

## 儒鴻 (1476 TT) Eclat

1Q25 淡季不淡，逆勢季增，品牌商回補庫存，2025 年持續成長

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$645.0

收盤價 (2025/02/07) : NT\$543.0  
隱含漲幅 : 18.8%

## 營收組成 (2024)

針織布 35.4%、成衣 64.6%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	645	630
2025年營收 (NT\$/十億)	42.8	42.4
2025年EPS	26.8	26.5

## 交易資料表

市值	NT\$149,000百萬元
外資持股比率	38.6%
董監持股比率	11.1%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$115.32
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	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	30,790	36,828	42,849	46,726
營業利益	6,549	8,019	9,269	10,035
稅後純益	5,176	6,662	7,342	7,950
EPS (元)	18.87	24.28	26.76	28.97
EPS YoY (%)	-23.8	28.7	10.2	8.3
本益比 (倍)	28.8	22.4	20.3	18.7
股價淨值比 (倍)	5.8	5.2	4.7	4.3
ROE (%)	20.4	23.3	23.2	22.8
現金殖利率 (%)	2.5%	2.9%	3.2%	3.5%
現金股利 (元)	13.50	15.78	17.39	18.83

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuant.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 遞延出貨，4Q24/2024 年獲利下修 3.5%/0.9%至 6.30 元/24.28 元。

◆ 訂單遞延至 1Q25 出貨貢獻，淡季不淡，逆勢季增，客戶回補庫存需求增加，預估 1Q25/2025 年獲利上修 4.2%/1.0%至 5.75 元/26.76 元。

◆ 大者恆大，競爭力強，重申買進建議，目標價由 630 元上調至 645 元，基於 24 倍本益比、2025 年預估 EPS 推得。

## 4Q24/2024 年稅後 EPS 下修 3.5%/0.9%至 6.30 元/24.28 元

4Q24 營收 95.71 億元，季減 4.6%，年增 12.6%，船期干擾遞延出貨導致旺季不旺，預估毛利率下修 0.5ppt 至 31.5%，營業利益下修 5.3%至 21.34 億元，季減 7.6%，年增 10%，推估業外匯兌利益約 4 千萬元貢獻彌補，稅後 EPS 下修 3.5%至 6.30 元，季減 2.7%，年增 23.5%。2024 年營收 368.28 億元，年增 19.6%，稅後 EPS 下修 0.9%至 24.28 元，年增 28.7%。儘管 4Q24 獲利下修，惟 2024 年營運顯著提升，僅次於 2022 年，營收獲利創歷年次高。

## 1Q25/2025 年獲利上修 4.2%/1.0%至 5.75 元/26.76 元

客戶回補庫存的訂單需求回升，加計遞延出貨貢獻，1Q25 營收上修 4.2%至 96.19 億元，季增 0.5%，年增 26%，淡季逆勢季增的表現，出貨強勁，營業利益上修 4.2%至 19.94 億元，季減 6.6%，年增 35%，稅後 EPS 上修 4.2%至 5.75 元，季減 8.7%，年增 10.7%。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 35.1%，本業獲利成長幅度顯著。2025 年營收上修 1.0%至 428.49 億元，年增 16.3%，稅後 EPS 上修 0.9%至 26.76 元，年增 10.2%，營收獲利將同創新高。

## 1Q25 淡季不淡，逆勢季增，2025 年持續成長，建議買進

考量：1) 2025 年 1 月營收 33.3 億元，年增 26.7%，出貨動能強勁。2) 1Q25 淡季不淡，預估營收季增 0.5%，年增 26%，上修 4.2%，第二次於第一季淡季可季增表現(前一次為 1Q22)，出貨強勁，遠優於以往季減超過 10%以上的表現，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 上修 0.9%至 26.76 元計算，目前本益比僅 20.3 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 630 元上調至 645 元 (以 24 倍 PER X 2025 年稅後 EPS)。

## 營運分析

### 遞延出貨干擾，預估 4Q24 及 2024 年稅後 EPS 各下修 3.5%/0.9%分別至 6.30 元及 24.28 元

儒鴻 4Q24 營收降至 95.71 億元(原估 98.81 億元)，季減 4.6%，年增 12.6%，低於預期 3.1%，儘管 12 月營收回升至 34.22 億元，月增 20.2%，年增 27.6%，惟船期因素干擾造成仍有 3.9 億元營收遞延至 2025 年 1 月出貨所致，儒鴻 4Q24 營運呈現旺季不旺狀態，預估毛利率下滑 0.8ppt 至 31.5%(原估 32%)，下修 0.5ppt，乃係 4Q24 毛利率較高的布料營收佔比滑落，營收也較不具規模經濟，抵銷台幣貶值的貢獻，營益率下修 0.7ppt 至 22.3%(原估 22.8%)，營業利益下修 5.3%至 21.34 億元(原估 22.53 億元)，季減 7.6%，年增 10%，業外則有台幣貶值的匯兌利益貢獻，推估約 4 千萬元，稅後 EPS 下修 3.5%至 6.30 元(原估 6.52 元)，季減 2.7%，年增 23.5%。儘管 4Q24 營收不如預期，毛利率也下修，惟整體獲利仍維持穩健成長。

2024 年營收 368.28 億元(原估 371.39 億元)，年增 19.6%，低於預期 0.8%，預估毛利率下修 0.1ppt 至 31.3%(原估 31.4%)，營益率下修 0.1ppt 至 21.8%(原估 21.9%)，營業利益下修 1.5%至 80.19 億元(原估 81.38 億元)，年增 22.4%，稅後 EPS 下修 0.9%至 24.28 元(原估 24.51 元)，年增 28.7%。4Q24 營收不如預期及獲利下修，不過 2024 年整體營運仍較 2023 年顯著提升，僅次於 2022 年，創歷年次高。

圖 1：2024 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	9,571	-4.6%	12.6%	9,881	10,034	-3.1%	-4.6%
營業毛利	2,763	3,242	3,015	-7.0%	9.1%	3,162	3,140	-4.6%	-4.0%
營業利益	1,941	2,309	2,134	-7.6%	10.0%	2,253	2,223	-5.3%	-4.0%
稅前利益	1,742	2,215	2,174	-1.9%	24.8%	2,252	2,235	-3.5%	-2.7%
稅後淨利	1,400	1,775	1,728	-2.7%	23.5%	1,790	1,783	-3.5%	-3.1%
調整後 EPS (元)	5.10	6.47	6.30	-2.7%	23.5%	6.52	6.50	-3.5%	-3.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	32.5%	32.3%	31.5%	-0.8	-1.0	32.0%	31.3%	-0.5	0.2
營業利益率	22.8%	23.0%	22.3%	-0.7	-0.5	22.8%	22.2%	-0.5	0.1
稅後純益率	16.5%	17.7%	18.1%	0.4	1.6	18.1%	17.8%	-0.1	0.3

