

## 華碩 (2357 TT) Asustek

第二季獲利佳，AI Server 快速成長

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$610.0

收盤價 (2024/08/07)：NT\$469.5  
隱含漲幅：29.9%

## 營收組成 (2Q24)

System 56%、Open Platform 41%、AIoT 3%

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	610.0	600.0
2024年營收 (NT\$/十億)	586.9	565.4
2024年EPS	44.1	36.7

## 交易資料表

市值	NT\$348,740百萬元
外資持股比率	52.7%
董監持股比率	5.5%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$347.99
負債比	46.5%
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	537,192	482,314	586,928	655,221
營業利益	12,982	11,164	32,800	33,599
稅後純益	14,691	15,928	32,780	34,875
EPS (元)	19.78	21.44	44.13	46.95
EPS YoY (%)	-67.0	8.4	105.8	6.4
本益比 (倍)	23.7	21.9	10.6	10.0
股價淨值比 (倍)	1.6	1.5	1.4	1.3
ROE (%)	7.1	7.4	12.7	13.1
現金殖利率 (%)	3.2%	3.6%	7.2%	7.7%
現金股利 (元)	15.00	17.00	34.00	36.00

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuanta.com

余羚華

liz.yu@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 第二季 EPS 15.89 元，季增 117%，年增 357%，優於元大/市場預期 92%/151%，主因毛利率佳，部分股息收入提前入帳。

◆ 華碩 Server 技術領先，已開始出 H100、L40S 等 AI Server，客戶需求強勁，估 2024/25 年 AI Server 可貢獻整體營收比重 10%/14%。

◆ 積極導入 AI Server 及 PC 銷售優於預期，維持買進評等。目標價 610 元係以 2025 年 EPS 46.95 元，13 倍本益比推得。

**第二季 EPS 15.89 元，季增 117%，年增 356%，優於元大/市場預期 92%/151%，主因毛利率佳，部分股息收入提前入帳**

第二季品牌營收 1363 億元，季增 19%，年增 27%，毛利率季增 3.4 百分點至 18.3%，高於預期，主因規模經濟上揚、產品組合佳、存貨跌價損失回轉 (貢獻毛利率 1~2%)、一次性手機通訊 IP 權利金收入 10 億元 (增加毛利率約 0.7%)。營業利益 106.8 億元，季增 131%，年增 776%，高於元大/市場預期 70%/120%。業外受惠股息收入 18.1 億元、匯兌收益 8.1 億元及利息收入、投資收益挹注下，共獲利 40 億元，高於預期。合計稅後獲利 118 億元，季增 117%，年增 357%，EPS 15.89 元，優於元大/市場預期 92%/151%。

**估第三季營收季增 13%，亦高於預期，主因 PC 出貨佳**

第三季 PC 產品進入旺季，華碩預期營收季增 15%~20%，零組件的板卡進入傳統旺季，AI Server 擴大量產，估營收季增 5~10%，推估公司整體營收季增 13%，年增 22%。存貨跌價損失回轉及手機權利金收入減少，估毛利率季減 1.88 百分點至 16.4%。EPS 13.54 元，季減 15%，年減 9%。

**AI Server 帶動零組件部門出貨快速成長，營收及獲利表現佳**

華碩 Server 技術領先，已開始出 H100、L40S 等 AI Server。2024/25 年可望成長 233%/50%至 650/975 億元 (占營收比重 11.8%/16.0%)，AI 占比 85%/90% (2024/25 年 AI Server 占整體營收比重 10%/14%)。

2024 年 NB 需求上揚，AI PC 下半年逐漸放量，因此估 2024/25 年華碩 PC 營收成長 11%/6%；MB 及 VGA 景氣恢復明顯且 AI Server 出貨快速成長下，估零組件部門 2024/25 年成長 38%/17%。合計 2024/25 年營收年增 23%/11%，毛利率回升至正常 16.4%/15.9% (2024 年有存貨跌價損失回轉多貢獻毛利率 0.5~1%)，EPS 44.13/46.95 元，年增 106%/6%，比先前預估上修 20%/18%，主因上調 PC 及 AI Server 貢獻及毛利率高於預期。

第二季 EPS 15.89 元，季增 117%，年增 356%，優於元大/市場預期 92%/151%，主因毛利率佳，部分股息收入提前入帳

華碩第二季品牌營收 1363 億元，季增 19%，年增 27%，成長大主因 PC 產品進入旺季，客戶拉貨佳，AI Server 持續擴大量產，出貨亦比預期佳。毛利率季增 3.4 百分點至 18.3%，高於元大預期 2.9 百分點，主因規模經濟上揚、產品組合佳、存貨跌價損失回轉(貢獻毛利率 1~2%)、一次性手機通訊 IP 權利金收入 10 億元(增加毛利率約 0.7%)。營業利益 106.8 億元，季增 131%，年增 776%，高於元大/市場預期 70%/120%。業外方面，利息收入 6.8 億元、投資收益 6.7 億元、匯兌收益 8.1 億元、股息收入 18.1 億元(往年全在第三季認列，今年部分提前)挹注下，共獲利 40 億元，高於預期。合計稅後獲利 118 億元，季增 117%，年增 357%，EPS 15.89 元，優於元大/市場預期 92%/151%。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧(品牌)

