



2025/3/11

產業類別	其他
投資建議	買進 
收盤價	目標價
NT\$ 380.00	NT\$ 560.00

本次報告：法說會

交易資料

潛在報酬率 (%)	47.37
52 週還原收盤價區間 (NT\$)	181.22-498.50
市值 (NT\$百萬元)	94770
市值 (US\$百萬元)	2,879
流通在外股數 (百萬股)	249.00
董監持股 (%)	49.34
外資持股 (%)	92.11
投信持股 (%)	2.36
融資使用率 (%)	1.11

財務資料

	2024
股東權益 (NT\$百萬元)	24,400
ROA (%)	12.59
ROE (%)	18.12
淨負債比率 (%)	25.71

公司簡介

來億集團最初於 1987 年成立，總部位於台中市，而控股公司來億興業股份有限公司於 2021 年 6 月設立於英屬開曼群島，專業生產各種高級的休閒鞋(加硫鞋)/運動鞋(冷貼鞋)/特殊功能鞋，透過不斷創新技術自我提升，深受客人信賴與肯定，公司規模逐漸茁壯，員工人數已達 6.5 萬人。

主要客戶：Adidas、Converse、Hoka
主要競爭對手：寶成、志強-KY

林其美 iris.lin@sinopac.com

來億-KY (6890 TT)

新、舊客戶齊揚，營運處於成長期

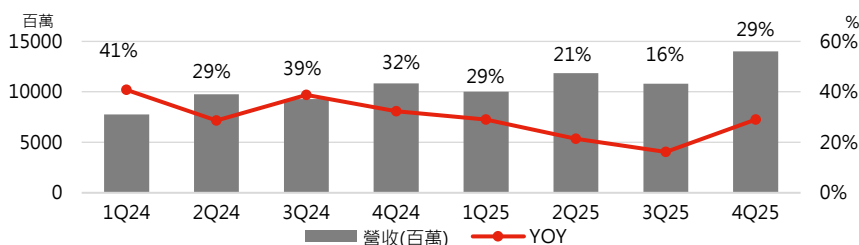
永豐觀點

新、舊客戶持續成長，未來兩年來億營運處於成長期，每年營收將成長兩成。

投資評價與建議

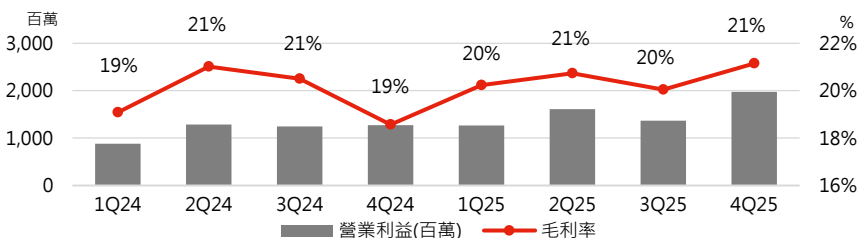
維持買進建議：原因為：(1) 2024 年台灣上市 OSM 鞋廠營收成長率高於行業，顯示整體滲透率提升，其中近年來億營收相對同業穩定且成長率高，(2) 來億客戶結構堅實且成長性高，Adidas 與 Hoka 未來仍享有雙位數成長，此外今年增添 New Balance 新客戶後，後續還有增加新客戶的機會，公司未來兩年滲透率在提升當中，(3) 公司掌握鞋底生產技術與配方，並且投入自動化製程，不斷精進生產效率，(4) 產能擴充積極，加以訂單成長性高，未來兩年每年將成長 20%。在評價方面，隨著獲利快速躍升，公司 ROE 快速回升，且未來兩年仍保持相對同業較高的成長動能，維持買進建議，目標價為 560 元(24 X 2026 EPS)。

