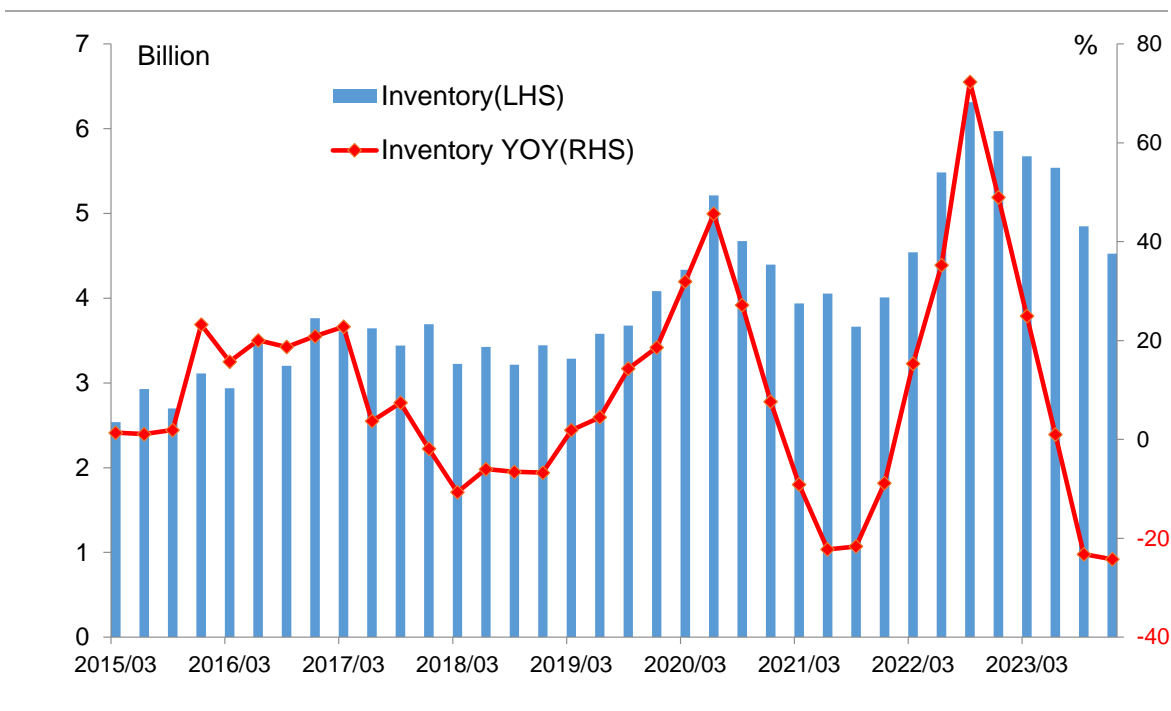
銷售地區別：歐洲營收 17.33 億歐元，年增 13.8%；大中華區 8.97 億歐元，年增 7.8%；新興市場 7.12 億歐元，年增 16.8%；拉丁美洲 6.15 億歐元，年增 17.6%；日本及南韓 3.39 億歐元，年增 7.5%；僅北美地區 11.22 億歐元，年減 3.6%，以及其他業務 0.32 億歐元，年減 55.6%，表現較落後。

銷售產品別：運動鞋營收年增 13%，以足球鞋銷售最佳；服飾營收年增 2%，北美通路端的服飾庫存仍相對較高，拖累服飾銷售表現，不過足球服飾銷售則有雙位數年增表現，主要係歐洲國家盃及美洲足球盃等賽事引發熱潮；配件類營收年減 1%。

展望方面，2024 年巴黎奧運、歐洲杯、美洲杯等大型運動賽事，為 2024 年 Adidas 全球業績表現奠定基礎，2H24 將會有更強勁增長，將 2024 年營收預估自年增中個位數上修至中高個位數，既有的 Adidas 業務年增高雙位數，營業利益同步自 5 億歐元以上修至 7 億歐元。