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	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	107,488	114,106	136,260	19.4%	26.8%	136,212	120,441	0.0%	13.1%
營業毛利	13,448	16,953	24,884	46.8%	85.0%	20,981	17,693	18.6%	40.6%
營業利益	1,219	4,636	10,684	130.5%	776.5%	6,271	4,866	70.4%	119.6%
稅前利益	2,421	6,302	14,688	133.1%	506.7%	7,843	6,160	87.3%	138.4%
稅後淨利	2,586	5,447	11,804	116.7%	356.5%	6,149	4,706	92.0%	150.8%
調整後 EPS (元)	3.48	7.33	15.89	116.7%	356.5%	8.28	6.34	92.0%	150.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	12.5%	14.9%	18.3%	3.4	5.8	15.4%	14.7%	2.9	3.6
營業利益率	1.1%	4.1%	7.8%	3.8	6.7	4.6%	4.0%	3.2	3.8
稅後純益率	2.4%	4.8%	8.7%	3.9	6.3	4.5%	3.9%	4.1	4.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

估第三季品牌營收季增 13%，比先前預估季增 5%為高，主因 PC 出貨佳

第三季 PC 產品進入傳統旺季，華碩預期營收季增 15%~20%，零組件 (MB、VGA、Server) 的板卡亦有返校潮旺季，且 AI Server 擴量，估品牌營收季增 5~10%，推估公司整體營收季增 13%至 1,543 億元，年增 22%(原先預估營收僅季增 5%)。規模經濟雖上揚，但存貨跌價損失回轉及手機通訊 IP 權利金收入減少，預估毛利率季減 1.88 百分點至 16.4%。營業利益 98.4 億元，季減 8%，年增 17%，比先前預期調高 20%。業外在股息收入 10 億元及投資收益、其他收入等挹注下，估共獲利 26.3 億元。合計稅後獲利 100.6 億元，季減 15%，年減 9%(去年股息收入 28.5 億元全認列在 3Q23)，EPS 13.54 元，比先前預估調降 3%，主因部分股息收入提前在第二季認列。

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較(品牌)

(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	126,236	136,260	154,291	13.2%	22.2%	143,515	128,970	7.5%	19.6%
營業毛利	21,932	24,884	25,272	1.6%	15.2%	23,115	18,977	9.3%	33.2%
營業利益	8,442	10,684	9,843	-7.9%	16.6%	8,189	5,821	20.2%	69.1%
稅前利益	13,345	14,688	12,477	-15.1%	-6.5%	12,832	10,021	-2.8%	24.5%
稅後淨利	11,097	11,804	10,057	-14.8%	-9.4%	10,343	8,752	-2.8%	14.9%
調整後 EPS (元)	14.94	15.89	13.54	-14.8%	-9.4%	13.92	11.78	-2.8%	14.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	17.4%	18.3%	16.4%	-1.9	-1.0	16.1%	14.7%	0.3	1.7
營業利益率	6.7%	7.8%	6.4%	-1.5	-0.3	5.7%	4.5%	0.7	1.9
稅後純益率	8.8%	8.7%	6.5%	-2.1	-2.3	7.2%	6.8%	-0.7	-0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

積極導入 AI PC，並使 AI 供應鏈更趨完整

2023/12/14 英特爾正式推出行動 PC 處理器 Core Ultra，是首款採用 Intel 4 製程生產的晶片，採用 3D Foveros 封裝技術，兼具低功耗和高效能的特性，也是首款內建 NPU 加速 AI 推論的處理器，可離線使用。NB 品牌廠包括：華碩、聯想、HP、Dell、微星、技嘉...等均配合推出相關 AI PC。

今年 6 月台北電腦展，NB 品牌大廠如華碩、宏碁、微星、三星、聯想、HP...等均配合微軟推出 Copilot+PC，尤其最新款高通 Snapdragon X Elite，NPU 算力達 45TOPS (兆次/秒)，為首款達到微軟定義 AI PC 算力 40TOPS 的電腦產品。電競產品亦加入 AI 功能如：調校效能、自動取景、眼部接觸校正、影片編輯...等。

台北電腦展上微星展示搭載 Intel Lunar Lake (下一世代 Core Ultra)之 NB，算力超過 40TOPS，預計第三季推出。AMD 針對 AI PC 推出 AMD Ryzen AI 300 系列處理器，支援全新微軟 Copilot+PC，NPU 神經網路單元最高提供 50 TOPS 處理能力，比前一代 AMD Ryzen AI 的 AI 引擎性能高出 3 倍。顯見下半年不僅高通，Intel 及 AMD 均有微軟定義算力超過 40TOPS 真正 AI PC 推出。

今年是 AI PC 發展元年，華碩注意到市場 AI PC 趨勢，除與上游微軟、Intel 積極合作，推出 AI PC 產品。AI PC 必要條件是具備足夠的 AI 神經網路(NPU)以及記憶體，AI PC 要具備至少 40 TOPS 算力的 NPU，此部分下半年新產品可望滿足。應用端重要的是 AI copilot 的各種應用程式，但 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 AI PC 占華碩 PC 整體出貨量 5%。

由於 AI PC 的要件從硬體規格來看零組件 CPU 及記憶體，因新增 NPU，CPU 的價格肯定會比傳統的高，再加上大語言模型的運算也需要記憶體，AI PC 平均售價一定比傳統高 0.5~1 倍，估增加整體毛利率 0.5%。

另外為趕上本波 AI 趨勢，華碩推出完整 AI 供應鏈，Cloud 端有 AI Server，個人消費端則有 AI PC、AI 手機，企業邊緣端則有相關的 IPC、AIoT 產品，可以一站式解決客戶所有問題，並滿足需求。

圖 3：Core Ultra 與 Core i9、Core i7 比較

名稱	Intel Core i9 (14 <sup>TH</sup> gen)	Intel Core i7 (13 <sup>TH</sup> 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 4：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 5：Intel、Intel Core、Intel Core Ultra 處理器用途差異

