

來億-KY (6890 TT) Lai Yih Footwear

HOKA 訂單強勁，新客戶 New Balance 加入，能見度高，成長確立

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月)：NT\$550.0

收盤價 (2025/02/17)：NT\$430.0

隱含漲幅：27.9%

營收組成 (2024)

Adidas 58.6% · HOKA 22.47% · Converse 17.94%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	550	--
2025年營收 (NT\$/十億)	47.6	--
2025年EPS	16.7	--

交易資料表

市值	NT\$107,240百萬元
外資持股比率	93.1%
董監持股比率	49.3%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$102.89
負債比	22.5%

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	28,016	37,690	47,623	55,235
營業利益	1,509	4,681	5,903	6,944
稅後純益	1,378	3,620	4,156	4,889
EPS (元)	6.26	14.52	16.67	19.60
EPS YoY (%)	--	131.7	14.8	17.6
本益比 (倍)	68.6	29.6	25.8	21.9
股價淨值比 (倍)	5.3	4.6	4.2	3.7
ROE (%)	7.0	18.8	19.3	20.4
現金殖利率 (%)	1.0%	2.0%	2.3%	2.7%
現金股利 (元)	4.41	8.71	10.00	11.76

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuantan.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

來億兩大客戶 Adidas 及 HOKA 營收分佔 58.6%及 22.47%，2025 年新客戶 New Balance 加入，並於越南印尼擴廠，成長確立。

2025 年 1 月營收歷史次高，預估 1Q25/2Q25 稅後 EPS 各增至 3.30 元/4.51 元，2025/2026 年稅後 EPS 各為 16.67 元/19.6 元，創新高。

HOKA 訂單強勁，Adidas 穩健，並持續有新客戶加入，能見度高，建議買進，目標價 550 元，以 2026 年稅後 EPS 給予 28 倍本益比推得。

來億前兩大客戶 Adidas 及 HOKA，新客戶 New Balance 加入

來億產品以運動鞋為主，營收佔比達 80-85%之間，另一產品則為休閒鞋，營收佔比落在 15-20%之間。運動鞋主要客戶包括 Adidas、HOKA，2024 年營收佔比各為 58.6%及 22.47%，休閒鞋客戶為 Converse 佔比為 17.94%。2025 年則有新客戶 New Balance 加入。來億於越南擴產並新增印尼廠，因應客戶訂單增長所需，能見度可達 2026 年，成長趨勢確立。

預估 2025/2026 年稅後 EPS 各為 16.67 元/19.6 元，創新高

來億 2025 年 1 月營收 36.66 億元，創歷史次高，預估 1Q25 營收 98.75 億元，年增 27.1%，營業利益 11.7 億元，年增 32.8%，稅後 EPS 為 3.30 元，年增 11.5%。2Q25 進入旺季，預估 2Q25 營收 123.44 億元，年增 26.4%，營業利益 15.99 億元，年增 24.3%，稅後 EPS 提升至 4.51 元，年增 4.7%，創單季新高。預估 2025 年營收 476.23 億元，年增 26.4%，稅後 EPS 提升至 16.67 元，年增 14.8%。預估 2026 年營收 552.35 億元，年增 16.0%，稅後 EPS 提升至 19.60 元，年增 17.6%，營收獲利將連 3 年創新高。

HOKA 訂單強勁，持續有新客戶加入，能見度高，建議買進

考量：1) 4Q24 營業利益 12.7 億元，年增 99.2%，稅後 EPS 為 4.05 元，年增 46.9%，動能強勁；2) 2025 年 1 月營收 36.66 億元，年增 20.6%，創同期新高及歷史次高，動能延續；3) 預估 1Q25 營收 98.75 億元，年增 27.1%，稅後 EPS 為 3.30 元，年增 11.5%，2Q25 營收 123.44 億元，年增 26.4%，稅後 EPS 增至 4.51 元，年增 4.7%，營收及獲利將同創單季新高；4) 受惠 HOKA 訂單增長強勁，Adidas 穩健成長，新增 New Balance 訂單逐漸放量，亦有潛在新客戶加入，來億訂單能見度高，預估 2025 年/2026 年稅後 EPS 各提升至 16.67 元/19.60 元，成長趨勢確立，初次評等建議買進，目標價設定在 550 元，以 2026 年稅後 EPS 給予 28 倍本益比推得。

營運分析

來億為專業鞋類代工廠

來億興業成立於 1987 年(開曼控股公司成立於 2021 年 6 月)，專業代工生產各類休閒鞋及運動鞋，2024 年底員工人數約 6.8 萬人；來億集團下轄之薩摩亞旺隆公司台灣分公司負責接單，集團下轄各控股子公司則為位於東南亞各地之生產工廠或研發中心，遍布越南/緬甸/印尼等國家，合計產能約 7,400 萬雙(2024 年底)，主要客戶包含 Adidas、HOKA、Converse 等。

來億耕耘各品牌客戶多年，合作緊密

來億前三大客戶分別為 Adidas、HOKA、Converse，與三大品牌合作關係至少達 5-10 年以上，合作關係緊密，除合作關係較久之大客戶外，來億於 2024/2025 年也分別新增 Uniqlo/New Balance：

Adidas：來億與 Adidas 合作關係約始於 2014 年，因 Adidas 印尼供應商之一出現生產問題，因此受惠加硫鞋(休閒鞋)訂單轉移後加入 Adidas 供應鏈體系，並於 2017 年再度進入冷貼鞋(運動鞋)供應體系，供應份額逐漸擴大，至 2024 年佔比已達 58.6%，為公司第一大客戶。

HOKA：起初來億與 HOKA 母公司 Deckers 旗下休閒鞋品牌 Sanuk 合作，進入 Deckers 供應鏈體系，後續來億與當時規模很小的現今新興跑鞋勢力 HOKA 合作，拓展慢跑鞋產品線，HOKA 策略規劃將高階越野跑鞋技術往跑鞋及兩用鞋下放，董事長鍾德禮先生十分認同 HOKA 產品策略及技術，因此當作練兵，於 2015 年開始合作生產 HOKA 產品，後續品牌也持續遵循策略發展，並於近年爆紅，帶來強勁的成長力度，2024 全年品牌佔比已達 22.5%，躍升為來億第二大客戶。

Converse：Converse 產品多為需要高壓釜的休閒鞋，而來億生產休閒鞋及與 Converse 合作歷史已久，關係緊密，目前營收穩定，2024 年品牌營收佔比約 17.9%。

Uniqlo：2024 年來億開始為 Uniqlo 代工，產品為 PU 皮小白鞋。

New Balance：New Balance 近年成長力道強勁，需要降低供應商集中度，並要求須擁有越南及印尼兩大東南亞生產基地，需同時具備加硫鞋及冷貼鞋生產技術，綜合以上條件來億為目前市場最佳選擇，也因此雀屏中選，並於 1M25 法說會宣布成為 New Balance 供應商。

來億子公司廠區及研發中心遍布東南亞各國

來億原在中國、緬甸、越南、印尼等地擁有 10 座工廠及數座研發中心，但在因應品牌商撤出中國、加大東南亞多國投資下，中國工廠已於 12M23 停止接單，計算尚存或擴廠中廠區，共擁有 9 座工廠及數座研發中心：

越南：1) 樂億廠：於 1990 年成立於胡志明市，為第一家在海外投資成立的廠區，同時是越南第一座加硫鞋廠及 Adidas 全球唯一加硫鞋生產商，並設有 Adidas 開發中心，員工人數約 2,700 人；2) 樂億 II 廠：於 2011 年成立於後江省，為集團 Adidas 主要生產工廠，目前月產能 156.5 萬雙，員工人數約 1.2 萬人；3) 億春廠：於 2003 年成立於永隆省，為該省第一間鞋廠，同時為集團規模最大之廠區，面積達 40.29 萬平方公尺，鞋廠/大底廠月產能達 314.3/350 萬雙，目前服務客戶為 Adidas 及 Converse，設有 Converse 開發中心及 Converse/Adidas 量產工廠(該廠區取得 Gore-Tex 認證並已量產)，員工人數約 2.2 萬人；4) 億碩廠：於 2011 年成立於桐塔省，原為鞋面廠，後轉型為 HOKA 量產鞋廠，並於胡志明市設立 HOKA 研發中心，目前廠區面積 3.45 萬平方公尺，月產能達 50 萬雙，員工人數 4,500 人；5) 億柏廠：於 2018 年設立於永隆省平明工業區，距億春廠車程約 30 分鐘，廠區面積約 18.17 萬平方公尺，13 條產線合計月產能 65 萬雙，設有 Uniqlo 開發中心、Uniqlo/HOKA 量產工廠。