圖 6：Adidas 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 存貨呈現年減 13.2%，Adidas 存貨更是驟降 23.3%，透露出美歐終端市場逐步走出庫存調整干擾，2024 年品牌商訂單復甦的態勢將趨於明朗，台灣供應商接單展望可正向看待。

## 獲利調整與股票評價

### 平織布復甦力道較緩，且輪胎簾布面臨競爭，評價合理

展望 2024 年，Nike 及 Adidas 庫存調整告一段落，訂單陸續改善，惟戶外品牌庫存調整持續，壓抑福懋接單復甦的力道，而輪胎簾布持續面臨中國及南韓同業低價競爭，削弱營運改善動能，預估 2024 年營收 292.94 億元，年增 2.8%，下修幅度 5.6%，營益率改善 1.3ppt 至 2.3%，營業利益 6.69 億元，年增 138.4%，下修幅度 48.1%，稅後 EPS 為 0.66 元，年增 151.3%，下修幅度 31.1%，年底淨值 32.31 元。

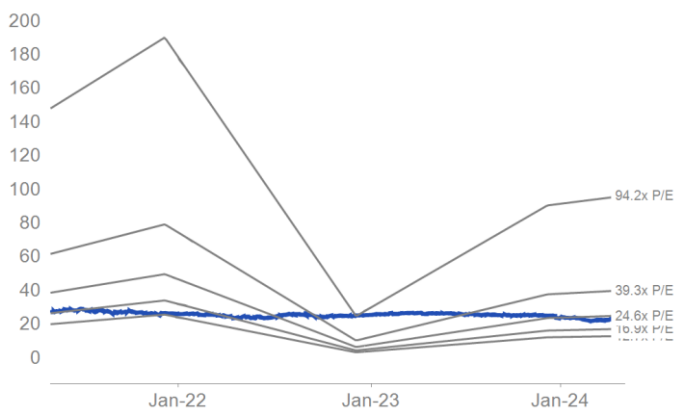
對福懋(1434)投資建議為持有-超越同業，目標價由 27.5 元下調至 25.5 元。福懋目前本淨比 0.72 倍，雖位於歷史本淨比區間 0.7-0.84 倍的偏下緣位置，不過考量福懋 2Q24 獲利將回落，2024 年稅後 EPS 僅回升至 0.66 元，仍低於過往一年獲利在 1.2-2 元之間，復甦力道較弱，評價合理，投資建議為持有-超越同業，目標價 25.5 元(0.8PBR X2024 年底淨值)。

圖 7：2024 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	29,294	31,022	29,550	32,605	-5.6%	-9.4%
營業毛利	3,056	3,640	3,240	4,031	-16.0%	-19.6%
營業利益	669	1,289	830	1,563	-48.1%	-46.9%
稅前利益	1,391	1,977	1,459	2,289	-29.6%	-36.3%
稅後淨利	1,117	1,621	1,196	1,877	-31.1%	-36.3%
調整後 EPS (元)	0.66	0.96	0.71	1.11	-31.1%	-36.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	10.4%	11.7%	11.0%	12.4%	-1.3	-1.4
營業利益率	2.3%	4.2%	2.8%	4.8%	-1.9	-2.0
稅後純益率	3.8%	5.2%	4.1%	5.8%	-1.4	-1.7

