

宏碁 (2353 TT) Acer

積極導入 AI PC，短期貢獻不大

持有-落後同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$42.0

收盤價 (2024/07/19)：NT\$46.2

隱含漲幅：-9.1%

營收組成 (1Q24)

NB 51%、DT 11%、Display 9%、Others 29%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-落後同業	持有-落後同業
目標價 (NT\$)	42.0	41.0
2024年營收 (NT\$/十億)	265.9	257.0
2024年EPS	2.1	2.1

交易資料表

市值	NT\$140,810百萬元
外資持股比例	26.4%
董監持股比例	2.8%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$25.13
負債比	63.7%
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	275,424	241,308	265,888	284,606
營業利益	6,928	4,225	5,992	7,036
稅後純益	5,004	4,932	6,349	6,545
EPS (元)	1.67	1.64	2.12	2.18
EPS YoY (%)	-54.1	-1.4	28.7	3.1
本益比 (倍)	27.7	28.1	21.8	21.2
股價淨值比 (倍)	2.1	1.9	1.8	1.8
ROE (%)	8.2	7.5	8.4	8.6
現金殖利率 (%)	3.3%	3.5%	3.8%	3.9%
現金股利 (元)	1.50	1.60	1.75	1.80

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuanta.com

余鈴華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 第二季進入 NB 旺季，營收季增 14%，年增 15%，估 EPS 0.47 元，季增 18%，年增 2%，上調 9%，主因 PC 銷售比預期佳。
- ◆ 宏碁估計 AI PC 6~9 個月後價格降至接近一般 PC，出貨量才能放大。目前 AI PC 單價高有助營收上揚，但規模不大，對毛利率助益有限。
- ◆ NB 出貨逐漸復甦，但 AI PC 貢獻緩慢且評價不便宜，維持中立評等。目標價 42 元係以 2H24~1H25 每股盈餘 2.08 元、20 倍本益比推得。

第二季進入 NB 旺季，營收季增 14%，年增 15%，估 EPS 0.47 元，季增 18%，年增 2%，上調 9%

第二季為下半年新產品鋪貨，NB 逐漸進入旺季，營收季增 14%，年增 15%，高於元大先前預期 11%，主因客戶為下半年返校潮旺季，PC 提前拉貨。受惠規模經濟上揚，估毛利率季增 0.7 百分點至 11.2%。營業利益 16.4 億元，季增 110%，年增 57%。業外受惠利息收入及其他收益挹注，估獲利 5.5 億元。EPS 0.47 元，季增 18%，年增 2%，比前次預估上修 9%。

第三季進入返校潮旺季，估營收季增 5%，年增 5%，毛利率約維持第二季水準 11.1%，EPS 0.75 元，季增 60%，年增 13%，略上調 2%。

積極導入 AI PC，明年成效才能顯現

宏碁估算 3Q24 具有 NPU 的 AI PC 約 40%，但達到微軟定義 AI PC 需 40 TOPS 以上僅 1~2%(主要在高通 6 月剛推出 X-Elite)，評估明年第三季 40 TOPS 以上的 AI PC 達 40%，硬體規格逐漸到位，但由於目前 AI PC 比一般 PC 單價高 0.5~1 倍，滲透率不高。估計 6~9 個月後逐漸降價接近一般 PC 價位 799~899 美金/台(台幣 2.6~3 萬元/台)，出貨量才能放大。目前 AI PC 單價高有助營收上揚，但規模不大，加上市場競爭，對毛利率助益有限。

PC 出貨逐漸轉佳，營收恢復成長

高通膨、俄烏戰爭影響需求，2023 年 NB 業績年減 18%，2024 年景氣復甦，加上 AI 應用增加，估 2024/25 年 NB 營收年增 10%/6%；DT 亦因 2022 年下半年商用需求放緩，2023 年營收衰退 18%，今年下半年商用需求可望復甦，估 2024/25 年成長 10%/5%。合計 2024/25 年宏碁營收成長 10%/7%，庫存調整告一段落，估 2024/25 年毛利率由 2023 年 10.7% 略上升至 11.0%/11.1%，EPS 2.12/2.18 元，成長 29%/3%，比前次上修 3%/3%，主因 PC 銷售比預期略佳。

營運分析

第二季進入 NB 旺季，營收季增 14%，年增 15%，估 EPS 0.47 元，季增 18%，年增 2%，上調 9%，主因 PC 銷售比預期佳

第二季為下半年新產品鋪貨，NB 逐漸進入旺季，營收季增 14%至 671 億元，年增 15%，高於元大先前預期 11%，主因客戶為下半年返校潮旺季，PC 提前拉貨。受惠規模經濟上揚，估毛利率季增 0.7 百分點至 11.2%。營業利益 16.4 億元，季增 110%，年增 57%。業外受惠利息收入及其他收益挹注，估獲利 5.5 億元。合計稅後 14.2 億元，季增 18%，年增 2%，EPS 0.47 元，比前次預估上修 9%，主因上調 PC 出貨。

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	58,261	58,832	67,174	14.2%	15.3%	60,762	61,791	10.6%	8.7%
營業毛利	6,255	6,196	7,552	21.9%	20.7%	6,823	6,926	10.7%	9.0%
營業利益	1,046	781	1,641	110.1%	56.9%	1,476	1,427	11.2%	15.0%
稅前利益	2,220	2,117	2,188	3.4%	-1.5%	2,023	1,917	8.2%	14.1%
稅後淨利	1,392	1,202	1,419	18.0%	1.9%	1,300	1,261	9.1%	12.5%
調整後 EPS (元)	0.46	0.40	0.47	18.0%	1.9%	0.43	0.42	9.1%	12.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	10.7%	10.5%	11.2%	0.7	0.5	11.2%	11.2%	0.0	0.0
營業利益率	1.8%	1.3%	2.4%	1.1	0.6	2.4%	2.3%	0.0	0.1
稅後純益率	2.4%	2.0%	2.1%	0.1	-0.3	2.1%	2.0%	0.0	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

第三季進入返校潮旺季，估營收季增 5%，年增 5%，EPS 0.75 元，季增 60%，年增 13%，略上調 2%

第三季為歐美返校潮旺季，PC、監視器等出貨向上，但因第二季基期較高，估營收季增 5%至 707 億元，年增 5%。毛利率約維持第二季水準 11.1%。營業利益 18.8 億元，季增 15%，年增 22%。業外受惠利息收入、股息收入及其他收益挹注，估獲利 14.6 億元。合計稅後 22.6 億元，季增 60%，年增 13%，EPS 0.75 元，比前次預估上修 2%，主因上調營收。

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	67,445	67,174	70,691	5.2%	4.8%	68,259	69,908	3.6%	1.1%
營業毛利	7,294	7,552	7,818	3.5%	7.2%	7,549	8,102	3.6%	-3.5%
營業利益	1,546	1,641	1,880	14.6%	21.6%	1,815	2,058	3.6%	-8.7%
稅前利益	2,977	2,188	3,340	52.6%	12.2%	3,275	3,080	2.0%	8.4%
稅後淨利	2,008	1,419	2,263	59.5%	12.7%	2,216	2,011	2.1%	12.5%
調整後 EPS (元)	0.67	0.47	0.75	59.5%	12.7%	0.74	0.67	2.1%	12.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	10.8%	11.2%	11.1%	-0.2	0.2	11.1%	11.6%	0.0	-0.5
營業利益率	2.3%	2.4%	2.7%	0.2	0.4	2.7%	2.9%	0.0	-0.3
稅後純益率	3.0%	2.1%	3.2%	1.1	0.2	3.2%	2.9%	0.0	0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

