

## 寶成 (9904 TT) Pou Chen

訂單復甦，生產效率優化，製鞋業務成長無虞，本業獲利亮麗

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$45.5

收盤價 (2024/11/12) : NT\$39.2  
隱含漲幅 : 16.1%

## 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\$)	45.5	42.0
2024年營收 (NT\$/十億)	265.6	261.7
2024年EPS	5.2	4.4

## 交易資料表

市值	NT\$115,370百萬元
外資持股比例	50.3%
董監持股比例	7.7%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$46.94
負債比	38.3%
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	267,497	246,634	265,564	287,267
營業利益	10,596	10,216	14,881	15,095
稅後純益	12,645	10,624	15,371	14,150
EPS (元)	4.29	3.61	5.22	4.80
EPS YoY (%)	-12.4	-16.0	44.7	-8.0
本益比 (倍)	9.1	10.9	7.5	8.2
股價淨值比 (倍)	1.1	0.9	0.8	0.8
ROE (%)	8.7	8.3	10.1	7.7
現金殖利率 (%)	3.3%	2.8%	4.0%	3.7%
現金股利 (元)	1.30	1.10	1.56	1.44

## 蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuant.com

## 蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

## 元大觀點

生產效率優化延續，寶成 3Q24 本業獲利 41.42 億元，年增 172.2%，優於預期 46.3%，稅後 EPS 為 1.94 元，優於預期 62.6%。

品牌訂單復甦持續，製鞋業務成長，4Q24/2024/2025 年稅後 EPS 各上修 12.6%/18.3%/3.8%分別至 0.54 元/5.22 元/4.80 元。

考量目前 PBR 僅 0.78 倍，評價不高，目標價為 45.5 元，係基於 0.9 倍本淨比、2025 年底淨值 50.18 元推得。

## 本業獲利穩健，3Q24 稅後 EPS 達 1.94 元，優於預期 62.6%

寶成 3Q24 營收 668.04 億元，季增 2.3%，年增 14.6%，營益率改善 1.1 ppt 至 6.2% (原估 4.4%)，營業利益 41.42 億元，年增 172.2%，優於預期 46.3%，業外轉投資南山人壽獲利貢獻約 20-21 億元，加計外匯衍生性金融商品操作獲利貢獻約 10 億元，推動稅後 EPS 提升至 1.94 元，季增 67.8%，年減 5.8%，優於預期 62.6%。營益率改善，係製鞋業務接單復甦，產能配置及生產效率優化，稼動率提升至 95%，提振獲利表現。

## 2024/2025 年獲利上修 18.3%/3.8%各至 5.22 元/4.80 元

製鞋業務延續成長，預估 4Q24 營收上修 1%至 701.44 億元，年增 15.2%，營業利益上修 9.5%至 36.49 億元，抵銷業外南山人壽 4Q24 提列準備金而陷入虧損，稅後 EPS 上修 12.6%至 0.54 元，遠優於 4Q23 之 0.01 元。預估 2024 年營收上修 1.5%至 2655.64 億元，年增 7.7%，營業利益上修 12.3%至 148.81 億元，年增 45.7%，稅後 EPS 上修 18.3%至 5.22 元，年增 44.7%，年底淨值 46.94 元。預估 2025 年營收上修 1.0%至 2872.67 億元，年增 8.2%，營業利益上修 5.0%至 150.95 億元，年增 1.4%，稅後 EPS 上修 3.8%至 4.80 元，年減 8.0%，年底淨值 50.18 元。2025 年稅後 EPS 預估年減，係反映業外轉投資南山人壽獲利貢獻減少所致。

## 訂單復甦，生產效率優化持續，評價不高，維持買進建議

寶成 3Q24 營益率優於預期，獲利上修，反映製鞋業務訂單復甦，提振營運表現，觀察 Nike 及 Adidas 兩大品牌存貨下降，庫存調整告終，預期寶成 2025 年製鞋業務訂單延續回升格局，且生產效率優化，提振獲利成長，觀察寶成過去 PBR 區間落在 0.5 倍至 1.0 倍間，以 2025 年底淨值 50.18 元計算，目前 PBR 僅 0.78 倍，位於區間中段位置，評價不高，維持買進建議，目標價由 42 元上調至 45.5 元 (0.9 PBR X 2025 年底淨值)。

## 營運分析

### 本業獲利穩健，3Q24 稅後 EPS 提升至 1.94 元，優於元大預期 62.6%

寶成公布 3Q24 財報，獲利優於預期。3Q24 營收 668.04 億元(原估 636.94 億元)，季增 2.3%，年增 14.6%，優於預期 4.9%，營益率改善 1.1ppt 至 6.2%(原估 4.4%)，營業利益增至 41.42 億元(原估 28.31 億元)，季增 25.5%，年增 172.2%，優於預期 46.3%，業外轉投資南山人壽獲利貢獻約 20-21 億元(原估 22 億元)，不過外匯衍生性金融商品操作獲利貢獻約 10 億元，推動稅後 EPS 提升至 1.94 元(原估 1.20 元)，季增 67.8%，年減 5.8%，優於預期 62.6%。3Q24 營益率大幅改善，乃係製鞋業務接單復甦，產能配置優化，稼動率提升至 95%，提振獲利表現。至於 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，本業表現優於預期。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	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	66,804	2.3%	14.6%	63,694	63,170	4.9%	5.8%
營業毛利	13,962	15,548	16,355	5.2%	17.1%	15,191	15,014	7.7%	8.9%
營業利益	1,522	3,299	4,142	25.5%	172.2%	2,831	2,586	46.3%	60.2%
稅前利益	7,894	6,451	9,374	45.3%	18.7%	5,371	5,853	74.5%	60.2%
稅後淨利	6,083	3,413	5,727	67.8%	-5.9%	3,523	3,616	62.6%	58.4%
調整後 EPS (元)	2.06	1.16	1.94	67.8%	-5.8%	1.20	1.23	62.6%	58.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	24.0%	23.8%	24.5%	0.7	0.5	23.8%	23.8%	0.6	0.7
營業利益率	2.6%	5.1%	6.2%	1.1	3.6	4.4%	4.1%	1.8	2.1
稅後純益率	10.4%	5.2%	8.6%	3.3	-1.9	5.5%	5.7%	3.0	2.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 預估 4Q24 及 2024 年稅後 EPS 各上修 12.6%/18.3%，各至 0.54 元及 5.22 元

展望 4Q24，寶成公布 2024 年 10 月營收增至 239.39 億元，月增 12.2%，年增 15.7%，營運延續回溫格局，其中製鞋業務營收月增 10.4%，年增 15.3%，動能穩健，通路業務營收月增 21.5%，年增 4.7%，營收 YOY 由負轉正，中國十一長假消費趨於熱絡，加上雙十一採購效益提前發酵所貢獻，中國內需消費有好轉跡象。預估 4Q24 營收上修 1%至 701.44 億元(原估 694.27 億元)，季增 5.0%，年增 15.2%，營益率上修 0.4ppt 至 5.2%(原估 4.8%)，營業利益上修 9.5%至 36.49 億元，季減 11.9%，年減 25.1%，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，不過本業獲利亮麗彌補，4Q24 稅後 EPS 上修 12.6%至 0.54 元，季減 72.4%，但遠優於 4Q23 之 0.01 元。