近八季營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Mar. 2025

近八季營業利益及毛利率趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Mar. 2025

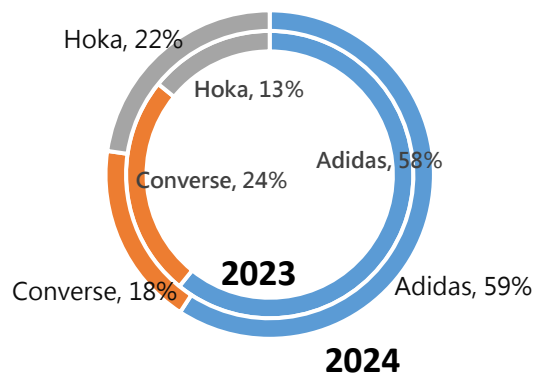
✍ 營運現況與分析

來億集團最初於 1987 年成立，總部位於台中市，由董事長鐘德禮、總經理林昌永等股東共同成立，而控股公司來億興業股份有限公司於 2021 年 6 月設立於英屬開曼群島，專業生產各種高級的休閒鞋(加硫鞋)/運動鞋(冷貼鞋)/特殊功能鞋，透由不斷創新技術自我提升，深受客人信賴與肯定，公司規模逐漸茁壯，員工人數已達 6.5 萬人。

1980~1990 國內鞋廠紛紛至海外投資設廠，1990 年來億至越南胡志明市成立第一家在海外投資之子公司樂億，為 Adidas 指定之全球唯一加硫鞋生產商，2004 年之後陸續又陸續於越南設立 5 家子公司，2014 年於緬甸設 1 子公司，2021 年再度至印尼設廠。2024 年集團總出貨 7553 萬雙，較前一年成長 25.3%，其中越南出貨占比 91%、緬甸 7%、中國 1%、印尼 1%。

現階段公司主要客戶為 Adidas、Converse、Hoka、Uniqlo、Teva 等眾多國際知名品牌，2024 年佔營收比重分別為 58.6%、17.94%與 22.47%。在銷售區域方面，美國佔比約 30%、中國約占比 7%、歐洲佔 30%、其他包括亞洲、美洲等地約佔 33%。

