

儒鴻 (1476 TT) Eclat

毛利率佳，品牌商回補庫存，6 個新客戶訂單挹注，2025 年成長可期

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$630.0

收盤價 (2024/11/20)：NT\$528.0
隱含漲幅：19.3%

營收組成 (2023)

(2023)：針織布 37.6%、成衣 62.4%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	630.0	625.0
2024年營收 (NT\$/十億)	37.6	37.6
2024年EPS	24.8	23.7

交易資料表

市值	NT\$144,880百萬元
外資持股比率	38.4%
董監持股比率	11.1%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$104.87
負債比	19.5%
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	37,590	41,969
營業利益	7,737	6,549	8,241	9,087
稅後純益	6,790	5,176	6,806	7,198
EPS (元)	24.75	18.86	24.80	26.23
EPS YoY (%)	31.9	-23.8	31.5	5.8
本益比 (倍)	21.3	28.0	21.3	20.1
股價淨值比 (倍)	5.8	5.6	5.0	4.6
ROE (%)	29.3	20.4	23.7	22.8
現金殖利率 (%)	3.2%	2.6%	3.1%	3.2%
現金股利 (元)	17.00	13.50	16.12	17.05

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

◆ 毛利率表現亮麗，4Q24/2024 年稅後 EPS 各上修 4.6%/4.6%分別至 6.82 元/24.8 元，各自年增 33.7%/31.5%。

◆ 訂單能見度 6 個月，1Q25 訂單底定，回補庫存需求增，1Q25/2025 年稅後 EPS 各上修 3.4%/2.2%分別至 5.25 元/26.23 元。

◆ 營運漸入佳境，大者恆大，競爭力強，重申買進建議，目標價由 625 元上調至 630 元，基於 24 倍本益比、2025 年預估 EPS 推得。

4Q24/2024 年稅後 EPS 均上修 4.6%分別至 6.82 元/24.8 元

儒鴻 3Q24 毛利率改善 0.8ppt 至 32.3%，稅後 EPS 提升至 6.47 元，年增 13.9%，優於元大預期 13.9%。4Q24 為全年最旺季度，預估營收 103.33 億元(季增 3%/年增 22%)，毛利率上修 1.0ppt 至 32.0%，營業利益上修 4.6%至 23.55 億元，年增 21.4%，稅後 EPS 上修 4.6%至 6.82 元，年增 33.7%，獲利續揚。預估 2024 年營收 375.9 億元，年增 22.1%，毛利率上修 0.8ppt 至 31.4%，稅後 EPS 上修 4.6%至 24.80 元，年增 31.5%，獲利成長強勁。

回補庫存需求增，1Q25/2025 年稅後 EPS 各上修 3.4%/2.2%

訂單能見度 6 個月，1Q25 訂單底定，回補庫存需求增強，預估 1Q25 營收上修 2.4%至 87.83 億元，年增 15.1%，營業利益上修 3.4%至 18.2 億元，年增 23.3%，稅後 EPS 上修 3.4%至 5.25 元，年增 1.1%。展望 2025 年，品牌客戶下單謹慎，但儒鴻與品牌商新產品開發動能持續，搭配庫存低檔，訂單審慎樂觀，預估 2025 年營收上修 1.1%至 419.69 億元，年增 11.6%，營業利益上修 2.2%至 90.87 億元，年增 10.3%，稅後 EPS 上修 2.2%至 26.23 元，年增 5.8%。

4Q24 全年最旺季度，2025 年持續成長，重申買進建議

考量:1) 儒鴻 3Q24 毛利率改善 0.8%至 32.3%，稅後 EPS 提升至 6.47 元，季增 2.4%，年增 13.9%，獲利能力增強。2) 4Q24 是全年最旺季度，預估營收年增 21.6%，稅後 EPS 年增 33.7%，營運向上。3) 原物料價格低檔，2024 年獲利成長超過 2 成，2025 年可持續增長。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，以預估 2025 年稅後 EPS 為 26.23 元計算，目前本益比僅 20.9 倍，處於歷史本益比區間 16-31 倍的區間中下緣，重申買進投資建議，目標價由 625 元調高至 630 元(以 24 倍 PER X 2025 年稅後 EPS)，反映 2025 年獲利上修。

營運分析

3Q24 毛利率續揚，稅後 EPS 增至 6.47 元，年增 13.9%

儒鴻 3Q24 毛利率及獲利表現亮麗。3Q24 營收 100.32 億元，季增 4.6%，年增 25.8%，毛利率改善 0.8ppt 至 32.3%，優於預期之 30.2%，營益率改善 1.1ppt 至 23.0%(原估 20.9%)，營業利益增至 23.09 億元(原估 20.93 億元)，季增 10.0%，年增 26.9%，優於預期 10.3%，業外匯損推估僅 3 千萬元(原估匯損 1.3 億元)，匯損較少，稅後 EPS 提升至 6.47 元(原估 5.68 元)，季增 2.4%，年增 13.9%，優於預期 13.9%。3Q24 毛利率延續改善格局，乃毛利率較佳的 6 個新客戶營收佔比提升，產品組合優化，經濟規模提升，及原物料成本低檔，抵銷台幣升值的干擾。

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	7,973	9,593	10,032	4.6%	25.8%	10,032	9,583	0.0%	4.7%
營業毛利	2,636	3,024	3,242	7.2%	23.0%	3,030	2,962	7.0%	9.5%
營業利益	1,820	2,100	2,309	10.0%	26.9%	2,093	2,068	10.3%	11.7%
稅前利益	2,045	2,229	2,215	-0.6%	8.3%	1,961	2,105	13.0%	5.2%
稅後淨利	1,558	1,734	1,775	2.4%	13.9%	1,559	1,646	13.9%	7.8%
調整後 EPS (元)	5.68	6.32	6.47	2.4%	13.9%	5.68	6.04	13.9%	7.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	33.1%	31.5%	32.3%	0.8	-0.7	30.2%	30.9%	2.1	1.4
營業利益率	22.8%	21.9%	23.0%	1.1	0.2	20.9%	21.6%	2.2	1.4
稅後純益率	19.5%	18.1%	17.7%	-0.4	-1.8	15.5%	17.2%	2.2	0.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