緬甸：昌億廠於 2014 年成立於仰光市，距離國際機場僅 30 分鐘車程，為 Adidas 量產工廠，目前廠區面積 6.7 萬平方公尺，月產能 105 萬雙，員工人數約 5,300 人。

印尼：1) 億泉廠：規劃產能 2000 萬雙，已於 2024 年開始量產，佔 2024 年出貨比重約 1%，服務客戶為 Converse 及 HOKA；2) 億福廠：土地需求面積較大，目前尚在整合中，規劃年產能 2000 萬雙，將專門服務 Adidas；3) 億宥廠：目前正在建築階段，設計年產能 1000 萬雙，預計 2026 年可開始量產，初步規劃量產第一年產量約 180 萬雙。

圖 1：來億各廠區整理

國家	廠區	服務客戶	面積(萬平方公尺)	月產能(萬雙)	員工人數
越南	樂億	Adidas	-	-	2,700
	樂億II	Adidas	-	156.5	12,000
	億春	Adidas Converse	40.29	鞋廠：314.3 大底廠：350	22,000
	億碩	HOKA	3.45	50	4,500
	億柏	HOKA Uniqlo	18.17	65	-
緬甸	昌億	Adidas	6.7	105	5,300
印尼	億泉	HOKA Converse	-	~160*	-
	億宥	-	-	~80*	-
	億福	Adidas	-	~160*	-

資料來源：公司資料、元大投顧整理

HOKA 訂單增長動能最強，營收佔比持續提升

來億旗下產品線以運動鞋(慢跑鞋)為主，營收佔比達 80-85%之間，另一產品則為休閒鞋，營收佔比落在 15-20%之間。運動鞋主要客戶包括 Adidas、HOKA，以及新加入的 New Balance。主要客戶的營運近況分述如下：

Adidas 產品的平均單價落在 15-17 美元，毛利率約 17%，2024 年產能配置為 4200 萬雙，而產能利用率達 106%，產量提高至 4452 萬雙，也帶動來億來自 Adidas 的營收提升至 220.83 億元，年增 36.5%，表現強勁。展望 2025 年，依據來億來自 Adidas 接單狀況，規劃 2025 年產能配置提升至 4800 萬雙，2026 年再提升至 5580 萬雙。

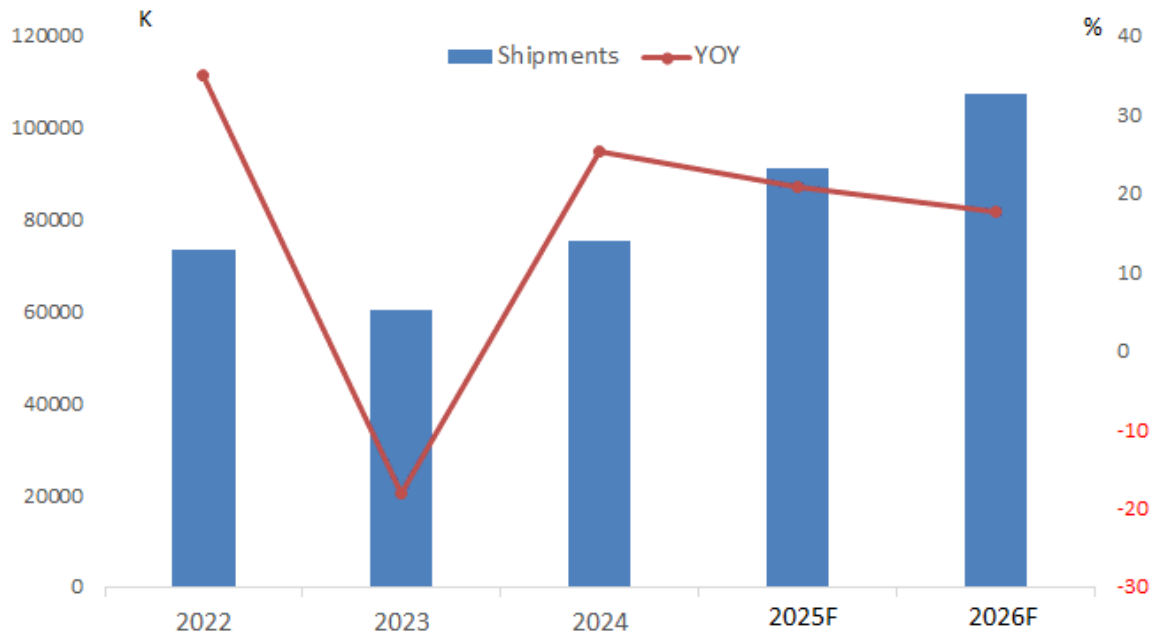
HOKA 產品平均單價落在 24-25 美元，毛利率約 20%，2024 年產能配置為 1200 萬雙，而產能利用率約 94%，產量提升至 1128 萬雙，帶動來億來自 HOKA 的營收貢獻提升至 84.69 億元，年增 125.2%，為來億 2024 年營收最大動能來源。展望 2025 年，依據來億接單狀況，規劃 2025 年提供給 HOKA 的產能配置將提升至 2000 萬雙，2026 年再提升至 2400 萬雙。

新客戶 New Balance 產品的平均單價為 18-20 美元，初期訂單量較小，尚且不具經濟規模，因此毛利率僅約 18-19%，預期隨著訂單規模放大，毛利率仍有再提升空間。2025 年訂單量為 250 萬雙，預期 2026 年續增 400 萬雙至 650 萬雙。

Uniqlo 產品平均單價約 17-18 美元，毛利率約與平均相當。2024 年出貨量約 50 萬雙，營收貢獻約 3.73 億元，預期 2025 年訂單量提升至 80 萬雙，2026 年續增至 120 萬雙。

至於 Converse 的產品線主要為休閒鞋，包括帆布鞋、滑板鞋等，產品單價較低，約為 10-11 美元，不過毛利率則有 20%的水準。2024 年出貨量約 2000 萬雙，而 Converse 2024 年營收貢獻提升至 67.62 億元，年增 13.1%，展望未來，來億來自 Converse 訂單變動不大，預期 2025 年至 2026 年訂單量將維持在 2000 萬雙的水準。

圖 2：來億出貨量及 YOY 趨勢圖



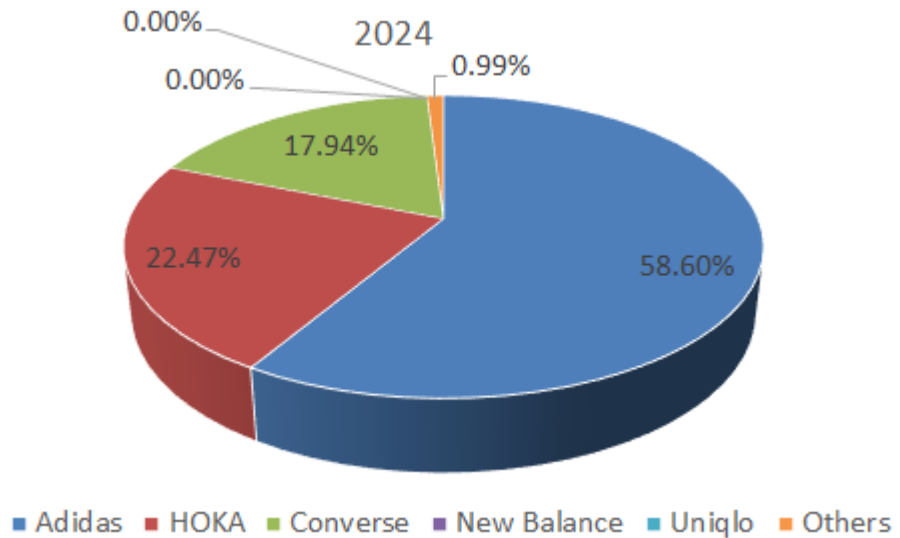
資料來源：公司資料、元大投顧整理

受惠 Adidas 及 HOKA 訂單挹注，來億 2024 年出貨量提升至 7552.9 萬雙，年增 25.3%，預估 2025 年提升至 9130 萬雙，年增 20.9%，預估 2026 年續增至 10750 萬雙，年增 17.7%。

由於 Adidas 及 HOKA 訂單增長顯著，來億 2024 年各客戶營收分布有所消長，Adidas 佔比由 2023 年 57.74%提高至 58.6%，HOKA 佔比由 13.42%提高至 22.47%，至於 Converse 佔比由 21.34%降至 17.94%。展望 2025 年，由於 HOKA 訂單增長強勁，預估 HOKA 營收佔比將續增至 30.75%，而 Adidas 及 Converse 訂單動能漸緩，佔比分別降至 53.14%及 12.3%，New Balance 佔比推估約 2.92%，Uniqlo 佔比約 0.89%。

