

聯發科 (2454 TT) MediaTek

旗艦產品進展重大突破，超乎預期

買進 (調升評等)

目標價 (12 個月) : NT\$1300.0

收盤價 (2024/02/27) : NT\$1115.0

隱含漲幅 : 16.6%

營收組成 (4Q23)

行動裝置約占 53% · Smart Edge 約占 39% · PMIC 約占 8%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	1300.0	990.0
2024年營收 (NT\$/十億)	514.5	498.3
2024年EPS	57.7	55.0

交易資料表

市值	NT\$1,783,670百萬元
外資持股比率	61.0%
董監持股比率	2.7%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$218.13
負債比	41.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	548,796	433,446	514,480	629,584
營業利益	126,788	71,799	94,422	122,128
稅後純益	118,141	76,979	91,649	114,877
EPS (元)	74.62	48.50	57.68	72.29
EPS YoY (%)	5.7	-35.0	18.9	25.3
本益比 (倍)	14.9	23.0	19.3	15.4
股價淨值比 (倍)	4.1	4.7	5.1	4.2
ROE (%)	27.1	20.3	26.5	27.1
現金殖利率 (%)	6.8%	4.9%	4.2%	5.2%
現金股利 (元)	76.01	55.00	46.37	58.12

張智彥

Jorge.Chang@Yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

元大觀點

◆ 旗艦型 SoC 產品進展大幅優於本中心預期，有望提升對韓國代工客戶市佔。

◆ Smart Edge 業務趨近底部，WiFi 7 為下一波動能。

◆ 旗艦產品展望樂觀，調升至買進，新目標價 1300 元，係基於 20 倍 2024-25 年預估平均每股盈餘推得。

年初至今營收達成率略優於本中心預期，受惠於智慧型手機拉貨需求強勁

聯發科一月營收 445 億元，月增 2%、年增 99%，達成本中心及市場預期 35.5%/35.9%，略優於本中心及市場預期。我們認為此乃受惠於智慧型手機需求維持強勁，在中國市場尤其如此。由於中國智慧型手機需求在農曆春節後維持相對穩定，因此我們對於手機需求延續性較不擔憂。

旗艦型 SoC 產品進度大幅優於本中心預期

聯發科表示，2023 年旗艦型 SoC 產品營收已超過 10 億美元。展望 2024 年，本中心預期公司將迎更多商機，不僅智慧型手機，韓系平板也將採用其旗艦型 SoC 產品。此外，2024 年現有中國代工客戶如 Vivo 規劃採用新 3nm 天璣 9400 系列產品；我們認為韓國代工客戶也有高機率採用天璣 9300。綜上，本中心預期有望提升聯發科市占率，2024 年將貢獻約 6% 營收。

Smart Edge 業務趨近底部，WiFi 7 為下一波動能

雖公司受消費性產品進入淡季影響，1Q24 Smart Edge 營收將呈季持平，但本中心認為客戶庫存修正告終。我們也已經看到一些網通急單，認為聯發科已增加 2Q24 投片量。受惠 WiFi 7 導入及 5G 滲透率提升，預期未來將推動物聯網業務成長。網通業務因 2024 年導入 WiFi 7 技術，相較於 WiFi 6，聯發科已縮短與博通、高通等領導廠商間的差距，將成 2024 年另一主要動能。

旗艦產品展望更趨樂觀，調升至買進

本中心原本以為聯發科仍需時間發展其旗艦機種業務。然而，隨著公司更多設計為智慧型手機及平板所採用，預期產品組合將更加改善且價格韌性增加，將推升公司獲利前景及評價進一步上升。因此我們調高 2024/2025 年 EPS 預估 3.5%/10.7%，並調升評等至買進，新目標價 1,300 元係基於 20 倍 (vs 前次 18 倍) 2024-25 年預估平均每股盈餘推得。

營運分析

4Q23 財報優於市場及本中心預期，主因智慧型手機市場增溫

4Q23 營收季增 18%至 1,296 億元，受惠智慧型手機需求復甦，旗艦型智慧型手機 SoC 市場份額提升。產品組合佳，帶動毛利率季增 0.9 個百分點至 48.3%。在業外投資收益成長下，每股盈餘達 16.15 元。4Q23 營收、毛利率、每股盈餘分別優於市場預期 3.9%、1.0 個百分點、23.4%；優於本中心預期 4.2%、1.0 個百分點、16.4%。

圖 1：2023 年第 4 季報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大	市場	元大	市場
營業收入	108,194	110,098	129,562	18%	20%	124,342	124,660	4.2%	3.9%
營業毛利	52,261	52,192	62,616	20%	20%	58,860	58,920	6.4%	6.3%
營業利益	18,086	17,944	24,736	38%	37%	21,930	21,378	12.8%	15.7%
稅前利益	21,057	20,993	28,316	35%	34%	24,850	23,979	13.9%	18.1%
稅後淨利	18,488	18,478	25,663	39%	39%	22,017	21,088	16.6%	21.7%
調整後 EPS (元)	11.67	11.64	16.15	39%	38%	13.87	13.09	16.4%	23.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	48.3%	47.4%	48.3%	0.9	0.0	47.3%	47.3%	1.0	1.0
營業利益率	16.7%	16.3%	19.1%	2.8	2.4	17.6%	17.1%	1.5	2.0
稅後純益率	17.1%	16.8%	19.8%	3.0	2.7	17.7%	16.9%	2.1	2.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

智慧型手機需求強勁，1Q24 公司營收展望優於市場預期

公司預期 1Q24 營收略季減 3%，主因智慧型手機代工客戶拉貨需求維持強勁。毛利率估將季減 1.3 個百分點至 47% (落於中點)。營收展望分別優於市場及本中心預估 2%、1%，毛利率大致符合市場及本中心預期。研究中心最新預估 1Q24 營收將季減 4.1%，毛利率季減 0.9 個百分點至 47.4%，營業利益季減 6.9%，EPS 季減 12.7%至 14.10 元。

圖 2：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F (公司財測)	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大	市場	元大	市場
營業收入	95,652	129,562	125,700	-3%	31%	124,285	123,783	1%	2%
營業毛利	45,912	62,616				58,938	58,763		
營業利益	14,369	24,736				23,019	22,750		
稅前利益	19,104	28,316				25,511	25,183		
稅後淨利	16,874	25,663				22,399	22,028		
調整後 EPS (元)	10.64	16.15				14.10	14.00		
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	48.0%	48.3%	47.0%	-1.3	-1.0	47.4%	47.5%	-0.4	-0.5
營業利益率	15.0%	19.1%	19.0%	-0.1	4.0	18.5%	18.4%	0.5	0.6
稅後純益率	17.6%	19.8%				18.0%	17.8%		

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

2024 年成長動能仍來自智慧型手機，尤其是旗艦型產品

聯發科預期 2024 年智慧型手機銷售量將年增低個位數至 12 億支，5G 滲透率則自 56%-59% 上升至 61%-65%。公司尤其樂觀看待旗艦型 SoC 產品線成長，除了預期生成式 AI 將帶動換機潮，市佔率亦將持續成長。本中心認同公司看法，並預估 2024 年旗艦型 SoC 產品出貨量將達 1400 萬，支持毛利率維持在相對穩定的水準。

4Q23 聯發科庫存水位降至 66 天，回到健康水準。公司指出智慧型手機客戶庫存水位已趨正常化。因此，相較於 2023 年降低 SoC 出貨量以加速客戶消化庫存，我們預期 2024 年聯發科將增加 SoC 出貨量，帶動智慧型手機業務表現大幅優於其他部門。

圖 3：2023-25 年財務預估與市場估值比較

(百萬元)	2023 估		2024 估		2025 估		與市場估值差異		
	元大	市場	元大	市場	元大	市場	2023	2024	2025
營業收入	433,446	428,942	514,480	525,430	629,584	611,227	1.1%	-2.1%	3.0%
營業毛利	207,367	203,859	241,625	249,516	289,693	288,847	1.7%	-3.2%	0.3%
營業利益	71,799	68,962	94,422	97,942	122,128	123,476	4.1%	-3.6%	-1.1%
稅前利益	86,783	82,477	104,069	107,822	130,360	128,418	5.2%	-3.5%	1.5%
稅後淨利	76,979	72,480	91,649	94,583	114,877	112,142	6.2%	-3.1%	2.4%
調整後 EPS (元)	48.50	45.41	57.68	59.23	72.29	70.49	6.8%	-2.6%	2.6%
重要比率 (%)							百分點	百分點	百分點
營業毛利率	47.8%	47.5%	47.0%	47.5%	46.0%	47.3%	0.3	-0.5	-1.3
營業利益率	16.6%	16.1%	18.4%	18.6%	19.4%	20.2%	0.5	-0.2	-0.8
稅後純益率	17.8%	16.9%	17.8%	18.0%	18.2%	18.3%	0.9	-0.2	-0.1

