

## 寶成 (9904 TT) Pou Chen

訂單復甦，製鞋業務成長無虞，提振本業獲利

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$42.0

收盤價 (2024/08/21) : NT\$34.4  
隱含漲幅 : 22.1%

## 營收組成 (2023)

製鞋業務 63.9%、通路業務 35.7%、其他業務 0.4%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	42.0	42.0
2024年營收 (NT\$/十億)	261.7	264.6
2024年EPS	4.4	4.4

## 交易資料表

市值	NT\$101,220百萬元
外資持股比率	49.3%
董監持股比率	7.7%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$46.13
負債比	36.9%
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	267,497	246,634	261,737	284,479
營業利益	10,596	10,216	13,255	14,379
稅後純益	12,645	10,624	12,991	13,635
EPS (元)	4.29	3.61	4.41	4.63
EPS YoY (%)	-12.4	-16.0	22.3	5.0
本益比 (倍)	8.0	9.5	7.8	7.4
股價淨值比 (倍)	1.0	0.8	0.7	0.7
ROE (%)	8.7	8.3	8.3	7.5
現金殖利率 (%)	3.8%	3.2%	3.8%	4.1%
現金股利 (元)	1.30	1.10	1.32	1.39

## 蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuantas.com

## 蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

## 元大觀點

- 生產效率優化延續，寶成 2Q24 本業獲利 33 億元，年增 84.0%，優於元大預期 7.6%，稅後 EPS 為 1.16 元，優於元大預期 5.3%。
- 中國內需欠佳，通路業務疲軟，削弱製鞋業務訂單復甦貢獻，3Q24 獲利下修 0.8%至 1.20 元，2024/2025 年獲利預估各為 4.41 元/4.63 元。
- 對寶成維持買進建議，考量目前 PBR 僅 0.74 倍，評價偏低，目標價為 42 元，係基於 0.9 倍本淨比、2024 年底淨值 46.13 元推得。

## 2Q24 稅後 EPS 為 1.16 元，優於元大預期 5.3%

寶成 2Q24 營收 653.27 億元，年增 3.5%，營業利益 33 億元，年增 84.0%，優於預期 7.6%，業外南山人壽獲利貢獻較少，稅後 EPS 為 1.16 元，年減 2.7%，但優於元大預期 5.3%。中國內需欠佳，拖累通路業務疲軟，不過製鞋業務營收年增 10.3%，稼動率提升且生產效率優化效益延續，提振本業獲利。2Q24 稅後 EPS 年減，乃係轉投資南山人壽獲利高基期所致。

## 3Q24/2024 年獲利下修 0.8%/上修 0.8%至 1.20 元/4.41 元

裕元製鞋業務來自品牌客戶的訂單延續復甦，製鞋業務增長無虞，惟中國經濟展望仍不明朗，壓抑通路業務復甦表現，預估 3Q24 營收下修 0.8%至 636.94 億元，年增 9.3%，稅後 EPS 下修 0.8%至 1.20 元，年減 42.1%，乃 3Q23 轉投資南山人壽獲利高基期所致。4Q24 營收下修 3%至 694.27 億元，年增 14.0%，營業利益下修 3%至 33.34 億元，年減 31.6%，業外南山人壽提列準備金而陷入虧損，稅後 EPS 下修 3.0%至 0.48 元。2024 年營收下修 1.1%至 2617.37 億元，年增 6.1%，營業利益上修 0.8%至 132.55 億元，年增 29.8%，稅後 EPS 上修 0.8%至 4.41 元，年增 22.3%，年底淨值 46.13 元。2025 年營收下修 3.1%至 2844.79 億元，稅後 EPS 下修 3.1%至 4.63 元，年增 5.0%，年底淨值 49.44 元。

## 訂單復甦，生產效率優化持續，評價偏低，維持買進建議

儘管寶成 2H24 及 2025 年獲利下修，反映中國內需市場低迷干擾，惟 Nike 及 Adidas 兩大品牌存貨下降，庫存調整告終，訂單回升，搭配製鞋業務生產效率優化，提振營業利益，觀察寶成過去 PBR 區間落在 0.5 倍至 1.0 倍之間，目前 PBR 僅 0.74 倍，位於區間中段位置，評價偏低，維持買進建議，目標價維持 42 元(0.9 PBR X 2024 年底淨值 46.13 元)。

## 營運分析

### 本業獲利穩健，2Q24 稅後 EPS 為 1.16 元，優於元大預期 5.3%

寶成公布 2Q24 財報優於預期，2Q24 營收 653.27 億元(原估 655.04 億元)，季增 3.2%，年增 3.5%，營益率滑落 0.9ppt 至 5.1% (原估 4.7%)，營業利益 33 億元(原估 30.66 億元)，季減 12.9%，年增 84.0%，優於預期 7.6%，業外認列南山人壽獲利貢獻、利息收入等合計約 31.5 億元，低於 1Q24 之 41.1 億元，稅後 EPS 為 1.16 元(原估 1.10 元)，季減 26.6%，年減 2.7%，優於預期 5.3%。寶成本業獲利季減，乃中國經濟及消費欠佳，拖累 2Q24 通路營收年減 8.7%，表現疲軟，不過製鞋業務 2Q24 營收年增 10.3%，出貨量及獲利貢獻提升，反映先前組織調整，生產效率優化之效益延續，及成本管控得宜與產量增加，稼動率提升等因素。至於寶成 2Q24 稅後 EPS 年減，乃係 2Q23 轉投資南山人壽貢獻獲利達 26.87 億元，墊高基期所致，寶成本業獲利仍是顯著改善。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	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	63,095	63,289	65,327	3.2%	3.5%	65,504	64,473	-0.3%	1.3%
營業毛利	14,998	16,132	15,548	-3.6%	3.7%	16,376	16,096	-5.1%	-3.4%
營業利益	1,793	3,790	3,299	-12.9%	84.0%	3,066	3,369	7.6%	-2.1%
稅前利益	5,118	7,899	6,451	-18.3%	26.0%	4,942	6,294	30.5%	2.5%
稅後淨利	3,507	4,653	3,413	-26.6%	-2.7%	3,242	3,703	5.3%	-7.8%
調整後 EPS (元)	1.19	1.58	1.16	-26.6%	-2.7%	1.10	1.32	5.3%	-12.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點				
營業毛利率	23.8%	25.5%	23.8%	-1.7	0.0	25.0%	25.0%	-1.2	-1.2
營業利益率	2.8%	6.0%	5.1%	-0.9	2.2	4.7%	5.2%	0.4	-0.2
稅後純益率	5.6%	7.4%	5.2%	-2.1	-0.3	4.9%	5.7%	0.3	-0.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 通路業務疲軟，預估 3Q24 稅後 EPS 下修 0.8%至 1.20 元