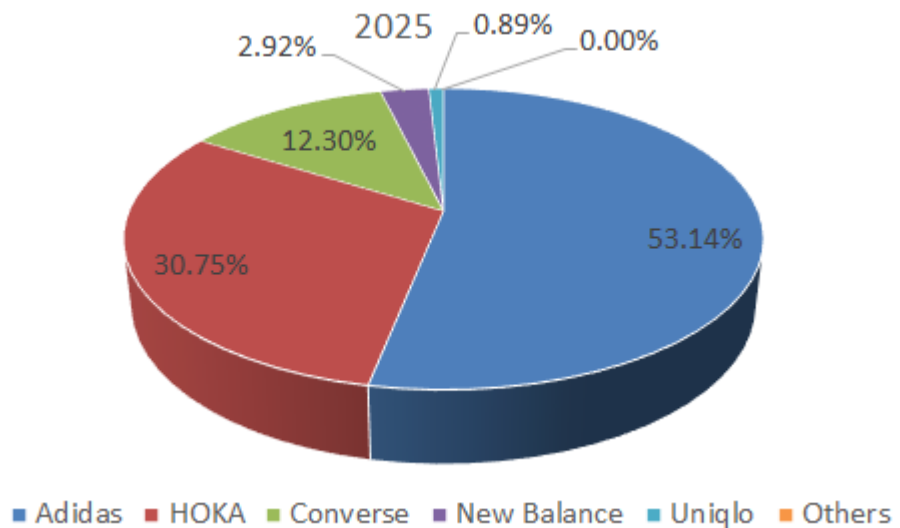
來億還與另外兩個跑鞋品牌客戶洽談訂單中，預期最快於 2H25 將可確定結果，兩個運動品牌都是前 10 大跑鞋品牌，產品終端售價多處於高價位，預期訂單毛利率將會不錯。若順利洽談，2026 年訂單展望持續有上修空間。

圖 3：來億 2024 年營收分布



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 4：來億 2025 年營收分布預估



資料來源：公司資料、元大投顧預估

預估 4Q24 及 2024 年稅後 EPS 各提升至 4.05/14.52 元，年增 46.9%/131.7%

來億 4Q24 營收提升至 108.52 億元，季增 16.7%，年增 32.3%，營收創單季新高，而 4Q24 產品組合不如 3Q24，且 3Q24 有中國關廠估計的離職金費用及社會保險費用等未實際支付的一次性迴轉利益貢獻，毛利率影響數約 1ppt，基期較高，預估 4Q24 毛利率將回落 1ppt 至 19.5%，營益率滑落 1.7ppt 至 11.7%，營業利益 12.7 億元，季增 2.1%，年增 99.2%，業外則有台幣貶值貢獻的匯兌利益，推估達 1.74 億元，稅後 EPS 為 4.05 元，季增 26.5%，年增 46.9%。

2024 年營收 376.90 億元，年增 34.5%，毛利率改善 6.6ppt 至 20.1%，營益率改善 7.0ppt 至 12.4%，營業利益增至 46.81 億元，年增 210.2%，業外匯兌利益貢獻約 4.74 億元，稅後 EPS 提升至 14.52 元，年增 131.7%。2024 年毛利率大幅提升，乃 2023 年來億終止與 Vans 合作，訂單量逐步降低，開工率滑落，加上中國關廠，支付一次性關廠費用及資遣費用，侵蝕毛利率顯著，基期較低，而 2024 年相關負面因素消除。

圖 5：2024 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
						市場預估	市場
營業收入	8,200	9,301	10,852	16.7%	32.3%	10,693	1.5%
營業毛利	1,172	1,907	2,116	10.9%	80.6%	2,261	-6.4%
營業利益	638	1,244	1,270	2.1%	99.2%	1,566	-18.9%
稅前利益	688	1,214	1,422	17.2%	106.8%	1,608	-11.6%
稅後淨利	606	798	1,009	26.4%	66.5%	1,200	-15.9%
調整後 EPS (元)	2.75	3.20	4.05	26.5%	46.9%	4.76	-14.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	14.3%	20.5%	19.5%	-1.0	5.2	21.1%	-1.6
營業利益率	7.8%	13.4%	11.7%	-1.7	3.9	14.6%	-2.9
稅後純益率	7.4%	8.6%	9.3%	0.7	1.9	11.2%	-1.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

主力客戶持續成長，亦有新增客戶加入，預估 1Q25/2025 年稅後 EPS 各增至 3.30 元/16.67 元，年增 11.5%/14.8%

來億公布 2025 年 1 月營收提升至 36.66 億元，月增 4.6%，年增 20.6%，動能雖然略為放緩，但仍屬亮麗，創歷年同期新高，也創單月營收次高水準，僅次於 2024 年 11 月 37.56 億元。其中 1 月營收客戶結構分布，Adidas 約 50%，HOKA 提升至 30%，Converse 約 15%。1 月營收表現未受到農曆年假因素干擾，乃來億配合客戶訂單出貨排程，提前生產，並順利於 1 月出貨所貢獻。預期 2 月提前生產的訂單量較少，營收金額恐將較 1 月回落，但營收年增表現仍可期待。預估 1Q25 營收 98.75 億元，季減 9.0%，年增 27.1%，毛利率維持 19.5%，營益率小增 0.2ppt 至 11.9%，營業利益 11.7 億元，季減 7.9%，年增 32.8%，業外少了匯兌利益貢獻，稅後 EPS 降至 3.30 元，季減 18.4%，年增 11.5%。

展望 2Q25 逐步進入出貨旺季，搭配新增產能也逐步開出，營運向上，預估 2Q25 營收提升至 123.44 億元，季增 25%，年增 26.4%，營收創單季新高，毛利率改善 1ppt 至 20.5%，營益率改善 1.1ppt 至 13.0%，營業利益增至 15.99 億元，季增 36.7%，年增 24.3%，本業獲利動能強勁，稅後 EPS 提升至 4.51 元，季增 36.7%，年增 4.7%，獲利將同創單季新高。

展望 2025 年，來自 HOKA 及 Adidas 訂單持續增長，也新增 New Balance 訂單，預估 2025 年營收提升至 476.23 億元，年增 26.4%，毛利率略減 0.1ppt 至 20.0%，營益率維持 12.4%，營業利益增至 59.03 億元，年增 26.1%，業外少了匯兌利益貢獻，稅後 EPS 提升至 16.67 元，年增 14.8%。展望 2026 年，HOKA、Adidas、New Balance 訂單都將續增，亦有潛在新客戶加入，成長趨勢延續，預估 2026 年營收 552.35 億元，年增 16.0%，毛利率改善 0.2ppt 至 20.2%，營益率改善 0.2ppt 至 12.6%，營業利益 69.44 億元，年增 17.6%，稅後 EPS 提升至 19.60 元，年增 17.6%，成長動能仍舊亮麗。

圖 6：2025 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
						市場預估	市場
營業收入	7,771	10,852	9,875	-9.0%	27.1%	9,638	2.5%
營業毛利	1,483	2,116	1,926	-9.0%	29.8%	1,887	2.0%
營業利益	881	1,270	1,170	-7.9%	32.8%	1,193	-1.9%
稅前利益	1,020	1,422	1,160	-18.4%	13.8%	1,227	-5.5%
稅後淨利	739	1,009	824	-18.3%	11.6%	898	-8.2%
調整後 EPS (元)	2.96	4.05	3.30	-18.4%	11.5%	3.68	-10.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	19.1%	19.5%	19.5%	0.0	0.4	19.6%	-0.1
營業利益率	11.3%	11.7%	11.9%	0.2	0.5	12.4%	-0.5
稅後純益率	9.5%	9.3%	8.3%	-1.0	-1.2	9.3%	-1.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 7：2025 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q24A	1Q25F	2Q25F	季增率	年增率	2Q25F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	9,766	9,875	12,344	25.0%	26.4%	12,282	0.5%
營業毛利	2,052	1,926	2,530	31.4%	23.3%	2,577	-1.8%
營業利益	1,286	1,170	1,599	36.7%	24.3%	1,730	-7.6%
稅前利益	1,450	1,160	1,586	36.7%	9.4%	1,791	-11.4%
稅後淨利	1,075	824	1,126	36.7%	4.8%	1,316	-14.4%
調整後 EPS (元)	4.31	3.30	4.51	36.7%	4.7%	5.32	-15.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	21.0%	19.5%	20.5%	1.0	-0.5	21.0%	-0.5
營業利益率	13.2%	11.9%	13.0%	1.1	-0.2	14.1%	-1.1
稅後純益率	11.0%	8.3%	9.1%	0.8	-1.9	10.7%	-1.6

