

微星 (2377 TT) Micro-Star International

受惠 AI 應用增加及 NVIDIA 年底新電競 GPU 推出，展望佳

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$215.0

收盤價 (2024/06/27)：NT\$175.5
隱含漲幅：22.5%

營收組成 (2023)

Gaming NB 43%、Regular NB 4%、MB 13%、VGA 21%、Others 19%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	215.0	210.0
2024年營收 (NT\$/十億)	205.0	201.0
2024年EPS	13.9	13.5

交易資料表

市值	NT\$148,280百萬元
外資持股比例	28.5%
董監持股比例	13.4%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$67.65
負債比	49.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	180,411	182,966	204,960	220,724
營業利益	10,696	8,810	12,481	14,431
稅後純益	9,963	7,533	11,738	12,682
EPS (元)	11.79	8.92	13.89	15.01
EPS YoY (%)	-41.1	-24.4	55.8	8.0
本益比 (倍)	14.9	19.7	12.6	11.7
股價淨值比 (倍)	3.1	3.0	2.6	2.4
ROE (%)	20.9	15.3	20.5	20.3
現金殖利率 (%)	3.8%	3.1%	4.8%	5.3%
現金股利 (元)	6.60	5.40	8.50	9.30

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuantan.com

余鈴華

liz.yu@yuantan.com

元大觀點

- ◆ 估第二季 EPS 2.6 元，季減 12%，年增 11%，比前次預估上調 15%，主因營收比預期佳及估入匯兌收益。
- ◆ 受惠 AI 應用增加及 4Q24 NVIDIA 可望推出二年一次大改款 GPU 50 系列，電競 NB 出貨看好，估 2024/25 年電競 NB 營收年增 15%/8%。
- ◆ AI 應用增加，營收優於預期，展望樂觀，維持買進。目標價 215 元係根據 2H24~1H25 EPS 14.19 元、15 倍本益比推得。

估第二季 EPS 2.6 元，季減 12%，年增 11%，上調 15%

第二季 MB 進入傳統最淡季，但電競 NB 需求強勁，估營收季持平(原估季減 3%)至 478 億元，年增 16%。毛利率維持第二季水準 12.7%。營業利益 23 億元，季增 3%，年減 6%。業外方面，在台幣小幅貶值下，估匯兌收益 1.8 億，加上利息收入及其他收益挹注下，共獲利 4.4 億元。合計稅後 22 億元，季減 12%，年增 11%，EPS 2.6 元，上調 15%，主因營收比預期佳及估入匯兌收益。第三季 MB 傳統最旺季且電競 NB 亦進入出貨旺季，估營收季增 13%，年增 11%，EPS 4.03 元，季增 55%，年增 45%，與前次預估持平。

受惠 AI 應用增加及 4Q24 NVIDIA 可望推出二年一次大改款 GPU 50 系列，電競 NB 出貨看好

2024 年 NB 廠商將陸續推出 Intel、AMD、高通推論功能的筆電，並提供消費者更多 AI 應用如：背景特效、精準捕捉聲音、追蹤使用者臉部與眼部動作、影片編輯、3D 渲染速度加快兩倍以上，消耗更少電力...等，加上 4Q24 NVIDIA 可望推出二年一次大改款 GPU 50 系列，有助整體電競市場需求增加，估微星 2024/25 年電競 NB 營收年增 15%/8%。

VGA 受惠新品推出銷售佳，公司整體展望樂觀

2023 年 MB 客戶開始回補庫存，營收成長 8%，今年為 PC 景氣復甦年，估 2024/25 年 MB 持續年增 3%/6%。2023 年 VGA 卡受上游 NVIDIA GPU 庫存調整較慢，營收年減 18%；今年全球景氣復甦，年底 NVIDIA 可望推出二年一次 GPU 大改款，有助 VGA 出貨增加，估 2024/25 年 VGA 營收成長 16%/9%。

預估 2024/25 年整體營收年增 12%/8%至 2,050/2,207 億元，促銷活動減少，估毛利率回升至 13.8%/14.0%，2024/25 年 EPS 13.89/15.01 元，年增 56%/8% (比原估上修 3%/2%，主因第二季營收優於預期)。

營運分析

估第二季 EPS 2.6 元，季減 12%，年增 11%，比前次預估上調 15%，主因營收比預期佳及估入匯兌收益

第二季雖然 MB 進入傳統最淡季，板卡業務下滑，但電競 NB 需求強勁，估營收季持平(原估季減 3%)至 478 億元，年增 16%。規模經濟維持，毛利率可望維持第二季水準 12.7%。營業利益 23 億元，季增 3%，年減 6%。業外方面，在台幣小幅貶值下，估匯兌收益 1.8 億，加上利息收入及其他收益挹注下，共獲利 4.4 億元。合計稅後 22 億元，季減 12%，年增 11%，EPS 2.6 元，比前次預估上調 15%，主因營收比預期佳及估入匯兌收益。

圖 1：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	41,292	47,627	47,772	0.3%	15.7%	46,220	47,681	3.4%	0.2%
營業毛利	5,687	6,040	6,070	0.5%	6.7%	5,788	6,121	4.9%	-0.8%
營業利益	2,438	2,229	2,296	3.0%	-5.8%	2,136	2,476	7.5%	-7.3%
稅前利益	2,552	2,991	2,734	-8.6%	7.1%	2,385	2,654	14.6%	3.0%
稅後淨利	1,979	2,492	2,198	-11.8%	11.1%	1,918	2,151	14.6%	2.2%
調整後 EPS (元)	2.34	2.95	2.60	-11.8%	11.1%	2.27	2.55	14.6%	2.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	13.8%	12.7%	12.7%	0	-1.1	12.5%	12.8%	0.2	-0.1
營業利益率	5.9%	4.7%	4.8%	0.1	-1.1	4.6%	5.2%	0.2	-0.4
稅後純益率	4.8%	5.2%	4.6%	-0.6	-0.2	4.1%	4.5%	0.5	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

第三季 MB 傳統最旺季，板卡業務上升，且電競 NB 亦進入出貨旺季，估營收季增 13%，年增 11%，EPS 4.03 元，季增 55%，年增 45%，與前次預估持平

第三季歐美返校潮，MB 進入傳統最旺季，板卡業務上升，加上電競 NB 亦進入出貨旺季，估營收季增 13%至 542 億元，年增 11%。規模經濟上升，估毛利率季增 1.8 百分點至 14.5%。營業利益 38.3 億元，季增 67%，年增 72%。業外在利息收入及其他收益挹注下，估獲利 2.8 億元。合計稅後 34 億元，季增 55%，年增 45%，EPS 4.03 元，與前次預估持平。

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24F	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	48,918	47,772	54,179	13.4%	10.8%	52,566	53,178	3.1%	1.9%
營業毛利	5,787	6,070	7,838	29.1%	35.4%	7,726	7,409	1.4%	5.8%
營業利益	2,221	2,296	3,829	66.7%	72.4%	3,836	3,534	-0.2%	8.3%
稅前利益	2,867	2,734	4,112	50.4%	43.4%	4,119	3,725	-0.2%	10.4%
稅後淨利	2,350	2,198	3,405	54.9%	44.9%	3,411	3,050	-0.2%	11.6%
調整後 EPS (元)	2.78	2.60	4.03	54.9%	44.9%	4.04	3.61	-0.2%	11.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	11.8%	12.7%	14.5%	1.8	2.6	14.7%	13.9%	-0.2	0.5
營業利益率	4.5%	4.8%	7.1%	2.3	2.5	7.3%	6.6%	-0.2	0.4
稅後純益率	4.8%	4.6%	6.3%	1.7	1.5	6.5%	5.7%	-0.2	0.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