圖一：來億 2023 年與 2024 年主要客戶佔營收比重



資料來源：公司；永豐投顧研究處整理及預估，Mar. 2025

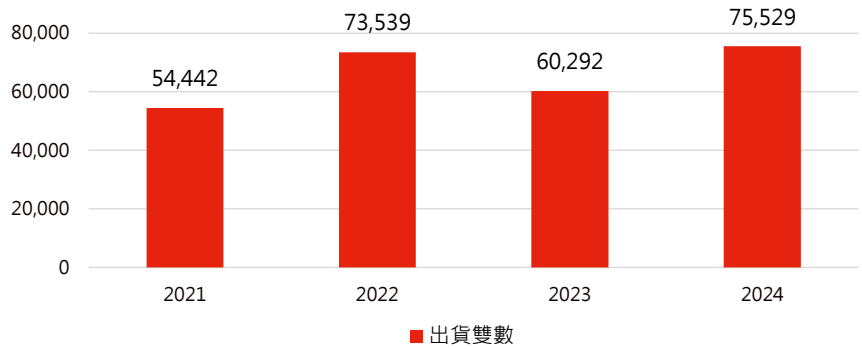
圖二：來億出貨的鞋款



資料來源：公司；永豐投顧研究處整理及預估，Mar. 2025

圖三：來億歷年出貨雙數

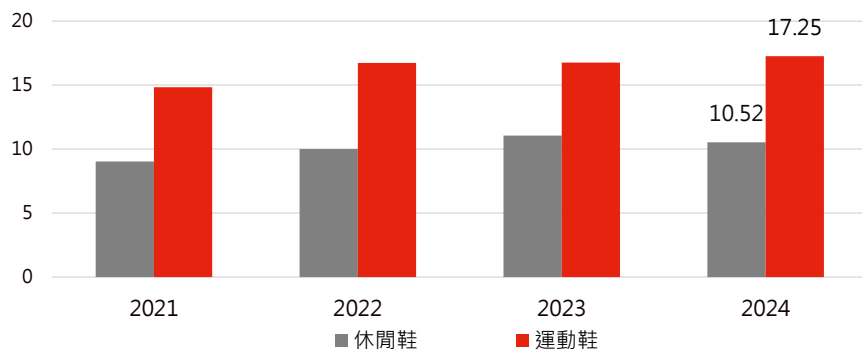
單位：千雙



資料來源：公司；永豐投顧研究處整理及預估，Mar. 2025

圖四：來億歷年出貨平均單價

單位：美元



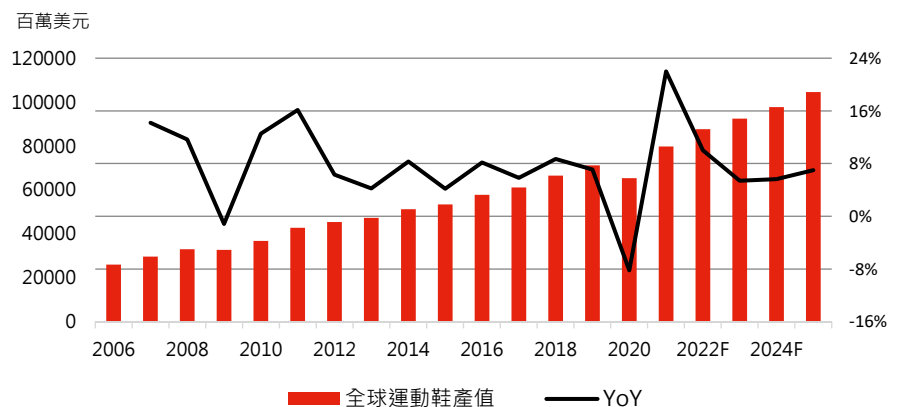
資料來源：公司；永豐投顧研究處整理及預估，Mar. 2025

運動鞋市場回顧與展望

全球運動鞋年複合成長率 6.6%，2025、2026 年正向看待

據統計，全球運動鞋市場有 800-1000 億美元的規模，過去十二年複合成長率 6.6%，2020-2023 年歷經 Cov-19 疫情肆虐、東南亞停工與後續搶運風潮，行業景氣上下波動，2024 年庫存去化暫告一段落、市場需求回穩後，行業回到穩健成長的趨勢。展望 2025、2026 年，品牌持續茁壯與 2026 年迎來世足賽，預料行業產值仍將穩健成長。

圖五：全球運動鞋產值

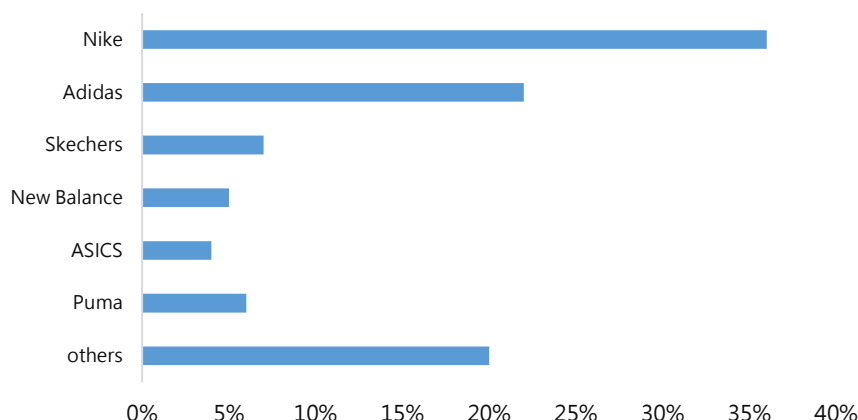


資料來源：永豐投顧研究處整理及預估，Mar. 2025

在品牌中 Adidas 走出陰霾、Hoka 展露頭角

全球運動鞋市場品牌中，Nike 與 Adidas 為前兩大品牌，兩者合計市占率達六成，其他品牌市占率在 10% 以下。龍頭老大 Nike 2024 年正在進行現正進行通路與產品組合的重新定位，短期營運進入調整階段；Adidas 2024 年逐漸擺脫前幾年的高庫存、Yeezy 終止合作的低潮，轉型露出曙光，2024 年營收成長 11%，2025 年持續樂觀看待；跑鞋後起之秀 Hoka 近幾年逐漸展露頭角，2024 年(calender year) 營收成長 30%，預料 2025 年仍將保持成長。

圖六：全球運動鞋品牌市占率



資料來源：永豐投顧研究處整理及預估，Mar. 2025

表一：主要品牌近幾年(calender year)營收成長率

	Nike	Adidas	Hoka	ASICS	Puma	Skechers
2018	9.7%	3.3%	46.7%	-3.3%	12.4%	11.5%
2019	7.1%	7.9%	54.0%	-2.2%	18.4%	12.5%
2020	-6.2%	-22.0%	55.9%	-13.0%	-4.9%	-11.6%
2021	21.0%	15.2%	58.5%	22.9%	30.0%	36.8%
2022	6.0%	6.0%	64.9%	19.9%	24.4%	18.0%
2023	5.0%	-4.8%	29.0%	17.7%	1.6%	7.5%
2024	-5.0%	11.0%	30.4%	18.9%	-2.0%	12.1%