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


資料來源：網路

圖 6：華碩將對 AI 產品進行全方位發展


The Most Comprehensive AI Solution



**AI Cloud**  
AI Server




**AI on Personal Client**  
AI PC, AI Smartphone



**AI on the Edge**  
IPC, AIoT

ASUS BY SEARCH OF INCRECIBLE



資料來源：公司資料

圖 7：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><div><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><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><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 直連韌體等級，全面防護使用者憑證和其他關鍵資訊。</div></div></div> <div>資料來源：公司資料</div>		



圖 8：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 - 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。	- 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。	- 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。	- 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。	- 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。	- Windows Studio Effects 能自動改善光線條件，同時過濾不必要的環境雜音。

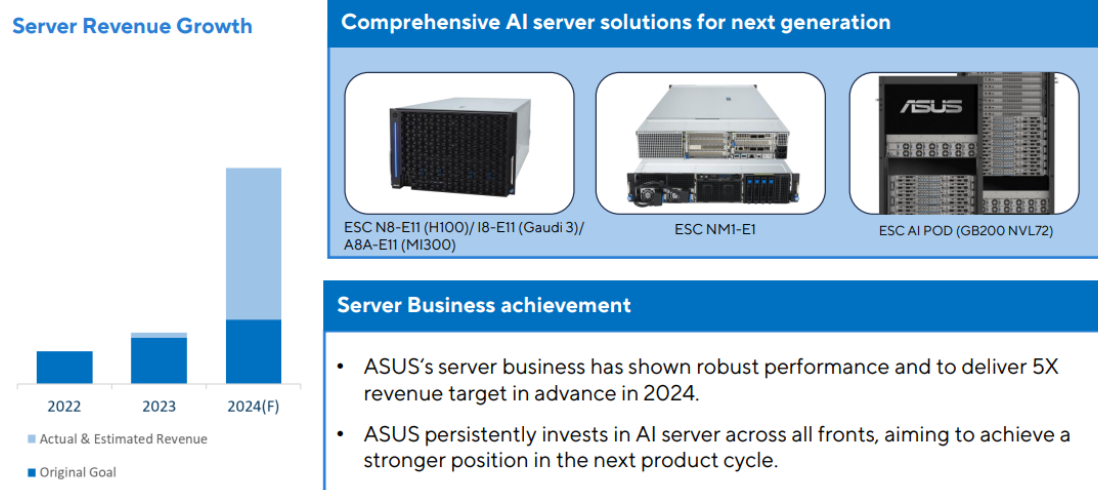
資料來源：公司資料

AI Server 出貨加速，為 2024/25 年重要營運成長動能

美國 ChatGPT 在 2022 年底發行造成全球 AI 大流行，AI Server 變成四大 CSP 業者及全球 Data Center 建置重心，NVIDIA 相關 GPU 包括：A100/H100/L40S 等高階 AI 應用晶片需求暢旺，本中心預估 2024/25 年全球 AI 伺服器出貨量為 42/70 萬台，年增 143%/67%，今年 MI300 出貨量恐受到缺料及效能不如預期影響，因此自 6 萬台下修至 3-4 萬台。

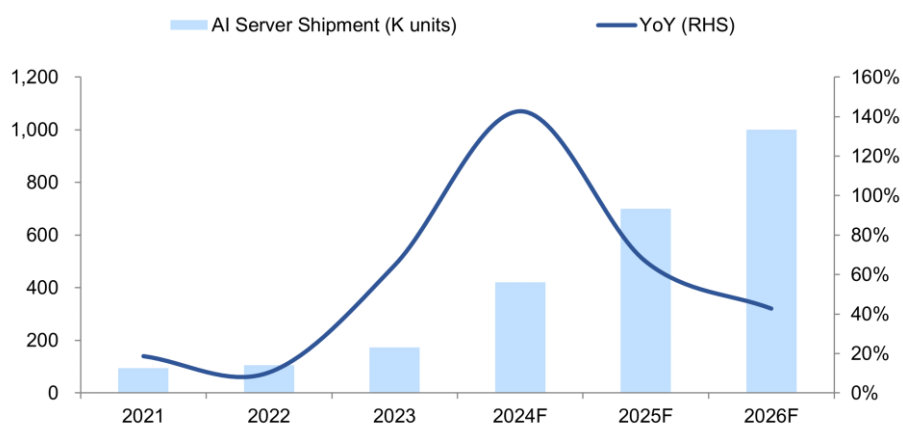
華碩 Server 占營收比重低個位數(2022 年約 130 億元，占比 2.6%)，2023 年 Server 營收成長 50%，營收達 195 億元，占營收比重 4.4%。公司與 NVIDIA 關係良好，GPU 取得較容易，加上技術領先，已開始出 H100、H200、L40S 等 AI Server，未來在 NVIDIA 的 B 系列及 GB200 也不缺席。2024/25 年可望再成長 233%/50%至 650/975 億元(占營收比重 11.8%/16.0%)，2023 年 AI 占 Server 比重 35%，估 2024/25 年再提高至 85%/90% (2024/25 年 AI Server 占整體營收比重 10%/14%；原估占比 7%/10%)。華碩對 Server 營收目標 2027 年前每年 CAGR 40%，比 2022 年成長 5 倍，有機會在 2024 年提前達成。