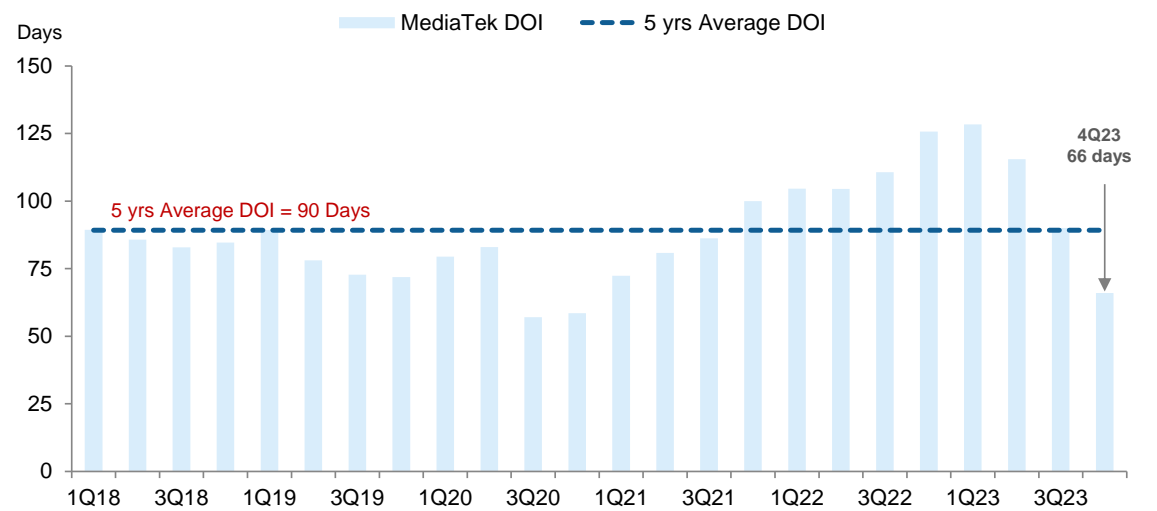
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

圖 4：2023-25 年獲利預估調整

(百萬元)	2023 估		2024 估		2025 估		差異		
	調整後	調整前	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024	2025
營業收入	433,446	428,226	514,480	505,066	629,584	578,009	1.2%	1.9%	8.9%
營業毛利	207,367	203,610	241,625	236,451	289,693	262,347	1.8%	2.2%	10.4%
營業利益	71,799	68,994	94,422	90,717	122,128	105,050	4.1%	4.1%	16.3%
稅前利益	86,783	83,317	104,069	100,517	130,360	117,909	4.2%	3.5%	10.6%
稅後淨利	76,979	73,404	91,649	88,515	114,877	103,676	4.9%	3.5%	10.8%
調整後 EPS (元)	48.50	46.26	57.68	55.70	72.29	65.31	4.8%	3.5%	10.7%
重要比率 (%)							百分點	百分點	百分點
營業毛利率	47.8%	47.5%	47.0%	46.8%	46.0%	45.4%	0.3	0.2	0.6
營業利益率	16.6%	16.1%	18.4%	18.0%	19.4%	18.2%	0.5	0.4	1.2
稅後純益率	17.8%	17.1%	17.8%	17.5%	18.2%	17.9%	0.7	0.3	0.3

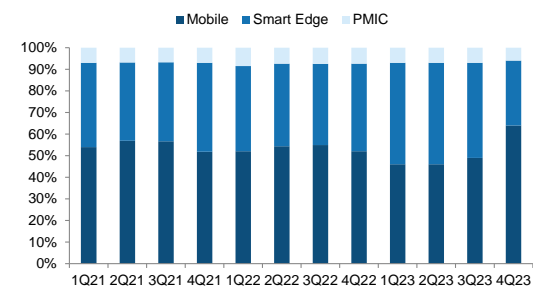
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

圖 5：聯發科庫存因智慧型手機應用而逐漸改善



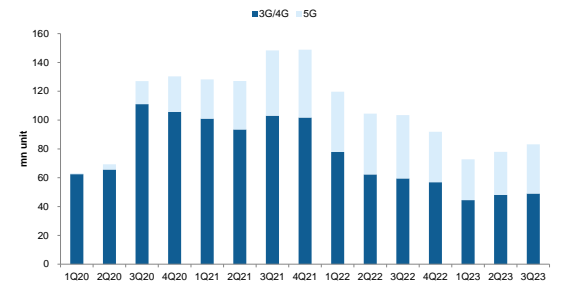
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 6：聯發科各產品線逐季營收



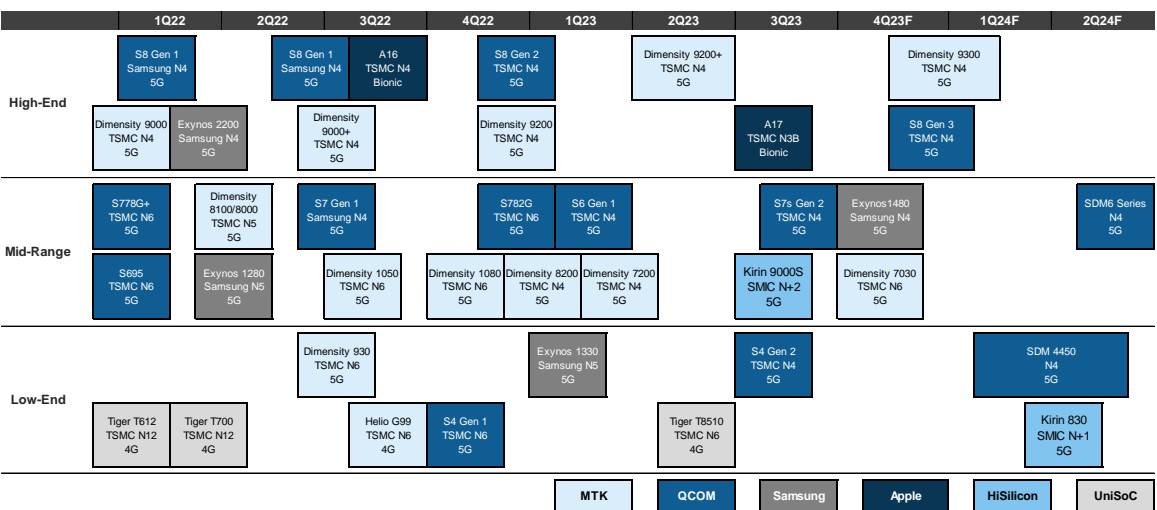
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：聯發科行動通訊產品出貨量



資料來源：IDC、元大投顧

圖 8：廠商智慧型手機 SoC 發展路線



資料來源：公司資料、元大投顧

2023 年中高階智慧型手機市佔進一步下滑，智慧手機潛在市場萎縮；惟預期 2024 年可透過更多 design wins 重獲市佔率

根據研調機構 IDC 之預期，2023 年智慧型手機出貨量為 11.6 億支，中國智慧型手機銷售在嚴格封控停止後，並未出現明顯回溫，而中、歐、美 5G 手機滲透率已高，僅新興市場如東南亞/南亞、中東、非洲有較大之成長空間。

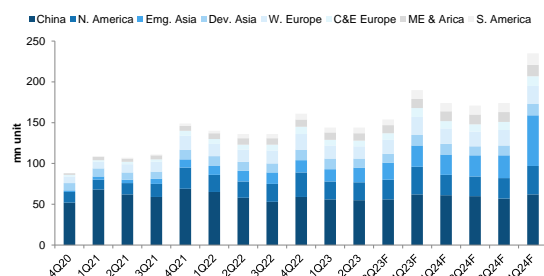
然而，具 5G 手機高成長性的地區僅佔整體手機出貨 15% 左右，加上以低階手機為主，因此對於整體智慧型手機產值成長貢獻有限，而聯發科在中高階手機受到 Qualcomm 價格競爭，使得市佔率逐步下降，旗艦手機 SoC 天璣 9200 性價比低於 Qualcomm 的 Snapdragon 8 Gen2，因此 2023 年高階手機開案量較 2022 年減少，這種開案衰退的情況在中國智慧型手機 OEM 間更為明顯。

2022 年三星中階手機大舉採用聯發科方案，但 2023 年三星又轉回採用 Qualcomm 的中階手機方案，Qualcomm 的中階 SoC 方案 Snapdragon 7 Gen 2 競爭力強，使得聯發科在中高階手機市佔率持續下滑。

至於旗艦 SoC 產品，聯發科表示 2023 年營收將超過 10 億美元。展望 2024 年，預期聯發科將推出更多用於智慧型手機和平板電腦的旗艦 SoC 產品。另外，韓國 OEM 客戶極有可能在 2024 年採用天璣 9300，既有的中國 OEM 客戶(例如 Vivo)也計劃採用 3nm 的新款天璣 9400。本中心預計潛在的市佔率成長將為 2024 年營收帶來 6% 貢獻。