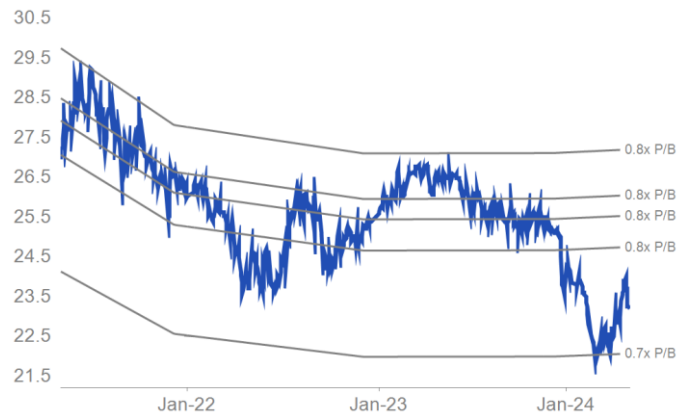
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 8：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 9：12 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 10：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
福懋	1434 TT	持有-超越 同業	23.2	1,221	0.26	0.66	0.71	87.9	35.0	32.7	(86.9)	151.4	7.0
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	91.8	138,484	3.3	3.6	4.2	28.1	25.6	21.6	(14.7)	9.8	18.3
LULULEMON	LULU US	未評等	303.0	36,602	6.7	12.5	14.2	45.3	24.3	21.3	(10.9)	86.2	14.3
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	6.7	2,863	0.9	0.5	0.6	7.8	13.5	11.2	77.6	(42.5)	20.6
ANTA SPORTS	2020 HK	買進	87.3	31,521	4.1	4.5	5.3	21.5	19.4	16.5	27.1	11.1	17.6
LI NING	2331 HK	買進	22.0	7,049	1.4	1.7	2.0	16.2	12.8	10.8	(23.0)	26.8	18.0
申洲	2313 HK	買進	78.4	14,735	3.3	4.1	4.9	23.5	19.1	15.9	(3.0)	22.9	20.6
國際同業平均					3.3	4.5	5.2	23.7	19.1	16.2	8.9	19.0	18.2
國內同業													
聚陽	1477 TT	買進	375.0	2,814	16.5	18.3	19.8	22.7	20.5	18.9	13.6	10.7	8.6
國內同業平均					16.5	18.3	19.8	22.7	20.5	18.9	13.6	10.7	8.6

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 11：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
福懋	1434 TT	持有-超越 同業	23.2	1,221	0.8	2.1	2.2	32.26	32.31	32.58	0.7	0.7	0.7
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	91.8	138,484	34.6	39.1	42.6	9.0	8.8	8.7	10.2	10.5	10.6
LULULEMON	LULU US	未評等	303.0	36,602	43.8	42.7	37.2	24.7	31.3	40.4	12.3	9.7	7.5
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	6.7	2,863	14.3	11.1	5.2	4.4	4.8	5.4	68.5	63.5	56.6
ANTA SPORTS	2020 HK	買進	87.3	31,521	23.8	22.9	22.6	20.4	19.8	23.1	0.3	0.3	0.3
LI NING	2331 HK	買進	22.0	7,049	13.1	13.5	14.2	10.4	12.3	13.8	8.4	7.1	6.3
申洲	2313 HK	買進	78.4	14,735	14.3	16.2	17.7	24.1	26.3	29.0	0.9	0.8	0.8
國際同業平均					24.0	24.2	23.3	15.5	17.2	20.0	16.8	15.3	13.7
國內同業													
聚陽	1477 TT	買進	375.0	2,814	25.7	27.3	28.2	65.4	67.3	70.7	5.7	5.6	5.3
國內同業平均					25.7	27.3	28.2	65.4	67.3	70.7	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 12：季度及年度簡明損益表 (合併)