4Q24 及 2024 年稅後 EPS 各上修 4.6%/4.6%分別至 6.82 元及 24.80 元

儒鴻 2024 年 10 月營收 33.01 億元，月增 3.5%，年增 15.5%，其中布料營收僅約 10.07 億元，月減 23.4%，年減 8.5%，係 10 月颱風假 3 天干擾台灣布廠生產拖累營收疲軟，不過成衣營收約 22.94 億元，月增 22.4%，年增 30.6%，顯著提升，擺脫季節交替因素干擾。展望 4Q24 為全年最旺季度，訂單也已底定，受惠 Lululemon 訂單穩健增加，新增 6 個品牌客戶訂單持續成長，搭配儒鴻印尼廠產能擴增，營收動能無虞，預估 4Q24 營收 103.33 億元，季增 3.0%，年增 21.6%，毛利率上修 1.0ppt 至 32.0%(原估 31%)，營益率上修 1.0pt 至 22.8%(原估 21.8%)，營業利益上修 4.6%至 23.55 億元(原估 22.52 億元)，季增 2.0%，年增 21.4%，稅後 EPS 上修 4.6%至 6.82 元(原估 6.52 元)，季增 5.5%，年增 33.7%，獲利續揚。4Q24 毛利率上修，係反映 3Q24 毛利率改善，優於預期，產品組合優化，經濟規模提升，及原物料成本低檔等效益仍可延續。

預估 2024 年營收 375.9 億元，年增 22.1%，毛利率上修 0.8ppt 至 31.4%(原估 30.6%)，營益率上修 0.8ppt 至 21.9%(原估 21.1%)，營業利益上修 4.0%至 82.41 億元(原估 79.21 億元)，年增 25.8%，稅後 EPS 上修 4.6%至 24.80 元(原估 23.72 元)，年增 31.5%。

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	8,499	10,032	10,333	3.0%	21.6%	10,333	10,110	0.0%	2.2%
營業毛利	2,763	3,242	3,306	2.0%	19.7%	3,202	3,153	3.2%	4.9%
營業利益	1,941	2,309	2,355	2.0%	21.4%	2,252	2,216	4.6%	6.3%
稅前利益	1,742	2,215	2,355	6.3%	35.2%	2,252	2,226	4.6%	5.8%
稅後淨利	1,400	1,775	1,872	5.5%	33.7%	1,790	1,767	4.6%	5.9%
調整後 EPS (元)	5.10	6.47	6.82	5.5%	33.7%	6.52	6.48	4.6%	5.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	32.5%	32.3%	32.0%	-0.3	-0.5	31.0%	31.2%	1.0	0.8
營業利益率	22.8%	23.0%	22.8%	-0.2	0.0	21.8%	21.9%	1.0	0.9
稅後純益率	16.5%	17.7%	18.1%	0.4	1.6	17.3%	17.5%	0.8	0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

預估 1Q25/2025 年稅後 EPS 各上修 3.4%/2.2%分別至 5.25 元/26.23 元

展望 1Q25，公司訂單能見度約 6 個月，1Q25 訂單大致底定，來自客戶回補庫存的訂單需求回升，以成衣訂單表現較佳，整體營收動能延續增長格局，預估 1Q25 營收上修 2.4%至 87.83 億元(原估 85.76 億元)，季減 15%，年增 15.1%，延續雙位數動能，毛利率上修 0.2ppt 至 30.2%(原估 30%)，營益率上修 0.2ppt 至 20.7%(原估 20.5%)，營業利益上修 3.4%至 18.2 億元(原估 17.61 億元)，季減 22.7%，年增 23.3%，稅後 EPS 上修 3.4%至 5.25 元(原估 5.08 元)，季減 23.1%，年增 1.1%。由於 1Q24 業外匯兌利益貢獻較大，導致 1Q25 稅後 EPS 年增幅較緩，惟營業利益年增達 23.3%，本業獲利成長幅度顯著。

展望 2025 年，Nike 存貨降低，庫存調整告終，Nike 在運動鞋面臨較大的市場競爭，展望相對保守，不過儒鴻來自 Nike 服飾訂單仍屬穩健，疑慮不大。儒鴻訂單能見度達 6 個月，陸續承接 2Q25 訂單。整體品牌客戶下單雖偏向謹慎，但儒鴻與品牌商的新產品開發動能持續，搭配庫存低檔，預期 2025 年展望可審慎樂觀，包括 Lululemon 訂單穩健增加，新增 6 個品牌客戶由布料拓展到成衣的一貫化訂單增長加快，通路商訂單延續回溫格局，搭配儒鴻印尼廠產能擴增，營收動能無虞，預估 2025 年營收上修 1.1%至 419.69 億元(原估 415.18 億元)，年增 11.6%，毛利率上修 0.2ppt 至 31.0%(原估 30.8%)，營益率上修 0.3ppt 至 21.7%(原估 21.4%)，營業利益上修 2.2%至 90.87 億元(原估 88.95 億元)，年增 10.3%，稅後 EPS 上修 2.2%至 26.23 元(原估 25.68 元)，年增 5.8%，2025 年獲利增長幅度較緩，乃因 2024 年業外獲利貢獻較多，基期墊高所致。

圖 3：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	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	7,633	10,333	8,783	-15.0%	15.1%	8,576	9,033	2.4%	-2.8%
營業毛利	2,247	3,306	2,652	-19.8%	18.0%	2,573	2,714	3.1%	-2.3%
營業利益	1,476	2,355	1,820	-22.7%	23.3%	1,761	1,861	3.4%	-2.2%
稅前利益	1,777	2,355	1,812	-23.1%	2.0%	1,753	1,900	3.4%	-4.6%
稅後淨利	1,425	1,872	1,441	-23.0%	1.1%	1,393	1,514	3.4%	-4.8%
調整後 EPS (元)	5.19	6.82	5.25	-23.0%	1.1%	5.08	5.54	3.4%	-5.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	29.4%	32.0%	30.2%	-1.8	0.8	30.0%	30.0%	0.2	0.2
營業利益率	19.3%	22.8%	20.7%	-2.1	1.4	20.5%	20.6%	0.2	0.1
稅後純益率	18.7%	18.1%	16.4%	-1.7	-2.3	16.2%	16.8%	0.2	-0.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