圖 9：華碩 AI Server 出貨成長加速



資料來源：公司資料

圖 10：全球 AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

## AI Server 帶動零組件部門出貨快速成長，營收及獲利表現佳

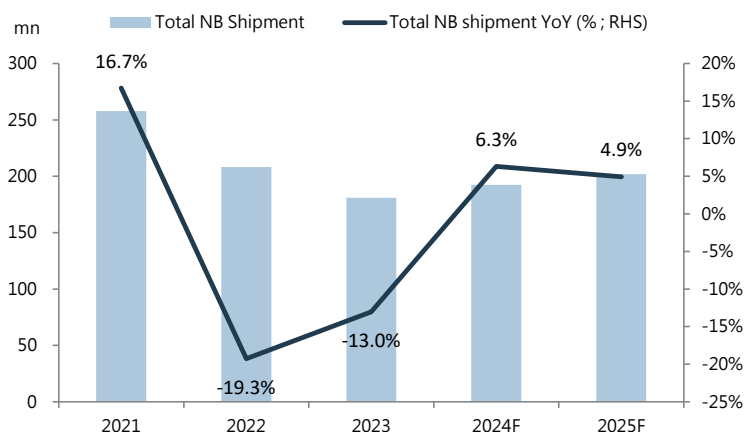
2023 年存貨調整結束，2024 年 NB 需求上揚，眾所矚目 AI PC 下半年逐漸放量，因此估 2024/25 年華碩 PC 營收成長 11%/6%；MB 及 VGA 景氣恢復明顯且 AI Server 出貨快速成長下，估零組件部門 2024/25 年成長 38%/17%。合計 2024/25 年營收年增 23%/11%，毛利率回升至正常 16.4%/15.9% (2024 年有存貨跌價損失回轉多貢獻毛利率 0.5~1%)，EPS 44.13/46.95 元，年增 106%/6%，比先前預估上修 20%/18%，主因上調 PC 及 AI Server 貢獻及毛利率高於預期。

### 2024 年筆電整體出貨可望恢復成長，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%。

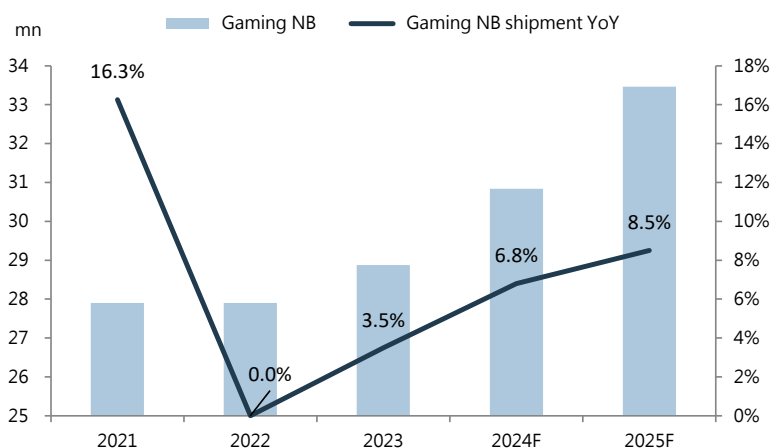
電競筆電在 COVID-19 疫情期間受惠居家人數增加，玩電動時間變長，2020/21 年出貨成長 27%/16%，2022 年居家上班降溫，出貨亦受影響，另外虛擬貨幣從高峰 6.5 萬美金降至近期 3.4 萬美金左右，顯卡已無需求，不利電競繪圖卡出貨，但 NVIDIA 及 AMD 新 GPU 產品陸續推出，對電競市場有一定刺激作用，2022 年電競筆電出貨約年持平，2023 年恢復成長 4%，2024 年受惠 NVIDIA 二年一次 GPU 大改款，出貨可望年增 7%，是 PC 下游維持成長的產品。華碩在電競產品含：NB、主機板、繪圖卡等，目前營收比重 50%，在 PC 不景氣時，此部分銷售具有支撐。