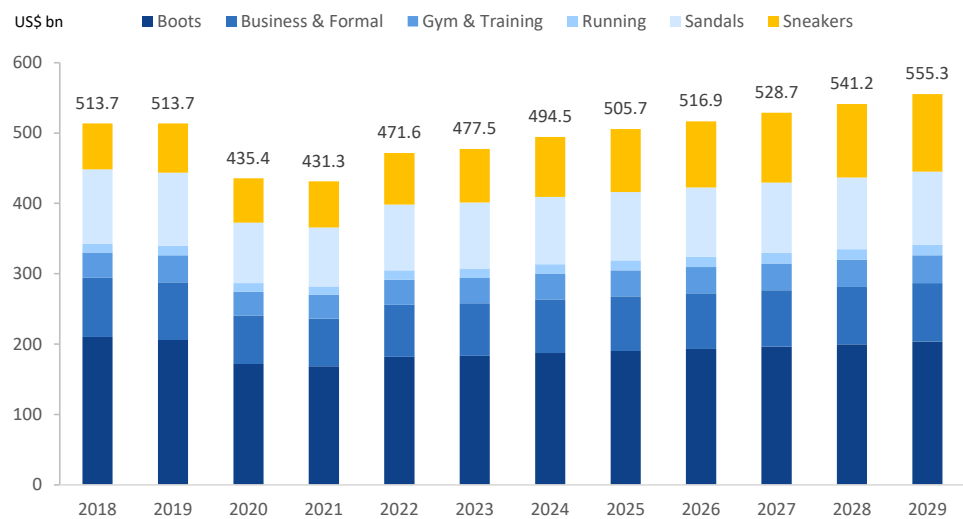
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

產業概況

預計 2029 年全球鞋履市場規模將成長至 5,553 億美元

根據 Statista 預測，2025/2029 年全球鞋履市場將達 5,057/5,553 億美元、CAGR 達 2.4%，其中靴子類(boots)占比最高，約 35-40%，不過運動鞋(sneakers)成長動能最強，CAGR 達 5.3%，主因現代人穿鞋習慣逐漸轉變為一鞋多用(ex. 不論上班、運動、旅遊都穿著運動鞋)，而運動鞋作為泛用性最高之鞋款，也成為各大品牌系列款式最多、發展最迅速之鞋履類別，市場規模佔比自 2018 的 12.7%迅速成長至 2024/2029 年的 17.2%/19.9%；各品牌運動鞋競爭激烈、各式高階跑鞋科技逐漸下放至運動鞋，加上品牌願意專為運動鞋研發各類專用科技，如最為人熟知的 Adidas 的 boost 中底、HOKA 的厚底高回彈中底、ON 的孔洞設計、Helion 超級發泡中底等等，皆推升運動鞋 ASP 持續提升，2024-2029 年運動鞋 ASP CAGR 達 2.2%，較其餘類別 1.0-1.2%之 CAGR 表現亮眼。

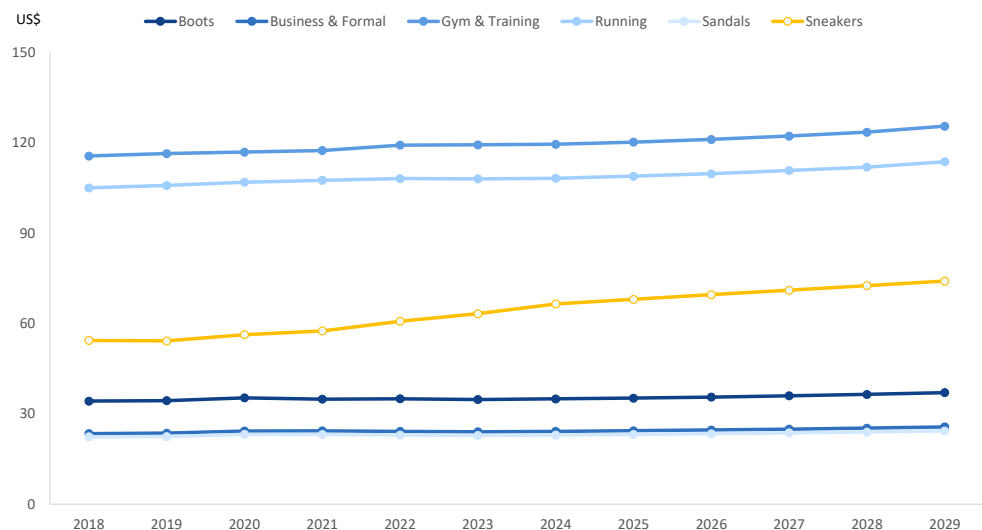
圖 8：2029 年全球鞋履市場規模將成長至 5,553 億美元



※此 Running 分類係指田徑、馬拉松等專業運動賽事用鞋，外界所稱跑鞋所屬分類多為運動鞋(Sneakers)。

資料來源：Statista、元大投顧整理

圖 9：運動鞋 ASP 成長性高於其他鞋履類別



資料來源：Statista、元大投顧整理

Deckers 3Q25FY 財報強勁

得益於 UGG 銷售強勁、產品組合較佳、HOKA 在全球銷售持續良好，3Q25FY (2024/10/1-2024/12/31) 營收年增 17% 至創紀錄的 18.3 億美元；毛利率年增 1.6ppt 至 60.3%，主因 UGG 高毛利產品組合轉佳、批發渠道折扣降低；營業費用年增 25% 至 5.35 億美元，營業費用率年增 1.8ppt 至 29.3%，年增主因推銷費用增加、匯率不利，以及員工人數增加；EPS 年增 0.48 美元至 3.01 美元，存貨則對應強勁營收成長而年增 7% 至 5.77 億美元。

品牌營收：UGG 年增 16.1% 至 12.44 億美元；HOKA 年增 23.7% 至 5.31 億美元；Teva 年增 6.0% 至 0.24 億美元；其他品牌年增 16.6% 至 0.28 億美元。

銷售渠道：DTC 年增 17.9% 至 10.11 億美元(DTC 同店可比銷售年增 18.3%)；批發營收年增 16.2% 至 8.16 億美元。

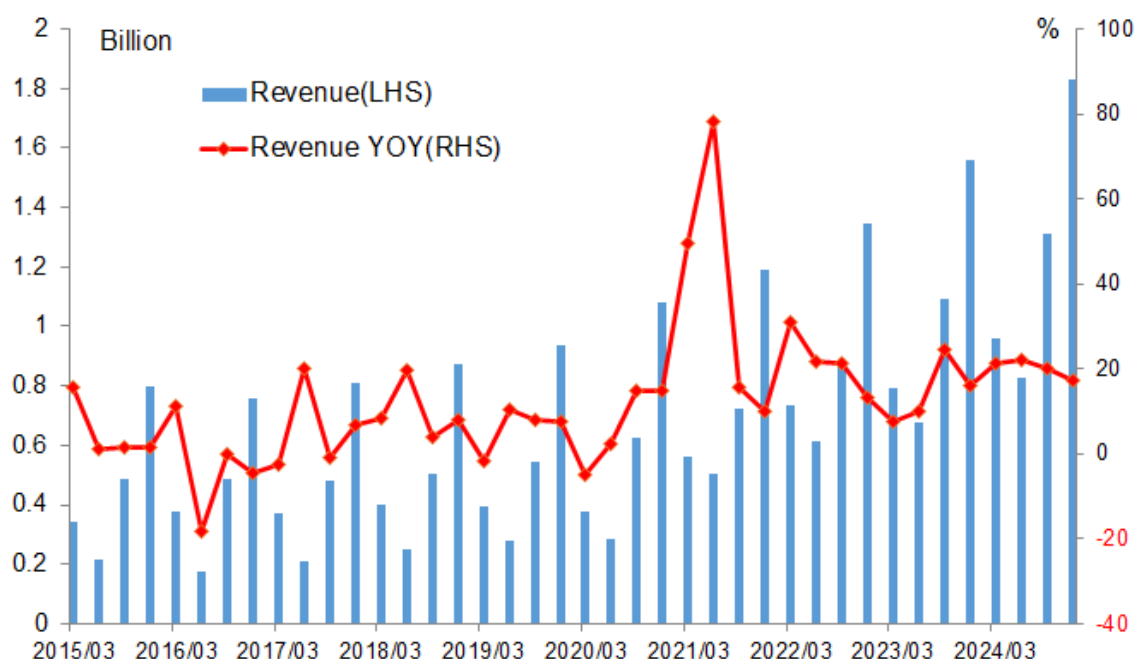
地區別營收：國內(美國)營收年增 11.5% 至 11.69 億美元；國際營收年增 28.5% 至 6.58 億美元。