受惠 AI 應用增加及 4Q24 NVIDIA 可望推出二年一次大改款 GPU 50 系列，電競 NB 出貨看好

Nvidia 2022 年 40 系列以 Ada Lovelace 架構採用台積電 4 奈米製程，旗艦款 4090 浮點運算效能提升一倍以上，售價調漲 100 美元至 1,599 美元，4080 調漲 200 美元至 899 美元。性能大幅提升，但價格亦有調漲，由於 PC 需求不振，對電競助益效果降低。

2024 年為 Nvidia 二年一次大改款時間，估計推出時點 4Q24，在新架構、新工藝、加大顯存容量下，效能可望比 40 系列高出 50~100%，價格提升 0~10%(視當時景氣狀況)，性價比轉佳，對電競出貨將有幫助。

電競 NB 屬於利基性市場，走向休閒風，消費者接受度高，2022/23 年全球一般型 PC 出貨呈現衰退，全球唯有電競 NB 出貨年持平，表現仍比其他一般或商用 NB 衰退為佳，微星電競 NB 營收 2022/23 年增 2%/8%。

2023 年受惠全球人工智慧(AI)興起，商用及創作者(Creator)筆電(算進電競 NB 市場)導入 AI 進行場景規劃、圖像生成，已有多位客戶陸續使用相關產品。另外 2024 年 NB 廠商亦將陸續推出 Intel Core Ultra 推論功能的筆電，並提供消費者更多 AI 應用如：背景特效、精準捕捉聲音、追蹤使用者臉部與眼部動作、影片編輯、3D 渲染速度加快兩倍以上，消耗更少電力...等，加上 4Q24 NVIDIA 可望推出二年一次大改款 GPU 50 系列，有助整體電競市場需求增加，估微星 2024/25 年電競 NB 營收持續年增 15%/8%(前次估為 12%/7%)。

圖 3：Nvidia 40 系列性價比降低，4Q24 50 系列可望提升

	RTX 4090	RTX 4080(16G)	RTX 4080(12G)	RTX 3090	RTX 3080	RTX 2080	RTX 2070
Release Date	Sep-22	Sep-22	Sep-22	Sep-20	Sep-20	Aug-18	Aug-18
Process	TSMC 4nm	TSMC 4nm	TSMC 4nm	Samsung 8nm	Samsung 8nm	TSMC 12nm	TSMC 12nm
Architecture	Ada Lovelace	Ada Lovelace	Ada Lovelace	Ampere	Ampere	Turing	Turing
CUDA cores	16384	9728	7680	10496	8704	2944	2304
Performace	82.58 TFLOPS	48.74 TFLOPS	40.09 TFLOPS	35.6 TFLOPS	29.8 TFLOPS	10.1 TFLOPS	7.5 TFLOPS
Memory	24 GB GDDR6X	16 GB GDDR6X	12 GB GDDR6X	24 GB GDDR6X	10 GB GDDR6X	8 GB GDDR6	8 GB GDDR6
TDP	450W	320W	285W	350W	320W	215W	175W
Launch Price(Not FE)	US\$1,599	US\$1,199	US\$899	US\$1,499	US\$699	US\$699	US\$499

資料來源：元大投顧預估

AI server 布局尚需時間，AI PC 下半年貢獻擴大，有助單價及毛利率提升

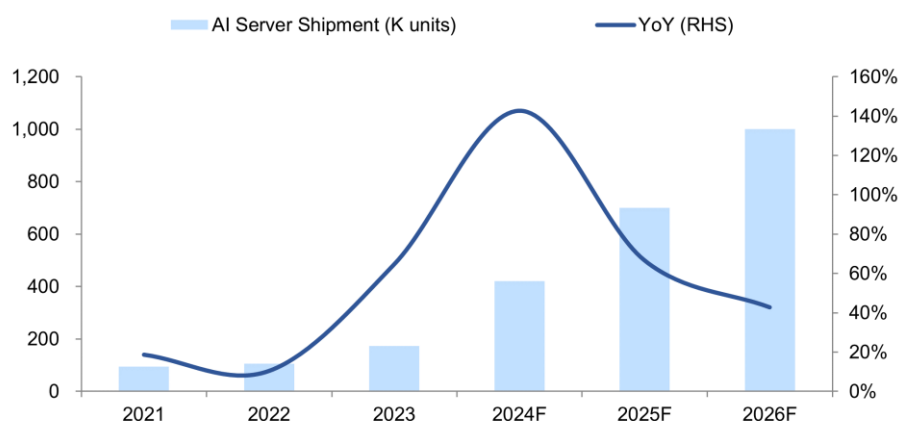
微星過去 server 事業忽略白牌市場，2023 年開始組織重整，在做人力擴充(目前 250 人)，過去專注資安、工廠自動化的 server 客戶，AI Server 目前在產品開發階段，還在等待客戶的認證，目前有規劃 L6/L10/L11，在美國有小工廠服務當地的客戶。

2023 年公司組織調整，取得 RD 及業務人才，目前產品開發不是一般性目的，主要針對客戶需求做開發布局，美國、韓國、日本、歐洲大客戶都有接觸，客製化開發送樣需要 2 年時間，要到 2H25 才會有機會貢獻，目前都是開發和小量送樣階段。公司 AI Server 有點落後，但 3-5 年後布局到位。

今年是 AI PC 發展元年，公司與上游微軟、Intel、AMD 合作，下半年積極推出 AI PC 產品，目前主力在電競 NB，商用 NB 亦會隨之導入。由於 AI PC 普及需消費者及業者互相激盪，提升學習曲線，並有殺手級 AI 軟體推出，才有機會提升滲透率。有鑑於 AI PC 仍處萌芽階段，尚不成熟，估今年占整體出貨量 5%。

由於 AI PC 的要件從硬體規格來看包括 NPU 及記憶體容量提升，再加上算力提高，相關散熱、電源供應器等規格隨之上揚，因此 CPU 的價格肯定會比傳統的高，目前 AI PC 平均售價比傳統高 0.5~1 倍(未來將逐漸降價，提升滲透率)，對今年出貨量無貢獻，但單價可望提升 7.5%，估毛利率比傳統的 PC 略高 0.3%。

圖 4：全球 AI 伺服器出貨量預估

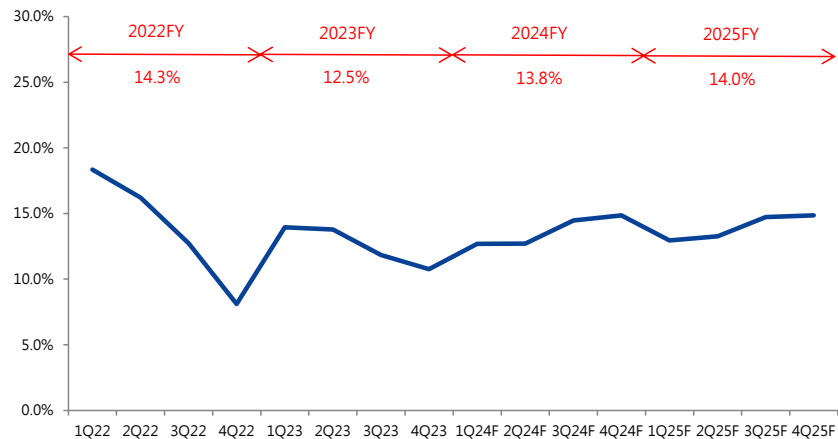


資料來源：元大投顧預估

今年促銷活動減緩，毛利率回升中

2023 年 PC 市場不景氣，處於衰退狀態，加上同業清庫存，殺價競爭，公司為維持市占率，加大促銷活動，造成毛利率由 1Q23 13.94%逐季下滑至 4Q23 10.77%。促銷活動在去年底結束，第一季新產品增加，毛利率季增 1.91 百分點至 12.68%，正式脫離谷底。2024/25 年全球景氣復甦，PC 出貨回溫、庫存減輕及促銷活動放緩，估毛利率由 2023 年 12.5%回升至 13.8%/14.0%。