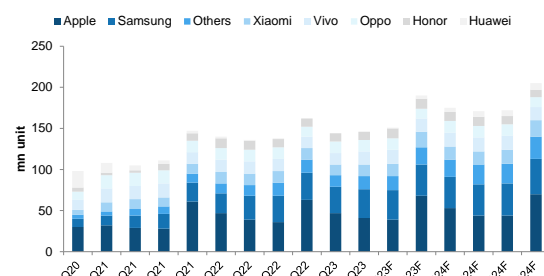
研究中心最新預估聯發科在 2023 年與 2024 年 5G 手機 SoC 出貨量分別為 1.55 億顆與 2.06 億顆，YoY 分別為 -17% 與 +33%。

圖 9：各區域 5G 智慧型手機出貨量



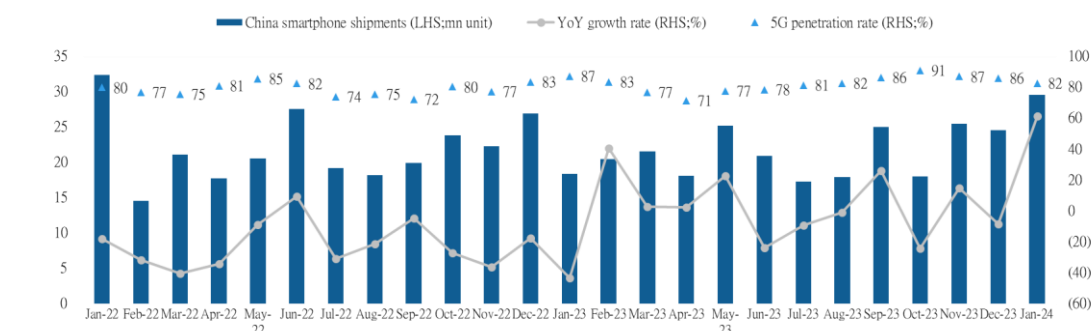
資料來源：元大投顧預估

圖 10：各品牌 5G 手機出貨量



資料來源：元大投顧預估

圖 11：中國 5G 手機銷售持續年減



資料來源：CAICT、元大投顧

智慧家庭裝置業務仍在發展初期；WiFi 6/6E 滲透率持續提升為長期趨勢；WiFi 7 迎起飛

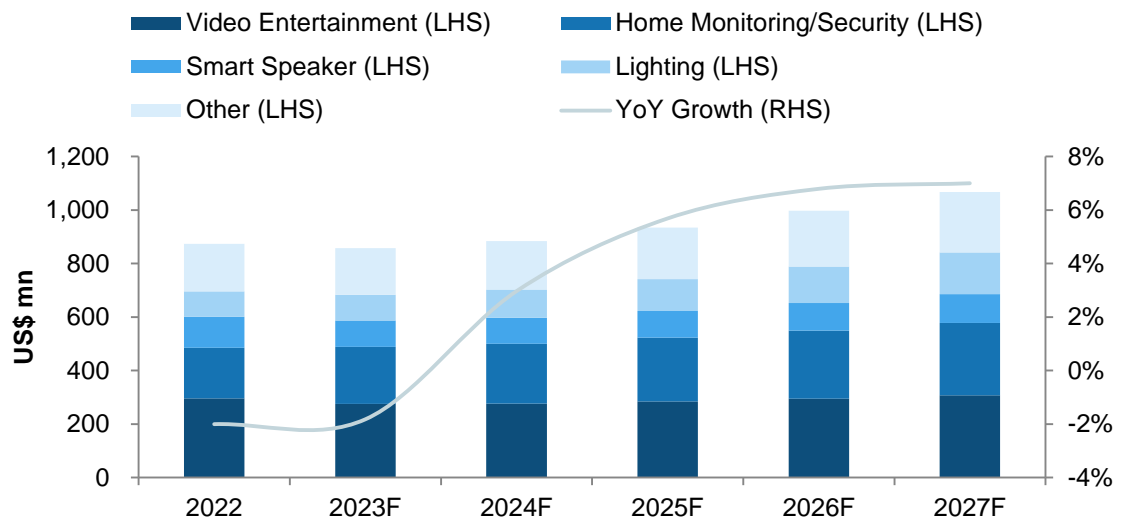
聯發科在 2022 年將 Smart Home 產品與高成長性產品結合成 Smart Edge 產品線。根據市調機構 IDC 預估，2023 年整體智慧家庭終端裝置出貨將年減約 2%，而 TV 相關娛樂裝置終端出貨則將年衰退約 0.5%。在 UHD TV、Smart TV 比例提升下，將帶動聯發科相關 TV SOC ASP 略微提升，不過因為 1H23 仍在庫存去化階段，使得相關零組件出貨量將不若終端裝置出貨量表現，研究中心預估聯發科相關智慧家庭業務 2023 年仍將年衰退約 8%。

終端消費裝置如智慧型手機、TV、NB 採用 WiFi 6/6E 的比例持續提高，企業端應用如路由器亦是如此。WiFi 6/6E 主要 SoC 的 ASP 較前一代 WiFi 5 高出一倍以上，不過 2023 年相關產品處於庫存調整階段，雖然部分終端消費裝置出現急單需求，但聯發科的營收在 2023 年仍維持平淡。

展望 2024 年，雖然公司表示受消費性產品進入淡季影響，1Q24 Smart Edge 營收將呈季持平，但本中心認為客戶庫存修正已告終。此外近期我們也已經看到一些網通急單，因此認為聯發科已增加 2Q24 投片量。受惠於 WiFi 7 導入及 5G 滲透率提升，預期未來將推動物聯網業務成長。網通業務由於 2024 年導入 WiFi 7 技術，相較於 WiFi 6，聯發科已縮短與博通、高通等領導廠商間的差距，將成為 2024 年另一項主要動能。

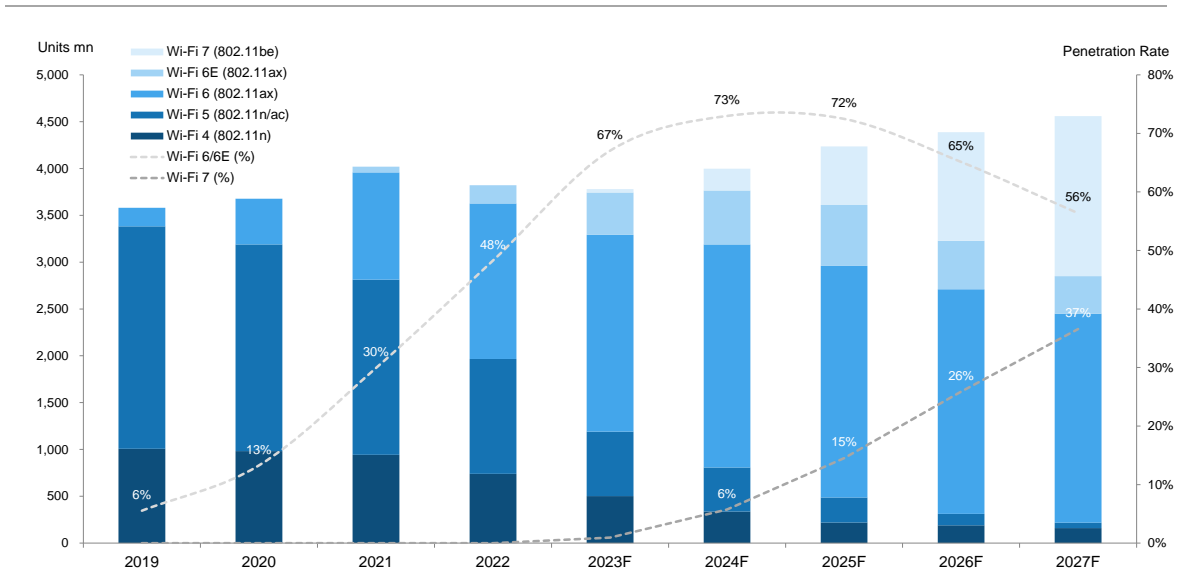
聯發科 2023 年 Smart Edge 業務營收年減 17%，本中心預估 2024 年將有較強反彈，年成長 10%。