資料來源：各公司；永豐投顧研究處整理，Mar. 2025

上市台灣 ODM 鞋廠滲透率提升，其中以來億營收相對穩定且成長率高

全球運動鞋 ODM 中，台廠約占七成，上市掛牌的鞋廠包括寶成的裕元、豐泰、志強 KY、鈺齊、來億 KY 五家，除豐泰以 Nike 為主要客戶外，其他廠商皆採多品牌客戶策略。2024 年多數鞋廠擺脫 2023 年的谷底，營收明顯回升，寶成的裕元、志強 KY、來億 KY 2024 年營收皆成長 10%，高於行業的成長幅度，顯示上市的台廠總體滲透率在提升當中，其中以來億營收成長 35% 居冠。展望 2025 年，多數業者皆認為營收將雙位數成長，其中來億將成長兩成，已連續兩年高成長。

表二：台灣上市 ODM 鞋廠營收成長率

	寶成製鞋	豐泰	志強 KY	來億 KY	鈺齊 KY
代碼	9904 TT	9910 TT	6768 TT	6890 TT	9802 TT
2021	-1.6%	2.0%	-8.7%	-22.0%	37.0%
2022	26.2%	36.3%	50.2%	57.0%	55.6%
2023	-18.4%	-10.5%	-23.1%	-10.6%	-30.1%
2024	11.1%	2.0%	30.0%	34.5%	-13.5%
2025F	個位數成長	<5%	15.0%	20.0%	20%以上

資料來源：各公司；永豐投顧研究處整理與預估，Mar. 2025

來億競爭利基

為國際運動品牌商鞋類的主要供應商，且合作關係穩固：公司主要客戶為 Adidas、Converse、Hoka、Uniqlo 等，其中 Adidas 佔營收比重 58%。公司是 Adidas 前五大供應商，主要生產 originals 型款，近期熱銷鞋款 Samba 公司是供應商之一，公司與 Adidas 合作可追溯至 1990 年，雙方合作已三十年以上。至於 Hoka 鞋款，是近幾年後起之秀，公司是前兩大供應商之一，生產產品包括 Bondi 和 Clifton 兩大系列，雙方合作已達十年，在雙方快速成長的路上互相助伴。另外公司近年也取得與 Uniqlo 獨家合作生產運動鞋，目前 Uniqlo 運動鞋仍在試水溫階段。

具產能規模，產能在台廠上市公司中排名第三：公司產能規模達 1.02 億雙，僅低於寶成的 2.3-2.5 億雙、豐泰的 1.3-1.5 億雙，在上市公司中排名第三。2024~2026 年公司在印尼將陸續有新產能開出，產能仍在擴充當中，充足的產能規模使其成為品牌商重要的合作伙伴，因能配合品牌商中長期營運成長所需的產能，因此公司乃是 Converse、Adidas、Hoka 的中長期主要供應商。另外，有充足的產能能讓公司承接臨時急單或接洽新客戶，增加運營的靈活性，2024 年下半年公司產能滿足 New Balance 需求，是公司順利取得該新客戶訂單的原因之一。

具有硫化製程能力：休閒鞋屬於加硫鞋，此乃是將鞋面與橡膠底部透過高溫高壓加硫方式貼合，兩種不同材質的物質能巧妙貼合核心技術莫過於硫化鞋膠接著的訣竅，公司擁有加硫鞋的生產經驗與製程。另外，生產防水鞋使用 Gortex 材質+硫化製程，防水係數加強且穩固性高，一改過去高溫高壓的加硫製程會傷害 Gortex 材質的缺點，與品牌方鞋款的合作有穩固的 pipeline。

自主掌握鞋底部化工/配方的研發能力：鞋子中底對於整雙鞋子的舒適性、支撐性和緩震性起著至關重要的作用，目前材料多採用 EVA 或 TPU 來發泡製成，公司 EVA 中底掌握其配方，保障鞋底的穩定性。另外，新一代中底採用 TPU 超臨界發泡，屬於物理性發泡，將超臨界狀態的二氧化碳或氮氣替代有機發泡劑，進行發泡的工藝技術，可是鞋底更輕、回彈係數更好。在鞋底製程方面，公司研發 EVA & 橡膠一體成型/CO MOLD 的技術，藉此 CO MOLD 中底、大底自動黏合，過程中進料與取貨皆由機器手臂完成，大幅減少生產線上所需的人力