圖 5：促銷活動減緩，微星毛利率回升中



資料來源：TEJ、元大投顧預估

年底 NVIDIA 可望推出二年一次大改款 GPU，有助 VGA 出貨增加

微星 2022 年底庫存調整結束，2023 年 MB 產品客戶開始回補庫存，營收成長 8%，今年為 PC 景氣復甦年，估 2024/25 年持續年增 3%/6%。2023 年 VGA 卡受上游 NVIDIA GPU 庫存調整較慢，40 系列出貨較少，加上舊產品 30 系列市場競爭激烈，營收年減 18%；今年全球景氣復甦，年底 NVIDIA 可望推出二年一次大改款 GPU，有助 VGA 出貨增加，估 2024/25 年 VGA 營收成長 16%/9%。

預估 2024/25 年整體營收年增 12%/8%至 2,050/2,207 億元，促銷活動減少，估毛利率回升至 13.8%/14.0%，2024/25 年 EPS 13.89/15.01 元，年增 56%/8% (比原估上修 3%/2%，主因第二季營收優於預期)。

產品結構分析

電競為微星發展重心

微星在 2012 年發表電競筆記型電腦，以龍盾牌 LOGO 作為代表圖騰，紅黑配色為主要視覺設計，將虧損的 NB 部門轉型至利基性電競 NB，獲利開始穩定成長，2012 年 EPS 1.02 元，年增 165%，營運正式擺脫谷底。2014 年發表全球第一台配備機械式背光鍵盤的電競筆記型電腦。電競筆記型電腦為微星帶來知名度，隨後主機板、顯示卡等產品加入電競系列產品，後續開展出電競滑鼠、電競鍵盤、電競耳機、電競桌機等電競週邊商機。電競比重亦由 2012 年占比 10~15% 提升至今超過 70%，微星整體營運發展向電競靠攏。目前 NB 中 90% 為電競，MB/VGA 電競占比亦達 60%/70%。

微星不斷加強電競比重，其中電競 NB 單價高，毛利率佳，更為發展重心，因此電競 NB 占營收比重由 2012 年 12% 逐漸上揚至 2023 年 43%，預估 2024 年持續提高至 44%。MB 產品趨向成熟，加上產業競爭較激烈，占營收比重由 2012 年 25% 下滑至 2023 年 13%。VGA 卡則受惠電競趨勢，占比由 2012 年 18% 略上升至 2023 年 21%。

其他項目包括：Barebone、AIO、Server、IPC、車用...等，每年占營收比重約在 15~20% 區間。車用產品約占公司營收比重 3%，為其他項目發展重心。2023 年初亮相的電動車充電樁產品，年中在台灣開始出貨，主要導入停車場。除充電樁外，公司進一步整合車牌辨識、行動支付及 RFID 卡片感應，並連結手機 App，推出升級版的智慧 AC 電動車充電樁「EV AI」。未來計畫在歐美市場也推廣，2024/25 年可望順利向海外市場出貨，估計 2024 年營收有機會雙位數以上成長。微星車用未來幾年目標 CAGR 30% 以上。

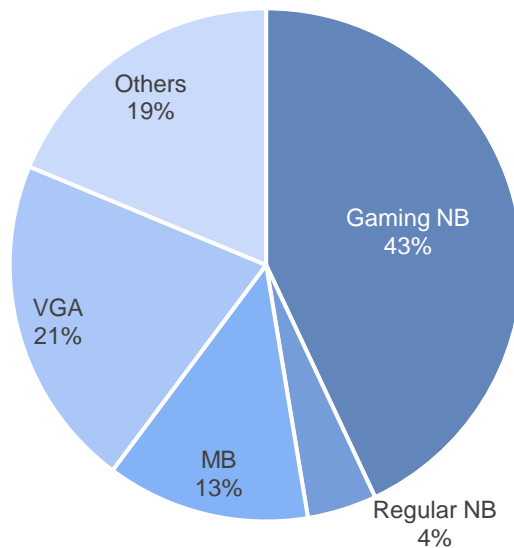
微星在 AIoT 領域發展自動化、機器人及工業電腦設備之應用，結合車電領域的技術，陸續推出包括 AI 車載電腦、應用於數位看板系統的精巧型 / 超薄型 AI 工業電腦，及智能機器手臂等，並將旗下 AMR 自主移動型機器人分別應用於智能物流/配送/防疫/消毒等場域情境。

圖 6：微星電競 NB



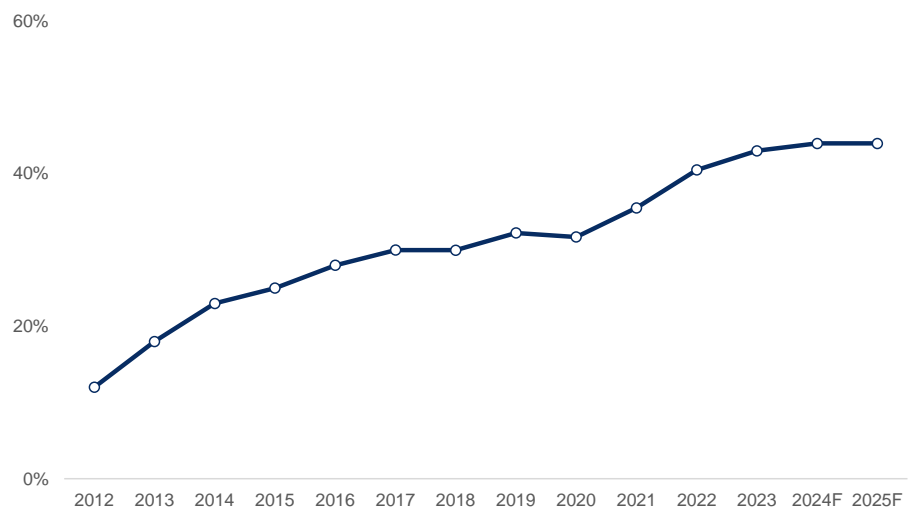
資料來源：公司資料

圖 7：2023 年微星產品組合



資料來源：元大投顧整理

圖 8：微星電競 NB 占營收比重逐漸上升



資料來源：元大投顧整理

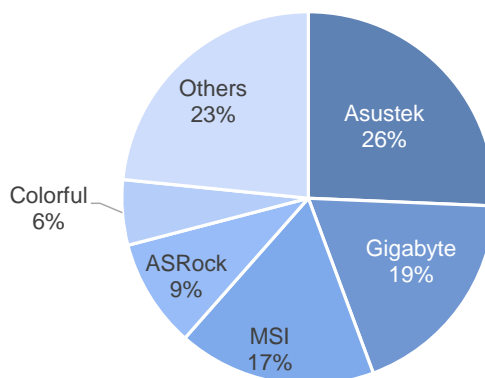
同業比較分析

微星為全球第三大 MB 製造商，2023 年 MB 出貨開始反彈

台灣主機板廠商在全球市占率超過 70%，微星為全球第三大 MB 製造商，僅次於華碩、技嘉。產品主攻 DIY 市場，以歐美通路市場為主。華碩、技嘉兩家 MB 均以 OBM 為主，微星稍有不同之處為電競 MB (OBM) 占比達 70%，30% 替國際大廠代工 (ODM)，但近年代工比重持續下降中。

2022 年 MB 產業受 WFH 降溫、高通膨等負面因素影響，全球主機板出貨衰退近 20% 至 5,300 萬片，其中微星出貨近 890 萬片，市占率約 17%，為全球第三大廠商。2023 年 MB 產業逐漸復甦，客戶回補庫存，微星 MB 出貨年增 8%，擺脫衰退。由於主機板屬於成熟產業，估 2024/25 年成長略下滑至 3%/6%。