Deckers 上修 2025FY 展望，然 4Q25FY 業績承壓

由於 3Q25FY 的強勁表現，Deckers 上調 2025FY 展望：營收年增 15% 至 49 億美元，其中 HOKA 預計可達成年增 24% 的目標，UGG 則將受限庫存水準影響；預估毛利率提升至 57%，營業利益率 22%，EPS 受惠營收及毛利率提升，預估將達 5.75-5.80 美元，預估稅率為 23.5%。

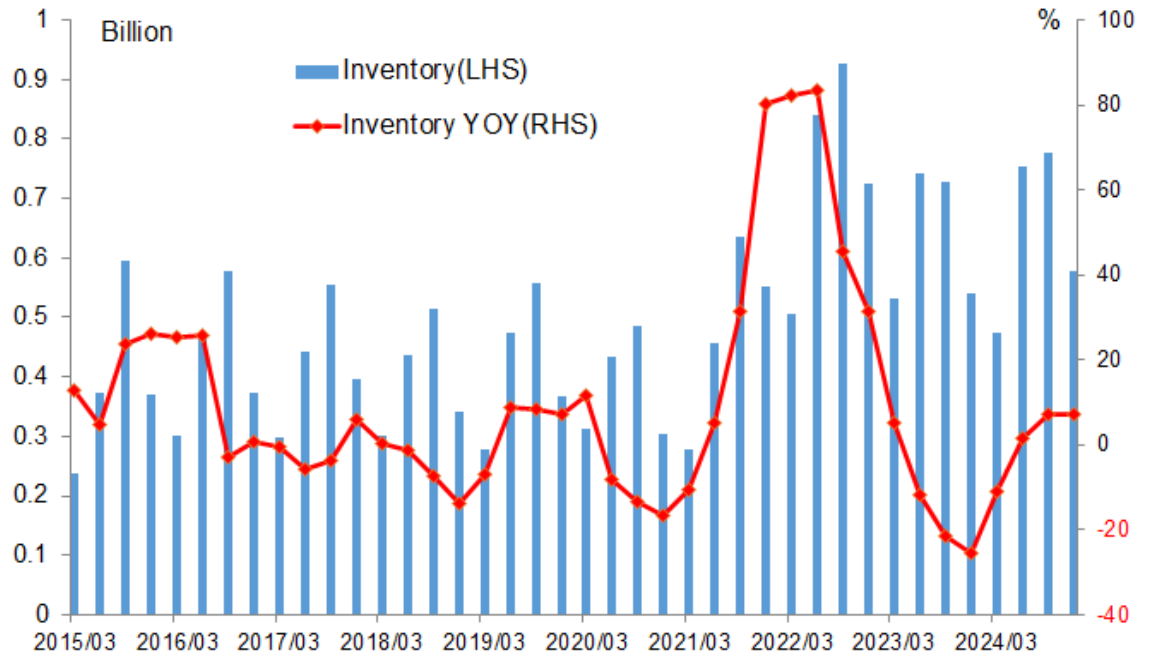
Deckers 年度展望上修，不過市場對於 4Q25FY 之業績產生擔憂，同時認為年度展望過於保守，並引發業績增長速度放緩之擔憂，使股價大幅下跌。儘管近期股價表現較為弱勢，不過管理層仍對 UGG 及 HOKA 表現深具信心，並無看到有任何因素會阻礙長期發展，集團也持續貫徹經營策略，將 HOKA 打造成高性能運動品牌，持續發展 UGG 業務，並認為在 2026 財年仍會持續增長。

圖 10：Deckers 營收及 YOY 趨勢圖



資料來源：Bloomberg、元大投顧整理

圖 11：Deckers 存貨及 YOY 趨勢圖



資料來源：Bloomberg、元大投顧整理

Adidas 3Q24 財報強勁

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。

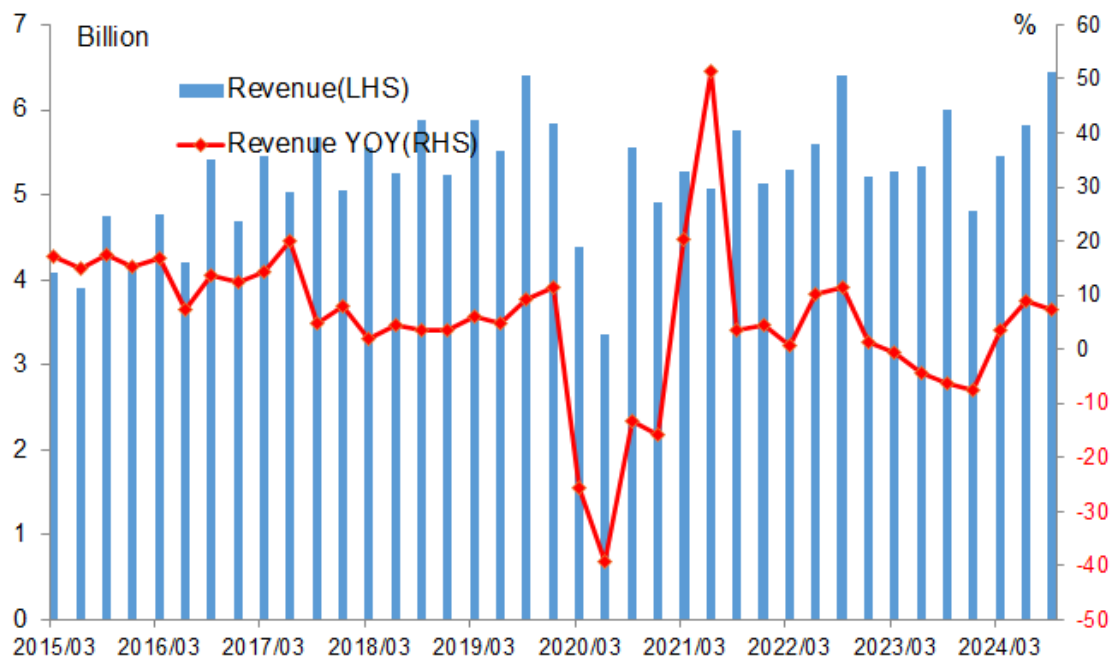
銷售產品別：運動鞋營收年增 14%，主因 Originals 及足球鞋銷售皆年增雙位數，同時其餘跑鞋、訓練鞋及籃球鞋等產品線也貢獻成長；服飾營收年增 5%，其中足球服飾受惠歐洲盃及美洲盃足球賽，營收年增雙位數；配件類營收年增 10%，表現回溫。

Originals 鞋款銷售強勁，上修 2024 全年展望

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。

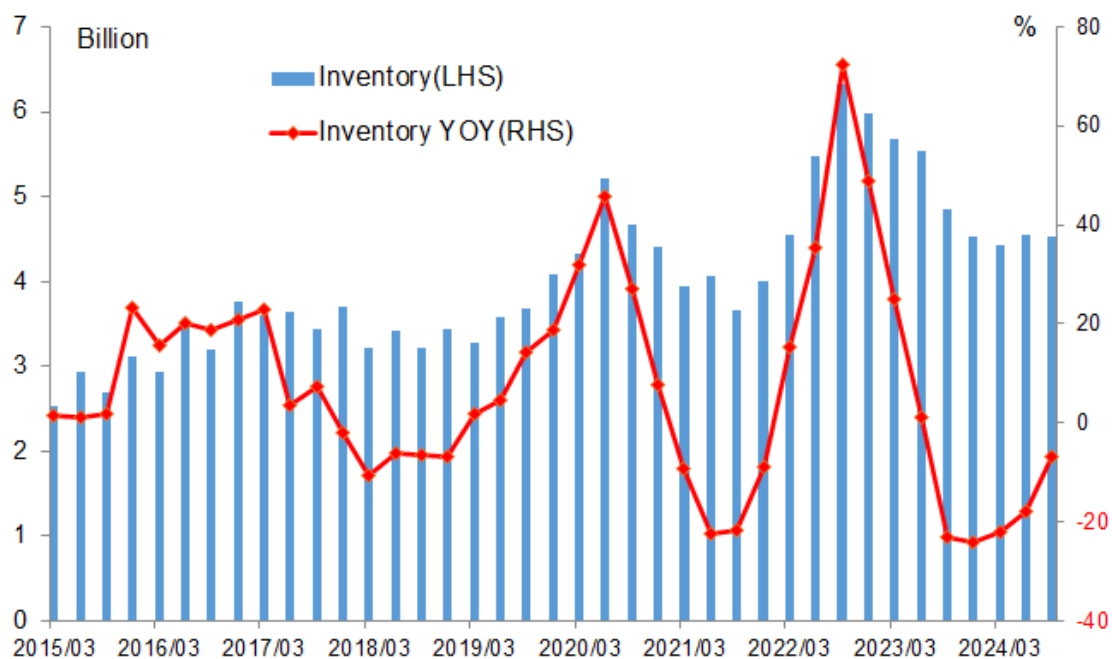
公司表示，從消費者和全球經銷商夥伴得到積極的回饋，Samba、Gazelle、Spezial、Campus 等 Originals 系列經典鞋款持續受到市場歡迎，展望正向，將 2024 年營收展望自年增高個位數上修至年增 10% (假設 Yeezy 庫存以成本價出清，將於 4Q24 貢獻 0.5 億歐元營收)，營業利益自 10 億歐元上修至 12 億歐元；各地區營收展望部分則維持上次展望不變。