圖 11：全球筆電出貨量預估



資料來源：IDC、元大投顧整理

圖 12：全球電競筆電出貨量預估



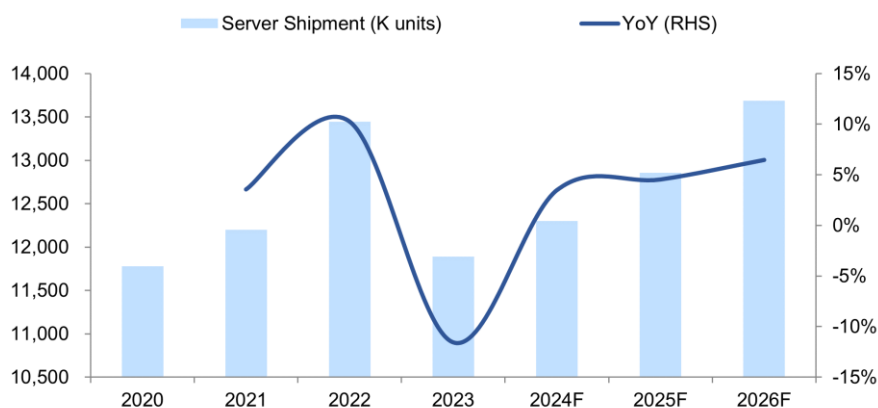
資料來源：IDC、元大投顧整理



## 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 13：全球伺服器出貨量預估

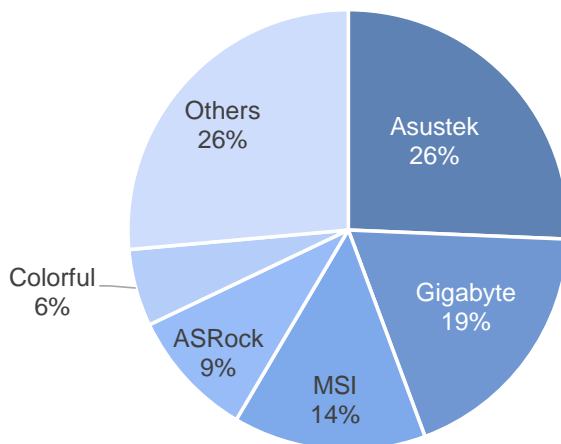


資料來源：元大投顧預估

## 2023 年 MB 出貨恢復成長

華碩集團原本 MB 業務分為二塊，母公司華碩及子公司華擎，華碩專攻中高階產品，華擎則以銷售中、低階主機板為主，之後華碩集團將 OBM (華碩)與 OEM (和碩)分割，華擎併入和碩旗下，從此兩公司正式分家。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，其中華碩出貨近 1,400 萬片，市占率約 26%，為全球第一大廠商。2023 年 MB 產業逐漸復甦，華碩 MB 出貨年增 3%，擺脫衰退。估 2024/25 年全球 MB 可望維持 3~4%成長。

圖 14：華碩 MB 全球市占率 26%，全球第一大



資料來源：元大投顧整理

## 獲利調整與股票評價

### 調升 2024/25 年稅後 20%/18%

第三季 PC 銷售展望佳且 AI Server 出貨亦高於預期，因此上調 2024/25 年營收 4%/6%，受惠規模經濟上揚、庫存管理佳、手機 IP 授權金增加等帶動，毛利率由原估 15.52%/15.66%上調至 16.38%/15.94%，稅後上調 20%/18%，EPS 44.13/46.95 元，成長 106%/6%。

圖 15：2024 和 2025 年財務預估調整(品牌)

(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	550,588	530,511	608,964	576,820	3.8%	5.6%
營業毛利	90,184	82,339	97,088	90,354	9.5%	7.5%
營業利益	30,142	23,984	33,350	27,329	25.7%	22.0%
稅前利益	39,927	33,246	42,356	36,561	20.1%	15.9%
稅後淨利	32,779	27,249	34,875	29,653	20.3%	17.6%
調整後 EPS (元)	44.13	36.69	46.95	39.92	20.3%	17.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	16.4%	15.5%	15.9%	15.7%	0.9	0.3
營業利益率	5.5%	4.5%	5.5%	4.7%	1.0	0.7
稅後純益率	6.0%	5.1%	5.7%	5.1%	0.8	0.6

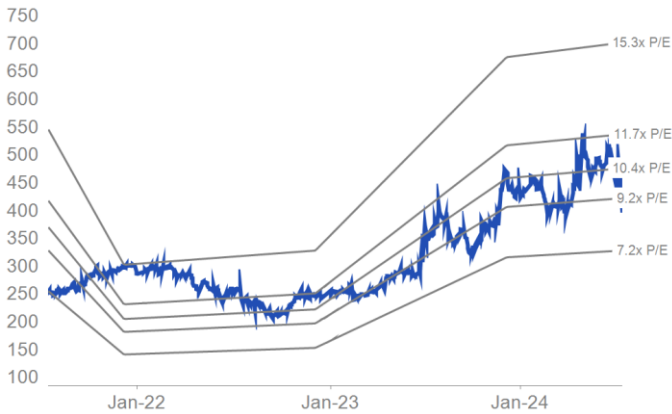
資料來源：公司資料、元大投顧預估

### 維持買進評等，目標價 610 元

以 2024 年來看，華碩本益比 10.6 倍，低於 OBM 同業 HP、LENOVO、宏碁三家公司的平均本益比約 15.4 倍，股價便宜。

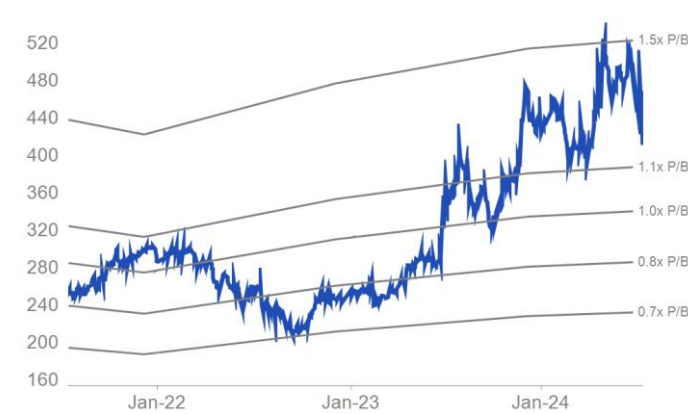
華碩在 1Q23 庫存調整結束後，獲利明顯回升，尤其今年上半年營業利益率站上 4%以上，恢復過去高水準狀態，另外公司積極推出 AI Server，成為未來另一成長來源，維持買進評等。目標本益由先前 15 倍略下修至 13 倍，主因目前 AI PC 性價比低，銷售待考驗，以 2025 年 EPS 46.95 元計算，目標價 610 元，潛在上漲空間 29.9%。

圖 16：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 17：12 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 18：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
華碩	2357 TT	買進	469.5	10,567	21.44	44.13	46.95	21.9	10.6	10.0	8.4	105.8	6.4
品牌同業													
宏碁	2353	持有-落後同業	42.6	4,613	1.6	2.1	2.2	25.9	20.1	19.5	(1.4)	29.0	2.8
HP	HPQ US	未評等	32.7	30,148	3.3	3.4	3.6	10.0	9.6	9.0	9.0	4.0	6.2
聯想	992 HK	未評等	9.9	15,228	1.1	0.6	0.8	9.3	16.7	11.7	(22.5)	(44.2)	42.5
品牌同業平均					2.0	2.0	2.2	15.1	15.4	13.4	(5.0)	(3.7)	17.2