預估寶成 2024 年營收回溫至 2655.64 億元(原估 2617.37 億元)，年增 7.7%，上修幅度約 1.5%，其中製鞋業務營收年增 16.3%，彌補通路業務營收年減 7.7%之衝擊，營益率改善 1.5ppt 至 5.6%(原估 5.1%)，營業利益增至 148.81 億元(原估 132.55 億元)，年增 45.7%，上修幅度 12.3%，業外南山人壽獲利貢獻維持 52 億元，稅後 EPS 上修至 5.22 元(原估 4.41 元)，年增 44.7%，上修幅度 18.3%，年底淨值 46.94 元(原估 46.13 元)。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	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	66,804	70,144	5.0%	15.2%	69,427	65,726	1.0%	6.7%
營業毛利	16,712	16,355	17,396	6.4%	4.1%	17,148	16,351	1.4%	6.4%
營業利益	4,872	4,142	3,649	-11.9%	-25.1%	3,334	3,481	9.5%	4.8%
稅前利益	3,592	9,374	2,405	-74.3%	-33.0%	2,136	3,773	12.6%	-36.3%
稅後淨利	42	5,727	1,578	-72.4%	3618.2%	1,401	1,781	12.6%	-11.4%
調整後 EPS (元)	0.01	1.94	0.54	-72.4%	3618.2%	0.48	0.61	12.6%	-10.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	27.5%	24.5%	24.8%	0.3	-2.7	24.7%	24.9%	0.1	-0.1
營業利益率	8.0%	6.2%	5.2%	-1.0	-2.8	4.8%	5.3%	0.4	-0.1
稅後純益率	0.1%	8.6%	2.2%	-6.3	2.2	2.0%	2.7%	0.2	-0.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 預估 2025 年稅後 EPS 上修 3.8%至 4.80 元

展望 1Q25，農曆年假造成工作天數較少，製鞋業務營收會呈現季節性轉淡，不過通路業務則會受惠消費旺季，營運動能會有季節性轉佳，可減緩營收季減幅度，預估 1Q25 營收上修 1.0%至 687.41 億元(原估 680.38 億元)，季減 2.0%，年增 8.6%，營益率上修 0.2ppt 至 5.4%(原估 5.2%)，營業利益上修 4.9%至 37.33 億元，季增 2.3%，年減 1.5%，稅後 EPS 上修 3.7%至 1.20 元(原估 1.16 元)，季增 123.7%，年減 24.1%。

展望 2025 年，中國經濟展望不明朗，壓抑通路業務復甦表現，不過寶成來自品牌商訂單延續復甦，製鞋業務增長無虞，預估 2025 年營收上修 1.0%至 2872.67 億元(原估 2844.79 億元)，年增 8.2%，其中預估製鞋業務營收年增 14.0%，通路業務營收年減 5.1%。營益率上修 0.2ppt 至 5.3%(原估 5.1%)，營業利益上修 5.0%至 150.95 億元(原估 143.79 億元)，年增 1.4%，業外南山人壽獲利貢獻維持 47-48 億元之預估，稅後 EPS 上修 3.8%至 4.80 元(原估 4.63 元)，年減 8.0%，年底淨值 50.18 元(原估 49.44 元)。2025 年稅後 EPS 預估年減，係反映業外轉投資南山人壽獲利貢獻減少所致，寶成本業獲利仍是延續改善格局。

圖 3：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24F	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	63,289	70,144	68,741	-2.0%	8.6%	68,038	67,984	1.0%	1.1%
營業毛利	16,132	17,396	17,392	0.0%	7.8%	17,214	17,081	1.0%	1.8%
營業利益	3,790	3,649	3,733	2.3%	-1.5%	3,559	3,926	4.9%	-4.9%
稅前利益	7,899	2,405	5,381	123.7%	-31.9%	5,189	6,611	3.7%	-18.6%
稅後淨利	4,653	1,578	3,530	123.7%	-24.1%	3,404	3,873	3.7%	-8.9%
調整後 EPS (元)	1.58	0.54	1.20	123.7%	-24.1%	1.16	1.32	3.7%	-8.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	25.5%	24.8%	25.3%	0.5	-0.2	25.3%	25.1%	0.0	0.2
營業利益率	6.0%	5.2%	5.4%	0.2	-0.6	5.2%	5.8%	0.2	-0.3
稅後純益率	7.4%	2.2%	5.1%	2.9	-2.2	5.0%	5.7%	0.1	-0.6

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，1H24 總資產報率約 2.87%。而 3Q24 股利收入認列高峰，南山人壽貢獻寶成轉投資利益約 20-21 億元(原估 22 億元)，與原預估差異不大。展望 4Q24，根據過往經驗，每年第四季壽險都會提列外匯準備金、保單負債準備金，以及實現部分帳上未實現虧損等會計調整，獲利貢獻將會顯著滑落，維持 4Q24 將會虧損 16 億元之預估，2024 年南山人壽對寶成的獲利貢獻維持在 52 億元水準，優於 2023 年貢獻之 37.5 億元。展望 2025 年，股市表現仍屬穩健，股權投資資本利得可維持獲利，惟川普勝選，重返白宮，財政赤字擴大及調漲關稅之預期，美債殖利率波動較劇烈，Fed 降息預期變數增加，債券投資部位獲利展望較不明，且 2024 年獲利基期高，初步預估 2025 年南山人壽對寶成的獲利貢獻為 47-48 億元，後續須持續觀察。

## 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

1QFY25 (2024/6/1-2024/8/31) 營收 115.89 億美元，年減 10.4%，低於預期之 116.52 億美元。Nike 品牌營收 111.11 億美元，年減 10.1%，各地區營收均衰退。其中 DTC 營收 47 億美元，年減 13%；電商營收年減 20%，抵銷掉 Nike 直營店營收年增 1% 的貢獻；躉售銷售營收 64 億美元，年減 8%；Converse 品牌營收 5.01 億美元，年減 15%，各產品線均陷入衰退。

地區別營收：北美營收 48.26 億美元，年減 11%，歐非中東營收 31.43 億美元，年減 12.9%，大中華區營收 16.66 億美元，年增 4%，亞太拉美營收 14.62 億美元，年減 7%。地區營收占比：北美 43.4%、歐非中東 28.3%、大中華區 15%、亞太拉美 13.2%

產品別營收：運動鞋 74.62 億美元，年減 11.4%；服飾 30.32 億美元，年增 3%；配件飾品營收 6.03 億美元，年增 13.6%。產品別營收占比：運動鞋 67.2%、服飾 27.3%、配件飾品 5.4%。

### 雖營業成本及費用受到控制，但獲利仍大幅年減

1QFY25 毛利率改善 120bps 至 45.4%，主要受惠生產成本降低、倉儲/後勤管理成本減少，及策略性定價；營業費用年減 2% 至 40 億美元，不過其中銷售及研發費用合計年增 15% 至 12 億美元，以支應市場行銷及新產品開發所需，管理費用年減 7% 至 28 億美元，乃薪資相關費用減少；稅後淨利 11 億美元，年減 28%，稅後 EPS 0.70 美元，年減 26%。1QFY25 存貨金額季增 9.8%/年減 5.1% 至 82.53 億美元，反映產品組合轉變，以及較低的生產投入成本。