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 4.2%/0.9%分別至 5.75 元/26.76 元

進入 1Q25，儒鴻 2025 年 1 月營收 33.3 億元，月減 2.7%，年增 26.7%，出貨動能強勁，乃受惠遞延出貨之貢獻，亦有農曆年前客戶要求提前出貨所致。其中 1 月布料降至 9.3 億元，月減 9.3%，年增 27.9%，成衣營收 24 億元，月增 0.1%，年增 26.2%。展望後市，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，加計客戶要求交期往後挪動之貢獻，預估 1Q25 營收上修 4.2%至 96.19 億元(原估 92.29 億元)，季增 0.5%，年增 26%，第二次於第一季淡季可季增的表現(前一次為 1Q22)，淡季不淡，出貨動能強勁，毛利率維持 30.2%，營益率維持 20.7%，營業利益上修 4.2%至 19.94 億元(原估 19.13 億元)，季減 6.6%，年增 35.1%，稅後

EPS 上修 4.2%至 5.75 元(原估 5.52 元)·季減 8.7%·年增 10.7%。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 35.1%·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 3Q25 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 1.0%至 428.49 億元(原估 424.41 億元)·年增 16.3%·毛利率維持 31.0%·營益率維持 21.6%·營業利益上修 0.9%至 92.69 億元(原估 91.85 億元)·年增 15.6%·稅後 EPS 上修 0.9%至 26.76 元(原估 26.51 元)·年增 10.2%·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·惟營收獲利將同創新高。

圖 2：2025 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	7,633	9,571	9,619	0.5%	26.0%	9,229	9,187	4.2%	4.7%
營業毛利	2,247	3,015	2,905	-3.6%	29.3%	2,787	2,755	4.2%	5.4%
營業利益	1,476	2,134	1,994	-6.6%	35.1%	1,913	1,877	4.2%	6.2%
稅前利益	1,777	2,174	1,985	-8.7%	11.7%	1,904	1,914	4.2%	3.7%
稅後淨利	1,425	1,728	1,578	-8.7%	10.7%	1,514	1,526	4.2%	3.4%
調整後 EPS (元)	5.19	6.30	5.75	-8.7%	10.7%	5.52	5.58	4.2%	3.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	29.4%	31.5%	30.2%	-1.3	0.8	30.2%	30.0%	0.0	0.2
營業利益率	19.3%	22.3%	20.7%	-1.6	1.4	20.7%	20.4%	0.0	0.3
稅後純益率	18.7%	18.1%	16.4%	-1.6	-2.3	16.4%	16.6%	0.0	-0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

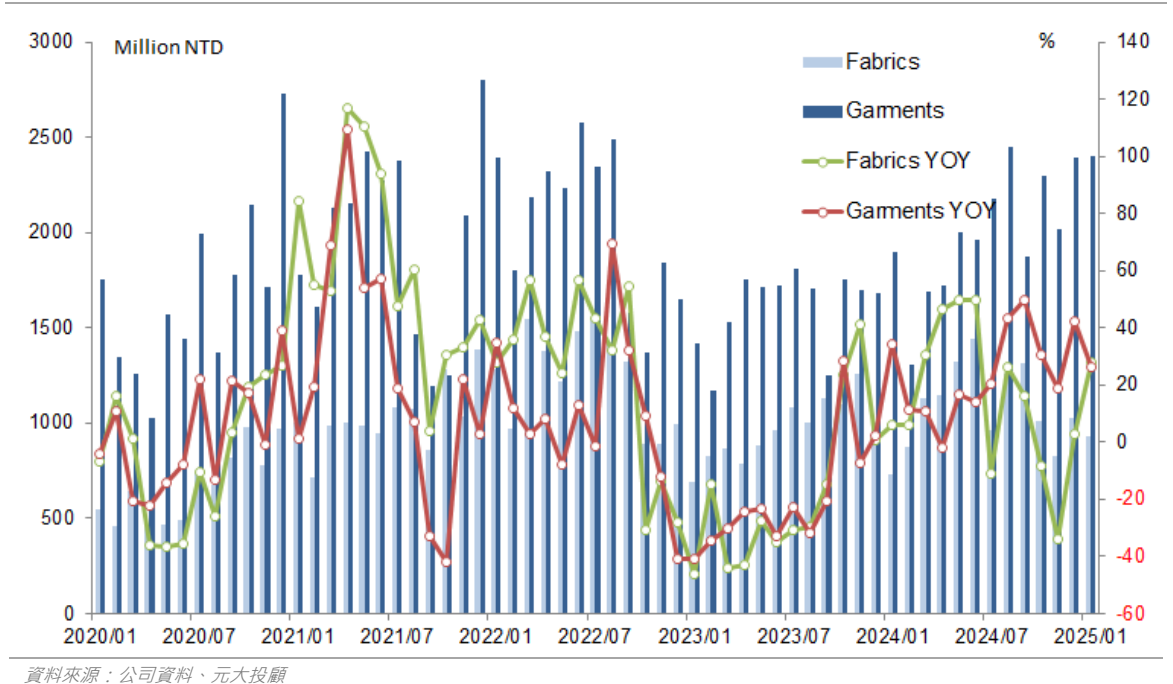
儒鴻最大客戶是運動品牌 Nike，擴增戶外品牌客戶，為重要成長動能

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，2025 年將持續成長

儒鴻 2024 年營收 368.28 億元，年增 19.6%，其中布料營收 130.45 億元，年增 12.7%，佔比 35.4%，成衣營收 237.84 億元，年增 23.8%，佔比 64.6%。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，2024 年品牌商及通路商營收佔比變化不大。儒鴻 2025 年 1 月營收 33.3 億元，月減 2.7%，年增 26.7%，其中 1 月布料降至 9.3 億元，月減 9.3%，年增 27.9%，成衣營收 24 億元，月增 0.1%，年增 26.2%，動能強勁，預期品牌商庫存低檔，回補庫存的訂單釋出，搭配新增 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，2025 年營運將持續成長。