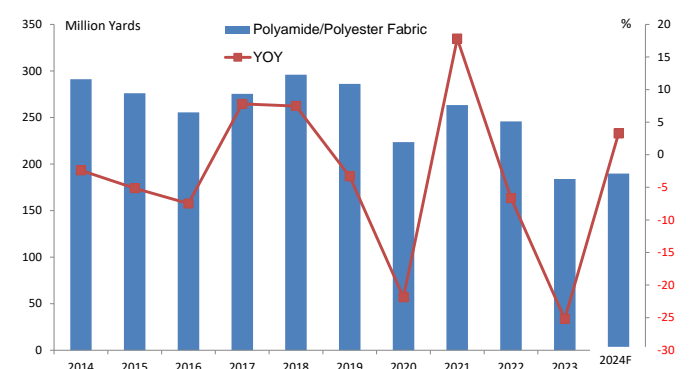
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	7,170	7,363	7,474	7,287	7,214	7,322	7,414	7,599	29,294	29,550
銷貨成本	(6,403)	(6,605)	(6,715)	(6,515)	(6,446)	(6,524)	(6,584)	(6,756)	(26,238)	(26,309)
營業毛利	767	758	759	772	768	798	830	844	3,056	3,240
營業費用	(585)	(597)	(609)	(597)	(589)	(596)	(605)	(621)	(2,388)	(2,410)
營業利益	182	162	150	175	180	202	226	223	669	830
業外利益	65	(21)	714	(36)	(56)	0	720	(36)	722	629
稅前純益	247	141	864	139	124	202	946	187	1,391	1,459
所得稅費用	(68)	(25)	(156)	(25)	(22)	(36)	(170)	(34)	(274)	(263)
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	179	115	709	114	102	166	776	153	1,117	1,196
調整後每股盈餘(NT\$)	0.11	0.07	0.42	0.07	0.06	0.10	0.46	0.09	0.66	0.71
調整後加權平均股數(百萬股)	1,685	1,685	1,685	1,685	1,685	1,685	1,685	1,685	1,685	1,685
重要比率										
營業毛利率	10.7%	10.3%	10.2%	10.6%	10.7%	10.9%	11.2%	11.1%	10.4%	11.0%
營業利益率	2.5%	2.2%	2.0%	2.4%	2.5%	2.8%	3.0%	2.9%	2.3%	2.8%
稅前純益率	3.5%	1.9%	11.6%	1.9%	1.7%	2.8%	12.8%	2.5%	4.8%	4.9%
稅後純益率	2.5%	1.6%	9.5%	1.6%	1.4%	2.3%	10.5%	2.0%	3.8%	4.1%
有效所得稅率	27.5%	17.7%	18.1%	18.0%	17.7%	17.8%	18.0%	18.2%	19.7%	18.0%
季增率(%)										
營業收入	10.7%	2.7%	1.5%	-2.5%	-1.0%	1.5%	1.3%	2.5%		
營業利益	359.3%	-11.1%	-7.4%	16.7%	2.9%	12.2%	11.9%	-1.3%		
稅後純益	--	-35.9%	516.5%	-83.9%	-10.5%	62.7%	367.5%	-80.3%		
調整後每股盈餘	--	-46.7%	513.9%	-83.9%	-10.6%	62.8%	368.5%	-80.3%		
年增率(%)										
營業收入	-6.3%	1.9%	4.6%	12.5%	0.6%	-0.6%	-0.8%	4.3%	2.8%	0.9%
營業利益	-18.7%	--	344.2%	341.1%	-1.2%	24.7%	50.7%	27.4%	138.4%	24.1%
稅後純益	119.7%	-75.3%	1314.9%	--	-43.1%	44.3%	9.4%	34.2%	151.3%	7.1%
調整後每股盈餘	119.7%	-75.3%	1314.9%	--	-53.0%	43.4%	9.4%	34.5%	151.3%	7.0%

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

福懋成立於 1973 年，主要產品為平織布及輪胎簾布，生產基地遍及台灣、中國及越南。平織布產品應用包括運動服飾、戶外機能、時尚休閒服飾及晴雨傘等，客戶多為歐美運動品牌及戶外品牌。至於輪胎簾布則為輪胎生產的原料之一，用於輪胎胎體基布，為輪胎補強材質。另外福懋旗下的加油站是台灣第四大油品通路商。轉投資事業包括持有 30.79% 股權的子公司福懋科(8131)，及持有 10% 股權的廣越(4438)。福懋 1Q24 旗下各事業營收分布，平織布佔比 45.6%，輪胎簾布佔比 11.3%，油品事業部佔比 37.5%，其他部門佔比 5.6%。