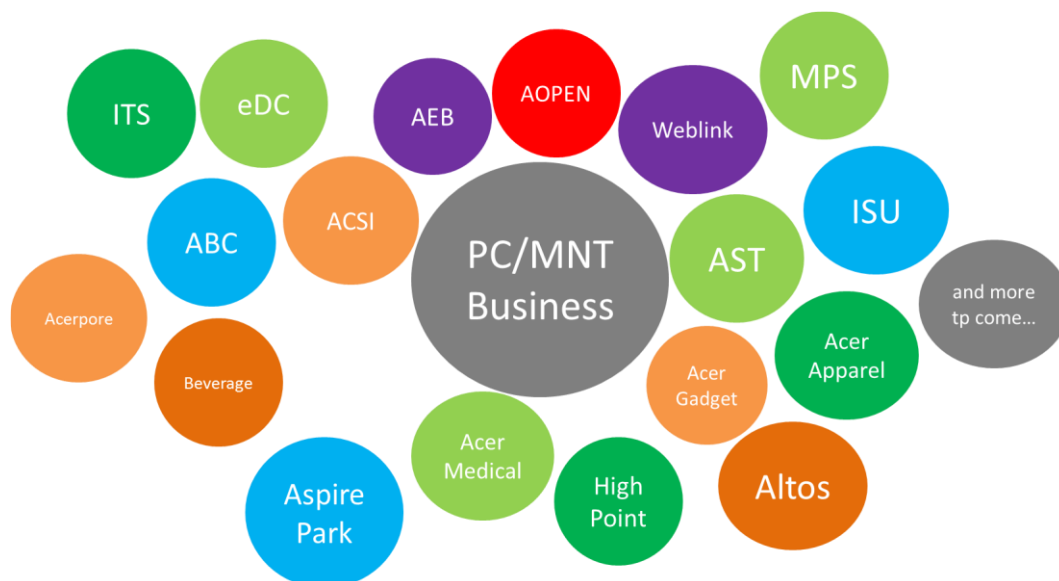
子公司(小虎隊)占營收比重持續上升，為公司發展重心

宏碁有鑑於 PC 業務成長受限，進行組織改造，並以多角化經營成為未來發展重心，轉投資如：建碁(3046 TT；從事 IPC)、展碁(6776 TT；資訊通路)、安碁資訊(6690 TT；資安)、宏碁智醫(6857 TT；智慧醫療)、智聯服務(6751 TT；系統整合)、宏碁資訊(6811 TT；雲端服務、物聯網)、海柏特(6884 TT；設備維修/維運)、宏碁遊戲(6908 TT；代理遊戲主機、電競周邊)、倚天酷碁(2432 TT；電腦周邊產品)...等佔營收比重由 2018 年 12.3%提升至 2021 年 15.6%，2022 年受 WFH 降溫，PC 出貨下滑，使得子公司占比逐季爬升，全年營收占比提高至 21.9%，年增 21%。2023 年 PC 出貨仍不佳，子公司營收占比持續上升至 27.1%，年增 8%。2024 年第一季受 PC 出貨不強，子公司營收比重上升至 29.4%，並貢獻營業利益 57.6%；第二季占比仍維持 28.1%高檔。估 2024 年子公司營收占比 27.9%，年增 10.2%，表現仍在 PC 部門之上。

重要子公司發展：

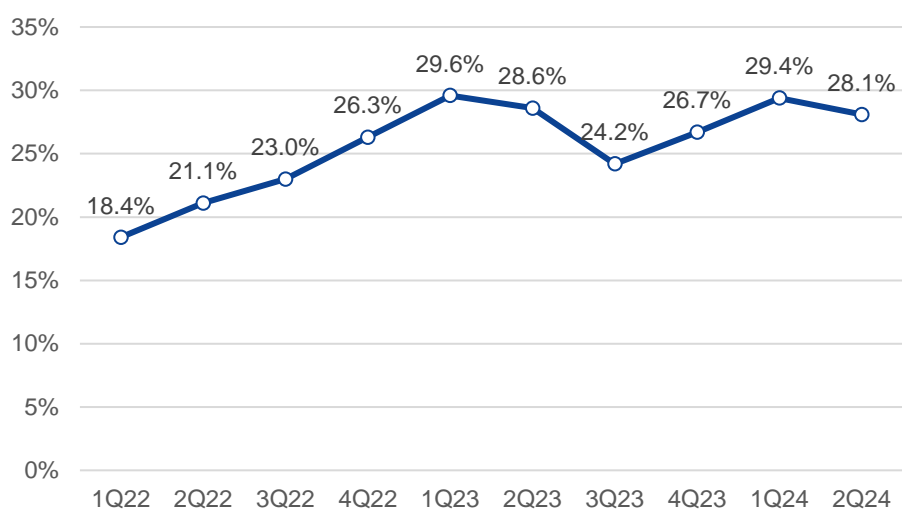
- 1) 安碁資訊(6690)：提供企業資訊安全服務，2023 年營收 18.4 億，年增 15%，成長動能強勁，長期而言受惠政府、企業、能源、製造業對資安要求的提升，雲端與 AI 應用的發展也增加了資訊安全防護的場域。
 - 2) 建碁(3046)：顯示器起家，轉型為工業電腦應用，發展交通、能源、政府標案、教育、智慧零售、娛樂、醫療照護及工廠自動化應用等八大領域，帶動 2023 年營收 56.7 億，年增 70%。
 - 3) 智聯服務(6751)：母公司智聯服務、旭誼工程、宏碁創達等三大單位發展 IT、OT、人力服務等三大核心服務，近期拓展海外佈局有成(2022 年海外營收達 2.9 億，年增 187%)。智聯服務 2023 年營收成長 25%至 17.4 億元，表現佳。未來公司擬加速佈局日本、東協、德國等海外市場。
 - 4) 宏碁資訊(6811)：專注於雲端與 AI 應用，為微軟 2023 年度最佳合作夥伴，協助政府與企業發展雲端 AI 應用，2023 年營收 75.5 億，年增 5%。後市看好公司協助企業發展生成式 AI，商機可期。
- 宏碁轉投資超過 20 家，展碁子公司博瑞達(6972 TT；化工原材料及其物流)在 2023 年 5 月掛牌，智聯服務旗下子公司宏碁創達(7706；資訊及半導體人力委外服務)公發，宏碁遊戲子公司唯晶(新加坡「凱利板」上市，股票代號：WKS；美術外包及遊戲研發工作室)，合計掛牌子公司共 12 家。另外安圖斯(伺服器整合解決方案)、聯永基(電池模組)...等未來亦陸續上市櫃，對母公司貢獻擴大。