圖 3：儒鴻布料及成衣月營收及 YoY 趨勢圖



## 品牌商調整訂單將進行產業鏈淘汰賽，大者恆大趨勢有利儒鴻

2022 年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 2QFY25 財報優於預期

Nike 2QFY25 營收達 123.5 億美元，年減 8%，優於市場預期之 121.3 億美元。其中 Nike 品牌營收 120 億美元，年減 7%，各領域營收均衰退；直營業務營收 50 億美元，年減 13%；電商營收年減 21%，Nike 直營店營收年減 2%；舊售營收 69 億美元，年減 3%；Converse 品牌營收 4.29 億美元，年減 17%，各產品線均陷入衰退。

地區別營收：北美營收 51.79 億美元，年減 7.9%，歐非中東營收 33.03 億美元，年減 7.4%，大中華區營收 17.11 億美元，年減 8.2%，亞太拉美營收 17.44 億美元，年減 3.4%；地區營收占比：北美 43.3%、歐非中東 27.7%、大中華區 14.3%、亞太拉美 14.7%。

產品別營收：運動鞋 76.55 億美元，年減 11.1%；服飾 37.38 億美元，年減 1%；配件類營收 5.44 億美元，年增 13.6%；產品別營收占比：運動鞋 64.1%、服飾 31.3%、配件飾品 4.6%。

### 毛利率與 EPS 皆大幅年減，不過優於市場預期

2QFY25 毛利率年減 100bps 至 43.6%，主要由於較高的折扣，銷售通路組合改變，抵銷較低的生產成本、倉儲成本及運輸成本之貢獻；營業費用年減 3%至 40 億美元，其中銷售費用年增 1%至 11 億美元，主因銷售渠道的行銷費用增加抵銷品牌行銷費用減少，管理費用年減 5%至 29 億美元，主要來自工資降低，行政費用降低；稅後淨利 12 億美元，年減 26%，稅後 EPS 0.78 美元，年減 24%，不過優於市場預期之 0.63 美元。2QFY25 存貨金額季減 3.3%/年持平至 79.8 億美元，反映存貨數量增加，但生產成本降低及產品組合調整。

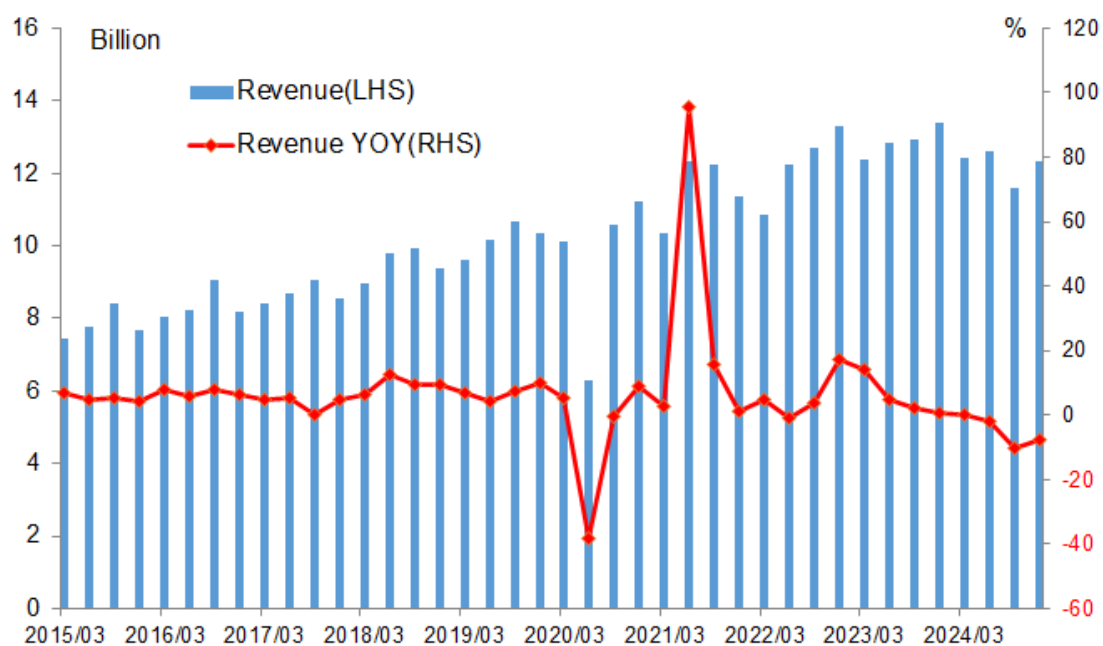
地區別獲利：北美 13.71 億美元，年減 10.2%；歐非中東 8.31 億美元，年減 10.4%；大中華區 3.75 億美元，年減 27%；亞太拉美 4.6 億美元，年減 11.7%。

### 3QFY25 展望仍不如預期，短期仍會受到重整計畫影響

財測方面，管理層預估 3QFY25 營收年減低雙位數、毛利率年減 300-350 bps，營業費用微幅下滑，業外收支推估 3000-4000 萬美元。預期直營事業營收仍疲軟、夏季訂單預估仍會下滑，短時間以出清存貨為優先，以因應下一年度秋冬年終銷售而推出的新產品。