圖 9：微星為全球第三大 MB 製造商



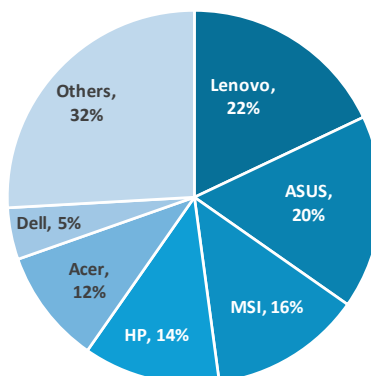
資料來源：元大投顧整理

台灣廠商在電競 NB 市占率近 50%，微星為全球第三大電競 NB 廠商

根據研調統計，聯想主攻大陸入門款及中階電競 NB 市場，為全球第一大，市占率 22%。台灣華碩、微星、宏碁...等主攻歐美中高階電競 NB，在大陸銷售較少，合併市占率近 50%；如以中高階電競 NB 市場來看，台灣市占率可達 70%。微星在全球電競 NB 市占率約 16%，僅次於聯想 22%、華碩 20%，由於電競品牌的客戶忠誠度高，消費者習慣某品牌後不易轉換，近幾年市占率變化不大。

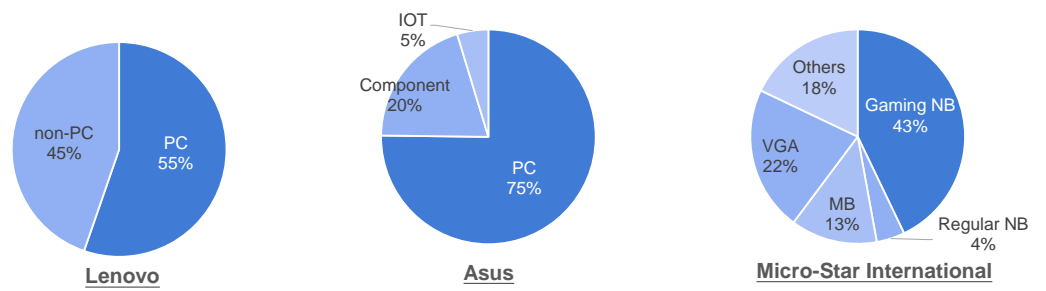
電競 NB 走向休閒風，過去 PC 衰退時，銷售相對具支撐，目前電競 NB 滲透率約 15% 偏低，未來出貨仍看好，估 2024/25 年年增 6.8%/8.5%，相對 PC 成長率在低個位數，對微星未來營運仍屬有利。

圖 10：微星為全球第三大電競 NB 廠商



資料來源：網路、元大投顧整理 (2023 年)

圖 11：聯想、華碩、微星產品組合



資料來源：聯想、華碩、微星、元大投顧整理

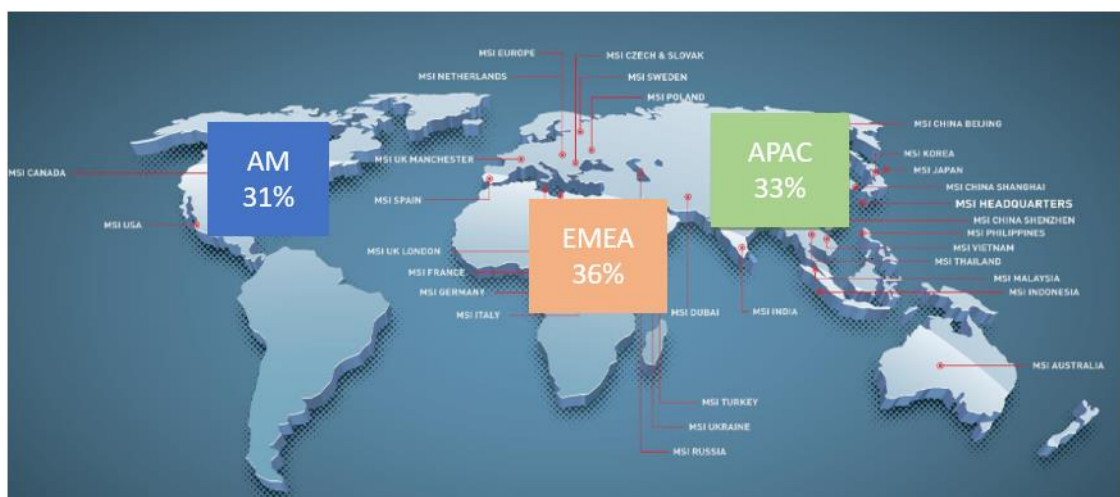
客戶分析

微星 OBM 以各區域通路客戶為主，ODM 則替國際大廠代工

國內 MB 廠商如：微星、華碩、華擎...等早期業務以銷售主機板為主，該市場屬於 DIY，主打 OBM(自有品牌)，必須了解當地消費者需求及提供維修、客服...等重點工作，因此在全球各區域如：美國、德國、加拿大、法國、義大利、大陸...等廣設據點，並透過當地 SI(System Integrator；系統整合商)或經銷商銷售，如：台灣光華商場、日本秋葉原...等。

微星與其他 MB 廠略有不同之處，公司新增 ODM 業務，為國際大廠如：Dell、HP...等做少量代工，產品包括：MB、VGA、NB...等均有，其中 MB 約 40%為 ODM，其他 VGA、NB 在 20%以下。目前 ODM 比重持續下滑中，一方面因 OBM 業務與客戶衝突，另一方面微星希望提升毛利率，加強 OBM 銷售。

圖 12：微星銷售以各區域通路客戶為主



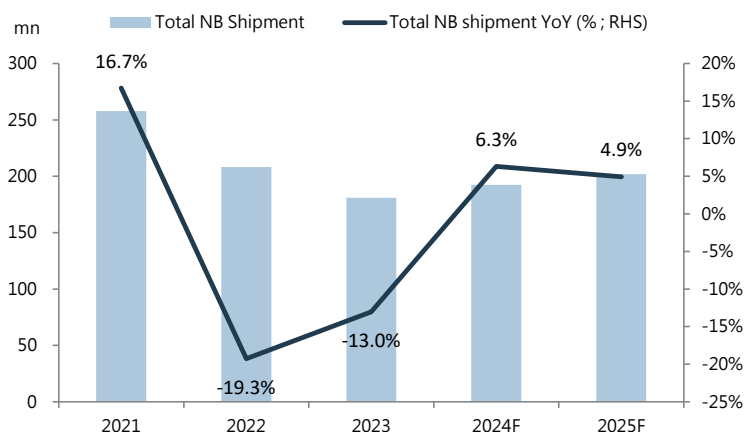
資料來源：微星、元大投顧整理

2024 年筆電整體出貨恢復成長，電競 NB 滲透率穩定上升

筆電產品過去二年疫情的遞延訂單在 2022 年第一季出完，加上 2 月俄烏戰爭/高通膨影響需求，居家上班降溫更趨明顯，相關產品如：Chromebook、消費性筆電、主機板等出貨疲弱，下半年各廠商調整庫存，銷售下降快速，全球筆電在 2022 年出貨衰退 19%，2023 年仍年減 13%，2024 年預期全球景氣復甦下，小幅成長 6%。