地區別獲利：北美 12.16 億美元，年減 15.2%；歐非中東 7.92 億美元，年減 14.8%；大中華區 5.02 億美元，年減 4.4%；亞太拉美 4.02 億美元，年減 2.9%。

### 2QFY25 營收及毛利率展望皆年減，仍處於調整期

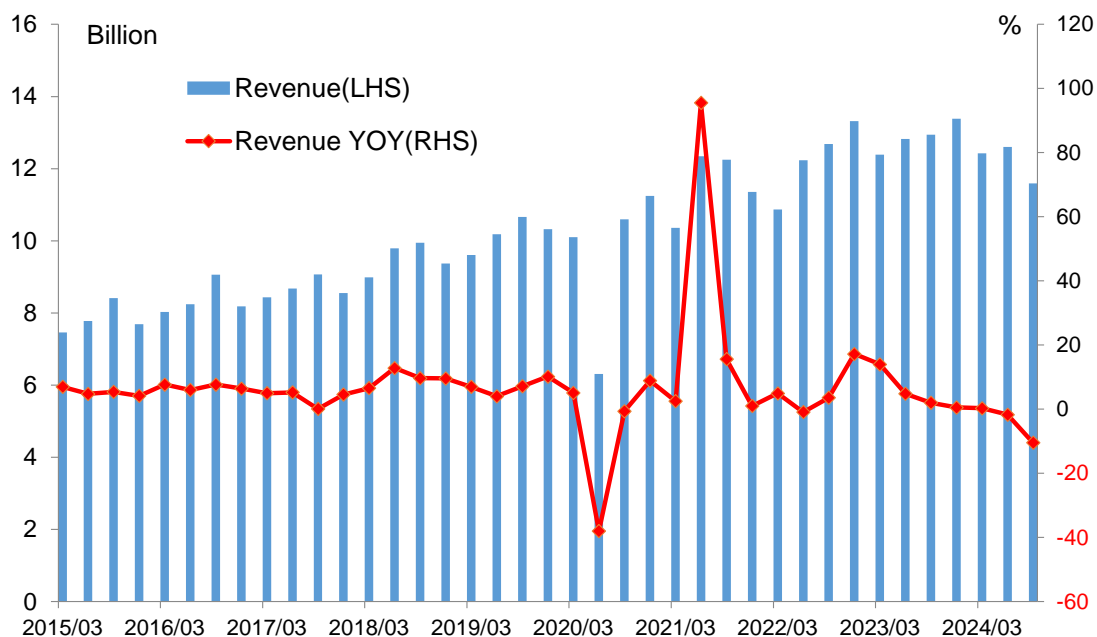
2QFY25 (2024/9/1-2024/11/30) 營收預估年減 8-10%、毛利率下滑 150bps，主因促銷費用較高、通路組合不利、供應鏈去槓桿等負面因素，抵銷生產成本降低及策略性定價的貢獻；由於新任 CEO Elliott Hill 將於 2024/10/14 上任，將由新任 CEO 發布新的財務預測，因此 Nike 撤回原先 FY2025 營收年減中個位數、毛利率改善 10-30bps 之展望，暫且不提供 FY2025 年最新展望。

由於 Nike 的電商及零售店銷售趨勢疲軟，預期營收仍處於衰退格局。不過 2HFY25 營收表現將趨於改善，並優於 1HFY25。

Nike 在跑鞋面臨較大的同業競爭壓力，導致營運展望疲軟。不過 Nike 存貨年減 5.1%，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，預期志強來自 Nike 的足球鞋接單可維持溫和復甦格局。

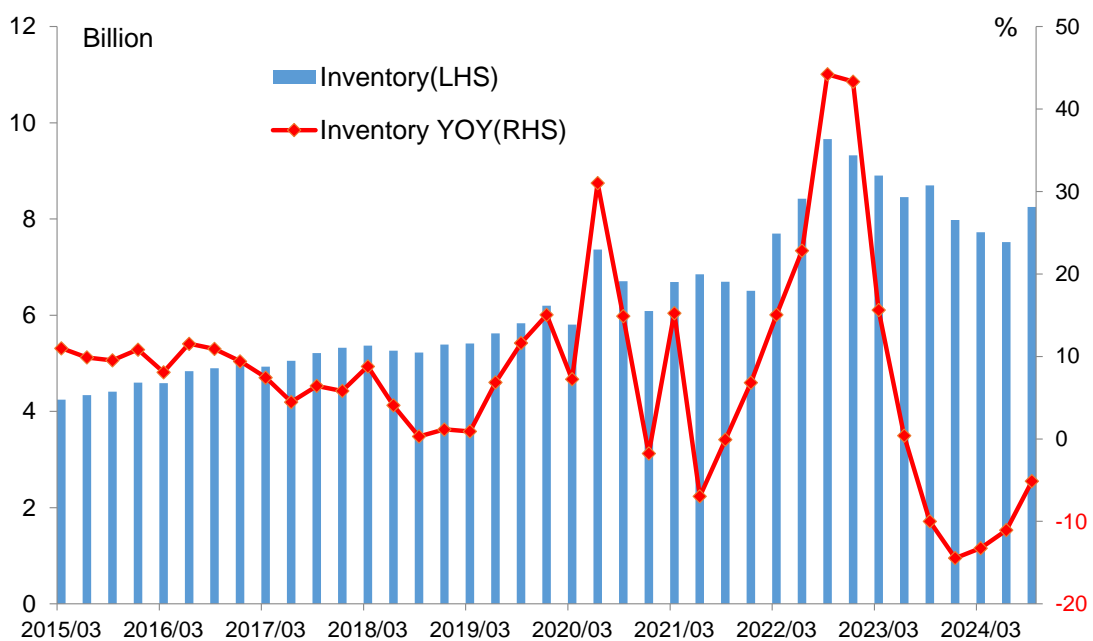


圖 4：Nike 營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：Nike 存貨金額及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

## Adidas 3Q24 營收及獲利均優於預期

再觀察 Adidas (ADS.GR；未評等)公布 3Q24 財報(2024 年 7-9 月)，3Q24 營收年增 7%至 64.38 億歐元；稅後淨利年增 73.7%至 4.69 億歐元，EPS 2.44 歐元，優於市場預期 36.7%。營運亮點包括：1) 毛利率年增 2ppt 至 51.3%，扣除 YEEZY 影響後可年增超過 2ppt，反映生產成本與運費降低、減少折扣及產品組合優化等貢獻抵銷匯率干擾；2)運動鞋營收年增 14%，主因 Originals 及足球鞋銷售皆年增雙位數，其餘服飾/配件也年增 5%/10%；3) 存貨金額年減 7%至 45.24 億歐元；4) Originals 系列鞋款持續受到市場歡迎，將 2024 年營收預期自年增高個位數上修至年增 10%，營業利益同步上修 20%至 12 億歐元。