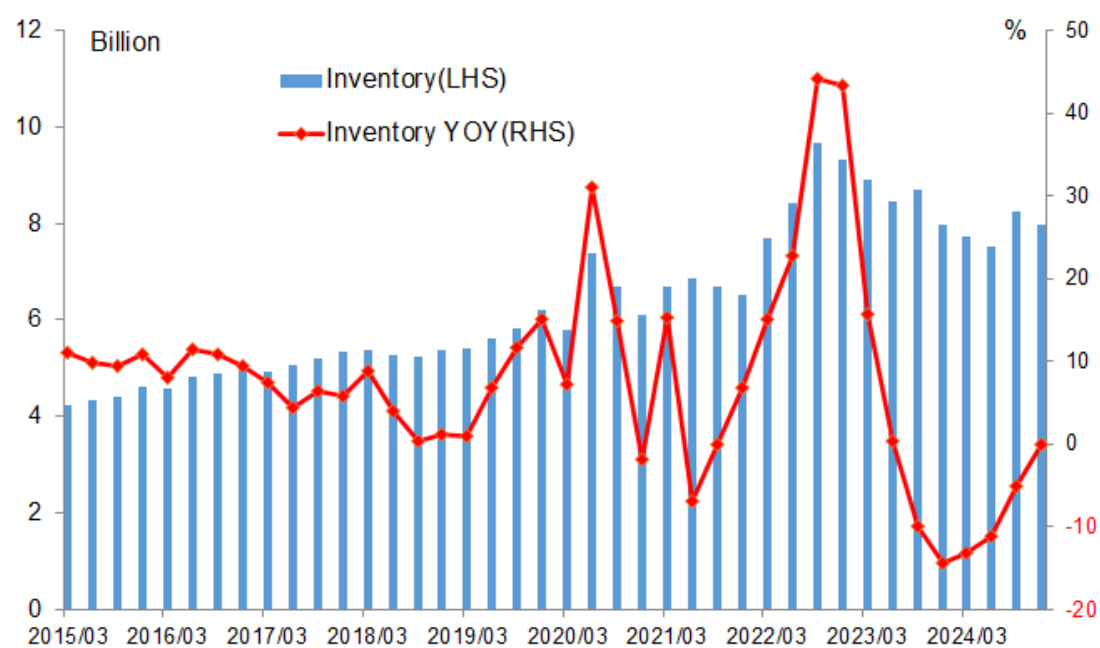
Nike 新任 CEO Elliot Hill 表示先前過於積極發展電商事業的策略，對零售實體通路布建造成傷害，影響了整體營運的健康度。未來將會進行策略調整，電商事業調整為營運平台，重新專注運動的本質、推出新產品以符合消費者需求，也會更積極運動行銷，與零售通路合作夥伴重建銷售渠道。重整計畫的過程會較辛苦並造成短期衝擊，不過將塑造 Nike 可持續、可獲利、長期成長的營運模式。

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

## Lululemon 3QFY24 營收、EPS 優於預期

Lululemon (美股代碼 LULU)公布 3QFY24 (2024/7/28 至 2024/10/27)財報，營收獲利優於預期。營收年增 8.7%至 23.97 億美元，優於市場預期之 23.58 億美元；營業毛利年增 11.5%至 14 億美元、毛利率因生產成本降低年增 1.5 百分點至 58.5%；營業利益年增 45.1%至 4.91 億美元、營利率年增 5.2 百分點至 20.5%；稅後 EPS 年增 46.4%至 2.87 美元，優於市場預期之 2.75 美元。公司表示 3QFY24 獲利表現超出預期，顯示公司團隊對經濟環境的反應能力敏捷，未來將持續專注深化客戶關係，帶動更多新消費者加入品牌。

地區營收方面，美國市場營收年增 2%，國際市場年營收年增 33%；同店銷售年增 4%，其中美國市場年減 2%，國際市場年增 25%(中國市場年增 27%/其他市場年增 23%)。存貨金額 18 億美元，季增 26%、年增 8.3%。

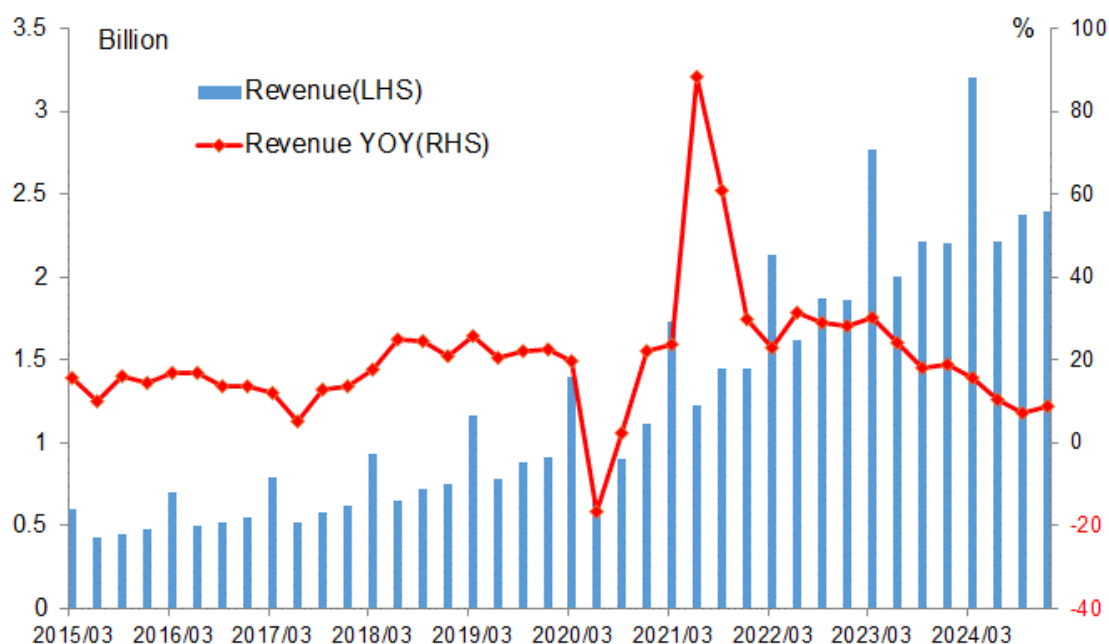
## 年終銷售看法趨於樂觀，上修 4QFY24 & FY2024 財測展望

4QFY24 營運展望：營收預估 34.75-35.1 億美元，年增 8-10%，約符合市場預期 34.98 億美元，預估稅後 EPS 為 5.56-5.64 美元，約符合市場預期 5.62 美元，稅率假設為 29.5%。

FY2024 年展望：管理層表示公司強化國際市場發展，且對年終銷售看法趨於樂觀，預估營收自 103.75-104.75 億美元上調至 104.52-104.87 億美元，年增 9%，符合市場預期之 104.15 億美元；預估稅後 EPS 也由 13.95-14.15 美元上修至 14.08-14.16 美元，優於市場預期之 14.04 美元，稅率假設為 30%。展店方面，FY2024 規劃展店 35-40 家，其中 5-10 家將落腳美國、其餘主要於中國大陸，同時將持續進行現有門市優化。