圖 12：智慧家庭終端裝置出貨



資料來源：IDC、元大投顧

圖 13：2022-24 年 WiFi 6/6E 滲透率持續上升



資料來源：IDC、元大投顧

圖 14：Wi-Fi 協定比較

Generation	Wi-Fi 4	Wi-Fi 5	Wi-Fi 6	Wi-Fi 6E	Wi-Fi 7
IEEE standards	802.11n	802.11ac	802.11ax		802.11be
Also known as	High Throughput(HT)	Very High Throughput(VHT)	High Efficiency(HE)		Extremely High Throughput(EHT)
Year of standard release	2008	2014	2019	2020	2024
Maximum throughput (Mbps)	600	6933	9608		40000
Radio frequency	2.4 / 5GHz	2.4 / 5GHz	2.4 / 5GHz / 6GHz		2.4 / 5 / 6GHz
Maximum channel bandwidth (MHz)	40	80	160		320
Modulation	64-QAM	256-QAM	1024-QAM		4096-QAM
Spatial streams	4x4 MIMO	4x4 MIMO	8x8 MIMO		16x16 MIMO
Multi-client performance	n.a.	MU-MIMO (DL only)	MU-MIMO (DL + UL)		MU-MIMO (DL + UL) Multi-Link Operation (MLO) Multi-Resource Unit (Multi-RU)
Access	OFDM	OFDM	OFDMA		Enhanced OFDMA
AFC	n.a.	n.a.	Not compulsory		Compulsory
SoC pricing (US\$)	<1	1.5~2.5	3~4	4~5	8~10

資料來源：元大投顧

定價環境因TI的積極定價策略而惡化

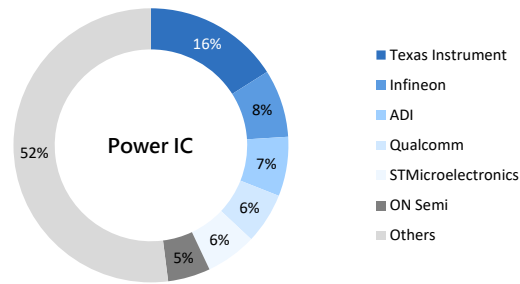
聯發科的 PMIC 相關產品仍集中在智慧型手機與 PC 相關終端應用。由於 2023 年智慧型手機與 PC 需求驟降，客戶庫存水位高，導致 PMIC ASP 自 4Q22 起已大幅下滑。在 TI 的積極定價策略下，PMIC 相關產品面臨嚴峻的價格壓力，本中心認為聯發科 PMIC 單價與毛利率的 2H23 展望將因此蒙上陰霾。目前僅消費應用有些許急單需求，顯示需求復甦力道仍弱。

圖 15：TI 憑藉其 IDM 模式有利的成本架構，針對 PMIC 產品開始採取積極定價策略

Location(s)	Technology node	Applications	Announced plans for fab capacity build/addition
Germany	180nm	Analog Mixed Signal/Logic	TI announced capacity expansion plan in Germany on April 27, 2021.
Texas, US	45/65nm	Industrial/Automotive	1) New fab RFAB2 will come online in 3Q22. 2) Expects analog capacity to double when fab RFAB2 construction completes. 3) Announced four new fabs construction plan on Nov 18, 2021, and total investment amount will reach US\$30bn. 4) Plans to start two new fabs construction in 2022, and expects to start production in 2025 for Fab 1 in Sherman, Texas. 5) Has 12" fab roadmap from 2025-2035 with Sherman Complex. 6) Will continue increasing capacity incrementally in 2022.
Utah, US	45/65nm	Analog/Embedded product	1) Purchase from Micron 2) Expects to start production in 1Q23. 3) Second fab will start construction in 2H23, and will enter mass production in 2026 at the earliest with overall capex of US\$11bn.
Kuala Lumpur and Melaka, Malaysia	Assembly and Testing	Analog/Embedded product	1) Expects to start in 2025 at the earliest with overall investment up to MYR14.6bn, and Kuala Lumpur and Melaka taking around MYR9.6bn and MYR5bn, respectively. 2) Will support TI to have 90% internal assembly and testing capacity by 2030.

資料來源：TI、元大投顧

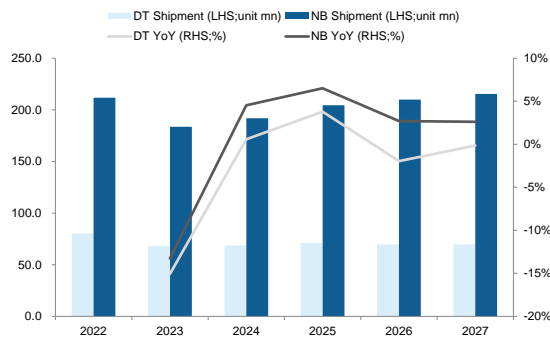
圖 16：2022 年 TI 在 PMIC 市場占龐大份額



資料來源：公司資料、元大投顧

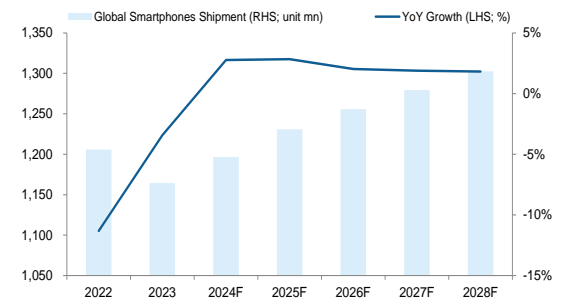
本中心預估 2024 年 PC 出貨量將年增約 6%，全球智慧型手機出貨量則年增約 3%。聯發科積極拓展過去貢獻較低的 PC 相關 PMIC 業務，但因市場價格競爭激烈，預期 PMIC 整體出貨量仍將遜於終端消費裝置出貨量，聯發科 PMIC 相關業務 2023 年年減約 26%，但預估 2024 年將年成長 29%。

圖 17：全球 PC 出貨量



資料來源：IDC、元大投顧

圖 18：全球智慧型手機出貨量



資料來源：IDC、元大投顧

開展新的 TPU 計畫機會大，但可能稀釋毛利率

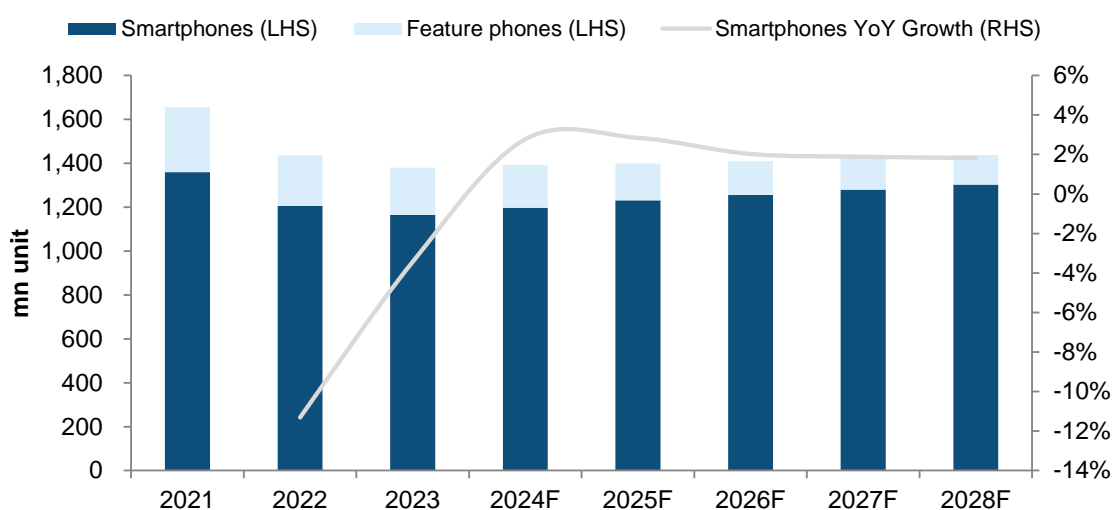
ASIC 業務是聯發科欲深入發展的另一個關鍵領域。我們認為聯發科擁有全面的 IP 產品組合，其中包括 SerDes (序列/解序器)可用於處理器相關的計畫，而聯發科目前的計畫大多與交換器有關。我們認為聯發科很有機會取得某超大規模資料中心業者的 TPU 計畫，預計 2025 年開始放量，佔該 ASIC 計畫貢獻 2025 年約 10 億美元，隱含 5.4% 的營收上行空間。該計畫將成為聯發科發展設計服務業務的潛在里程碑，並可為未來的處理器計畫打開大門。聯發科 TPU 計畫應關注下列因素：1) 稀釋毛利率：由於聯發科在處理器設計服務方面的經驗不足，應提供超大規模資料中心業者更具競爭力的價格，以與現有的同業博通競爭。因此，我們認為聯發科很難在該計畫維持 40%以上的毛利率；2) 本益比提升：設計服務業務營收貢獻增加可能推升聯發科的評價；及 3) 未來定價：因博通可能失去 TPU 計畫，若為了搶回生意而調降價格，將使未來設計服務的定價環境更加艱困。