寶成 2024 年 7 月營收回升至 222.43 億元，月增 5.9%，年增 16.5%，其中 7 月製鞋業務月增 11%，年增 21.8%，表現強勁。不過通路業務月減 10.6%，年減 10.7%，年衰退幅度仍大，持續疲軟，中國經濟欠佳干擾。展望 3Q24，預期裕元製鞋業務來自品牌商訂單延續復甦格局，不過寶勝通路業務則處於傳統淡季，預估 3Q24 營收降至 636.94 億元(原估 641.94 億元)，季減 2.5%，年增 9.3%，下修幅度約 0.8%，反映通路事業營運疲軟，預估營益率維持 4.4%，營業利益下修 0.8%至 28.31 億元(原估 28.53 億元)，季減 14.2%，年增 86.0%，業外轉投資南山人壽獲利貢獻維持 22 億元，稅後 EPS 下修 0.8%至 1.20 元(原估 1.21 元)，季增 3.2%，年減 42.1%。3Q24 稅後 EPS 年減，乃係 3Q23 轉投資南山人壽貢獻獲利達 39.66 億元，墊高基期所致，寶成本業獲利則是延續改善。

預估 4Q24 及 2024 年稅後 EPS 各下修 3.0%/上修 0.8%，各至 0.48 元及 4.41 元

展望 4Q24，寶成製鞋業務接單穩健，可持續復甦，惟中國經濟及消費疲軟，通路業務恐旺季不旺，削弱營運動能，4Q24 營收下修 3%至 694.27 億元(原估 715.76 億元)，季增 9.0%，年增 14.0%，營益率維持 4.8%，營業利益下修 3%至 33.34 億元(原估 34.37 億元)，季增 17.8%，年減 31.6%，而業外轉投資方面，預期南山人壽 4Q24 將提列較多外匯準備金及保單負債準備金，推估寶成需認列來自南山人壽約 16 億元虧損，也衝擊對寶成的獲利貢獻，稅後 EPS 下修 3.0%至 0.48 元(原估 0.49 元)，季減 60.2%，遠優於 4Q23 之 0.01 元。預估寶成 2024 年營收回溫至 2617.37 億元(原估 2645.63 億元)，年增 6.1%，下修幅度約 1.1%，其中製鞋業務營收年增 14.4%，彌補通路業務營收年減 8.5%之衝擊，營益率改善 1.0ppt 至 5.1% (原估 5.0%)，營業利益增至 132.55 億元(原估 131.46 億元)，年增 29.8%，上修幅度 0.8%，業外南山人壽獲利貢獻 52 億元(原估 46 億元)，稅後 EPS 上修至 4.41 元(原估 4.37 元)，年增 22.3%，上修幅度 0.8%，年底淨值 46.13 元(原估 46.1 元)。2024 年獲利上修反映 2Q24 獲利優於預期，彌補 2H24 獲利下修的干擾。

預估 2025 年稅後 EPS 下修 3.1%至 4.63 元

展望 2025 年，品牌商訂單延續復甦，製鞋業務增長無虞，惟中國經濟展望仍不明朗，壓抑通路業務復甦表現，預估 2025 年營收下修 3.1%至 2844.79 億元(原估 2934.17 億元)，年增 8.7%，其中預估製鞋業務營收年增 14.4%，通路業務營收年減 4.4%。營益率維持 5.1%，營業利益下修 3.1%至 143.79 億元(原估 148.32 億元)，稅後 EPS 下修 3.1%至 4.63 元(原估 4.77 元)，年增 5.0%，年底淨值 49.44 元。

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	58,296	65,327	63,694	-2.5%	9.3%	64,194	62,897	-0.8%	1.3%
營業毛利	13,962	15,548	15,191	-2.3%	8.8%	15,952	15,186	-4.8%	0.0%
營業利益	1,522	3,299	2,831	-14.2%	86.0%	2,853	2,534	-0.8%	11.7%
稅前利益	7,894	6,451	5,371	-16.7%	-32.0%	5,414	6,235	-0.8%	-13.9%
稅後淨利	6,083	3,413	3,523	3.2%	-42.1%	3,552	3,623	-0.8%	-2.8%
調整後 EPS (元)	2.06	1.16	1.20	3.2%	-42.1%	1.21	1.29	-0.8%	-7.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點				
營業毛利率	24.0%	23.8%	23.9%	0.0	-0.1	24.8%	24.1%	-1.0	-0.3
營業利益率	2.6%	5.1%	4.4%	-0.6	1.8	4.4%	4.0%	0.0	0.4
稅後純益率	10.4%	5.2%	5.5%	0.3	-4.9	5.5%	5.8%	0.0	-0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 3：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24F	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	60,876	63,694	69,427	9.0%	14.0%	71,576	65,179	-3.0%	6.5%
營業毛利	16,712	15,191	17,148	12.9%	2.6%	18,037	16,513	-4.9%	3.8%
營業利益	4,872	2,831	3,334	17.8%	-31.6%	3,437	3,561	-3.0%	-6.4%
稅前利益	3,592	5,371	2,136	-60.2%	-40.5%	2,203	3,712	-3.0%	-42.5%
稅後淨利	42	3,523	1,401	-60.2%	3201.1%	1,445	1,928	-3.0%	-27.3%
調整後 EPS (元)	0.01	1.20	0.48	-60.2%	3201.1%	0.49	0.57	-3.0%	-15.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	27.5%	23.9%	24.7%	0.8	-2.8	25.2%	25.3%	-0.5	-0.6
營業利益率	8.0%	4.4%	4.8%	0.4	-3.2	4.8%	5.5%	0.0	-0.7
稅後純益率	0.1%	5.5%	2.0%	-3.5	1.9	2.0%	3.0%	0.0	-0.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 寶成持有裕元工業股權，其中製造業務及通路業務營收各佔 65.4%及 34.2%

寶成持有香港裕元工業 51.11%股權，而裕元工業持有寶勝國際 62.55%股權，因此寶成間接持有寶勝國際 31.97%股權。業務劃分上，寶成旗下共有三大業務，製造業務、通路業務，及其他業務，製造業務乃裕元工業的鞋類產品及鞋材生產，通路業務為寶勝國際在大中華區專注經營運動用品零售及品牌代理，其他業務包括房地產開發及觀光旅館經營(裕元酒店)。寶成在 2023 年及 1H24 三大業務營收分布變化，製造業務由 63.9%增至 65.4%，通路業務由 35.7%降至 34.2%，其他業務則維持 0.4%。各地區營收分布，亞洲佔比 52.6%，美洲 22.8%，歐洲 18.5%，其他地區 6.1%。

### 寶成轉投資包括潤成(南山人壽)及兆豐金

寶成其他重要轉投資包括潤成投資，兆豐金(2886 TT)及精英電腦(2331 TT)等。寶成持有 20%股權的子公司潤成投資持有南山人壽(5874 TT) 89.55%股權，因此寶成間接持有南山人壽約 17.91%。另外寶成也持有兆豐金 1.41%股權。