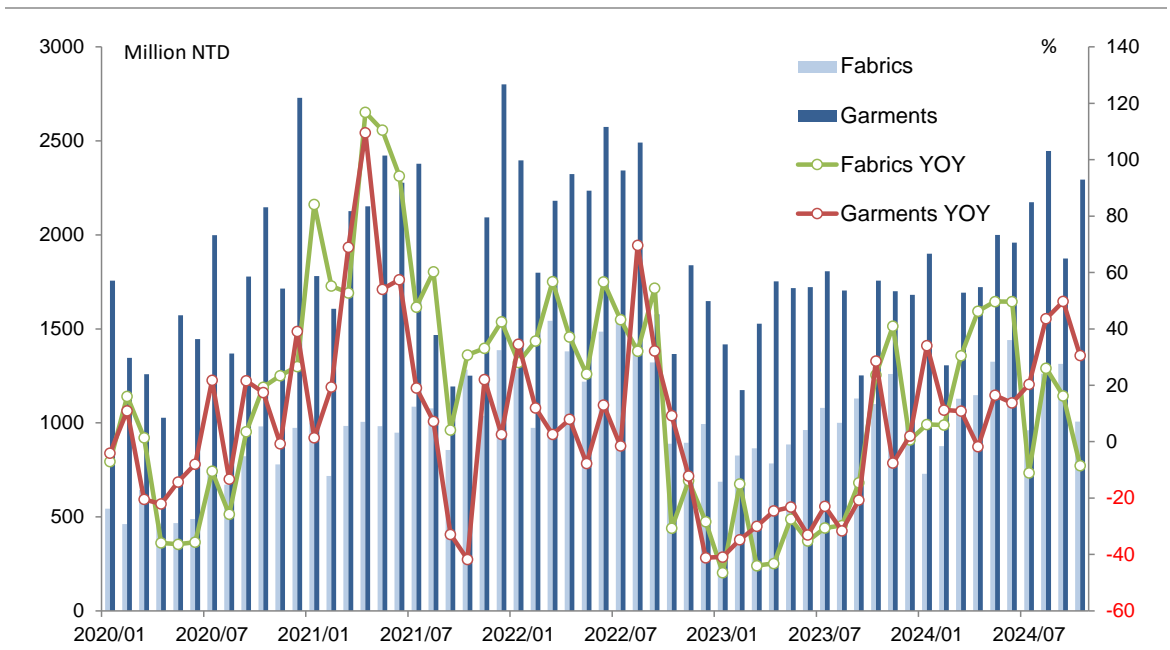
儒鴻最大客戶是運動品牌 Nike，擴增戶外品牌客戶，為重要成長動能

儒鴻各客戶營收分佈，Nike 為最大客戶，營收佔比約 16%，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，乃戶外品牌拓展新產品線至機能運動服飾，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。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%，2024 年訂單持續增長，預估營收貢獻度可提升至 13%-15%，2025 年貢獻度預估再提升至 30%，為 2025 年營收成長來源。

儒鴻營運 2H23 至 2024 年逐步回溫

儒鴻營運於 1Q23 落底，之後逐季回溫至 4Q23。2023 年全年營收 307.9 億元，年減 22.5%，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%。儒鴻 2024 年營運顯著復甦，10 月營收 33.01 億元，月增 3.5%，年增 15.5%，其中布料營收僅約 10.07 億元，月減 23.4%，年減 8.5%，係 10 月颱風假 3 天干擾台灣布廠生產拖累營收疲軟，不過成衣營收約 22.94 億元，月增 22.4%，年增 30.6%，顯著提升，擺脫季節交替因素干擾。累積 2024 年前 10 個月營收 305.58 億元，年增 21.5%，其中布料營收 111.89 億元，年增 20.1%，佔比 36.6%，成衣營收 193.7 億元，年增 22.4%，佔比 63.4%。客戶營收結構分布，隨通路商客戶訂單復甦，4Q23 至 1Q24 期間，通路商客戶營收佔比由 30%回升至 40%，品牌商客戶營收佔比由 70%降至 60%。2024 年以來，通路商 Target 財報亮麗，存貨改善，訂單復甦，提振 1H24 儒鴻來自通路商的訂單增長較強，2H24 品牌商客戶訂單將轉強。整體而言，通路商 1H24 訂單復甦較佳，品牌商訂單於 2H24 復甦轉強，包括中型品牌及高單價品牌商成長可期，新加入的 6 個小型客戶，訂單成長性不錯，預估 2024 年品牌商及通路商營收佔比變化不大。

圖 4：儒鴻布料及成衣月營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

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 年終端市場進行庫存調整，品牌商調整下單模式。以往預告訂單先下 80-90%，追加訂單 10-20%，調整為預告訂單先下 60%，視銷售狀況及庫存水位再分批追加訂單，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。客戶端去化庫存，以 Target 庫存去化速度較快，2023 年訂單復甦並延續至 2024 年。百貨公司等通路型客戶庫存陸續去化，Costco 訂單開始復甦，而運動品牌商存貨顯著降低，庫存調整告終，有利訂單復甦。另一方面，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，經營壓力沉重，被迫退出市場，供應鏈進行淘汰賽，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，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，產品以針織服飾為主。第二期成衣廠於 2022 年 8 月完工投產，月產能 100 萬件，也有平織服飾產能規劃。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。整體而言，品牌商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，品牌商轉單到印尼廠生產，儒鴻印尼兩座成衣廠共 112 條產線，月產能 200 萬件，每月出貨量落在 200 萬至 240 萬件間，訂單復甦，稼動率提高，隨長單比例增加，印尼廠產能稼動率提升至 100%，4Q24 印尼廠可望由虧轉盈。目前 Nike 及 Under Armour 訂單已於印尼廠出貨，Athleta 訂單則在印尼廠生產中，Lululemon 也會跟進於印尼下單生產。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。印尼廠成衣產能佔比提升至 20%，越南廠成衣產能佔比 50-60%。

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%。

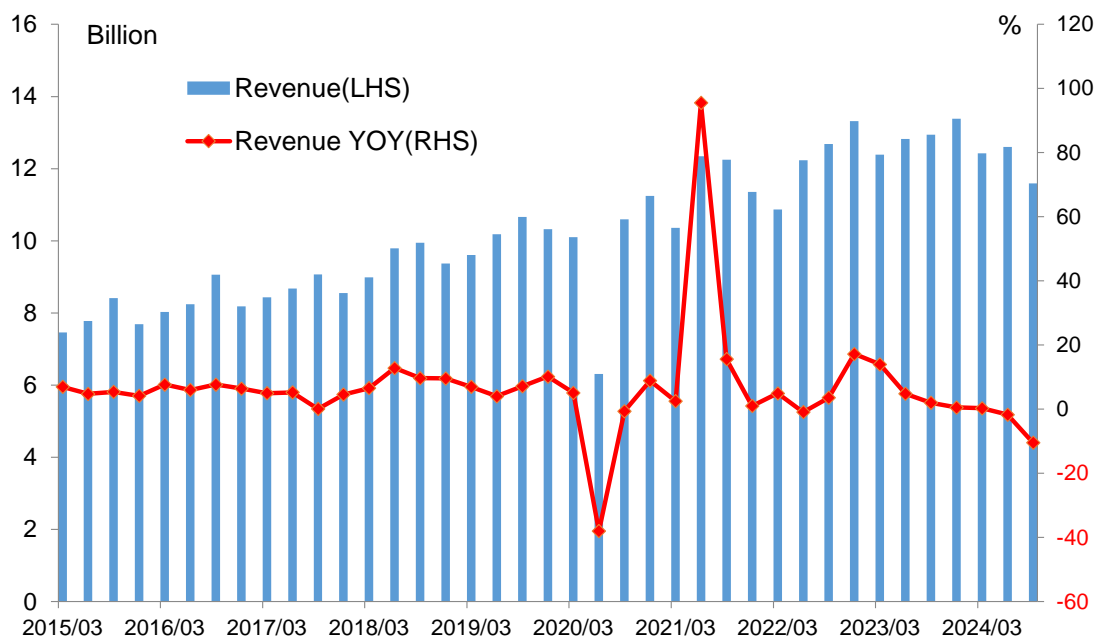
2QFY25 營收及毛利率展望皆年減，仍舊處於調整期

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 2H FY25 營收表現將趨於改善，並優於 1H FY25。