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 19：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
華碩	2357 TT	買進	469.5	10,567	7.4	12.7	13.1	322.85	347.99	358.89	1.5	1.4	1.3
品牌同業													
宏碁	2353	持有-落後同業	42.6	4,613	7.5	8.4	8.6	24.5	25.1	25.3	1.7	1.7	1.7
HP	HPQ US	未評等	32.7	30,148	--	--	--	(1.1)	(1.9)	(1.3)	--	--	--
聯想	992 HK	未評等	9.9	15,228	31.2	16.7	21.0	3.7	4.0	6.4	2.7	2.5	1.6
品牌同業平均					19.4	12.5	14.8	9.0	9.1	10.1	2.2	2.1	1.6

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 20：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	121,697	144,907	164,034	156,291	150,852	160,386	176,188	167,794	586,928	655,221
銷貨成本	(102,165)	(116,885)	(136,060)	(129,761)	(125,956)	(133,625)	(145,843)	(139,129)	(484,871)	(544,552)
營業毛利	19,532	28,022	27,974	26,530	24,897	26,761	30,345	28,666	102,057	110,669
營業費用	(14,684)	(16,524)	(18,044)	(20,005)	(18,102)	(18,444)	(19,381)	(21,142)	(69,257)	(77,069)
營業利益	4,848	11,498	9,930	6,525	6,794	8,317	10,964	7,524	32,800	33,599
業外利益	2,429	4,151	2,283	1,241	2,318	2,834	5,315	1,548	10,103	12,015
稅前純益	7,276	15,649	12,213	7,766	9,112	11,151	16,279	9,072	42,903	45,614
所得稅費用	(1,059)	(3,127)	(2,015)	(1,437)	(1,504)	(2,264)	(2,686)	(1,651)	(7,639)	(8,104)
少數股東權益	769	717	141	857	589	1,130	219	696	2,485	2,635
歸屬母公司稅後純益	5,447	11,804	10,057	5,472	7,020	7,757	13,374	6,725	32,780	34,875
調整後每股盈餘(NT\$)	7.33	15.89	13.54	7.37	9.45	10.44	18.01	9.05	44.13	46.95
調整後加權平均股數(百萬股)	743	743	743	743	743	743	743	743	743	743
重要比率										
營業毛利率	16.1%	19.3%	17.1%	17.0%	16.5%	16.7%	17.2%	17.1%	17.4%	16.9%
營業利益率	4.0%	7.9%	6.1%	4.2%	4.5%	5.2%	6.2%	4.5%	5.6%	5.1%
稅前純益率	6.0%	10.8%	7.5%	5.0%	6.0%	7.0%	9.2%	5.4%	7.3%	7.0%
稅後純益率	4.5%	8.2%	6.1%	3.5%	4.7%	4.8%	7.6%	4.0%	5.6%	5.3%
有效所得稅率	14.6%	20.0%	16.5%	18.5%	16.5%	20.3%	16.5%	18.2%	17.8%	17.8%
季增率(%)										
營業收入	1.3%	19.1%	13.2%	-4.7%	-3.5%	6.3%	9.9%	-4.8%		
營業利益	37.5%	137.2%	-13.6%	-34.3%	4.1%	22.4%	31.8%	-31.4%		
稅後純益	38.7%	116.7%	-14.8%	-45.6%	28.3%	10.5%	72.4%	-49.7%		
調整後每股盈餘	38.7%	116.7%	-14.8%	-45.6%	28.3%	10.5%	72.4%	-49.7%		
年增率(%)										
營業收入	9.3%	25.2%	21.5%	30.1%	24.0%	10.7%	7.4%	7.4%	21.7%	11.6%
營業利益	--	570.7%	9.8%	85.1%	40.2%	-27.7%	10.4%	15.3%	193.8%	2.4%
稅後純益	--	356.4%	-9.4%	39.3%	28.9%	-34.3%	33.0%	22.9%	97.1%	6.4%
調整後每股盈餘	--	356.5%	-9.4%	39.3%	28.9%	-34.3%	33.0%	22.9%	105.8%	6.4%

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。

圖 21：季度及年度簡明損益表 (品牌)