產業概況

智慧型手機高成長趨勢不再，5G 手機滲透率趨緩，手機市場競爭加劇

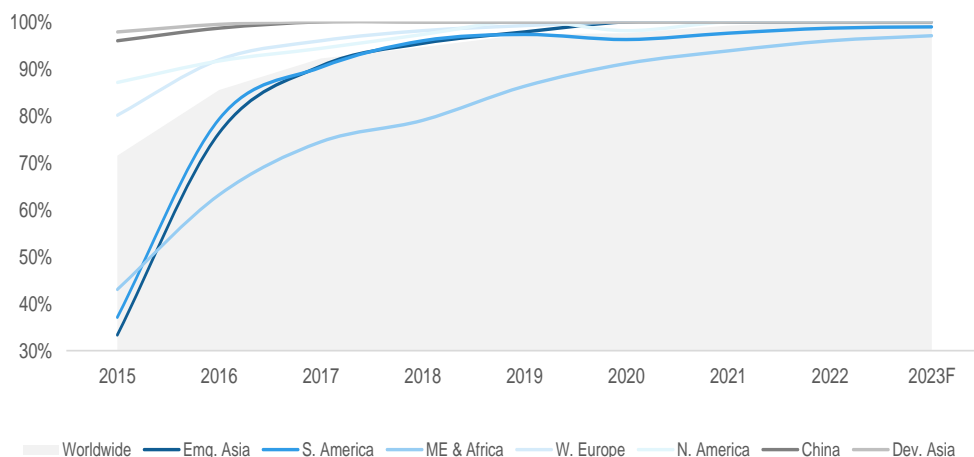
根據市調機構 IDC 預估，2023 年全球手機出貨量達 13.7 億支，其中智慧型手機為 11.6 億支，全球智慧型手機出貨年減約 4%，主要因為中國手機出貨量在嚴格封控取消後，並未如預期迅速回溫，因此下修全球手機出貨量數字。而全球手機出貨在 2017 年達成長高峰後，智慧型手機產業已結束成長期，開始進入高原期，高成長趨勢不再。配合全球 5G 手機滲透率也逐漸進入高原期，尤其中國 5G 手機滲透率在接近 90% 以後，滲透率提升有限，中國 5G 手機成長性逐漸趨緩，帶動價格提升的趨勢逐漸消退，僅中東、非洲、新興亞洲仍有 5G 滲透率提升情況，但受限於所得水準，這些地區之 5G 銷售皆以中低價位為主。因此不論手機品牌廠或零組件供應商皆面臨競爭加劇之情況。

圖 19：全球智慧型手機出貨量預估



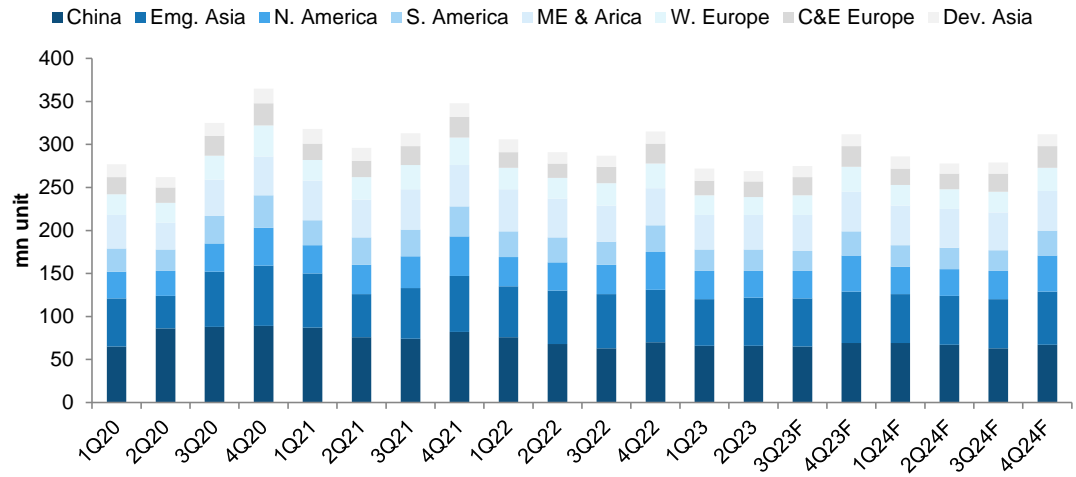
資料來源：IDC、元大投顧

圖 20：全球智慧型手機滲透率



資料來源：元大投顧預估

圖 21：全球 5G 手機依地區別銷售趨勢



資料來源：元大投顧預估

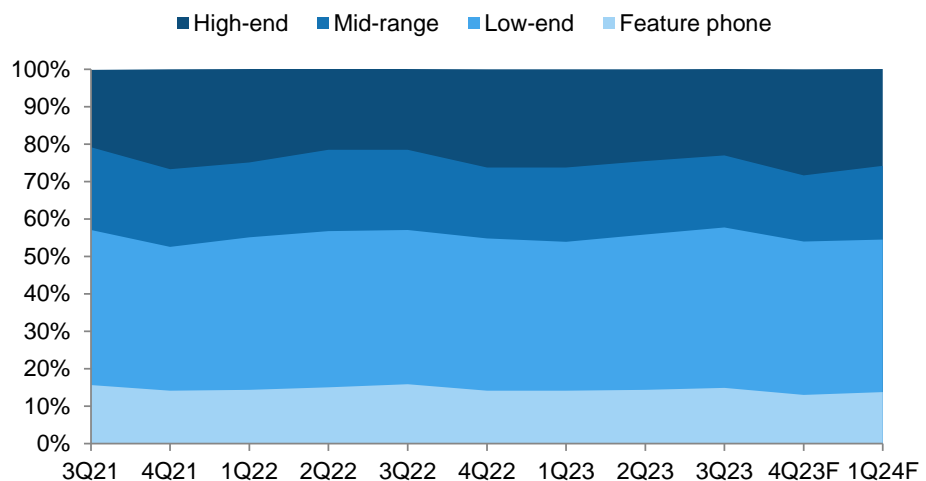
Apple 與三星瓜分華為市場份額，5G 中低階 SoC 市場中面臨的威脅

2020/9 華為受到美國禁令影響，使得華為出貨量受到嚴重影響，而華為在高階市場份額多半由 Apple 與三星瓜分。近兩年，Apple、三星在高階市場份額未有大幅變化，但受到 2023 年經濟情勢不佳影響下，中系品牌中高階手機銷售出現下滑，僅 Apple 得以在高階市場從其他對手奪得份額。而低階智慧型手機出貨成長乃受惠於具吸引力的促銷活動。

在 2H23，所有中高階 Android 手機新產品的 SoC 主要都是由高通、三星、聯發科和海思半導體所提供。聯發科的 Dimensity 9200 系列為 Oppo Find N3 Flip 5G、Xiaomi 13T Pro 5G，以及 Xiaomi Redmi K60 Ultra 5G 所採用，也贏得眾多低階 5G 及 4G 智慧型手機機種的相關專案。

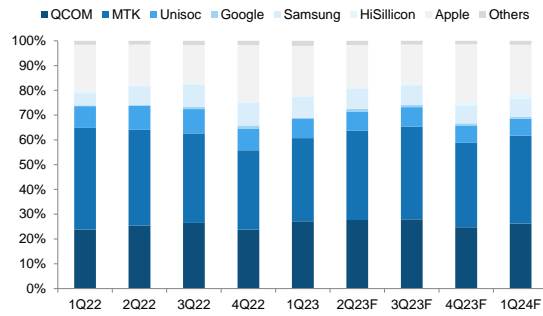
以全球手機 SoC 市場占有率來看，聯發科的市佔率已經由 2022 年初的 40% 以上，到 2022 年底已經降至 35% 以下，2023 年至今也僅略有回升，而 Qualcomm 有更為明顯之手機 AP 市佔率提升。顯示 Qualcomm 在 2H22 回到台積電生產手機 SoC 之後，在成本與效能皆有大幅改善，而中系手機 SoC 業者紫光展銳在經過數年的研發與吸收華為海思的 AP 研發人員之後，5G 手機 SoC 競爭力已不可同日而語，使得聯發科的市佔率在中階市場受 Qualcomm 擠壓，在 5G 低階機型市場受紫光展銳衝擊。

圖 22：依價格區分全球智慧型手機市場份額



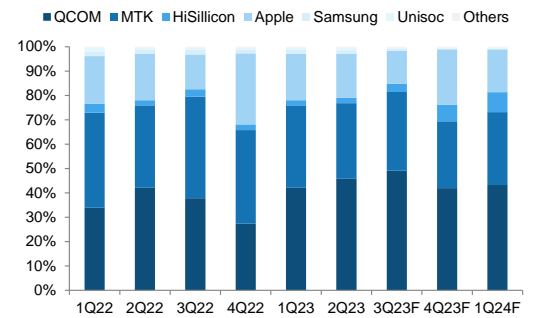
資料來源：元大投顧預估

圖 23：全球智慧型手機 SoC 市場份額



資料來源：IDC、元大投顧

圖 24：中國智慧型手機 SoC 市場份額



資料來源：IDC、元大投顧

2023 年華為影響有限，2024 年挑戰增加但仍屬可控

我們認為華為捲土重來短期對聯發科不會造成立即影響，係因 1) 聯發科並未供貨給華為；且 2) Mate 60 系列鎖定聯發科較未著墨的高端市場。然而，我們預期華為可能憑藉 5G 方案切入低端市場，並於 2024 年對聯發科產生負面影響，係因中國是聯發科智慧型手機業務的最主要市場。然而根據本中心評估，此影響仍屬可控。