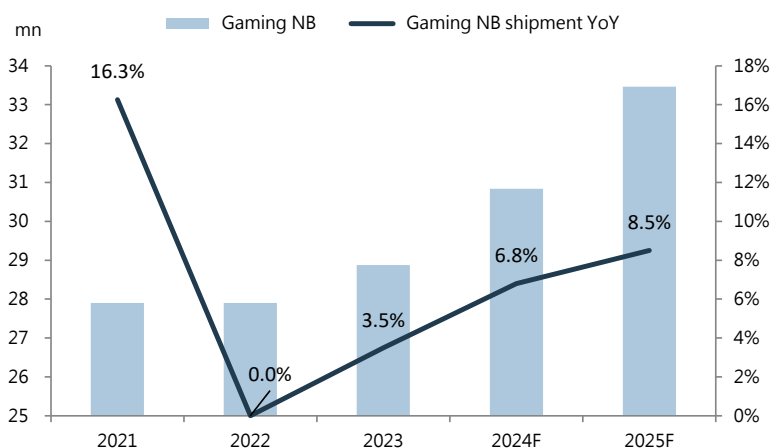
電競筆電在 COVID-19 疫情期間受惠居家人數增加，玩電動時間變長，2020/21 年出貨成長 27%/16%，2022 年居家上班降溫，出貨亦受影響，另外虛擬貨幣從高峰 6.5 萬美金降至近期 3.4 萬美金左右，顯卡已無需求，不利電競繪圖卡出貨，但 NVIDIA 及 AMD 新 GPU 產品陸續推出，對電競市場有一定刺激作用，2022 年電競筆電出貨約年持平，2023 年恢復成長 4%，2024 年受惠 NVIDIA 二年一次 GPU 大改款，出貨可望年增 7%，是 PC 下游維持成長的產品。微星在電競產品含：NB、主機板、繪圖卡等，營收比重超過 70%，在 PC 不景氣時，此部分銷售具有支撐。

圖 13：全球筆電出貨量預估



資料來源：IDC、元大投顧整理

圖 14：全球電競筆電出貨量預估

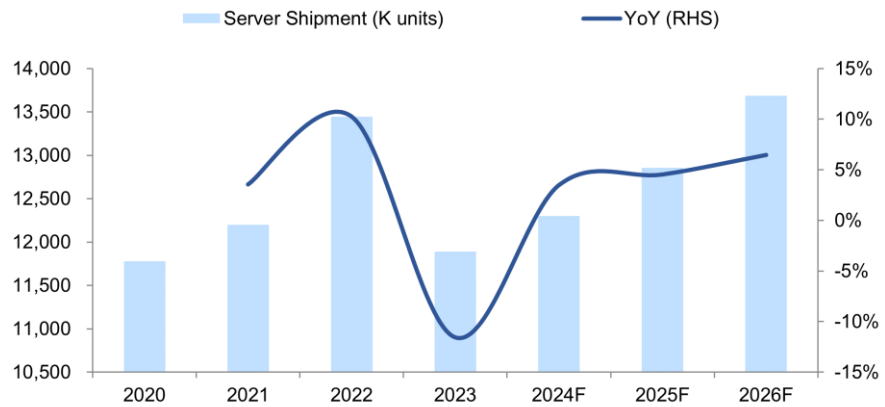


資料來源：IDC、元大投顧整理

2024 年一般型伺服器出貨逐漸恢復成長

根據調查，部分零組件廠已經看到一般型伺服器需求回溫，且中國及部分美系 CSP 業者需求最為明顯。中國業者的自研晶片伺服器陸續開出，開始小幅增加一般型伺服器訂單，預估 2024 年全球伺服器出貨量年增 5%，優於先前預估的 2%。

圖 15：全球伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

財務分析

業績穩定向上，營運現金流持續增加且資產負債表健全

微星電競比重超過 70%，受 NVIDIA 二年一次 GPU 大改款影響大。NVIDIA 一般在雙數年推出 GPU 大改款，如：20 系列/2018 年、30 系列/2020 年、40 系列/2022 年，刺激電競需求，微星在該年度業績明顯成長，均達雙位數以上。惟一例外 2022 年遇 WFH 降溫，PC 產業庫存調整，呈現衰退。由於存貨已經調整結束，預期 2024 年在 NVIDIA 年底再度推出 GPU 大改款，微星整體營收有機會恢復成長 12%。

獲利表現，2021 年受 WFH 需求大增，PC 供不應求，造成當年增毛利率 19%，遠高於正常 13~15% 區間，EPS 20 元，年增 113%。但 2Q22 全球 WFH 降溫、俄烏戰爭爆發、高通膨等負面因素干擾，不僅 2022 年營收衰退 11%，毛利率驟降至 14.3%，EPS 11.79 元，衰退 41%。2Q22 PC 進入清庫存階段，直至 1Q23 清理結束，營收逐漸恢復成長，毛利率回至正常區間 13~15%。

資產負債表部分，微星流動比、速動比維持於 160%/100% 以上，負債比率落在 40-50% 健康區間。營運現金流量穩定維持正數，預期在後續淨利持續挹注下表現穩健。另外，公司計畫未來發展 AI Server，2025 年下半年才具成效，短期尚無較大的資本支出，營運現金流充足無虞。ROE(股東權益報酬率)微星一向維持在 20% 左右，優於科技同業在 10~15% 區間。

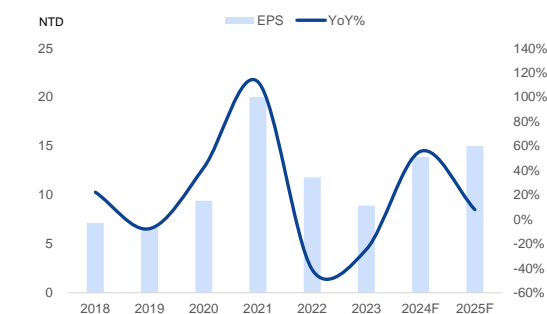
微星 2023 年 EPS 8.92 元，年減 24%。公布現金股息 5.4 元，配發率 60.5%，維持過去水準 60~70%，殖利率 3.1%。今年微星促銷活動減少，毛利率回升，估 2024 年 EPS 13.89 元，成長 56%，可望配息 8.5 元(配發率 61%)，殖利率 4.8%，屬於高殖利率股。

圖 16：微星營收維持穩定成長



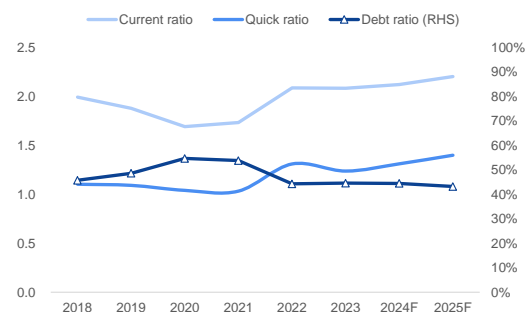
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 17：近年 EPS 受 WFH 降溫、促銷活動拖累



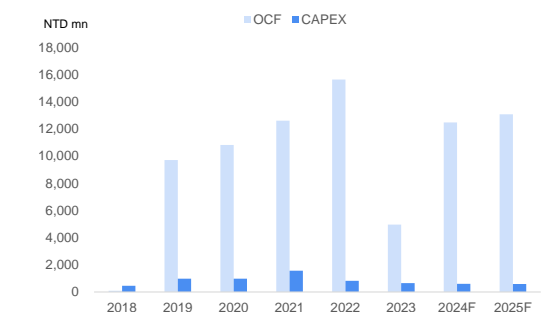
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 18：微星負債比率維持穩定



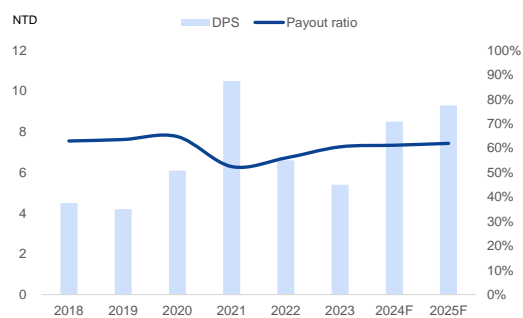
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 19：微星營運現金流大幅高於資本支出