影響寶成轉投資收益最大的就是南山人壽。南山人壽投資資產配置以債券投資部位佔比 71.1%最高，股票投資部位也達 15.0%，因此南山人壽的投資收益與債市及股市變化連動度高。南山人壽於 2023 年前三季實現較多資本利得，與股利收入及匯兌利益挹注，貢獻寶成獲利達 66.78 億元。不過 4Q23 提列較多外匯準備金及保單負債準備金，且台幣升值造成的匯損嚴重，南山人壽 4Q23 對寶成的虧損金額達 29.31 億元。2023 年南山人壽對寶成的獲利貢獻收斂至 37.47 億元，遠不如 2022 年貢獻之 54.94 億元，2023 年總資產投資報酬率約 3.47%。南山人壽於 1H24 實現股債獲利部位，且匯兌損失回沖利益帶動獲利回升，1Q24 貢獻寶成獲利達 23.78 億元，2Q24 貢獻寶成獲利達 22.11 億元，累積 1H24 獲利貢獻達 45.89 億元(原估 40 億元)，1H24 總資產報酬率約 2.87%。展望未來，3Q24 仍是股利收入認列高峰，而 Fed 降息預期轉濃，造成近期債市殖利率滑落，有利債券投資部位獲利改善，抵銷掉近期股市波動較大，削弱股權投資資本利得的干擾，以及台幣升值的潛在匯損衝擊，預估 2024 年南山人壽對寶成的獲利貢獻將較 2023 年改善，獲利貢獻金額上修至 52 億元(原估 46 億元)。初步預估 2025 年南山人壽對寶成的獲利貢獻為 47-48 億元。

## 裕元的製造業務為鞋類代工，主要客戶為 Nike 及 Adidas

裕元工業的製造業務為替國際品牌製造鞋類，其中 Nike 及 Adidas 是裕元製鞋業務的前兩大客戶，兩大客戶營收佔比大致相當，佔比合計約 60%-70%。生產基地包括中國(廣東之珠海、中山、東莞高步廠及東莞黃江廠)、印尼(西冷)、越南(胡志明市)，及其他亞洲地區包括柬埔寨、孟加拉、緬甸等國家。

## 寶勝國際為中國市場的體育用品零售商

寶勝國際為大中華區的國際運動品牌的分銷商，分銷全球知名運動品牌，其中 Nike、Adidas 等前 5 大品牌的產品銷售營收佔整體零售業務營收約 98%，在一線及二線城市領先的經銷商，通過直營店直接售予消費者，或通過批發產品予加盟商，經由其店鋪間接銷售給消費者。以營收分佈，運動服及運動鞋銷售營收佔比 99.5%，另有 0.50%特許專櫃銷售收入。

## 產業概況

### Nike 營收低於預期

4QFY24 (2024 年 3-5 月)營收 126.1 億美元，年增 0.1%，低於市場預期之 128.6 億美元。Nike 品牌營收 121 億美元，年減 1%，大中華區、亞太拉美及歐非中東等地區成長，抵銷北美市場衰退；Nike 直營營收 51 億美元，年減 8%，反映 Nike 電商營收年減 10%，Nike 直營店年減 2%；批發營收 71 億美元，年增 5%；Converse 營收 4.8 億美元，年減 18%，主因北美及西歐市場衰退拖累。

地區別營收：北美營收 52.78 億美元，年減 1%，歐非中東營收 32.92 億美元，年減 2%，大中華區營收 18.63 億美元，年增 3%，亞太拉美營收 17.05 億美元，年增 1%。

產品別營收：運動鞋 82.37 億美元，年減 4%；服飾 33.23 億美元，年增 3%；配件飾品營收 5.78 億美元，年增 34%。

Nike 表示 4QFY24 於消費市場看到需求的挑戰，導致直營營收衰退，特別是 lifestyle 產品衰退較顯著。

### 獲利優於市場預期，主因受惠策略性定價及物流成本降低

4QFY24 毛利率改善 120bps 至 44.6%，主要受惠策略性定價、海運費用及物流成本降低，抵銷生產成本墊高及 Nike 直營毛利率降低與匯率不利等因素；稅後淨利 1.5 億美元，年增 44%，稅後 EPS 為 0.99 美元，若排除重整費用的影響，稅後 EPS 為 1.01 美元。4QFY24 存貨金額降至 75 億美元，年減 11%。主要係存貨量減少所貢獻。

地區別獲利：北美 14.62 億美元，年增 5%；歐非中東 7.97 億美元，年增 2%；大中華區 5.48 億美元，年增 4%；亞太拉美 4.79 億美元，年增 4%。

### 下修 1Q/1H/FY2025 展望，FY2025 將是營運調整的一年

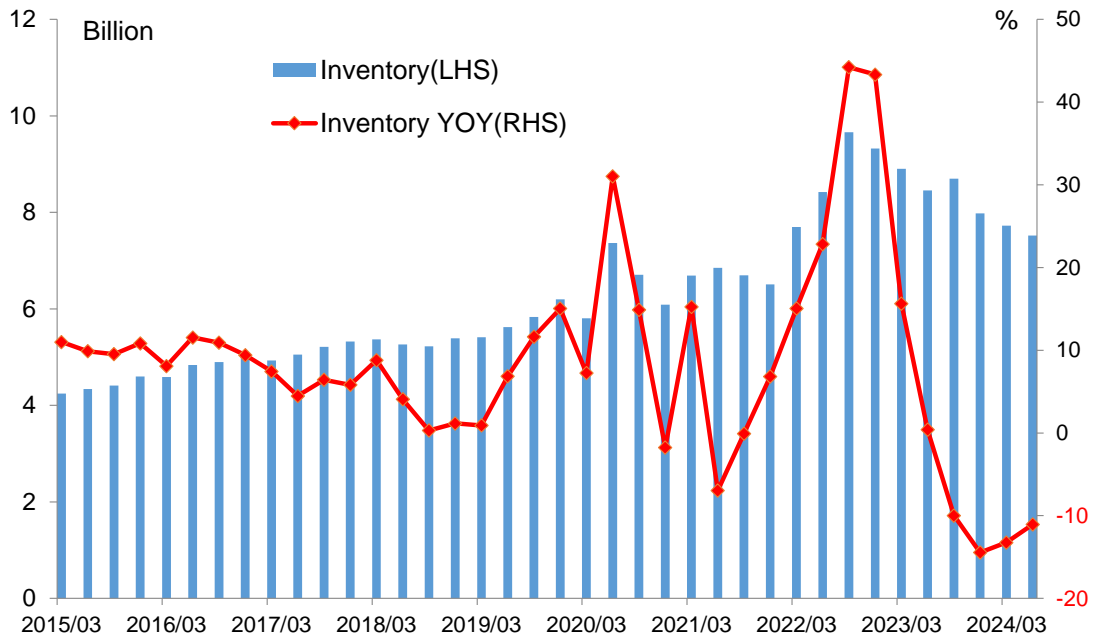
Nike 下修展望，預估 1QFY25 (2024/6/1-2024/8/30)營收年減 10%，低於預期預估之年減 2.8%，其中電商營收預估年減 10%，毛利率改善 10-30bps，營業費用年增中個位數；1H FY25 (2024/6/1-2024/11/29)營收展望自年減低個位數下修至年減高個位數，反映電商事業低度成長的拖累；預估 FY2025 (2024/6/1-2025/5/30)營收年減中個位數，毛利率改善 10-30bps，費用微增，業外收支預估 2.5-3 億美元，稅率為高雙位數水準。

由於中國總體經濟疲軟預期將延續，Nike 在 FY2025 會是營運調整、產品轉型的一個年度，將進行成本縮減、產品加快研發及面向消費者，強化品牌故事行銷的計畫。

Nike 在運動鞋面臨較大的同業競爭壓力，導致營運展望疲軟，壓抑豐泰接單表現。不過 Nike 存貨年減 11%，庫存調整告終，預期仍將維持基本訂單規模，2025 年下單力道有機會好轉，預期豐泰接單可維持溫和復甦格局。