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。

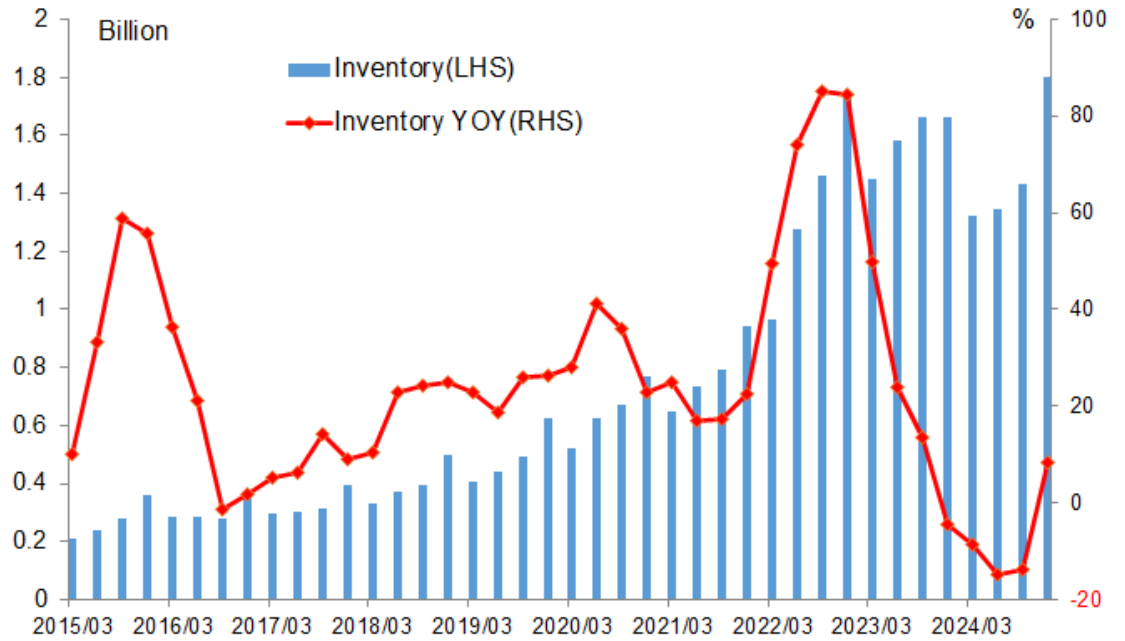
圖 6：Lululemon 營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧



圖 7：Lululemon 存貨金額及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

觀察運動品牌商財報表現，Nike 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 存貨回升，透露出美歐終端市場逐步走出庫存調整干擾，開始回補庫存，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。

### 1Q25 淡季不淡，逆勢季增，2025 年持續成長，重申買進建議

由於船期遞延及客戶要求交期往後挪動的調整，2024 年營收 368.28 億元(原估 371.39 億元)，年增 19.6%，低於預期 0.8%，預估毛利率下修 0.1ppt 至 31.3%(原估 31.4%)，營益率下修 0.1ppt 至 21.8%(原估 21.9%)，營業利益下修 1.5%至 80.19 億元(原估 81.38 億元)，年增 22.4%，稅後 EPS 下修 0.9%至 24.28 元(原估 24.51 元)，年增 28.7%。4Q24 營收不如預期及獲利下修，不過 2024 年整體營運仍較 2023 年顯著提升，僅次於 2022 年，創歷年次高。

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 3Q25 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 1.0%至 428.49 億元(原估 424.41 億元)，年增 16.3%，毛利率維持 31.0%，營益率維持 21.6%，營業利益上修 0.9%至 92.69 億元(原估 91.85 億元)，年增 15.6%，稅後 EPS 上修 0.9%至 26.76 元(原估 26.51 元)，年增 10.2%，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，惟營收獲利將同創新高。

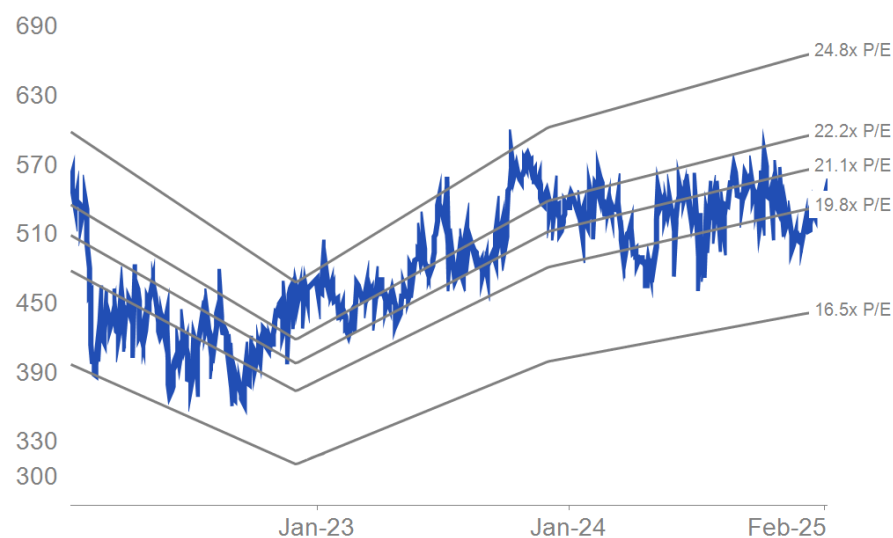
儘管 4Q24 營收季減 4.6%，稅後 EPS 下修 3.5%至 6.30 元，季減 2.7%，不如預期，惟考量：1) 2025 年 1 月營收 33.3 億元，年增 26.7%，出貨動能強勁。2) 1Q25 淡季不淡，預估營收季增 0.5%至 96.19 億元，上修 4.2%，年增 26%，第二次於第一季淡季可季增的表現 (前一次為 1Q22)，出貨動能強勁，遠優於以往季減超過 10%以上的表現，3) 原物料價格低檔，2024 年獲利成長超過 2 成，2025 年可持續增長。4) 供應鏈大者恆大，儒鴻擴產配合品牌商訂單增加，中長期競爭力強等理由，以預估 2025 年稅後 EPS 上修 0.9%至 26.76 元計算，目前本益比僅 20.3 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 630 元上調至 645 元 (以 24 倍 PER X 2025 年稅後 EPS)。