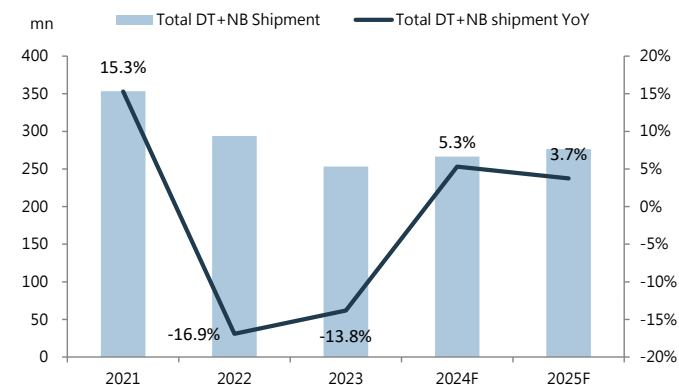
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	114,106	136,260	154,291	145,931	140,857	148,790	163,449	155,868	550,588	608,964
銷貨成本	97,153	111,376	129,019	122,856	119,086	125,839	136,146	130,804	460,404	511,876
營業毛利	16,953	24,884	25,272	23,075	21,771	22,951	27,303	25,064	90,184	97,088
營業費用	12,317	14,200	15,429	18,095	14,790	14,879	15,364	18,704	60,042	63,737
營業利益	4,636	10,684	9,843	4,979	6,981	8,072	11,938	6,359	30,142	33,350
業外利益	1,666	4,004	2,634	1,481	1,231	1,540	4,655	1,580	9,785	9,006
稅前純益	6,302	14,688	12,477	6,460	8,212	9,612	16,593	7,939	39,927	42,356
所得稅費用	855	2,884	2,421	988	1,192	1,855	3,219	1,215	7,148	7,481
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	5,447	11,804	10,057	5,472	7,020	7,757	13,374	6,725	32,779	34,875
調整後每股盈餘(NT\$)	7.33	15.89	13.54	7.37	9.45	10.44	18.01	9.05	44.13	46.95
調整後加權平均股數(百萬股)	743	743	743	743	743	743	743	743	743	743
重要比率										
營業毛利率	14.9%	18.3%	16.4%	15.8%	15.5%	15.4%	16.7%	16.1%	16.4%	15.9%
營業利益率	4.1%	7.8%	6.4%	3.4%	5.0%	5.4%	7.3%	4.1%	5.5%	5.5%
稅前純益率	5.5%	10.8%	8.1%	4.4%	5.8%	6.5%	10.2%	5.1%	7.3%	7.0%
稅後純益率	4.8%	8.7%	6.5%	3.7%	5.0%	5.2%	8.2%	4.3%	6.0%	5.7%
有效所得稅率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
季增率(%)										
營業收入	1.9%	19.4%	13.2%	-5.4%	-3.5%	5.6%	9.9%	-4.6%		
營業利益	98.0%	130.5%	-7.9%	-49.4%	40.2%	15.6%	47.9%	-46.7%		
稅後純益	12.7%	116.7%	-14.8%	-45.6%	28.3%	10.5%	72.4%	-49.7%		
調整後每股盈餘	38.7%	116.7%	-14.8%	-45.6%	28.3%	10.5%	72.4%	-49.7%		
年增率(%)										
營業收入	11.5%	26.8%	22.2%	30.4%	23.4%	9.2%	5.9%	6.8%	22.9%	10.6%
營業利益	-	776.5%	16.6%	112.7%	50.6%	-24.4%	21.3%	27.7%	261.0%	10.6%
稅後純益	-	356.5%	-9.4%	39.3%	28.9%	-34.3%	33.0%	22.9%	105.8%	6.4%
調整後每股盈餘	-	356.5%	-9.4%	39.3%	28.9%	-34.3%	33.0%	22.9%	105.8%	6.4%

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

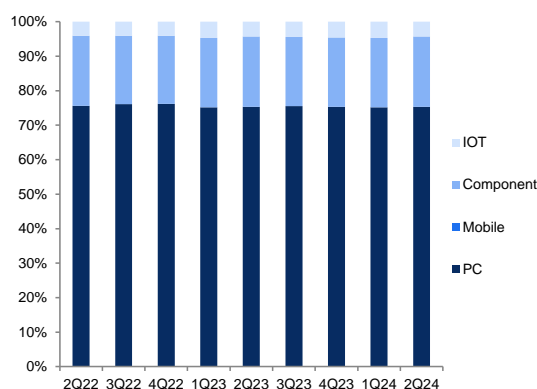
華碩(2357 TT)為全球最大的電腦主機板製造商，亦生產筆電與智慧型手機，並透過華碩品牌銷售產品。其中電競 NB 品牌 ROG 為全球第一大，NB 品牌 ASUS 為全球第五大。產品組合方面(1Q24)：System 55%、Open Platform 42%、AIoT 3%；區域別來看，亞太 47%，歐洲 31%，美國 22%。華碩無工廠，大部分交由電子五哥代工，少數交陸商製造。轉投資包括：亞旭、研揚(6579 TT)...等。另外華碩與和碩分割後，不斷降低持股，已由原本權益法改列成本法，徹底將集團的品牌與代工分家。

圖 22：全球 PC 銷量預估



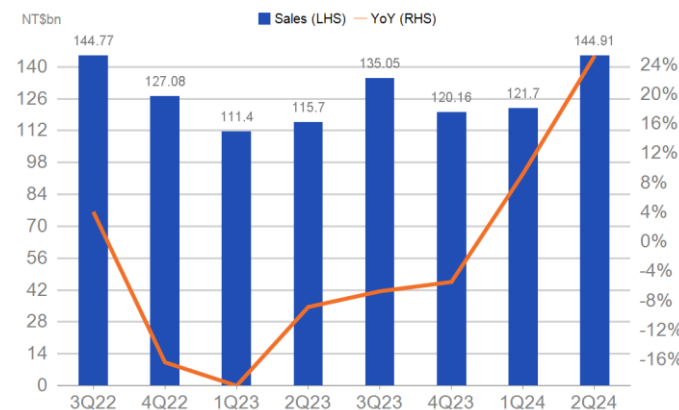
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 23：營收組成