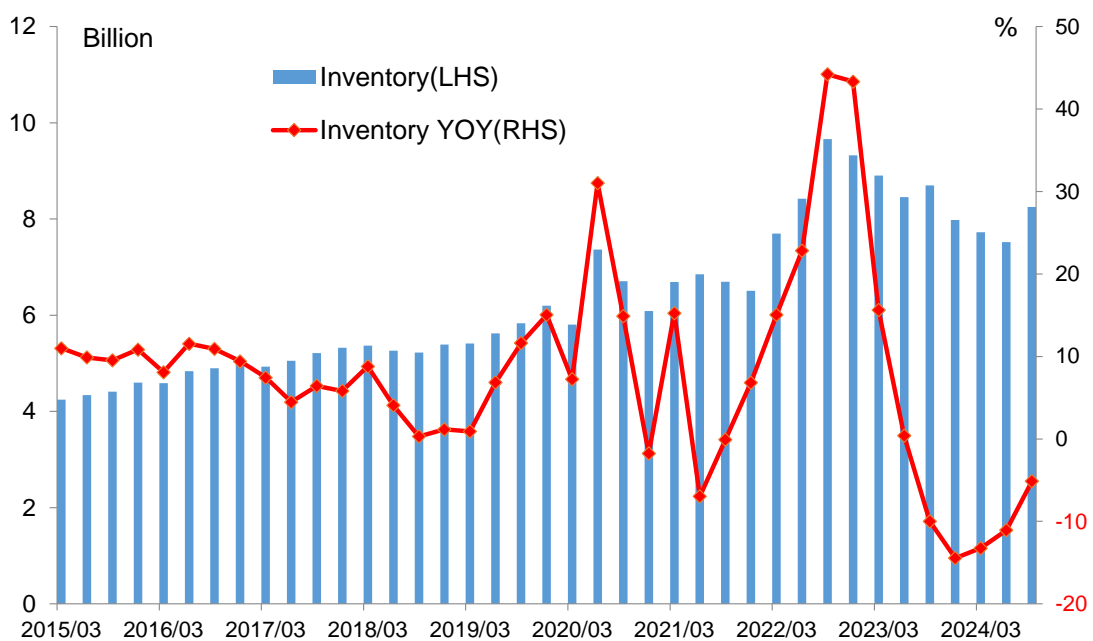
Nike 在跑鞋面臨較大的同業競爭壓力，導致營運展望疲軟。不過 Nike 存貨年減 5.1%，庫存調整告終，預期仍將維持基本訂單規模，2025 年下單力道有機會好轉，預期志強來自 Nike 的足球鞋接單可維持溫和復甦格局。

圖 5：Nike 營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：Nike 存貨金額及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

Lululemon 2QFY24 營收低於預期，但獲利優於預期

Lululemon (美股代碼 LULU)公布 2QFY24 (2024/5/1-2024/7/31)財報，營收不如預期，但獲利優於預期。營收年增 7%至 23.7 億美元，低於市場預期之 24.1 億美元，毛利率改善 0.8ppt 至 59.6%，稅後 EPS 年增 17.5%為 3.15 美元，優於市場預期之 2.93 美元。地區營收方面，北美營收年增 1%，國際市場年增 29%較強。同店銷售年增 2%，其中美國同店銷售年減 3%，國際市場的同店銷售年增 29%。存貨年減 14%至 14.29 億美元。

獲利方面，營業毛利年增 9%至 14.1 億美元，毛利率改善 0.8ppt 至 59.6%，反映生產成本降低、運費減少，存貨準備成本也降低。營業利益年增 13%至 5.40 億美元。營益率改善 1.1ppt 至 22.8%。稅後 EPS 年增 17.5%至 3.15 美元。存貨年減 15%至 13.45 億美元。