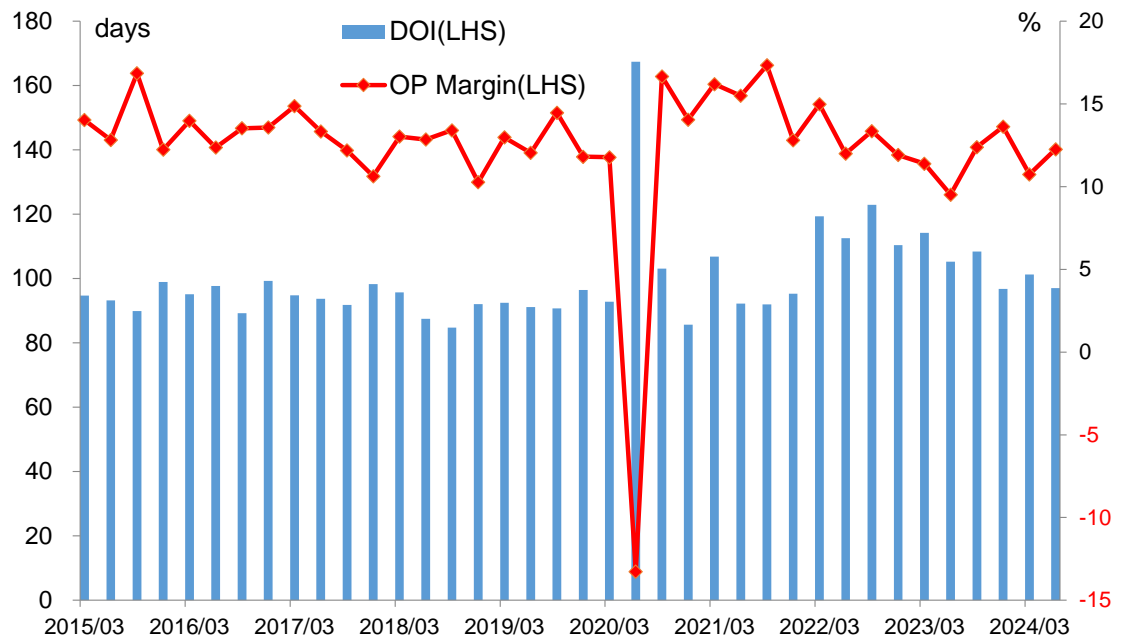


圖 4：Nike 存貨金額及 YoY 趨勢圖



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，2Q24 營收及獲利均優於預期

再觀察 Adidas (ADS.GR；未評等) 公布 2Q24 財報(2024 年 4-6 月)，2Q24 營收年增 9.0%至 58.22 億歐元，優於市場預期，稅後淨利/稅後 EPS 皆年增 119.8%至 2.11 億歐元/1.09 歐元，優於市場預期 12.8%。營運亮點包括：1) 毛利率雖年減 0.1 ppt 至 50.8%，但扣除 YEEZY 影響後將自 2Q23 的 49.0%年增 1.5ppt 至 50.5%，反映生產成本與運費降低、折扣減少及產品組合有利的貢獻；2) 運動鞋營收年增 17%，主因 Originals 及足球鞋銷售皆年增雙位數；3) 存貨金額年減 18%至 45.44 億歐元；4) Originals 系列鞋款及 2024 年大型運動賽事，為 2024 年 Adidas 全球業績表現奠定基礎，將 2024 年營收預期自年增中~高個位數上修至年增高個位數，營業利益 10 億歐元。

## Adidas 存貨年減 18%，營運將緩步復甦

2Q24 營收年增 9%至 58.22 億歐元，其中 YEEZY 貢獻約 2 億歐元，若扣除匯率影響後 2Q24 營收年增 11%，其中 Adidas 品牌營收年增 16%；毛利率年減 0.1ppt 至 50.8%，反映 Yeezy 營收的負面影響，扣除 YEEZY 影響後將自 2Q23 的 49.0%年增 1.5ppt 至 50.5%，反映生產成本與運費降低、折扣減少及產品組合有利的貢獻；營業利益年增 96.6%至 3.46 億歐元；營益率年增 2.6ppt 至 5.9%；稅後淨利/稅後 EPS 皆年增 119.8%至 2.11 億歐元/1.09 歐元。存貨部分則年減 18%至 45.44 億歐元。

銷售渠道：躉售銷售年增 17%；DTC 年增 4% (若扣除 Yeezy 銷售，DTC 營收年增 21%)；Adidas 直營店營收年增 15%；電商營收年減 6%，反映 Yeezy 營收規模下滑，扣除 Yeezy 營收，電商營收年增 30%。

銷售地區營收年增幅：歐洲地區年增 19%；新興市場年增 25%；拉丁美洲年增 33%；大中華區年增 9%；日韓年增 6%；北美年減 8%，表現較為疲軟，主因 YEEZY 銷售規模滑落，若扣除 YEEZY 後營收則呈現年增。

銷售產品別：運動鞋營收年增 17%，主因 Originals 及足球鞋銷售皆年增雙位數；服飾營收年增 2%，其中足球服飾受惠歐洲盃及美洲盃足球賽，營收年增雙位數，不過北美市場銷售仍疲軟；配件類營收年減 8%。

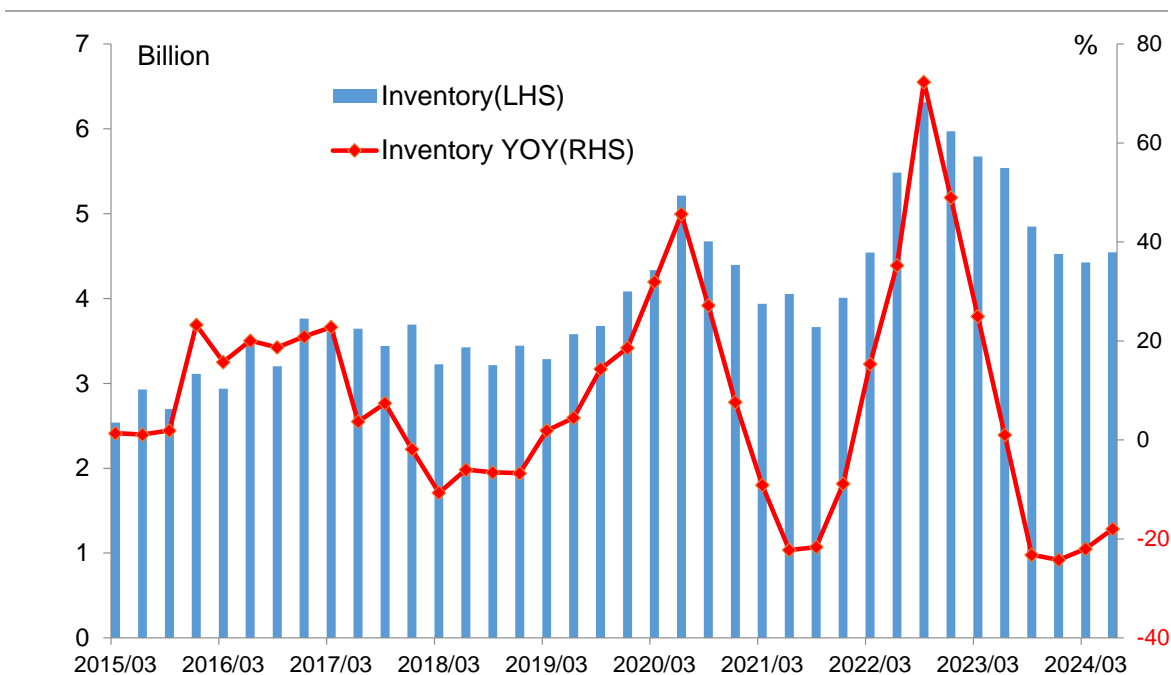
存貨金額則降至 45.44 億歐元，季增 2.6%，年減 18%，處於 2022 年以來的相對低檔，庫存去化告終，下單回補庫存力道可望轉強。