圖 13：福懋平織布銷售趨勢圖



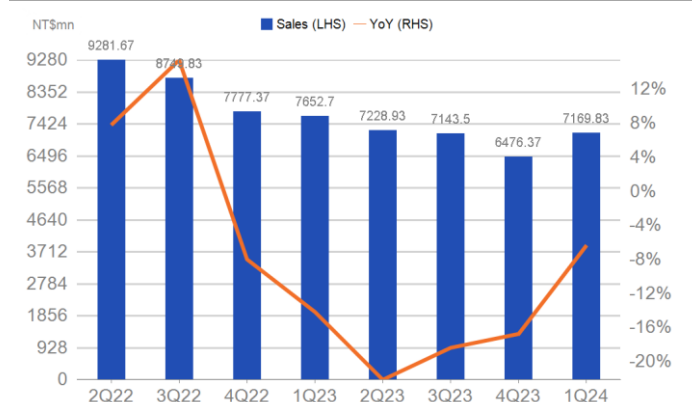
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：營收組成



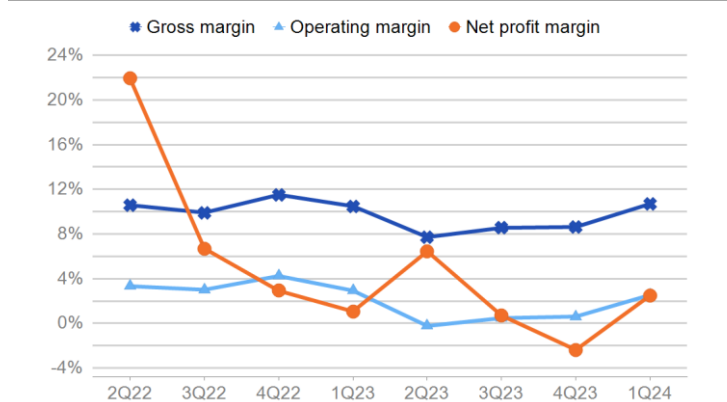
資料來源：公司資料

圖 15：營收趨勢



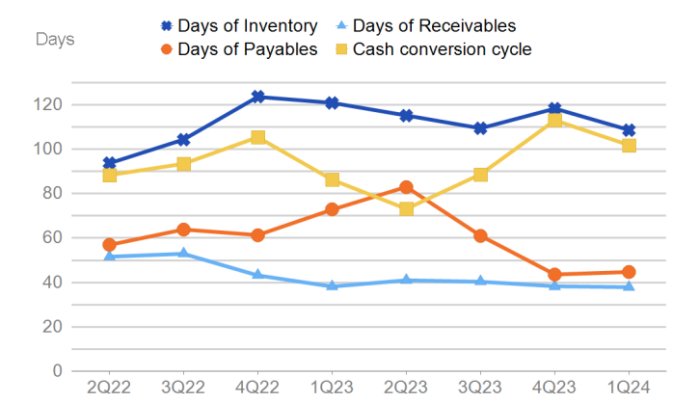
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：毛利率、營益率、淨利率



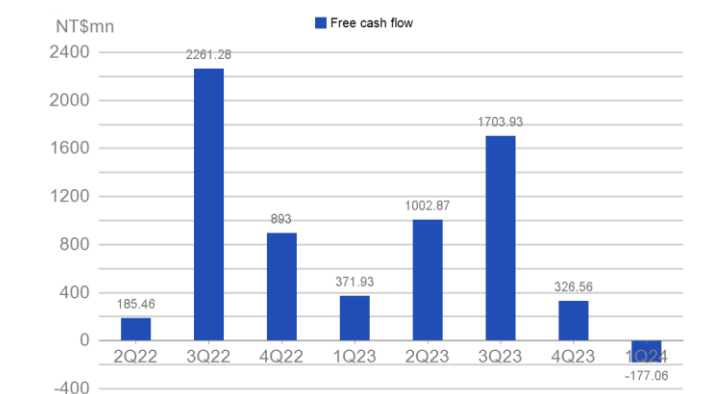
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：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：** 福懋整體的 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，且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：** 福懋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、排放、廢水和廢棄物以及人力資本等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 福懋在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。該公司的資訊揭露力度很大，顯示該公司對投資者和公眾高度負責。它有一些舉措來管理與重大 ESG 議題相關的風險，但是，這些舉措不足以管理其所有風險。儘管如此，該公司並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 19：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	15.0
在 ESG 議題上的曝險 (A)	26.5
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	46.1
風險評級	低 <span>★</span>
同業排行(1~100，1 為最佳)	11