## Adidas 存貨年減 7%，營運將緩步復甦

3Q24 營收年增 7%至 64.38 億歐元，其中 YEEZY 貢獻約 2 億歐元、已較去年同期顯著減少，若扣除匯率影響後 3Q24 營收年增 10%，其中 Adidas 品牌營收年增 14%；毛利率年增 2ppt 至 51.3%，扣除 YEEZY 影響後可年增超過 2ppt，反映生產成本與運費降低、減少折扣及產品組合優化等貢獻抵銷匯率干擾；營業利益年增 46.2%至 5.98 億歐元；營益率年增 2.5ppt 至 9.3%；稅後淨利/稅後 EPS 年增 73.7%/74.3%至 4.69 億歐元/2.44 歐元。存貨部分則年減 7%至 45.24 億歐元。

銷售渠道(扣除匯率因素後)：躉售銷售年增 13%；DTC 年增 7% (若扣除 Yeezy 銷售，DTC 營收年增 17%)；Adidas 直營店營收年增雙位數；電商營收年減 3%，反映 Yeezy 營收規模下滑，扣除 Yeezy 營收後電商營收年增 25%。

銷售地區營收年增幅(扣除匯率因素後)：歐洲地區年增 18%；新興市場年增 16%；拉丁美洲年增 28%；大中華區年增 9%；日韓年增 18%；北美年減 7%，表現較弱主因 YEEZY 銷售規模滑落，扣除 YEEZY 後營收則呈現年增。

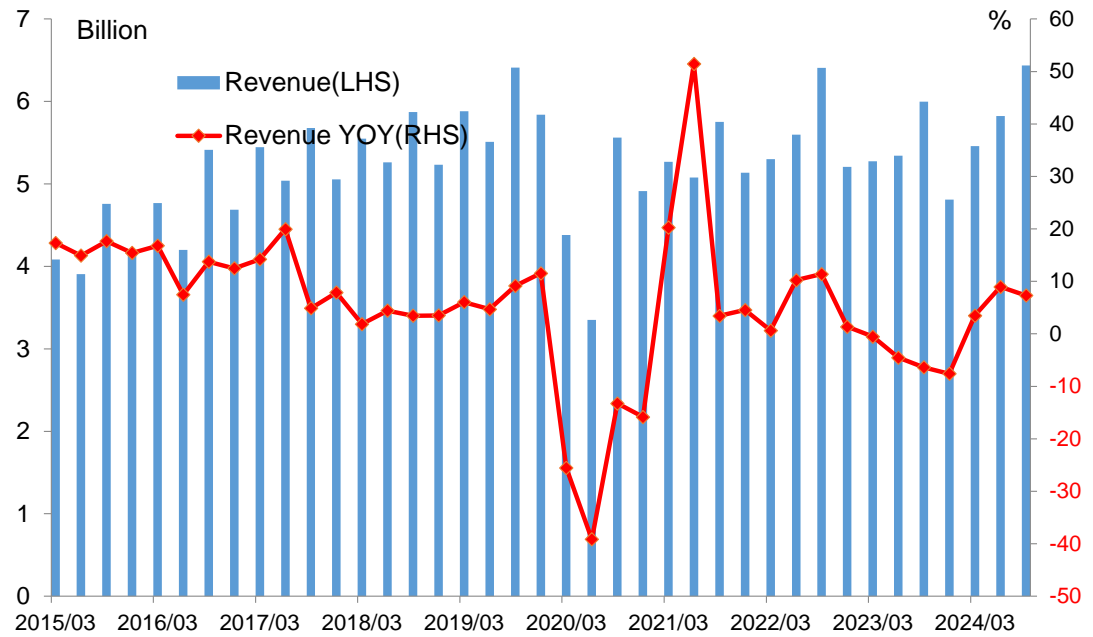
銷售產品別：運動鞋營收年增 14%，主因 Originals 及足球鞋銷售皆年增雙位數，同時其餘跑鞋、訓練鞋及籃球鞋等產品線也貢獻成長；服飾營收年增 5%，其中足球服飾受惠歐洲盃及美洲盃足球賽，營收年增雙位數；配件類營收年增 10%，表現回溫。

1Q-3Q24 營運表現：營收年增 7%至 177.18 億歐元，其中 Yeezy 存貨銷售順利、貢獻約 5.5 億歐元營收，若扣除匯率因素營收年增 10%；毛利率年增 2.7ppt 至 51.1%，反映委外生產成本降低、庫存水位趨於健康、減少折扣、產品組合優化等利多抵銷匯率不利之干擾；營業利益年增 98.1%至 12.8 億歐元；營益率年增 3.3ppt 至 7.2%；稅後淨利年增 148.1%至 8.51 億歐元、稅後 EPS 更年增 166.3%至 4.50 歐元。

## Originals 鞋款銷售良好，上修 2024 全年展望

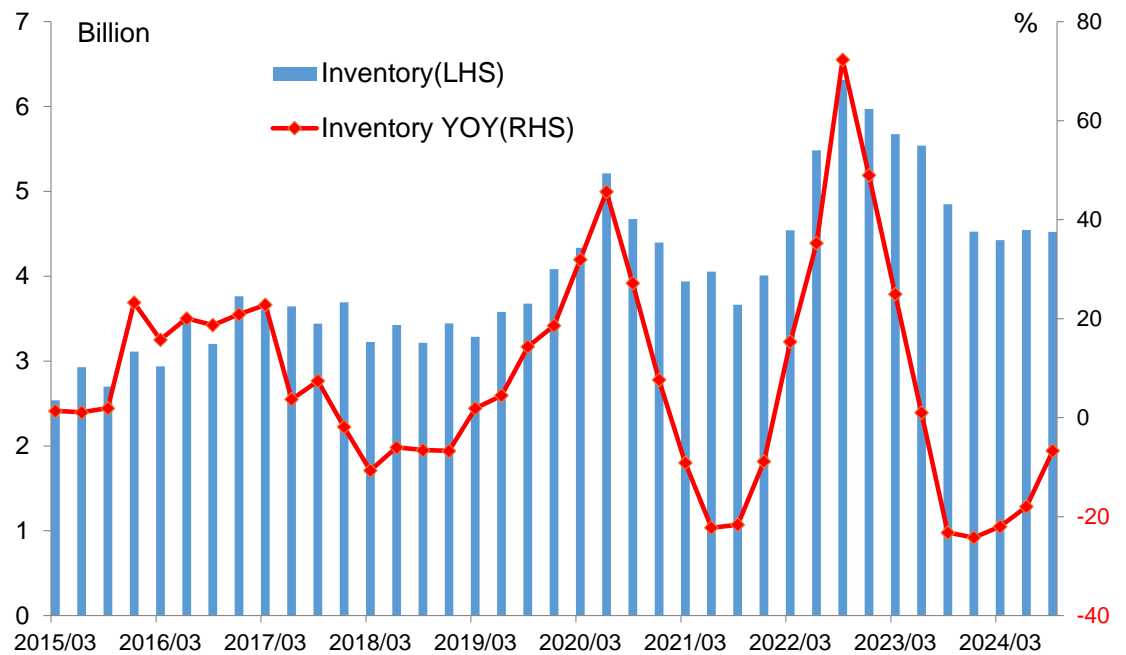
公司表示，從消費者和全球經銷商夥伴得到積極的回饋，Samba、Gazelle、Spezial、Campus 等 Originals 系列經典鞋款持續受到市場歡迎，展望正向，將 2024 年營收展望自年增高個位數上修至年增 10%(假設 Yeezy 庫存以成本價出清，將於 4Q24 貢獻 0.5 億歐元營收)、營業利益自 10 億歐元上修至 12 億歐元；各地區營收展望部分則維持上次展望不變，包括北美市場將年減中個位數，大中華區，拉丁美洲預計可年增雙位數，歐洲及亞太地區則年增高個位數。