圖 12：Adidas 營收及 YOY 趨勢圖



資料來源：Bloomberg、元大投顧整理

圖 13：Adidas 存貨及 YOY 趨勢圖



資料來源：Bloomberg、元大投顧整理

獲利調整與股票評價

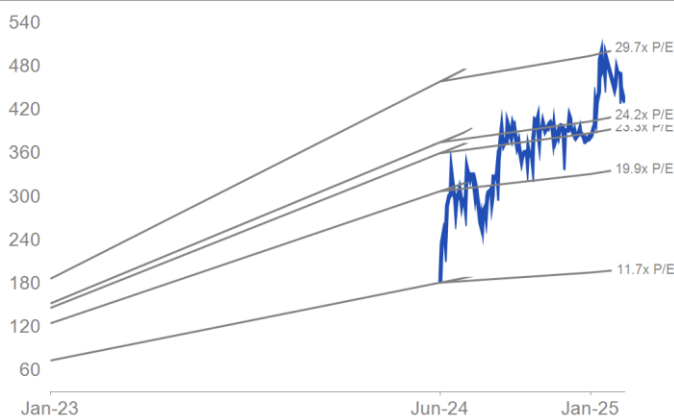
HOKA 訂單增長強勁，能見度高，成長確立，初次評等建議買進，目標價 550 元

來億 2024 年營收 376.90 億元，年增 34.5%，毛利率改善 6.6ppt 至 20.1%，營益率改善 7.0ppt 至 12.4%，營業利益增至 46.81 億元，年增 210.2%，業外匯兌利益貢獻約 4.74 億元，稅後 EPS 提升至 14.52 元，年增 131.7%。2024 年毛利率大幅提升，乃 2023 年來億終止與 Vans 合作，訂單量逐步降低，開工率滑落，加上中國關廠，支付一次性關廠費用及資遣費用，侵蝕毛利率顯著，基期較低，而 2024 年相關負面因素消除。

展望 2025 年，來自 HOKA 及 Adidas 訂單持續增長，也新增 New Balance 訂單，預估 2025 年營收提升至 476.23 億元，年增 26.4%，毛利率略減 0.1ppt 至 20.0%，營益率維持 12.4%，營業利益增至 59.03 億元，年增 26.1%，業外少了匯兌利益貢獻，稅後 EPS 提升至 16.67 元，年增 14.8%。展望 2026 年，HOKA、Adidas、New Balance 訂單都將續增，亦有潛在新客戶加入，成長趨勢延續，預估 2026 年營收 552.35 億元，年增 16.0%，毛利率改善 0.2ppt 至 20.2%，營益率改善 0.2ppt 至 12.6%，營業利益 69.44 億元，年增 17.6%，稅後 EPS 提升至 19.60 元，年增 17.6%，成長動能仍舊亮麗。

儘管來億 4Q24 毛利率受壓抑，惟考量：1) 4Q24 營業利益 12.7 億元，年增 99.2%，稅後 EPS 為 4.05 元，年增 46.9%，獲利動能依舊強勁；2) 2025 年 1 月營收續揚至 36.66 億元，年增 20.6%，創同期新高及歷史次高，動能延續；3) 預估 1Q25 營收 98.75 億元，年增 27.1%，稅後 EPS 為 3.30 元，年增 11.5%，而 2Q25 營收 123.44 億元，年增 26.4%，稅後 EPS 提升至 4.51 元，年增 4.7%，營收及獲利將同創單季新高；4) 受惠 HOKA 訂單增長強勁，Adidas 穩健成長，新增 New Balance 訂單逐漸放量，亦有潛在新客戶加入，來億訂單能見度高，預估 2025 年/2026 年稅後 EPS 各提升至 16.67 元/19.60 元，成長趨勢確立，初次評等建議買進，目標價設定在 550 元，以 2026 年稅後 EPS 給予 28 倍本益比推得。

圖 14：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：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
來德-KY	6890 TT	買進	430.0	3,249	6.26	14.52	16.67	68.6	29.6	25.8	--	131.7	14.8
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	73.0	108,035	3.3	3.7	2.1	22.4	19.6	35.0	(14.7)	14.3	(44.0)
ADIDAS	ADS GR	未評等	258.8	48,745	(0.7)	4.2	7.7	--	61.5	33.7	(153.6)	--	82.2
ASICS	UAA US	未評等	3803.0	18,961	48.1	89.1	109.0	79.0	42.7	34.9	77.3	85.1	22.4
Stella	1836 HK	未評等	17.5	1,891	1.4	1.6	1.7	12.6	10.7	10.0	19.5	17.8	6.5
安踏體育	2020 HK	未評等	84.9	31,773	4.1	4.9	5.2	20.9	17.5	16.3	27.1	19.7	6.9
申洲國際	2313 HK	未評等	59.9	11,764	3.3	4.1	4.7	18.0	14.6	12.8	(3.0)	23.5	13.4
華利實業	300979 SZ	未評等	66.9	11,047	2.7	3.3	3.8	24.4	20.1	17.5	(0.9)	21.2	15.3
國際同業平均					8.9	15.9	19.2	29.5	26.6	22.9	(6.9)	30.2	14.7
國內同業													
寶成	9904 TT	買進	37.6	3,387	3.6	5.2	4.8	10.4	7.2	7.8	(80.1)	44.8	(8.1)
豐泰	9910 TT	買進	123.5	3,733	5.0	5.7	6.9	24.5	21.7	17.9	(51.1)	12.7	21.3
百和	9938 TT	未評等	70.6	644	5.1	2.6	4.2	13.8	27.2	16.8	(0.1)	(49.0)	61.5
鈺齊-KY	9802 TT	未評等	136.0	837	7.9	6.9	9.8	17.3	19.6	13.8	(56.5)	(11.9)	41.9
國內同業平均					5.4	5.1	6.4	16.5	18.9	14.1	(46.9)	(0.9)	29.2

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 16：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
來德-KY	6890 TT	買進	430.0	3,249	7.0	18.8	19.3	80.66	92.71	102.89	5.3	4.6	4.2
國際同業													
NIKE	NKE US	未評等	73.0	108,035	34.6	39.1	23.4	9.0	9.1	8.6	8.1	8.0	8.5
ADIDAS	ADS GR	未評等	258.8	48,745	(2.4)	16.0	23.7	25.7	28.9	34.3	10.1	9.0	7.6
ASICS	UAA US	未評等	3803.0	18,961	18.8	31.3	33.4	279.9	278.7	357.3	13.6	13.7	10.6
Stella	1836 HK	未評等	17.5	1,891	14.4	15.7	16.0	10.4	10.6	11.0	1.7	1.6	1.6
安踏體育	2020 HK	未評等	84.9	31,773	23.8	23.0	21.8	20.4	22.7	25.4	4.2	3.7	3.3
申洲國際	2313 HK	未評等	59.9	11,764	14.3	17.1	17.8	24.1	24.8	26.9	2.5	2.4	2.2
華利實業	300979 SZ	未評等	66.9	11,047	22.6	22.4	22.3	13.0	15.6	17.7	5.2	4.3	3.8
國際同業平均					18.0	23.5	22.6	54.6	55.8	68.7	6.5	6.1	5.4
國內同業													
寶成	9904 TT	買進	37.6	3,387	8.3	10.1	7.7	42.8	46.9	50.2	0.9	0.8	0.8
豐泰	9910 TT	買進	123.5	3,733	21.0	22.8	25.8	23.5	24.8	27.2	5.3	5.0	4.5
百和	9938 TT	未評等	70.6	644	13.5	4.0	8.0	38.8	39.4	42.0	1.8	1.8	1.7
鈺齊-KY	9802 TT	未評等	136.0	837	12.0	10.8	14.4	65.1	71.3	76.2	2.1	1.9	1.8
國內同業平均					13.7	11.9	14.0	42.5	45.6	48.9	2.5	2.4	2.2