資料來源：Sustainalytics (2024/5/27)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

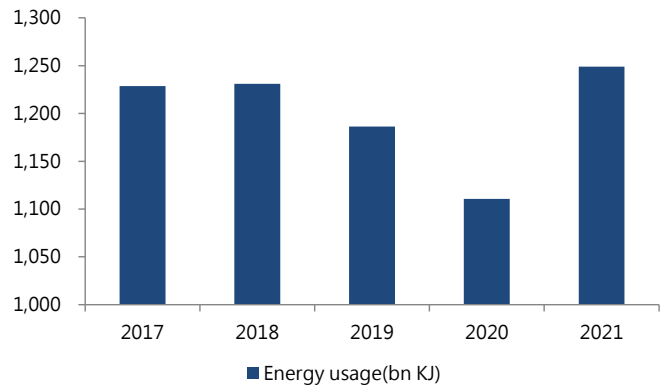
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

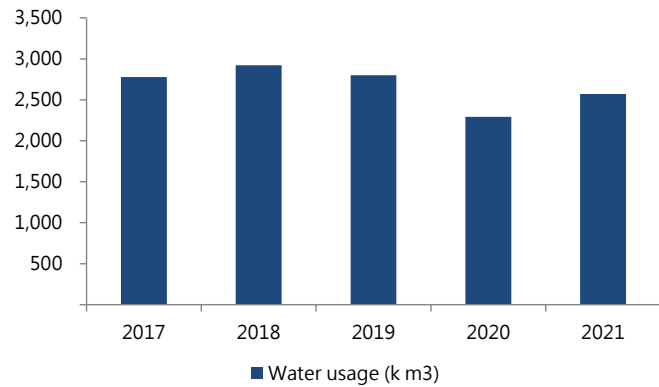
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 20：能源總使用量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 21：總用水量



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	3,471	5,478	4,241	3,929	3,788
存貨	7,916	9,511	7,858	8,176	8,267
應收帳款及票據	3,836	2,989	2,281	2,601	2,652
其他流動資產	2,471	2,232	2,099	2,021	2,009
流動資產	17,694	20,210	16,479	16,728	16,717
採用權益法之投資	9,555	9,622	8,964	42,846	43,390
固定資產	11,542	11,529	10,889	10,985	11,081
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	42,551	34,049	35,332	1,875	1,891
非流動資產	63,648	55,200	55,185	55,707	56,362
資產總額	81,342	75,410	71,665	72,435	73,079
應付帳款及票據	2,624	2,319	1,775	2,087	2,151
短期借款	3,167	3,035	2,251	2,314	2,334
什項負債	2,114	3,280	1,649	1,649	1,649
流動負債	7,905	8,634	5,676	6,051	6,135
長期借款	9,700	9,600	10,400	10,692	10,786
其他負債及準備	1,493	1,409	1,237	1,260	1,271
長期負債	11,193	11,009	11,637	11,952	12,056
負債總額	19,098	19,643	17,313	18,003	18,192
股本	16,847	16,847	16,847	16,847	16,847
資本公積	1,302	1,339	1,340	1,340	1,340
保留盈餘	19,337	21,097	19,289	19,564	19,922
什項權益	24,759	16,485	16,876	16,699	16,797
歸屬母公司之權益	62,244	55,767	54,352	54,432	54,887
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	62,244	55,767	54,352	54,432	54,887