圖 6：Adidas 營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：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 5.1%，仍有基本的回補庫存訂單需求，而 Adidas 存貨年減 7%，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，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，復甦確立，維持買進建議

寶成旗下裕元的製鞋業務營運表現亮麗，來自品牌客戶訂單復甦的貢獻顯著，彌補中國經濟不振，寶勝通路業務疲軟，預估寶成 2024 年營收回溫至 2655.64 億元(原估 2617.37 億元)，年增 7.7%，上修幅度約 1.5%，其中製鞋業務營收年增 16.3%，彌補通路業務營收年減 7.7%之衝擊，營益率改善 1.5 ppt 至 5.6% (原估 5.1%)，營業利益增至 148.81 億元 (原估 132.55 億元)，年增 45.7%，上修幅度 12.3%，業外南山人壽獲利貢獻維持 52 億元，稅後 EPS 上修至 5.22 元 (原估 4.41 元)，年增 44.7%，上修幅度 18.3%，年底淨值 46.94 元 (原估 46.13 元)。

展望 2025 年，中國經濟展望不明朗，壓抑通路業務復甦表現，不過寶成來自品牌商訂單延續復甦，製鞋業務增長無虞，預估 2025 年營收上修 1.0%至 2872.67 億元 (原估 2844.79 億元)，年增 8.2%，其中預估製鞋業務營收年增 14.0%，通路業務營收年減 5.1%。營益率上修 0.2ppt 至 5.3%(原估 5.1%)，營業利益上修 5.0%至 150.95 億元 (原估 143.79 億元)，年增 1.4%，業外南山人壽獲利貢獻維持 47-48 億元之預估，稅後 EPS 上修 3.8%至 4.80 元 (原估 4.63 元)，年減 8.0%，年底淨值 50.18 元 (原估 49.44 元)。2025 年稅後 EPS 預估年減，係反映業外轉投資南山人壽獲利貢獻減少所致，寶成本業獲利仍是延續改善格局。

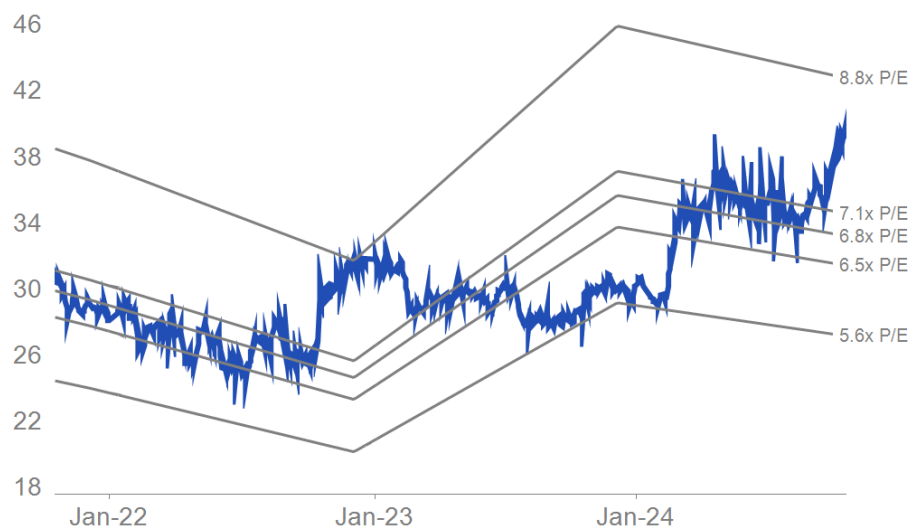
寶成 3Q24 營益率改善，獲利優於預期，2024 及 2025 年獲利上修，反映製鞋業務訂單復甦，提振營運表現，抵銷中國內需市場低迷的干擾，而觀察 Nike 及 Adidas 兩大品牌存貨下降，庫存調整告終，預期寶成 2025 年製鞋業務訂單可延續回升格局，搭配製鞋業務生產效率優化，提振營業利益大幅成長，營運可望續揚，觀察寶成過去 PBR 區間落在 0.5 倍至 1.0 倍之間，以 2025 年底淨值 50.18 元計算，目前 PBR 僅 0.78 倍，位於區間中段位置，評價不高，維持買進建議，目標價由 42 元上調至 45.5 元 (0.9 PBR X 2025 年底淨值)。

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	265,564	261,737	287,267	284,479	1.5%	1.0%
營業毛利	65,431	64,020	72,332	71,630	2.2%	1.0%
營業利益	14,881	13,255	15,095	14,379	12.3%	5.0%
稅前利益	26,129	21,857	21,570	20,786	19.5%	3.8%
稅後淨利	15,371	12,991	14,150	13,635	18.3%	3.8%
調整後 EPS (元)	5.22	4.41	4.80	4.63	18.3%	3.8%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	24.6%	24.5%	25.2%	25.2%	0.2	0
營業利益率	5.6%	5.1%	5.3%	5.1%	0.5	0.2
稅後純益率	8.1%	6.7%	6.0%	5.9%	1.4	0.2