圖 3：宏碁轉投資公司



資料來源：公司資料

圖 4：宏碁子公司營收占比



資料來源：公司資料

圖 5：宏碁重要子公司獲利表現

公司		宏碁	建碁	展碁國際	安碁資訊	智聯服務	宏碁資訊	宏碁智醫	海柏特	宏碁遊戲
代號		2353	3046	6776	6690	6751	6811	6857	6884	6908
上市櫃		上市	上市	上市	上櫃	上櫃	上櫃	興櫃	興櫃	興櫃
營運項目		資訊產品、軟體及維修	電腦系統、周邊	資訊數位娛樂產品電腦軟體	資訊安全管理服務	系統整合	雲端服務、智慧物聯網	智慧醫療創新	軟硬體產品設備維修	代理遊戲主機及周邊商品
2023 年	宏碁持股 (112.12.31)	100%	43.68%	58.93%	60.76%	58.04%	63.46%	67.51%	63.18%	70.03%
	2023 營收 (億元)	2,413.08	56.67	227.89	18.45	17.39	75.51	0.27	9.04	47.24
	營收成長率	-12.39%	70.20%	-2.12%	15.05%	25.17%	5.02%	110.17%	21.45%	108.76%
	營業毛利率	10.70%	7.28%	6.78%	39.76%	18.80%	13.72%	46.94%	18.23%	9.35%
	營業利益率	1.75%	2.91%	2.17%	12.63%	7.52%	8.04%	-149.96%	3.91%	1.65%
	稅後淨利 (億元)	49.32	2.32	4.13	1.91	0.64	5.01	-0.38	0.25	0.59
	稅後淨利率	2.04%	4.10%	1.81%	10.33%	3.69%	6.64%	-	2.72%	1.26%
	稅後淨利成長率	-1.4%	-8.4%	-0.2%	14.2%	-60.4%	10.0%	-	10.2%	48.9%
	每股盈餘(元)	1.64	3.14	5.06	8.66	3.07	12.1	-2.51	1.52	1.70
	加權平均股本(億元)	304.79	7.34	8.16	2.22	2.07	4.14	1.52	1.62	3.49
2022 年	宏碁持股 (111.12.31)	100%	40.60%	58.93%	60.70%	57.80%	63.50%	67.51%	63.20%	70.00%
	2022 年營收 (億元)	2,754.20	33.3	232.8	16	13.9	71.9	0.1	7.4	22.6
	營收成長率	-13.70%	29.40%	9.30%	10.80%	12.20%	15.90%	35.70%	27.70%	77.40%
	營業毛利率	10.80%	9.30%	7.30%	40.10%	14.40%	13.40%	47.00%	18.50%	5.50%
	營業利益率	2.50%	2.20%	2.30%	11.60%	5.30%	7.20%	-422.50%	3.80%	2.10%
	稅後淨利 (億元)	56	2.2	4.4	1.6	0.8	4.4	-0.5	0.2	0.4
	稅後淨利率	2.00%	6.50%	1.90%	9.70%	5.50%	6.10%	-	3.00%	1.80%
	稅後淨利成長率	-50.40%	58.00%	22.60%	36.80%	138.60%	53.90%	-	67.30%	7.80%
	每股盈餘(元)	1.7	3	5.1	7.9	4.1	11.4	-4.43	1.37	1.91
	加權平均股本(億元)	304.8	7.1	8.2	2	1.7	3.9	1.2	1.6	2.3

資料來源：公司資料

積極導入 AI PC，明年成效才能顯現

AI 伺服器題材火熱，宏碁較無伺服器業務，子公司：安碁資訊(6690 TT；資安)、智聯服務(6751 TT；系統整合)、宏碁資訊(6811 TT；雲端服務、物聯網)等有相關服務。

在 AI PC 發展分二方面：

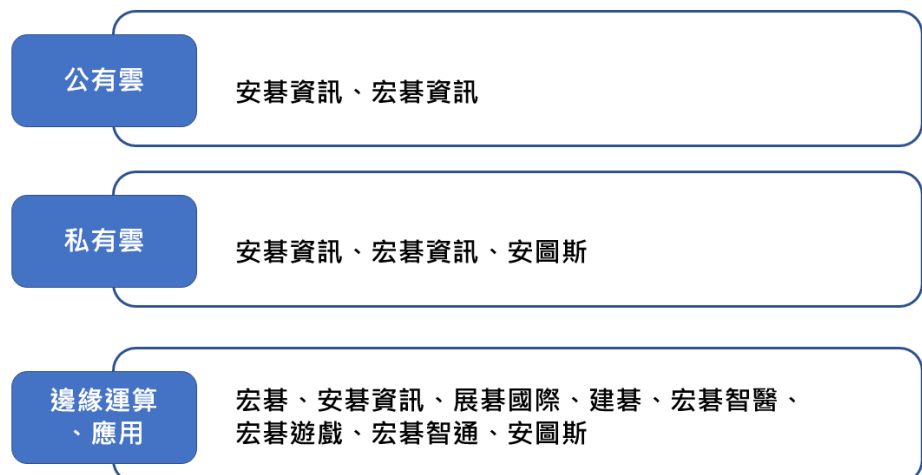
1. 企業端：

- 1) **宏碁資訊(6811 TT)**為微軟在東南亞上雲端合作主要夥伴，台商均為其客戶，去年投入大量研發，目前客戶在 POC (試用)階段，金融業及政府部會已取得 AI 訂單。
- 2) **宏碁智醫(6857 TT)**推出 AI 醫材(智骨篩)，透過胸腔 X 光影像分析骨質密度，達到預防醫療效果；用生成式 AI 做「服務套餐」，例如數位分身(Digital Twin)作為病患的虛擬個管師(個案管理師)，協助病患掛號、提醒飲食，甚至提供健身器材建議。
- 3) **安圖斯(Altos)**主要營運模式透過自有研發團隊與 ODM/IHV/ISV 相互合作，搭配商用伺服器、工作站、精簡型電腦、網路及存儲設備，提供最優化的整合解決方案。安圖斯科技致力於 AI 解決方案，利用獨創遠端控管軟體以及運算資源管理系統，使企業組織提高營運效率並降低開發成本，實踐數據蒐集、整合、管理及高速運算。

2. 消費端：除去年底配合 Intel 推出 Core Ultra 相關 AI NB，今年亦搭配超微、高通等相關 AI 處理器的 PC 上市。高階、高單價的 Edge-AI 相關 PC 產品將增加，預估 AI 相關產品占公司 2024 年營收 5% (下半年出貨量逐漸放大)，未來是否能擴大滲透率需視與雲端 ChatGPT 的競爭力以及消費者接受程度。

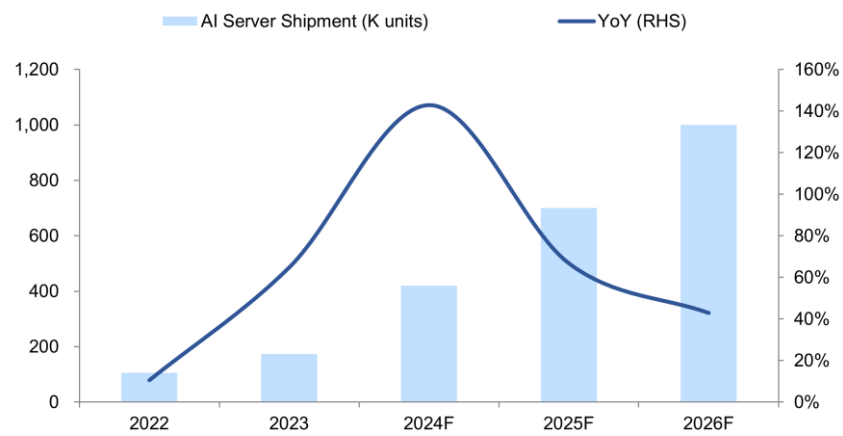
宏碁估算 3Q24 具有 NPU 的 AI PC 約 40%，但達到微軟定義 AI PC 需 40 TOPS 以上僅 1~2%(主要在高通 6 月剛推出 X-Elite)，評估明年第三季 40 TOPS 以上的 AI PC 達 40%，硬體規格逐漸到位，但由於目前 AI PC 比一般 PC 單價高 0.5~1 倍，滲透率不高。估計 6~9 個月後逐漸降價接近一般 PC 價位 799~899 美金/台(台幣 2.6~3 萬元/台)，出貨量才能放大。目前 AI PC 單價高有助營收上揚，但規模不大，加上市場競爭，毛利率的助益較保守。