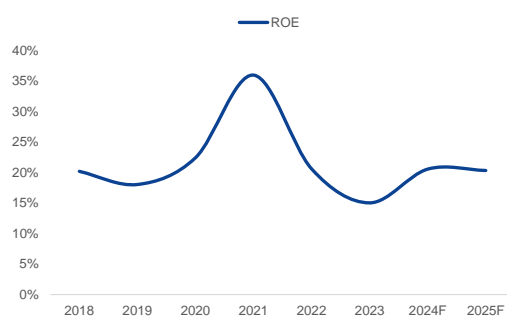
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 20：微星股利配發穩定



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 21：微星 ROE 維持穩定



資料來源：公司資料、元大投顧

獲利調整與股票評價

調升 2024/25 年稅後淨利 3%/2%

第二季 MB 淡季不淡，營收由原估季減 3% 上修至季持平，因此將 2024/25 年營收上修 2%/2%，毛利率大致維持先前估值，稅後上調 3%/2%，EPS 13.89/15.01 元，成長 56%/8%。

圖 22：2024 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	204,960	200,960	220,724	216,505	2.0%	1.9%
營業毛利	28,173	27,648	30,899	30,299	1.9%	2.0%
營業利益	12,481	12,259	14,431	14,144	1.8%	2.0%
稅前利益	14,199	13,789	15,485	15,198	3.0%	1.9%
稅後淨利	11,738	11,405	12,682	12,446	2.9%	1.9%
調整後 EPS (元)	13.89	13.50	15.01	14.73	2.9%	1.9%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	13.8%	13.8%	14.0%	14.0%	0	0
營業利益率	6.1%	6.1%	6.5%	6.5%	0	0
稅後純益率	5.7%	5.7%	5.8%	5.8%	0.1	0

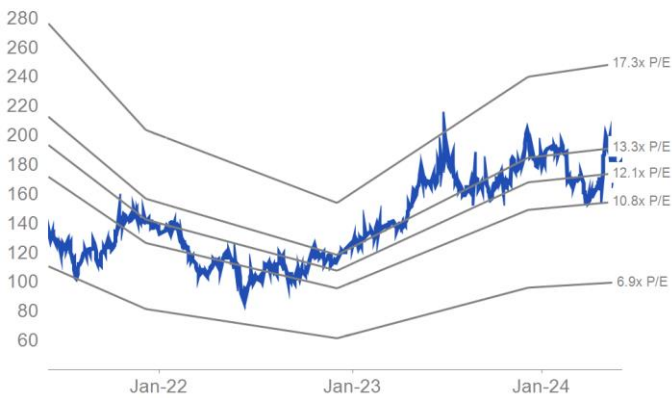
資料來源：公司資料、元大投顧預估

維持買進評等，目標價 215 元，潛在上漲空間 22.5%

2024 年來看，OBM 同業華碩、宏碁平均本益比 18.6 倍，比微星 12.6 倍高。ODM 同業廣達、仁寶、緯創、和碩等 2024 年平均本益比 17.2 倍，也比微星高，公司股價便宜。

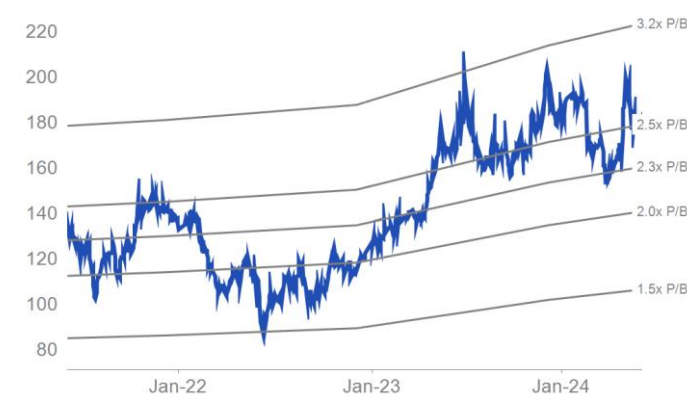
2022 年全球新冠疫苗覆蓋率大幅提升下，WFH 需求下滑，影響 Chromebook、消費性 NB 及 MB 等出貨，電競在 NB 市場滲透率持續提升中，需求仍具支撐。微星電競產品比重超過 70%，受高通膨、俄烏戰爭等負面因素影響比同業為小。公司經過 2022 年調整庫存後，體質恢復，2023 年營收恢復成長，加上去年的促銷活動減緩，2024 年毛利率開始回升，4Q24 有 NVIDIA 二年一次 GPU 大改款，有助業績提高，維持買進評等。目標本益比同先前 15 倍，2H24~1H25 EPS 14.19 元計算，目標價 215 元，潛在上漲空間 22.5%。

圖 23：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 24：12 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 25：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
微星	2377 TT	買進	175.5	4,493	8.92	13.89	15.01	19.7	12.6	11.7	(24.4)	55.8	8.0
OBM 同業													
宏碁	2353 TT	持有-落後同業	47.0	4,613	1.6	2.1	2.1	28.6	22.8	22.3	(1.6)	25.6	2.4
華碩	2357 TT	買進	503.0	10,669	21.4	35.0	38.3	23.5	14.4	13.1	8.4	63.1	9.6
OBM 同業平均					11.5	18.5	20.2	26.0	18.6	17.7	3.4	44.4	6.0
ODM 同業													
廣達	2382 TT	買進	305.0	31,202	10.3	15.0	17.0	29.6	20.4	18.0	37.0	45.3	13.4
緯創	3231 TT	未評等	106.5	10,765	4.1	6.5	8.4	26.1	16.4	12.8	1.7	59.3	28.4
仁寶	2324 TT	買進	34.8	5,280	1.8	2.2	3.1	19.8	15.6	11.1	5.2	26.7	40.8
和碩	4938 TT	持有-超越同業	102.5	7,047	5.7	6.3	7.7	18.0	16.2	13.3	0.7	10.7	22.0
ODM 同業平均					5.5	7.5	9.0	23.4	17.2	13.8	11.2	35.5	26.2

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 26：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
微星	2377 TT	買進	175.5	4,493	15.3	20.5	20.3	59.39	67.65	73.90	3.0	2.6	2.4
OBM 同業													
宏碁	2353 TT	持有-落後同業	47.0	4,613	6.6	8.2	8.4	24.9	25.1	25.2	1.9	1.9	1.9
華碩	2357 TT	買進	503.0	10,669	6.6	10.3	11.0	322.9	338.8	348.1	1.6	1.5	1.5
OBM 同業平均					6.6	9.3	9.7	173.9	182.0	186.6	1.7	1.7	1.7
ODM 同業													
廣達	2382 TT	買進	305.0	31,202	21.9	31.1	32.3	48.2	48.2	52.6	6.3	6.3	5.8
緯創	3231 TT	未評等	106.5	10,765	11.4	16.0	17.7	37.1	42.6	48.6	2.9	2.5	2.2
仁寶	2324 TT	買進	34.8	5,280	7.0	8.0	10.7	27.1	28.0	29.4	1.3	1.2	1.2
和碩	4938 TT	持有-超越同業	102.5	7,047	8.0	8.8	10.2	70.9	71.9	75.3	1.5	1.4	1.4
ODM 同業平均					12.1	15.9	17.7	45.8	47.7	51.5	3.0	2.9	2.6