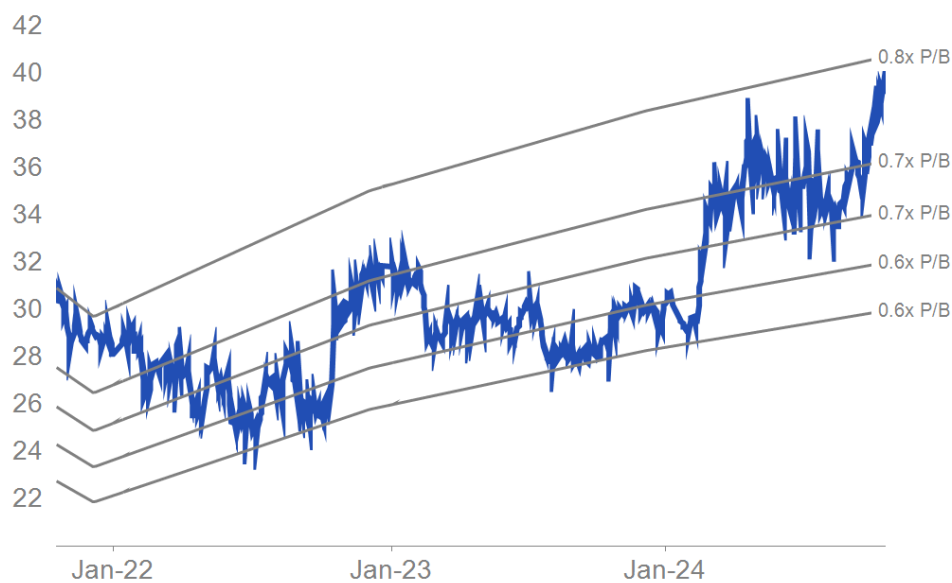
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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
寶成	9904 TT	買進	39.2	3,605	3.61	5.22	4.80	10.9	7.5	8.2	(16.0)	44.7	(7.9)
國際同業													
Nike	NKE	未評等	76.6	114,019	3.3	3.7	2.8	23.4	20.5	27.6	(14.7)	14.3	(25.5)
Adidas	ADS GR	未評等	218.9	43,080	(0.7)	3.9	7.4	--	56.2	29.6	(153.6)	--	90.0
Asics	7936 JP	未評等	2804.5	13,857	48.1	86.9	101.1	58.3	32.3	27.8	77.3	80.5	16.3
Stella	1836 HK	未評等	14.8	1,559	1.4	1.6	1.7	10.6	9.1	8.6	19.5	16.7	6.4
安踏體育	2020 HK	未評等	84.4	30,692	4.1	5.0	5.3	20.8	16.9	15.8	27.1	22.7	7.1
申洲國際	2313 HK	未評等	59.0	11,397	3.3	4.3	4.9	17.7	13.8	12.1	(3.0)	28.5	13.7
華利實業	300979 SZ	未評等	68.2	11,033	2.7	3.3	3.8	24.9	20.4	17.8	(0.9)	21.7	14.8
國際同業平均					8.9	15.5	18.1	25.9	24.2	19.9	(6.9)	30.7	17.5
國內同業													
豐泰	9910 TT	買進	137.0	4,178	5.0	6.4	7.2	27.2	21.5	18.9	(45.2)	26.5	13.6
百合	9938 TT	未評等	75.7	697	5.1	2.6	4.2	14.8	29.1	18.0	(0.1)	(49.0)	61.5
國內同業平均					5.1	4.5	5.7	21.0	25.3	18.5	(22.6)	(11.3)	37.6

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 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
寶成	9904 TT	買進	39.2	3,605	8.3	10.1	7.7	42.82	46.94	50.18	0.9	0.8	0.8
國際同業													
Nike	NKE	未評等	76.6	114,019	34.6	39.1	30.2	9.0	9.1	9.0	8.5	8.4	8.5
Adidas	ADS GR	未評等	218.9	43,080	(2.4)	14.5	22.8	25.7	28.8	34.4	8.5	7.6	6.4
Asics	7936 JP	未評等	2804.5	13,857	18.8	30.7	31.2	279.9	275.7	329.1	10.0	10.2	8.5
Stella	1836 HK	未評等	14.8	1,559	14.4	15.4	15.6	10.4	10.7	11.1	1.4	1.4	1.3
安踏體育	2020 HK	未評等	84.4	30,692	23.8	23.3	22.1	20.4	23.0	25.6	4.1	3.7	3.3
申洲國際	2313 HK	未評等	59.0	11,397	14.3	17.1	18.0	24.1	25.2	27.4	2.5	2.3	2.2
華利實業	300979 SZ	未評等	68.2	11,033	22.6	22.4	22.3	13.0	15.6	17.7	5.3	4.4	3.9
國際同業平均					18.0	23.2	23.2	54.6	55.5	64.9	5.8	5.4	4.9
國內同業													
豐泰	9910 TT	買進	137.0	4,178	20.7	25.4	26.7	23.5	24.9	26.5	5.8	5.5	5.2
百合	9938 TT	未評等	75.7	697	13.5	4.0	8.0	38.8	39.4	42.0	2.0	1.9	1.8
國內同業平均					17.1	14.7	17.3	31.1	32.1	34.2	3.9	3.7	3.5

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)

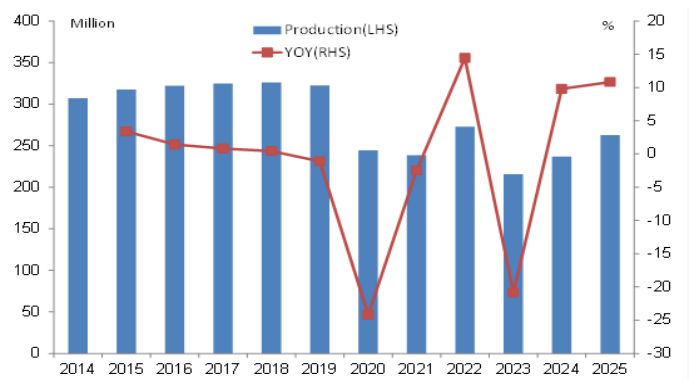
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	63,289	65,327	66,804	70,144	68,741	71,491	69,275	77,761	265,564	287,267
銷貨成本	(47,157)	(49,779)	(50,449)	(52,748)	(51,350)	(53,690)	(51,887)	(58,009)	(200,133)	(214,935)
營業毛利	16,132	15,548	16,355	17,396	17,392	17,801	17,388	19,751	65,431	72,332
營業費用	(12,342)	(12,249)	(12,213)	(13,747)	(13,659)	(14,230)	(13,796)	(15,552)	(50,550)	(57,237)
營業利益	3,790	3,299	4,142	3,649	3,733	3,571	3,592	4,199	14,881	15,095
業外利益	4,109	3,152	5,232	(1,244)	1,648	1,773	3,524	(471)	11,248	6,475
稅前純益	7,899	6,451	9,374	2,405	5,381	5,344	7,116	3,728	26,129	21,570
所得稅費用	(1,392)	(1,430)	(1,228)	(481)	(1,076)	(1,069)	(1,423)	(746)	(4,531)	(4,314)
少數股東權益	1,854	1,607	2,418	346	775	770	1,025	537	6,226	3,106
歸屬母公司稅後純益	4,653	3,413	5,727	1,578	3,530	3,506	4,668	2,446	15,371	14,150
調整後每股盈餘(NT\$)	1.58	1.16	1.94	0.54	1.20	1.19	1.58	0.83	5.22	4.80
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%	24.5%	24.8%	25.3%	24.9%	25.1%	25.4%	24.6%	25.2%
營業利益率	6.0%	5.1%	6.2%	5.2%	5.4%	5.0%	5.2%	5.4%	5.6%	5.3%
稅前純益率	12.5%	9.9%	14.0%	3.4%	7.8%	7.5%	10.3%	4.8%	9.8%	7.5%
稅後純益率	7.4%	5.2%	8.6%	2.2%	5.1%	6.0%	8.2%	3.8%	8.1%	6.0%
有效所得稅率	17.6%	22.2%	13.1%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	17.3%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	4.0%	3.2%	2.3%	5.0%	-2.0%	4.0%	-3.1%	12.2%		
營業利益	-22.2%	-12.9%	25.5%	-11.9%	2.3%	-4.3%	0.6%	16.9%		
稅後純益	10864.2%	-26.6%	67.8%	-72.4%	123.7%	-0.7%	33.1%	-47.6%		
調整後每股盈餘	10864.4%	-26.6%	67.8%	-72.4%	123.7%	-0.7%	33.2%	-47.6%		
年增率(%)										
營業收入	-1.7%	3.5%	14.6%	15.2%	8.6%	9.4%	3.7%	10.9%	7.7%	8.2%
營業利益	86.8%	84.0%	172.2%	-25.1%	-1.5%	8.2%	-13.3%	15.1%	45.7%	1.4%
稅後純益	369.3%	-2.7%	-5.9%	3618.2%	-24.1%	2.7%	-18.5%	55.0%	35.2%	-20.1%
調整後每股盈餘	369.3%	-2.7%	-5.8%	3618.2%	-24.1%	2.7%	-18.5%	55.0%	44.7%	-8.0%