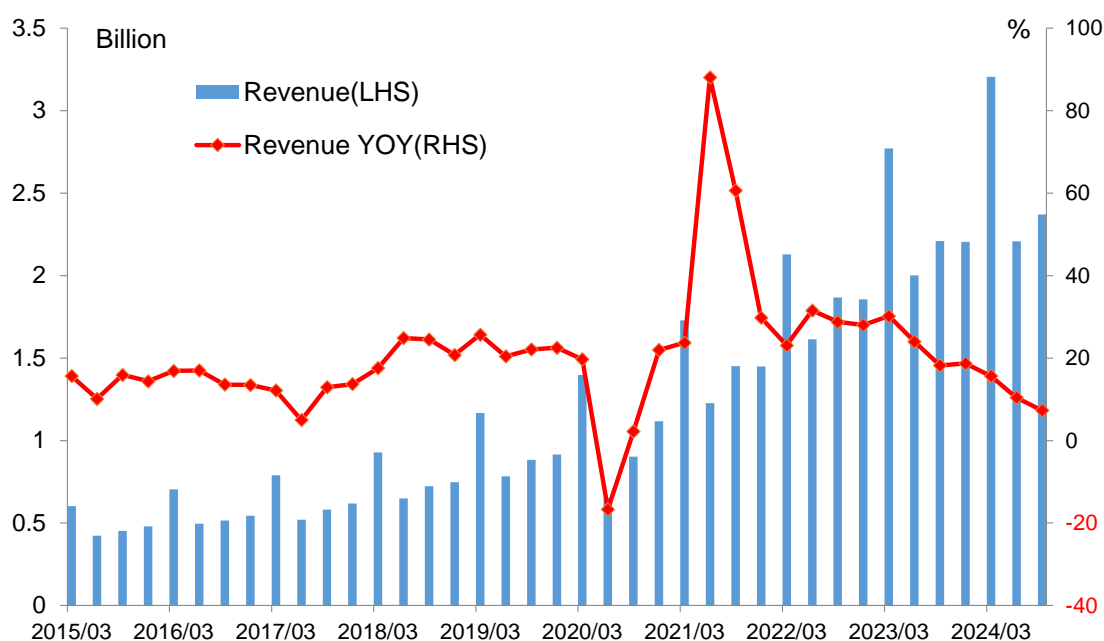
FY2024 營運展望下修，惟長期成長目標不變

營運展望方面，3QFY24 (2024/8/1-2024/10/31)營收預估為 23.4 至 23.65 億美元，年增 6.7%，預估 3QFY24 稅後 EPS 為 2.68-2.73 美元。稅率假設為 30%。FY2024 年展望，2024 年營收預估由 107-108 億美元下修至 103.75-104.75 億美元，年增 8-9%，全年稅後 EPS 由 14.27-14.47 美元下修至 13.95-14.15 美元，下修主因乃北美市場競爭趨於激烈，消費者對於瑜珈服飾採購趨於謹慎所致。展店方面，FY2024 規劃持續展店 5-10 家，也會針對 15-20 家門店進行營運效率優化。

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。

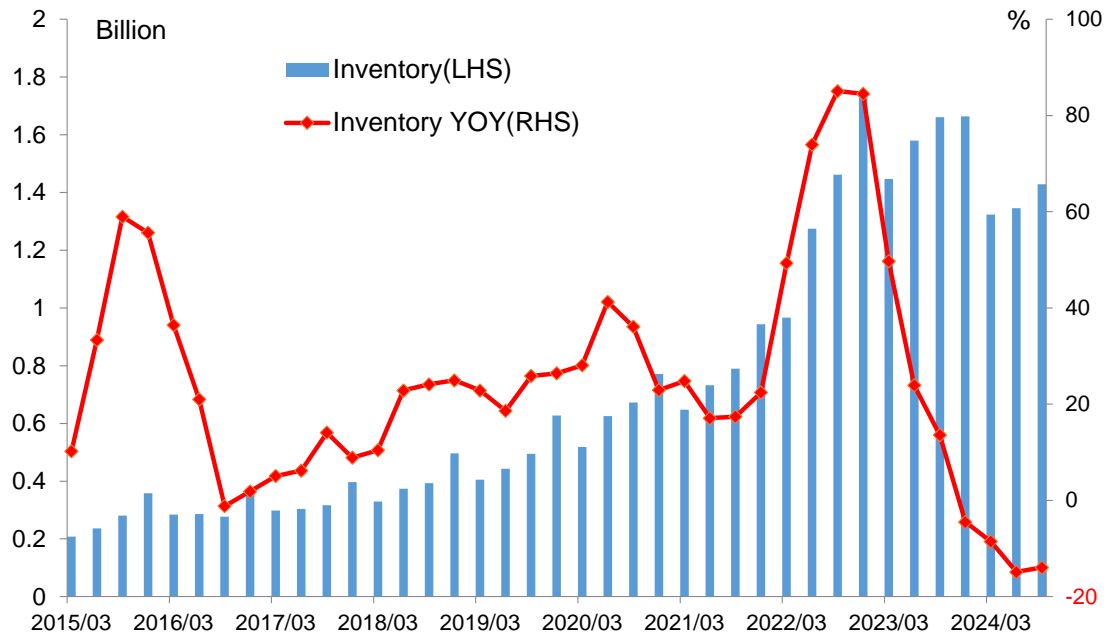
公司重申持續進行 Power of Three X2 成長計畫，透過產品研發、顧客體驗及市場擴張三大支柱，推動營收從 2021 年 62.5 億美元倍增至 2026 年 125 億美元，成長策略則是對比 2021 年，2026 年男裝及 DTC 營收倍增，國際市場要四倍成長。

圖 7：Lululemon 營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：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 在運動鞋面臨較大的市場競爭，展望相對保守，不過 Nike 服飾銷售成長，訂單展望仍穩健。而 Nike 及 Lululemon 存貨均持續維持年減，透露出美歐終端市場逐步走出庫存調整干擾，2024 年品牌商訂單復甦趨於明朗，2025 年訂單延續成長格局可期，有利台灣供應鏈儒鴻(1476)接單趨於樂觀，展望正向。

4Q24 全年最旺季度，2025 年持續成長，重申買進建議

通路商訂單 1H24 表現較強，品牌商訂單則於 2H24 轉強，挹注儒鴻 2024 年營運，預估 2024 年營收 375.9 億元，年增 22.1%，毛利率上修 0.8ppt 至 31.4%(原估 30.6%)，營益率上修 0.8ppt 至 21.9%(原估 21.1%)，營業利益上修 4.0%至 82.41 億元(原估 79.21 億元)，年增 25.8%，稅後 EPS 上修 4.6%至 24.80 元(原估 23.72 元)，年增 31.5%。毛利率上修，亦反映 3Q24 毛利率改善，產品組合優化，經濟規模提升，及原物料成本低檔等效益仍可延續。

展望 2025 年，Nike 存貨降低，庫存調整告終，Nike 在運動鞋面臨較大的市場競爭，展望相對保守，不過儒鴻來自 Nike 服飾訂單仍屬穩健，疑慮不大。儒鴻訂單能見度達 6 個月，陸續承接 2Q25 訂單。整體品牌客戶下單雖偏向謹慎，但儒鴻與品牌商的新產品開發動能持續，搭配庫存低檔，預期 2025 年展望可審慎樂觀，包括 Lululemon 訂單穩健增加，新增 6 個品牌客戶由布料拓展到成衣的一貫化訂單增長加快，通路商訂單延續回溫格局，搭配儒鴻印尼廠產能擴增，營收動能無虞，預估 2025 年營收上修 1.1%至 419.69 億元(原估 415.18 億元)，年增 11.6%，毛利率上修 0.2ppt 至 31.0%(原估 30.8%)，營益率上修 0.3ppt 至 21.7%(原估 21.4%)，營業利益上修 2.2%至 90.87 億元(原估 88.95 億元)，年增 10.3%，稅後 EPS 上修 2.2%至 26.23 元(原估 25.68 元)，年增 5.8%，2025 年獲利增長幅度較緩，乃因 2024 年業外獲利貢獻較多，基期墊高所致。