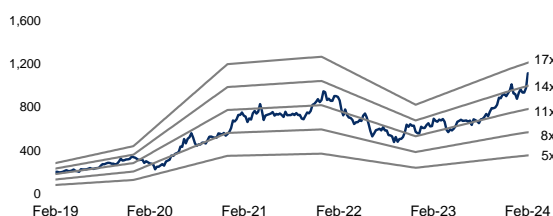
旗艦機展望愈趨樂觀，調升至買進評等，調高目標價至 1300 元

智慧型手機在 2017 年後開始進入成熟期，手機產業在 5G 手機替代效應帶動下，整體產值仍有成長，但成長已經開始趨緩，而聯發科在非手機領域的車用、AI、IoT 積極拓展業務，不過短期營收貢獻仍無法與智慧型手機相提並論。觀察聯發科過去發展，在終端產品進入成熟期後，聯發科營運都會經歷 2 年左右之停滯期，直到新應用開始進入成長期，聯發科營運才見到明顯的成長動能，本中心中性看待聯發科近兩年之營運表現。

本中心預期 2024 年安卓智慧型手機需求將復甦，4G 向 5G 升級趨勢將持續推動聯發科的 5G SoC 出貨量成長，轉為更好的產品組合，有利削弱同業帶來的價格壓力，避免毛利率受稀釋。鑒於智慧型手機需求展望愈趨樂觀，尤其是旗艦機種，加上產品組合更佳，我們調升 2024 和 2025 年營收預期 1.9% 及 8.9%，毛利率上調 0.2 及 0.6 個百分點，EPS 亦調高 3.5% 及 10.7%。本中心之 2024/25 年 EPS 預估分別低於/高於市場預期 -2.6%/2.6%。目前股價換算約 19 倍 2024 年本益比 (2024 年預估每股盈餘為 57.7 元)，超出歷史本益比區間 8-17 倍上緣，本中心認為反映了對 2024 年智慧型手機需求反彈之預期以及公司於更高階市場市佔提升。預估 2024 年整體營收將年增 18.7%，毛利率將年減 0.8 個百分點至 47%，EPS 將達 57.7 元，年增 19%。

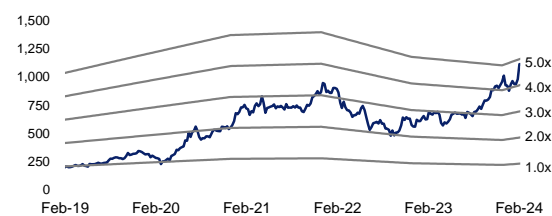
本中心原本以為聯發科仍需時間發展其旗艦機種業務。然而，隨著公司更多設計為智慧型手機及平板所採用，預期產品組合將更加改善且價格韌性增加，將推升公司獲利前景及評價進一步上升。因此我們調高 2024/2025 年 EPS 預估 3.5%/10.7%，並調升評等至買進，PE 由 18x 上調至 20x，新目標價 1300 元係基於 20 倍 2024-25 年預估平均每股盈餘推得。儘管聯發科股價自年初至今漲幅已超越大盤 8.5%，我們認為其業務前景佳加上智慧型手機需求提前復甦，將持續推升聯發科股價持續優於同業。

圖 25：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：元大投顧預估

圖 26：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：元大投顧預估

圖 27：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
聯發科	2454 TT	買進	1115.0	55,739	48.50	57.68	72.29	23.0	19.3	15.4	(35.0)	18.9	25.3
國內同業													
瑞昱	2379 TT	買進	567.0	7,346	18.3	25.3	29.8	31.0	22.4	19.0	(42.2)	38.6	17.8
聯詠	3034 TT	買進	605.0	10,044	37.9	43.6	51.2	16.0	13.9	11.8	(17.6)	15.0	17.5
譜瑞-KY	4966 TT	買進	1060.0	2,871	24.6	44.0	61.0	43.1	24.1	17.4	(60.2)	78.9	38.7
矽力-KY	6415 TT	未評等	411.5	5,062	93.5	116.6	13.9	4.4	3.5	29.6	485.9	24.8	(88.1)
神盾	6462 TT	未評等	315.5	591	(10.4)	12.2	12.8	--	25.8	24.7	--	--	4.7
國內同業平均					32.8	48.3	33.7	23.6	17.9	20.5	91.5	39.3	(1.9)
國外同業													
博通	AVGO US	未評等	1309.1	571,366	41.9	46.6	55.7	31.2	28.1	23.5	52.8	11.1	19.5
高通	QCOM US	未評等	157.0	170,734	8.3	9.4	10.6	18.9	16.8	14.9	(28.2)	12.7	12.6
德州儀器	TXN US	未評等	164.3	158,781	7.0	6.6	--	23.3	25.1	--	(26.0)	(7.0)	--
亞德諾	ADI US	未評等	189.0	97,834	10.1	7.1	8.7	18.8	26.8	21.7	90.5	(30.1)	23.8
英飛凌	IFX GY	未評等	33.9	48,411	2.6	2.4	2.8	13.0	14.3	12.1	57.2	(9.0)	18.2
意法半導體	STM FP	未評等	42.1	40,564	4.0	3.2	3.9	10.7	13.2	10.9	(11.3)	(19.2)	21.5
安森美半導體	ON US	未評等	77.6	32,384	5.1	4.8	5.6	15.1	16.3	13.8	16.7	(6.9)	18.0
思佳訊半導體	SWKS US	未評等	103.7	16,716	8.4	7.2	8.7	12.4	14.4	12.0	7.0	(14.4)	20.6
科沃	QRVO US	未評等	113.5	9,760	5.8	5.5	7.5	19.7	20.7	15.1	(38.5)	(5.0)	37.2
國外同業平均					10.4	10.3	12.9	18.1	19.5	15.5	13.4	(7.5)	21.4

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 28：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
聯發科	2454 TT	買進	1115.0	55,739	20.3	26.5	27.1	239.23	218.13	267.24	4.7	5.1	4.2
國內同業													
瑞昱	2379 TT	買進	567.0	7,346	22.2	27.2	29.0	82.5	93.2	102.8	6.9	6.1	5.5
聯詠	3034 TT	買進	605.0	10,044	34.9	37.5	39.1	109.6	122.9	139.2	5.5	4.9	4.4
譜瑞-KY	4966 TT	買進	1060.0	2,871	11.0	18.5	22.2	221.9	254.6	295.4	4.8	4.2	3.6
矽力-KY	6415 TT	未評等	411.5	5,062	3.2	8.7	16.0	77.5	83.3	91.3	5.3	4.9	4.5
神盾	6462 TT	未評等	315.5	591	(10.5)	12.9	12.2	94.4	104.4	115.0	3.3	3.0	2.7
國內同業平均					12.1	20.9	23.7	117.2	131.7	148.7	5.2	4.6	4.1
國外同業													
博通	AVGO US	未評等	1309.1	571,366	71.7	70.0	59.0	55.4	55.6	88.4	23.6	23.6	14.8
高通	QCOM US	未評等	157.0	170,734	50.7	41.4	39.7	18.6	22.8	28.3	8.5	6.9	5.6
德州儀器	TXN US	未評等	164.3	158,781	41.7	34.8	38.8	18.3	19.7	--	9.0	8.3	--
亞德諾	ADI US	未評等	189.0	97,834	12.5	8.8	10.4	71.1	68.8	69.6	2.7	2.8	2.7
英飛凌	IFX GY	未評等	33.9	48,411	20.6	16.7	16.9	12.8	14.8	17.0	2.6	2.3	2.0
意法半導體	STM FP	未評等	42.1	40,564	28.0	17.7	18.8	16.0	19.2	22.8	2.6	2.2	1.8
安森美半導體	ON US	未評等	77.6	32,384	31.0	23.3	23.5	18.3	22.6	26.7	4.2	3.4	2.9
思佳訊半導體	SWKS US	未評等	103.7	16,716	18.7	15.6	15.7	36.3	39.2	40.4	2.9	2.7	2.6
科沃	QRVO US	未評等	113.5	9,760	9.3	11.7	14.0	39.7	39.7	46.2	2.9	2.9	2.5
國外同業平均					31.6	26.7	26.3	31.8	33.6	42.4	6.6	6.1	4.4

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 29：季度及年度簡明損益表 (合併)