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

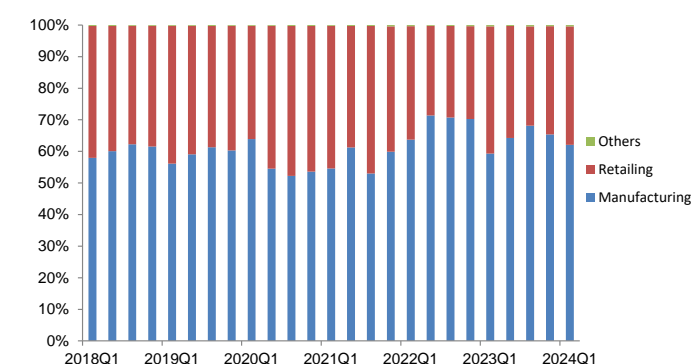
公司主要為製鞋業務 63.9%、通路業務 35.7%。製鞋業務為國際品牌從事代工製造及代工設計，主要客戶為 Nike、Adidas、Asics、New Balance、Timberland 以及 Salomon 等，生產基地則分布在印尼 49%、越南 34%、中國 12%，其他 5%。通路業務方面，主要市場為大中華區，可分為實體門市和線上銷售，分別約佔營收 73%/27%，截至 2023 年底共有 3,523 間直營店。

圖 14：寶成製鞋產量及 YoY 趨勢圖



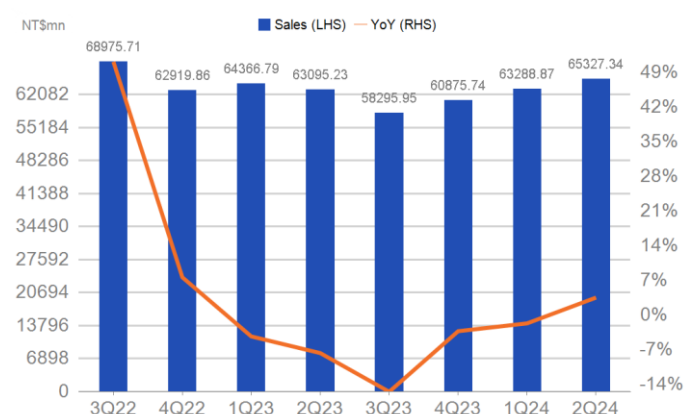
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：營收組成



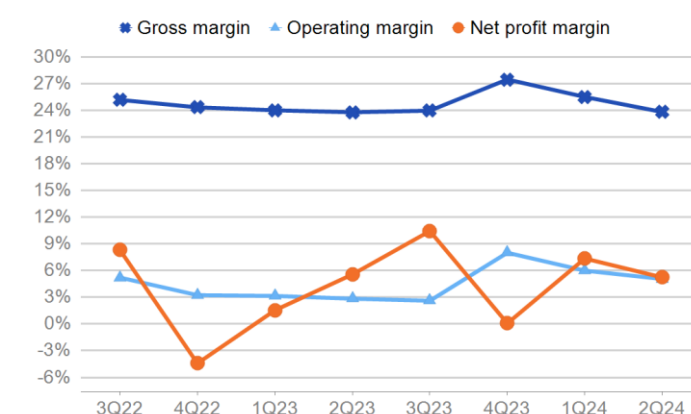
資料來源：公司資料

圖 16：營收趨勢



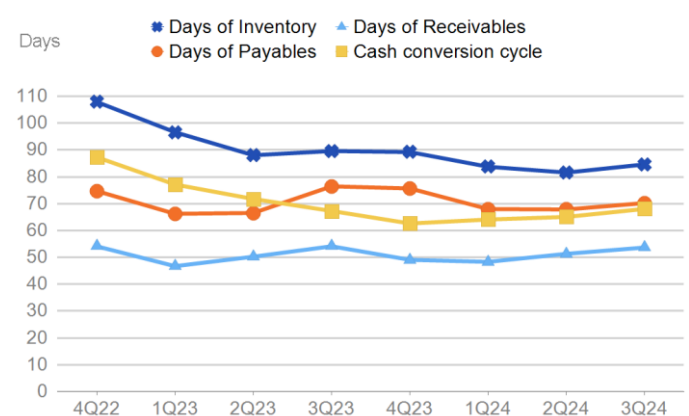
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：毛利率、營益率、淨利率



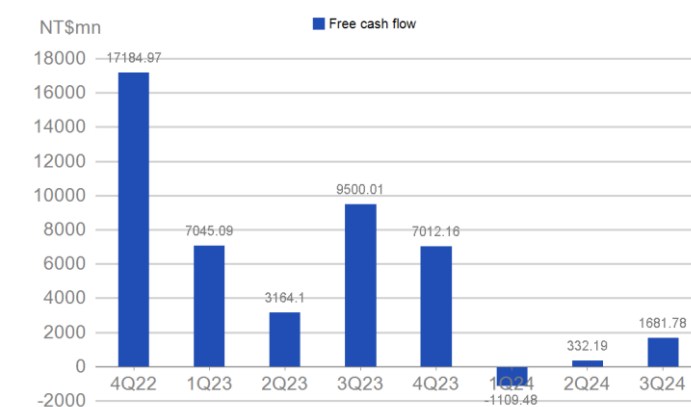
資料來源：CMoney、公司資料

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：**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，但在紡織品行業中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 20：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 (2024/11/12)

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	47,925	55,927
存貨	60,803	53,718	42,027	44,697	44,979
應收帳款及票據	26,540	28,711	27,221	29,580	29,948
其他流動資產	47,102	37,632	48,024	48,067	49,123
流動資產	162,895	159,397	157,855	170,269	179,977
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	60,017	60,326
無形資產	9,381	10,268	10,405	10,601	10,220
其他非流動資產	35,618	36,338	34,650	30,030	32,008
非流動資產	203,996	167,493	169,726	173,956	176,862
資產總額	366,891	326,890	327,581	344,225	356,839
應付帳款及票據	17,412	12,540	14,250	16,326	16,631
短期借款	25,552	20,612	26,666	27,884	28,727
什項負債	45,845	48,277	44,060	44,060	44,060
流動負債	88,809	81,429	84,975	88,270	89,417
長期借款	56,387	50,002	28,051	29,212	31,025
其他負債及準備	14,198	13,331	11,891	11,950	12,065
長期負債	70,585	63,333	39,943	41,162	43,090
負債總額	159,394	144,762	124,918	129,432	132,507
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	113,179	122,718
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	214,793	224,331
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	214,793	224,331