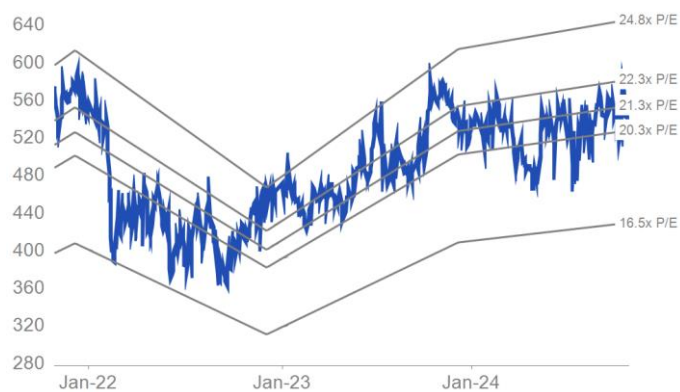
考量:1) 儒鴻 3Q24 毛利率改善 0.8%至 32.3%，稅後 EPS 提升至 6.47 元，季增 2.4%，年增 13.9%，獲利能力增強。2) 4Q24 是全年最旺季度，預估營收年增 21.6%，稅後 EPS 年增 33.7%，營運向上。3) 原物料價格低檔，2024 年獲利成長超過 2 成，2025 年可持續增長。4) 供應鏈大者恆大，儒鴻擴產配合品牌商訂單增加，中長期競爭力強等理由，以預估 2025 年稅後 EPS 為 26.23 元計算，目前本益比僅 20.9 倍，處於歷史本益比區間 16-31 倍的區間中下緣，重申買進投資建議，目標價由 625 元調高至 630 元(以 24 倍 PER X 2025 年稅後 EPS)，反映 2025 年獲利上修。

圖 9：2024 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	37,590	37,590	41,969	41,518	0.0%	1.1%
營業毛利	11,819	11,503	13,013	12,778	2.7%	1.8%
營業利益	8,241	7,921	9,087	8,895	4.0%	2.2%
稅前利益	8,577	8,219	9,054	8,863	4.4%	2.2%
稅後淨利	6,806	6,508	7,198	7,046	4.6%	2.2%
調整後 EPS (元)	24.80	23.72	26.23	25.68	4.6%	2.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	31.4%	30.6%	31.0%	30.8%	0.8	0.2
營業利益率	21.9%	21.1%	21.7%	21.4%	0.8	0.3
稅後純益率	18.1%	17.3%	17.2%	17.0%	0.8	0.2

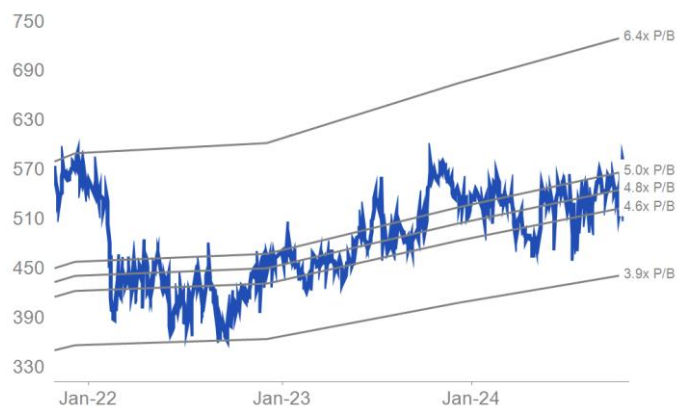
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 10：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：12 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 12：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	528.0	4,527	18.86	24.80	26.23	28.0	21.3	20.1	(23.8)	31.5	5.8
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	73.9	110,015	3.3	3.7	2.8	22.6	19.8	26.6	(14.7)	14.3	(25.5)
LULULEMON	LULU US	未評等	301.9	37,060	6.7	12.5	13.9	45.1	24.2	21.7	(10.9)	86.1	11.8
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	9.4	3,889	0.8	0.5	0.3	11.3	18.0	32.2	71.9	(37.0)	(44.1)
ANTA SPORTS	2020 HK	未評等	81.2	29,390	4.1	5.0	5.3	20.0	16.4	15.3	27.1	22.2	7.1
申洲	2313 HK	未評等	61.2	11,163	3.3	4.2	4.8	18.3	14.5	12.7	(3.0)	26.7	13.8
LI NING	2331 HK	未評等	16.4	5,333	1.4	1.3	1.4	12.1	12.8	11.4	(23.0)	(5.5)	12.2
國際同業平均					3.3	4.5	4.8	21.6	17.6	20.0	7.9	17.8	(4.1)
國內同業													
聚陽	1477 TT	買進	308.5	2,439	16.5	16.7	19.0	18.7	18.5	16.3	13.6	1.0	13.9
國內同業平均					16.5	16.7	19.0	18.7	18.5	16.3	13.6	1.0	13.9

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 13：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	528.0	4,527	20.4	23.7	22.8	93.55	104.87	114.98	5.6	5.0	4.6
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	73.9	110,015	34.6	39.1	30.2	9.0	9.1	9.0	8.2	8.1	8.2
LULULEMON	LULU US	未評等	301.9	37,060	43.8	42.7	38.1	24.7	30.6	38.9	12.2	9.9	7.8
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	9.4	3,889	14.3	11.1	6.2	4.4	4.8	4.3	2.1	1.9	2.2
ANTA SPORTS	2020 HK	未評等	81.2	29,390	23.8	23.3	22.1	20.4	22.6	25.1	4.0	3.6	3.2
申洲	2313 HK	未評等	61.2	11,163	14.3	17.1	18.0	24.1	24.9	27.0	2.5	2.5	2.3
LI NING	2331 HK	未評等	16.4	5,333	13.1	12.5	13.0	10.4	10.7	11.7	1.6	1.5	1.4
國際同業平均					24.0	24.3	21.3	15.5	17.1	19.3	5.1	4.6	4.2
國內同業													
聚陽	1477 TT	買進	308.5	2,439	25.7	25.9	27.7	65.4	64.9	68.9	4.7	4.8	4.5
國內同業平均					25.7	25.9	27.7	65.4	64.9	68.9	4.7	4.8	4.5

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 14：季度及年度簡明損益表 (合併)