圖 6：宏碁在 AI 佈局齊全



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：全球 AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

圖 8：Intel Core Ultra 各處理器用途

推薦用途	 Intel® Core™ Ultra 處理器 9	 Intel® Core™ Ultra 處理器 7	 Intel® Core™ Ultra 處理器 5
AI 強化的影片編輯	✓		
隨時隨地暢玩休閒遊戲	✓		
多工作業	✓	✓	
AI 對視訊通話的影響	✓	✓	✓

資料來源：網路

圖 9：Intel、Intel Core、Intel Core Ultra 處理器用途差異

推薦用途	 Intel® Core™ Ultra 處理器 ¹	 Intel® Core™ 處理器（第 14 代） ²	 Intel® 處理器 ³
AI 與行動運算	✓		
遊戲	✓	✓	
全方位的卓越效能	✓	✓	✓

資料來源：網路

圖 10：Core Ultra 與 Core i9、Core i7 比較

名稱	Intel Core i9 (14 TH gen)	Intel Core i7 (13 TH gen)	Intel Core Ultra (Series 1)
處理器編號	I9-14900HX	i7-13850HX	185H
CPU 核心數量	24	20	16
P-core 數量	8	8	6
E-core 數量	16	12	8
執行緒數量	32	28	22
最大超頻	5.8 GHz	5.3 GHz	5.1 GHz
快取記憶體	36 MB	30 MB	24 MB
處理器基礎功率	55W	55W	45W
渦輪功率上限	157W	157W	115W
最小記憶體容量	8GB	8GB	8GB
記憶體類型	Up to DDR5 5600 MT/s Up to DDR4 3200 MT/s	Up to DDR5 5600 MT/s Up to DDR4 3200 MT/s	Up to LPDDR5/x 7467 MT/s Up to DDR5 5600 MT/s
推出日期	1Q24	1Q23	4Q23
TOPS	-	-	34
Price	679 USD	428 USD	640 USD

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 11：NB 品牌大廠推出最新款 AI PC 搭載高通 Snapdragon X Elite

	三星 Galaxy Book4 Edge	聯想 ThinkPad T14s Gen 6	HP EliteBook Ultra
			
處理器	Qualcomm Snapdragon X Elite	Qualcomm Snapdragon X Elite	Qualcomm Snapdragon X Elite
記憶體	16 GB LPDDR5x	32GB LPDDR5x	16 GB LPDDR5x
儲存空間	512G/1TB PCIe	1TB M.2 PCIe Gen 4x4	512G PCIe Gen4
GPU	Qualcomm Adreno	Qualcomm Adreno	Qualcomm Adreno
續航力	22hr	31hr	26hr
螢幕	AMOLED 3K (2880x1800) 120Hz	IPS (1920 x 1200)	IPS (2240 x 1400)
價格	HKD 14,680 (約當 NTD 60,800)	USD 2,699 (約當 NTD 87,400)	USD 1,699 (約當 NTD 55,000)
特色	<div>- AI Studio：在系統層面調整虛擬景深，配合自動取景和眼部接觸校正功能。</div> <div>- Photo remaster：AI 運算一鍵修圖。</div> <div>- Adobe Firefly：整合 Adobe 旗下不同產品的 AI 服務，按照使用者的指示生成不同的結果。</div> <div>- 為專為商業人士所設計的 AI PC。</div> <div>- ThinkShield 安全功能及解決方案：協助企業客戶管理加強端點防護，降低風險的同時維持效率，且提供 AI 威脅偵測功能，配備安全開機程序以及自我修復韌體。</div> <div>- Wolf Pro Security 的新一代防毒軟體(NGAV)：透過硬體安全功能保護 PC 直達韌體等級，全面防護使用者憑證和其他關鍵資訊。</div>		

資料來源：公司資料

圖 12：NB 品牌大廠推出最新款 AI PC 搭載高通 Snapdragon X Elite (續)

	ASUS Vivobook S 15	Acer Swift 14 AI	Dell XPS 13
			
處理器	Qualcomm Snapdragon X Elite	Qualcomm Snapdragon X Elite	Qualcomm Snapdragon X Elite
記憶體	32GB LPDDR5x	32GB LPDDR5x	16GB LPDDR5x
儲存空間	1TB M.2 NVMe™ PCIe4	1 TB NVMe PCIe Gen 4	512G M.2 PCIe NVMe
GPU	Qualcomm Adreno	Qualcomm Adreno	Qualcomm Adreno
續航力	18hr	26hr	27hr
螢幕	OLED (2880 x 1620) 120Hz	IPS (2560 x 1600)	FHD+ 1920x1200
價格	NTD 49,900	USD 1,099 起 (約當 NTD 35,600)	USD 1,299 (約當 NTD 42,000)
特色	- 回顧(recall)功能：使用者只需描述記憶中的線索，即可搜尋到曾在裝置瀏覽過的任何文件。		
	- 具備即時翻譯功能的即時字幕(Live Captions)，不限於直播或影片。		
	- Cocreator 能根據圖像或文字，於裝置上生成 AI 影像和文字作品。		
	- Auto Super Resolution 能在不影響性能的情況下，即時自動提升遊戲中的影像解析度和螢幕刷新率。		
	- Windows Studio Effects 能自動改善光線條件，同時過濾不必要的環境雜音。		

資料來源：公司資料

PC 出貨逐漸轉佳，營收恢復成長

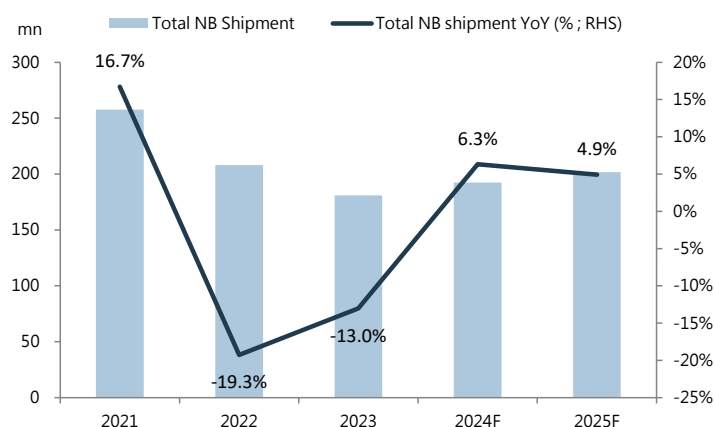
高通膨、俄烏戰爭影響需求，2023 年 NB 業績年減 18%，2024 年景氣復甦，加上 AI 應用增加，估 2024/25 年 NB 營收年增 10%/6%；DT 亦因 2022 下半年商用需求放緩，2023 年營收衰退 18%，今年下半年商用需求可望復甦，估 2024/25 年成長 10%/5%。合計 2024/25 年宏碁營收成長 10%/7%，庫存調整告一段落，估 2024/25 年毛利率由 2023 年 10.7%略上升至 11.0%/11.1%，EPS 2.12/2.18 元，成長 29%/3%，比前次上修 3%/3%，主因 PC 銷售比預期略佳。