## Originals 鞋款銷售及大型賽事帶動，上修 2024 全年展望

公司表示，Samb、Gazelle 等 Originals 系列經典鞋款持續受到市場歡迎，展望正向，同時巴黎奧運、歐洲盃、美洲盃等大型運動賽事，點燃全球運動熱情，為 2024 年 Adidas 全球業績表現奠定基礎，預估 2H24 會有更強勁增長；扣除匯率因素後，全年營收由原本中至高個位數成長上修至高個位數成長，營業利益自 7 億歐元上修至 10 億歐元；各地區營收展望部分，北美市場將年減中個位數，大中華區、拉丁美洲預計可年增雙位數，歐洲及亞太地區則年增高個位數。



圖 6：Adidas 存貨金額及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

整體而言，儘管 Nike 營運展望疲軟，削弱訂單復甦動能，不過 Nike 存貨年減 11%，仍有基本的回補庫存訂單需求，而 Adidas 存貨年減 18%，庫存去化順利，營運展望樂觀，歐美終端市場銷售有望回溫，Adidas 下單力道轉強可彌補 Nike 疲軟的表現，寶成旗下的裕元製鞋業務動能改善，預期 2024-2025 年品牌商訂單復甦態勢趨於明朗，有利台灣供應商寶成(9904)接單也將趨於樂觀。

## 獲利調整與股票評價

### 營益率改善，本業獲利大幅成長，2024 年復甦確立，維持買進建議

中國經濟不振，寶勝通路業務疲軟，削弱裕元製鞋業務來自品牌客戶的訂單回溫的貢獻，預估寶成 2024 年營收 2617.37 億元，年增 6.1%，下修幅度約 1.1%，營益率改善 1.0ppt 至 5.1% (原估 5.0%)，營業利益增至 132.55 億元(原估 131.46 億元)，年增 29.8%，上修幅度 0.8%，業外南山人壽獲利貢獻 52 億元，稅後 EPS 上修至 4.41 元，年增 22.3%，上修幅度 0.8%，年底淨值 46.13 元。2024 年獲利上修反映 2Q24 獲利優於預期，彌補 2H24 獲利下修的干擾。

展望 2025 年，品牌商訂單延續復甦，製鞋業務增長無虞，惟中國經濟展望仍不明朗，壓抑通路業務復甦表現，預估 2025 年營收下修 3.1%至 2844.79 億元，年增 8.7%，營益率維持 5.1%，營業利益下修 3.1%至 143.79 億元，稅後 EPS 下修 3.1%至 4.63 元，年增 5.0%，年底淨值 49.44 元。

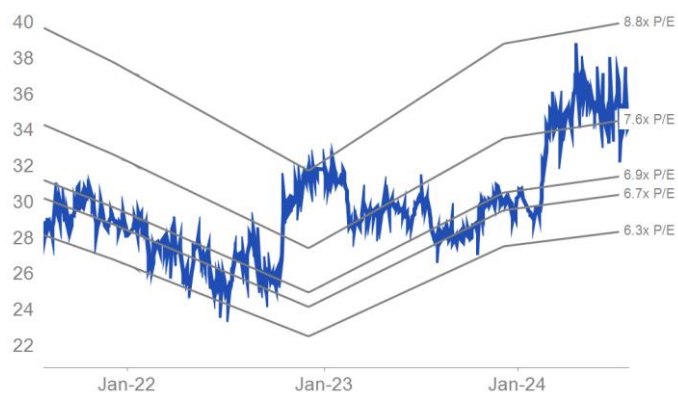
儘管寶成 2H24 及 2025 年獲利下修，反映中國內需市場低迷的干擾，惟觀察 Nike 及 Adidas 兩大品牌存貨下降，庫存調整告終，寶成製鞋業務訂單回升，搭配製鞋業務生產效率優化，提振營業利益大幅成長，營運回升確立，觀察寶成過去 PBR 區間落在 0.5 倍至 1.0 倍之間，目前 PBR 僅 0.74 倍，位於區間中段位置，評價偏低，維持買進建議，目標價維持 42 元(0.9 PBR X 2024 年底淨值)。

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	261,737	264,563	284,479	293,417	-1.1%	-3.1%
營業毛利	64,020	66,498	71,630	73,881	-3.7%	-3.1%
營業利益	13,255	13,146	14,379	14,832	0.8%	-3.1%
稅前利益	21,857	20,458	20,786	21,441	6.8%	-3.1%
稅後淨利	12,991	12,892	13,635	14,066	0.8%	-3.1%
調整後 EPS (元)	4.41	4.37	4.63	4.77	0.8%	-3.1%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	24.5%	25.1%	25.2%	25.2%	-0.7	0
營業利益率	5.1%	5.0%	5.1%	5.1%	0.1	0
稅後純益率	6.7%	6.3%	5.9%	5.9%	0.4	0

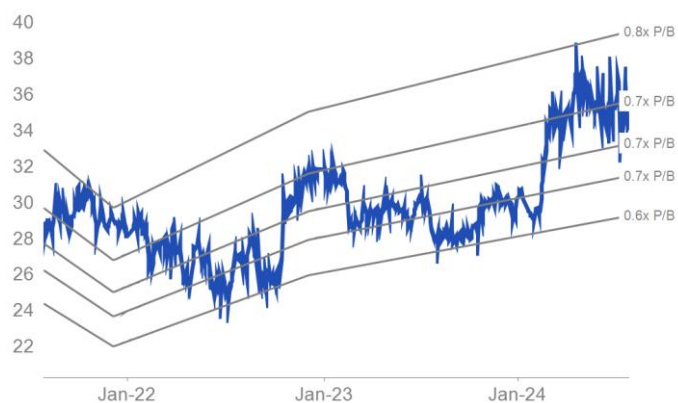
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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