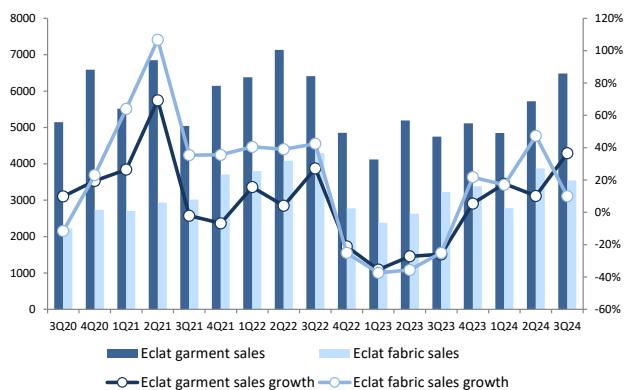
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	7,633	9,593	10,032	10,333	8,783	10,144	11,158	11,884	37,590	41,969
銷貨成本	(5,386)	(6,570)	(6,790)	(7,026)	(6,130)	(7,020)	(7,666)	(8,140)	(25,771)	(28,956)
營業毛利	2,247	3,024	3,242	3,306	2,652	3,124	3,493	3,743	11,819	13,013
營業費用	(770)	(924)	(933)	(951)	(832)	(945)	(1,041)	(1,108)	(3,578)	(3,926)
營業利益	1,476	2,100	2,309	2,355	1,820	2,180	2,451	2,635	8,241	9,087
業外利益	301	130	(94)	0	(8)	(10)	(8)	(7)	336	(33)
稅前純益	1,777	2,229	2,215	2,355	1,812	2,170	2,443	2,628	8,577	9,054
所得稅費用	(352)	(496)	(440)	(483)	(371)	(445)	(501)	(539)	(1,770)	(1,856)
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	1,425	1,734	1,775	1,872	1,441	1,725	1,943	2,090	6,806	7,198
調整後每股盈餘(NT\$)	5.19	6.32	6.47	6.82	5.25	6.29	7.08	7.61	24.80	26.23
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	29.4%	31.5%	32.3%	32.0%	30.2%	30.8%	31.3%	31.5%	31.4%	31.0%
營業利益率	19.3%	21.9%	23.0%	22.8%	20.7%	21.5%	22.0%	22.2%	21.9%	21.7%
稅前純益率	23.3%	23.2%	22.1%	22.8%	20.6%	21.4%	21.9%	22.1%	22.8%	21.6%
稅後純益率	18.7%	18.1%	17.7%	18.1%	16.4%	17.0%	17.4%	17.6%	18.1%	17.2%
有效所得稅率	19.8%	22.2%	19.9%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.6%	20.5%
季增率(%)										
營業收入	-10.2%	25.7%	4.6%	3.0%	-15.0%	15.5%	10.0%	6.5%		
營業利益	-23.9%	42.2%	10.0%	2.0%	-22.7%	19.8%	12.4%	7.5%		
稅後純益	1.8%	21.6%	2.4%	5.5%	-23.0%	19.7%	12.6%	7.6%		
調整後每股盈餘	1.8%	21.6%	2.4%	5.5%	-23.0%	19.7%	12.6%	7.6%		
年增率(%)										
營業收入	17.5%	22.7%	25.8%	21.6%	15.1%	5.7%	11.2%	15.0%	22.1%	11.6%
營業利益	30.9%	26.5%	26.9%	21.4%	23.3%	3.8%	6.1%	11.9%	25.8%	10.3%
稅後純益	72.4%	24.5%	13.9%	33.7%	1.1%	-0.5%	9.5%	11.6%	31.5%	5.8%
調整後每股盈餘	72.4%	24.5%	13.9%	33.7%	1.1%	-0.5%	9.4%	11.6%	31.5%	5.8%

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

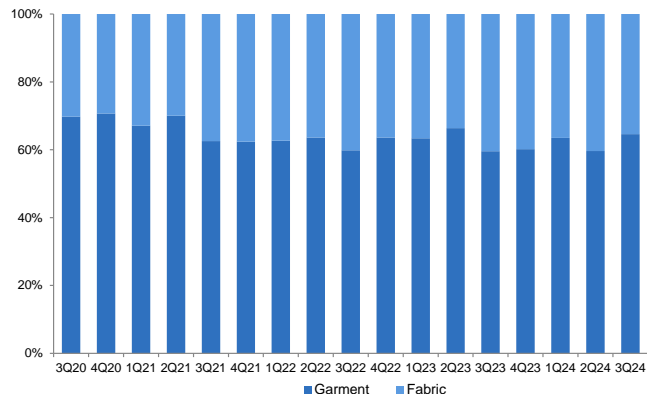
儒鴻為針織廠、染整廠到成衣廠的垂直整合紡織廠，專精於功能性彈性圓編針織布料與成衣。產品包括成衣及針織布，營收比重 2023 年各為 62.4%及 37.6%，2024 年前 10 個月各為 63.4%及 36.6%。針織布產線上，台灣共有四座廠房，月產能合計為 800 萬碼，越南廠月產能則為 700 萬碼，總產能為每個月 1500 萬碼；成衣產線方面，儒鴻原本自有產線集中在越南及柬埔寨，平均月產能為 695 萬件，再加計策略聯盟的外包生產基地約每月 425 萬件，儒鴻可控總產能達每月 1120 萬件。儒鴻將透過招募新員工、效率提升，以及增加外包廠商等方式擴充成衣產能，使月產能提升至 1200-1300 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 15：布料/成衣營收成長趨勢



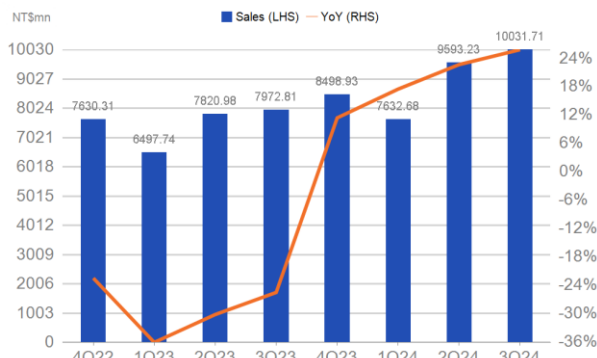
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：營收組成



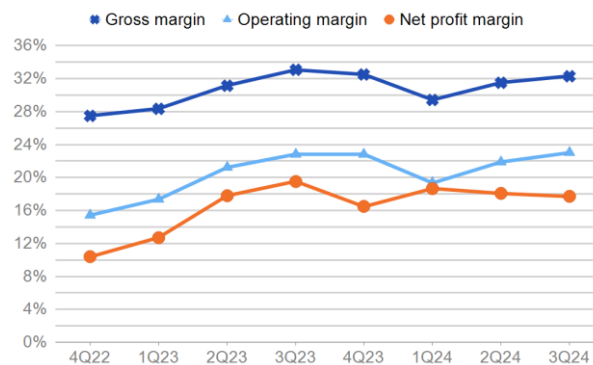
資料來源：公司資料

圖 17：營收趨勢



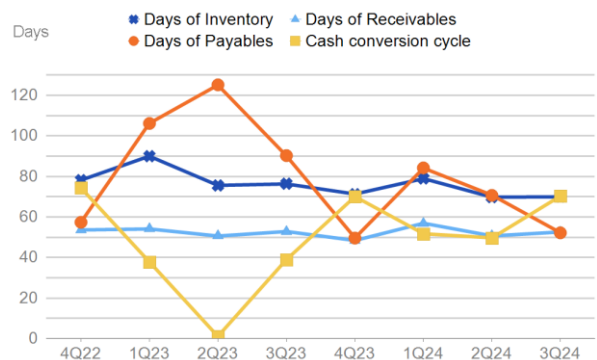
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：毛利率、營益率、淨利率