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	21,597	17,256
折舊及攤提	16,777	15,272	13,218	13,214	14,240
本期營運資金變動	(3,355)	(542)	14,859	(2,952)	(346)
其他營業資產及負債變動	(17,397)	(7,573)	(12,233)	845	951
營運活動之現金流量	12,629	24,046	31,818	26,479	28,995
資本支出	(7,729)	(6,377)	(5,096)	(15,459)	(14,548)
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)	845	951
投資活動之現金流量	(2,974)	5,257	(4,408)	(16,062)	(15,376)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(5,708)	(10,208)	(14,324)	4,514	3,075
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(1,473)	(4,420)	(3,831)	(3,241)	(4,611)
其他調整數	(5,563)	(7,081)	(6,774)	845	951
融資活動之現金流量	(12,744)	(21,709)	(24,929)	(3,073)	(5,617)
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	7,343	8,002
自由現金流量	4,900	17,669	26,721	11,019	14,447

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	265,564	287,267
銷貨成本	(181,661)	(202,891)	(185,523)	(200,133)	(214,935)
營業毛利	58,223	64,606	61,111	65,431	72,332
營業費用	(55,747)	(54,010)	(50,895)	(50,550)	(57,237)
推銷費用	(33,367)	(29,287)	(27,736)	(27,173)	(31,025)
研究費用	(5,093)	(5,483)	(4,910)	(4,714)	(5,451)
管理費用	(17,287)	(19,240)	(18,249)	(18,663)	(20,761)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	2,476	10,596	10,216	14,881	15,095
利息收入	735	938	1,780	1,910	2,025
利息費用	(1,869)	(2,532)	(3,288)	(4,194)	(5,591)
利息收入淨額	(1,134)	(1,594)	(1,508)	(2,284)	(3,566)
投資利益(損失)淨額	10,977	7,541	5,829	7,552	7,660
匯兌損益	182	1,391	89	2,822	0
其他業外收入(支出)淨額	4,656	3,498	4,840	3,158	4,729
稅前純益	17,157	21,432	19,467	26,129	21,570
所得稅費用	(553)	(4,542)	(3,493)	(4,531)	(4,314)
少數股權淨利	2,164	4,245	5,350	6,226	3,106
歸屬母公司之稅後純益	14,439	12,645	10,624	15,371	14,150
稅前息前折舊攤銷前淨利	35,802	39,236	35,973	37,059	32,243
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.90	4.29	3.61	5.22	4.80

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)	7.7	8.2
營業利益	--	328.0	(3.6)	45.7	1.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	43.3	9.6	(8.3)	3.0	(13.0)
稅後純益	323.6	1.7	(5.4)	35.2	(20.1)
調整後每股盈餘	198.3	(12.4)	(16.0)	44.7	(7.9)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	24.3	24.2	24.8	24.6	25.2
營業利益率	1.0	4.0	4.1	5.6	5.3
稅前息前淨利率	6.4	7.1	6.6	9.0	6.3
稅前息前折舊攤銷前淨利率	14.9	14.7	14.6	14.0	11.2
稅前純益率	7.2	8.0	7.9	9.8	7.5
稅後純益率	6.0	4.7	4.3	8.1	6.0
資產報酬率	4.5	4.9	4.9	6.3	4.8
股東權益報酬率	8.1	8.7	8.3	10.1	7.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	76.8	79.5	61.6	60.3	59.1
淨負債權益比(%)	25.8	17.2	7.0	4.3	1.7
利息保障倍數 (倍)	10.2	9.5	6.9	(10.4)	(5.1)
流動比率 (%)	183.4	195.8	185.8	192.9	201.3
速動比率 (%)	115.0	129.8	136.3	142.3	151.0
淨負債 (NT\$百萬元)	53,489	31,278	14,135	9,171	3,824
調整後每股淨值 (NT\$)	47.32	36.31	42.82	46.94	50.18
評價指標 (倍)					
本益比	8.0	9.1	10.9	7.5	8.2
股價自由現金流量比	23.6	6.5	4.3	10.5	8.0
股價淨值比	0.8	1.1	0.9	0.8	0.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.2	2.9	3.2	3.1	3.6
股價營收比	0.5	0.4	0.5	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。

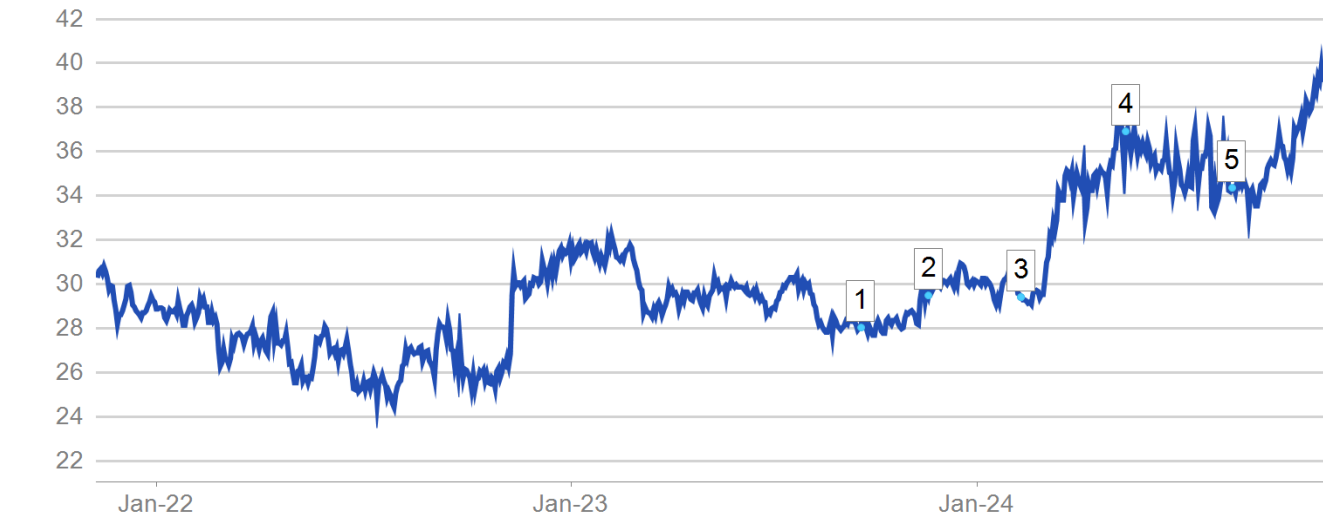
附錄：重要揭露事項

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。

寶成 (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	20230923	28.90	37.00	35.89	買進	蔡爵丞
2	20231122	30.40	37.00	35.89	買進	蔡爵丞
3	20240219	30.50	37.00	35.89	買進	蔡爵丞
4	20240521	36.40	42.00	40.74	買進	蔡爵丞
5	20240821	34.40	42.00	42.00	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 仁愛路三段 157 號 4 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>.