投入自動化製程以及精進製程工序：製鞋廠管理能力與生產效率息息相關，公司持續優化生產流程，並注入自動化的量產工序，目前在鞋面裁斷、印刷、針車、橡膠大底射出均可進行自動化，有效減少材料浪費、節省人工、節省生產費用。另外製程工序上也持續精進、提升生產效率，賺管理財。

來億成長動能

主要客戶自己本身成長：公司主要客戶包括 Adidas(佔營收比重 58.6%)、Converse(17.9%)、Hoka(22.5%)，Adidas 2023 年進行轉型，2024 年營收重回雙位數成長 11%(2023 年營收衰退 4.8%)，2025 年仍有機會維持雙位數成長；Hoka 在財年 2023~2025 年營收成長幅度分別達 58%、28%與 24%，預料 2026 財年仍將持續成長。客戶自己本身成長顯示其在運動鞋市場市佔率的提升，供應鏈皆因此受惠。

來億在主要客戶滲透率的提升：來億 2024 年出貨給 Adidas 營收成長 36.5%、Hoka 成長 125.3%、Converse 成長 1.5%，成長幅度皆高於客戶本身營收的成長，因此推測來億在這些客戶的滲透率可能有所提升，代工鞋款款數上增長，亦有可能公司承接的鞋款熱賣。

來億持續增添新客戶：2024 年下半年增添 New Balance 新客戶，該客戶 2024 年業績亮麗，營收約 78 億美元、成長 20%，銷售佳績引發對供應鏈產能需求的增加，來億有眾多知名品牌堅實的生產基礎，另外充足產能提供亦符合 NB 的需求，乃打入 NB 供應鏈中。預估 2025 年來億可出貨給 NB 250-300 萬雙，1~2 年內可成長至 1200 萬雙，NB 原有供應商包括寶成，以及即將上市的中傑。除了上述客戶之外，來億目前正在接洽其他前十大品牌，有機會後續再增添 1-2 個新客戶。

與品牌方合作設立開發中心：公司目前與 Adidas、Converse、Hoka 皆設有研發中心，2026 年公司預計與 Adidas 及 Hoka 再設研發中心，此舉顯示品牌方中長期持續拓展鞋款，以及來億與品牌方合作深化。

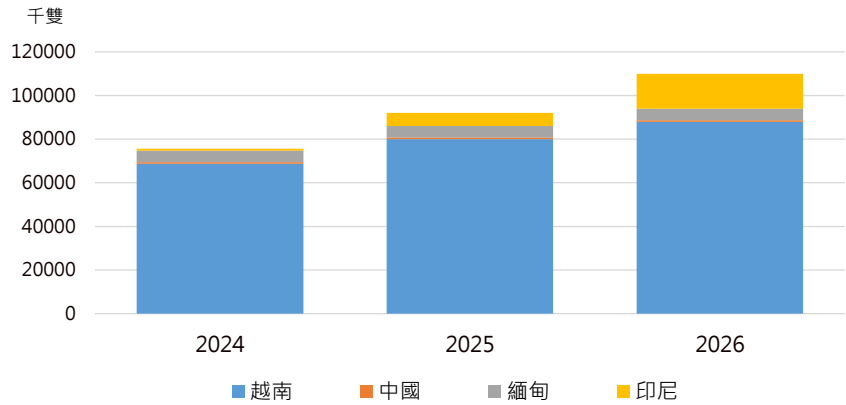
未來兩年每年出貨成長 20%：2024 年公司出貨 7553 萬雙鞋，在上述的成長動能下，2025 年預估可出貨 9000-9200 萬雙，其中 Adidas 產能由 2024 年的 4500 萬雙成長至 5100 萬雙，成長幅度約 13%，Hoka 產能由 1200 萬雙成長至 2000 萬雙，成長 67%，Converse 則維持在 1900-2000 萬雙，新客戶 New Balance 2025 年可出貨 250-300 萬雙。展望 2026 年，公司為 Adidas 在印尼擴充產能，並為 Adidas 與 Hoka 設立開發中心、加深合作關係，出貨給 New Balance 可再增加 400 萬雙，整體 2026 年在產能擴張、訂單持續成長下，預估出貨可達 1-1.2 億雙。