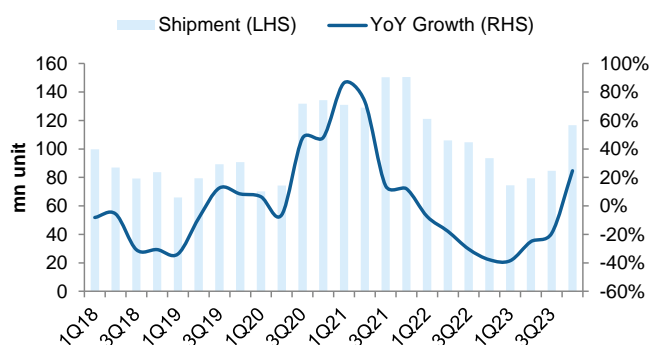
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	95,652	98,135	110,098	129,562	124,285	118,414	135,286	136,494	433,446	514,480
銷貨成本	(49,739)	(51,489)	(57,905)	(66,946)	(65,348)	(62,592)	(71,759)	(73,157)	(226,079)	(272,855)
營業毛利	45,912	46,646	52,192	62,616	58,938	55,822	63,528	63,337	207,367	241,625
營業費用	(31,543)	(31,896)	(34,248)	(37,881)	(35,918)	(35,051)	(38,015)	(38,218)	(135,568)	(147,203)
營業利益	14,369	14,751	17,944	24,736	23,019	20,772	25,512	25,119	71,799	94,422
業外利益	4,735	3,620	3,048	3,580	2,492	2,454	2,776	1,924	14,984	9,647
稅前純益	19,104	18,370	20,993	28,316	25,511	23,226	28,288	27,043	86,783	104,069
所得稅費用	(2,213)	(2,351)	(2,424)	(2,602)	(3,061)	(2,787)	(3,395)	(2,975)	(9,591)	(12,218)
少數股東權益	(17)	(54)	(91)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(212)	(202)
歸屬母公司稅後純益	16,874	15,965	18,478	25,663	22,399	20,389	24,843	24,018	76,979	91,649
調整後每股盈餘(NT\$)	10.64	10.07	11.64	16.15	14.10	12.83	15.63	15.11	48.50	57.68
調整後加權平均股數(百萬股)	1,589	1,589	1,589	1,589	1,589	1,589	1,589	1,589	1,589	1,589
重要比率										
營業毛利率	48.0%	47.5%	47.4%	48.3%	47.4%	47.1%	47.0%	46.4%	47.8%	47.0%
營業利益率	15.0%	15.0%	16.3%	19.1%	18.5%	17.5%	18.9%	18.4%	16.6%	18.4%
稅前純益率	20.0%	18.7%	19.1%	21.9%	20.5%	19.6%	20.9%	19.8%	20.0%	20.2%
稅後純益率	17.6%	16.3%	16.8%	19.8%	18.0%	17.2%	18.4%	17.6%	17.8%	17.8%
有效所得稅率	11.6%	12.8%	11.5%	9.2%	12.0%	12.0%	12.0%	11.0%	11.1%	11.7%
季增率(%)										
營業收入	-11.6%	2.6%	12.2%	17.7%	-4.1%	-4.7%	14.2%	0.9%		
營業利益	-20.5%	2.7%	21.6%	37.8%	-6.9%	-9.8%	22.8%	-1.5%		
稅後純益	-8.7%	-5.4%	15.7%	38.9%	-12.7%	-9.0%	21.8%	-3.3%		
調整後每股盈餘	-8.8%	-5.4%	15.7%	38.7%	-12.7%	-9.0%	21.8%	-3.3%		
年增率(%)										
營業收入	-33.0%	-37.0%	-22.5%	19.7%	29.9%	20.7%	22.9%	5.4%	-21.0%	18.7%
營業利益	-60.6%	-62.3%	-45.7%	36.8%	60.2%	40.8%	42.2%	1.5%	-43.4%	31.5%
稅後純益	-49.3%	-55.0%	-40.3%	38.8%	32.7%	27.7%	34.4%	-6.4%	-34.9%	19.0%
調整後每股盈餘	-49.4%	-55.0%	-40.4%	38.3%	32.5%	27.5%	34.3%	-6.4%	-35.0%	18.9%

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加權平均股數計算。

公司簡介

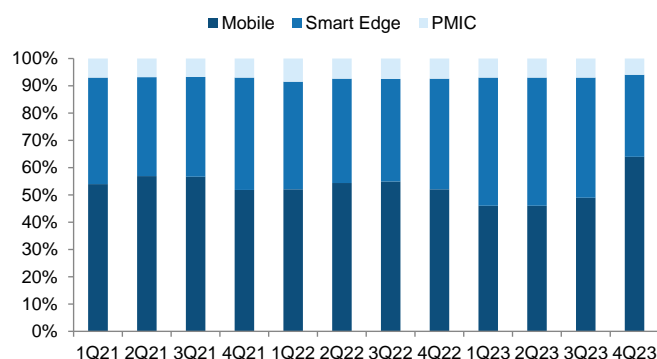
聯發科成立於 1997 年，是全球前三大行動晶片供應商之一。公司產品主要分成三大類：1) Mobile Phone：包括 Baseband 晶片、手機 AP、模組和無線通訊晶片等；2) Smart Edge Platform：包含智慧家庭(Smart Home)與物聯網(IoT)，其中智慧家庭產品包括智慧音箱、智慧電視和智慧家居等；物聯網方案包括物聯網模組、通訊晶片和軟體等。並利用透過物聯網模組結合演算法，拓展至車用領域；3) PMIC：聯發科的電源管理方案，主要提供終端消費性產品如手機、PC、NB、顯示卡等產品之電源管理，並確保設備在使用過程中的安全性和穩定性。

圖 30：聯發科手機 SoC 出貨量



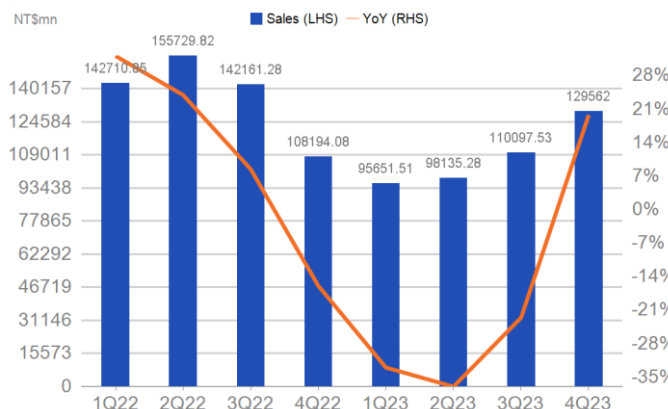
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 31：營收組成



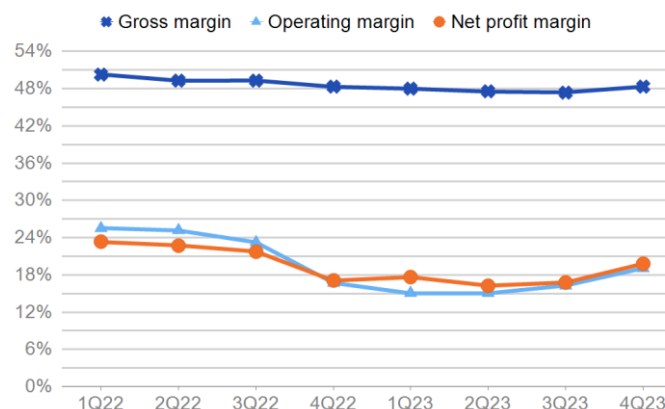
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 32：營收趨勢



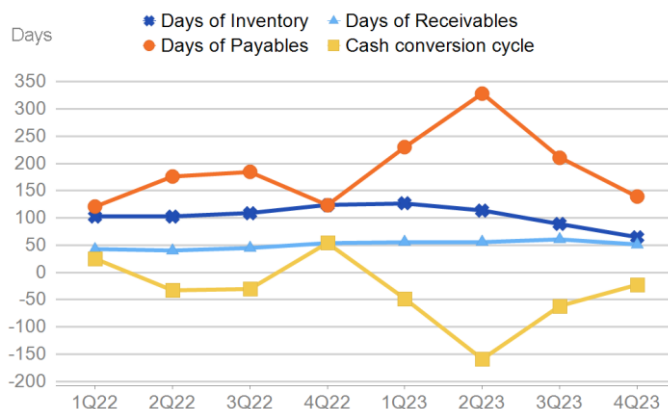
資料來源：CMoney、公司資料

圖 33：毛利率、營益率、淨利率



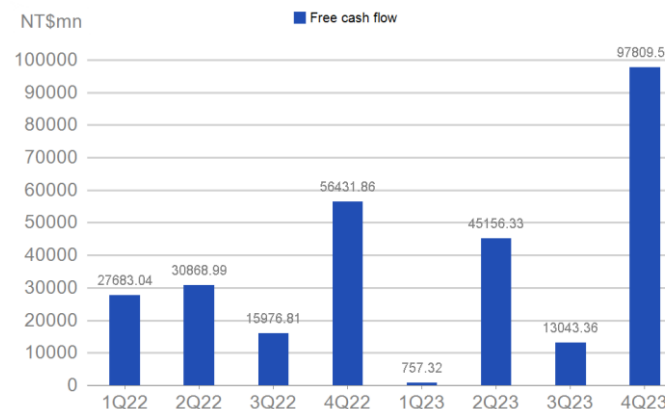
資料來源：CMoney、公司資料

圖 34：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 35：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**：聯發科整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略微領先的位置，但在半導體設計及製造行業的公司中排名領先同業。
- **在 ESG 議題上的曝險**：聯發科的整體曝險屬於中等水準，與半導體設計及製造行業的平均水準相當。公司較需要改善的 ESG 議題包含資源使用、商業道德及人力資源等。
- **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：聯發科在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循適當的 ESG 揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。其 ESG 相關問題由董事會或經營團隊負責，建議將這些整合到核心業務戰略中。