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 17：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	7,771	9,766	9,301	10,852	9,875	12,344	11,788	13,615	37,690	47,623
銷貨成本	(6,288)	(7,714)	(7,393)	(8,736)	(7,949)	(9,813)	(9,431)	(10,920)	(30,131)	(38,113)
營業毛利	1,483	2,052	1,907	2,116	1,926	2,530	2,358	2,696	7,559	9,510
營業費用	(603)	(766)	(663)	(846)	(755)	(932)	(884)	(1,035)	(2,878)	(3,606)
營業利益	881	1,286	1,244	1,270	1,170	1,599	1,474	1,661	4,681	5,903
業外利益	139	163	(31)	152	(10)	(13)	(12)	(14)	424	(47)
稅前純益	1,020	1,450	1,214	1,422	1,160	1,586	1,462	1,647	5,105	5,856
所得稅費用	(218)	(295)	(268)	(313)	(255)	(349)	(322)	(362)	(1,094)	(1,288)
少數股東權益	63	80	147	100	81	111	103	116	390	411
歸屬母公司稅後純益	739	1,075	798	1,009	824	1,126	1,038	1,169	3,620	4,156
調整後每股盈餘(NT\$)	2.96	4.31	3.20	4.05	3.30	4.51	4.16	4.69	14.52	16.67
調整後加權平均股數(百萬股)	249	249	249	249	249	249	249	249	249	249
重要比率										
營業毛利率	19.1%	21.0%	20.5%	19.5%	19.5%	20.5%	20.0%	19.8%	20.1%	20.0%
營業利益率	11.3%	13.2%	13.4%	11.7%	11.9%	13.0%	12.5%	12.2%	12.4%	12.4%
稅前純益率	13.1%	14.8%	13.1%	13.1%	11.8%	12.9%	12.4%	12.1%	13.5%	12.3%
稅後純益率	9.5%	11.0%	8.6%	9.3%	8.3%	9.1%	9.7%	9.4%	10.6%	9.6%
有效所得稅率	21.3%	20.4%	22.1%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	21.4%	22.0%
季增率(%)										
營業收入	--	25.7%	-4.8%	16.7%	-9.0%	25.0%	-4.5%	15.5%		
營業利益	--	46.0%	-3.3%	2.1%	-7.9%	36.7%	-7.8%	12.7%		
稅後純益	--	45.5%	-25.8%	26.4%	-18.3%	36.7%	-7.8%	12.6%		
調整後每股盈餘	7.5%	45.5%	-25.8%	26.5%	-18.4%	36.7%	-7.8%	12.7%		
年增率(%)										
營業收入	40.8%	28.6%	38.8%	32.3%	27.1%	26.4%	26.7%	25.5%	34.5%	26.4%
營業利益	632.3%	433.3%	144.1%	99.2%	32.8%	24.3%	18.5%	30.8%	210.2%	26.1%
稅後純益	1824.1%	302.0%	71.0%	66.5%	11.6%	4.8%	30.1%	15.9%	206.2%	13.9%
調整後每股盈餘	1597.2%	254.6%	50.9%	46.9%	11.5%	4.7%	30.0%	15.9%	131.7%	14.8%

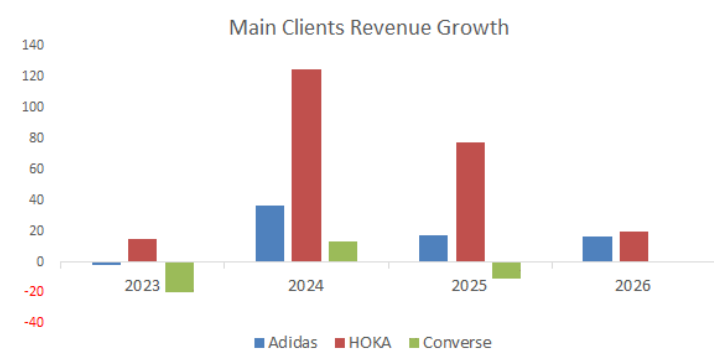
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

來億為專業製鞋廠

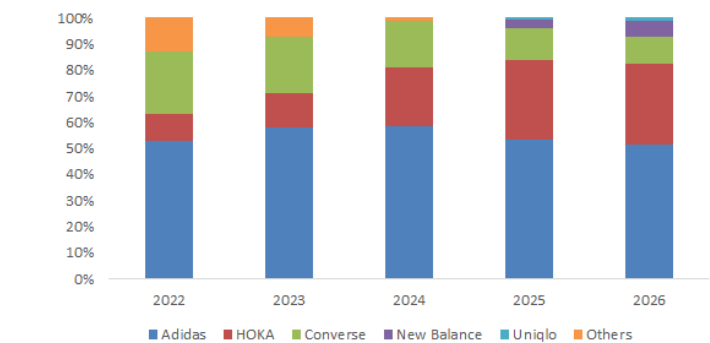
來億興業成立於 1987 年(開曼控股公司成立於 2021 年 6 月)，專業代工生產各類休閒鞋及運動鞋，2024 年底員工人數約 6.8 萬人；來億集團下轄之薩摩亞旺隆公司台灣分公司負責接單，集團下轄各控股子公司則為位於東南亞各地之生產工廠或研發中心，遍布越南/緬甸/印尼等國家，合計產能約 7,400 萬雙(2024 年底)，主要客戶包含 Adidas、HOKA、Converse 等。

圖 18：來億主要客戶營收 YOY



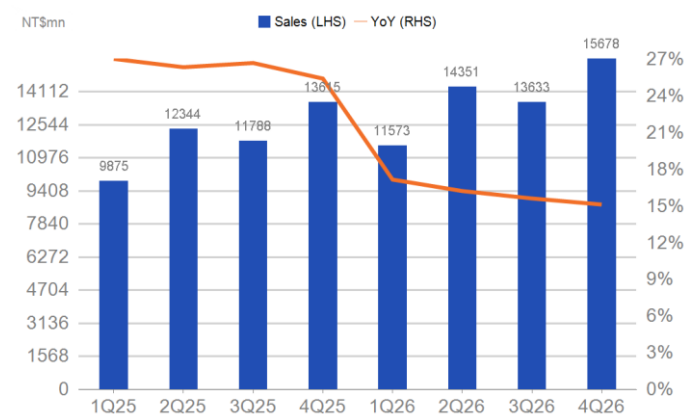
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：營收組成



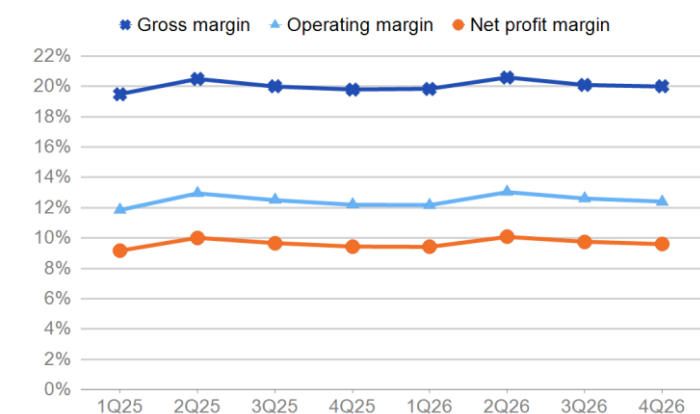
資料來源：公司資料

圖 20：營收趨勢



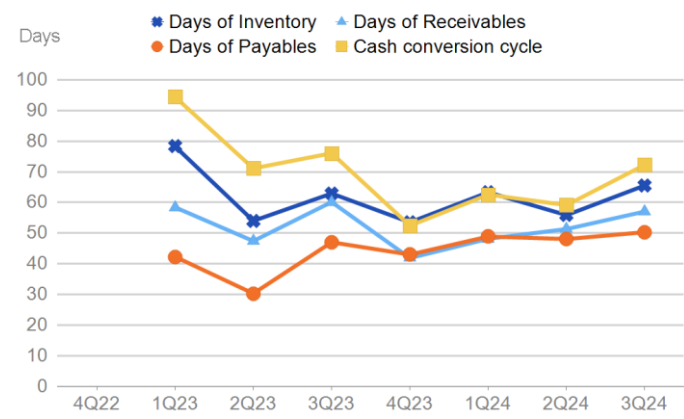
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：毛利率、營益率、淨利率



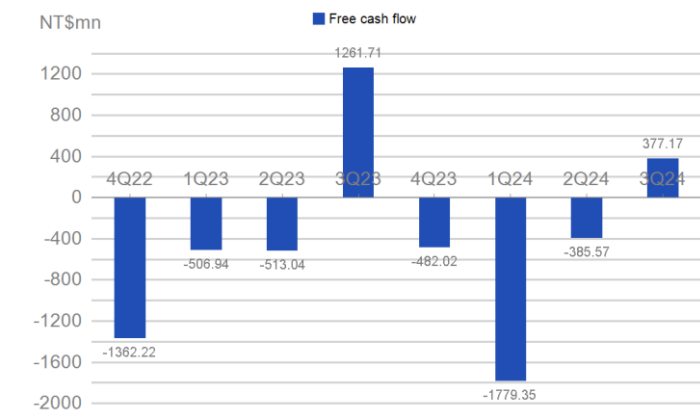
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