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
寶成	9904 TT	買進	34.4	3,163	3.61	4.41	4.63	9.5	7.8	7.4	(16.0)	22.3	5.0
國際同業													
Nike	NKE	未評等	83.6	125,286	3.3	3.7	3.1	25.6	22.4	26.8	(14.7)	14.2	(16.5)
Adidas	ADS GR	未評等	214.1	42,719	(0.7)	3.4	7.2	NA	63.2	29.6	(153.6)	-	113.5
Asics	7936 JP	未評等	2,546.0	13,076	48.1	77.5	86.3	52.9	32.9	29.5	77.3	60.9	11.4
Stella	1836 HK	未評等	13.4	1,413	1.4	1.7	1.7	9.6	8.0	7.7	19.5	20.2	3.5
安踏體育	2020 HK	買進	67.2	24,460	4.1	5.0	5.4	16.6	13.5	12.4	27.1	22.7	8.9
申洲國際	2313 HK	買進	61.8	12,112	3.3	4.0	4.7	18.5	15.3	13.0	(3.0)	21.0	17.5
華利實業	300979 SZ	未評等	62.3	10,207	2.7	3.3	3.8	22.7	18.7	16.2	(0.9)	21.7	14.8
國際同業平均			--	--				24.3	24.9	19.3	(6.9)	26.8	21.9
國內同業													
鈺齊	9802 TT	未評等	117.5	700	7.9	9.2	11.9	14.9	12.8	9.9	(56.5)	16.3	29.8
豐泰	9910 TT	買進	143.5	4,406	5.0	6.4	7.3	28.5	22.3	19.6	(51.1)	27.6	13.8
百合	9938 TT	未評等	60.0	581	5.1	2.6	4.2	11.8	23.1	14.3	(0.1)	(49.0)	61.5
國內同業平均			--	--				20.1	22.7	16.9	(25.6)	(10.7)	37.7

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
寶成	9904 TT	買進	34.4	3,163	8.3	8.3	7.5	42.82	46.13	49.44	0.8	0.7	0.7
國際同業													
Nike	NKE	未評等	83.6	125,286	34.6	39.1	33.4	9.0	9.1	9.4	9.3	9.1	8.9
Adidas	ADS GR	未評等	214.1	42,719	(2.4)	12.9	22.7	25.7	28.4	34.0	8.3	7.5	6.3
Asics	7936 JP	未評等	2,546.0	13,076	18.8	30.2	28.8	279.8	275.1	321.5	9.1	9.3	7.9
Stella	1836 HK	未評等	13.4	1,413	14.4	15.6	15.4	10.4	10.9	11.4	1.3	1.2	1.2
安踏體育	2020 HK	買進	67.2	24,460	23.8	22.8	22.2	20.4	23.0	26.1	3.3	2.9	2.6
申洲國際	2313 HK	買進	61.8	12,112	14.3	16.3	17.7	24.1	25.4	27.7	2.6	2.4	2.2
華利實業	300979 SZ	未評等	62.3	10,207	22.6	22.2	22.0	12.9	15.4	17.6	4.8	4.0	3.5
國際同業平均			--	--	18.0	22.7	23.2	54.6	55.3	64.0	5.5	5.2	4.7
國內同業													
鈺齊	9802 TT	未評等	117.5	700	12.0	14.5	17.4	65.0	71.5	78.3	1.8	1.6	1.5
豐泰	9910 TT	買進	143.5	4,406	21.0	25.2	26.8	23.5	25.6	27.8	6.1	5.6	5.2
百合	9938 TT	未評等	60.0	581	13.5	4.0	8.0	38.8	39.4	42.0	1.5	1.5	1.4
國內同業平均			--	--	17.2	14.6	17.4	31.1	32.5	34.9	3.8	3.6	3.3

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)

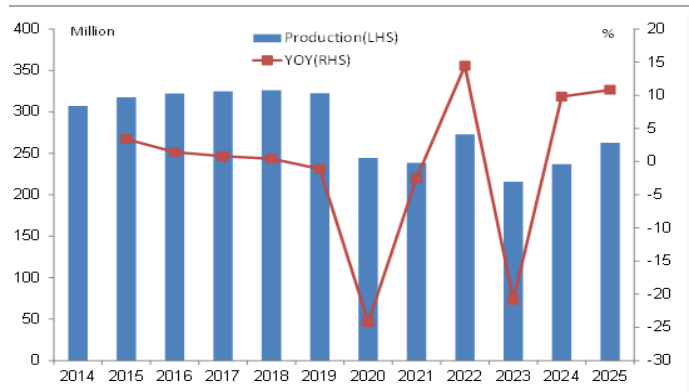
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	63,289	65,327	63,694	69,427	68,038	70,760	68,637	77,045	261,737	284,479
銷貨成本	(47,157)	(49,779)	(48,503)	(52,278)	(50,824)	(53,140)	(51,409)	(57,475)	(197,717)	(212,849)
營業毛利	16,132	15,548	15,191	17,148	17,214	17,619	17,228	19,569	64,020	71,630
營業費用	(12,342)	(12,249)	(12,360)	(13,814)	(13,655)	(14,226)	(13,806)	(15,563)	(50,765)	(57,251)
營業利益	3,790	3,299	2,831	3,334	3,559	3,393	3,422	4,006	13,255	14,379
業外利益	4,109	3,152	2,540	(1,198)	1,630	1,754	3,489	(468)	8,602	6,407
稅前純益	7,899	6,451	5,371	2,136	5,189	5,147	6,911	3,538	21,857	20,786
所得稅費用	(1,392)	(1,430)	(1,074)	(427)	(1,038)	(1,029)	(1,382)	(708)	(4,324)	(4,157)
少數股東權益	1,854	1,607	773	308	747	741	995	509	4,543	2,993
歸屬母公司稅後純益	4,653	3,413	3,523	1,401	3,404	3,376	4,534	2,321	12,991	13,635
調整後每股盈餘(NT\$)	1.58	1.16	1.20	0.48	1.16	1.15	1.54	0.79	4.41	4.63
調整後加權平均股數(百萬股)	2,947	2,947	2,947	2,947	2,947	2,947	2,947	2,947	2,947	2,947
重要比率										
營業毛利率	25.5%	23.8%	23.9%	24.7%	25.3%	24.9%	25.1%	25.4%	24.5%	25.2%
營業利益率	6.0%	5.1%	4.4%	4.8%	5.2%	4.8%	5.0%	5.2%	5.1%	5.1%
稅前純益率	12.5%	9.9%	8.4%	3.1%	7.6%	7.3%	10.1%	4.6%	8.4%	7.3%
稅後純益率	7.4%	5.2%	5.5%	2.0%	6.1%	5.8%	8.1%	3.7%	6.7%	5.9%
有效所得稅率	17.6%	22.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	19.8%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	4.0%	3.2%	-2.5%	9.0%	-2.0%	4.0%	-3.0%	12.2%		
營業利益	-22.2%	-12.9%	-14.2%	17.8%	6.7%	-4.7%	0.9%	17.1%		
稅後純益	10864.2%	-26.6%	3.2%	-60.2%	143.0%	-0.8%	34.3%	-48.8%		
調整後每股盈餘	10864.4%	-26.6%	3.2%	-60.2%	142.9%	-0.8%	34.3%	-48.8%		
年增率(%)										
營業收入	-1.7%	3.5%	9.3%	14.0%	7.5%	8.3%	7.8%	11.0%	6.1%	8.7%
營業利益	86.8%	84.0%	86.0%	-31.6%	-6.1%	2.8%	20.9%	20.2%	29.8%	8.5%
稅後純益	369.3%	-2.7%	-42.1%	3201.1%	-26.8%	-1.1%	28.7%	65.7%	9.8%	-5.2%
調整後每股盈餘	369.3%	-2.7%	-42.1%	3202.1%	-26.8%	-1.1%	28.7%	65.6%	22.3%	5.0%