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 11%，2024 年預期全球景氣復甦下，小幅成長 6%。

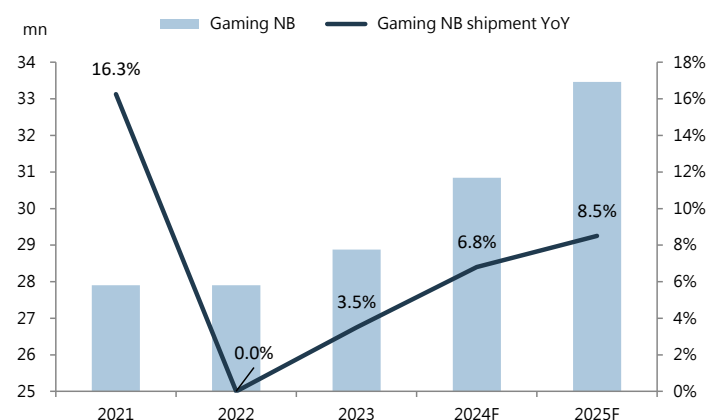
電競筆電在 COVID-19 疫情期間受惠居家人數增加，玩電動時間變長，2020/21 年出貨成長 27%/16%，2022 年居家上班降溫，出貨亦受影響，但 NVIDIA 及 AMD 新 GPU 產品陸續推出，對電競市場有一定刺激作用，2022 年電競筆電出貨約年持平，2023 年恢復成長 4%，2024 年受惠 NVIDIA 二年一次 GPU 大改款，出貨可望年增 7%，是 PC 下游維持成長的產品。宏碁在電競產品含：NB、DT、Display 以及子公司宏碁遊戲、展碁等，營收比重超過 20%，在 PC 不景氣時，銷售具有支撐。

圖 13：全球筆電出貨量預估



資料來源：Digitimes、元大投顧整理

圖 14：全球電競筆電出貨量預估



資料來源：Digitimes、元大投顧整理

宏碁為全球第六大 NB 品牌廠，近年轉往非 PC 產品發展

宏碁為全球前六大 NB 品牌廠，與華碩市占相當。近年宏碁將資源轉往非 PC 產品發展，成立眾多子公司(或稱小虎隊)，主因 PC 成長不大，造成前二年市占率略下滑，目前維持在 7% 左右。未來公司策略，PC 市場仍維持 7~8% 市占率，並維持較高獲利水準，並以電競、環保...等利基市場發展為主。

圖 15：宏碁為全球第六大 NB 品牌廠

NB 出貨	2020		2021		2022		2023		1H24	
	出貨量(mn)	市佔率	出貨量(mn)	市佔率	出貨量(mn)	市佔率	出貨量(mn)	市佔率	出貨量(mn)	市佔率
Lenovo	53.8	24%	61.9	24%	50.7	24%	44.3	24%	21.8	25%
HP	52.2	24%	57.7	22%	39.7	19%	39.0	22%	18.7	21%
Dell	34.4	16%	41.3	16%	32.0	15%	25.3	14%	12.2	14%
Apple	20.8	9%	25.2	10%	25.1	12%	19.5	11%	9.2	10%
Asus	17.2	8%	20.3	8%	19.1	9%	15.7	9%	7.3	8%
Acer	18.0	8%	20.6	8%	15.3	7%	12.9	7%	6.7	8%
Others	23.8	11%	30.0	12%	26.3	13%	24.3	13%	11.6	13%
Total	220.1	-	257.0	-	208.1	-	181.0	-	87.4	-

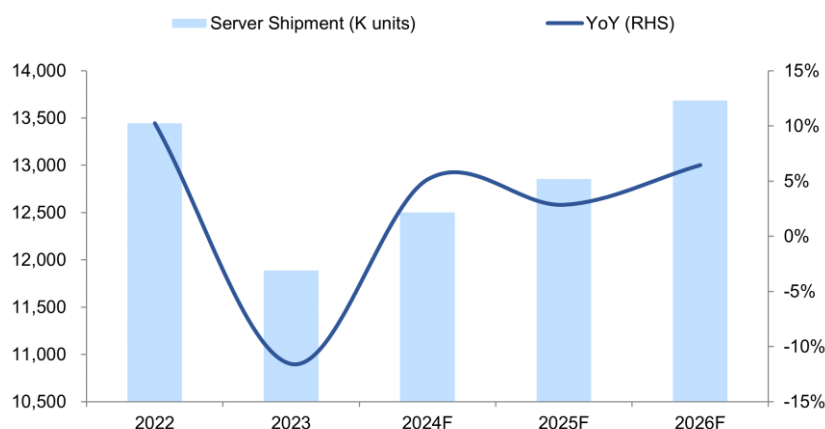
資料來源：IDC

2024 年四大 CSP 資本支出大致符合預期

美國四大 CSP 業者於最新法說會均表示，未來資本支出將會持續提升，主要用於伺服器、AI 伺服器及擴大資料中心建設，其中 AI server 更為建置重心，而一般型伺服器出貨力道雖逐漸恢復，但成長力道仍被 AI server 稀釋。

整體而言，2023 年受全球資本支出縮減，一般型伺服器衰退較大，整體伺服器出貨年減 12%，2024/25 年景氣復甦，資本支出增加，加上 AI Server 成長加速，估年增 3%/5%。

圖 16：全球伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

獲利調整與股票評價

調升 2024/25 年稅後 3%/3%

宏碁第二季 PC 銷售比預期佳，且在 AI PC 滲透率逐漸上升下，調高 2024/25 年營收 3%/4%，稅後則上修 3%/3%，EPS 2.12/2.18 元，成長 29%/3%。

圖 17：2024 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	265,888	257,044	284,606	272,741	3.4%	4.4%
營業毛利	29,206	28,208	31,473	30,161	3.5%	4.3%
營業利益	5,992	5,762	7,036	6,745	4.0%	4.3%
稅前利益	9,888	9,658	9,997	9,706	2.4%	3.0%
稅後淨利	6,349	6,183	6,545	6,337	2.7%	3.3%
調整後 EPS (元)	2.12	2.06	2.18	2.11	2.7%	3.4%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	11.0%	11.0%	11.1%	11.1%	0	0
營業利益率	2.3%	2.2%	2.5%	2.5%	0	0
稅後純益率	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	0	0