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	2,143	3,405	445	1,117	1,196
折舊及攤提	1,349	1,379	1,377	1,446	1,461
本期營運資金變動	(1,539)	(917)	2,108	(327)	(77)
其他營業資產及負債變動	480	(243)	163	(230)	35
營運活動之現金流量	2,433	3,624	4,093	2,007	2,615
資本支出	(470)	(852)	(687)	(1,543)	(1,557)
本期長期投資變動	(71)	67	(657)	(394)	(544)
其他資產變動	(148)	(96)	(19)	(230)	35
投資活動之現金流量	(690)	(881)	(1,364)	(1,811)	(2,043)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	502	767	(1,283)	690	188
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(1,685)	(1,646)	(2,470)	(842)	(838)
其他調整數	(151)	(157)	(163)	(230)	35
融資活動之現金流量	(1,334)	(1,036)	(3,916)	(507)	(713)
匯率影響數	(22)	66	(49)	0	0
本期產生現金流量	388	1,773	(1,237)	(312)	(141)
自由現金流量	1,963	2,772	3,405	464	1,058

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	32,799	34,723	28,502	29,294	29,550
銷貨成本	(28,625)	(30,954)	(25,971)	(26,238)	(26,309)
營業毛利	4,174	3,769	2,530	3,056	3,240
營業費用	(2,623)	(2,499)	(2,250)	(2,388)	(2,410)
推銷費用	(1,791)	(1,757)	(1,574)	(1,654)	(1,674)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(833)	(742)	(695)	(733)	(736)
其他費用	0	0	20	0	0
營業利益	1,550	1,270	281	669	830
利息收入	0	0	0	0	0
利息費用	(147)	(213)	(343)	(360)	(365)
利息收入淨額	(147)	(213)	(343)	(360)	(365)
投資利益(損失)淨額	611	632	(131)	115	139
匯兌損益	(80)	365	7	0	0
其他業外收入(支出)淨額	453	1,653	738	247	125
稅前純益	2,387	3,706	551	1,391	1,459
所得稅費用	(244)	(301)	(106)	(274)	(263)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	2,143	3,405	445	1,117	1,196
稅前息前折舊攤銷前淨利	3,890	5,307	2,277	2,478	2,555
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.27	2.02	0.26	0.66	0.71

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	13.9	5.9	(17.9)	2.8	0.9
營業利益	169.0	(18.1)	(77.9)	138.4	24.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	2.8	36.4	(57.1)	8.8	3.1
稅後純益	2.3	58.9	(86.9)	151.3	7.1
調整後每股盈餘	2.3	58.9	(86.9)	151.4	7.0
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	12.7	10.9	8.9	10.4	11.0
營業利益率	4.7	3.7	1.0	2.3	2.8
稅前息前淨利率	6.8	10.1	0.7	3.5	3.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	11.9	15.3	8.0	8.5	8.7
稅前純益率	7.3	10.7	1.9	4.8	4.9
稅後純益率	6.5	9.8	1.6	3.8	4.1
資產報酬率	2.7	4.3	0.6	1.5	1.6
股東權益報酬率	3.5	5.8	0.8	2.1	2.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	30.7	35.2	31.9	33.1	33.1
淨負債權益比(%)	15.1	12.8	15.5	16.7	17.0
利息保障倍數 (倍)	17.3	18.4	2.6	(2.9)	(3.0)
流動比率 (%)	223.8	234.1	290.3	276.5	272.5
速動比率 (%)	116.5	119.4	143.9	141.3	137.7
淨負債 (NT\$百萬元)	9,396	7,157	8,410	9,077	9,332
調整後每股淨值 (NT\$)	36.95	33.10	32.26	32.31	32.58
評價指標 (倍)					
本益比	18.2	11.5	87.9	35.0	32.7
股價自由現金流量比	19.9	14.1	11.5	84.3	37.0
股價淨值比	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	10.1	7.4	17.2	15.8	15.3
股價營收比	1.2	1.1	1.4	1.3	1.3

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。

福懋 (1434 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



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，為於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>.