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

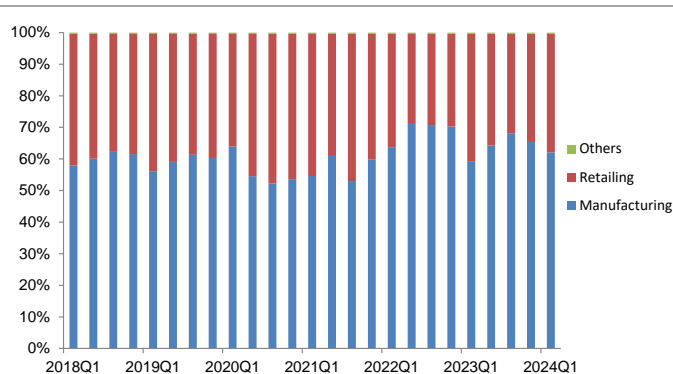
公司主要為製鞋業務 63.9%、通路業務 35.7%。製鞋業務為國際品牌從事代工製造及代工設計，主要客戶為 Nike、Adidas、Asics、New Balance、Timberland 以及 Salomon 等，生產基地則分布在印尼 49%、越南 34%、中國 12%，其他 5%。通路業務方面，主要市場為大中華區，可分為實體門市和線上銷售，分別約佔營收 73%/27%，截至 2023 年底共有 3,523 間直營店。

圖 13：寶成製鞋產量及 YoY 趨勢圖



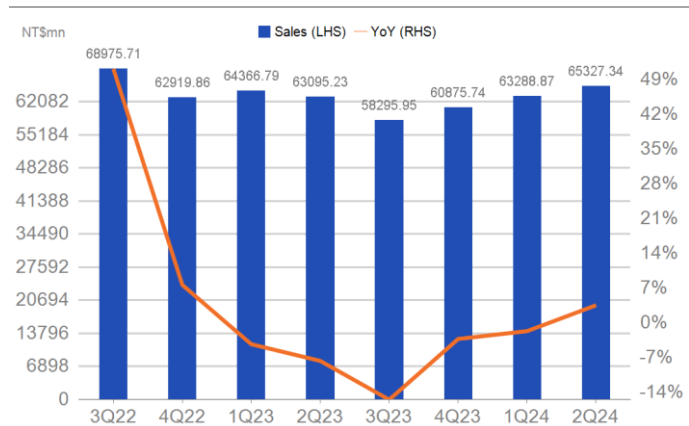
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：營收組成



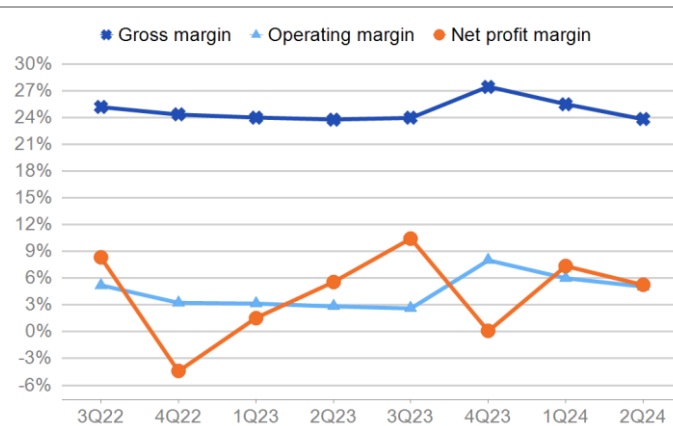
資料來源：公司資料

圖 15：營收趨勢



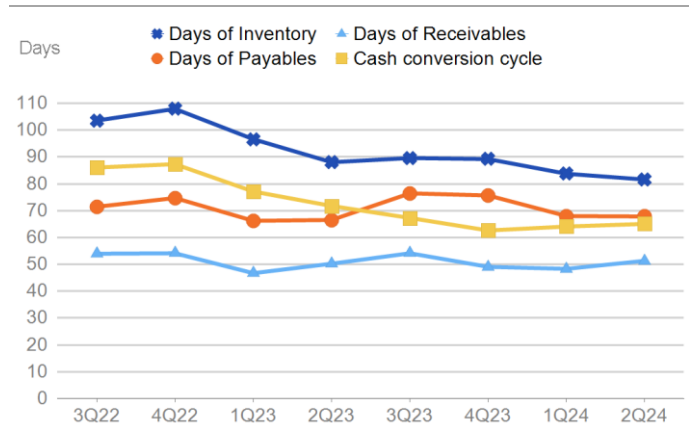
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：毛利率、營益率、淨利率



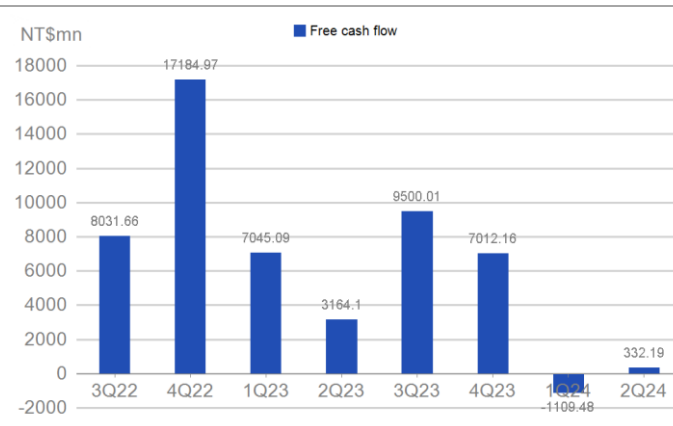
資料來源：CMoney、公司資料

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：**寶成整體的 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，但在紡織品行業的公司中排名略為落後同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**寶成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：**寶成在針對重大 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 19：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	17.9
在 ESG 議題上的曝險 (A)	28.9
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	41.5
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	52

資料來源：Sustainalytics (2024/8/21)

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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	28,450	39,336	40,582	47,404	55,377
存貨	60,803	53,718	42,027	43,650	44,446
應收帳款及票據	26,540	28,711	27,221	28,761	29,557
其他流動資產	47,102	37,632	48,024	47,374	48,646
流動資產	162,895	159,397	157,855	167,190	178,026
採用權益法之投資	96,210	56,873	66,899	73,307	74,307
固定資產	62,786	64,013	57,772	59,938	59,741
無形資產	9,381	10,268	10,405	10,405	10,405
其他非流動資產	35,618	36,338	34,650	29,641	31,413
非流動資產	203,996	167,493	169,726	173,291	175,866
資產總額	366,891	326,890	327,581	340,481	353,892
應付帳款及票據	17,412	12,540	14,250	15,957	16,562
短期借款	25,552	20,612	26,666	27,482	28,448
什項負債	45,845	48,277	44,060	44,060	44,060
流動負債	88,809	81,429	84,975	87,499	89,070
長期借款	56,387	50,002	28,051	28,791	30,724
其他負債及準備	14,198	13,331	11,891	11,778	11,948
長期負債	70,585	63,333	39,943	40,569	42,672
負債總額	159,394	144,762	124,918	128,068	131,741
股本	29,468	29,468	29,468	29,468	29,468
資本公積	4,419	4,420	4,410	4,410	4,410
保留盈餘	85,727	94,447	101,050	110,799	120,537
什項權益	19,819	(21,324)	(8,738)	(8,738)	(8,738)
歸屬母公司之權益	139,433	107,012	126,189	212,413	222,151
非控制權益	68,064	75,115	76,474	76,474	76,474
股東權益總額	207,497	182,127	202,663	212,413	222,151