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 27：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	47,627	47,772	54,179	55,383	52,027	51,488	58,616	58,592	204,960	220,724
銷貨成本	(41,587)	(41,702)	(46,340)	(47,158)	(45,291)	(44,661)	(49,983)	(49,890)	(176,787)	(189,825)
營業毛利	6,040	6,070	7,838	8,225	6,736	6,827	8,633	8,702	28,173	30,899
營業費用	(3,811)	(3,774)	(4,009)	(4,098)	(3,954)	(4,016)	(4,279)	(4,219)	(15,692)	(16,468)
營業利益	2,229	2,296	3,829	4,127	2,782	2,811	4,354	4,484	12,481	14,431
業外利益	762	438	283	236	255	268	294	236	1,718	1,054
稅前純益	2,991	2,734	4,112	4,363	3,037	3,079	4,648	4,720	14,199	15,485
所得稅費用	(499)	(536)	(707)	(720)	(544)	(634)	(846)	(779)	(2,462)	(2,803)
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	2,492	2,198	3,405	3,643	2,493	2,445	3,802	3,942	11,738	12,682
調整後每股盈餘(NT\$)	2.95	2.60	4.03	4.31	2.95	2.89	4.50	4.67	13.89	15.01
調整後加權平均股數(百萬股)	845	845	845	845	845	845	845	845	845	845
重要比率										
營業毛利率	12.7%	12.7%	14.5%	14.9%	13.0%	13.3%	14.7%	14.9%	13.8%	14.0%
營業利益率	4.7%	4.8%	7.1%	7.5%	5.4%	5.5%	7.4%	7.7%	6.1%	6.5%
稅前純益率	6.3%	5.7%	7.6%	7.9%	5.8%	6.0%	7.9%	8.1%	6.9%	7.0%
稅後純益率	5.2%	4.6%	6.3%	6.6%	4.8%	4.8%	6.5%	6.7%	5.7%	5.8%
有效所得稅率	16.7%	19.6%	17.2%	16.5%	17.9%	20.6%	18.2%	16.5%	17.3%	18.1%
季增率(%)										
營業收入	-3.1%	0.3%	13.4%	2.2%	-6.1%	-1.0%	13.8%	0		
營業利益	62.6%	3.0%	66.8%	7.8%	-32.6%	1.0%	54.9%	3.0%		
稅後純益	237.0%	-11.8%	54.9%	7.0%	-31.6%	-1.9%	55.5%	3.7%		
調整後每股盈餘	237.0%	-11.8%	54.9%	7.0%	-31.6%	-1.9%	55.5%	3.7%		
年增率(%)										
營業收入	9.2%	15.7%	10.8%	12.7%	9.2%	7.8%	8.2%	5.8%	12.0%	7.7%
營業利益	-19.8%	-5.8%	72.4%	201.0%	24.8%	22.4%	13.7%	8.7%	41.7%	15.6%
稅後純益	1.1%	11.1%	44.9%	392.6%	0	11.2%	11.7%	8.2%	55.8%	8.0%
調整後每股盈餘	1.1%	11.1%	44.9%	392.5%	0	11.2%	11.7%	8.2%	55.8%	8.0%

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

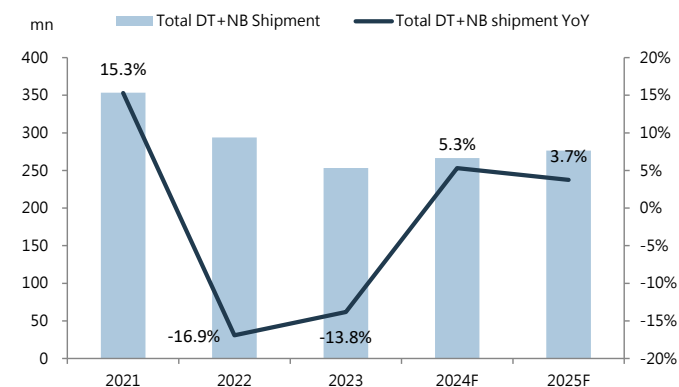
微星成立於 1986 年 8 月，為電腦主機板和顯示卡領導廠商，2000 年科技泡沫後，一度成長放緩。2010 年跨入電競相關產品，業績加速成長。產品組合(2023 年) NB 約 47% (近 90%為電競)，為最大產品項目；其次繪圖卡 21%，主機板 13%，其他(含車用、Server、工業電腦等) 19%。主要工廠設在台灣中和、大陸昆山及深圳，銷售區域：歐洲最高，占 36%，其次亞太 33%，美洲 31%。微星的 MSI 目前為全球第三大電競 NB 品牌，僅次於聯想、華碩。

圖 28：微星主要股東

Name	Holdings(%)
徐祥	5.55
國泰 ESG 永續高股息 ETF	5.21
元大台灣高股息基金	3.82
林文通	3.04
黃金請	2.48
盧琪隆	2.21
新制勞退基金	2.2
許芬蘭	2.19
游賢能	2.12
南山人壽	2.06

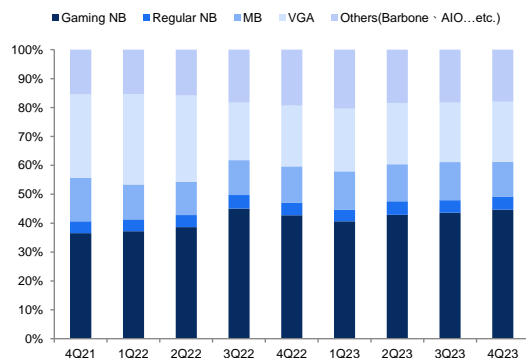
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 29：全球 PC 銷量預估



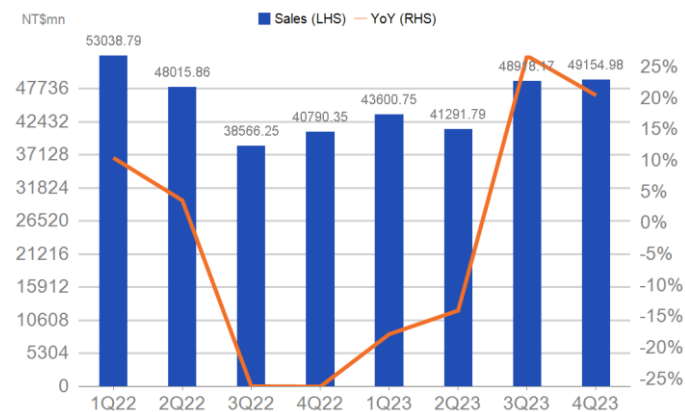
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 30：營收組成