圖 36：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	24.7
在 ESG 議題上的曝險 (A)	41.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	45.7
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	10

資料來源：Sustainalytics (2024/2/28)

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+)

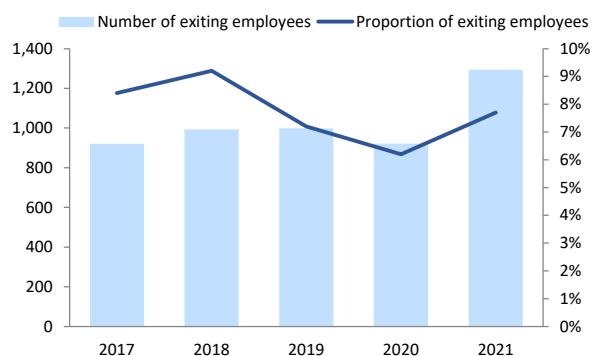
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35) 中 (35-55) 高 (55+)

註 4：執行力分數評級：

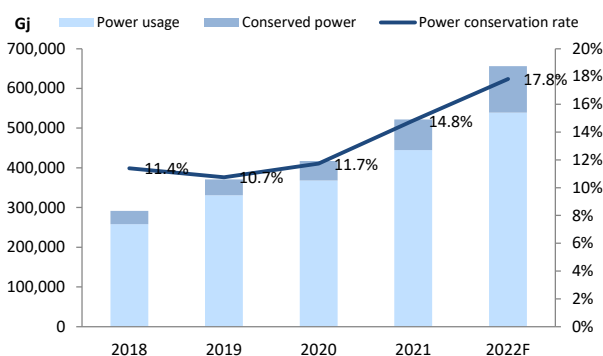
弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 37：全球離職員工比例



資料來源：公司資料、Reuters

圖 38：用電量、節電量與節電比例



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	183,705	147,502	99,751	45,491	79,281
存貨	73,271	70,703	61,726	67,454	88,958
應收帳款及票據	58,660	40,842	67,372	70,977	92,335
其他流動資產	31,230	38,606	38,557	40,620	52,844
流動資產	346,865	297,654	267,407	224,542	313,418
採用權益法之投資	60,287	17,798	657	2,657	4,657
固定資產	49,111	53,862	1,040	1,075	1,836
無形資產	73,526	73,455	66,039	66,039	66,039
其他非流動資產	131,088	165,631	325,962	340,201	430,306
非流動資產	314,012	310,746	393,698	409,971	502,839
資產總額	660,877	608,399	661,105	634,513	816,257
應付帳款及票據	43,504	21,518	32,134	35,115	46,310
短期借款	51,267	3,700	32,794	32,794	82,794
什項負債	116,335	116,352	182,933	185,588	222,269
流動負債	211,106	141,570	247,862	253,498	351,374
長期借款	828	0	5,117	5,117	5,117
其他負債及準備	15,295	23,771	26,480	27,472	33,349
長期負債	16,123	23,771	31,597	32,588	38,465
負債總額	227,229	165,341	279,458	286,086	389,839
股本	15,989	15,994	15,997	15,997	15,997
資本公積	59,776	47,185	25,554	25,554	25,554
保留盈餘	302,650	348,747	288,850	255,429	333,218
什項權益	53,601	28,182	48,487	48,487	48,487
歸屬母公司之權益	432,015	440,109	378,888	345,467	423,256
非控制權益	1,633	2,949	2,759	2,960	3,162
股東權益總額	433,648	443,058	381,646	348,427	426,418

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	2023F	2024F	2025F
本期純益	111,873	118,625	77,191	91,851	115,079
折舊及攤提	10,621	14,980	17,598	16,477	17,656
本期營運資金變動	(54,143)	537	(6,937)	(6,350)	(31,668)
其他營業資產及負債變動	(21,256)	10,441	(38,423)	(11,545)	(21,922)
營運活動之現金流量	47,095	144,583	49,429	90,433	79,145
資本支出	(16,985)	(13,622)	(7,861)	(8,984)	(10,994)
本期長期投資變動	9,619	(42,489)	(7,286)	(2,000)	(2,000)
其他資產變動	(21,559)	18,576	(10,072)	(4,688)	(6,185)
投資活動之現金流量	(28,924)	(37,535)	(25,219)	(15,672)	(19,179)
股本變動	86	6	0	0	0
本期負債變動	31,335	(48,575)	29,094	0	50,000
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(58,585)	(116,141)	(121,558)	(87,982)	(74,177)
其他調整數	(788)	8,430	(1,222)	(39,038)	0
融資活動之現金流量	(27,951)	(156,280)	(93,686)	(127,020)	(24,177)
匯率影響數	(3,094)	13,030	6,855	0	0
本期產生現金流量	(12,875)	(36,202)	(62,621)	(52,259)	35,790
自由現金流量	30,109	130,961	41,568	81,448	68,151

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	2023F	2024F	2025F
營業收入	493,415	548,796	433,446	514,480	629,584
銷貨成本	(261,810)	(277,892)	(226,079)	(272,855)	(339,891)
營業毛利	231,605	270,904	207,367	241,625	289,693
營業費用	(123,564)	(144,116)	(135,568)	(147,203)	(167,565)
推銷費用	(17,196)	(14,240)	(13,507)	(14,545)	(16,556)
研究費用	(96,081)	(116,875)	(111,633)	(119,378)	(135,891)
管理費用	(10,287)	(13,001)	(10,371)	(13,280)	(15,117)
其他費用	0	0	(56)	0	(1)
營業利益	108,040	126,788	71,799	94,422	122,128
利息收入	1,651	3,218	5,910	2,851	1,439
利息費用	(193)	(371)	(312)	(5)	(6)
利息收入淨額	1,458	2,847	5,599	2,847	1,433
投資利益(損失)淨額	978	1,378	5,888	2,800	2,800
匯兌損益	310	(710)	(933)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	16,065	5,257	4,430	4,000	4,000
稅前純益	126,852	135,561	86,783	104,069	130,360
所得稅費用	(14,980)	(16,936)	(9,591)	(12,218)	(15,281)
少數股權淨利	451	484	(212)	(202)	(202)
歸屬母公司之稅後純益	111,421	118,141	76,979	91,649	114,877
稅前息前折舊攤銷前淨利	137,666	150,912	54,201	77,945	104,472
調整後每股盈餘 (NT\$)	70.60	74.62	48.50	57.68	72.29

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	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	53.2	11.2	(21.0)	18.7	22.4
營業利益	150.0	17.4	(43.4)	31.5	29.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	137.0	9.6	(64.1)	43.8	34.0
稅後純益	170.0	6.0	(34.9)	19.0	25.3
調整後每股盈餘	174.3	5.7	(35.0)	18.9	25.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	46.9	49.4	47.8	47.0	46.0
營業利益率	21.9	23.1	16.6	18.4	19.4
稅前息前淨利率	25.7	24.6	16.6	18.4	19.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	27.9	27.5	12.5	15.2	16.6
稅前純益率	25.7	24.7	20.0	20.2	20.7
稅後純益率	22.6	21.5	17.8	17.8	18.3
資產報酬率	18.7	18.7	11.7	14.5	14.1
股東權益報酬率	27.7	27.1	20.3	26.5	27.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	52.4	37.3	73.2	82.1	91.4
淨負債權益比(%)	(30.4)	(32.5)	(16.2)	(2.2)	2.0
利息保障倍數 (倍)	659.6	366.5	279.4	22511.4	21207.3
流動比率 (%)	164.3	210.3	107.9	88.6	89.2
速動比率 (%)	128.7	157.4	83.0	62.0	63.9
淨負債 (NT\$百萬元)	(131,610)	(143,802)	(61,840)	(7,581)	8,630
調整後每股淨值 (NT\$)	270.21	275.17	239.23	218.13	267.24
評價指標 (倍)					
本益比	15.8	14.9	23.0	19.3	15.4
股價自由現金流量比	58.7	13.5	42.5	21.7	25.9
股價淨值比	4.1	4.1	4.7	5.1	4.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	12.8	11.7	32.6	22.7	16.9
股價營收比	3.6	3.2	4.1	3.4	2.8

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。

聯發科 (2454 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 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 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>.