圖 8：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	36,828	37,139	42,849	42,441	-0.8%	1.0%
營業毛利	11,527	11,674	13,279	13,156	-1.3%	0.9%
營業利益	8,019	8,138	9,269	9,185	-1.5%	0.9%
稅前利益	8,395	8,474	9,236	9,151	-0.9%	0.9%
稅後淨利	6,662	6,724	7,342	7,275	-0.9%	0.9%
調整後 EPS (元)	24.28	24.51	26.76	26.51	-0.9%	0.9%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	31.3%	31.4%	31.0%	31.0%	-0.1	0
營業利益率	21.8%	21.9%	21.6%	21.6%	-0.1	0
稅後純益率	18.1%	18.1%	17.1%	17.1%	0	0

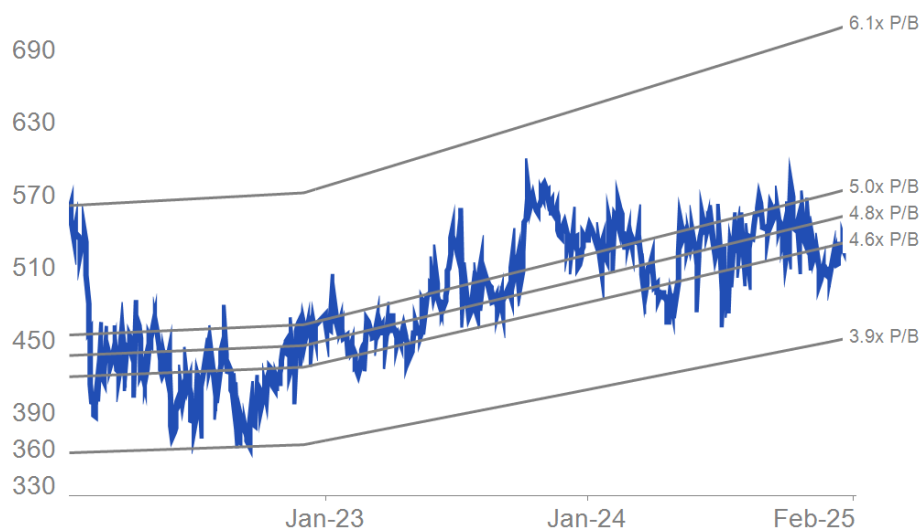
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 9：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 10：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 11：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
儒鴻	1476 TT	買進	543.0	4,515	18.87	24.28	26.76	28.8	22.4	20.3	(23.8)	28.7	10.2
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	68.7	101,586	3.3	3.7	2.1	21.0	18.4	32.9	(14.7)	14.3	(44.0)
LULULEMON	LULU US	未評等	398.1	48,482	6.7	12.5	14.3	59.5	31.9	27.8	(10.9)	86.1	14.8
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	7.3	3,031	0.8	0.5	0.3	8.8	14.0	23.9	71.9	(37.0)	(41.5)
ANTA SPORTS	2020 HK	未評等	86.0	31,165	4.1	4.9	5.2	21.2	17.7	16.6	27.1	19.7	6.9
申洲	2313 HK	未評等	59.8	11,539	3.3	4.1	4.7	17.9	14.5	12.7	(3.0)	24.0	13.4
LI NING	2331 HK	未評等	16.3	5,395	1.4	1.3	1.4	12.0	12.8	11.6	(23.0)	(5.9)	10.3
國際同業平均					3.3	4.5	4.7	23.4	18.2	20.9	7.9	16.9	(6.7)
國內同業													
聚陽	1477 TT	買進	355.0	2,670	16.5	16.6	18.0	21.5	21.4	19.7	13.6	0.4	8.9
國內同業平均					16.5	16.6	18.0	21.5	21.4	19.7	13.6	0.4	8.9

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 12：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
儒鴻	1476 TT	買進	543.0	4,515	20.4	23.3	23.2	93.55	104.34	115.32	5.8	5.2	4.7
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	68.7	101,586	34.6	39.1	23.3	9.0	9.1	8.6	7.6	7.5	8.0
LULULEMON	LULU US	未評等	398.1	48,482	43.8	42.7	39.7	24.7	30.6	38.0	16.1	13.0	10.5
UNDER ARMOUR	UAA US	未評等	7.3	3,031	14.3	11.1	7.1	4.4	4.8	4.3	1.7	1.5	1.7
ANTA SPORTS	2020 HK	未評等	86.0	31,165	23.8	23.0	21.9	20.4	22.7	25.5	4.2	3.8	3.4
申洲	2313 HK	未評等	59.8	11,539	14.3	17.1	17.8	24.1	24.9	27.0	2.5	2.4	2.2
LI NING	2331 HK	未評等	16.3	5,395	13.1	12.4	12.7	10.4	10.7	11.5	1.6	1.5	1.4
國際同業平均					24.0	24.2	20.4	15.5	17.2	19.1	5.6	5.0	4.5
國內同業													
聚陽	1477 TT	買進	355.0	2,670	25.7	25.7	26.7	65.4	64.8	67.9	5.4	5.5	5.2
國內同業平均					25.7	25.7	26.7	65.4	64.8	67.9	5.4	5.5	5.2

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)