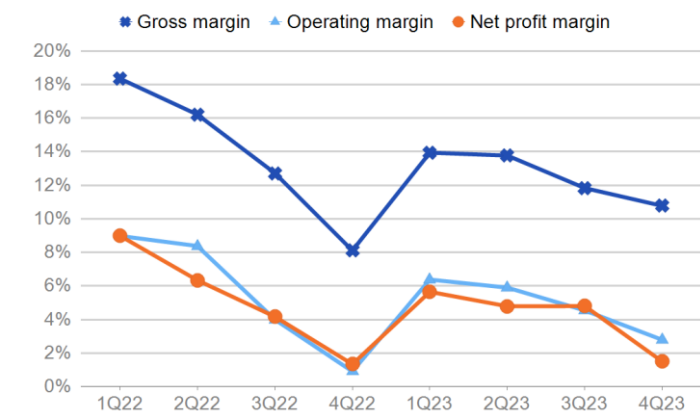
資料來源：公司資料

圖 31：營收趨勢



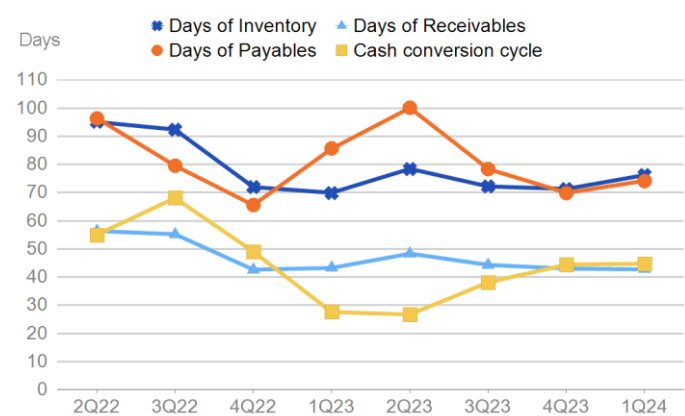
資料來源：CMoney、公司資料

圖 32：毛利率、營益率、淨利率



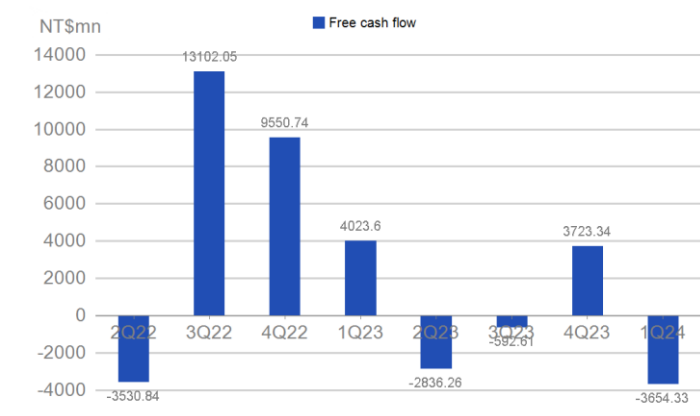
資料來源：CMoney、公司資料

圖 33：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 34：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：**微星科技整體的 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，在科技硬體行業中的公司中排名也略微領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**微星科技的整體曝險屬於低等水準，但仍略優於科技硬體行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的碳排、人力資源、商業道德等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**微星科技在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司的 ESG 相關揭露相當完整，對投資者和公眾負責。但其報告不足以評估該領域的權威水準。

圖 35：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	17.3
在 ESG 議題上的曝險 (A)	26.4
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)	28

資料來源：Sustainalytics (2024/6/27)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	23,655	27,475	25,773	32,865	37,941
存貨	37,940	29,295	33,395	36,351	37,499
應收帳款及票據	29,683	19,006	20,219	23,477	24,901
其他流動資產	2,522	2,822	2,787	2,414	2,289
流動資產	93,799	78,598	82,174	95,107	102,630
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	5,711	5,522	5,239	4,632	4,107
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	2,360	2,732	3,111	3,181	3,256
非流動資產	8,071	8,254	8,350	7,765	7,270
資產總額	101,871	86,853	90,524	102,872	109,900
應付帳款及票據	33,931	24,671	24,435	29,812	31,556
短期借款	2,000	0	0	0	0
什項負債	18,186	12,970	14,992	14,992	14,992
流動負債	54,118	37,641	39,427	44,804	46,548
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	673	814	916	916	916
長期負債	673	814	916	916	916
負債總額	54,790	38,454	40,344	45,720	47,465
股本	8,449	8,449	8,449	8,449	8,449
資本公積	805	805	805	805	805
保留盈餘	38,729	39,848	41,804	48,981	54,480
什項權益	(902)	(703)	(877)	(1,083)	(1,299)
歸屬母公司之權益	47,080	48,399	50,180	57,152	62,435
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	47,080	48,399	50,180	57,152	62,435

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	16,921	9,963	7,533	11,738	12,682
折舊及攤提	1,240	1,403	1,375	1,210	1,105
本期營運資金變動	(11,241)	10,097	(5,788)	(733)	(827)
其他營業資產 及負債變動	5,692	(5,824)	1,842	269	125
營運活動之現金流量	12,613	15,639	4,962	12,483	13,085
資本支出	(1,561)	(821)	(644)	(603)	(580)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	592	(21)	39	(70)	(75)
投資活動之現金流量	(969)	(842)	(605)	(625)	(610)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(1,014)	(2,000)	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(5,153)	(8,870)	(5,576)	(4,560)	(7,183)
其他調整數	(244)	(265)	(323)	(206)	(216)
融資活動之現金流量	(6,411)	(11,135)	(5,898)	(4,766)	(7,399)
匯率影響數	(164)	159	(161)	0	0
本期產生現金流量	5,069	3,821	(1,703)	7,092	5,076
自由現金流量	11,052	14,818	4,318	11,880	12,505

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	201,810	180,411	182,966	204,960	220,724
銷貨成本	(163,566)	(154,683)	(160,120)	(176,787)	(189,825)
營業毛利	38,244	25,728	22,846	28,173	30,899
營業費用	(18,270)	(15,032)	(14,036)	(15,692)	(16,468)
推銷費用	(11,203)	(8,885)	(8,035)	(8,822)	(9,262)
研究費用	(5,179)	(4,397)	(4,283)	(5,152)	(5,480)
管理費用	(1,873)	(1,704)	(1,700)	(1,602)	(1,726)
其他費用	(13)	(46)	(18)	(116)	0
營業利益	19,975	10,696	8,810	12,481	14,431
利息收入	72	146	457	378	361
利息費用	(31)	(69)	(42)	(28)	(29)
利息收入淨額	41	77	415	350	332
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(720)	1,953	(14)	898	0
其他業外收入(支出)淨額	1,304	(511)	(76)	470	722
稅前純益	20,631	12,284	9,177	14,199	15,485
所得稅費用	(3,710)	(2,321)	(1,644)	(2,462)	(2,803)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	16,921	9,963	7,533	11,738	12,682
稅前息前折舊攤銷前淨利	21,890	13,725	10,579	11,271	13,326
調整後每股盈餘 (NT\$)	20.03	11.79	8.92	13.89	15.01

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	37.8	(10.6)	1.4	12.0	7.7
營業利益	117.4	(46.5)	(17.6)	41.7	15.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	104.1	(37.3)	(22.9)	6.5	18.2
稅後純益	112.6	(41.1)	(24.4)	55.8	8.0
調整後每股盈餘	112.5	(41.1)	(24.4)	55.8	8.0
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	19.0	14.3	12.5	13.8	14.0
營業利益率	9.9	5.9	4.8	6.1	6.5
稅前息前淨利率	10.2	6.8	5.0	6.1	6.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	10.9	7.6	5.8	5.5	6.0
稅前純益率	10.2	6.8	5.0	6.9	7.0
稅後純益率	8.4	5.5	4.1	5.7	5.8
資產報酬率	18.8	10.6	8.5	11.4	11.5
股東權益報酬率	41.0	20.9	15.3	20.5	20.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	116.4	79.5	80.4	80.0	76.0
淨負債權益比(%)	(46.0)	(56.8)	(51.4)	(57.5)	(60.8)
利息保障倍數 (倍)	--	--	--	507.4	540.6
流動比率 (%)	173.3	208.8	208.4	212.3	220.5
速動比率 (%)	99.3	125.1	118.1	131.1	139.9
淨負債 (NT\$百萬元)	(21,655)	(27,475)	(25,773)	(32,865)	(37,941)
調整後每股淨值 (NT\$)	55.72	57.28	59.39	67.65	73.90
評價指標 (倍)					
本益比	8.8	14.9	19.7	12.6	11.7
股價自由現金流量比	13.4	10.0	34.3	12.5	11.9
股價淨值比	3.2	3.1	3.0	2.6	2.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	6.8	10.8	14.0	13.2	11.1
股價營收比	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7

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。

微星 (2377 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20211112	165.00	210.00	185.29	買進	魏建發
2	20220223	158.50	220.00	194.11	買進	魏建發
3	20220322	138.50	200.00	176.47	買進	魏建發
4	20220509	125.00	185.00	163.23	買進	魏建發
5	20220815	118.50	150.00	132.35	買進	魏建發
6	20221025	112.00	145.00	139.42	買進	魏建發
7	20230316	139.00	165.00	158.65	買進	魏建發
8	20230522	157.00	190.00	182.69	買進	魏建發
9	20230726	211.00	270.00	259.61	買進	魏建發
10	20230818	178.50	225.00	216.34	買進	魏建發
11	20230906	165.00	225.00	225.00	買進	魏建發
12	20231025	164.50	230.00	230.00	買進	魏建發
13	20231114	166.50	210.00	210.00	買進	魏建發
14	20240318	169.50	205.00	205.00	買進	魏建發
15	20240516	170.50	210.00	210.00	買進	魏建發

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>.