營業利率穩健提升：鞋廠營業利率與產能利用率、生產效率息息相關，公司中長期維持高產能利用率與精進製程工序，將有利於營業利率的穩健提升，不過近 1、2 年來億擴增新廠與新客戶，初期可能會略微影響毛利率，跨過學習曲線後有助於毛利率回穩。

來億資本支出持續擴增-印尼產能比重提升

資本支出方面，2024 年資本支出約 20 億元，預計 2025 年將達到 50 億元，這當中包含土地與建物支出，主要是在印尼與越南擴線，以及擴大與品牌商合作的開發中心設立，目前品牌商希望合作夥伴到印尼擴廠，公司也會增加印尼的資本支出。擴充產能意味著與品牌商中長期合作將加廣加深，預計 2025 年與 2026 年公司成長幅度將分別達 20%。

圖七：來億產能趨勢



資料來源：公司；永豐投顧研究處整理及預估，Mar. 2025

財務預估

2024 年運動鞋 ODM 行業因庫存去化、訂單回升，來億獲利從 2023 年的谷底快速翻揚，預估 2024 年合併營收為 376.9 億元(+34.53%YoY)，營業利益 46.84 億元，稅後淨利 38.18 億元(+177%YoY)，EPS 為 15.31 元。2025 年接續 2024 年訂單回升，加以增添新客戶，出貨量從 7553 萬雙成長至 9000-9200 萬雙，故預估 2025 年合併營收為 466.86 億元(+23.87%YoY)，營業利益 62.13 億元，稅後淨利 48.53 億元(+27.1%YoY)，EPS 為 19.46 元。2026 年新、舊客戶訂單持續成長下，出貨量將從 9000-9200 萬雙成長至 1-1.2 億雙，預估 2026 年合併營收為 562.32 億元(+20.45%YoY)，營業利益 76.11 億元，稅後淨利 58.2 億元(+19.93%YoY)，EPS 為 23.34 元。

對來億評價

我們認為來億客戶結構堅實且成長性高、未來還將繼續增加新客戶，搭配產能擴充積極，未來兩年成長性明確且成長性較高，故我們給予較高的 PE，維持買進建議，目標價為 560 元(24 X 2026 EPS)。

表三：台灣上市 ODM 鞋廠評價表

股號	股名	市值(百萬 NT)	EPS			評價面	
			2023	2024(F)	2025(F)	目前 PE	歷史 PE 區間
6890	來億-KY	116,470	5.53	15.31	19.46	20	11~27
9904	寶成	112,273	3.61	5.41	5.64	6	5~21
6768	志強-KY	31,814	2.78	8.15	10.03	13	7~25
9910	豐泰	132,323	5.04	5.93	6.2	21	15~38
9802	鈺齊-KY	30,651	7.84	6.85	9.54	13	6~28

資料來源：永豐投顧研究處整理與預估；Mar. 2025

附表一：當年度損益表

單位：百萬元	25Q1F	25Q2F	25Q3F	25Q4F	2025F
營業收入	10,020	11,857	10,806	14,003	46,686
營業毛利	2,027	2,459	2,167	2,962	9,616
營業利益	1,265	1,608	1,365	1,974	6,213
稅前淨利	1,325	1,673	1,445	2,059	6,503
稅後純益	986	1,245	1,082	1,540	4,853
稅後 EPS (元)	3.95	4.99	4.34	6.17	19.46
營收 QoQ 成長率	-7.66	18.33	-8.86	29.59	--
營收 YoY 成長率	28.96	21.41	16.19	29.05	23.87
毛利率	20.23	20.74	20.05	21.15	20.60
營益率	12.62	13.56	12.63	14.10	13.31
稅後純益率	9.84	10.50	10.01	11.00	10.39