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	4,655	4,419	4,717	4,910	5,771
存貨	3,773	4,085	4,284	4,609	4,948
應收帳款及票據	3,965	3,484	3,677	3,995	4,290
其他流動資產	1,323	2,092	2,115	2,149	2,216
流動資產	13,715	14,080	14,794	15,662	17,225
採用權益法之投資	65	52	186	306	426
固定資產	9,852	11,000	12,815	14,287	15,466
無形資產	8	10	0	0	0
其他非流動資產	1,882	1,417	1,621	1,762	1,933
非流動資產	11,807	12,479	14,621	16,355	17,825
資產總額	25,522	26,559	29,415	32,017	35,050
應付帳款及票據	1,080	1,688	1,878	2,145	2,388
短期借款	2,544	3,760	3,769	3,810	3,866
什項負債	2,278	1,826	1,826	1,826	1,826
流動負債	5,902	7,274	7,473	7,781	8,081
長期借款	491	0	0	0	0
其他負債及準備	554	559	565	619	663
長期負債	1,045	559	565	619	663
負債總額	6,947	7,833	8,038	8,400	8,743
股本	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200
資本公積	12,662	12,662	12,662	12,662	12,662
保留盈餘	2,614	2,886	5,536	7,776	10,466
什項權益	82	(2)	(2)	(2)	(2)
歸屬母公司之權益	17,558	17,745	21,377	23,617	26,307
非控制權益	1,017	981	981	981	981
股東權益總額	18,576	18,727	21,377	23,617	26,307

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	2,716	1,310	4,010	4,567	5,373
折舊及攤提	1,385	1,465	1,480	1,865	2,162
本期營運資金變動	(2,153)	788	(202)	(375)	(391)
其他營業資產 及負債變動	5	(1,279)	(215)	(254)	(254)
營運活動之現金流量	1,954	2,283	4,683	5,392	6,406
資本支出	(1,362)	(2,523)	(3,294)	(3,337)	(3,341)
本期長期投資變動	(1)	(13)	(120)	(120)	(120)
其他資產變動	(353)	368	(215)	(254)	(254)
投資活動之現金流量	(1,716)	(2,168)	(3,593)	(3,616)	(3,659)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(1,407)	443	206	362	343
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(660)	(1,100)	(970)	(1,916)	(2,200)
其他調整數	(22)	(33)	(215)	(254)	(254)
融資活動之現金流量	(2,089)	(690)	(792)	(1,584)	(1,885)
匯率影響數	484	340	0	0	0
本期產生現金流量	(1,367)	(236)	298	193	862
自由現金流量	591	(240)	1,389	2,055	3,065

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	31,338	28,016	37,690	47,623	55,235
銷貨成本	(25,648)	(24,243)	(30,131)	(38,113)	(44,106)
營業毛利	5,691	3,773	7,559	9,510	11,129
營業費用	(2,366)	(2,264)	(2,878)	(3,606)	(4,186)
推銷費用	(617)	(464)	(557)	(703)	(818)
研究費用	(650)	(619)	(685)	(857)	(994)
管理費用	(1,099)	(1,185)	(1,633)	(2,046)	(2,373)
其他費用	(1)	3	(4)	0	0
營業利益	3,324	1,509	4,681	5,903	6,944
利息收入	36	97	35	41	50
利息費用	0	0	(113)	(231)	(271)
利息收入淨額	36	97	(78)	(190)	(221)
投資利益(損失)淨額	(15)	0	(4)	0	0
匯兌損益	0	0	174	0	0
其他業外收入(支出)淨額	251	268	0	0	0
稅前純益	3,597	1,874	5,105	5,856	6,889
所得稅費用	(881)	(564)	(1,094)	(1,288)	(1,515)
少數股權淨利	210	(69)	390	411	484
歸屬母公司之稅後純益	2,505	1,378	3,620	4,156	4,889
稅前息前折舊攤銷前淨利	5,103	3,536	6,506	7,530	8,829
調整後每股盈餘 (NT\$)	11.39	6.26	14.52	16.67	19.60

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	57.0	(10.6)	34.5	26.4	16.0
營業利益	374.8	(54.6)	210.2	26.1	17.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	169.4	(30.7)	84.0	15.7	17.3
稅後純益	1047.3	(51.8)	206.2	13.9	17.6
調整後每股盈餘	1047.3	(51.8)	131.7	14.8	17.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	18.2	13.5	20.1	20.0	20.2
營業利益率	10.6	5.4	12.4	12.4	12.6
稅前息前淨利率	11.5	6.7	13.3	11.9	12.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	16.3	12.6	17.3	15.8	16.0
稅前純益率	11.5	6.7	13.5	12.3	12.5
稅後純益率	8.0	4.9	10.6	9.6	9.7
資產報酬率	11.1	5.0	13.6	14.3	15.3
股東權益報酬率	15.8	7.0	18.8	19.3	20.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	37.4	41.8	37.6	35.6	33.2
淨負債權益比(%)	(8.7)	(3.5)	(4.4)	(4.7)	(7.2)
利息保障倍數 (倍)	--	--	(64.2)	(29.7)	(30.2)
流動比率 (%)	232.4	193.6	198.0	201.3	213.2
速動比率 (%)	168.5	137.4	140.6	142.1	151.9
淨負債 (NT\$百萬元)	(1,620)	(659)	(948)	(1,100)	(1,905)
調整後每股淨值 (NT\$)	79.81	80.66	92.71	102.89	115.11
評價指標 (倍)					
本益比	37.8	68.6	29.6	25.8	21.9
股價自由現金流量比	1304.9	-77.5	77.2	52.2	35.0
股價淨值比	5.4	5.3	4.6	4.2	3.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	--	28.7	16.5	14.2	12.1
股價營收比	3.0	3.4	2.8	2.3	1.9

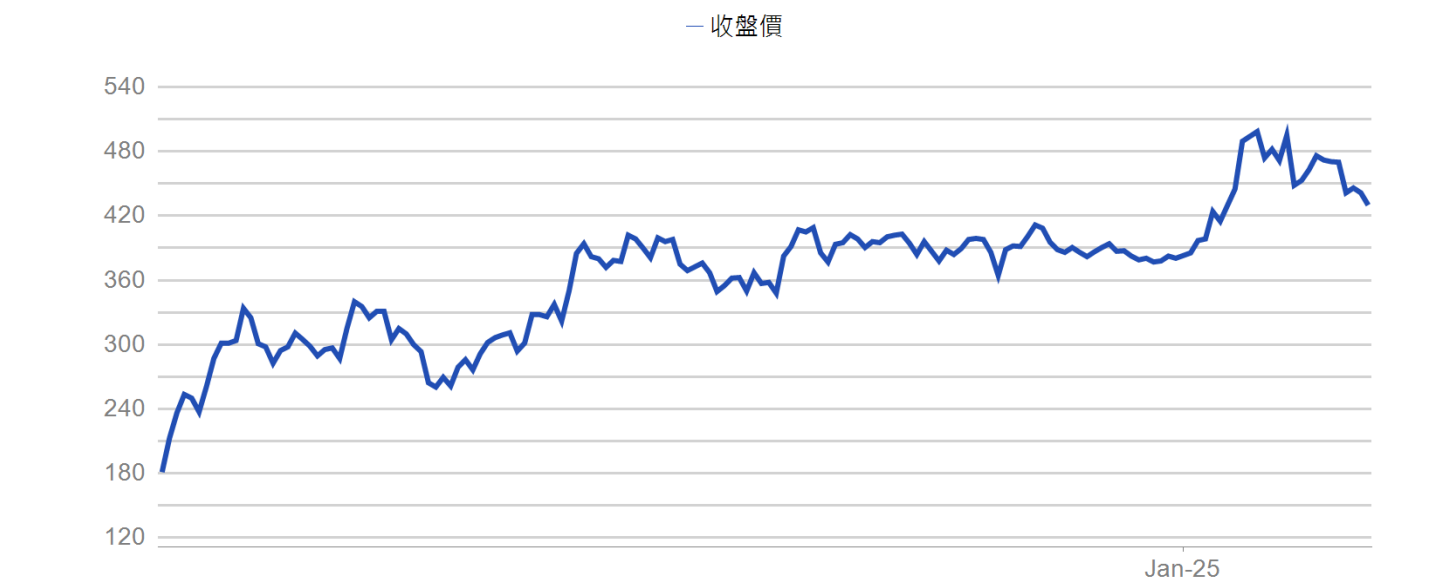
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

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。

來億-KY (6890 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

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>.