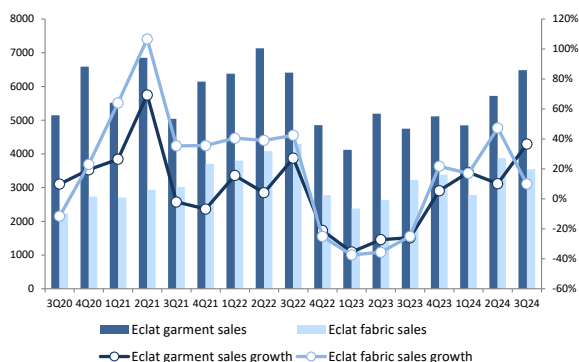
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	7,633	9,593	10,032	9,571	9,619	10,157	11,173	11,899	36,828	42,849
銷貨成本	(5,386)	(6,570)	(6,790)	(6,556)	(6,714)	(7,029)	(7,676)	(8,151)	(25,301)	(29,570)
營業毛利	2,247	3,024	3,242	3,015	2,905	3,128	3,497	3,748	11,527	13,279
營業費用	(770)	(924)	(933)	(881)	(911)	(946)	(1,043)	(1,110)	(3,508)	(4,009)
營業利益	1,476	2,100	2,309	2,134	1,994	2,183	2,455	2,639	8,019	9,269
業外利益	301	130	(94)	40	(9)	(10)	(8)	(7)	376	(33)
稅前純益	1,777	2,229	2,215	2,174	1,985	2,173	2,447	2,632	8,395	9,236
所得稅費用	(352)	(496)	(440)	(446)	(407)	(445)	(502)	(540)	(1,733)	(1,893)
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	1,728	1,578	1,727	1,945	2,092	6,662	7,342
調整後每股盈餘(NT\$)	5.19	6.32	6.47	6.30	5.75	6.29	7.09	7.62	24.28	26.76
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%	31.5%	30.2%	30.8%	31.3%	31.5%	31.3%	31.0%
營業利益率	19.3%	21.9%	23.0%	22.3%	20.7%	21.5%	22.0%	22.2%	21.8%	21.6%
稅前純益率	23.3%	23.2%	22.1%	22.7%	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%	17.1%
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%	-4.6%	0.5%	5.6%	10.0%	6.5%		
營業利益	-23.9%	42.2%	10.0%	-7.6%	-6.6%	9.5%	12.5%	7.5%		
稅後純益	1.8%	21.6%	2.4%	-2.7%	-8.7%	9.4%	12.6%	7.6%		
調整後每股盈餘	1.8%	21.6%	2.4%	-2.7%	-8.7%	9.5%	12.6%	7.6%		
年增率(%)										
營業收入	17.5%	22.7%	25.8%	12.6%	26.0%	5.9%	11.4%	24.3%	19.6%	16.3%
營業利益	30.9%	26.5%	26.9%	10.0%	35.1%	4.0%	6.3%	23.7%	22.4%	15.6%
稅後純益	72.4%	24.5%	13.9%	23.5%	10.7%	-0.4%	9.6%	21.1%	28.7%	10.2%
調整後每股盈餘	72.4%	24.5%	13.9%	23.5%	10.7%	-0.4%	9.6%	21.1%	28.7%	10.2%

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

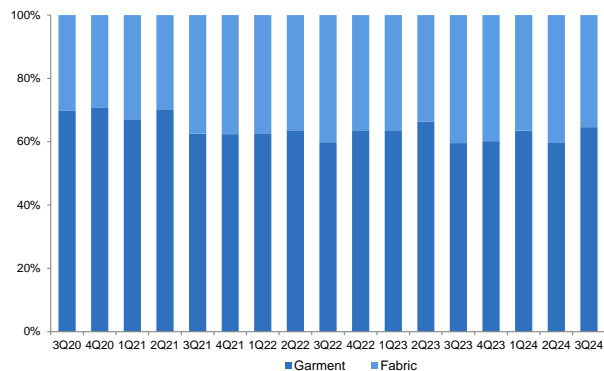
儒鴻為針織廠、染整廠到成衣廠的垂直整合紡織廠，專精於功能性彈性圓編針織布料與成衣。產品包括成衣及針織布，營收比重 2023 年各為 62.4%及 37.6%，2024 年前 11 個月各為 64.0%及 36.0%。針織布產線上，台灣共有四座廠房，月產能合計為 800 萬碼，越南廠月產能則為 700 萬碼，總產能為每個月 1500 萬碼；成衣產線方面，儒鴻原本自有產線集中在越南及柬埔寨，平均月產能為 695 萬件，再加計策略聯盟的外包生產基地約每月 425 萬件，儒鴻可控總產能達每月 1120 萬件。儒鴻將透過招募新員工、效率提升，以及增加外包廠商等方式擴充成衣產能，使月產能提升至 1200-1300 萬件。各地區營收分佈：美洲 46.37%，亞洲 36.34%，歐洲 11.97%，中東 3.60%，非洲 0.88%，紐澳 0.84%。

圖 14：布料/成衣營收成長趨勢



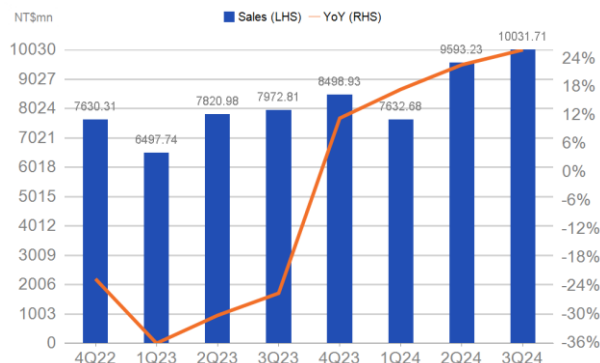
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：營收組成



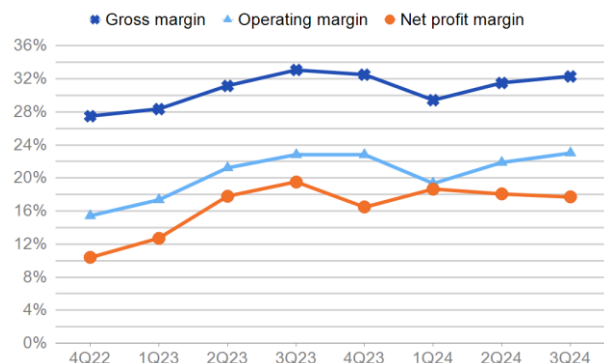
資料來源：公司資料

圖 16：營收趨勢



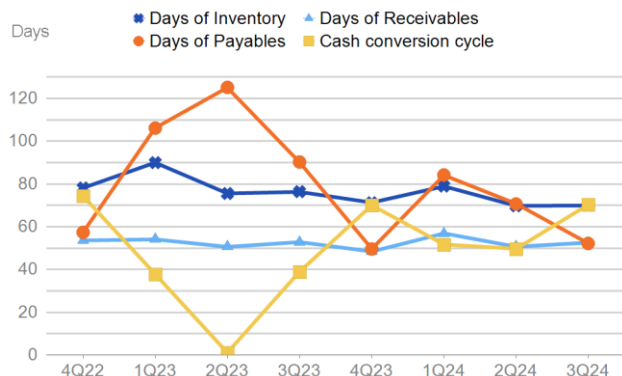
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：毛利率、營益率、淨利率



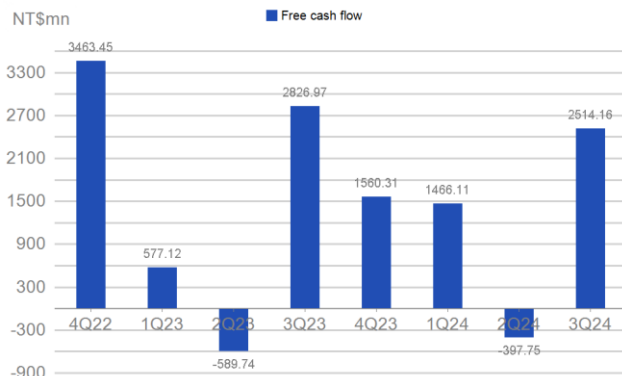
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料



# ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：** 儒鴻整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，但在紡織品行業中的公司中排名領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 儒鴻的整體曝險屬於低等水準，略優於紡織品行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人權、人權供應鏈、資源使用供應鏈等
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 儒鴻在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司已任命董事會級別的責任來監督 ESG 問題，ESG 報告被認為是強有力的。此外，公司還制定了適當的環境政策。然而，正在使用的舉報人計劃薄弱，而且公司的高管薪酬並未與 ESG 績效目標明確掛鉤。

圖 20：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	15.6
在 ESG 議題上的曝險 (A)	23.5
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	35.7
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	18

資料來源：Sustainalytics (2025/2/8)

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	6,022	2,814	5,277	6,255	8,274
存貨	4,625	4,402	4,523	4,923	5,030
應收帳款及票據	3,800	4,711	4,803	5,195	5,319
其他流動資產	3,908	5,471	5,377	5,570	6,074
流動資產	18,355	17,398	19,980	21,943	24,697
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	13,627	12,288	12,890	14,140	14,719
無形資產	19	25	25	25	25
其他非流動資產	1,362	2,122	2,111	2,160	2,171
非流動資產	15,008	14,435	15,026	16,325	16,915
資產總額	33,364	31,833	35,006	38,268	41,612
應付帳款及票據	1,686	1,666	1,806	2,022	2,157
短期借款	1,778	624	700	728	748
什項負債	4,113	3,791	3,791	3,791	3,791
流動負債	7,577	6,081	6,297	6,541	6,695
長期借款	563	0	0	0	0
其他負債及準備	81	81	81	86	98
長期負債	644	81	81	86	98
負債總額	8,222	6,162	6,378	6,627	6,793
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	18,605	19,118	22,076	25,088	28,266
什項權益	24	40	40	40	40
歸屬母公司之權益	25,142	25,671	28,629	31,641	34,819
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	25,142	25,671	28,629	31,641	34,819

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	6,790	5,176	6,662	7,342	7,950
折舊及攤提	794	881	913	1,060	1,154
本期營運資金變動	3,828	(708)	(74)	(575)	(97)
其他營業資產 及負債變動	905	(686)	13	(218)	(319)
營運活動之現金流量	12,318	4,664	7,515	7,609	8,687
資本支出	(1,477)	(289)	(1,516)	(2,310)	(1,732)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(3,330)	(1,546)	13	(218)	(319)
投資活動之現金流量	(4,807)	(1,836)	(1,533)	(2,521)	(2,033)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	66	(1,359)	215	249	166
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(3,292)	(4,664)	(3,704)	(4,330)	(4,772)
其他調整數	(27)	(28)	13	(218)	(319)
融資活動之現金流量	(3,254)	(6,052)	(3,518)	(4,110)	(4,635)
匯率影響數	5	15	0	0	0
本期產生現金流量	4,262	(3,209)	2,463	979	2,018
自由現金流量	10,841	4,375	5,999	5,299	6,954

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	39,736	30,790	36,828	42,849	46,726
銷貨成本	(28,671)	(21,111)	(25,301)	(29,570)	(32,280)
營業毛利	11,065	9,679	11,527	13,279	14,447
營業費用	(3,328)	(3,130)	(3,508)	(4,009)	(4,412)
推銷費用	(1,702)	(1,584)	(1,759)	(1,938)	(2,155)
研究費用	(160)	(153)	(168)	(196)	(214)
管理費用	(1,467)	(1,393)	(1,581)	(1,876)	(2,044)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	7,737	6,549	8,019	9,269	10,035
利息收入	45	116	205	372	206
利息費用	(68)	(117)	(85)	(114)	(224)
利息收入淨額	(23)	(2)	120	258	(18)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	805	54	40	0	0
其他業外收入(支出)淨額	22	74	216	291	(18)
稅前純益	8,540	6,676	8,395	9,236	9,999
所得稅費用	(1,750)	(1,499)	(1,733)	(1,893)	(2,050)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	6,790	5,176	6,662	7,342	7,950
稅前息前折舊攤銷前淨利	9,403	7,674	9,259	10,327	11,187
調整後每股盈餘 (NT\$)	24.75	18.87	24.28	26.76	28.97

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	10.6	(22.5)	19.6	16.3	9.0
營業利益	20.9	(15.4)	22.4	15.6	8.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	33.6	(18.4)	20.7	11.5	8.3
稅後純益	31.9	(23.8)	28.7	10.2	8.3
調整後每股盈餘	31.9	(23.8)	28.7	10.2	8.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	27.9	31.4	31.3	31.0	30.9
營業利益率	19.5	21.3	21.8	21.6	21.5
稅前息前淨利率	21.3	21.3	22.7	21.6	21.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	23.7	24.9	25.1	24.1	23.9
稅前純益率	21.5	21.7	22.8	21.6	21.4
稅後純益率	17.1	16.8	18.1	17.1	17.0
資產報酬率	21.7	15.9	19.0	19.2	19.1
股東權益報酬率	29.3	20.4	23.3	23.2	22.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	32.7	24.0	22.3	20.9	19.5
淨負債權益比(%)	(14.6)	(8.5)	(16.0)	(17.5)	(21.6)
利息保障倍數 (倍)	125.8	57.9	(98.2)	(81.5)	(81.1)
流動比率 (%)	242.2	286.1	317.3	335.5	368.9
速動比率 (%)	181.2	213.7	245.5	260.2	293.8
淨負債 (NT\$百萬元)	(3,681)	(2,190)	(4,577)	(5,527)	(7,526)
調整後每股淨值 (NT\$)	91.63	93.55	104.34	115.32	126.91
評價指標 (倍)					
本益比	21.9	28.8	22.4	20.3	18.7
股價自由現金流量比	15.7	59.1	24.9	28.2	21.5
股價淨值比	5.9	5.8	5.2	4.7	4.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨	16.1	20.1	16.1	14.5	13.3
股價營收比	3.8	4.8	4.1	3.5	3.2

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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2025 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

© {2025} 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>.