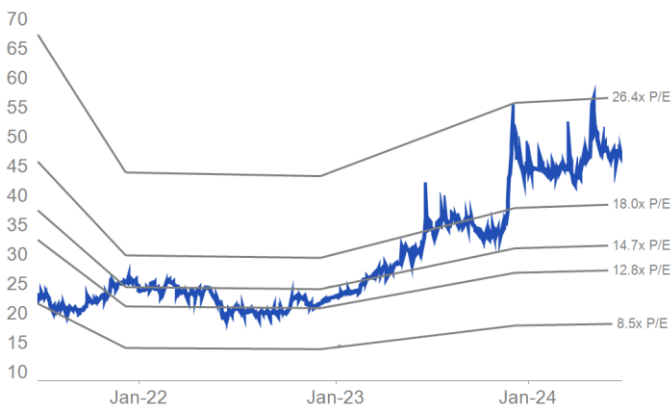
資料來源：公司資料、元大投顧預估

維持「持有-落後同業」評等，目標價 42 元

以 2024 年來看，OBM 同業 HP、聯想、華碩等平均本益比約 13.9 倍低於宏碁 21.8 倍，宏碁股價不便宜。以 2024 年本淨比來看，宏碁 1.8 倍，低於聯想的 2.5 倍，高於華碩的 1.4 倍，評價合理。

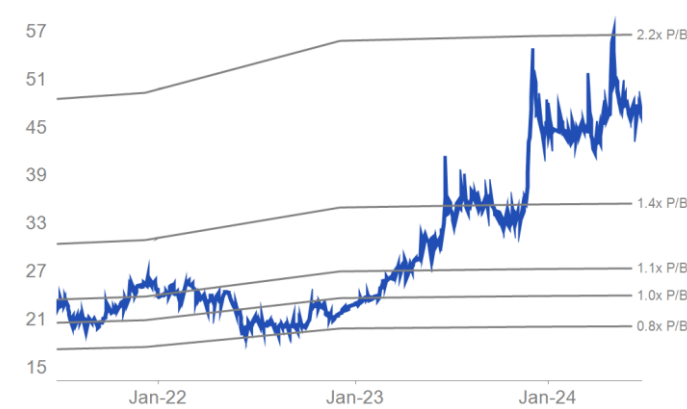
宏碁朝向多角化經營，漸具成效，尤其 2022 年 PC 不景氣時，成為公司獲利主要來源。2024 年 PC 景氣復甦，營收逐漸好轉，但市場競爭仍在，AI PC 助益尚不明顯，造成營業利益率上升有限，本業獲利改善緩慢；加上宏碁目前評價合理，維持「持有-落後同業」評等。目標本益比同先前 20 倍，以 2H24~1H25 EPS 2.08 元計算，目標價 42 元，潛在下跌空間 9.1%。

圖 18：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：12 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 20：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
宏碁	2353 TT	持有-落後 同業	46.2	4,266	1.64	2.12	2.18	28.1	21.8	21.2	(1.4)	28.7	3.1
同業													
華碩	2357	買進	481.5	10,669	21.4	35.0	38.3	22.5	13.8	12.6	8.4	63.1	9.6
HP	HPQ US	未評等	37.4	30,148	3.3	3.4	3.6	11.4	10.9	10.3	9.0	4.0	6.2
聯想	992 HK	未評等	10.1	15,228	1.1	0.6	0.8	9.6	17.1	12.0	(22.5)	(44.2)	42.5
同業平均					8.6	13.0	14.3	14.5	13.9	11.6	(1.7)	7.7	19.4

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 21：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
宏碁	2353 TT	持有-落後 同業	46.2	4,266	7.5	8.4	8.6	24.52	25.13	25.28	1.9	1.8	1.8
同業													
華碩	2357	買進	481.5	10,669	664.0	1032.0	1101.0	322.9	338.8	348.1	1.5	1.4	1.4
HP	HPQ US	未評等	37.4	30,148	--	--	--	(1.1)	(1.9)	(1.3)	--	--	--
聯想	992 HK	未評等	10.1	15,228	31.2	16.7	21.0	3.7	4.0	6.4	2.8	2.5	1.6
同業平均					347.6	524.3	561.0	108.5	113.6	117.7	2.1	2.0	1.5

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 22：季度及年度簡明損益表 (合併)

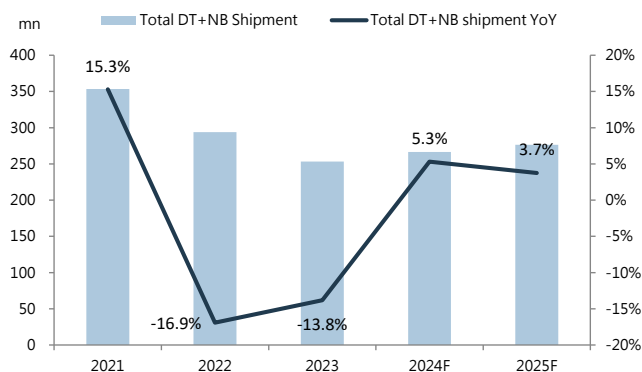
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	58,832	67,174	70,691	69,191	65,400	68,185	76,074	74,947	265,888	284,606
銷貨成本	(52,636)	(59,622)	(62,873)	(61,550)	(58,370)	(60,521)	(67,603)	(66,639)	(236,682)	(253,133)
營業毛利	6,196	7,552	7,818	7,640	7,031	7,664	8,471	8,308	29,206	31,473
營業費用	(5,428)	(5,911)	(5,938)	(5,950)	(5,821)	(5,932)	(6,314)	(6,371)	(23,228)	(24,437)
營業利益	781	1,641	1,880	1,690	1,210	1,731	2,157	1,938	5,992	7,036
業外利益	1,336	547	1,460	553	493	493	1,450	524	3,896	2,961
稅前純益	2,117	2,188	3,340	2,243	1,703	2,224	3,607	2,462	9,888	9,997
所得稅費用	(739)	(619)	(888)	(648)	(489)	(632)	(981)	(716)	(2,894)	(2,818)
少數股東權益	175	150	189	130	140	160	196	137	644	633
歸屬母公司稅後純益	1,202	1,419	2,263	1,464	1,074	1,432	2,431	1,608	6,349	6,545
調整後每股盈餘(NT\$)	0.40	0.47	0.75	0.49	0.36	0.48	0.81	0.54	2.12	2.18
調整後加權平均股數(百萬股)	3,001	3,001	3,001	3,001	3,001	3,001	3,001	3,001	3,001	3,001
重要比率										
營業毛利率	10.5%	11.2%	11.1%	11.0%	10.8%	11.2%	11.1%	11.1%	11.0%	11.1%
營業利益率	1.3%	2.4%	2.7%	2.4%	1.9%	2.5%	2.8%	2.6%	2.3%	2.5%
稅前純益率	3.6%	3.3%	4.7%	3.2%	2.6%	3.3%	4.7%	3.3%	3.7%	3.5%
稅後純益率	2.0%	2.1%	3.2%	2.1%	1.6%	2.1%	3.2%	2.2%	2.4%	2.3%
有效所得稅率	34.9%	28.3%	26.6%	28.9%	28.7%	28.4%	27.2%	29.1%	29.3%	28.2%
季增率(%)										
營業收入	-6.8%	14.2%	5.2%	-2.1%	-5.5%	4.3%	11.6%	-1.5%		
營業利益	-44.0%	110.1%	14.6%	-10.1%	-28.4%	43.1%	24.6%	-10.2%		
稅後純益	18.3%	18.0%	59.5%	-35.3%	-26.6%	33.3%	69.8%	-33.9%		
調整後每股盈餘	18.2%	18.0%	59.5%	-35.3%	-26.6%	33.3%	69.7%	-33.8%		
年增率(%)										
營業收入	12.1%	15.3%	4.8%	9.6%	11.2%	1.5%	7.6%	8.3%	10.2%	7.0%
營業利益	227.4%	56.9%	21.6%	21.2%	54.9%	5.5%	14.7%	14.7%	41.8%	17.4%
稅後純益	133.4%	1.9%	12.7%	44.0%	-10.7%	0.9%	7.4%	9.8%	24.2%	2.7%
調整後每股盈餘	133.4%	1.9%	12.7%	44.0%	-10.6%	1.0%	7.4%	9.8%	28.7%	3.1%