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Mar. 2025

附表二：五個年度損益表

單位：百萬元	2021	2022	2023	2024	2025F
營業收入	19,961	31,338	28,016	37,690	46,686
%變動率	--	57.00	-10.60	34.53	23.87
營業毛利	2,590	5,691	3,773	7,459	9,616
毛利率 (%)	12.98	18.16	13.47	19.79	20.6
營業淨利	700	3,324	1,509	4,684	6,213
稅前淨利	644	3,597	1,874	5,270	6,503
%變動率	--	458.72	-47.89	181.22	23.4
稅後純益	221	2,505	1,378	3,818	4,853
%變動率	--	1,034.52	-44.99	177.04	27.11
稅後 EPS * (元)	1.00	11.39	6.26	16.13	19.46
市調 EPS * (元)	--	--	--	15.09	19.51
PER (x)	380.00	33.36	60.70	23.56	19.53
PBR (x)	5.56	4.76	4.71	3.88	3.52
每股淨值 * (元)	68.35	79.81	80.66	97.84	107.84
每股股利 (元)	--	--	4.41	9.00	--
殖利率 (%)	--	--	0	2.37	--

* 以目前股本計算

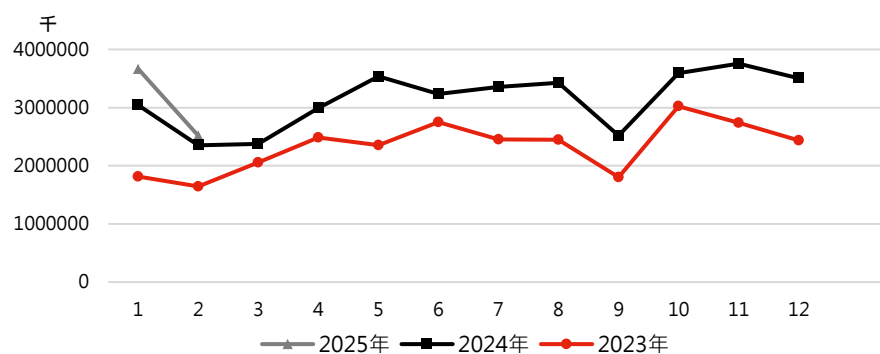
資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Mar. 2025

營運基本資料

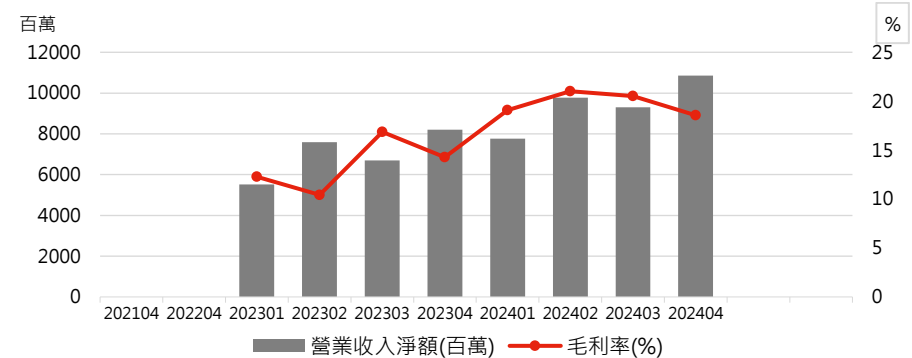
同業比較

代號	公司	投資建議	目前股價	市值(億)	稅後 EPS		PE		PB	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025