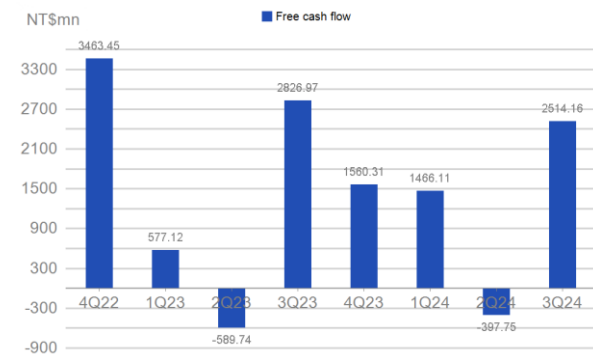
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：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 21：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 (2024/11/20)

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	1,760	6,022	2,814	4,969	6,460
存貨	8,276	4,625	4,402	4,474	4,695
應收帳款及票據	4,877	3,800	4,711	4,791	4,955
其他流動資產	910	3,908	5,471	5,488	5,624
流動資產	15,823	18,355	17,398	19,722	21,734
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	12,065	13,627	12,288	13,157	14,060
無形資產	19	19	25	25	25
其他非流動資產	1,372	1,362	2,122	2,155	2,199
非流動資產	13,456	15,008	14,435	15,337	16,284
資產總額	29,279	33,364	31,833	35,059	38,018
應付帳款及票據	2,588	1,686	1,666	1,698	1,841
短期借款	1,347	1,778	624	714	755
什項負債	3,092	4,113	3,791	3,791	3,791
流動負債	7,027	7,577	6,081	6,204	6,387
長期借款	1,037	563	0	0	0
其他負債及準備	66	81	81	83	84
長期負債	1,103	644	81	83	84
負債總額	8,129	8,222	6,162	6,286	6,471
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	22,220	24,994
什項權益	(429)	24	40	40	40
歸屬母公司之權益	21,149	25,142	25,671	28,773	31,547
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	21,149	25,142	25,671	28,773	31,547

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	5,149	6,790	5,176	6,806	7,198
折舊及攤提	632	794	881	933	1,037
本期營運資金變動	(3,020)	3,828	(708)	(120)	(242)
其他營業資產 及負債變動	16	905	(686)	(35)	(174)
營運活動之現金流量	2,778	12,318	4,664	7,583	7,818
資本支出	(2,268)	(1,477)	(289)	(1,801)	(1,941)
本期長期投資變動	(2)	0	0	0	0
其他資產變動	(228)	(3,330)	(1,546)	(35)	(174)
投資活動之現金流量	(2,498)	(4,807)	(1,836)	(1,819)	(2,058)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	557	66	(1,359)	124	185
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(3,018)	(3,292)	(4,664)	(3,704)	(4,424)
其他調整數	(28)	(27)	(28)	(35)	(174)
融資活動之現金流量	(2,489)	(3,254)	(6,052)	(3,609)	(4,269)
匯率影響數	(54)	5	15	0	0
本期產生現金流量	(2,264)	4,262	(3,209)	2,155	1,491
自由現金流量	509	10,841	4,375	5,782	5,878

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	35,917	39,736	30,790	37,590	41,969
銷貨成本	(26,426)	(28,671)	(21,111)	(25,771)	(28,956)
營業毛利	9,491	11,065	9,679	11,819	13,013
營業費用	(3,093)	(3,328)	(3,130)	(3,578)	(3,926)
推銷費用	(1,736)	(1,702)	(1,584)	(1,792)	(1,897)
研究費用	(163)	(160)	(153)	(171)	(192)
管理費用	(1,194)	(1,467)	(1,393)	(1,614)	(1,837)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	6,398	7,737	6,549	8,241	9,087
利息收入	21	45	116	38	142
利息費用	(23)	(68)	(117)	(87)	(111)
利息收入淨額	(2)	(23)	(2)	(49)	30
投資利益(損失)淨額	(2)	0	0	0	0
匯兌損益	(84)	805	54	0	0
其他業外收入(支出)淨額	75	22	74	385	(63)
稅前純益	6,386	8,540	6,676	8,577	9,054
所得稅費用	(1,237)	(1,750)	(1,499)	(1,770)	(1,856)
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	6,806	7,198
稅前息前折舊攤銷前淨利	7,041	9,403	7,674	9,460	10,122
調整後每股盈餘 (NT\$)	18.77	24.75	18.86	24.80	26.23

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	27.5	10.6	(22.5)	22.1	11.6
營業利益	16.4	20.9	(15.4)	25.8	10.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	16.2	33.6	(18.4)	23.3	7.0
稅後純益	21.0	31.9	(23.8)	31.5	5.8
調整後每股盈餘	21.0	31.9	(23.8)	31.5	5.8
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	26.4	27.9	31.4	31.4	31.0
營業利益率	17.8	19.5	21.3	21.9	21.7
稅前息前淨利率	17.7	21.3	21.3	22.7	21.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	19.6	23.7	24.9	25.2	24.1
稅前純益率	17.8	21.5	21.7	22.8	21.6
稅後純益率	14.3	17.1	16.8	18.1	17.2
資產報酬率	18.5	21.7	15.9	19.4	18.9
股東權益報酬率	25.5	29.3	20.4	23.7	22.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	38.4	32.7	24.0	21.9	20.5
淨負債權益比(%)	3.0	(14.6)	(8.5)	(14.8)	(18.1)
利息保障倍數 (倍)	279.9	125.8	57.9	(97.9)	(81.6)
流動比率 (%)	225.2	242.2	286.1	317.9	340.3
速動比率 (%)	107.4	181.2	213.7	245.8	266.8
淨負債 (NT\$百萬元)	624	(3,681)	(2,190)	(4,254)	(5,705)
調整後每股淨值 (NT\$)	77.08	91.63	93.55	104.87	114.98
評價指標 (倍)					
本益比	29.0	22.0	28.8	21.9	20.7
股價自由現金流量比	292.7	13.8	34.1	25.8	25.4
股價淨值比	7.1	5.9	5.8	5.2	4.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	21.2	15.9	19.4	15.8	14.7
股價營收比	4.2	3.8	4.8	4.0	3.6

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



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>.