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

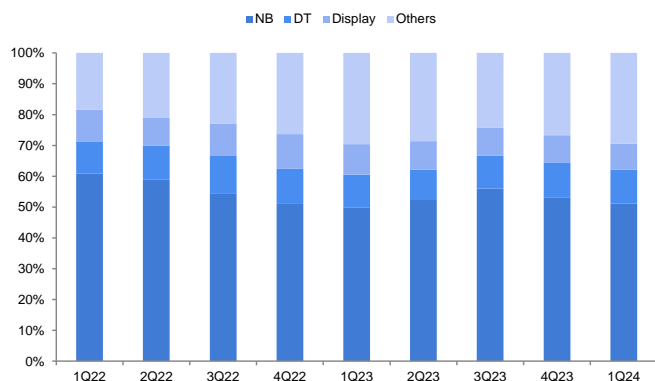
宏碁成立於 1976 年 8 月，為全球前五大 PC 品牌之一，筆記型電腦為主要產品，其他產品包括桌上型電腦、監視器、伺服器以及相關電腦硬體。產品組合(2023 年) NB 占營收比重最高，約 53%；其次 DT 11%，顯示器 9%，其他(主要為子公司) 27%。宏碁未設工廠，產品主要交由電子五哥製造。公司未來發展以非 PC 產品為主，有助分散營運風險。

圖 23：全球 PC 銷量預估



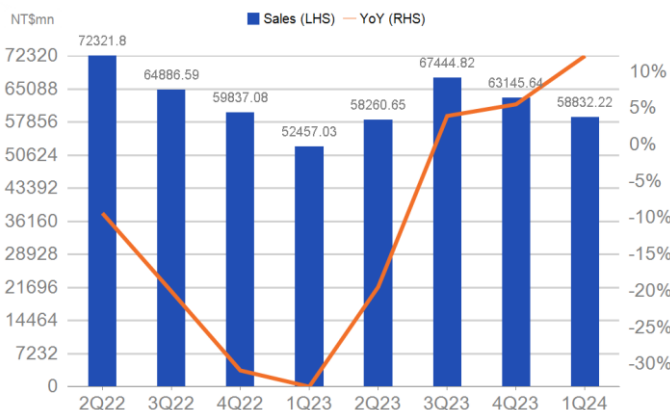
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 24：營收組成



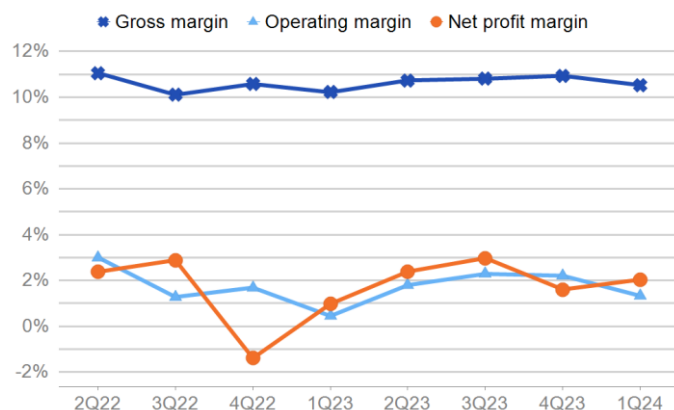
資料來源：公司資料

圖 25：營收趨勢



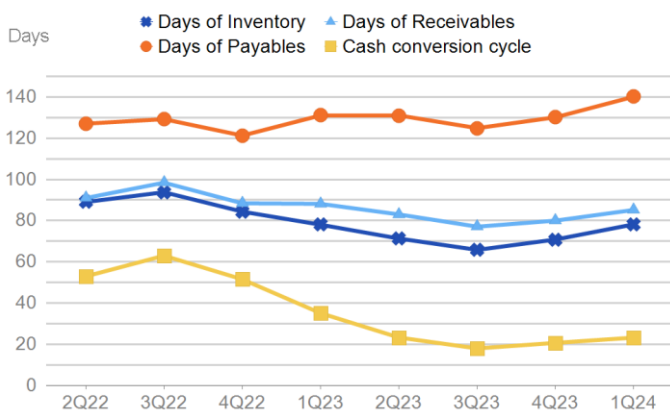
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：毛利率、營益率、淨利率



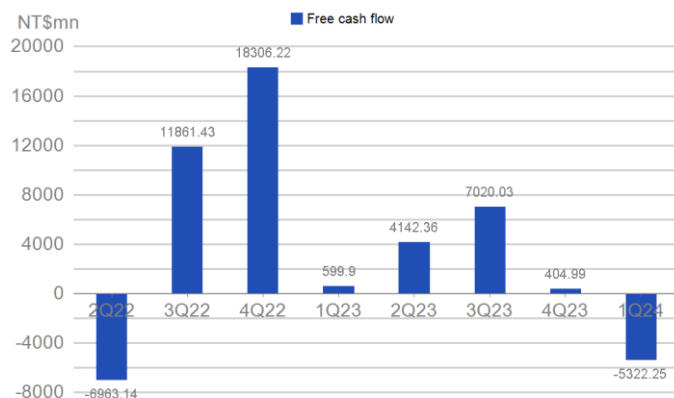
資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：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：** 宏碁整體的 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，在科技硬體行業的公司中排名也領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 宏碁的整體曝險屬於中等水準，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 議題包含人力資源、公司數據安全、商業道德等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 宏碁在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。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 29：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	14.3
在 ESG 議題上的曝險 (A)	35.3
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	63.8
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	7

資料來源：Sustainalytics (2024/7/19)

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	44,620	46,843	48,134	35,217	29,199
存貨	58,704	42,213	43,553	49,823	51,430
應收帳款及票據	64,041	51,364	52,308	59,875	61,765
其他流動資產	7,731	6,237	13,571	19,357	25,442
流動資產	175,095	146,657	157,566	164,271	167,836
採用權益法之投資	937	1,174	1,392	1,844	2,346
固定資產	4,056	4,299	4,424	3,724	3,014
無形資產	16,527	18,531	18,855	18,205	17,537
其他非流動資產	18,173	18,379	26,497	26,072	25,642
非流動資產	39,693	42,383	51,168	49,845	48,539
資產總額	214,788	189,040	208,734	214,116	216,375
應付帳款及票據	57,898	31,550	44,701	48,675	49,804
短期借款	1,254	1,652	977	977	977
什項負債	70,272	66,322	61,532	61,532	61,532
流動負債	129,423	99,524	107,210	111,183	112,313
長期借款	100	104	1,565	1,623	1,688
其他負債及準備	19,242	18,977	19,617	19,617	19,617
長期負債	19,342	19,082	21,182	21,240	21,305
負債總額	148,765	118,606	128,392	132,423	133,618
股本	30,479	30,479	30,479	30,479	30,479
資本公積	27,514	27,796	27,805	27,805	27,805
保留盈餘	16,886	14,897	18,491	19,953	21,178
什項權益	(11,202)	(7,224)	(2,048)	(2,804)	(3,598)
歸屬母公司之權益	63,677	65,947	74,727	75,433	75,864
非控制權益	2,346	4,487	5,616	6,260	6,893
股東權益總額	66,023	70,434	80,342	81,693	82,757