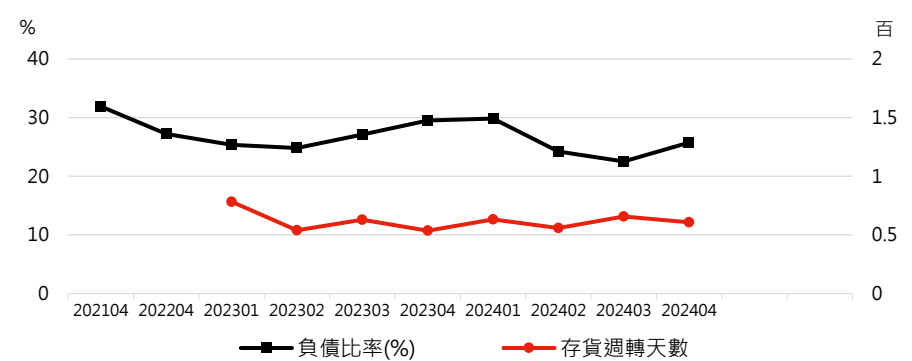
近三年單月營收狀況



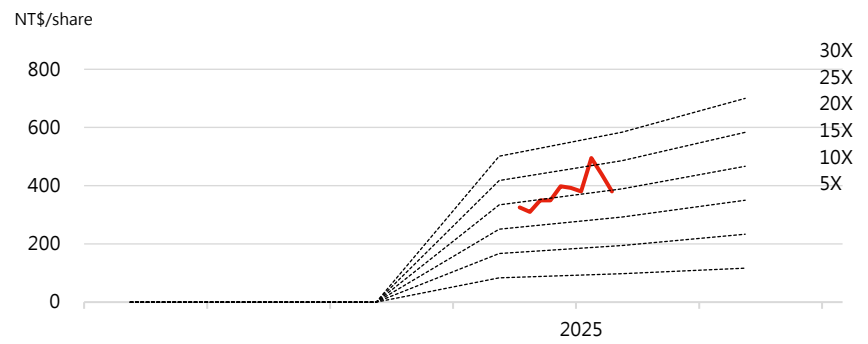
近三年單季營收 VS 毛利率趨勢圖



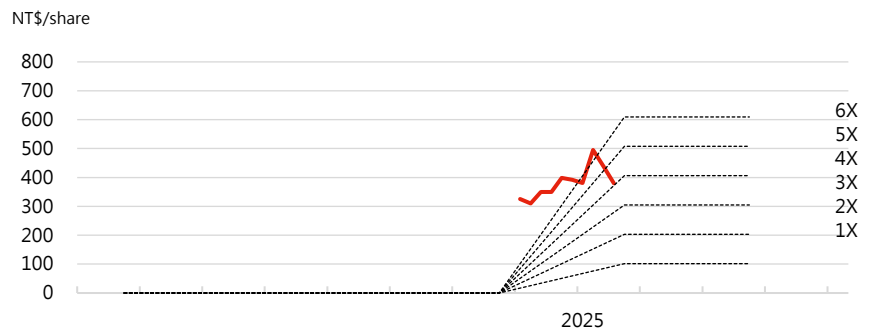
負債比率 VS 存貨周轉天數



歷史 PE 圖



歷史 PB 圖



臺北	永豐證券投資顧問股份有限公司 臺北市忠孝西路一段 80 號 14 樓 電話：(886-2) 2361-0868	永豐金證券股份有限公司 臺北市重慶南路一段 2 號 17 樓 電話：(886-2) 2311-4345
----	---	---

香港	永豐金證券(亞洲)有限公司 香港銅鑼灣新寧道 1 號 7 樓 電話：(852) 2586-8288
----	---

上海	永豐金證券(亞洲)有限公司上海代表處 中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A-2 室 電話：(86-21) 6228-8220
----	---

責任聲明

本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

110 年金管投顧新字第 024 號

SinoPac 投資評等

B：Buy 買進：未來 12 個月該股票表現將優於大盤

N：Neutral 中立：未來 12 個月該股票表現將與大盤一致

S：Sell 賣出：未來 12 個月該股票表現將落後大盤

Analyst Certification:

For each company mentioned in this research report, the respective analyst(s) who cover the company certifies (certify) that all of the views expressed in this research report accurately reflect his (their) personal views about any and all of the subject issuer(s) or securities. The analyst(s) also certifies (certify) that no part of her (their) compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or view(s) in this report.

SinoPac Research Stock Rating System:

Buy: We think the stock will outperform the broader market over the next 12 months.

Neutral: We think the stock will perform in line with the broader market over the next 12 months.

Sell: We think the stock will underperform the market over the next 12 months.

Global Disclaimer:**Important Disclosures for U.S. Persons**

This research report was prepared by SinoPac Securities Corporation (SinoPac), a company authorized to engage in securities activities in Taiwan. SinoPac is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Auerbach Grayson & Company, 20 Wall West 55th Street, New York, NY 10019, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through SinoPac. Auerbach Grayson & Company accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Auerbach Grayson & Company and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Ownership and Material Conflicts of Interest

Auerbach Grayson & Company or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Auerbach Grayson & Company, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Auerbach Grayson & Company is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication.

Compensation and Investment Banking Activities

Auerbach Grayson & Company or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither SinoPac nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

SinoPac may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of SinoPac.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by SinoPac with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of SinoPac and SinoPac accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.