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	16,603	16,889	15,973	17,533	16,629
折舊及攤提	16,777	15,272	13,218	13,579	14,783
本期營運資金變動	(3,355)	(542)	14,859	(1,456)	(987)
其他營業資產及負債變動	(17,397)	(7,573)	(12,233)	1,845	(951)
營運活動之現金流量	12,629	24,046	31,818	26,959	26,480
資本支出	(7,729)	(6,377)	(5,096)	(15,744)	(14,586)
本期長期投資變動	(1,779)	(39,337)	10,026	(1,000)	(1,000)
其他資產變動	6,534	50,972	(9,338)	1,845	(951)
投資活動之現金流量	(2,974)	5,257	(4,408)	(15,700)	(14,203)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(5,708)	(10,208)	(14,324)	3,150	3,673
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(1,473)	(4,420)	(3,831)	(3,241)	(3,897)
其他調整數	(5,563)	(7,081)	(6,774)	1,845	(951)
融資活動之現金流量	(12,744)	(21,709)	(24,929)	(4,437)	(4,305)
匯率影響數	(569)	3,164	(1,234)	0	0
本期產生現金流量	(3,658)	10,758	1,246	6,822	7,973
自由現金流量	4,900	17,669	26,721	11,215	11,895

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	239,884	267,497	246,634	261,737	284,479
銷貨成本	(181,661)	(202,891)	(185,523)	(197,717)	(212,849)
營業毛利	58,223	64,606	61,111	64,020	71,630
營業費用	(55,747)	(54,010)	(50,895)	(50,765)	(57,251)
推銷費用	(33,367)	(29,287)	(27,736)	(27,365)	(31,293)
研究費用	(5,093)	(5,483)	(4,910)	(4,802)	(5,398)
管理費用	(17,287)	(19,240)	(18,249)	(18,599)	(20,560)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	2,476	10,596	10,216	13,255	14,379
利息收入	735	938	1,780	525	415
利息費用	(1,869)	(2,532)	(3,288)	(2,913)	(3,947)
利息收入淨額	(1,134)	(1,594)	(1,508)	(2,388)	(3,532)
投資利益(損失)淨額	10,977	7,541	5,829	7,589	7,586
匯兌損益	182	1,391	89	0	0
其他業外收入(支出)淨額	4,656	3,498	4,840	3,401	2,353
稅前純益	17,157	21,432	19,467	21,857	20,786
所得稅費用	(553)	(4,542)	(3,493)	(4,324)	(4,157)
少數股權淨利	2,164	4,245	5,350	4,543	2,993
歸屬母公司之稅後純益	14,439	12,645	10,624	12,991	13,635
稅前息前折舊攤銷前淨利	35,802	39,236	35,973	33,048	32,037
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.90	4.29	3.61	4.41	4.63

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	(4.0)	11.5	(7.8)	6.1	8.7
營業利益	--	328.0	(3.6)	29.8	8.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	43.3	9.6	(8.3)	(8.1)	(3.1)
稅後純益	323.6	1.7	(5.4)	9.8	(5.2)
調整後每股盈餘	198.3	(12.4)	(16.0)	22.3	5.0
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	24.3	24.2	24.8	24.5	25.2
營業利益率	1.0	4.0	4.1	5.1	5.1
稅前息前淨利率	6.4	7.1	6.6	7.4	6.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	14.9	14.7	14.6	12.6	11.3
稅前純益率	7.2	8.0	7.9	8.4	7.3
稅後純益率	6.0	4.7	4.3	6.7	5.9
資產報酬率	4.5	4.9	4.9	5.2	4.7
股東權益報酬率	8.1	8.7	8.3	8.3	7.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	76.8	79.5	61.6	60.3	59.3
淨負債權益比(%)	25.8	17.2	7.0	4.2	1.7
利息保障倍數 (倍)	10.2	9.5	6.9	(8.2)	(4.9)
流動比率 (%)	183.4	195.8	185.8	191.1	199.9
速動比率 (%)	115.0	129.8	136.3	141.2	150.0
淨負債 (NT\$百萬元)	53,489	31,278	14,135	8,869	3,795
調整後每股淨值 (NT\$)	47.32	36.31	42.82	46.13	49.44
評價指標 (倍)					
本益比	7.0	8.0	9.5	7.8	7.4
股價自由現金流量比	20.6	5.7	3.8	9.0	8.5
股價淨值比	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	2.8	2.6	2.8	3.1	3.2
股價營收比	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

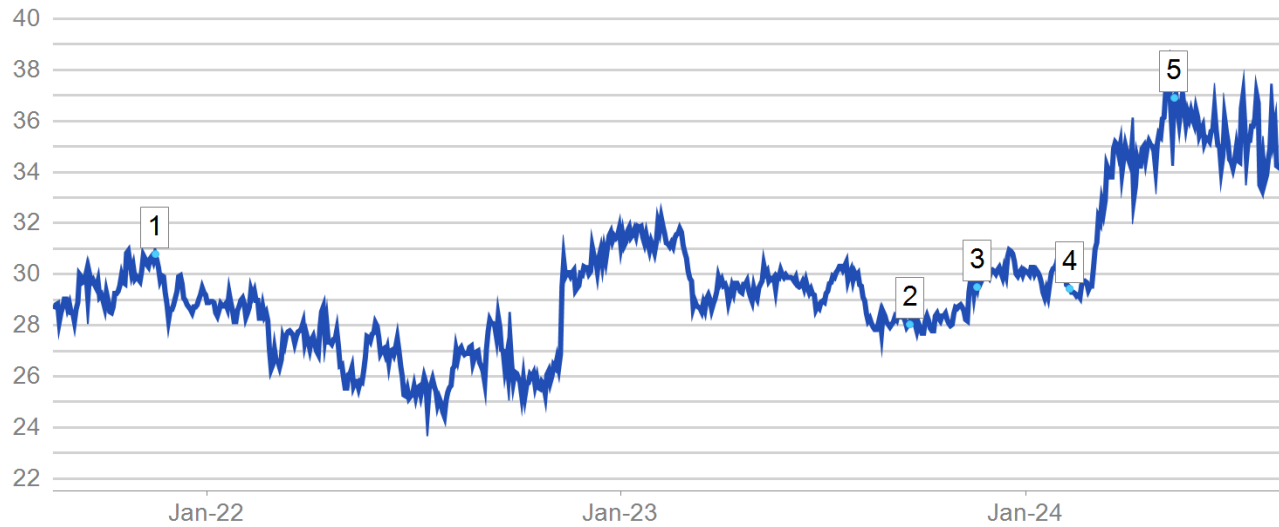
附錄：重要揭露事項

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。

實成 (9904 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	20211118	34.95	40.50	35.68	買進	施嫻帆
2	20230923	28.90	37.00	35.89	買進	蔡爵丞
3	20231122	30.40	37.00	35.89	買進	蔡爵丞
4	20240219	30.50	37.00	35.89	買進	蔡爵丞
5	20240521	36.40	42.00	40.74	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>.