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	11,287	5,603	5,631	6,993	7,179
折舊及攤提	1,515	1,691	1,776	1,800	1,838
本期營運資金變動	(15,463)	3,013	10,931	(9,863)	(2,368)
其他營業資產及負債變動	9,158	(4,373)	(5,655)	(5,786)	(6,085)
營運活動之現金流量	6,498	5,934	12,684	(6,856)	564
資本支出	(553)	(475)	(516)	(450)	(460)
本期長期投資變動	(71)	237	218	(452)	(502)
其他資產變動	603	(665)	(7,067)	425	430
投資活動之現金流量	(21)	(903)	(7,366)	(477)	(532)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	6,121	404	717	58	65
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(4,502)	(6,842)	(4,502)	(4,887)	(5,320)
其他調整數	(725)	598	(656)	(756)	(794)
融資活動之現金流量	895	(5,839)	(4,440)	(5,585)	(6,049)
匯率影響數	(1,933)	3,031	414	0	0
本期產生現金流量	5,439	2,223	1,291	(12,918)	(6,017)
自由現金流量	5,945	5,459	12,167	(7,306)	104

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	319,005	275,424	241,308	265,888	284,606
銷貨成本	(281,814)	(245,679)	(215,485)	(236,682)	(253,133)
營業毛利	37,191	29,744	25,823	29,206	31,473
營業費用	(23,140)	(22,955)	(21,658)	(23,228)	(24,437)
推銷費用	(15,492)	(15,679)	(14,204)	(15,436)	(16,389)
研究費用	(2,646)	(2,449)	(2,118)	(2,742)	(3,059)
管理費用	(5,002)	(4,827)	(5,335)	(5,050)	(4,989)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	14,163	6,928	4,225	5,992	7,036
利息收入	319	536	2,060	2,042	1,861
利息費用	(337)	(194)	(283)	(227)	(201)
利息收入淨額	(18)	342	1,776	1,816	1,660
投資利益(損失)淨額	68	121	47	504	527
匯兌損益	398	(3,820)	576	(735)	0
其他業外收入(支出)淨額	824	4,303	1,174	2,312	774
稅前純益	15,436	7,874	7,799	9,888	9,997
所得稅費用	(4,148)	(2,271)	(2,168)	(2,894)	(2,818)
少數股權淨利	390	600	699	644	633
歸屬母公司之稅後純益	10,897	5,004	4,932	6,349	6,545
稅前息前折舊攤銷前淨利	17,288	9,758	9,858	4,192	5,198
調整後每股盈餘 (NT\$)	3.63	1.67	1.64	2.12	2.18

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	15.1	(13.7)	(12.4)	10.2	7.0
營業利益	58.5	(51.1)	(39.0)	41.8	17.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	61.4	(43.6)	1.0	(57.5)	24.0
稅後純益	83.7	(50.4)	0.5	24.2	2.7
調整後每股盈餘	84.0	(54.1)	(1.4)	28.7	3.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	11.7	10.8	10.7	11.0	11.1
營業利益率	4.4	2.5	1.8	2.3	2.5
稅前息前淨利率	4.7	2.8	3.1	2.3	2.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	5.4	3.5	4.1	1.6	1.8
稅前純益率	4.8	2.9	3.2	3.7	3.5
稅後純益率	3.4	1.8	2.0	2.4	2.3
資產報酬率	5.7	2.8	2.8	3.3	3.3
股東權益報酬率	17.6	8.2	7.5	8.4	8.6
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	225.3	168.4	159.8	162.1	161.5
淨負債權益比(%)	(65.5)	(64.0)	(56.8)	(39.9)	(32.1)
利息保障倍數 (倍)	46.9	41.7	28.5	44.6	50.6
流動比率 (%)	135.3	147.4	147.0	147.8	149.4
速動比率 (%)	89.9	104.9	106.4	102.9	103.6
淨負債 (NT\$百萬元)	(43,266)	(45,086)	(45,592)	(32,617)	(26,535)
調整後每股淨值 (NT\$)	20.89	21.64	24.52	25.13	25.28
評價指標 (倍)					
本益比	12.7	27.7	28.1	21.8	21.2
股價自由現金流量比	23.7	25.8	11.6	--	1354
股價淨值比	2.2	2.1	1.9	1.8	1.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	8.1	14.4	14.3	33.6	27.1
股價營收比	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

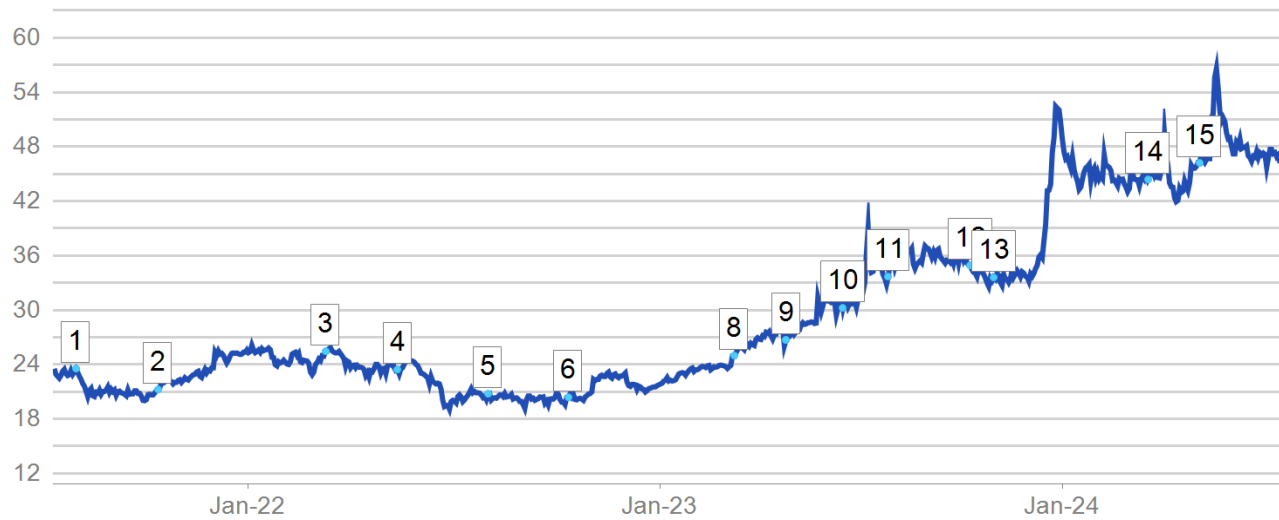
附錄：重要揭露事項

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。

宏碁 (2353 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



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>.