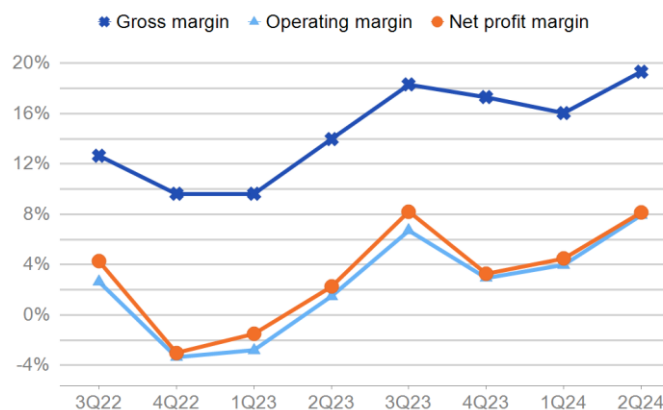
資料來源：公司資料

圖 24：營收趨勢



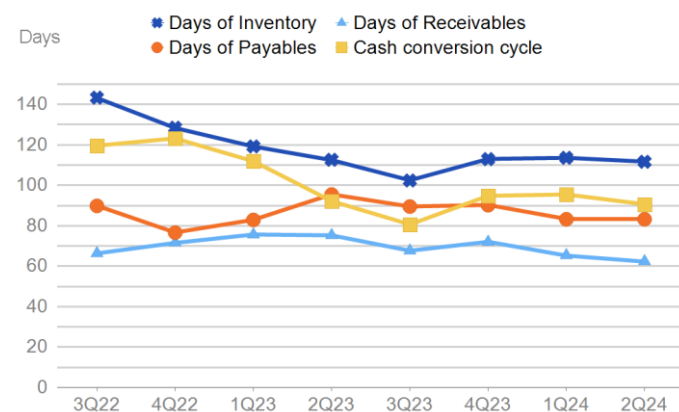
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：毛利率、營益率、淨利率



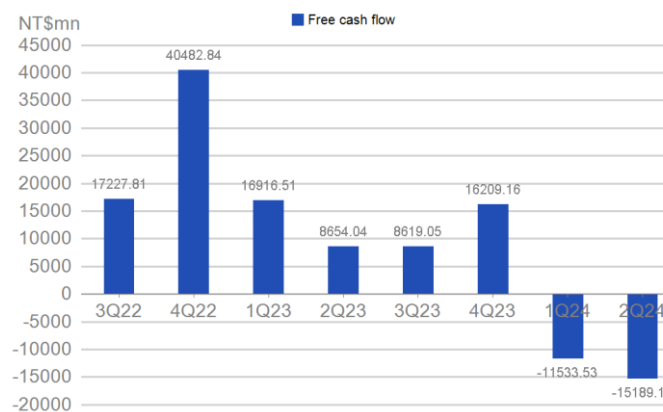
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：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：** 華碩整體的 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略微領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 華碩的整體曝險屬於低水準，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 議題包含商業道德、公司資安、人力資源等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 華碩在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬低/中等。公司遵循適當的 ESG 揭露，並且做出具體的 ESG 承諾，也建立了完善的環境與社會供應鏈政策，同時擁有吹哨者制度。

圖 28：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	19.3
在 ESG 議題上的曝險 (A)	33.8
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	45.8
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	29

資料來源：Sustainalytics (2024/8/7)

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	67,812	69,323	79,227	82,017	73,875
存貨	167,316	142,472	122,790	148,206	165,098
應收帳款及票據	93,243	91,311	86,817	99,713	112,111
其他流動資產	20,335	19,092	18,342	19,843	23,463
流動資產	348,705	322,198	307,177	349,779	374,547
採用權益法之投資	19,891	22,172	24,884	25,049	25,217
固定資產	19,421	19,495	20,082	19,281	18,468
無形資產	2,190	2,063	2,687	2,167	1,627
其他非流動資產	113,946	105,237	125,252	121,196	117,071
非流動資產	155,448	148,967	172,905	167,693	162,383
資產總額	504,153	471,165	480,082	517,472	536,930
應付帳款及票據	95,730	51,368	56,967	73,217	81,943
短期借款	9,397	48,897	16,239	16,239	16,239
什項負債	133,056	122,411	124,346	124,346	124,346
流動負債	238,183	222,677	197,552	213,802	222,528
長期借款	155	145	162	162	162
其他負債及準備	19,379	21,454	23,386	23,386	23,386
長期負債	19,534	21,599	23,547	23,547	23,547
負債總額	257,716	244,276	221,100	237,350	246,075
股本	7,428	7,428	7,428	7,428	7,428
資本公積	9,840	11,744	12,381	12,381	12,381
保留盈餘	175,054	158,544	163,411	183,561	193,180
什項權益	40,009	34,664	56,596	55,101	53,580
歸屬母公司之權益	232,331	212,380	239,816	258,471	266,569
非控制權益	14,105	14,508	19,166	21,651	24,286
股東權益總額	246,436	226,889	258,982	280,122	290,855

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	46,605	16,831	17,890	35,265	37,510
折舊及攤提	3,588	2,621	2,771	2,880	2,990
本期營運資金變動	(47,277)	(15,154)	26,487	(22,062)	(20,564)
其他營業資產 及負債變動	29,774	(20,020)	4,939	(2,563)	(3,620)
營運活動之現金流量	32,691	(15,721)	52,087	13,520	16,316
資本支出	(2,178)	(1,524)	(1,688)	(1,559)	(1,637)
本期長期投資變動	3,423	2,280	2,713	(165)	(168)
其他資產變動	(3,029)	688	1,182	4,056	4,125
投資活動之現金流量	(1,784)	1,445	2,206	2,332	2,320
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	3,731	39,469	(32,609)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(19,312)	(31,196)	(11,141)	(12,629)	(25,257)
其他調整數	(1,787)	(1,458)	(1,490)	(1,495)	(1,521)
融資活動之現金流量	(17,368)	6,816	(45,240)	(14,124)	(26,778)
匯率影響數	(2,507)	8,971	851	0	0
本期產生現金流量	11,033	1,510	9,904	1,727	(8,142)
自由現金流量	30,513	(17,245)	50,399	11,961	14,679

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	535,239	537,192	482,314	586,928	655,221
銷貨成本	(424,923)	(463,051)	(409,920)	(484,871)	(544,552)
營業毛利	110,316	74,141	72,394	102,057	110,669
營業費用	(60,980)	(61,162)	(61,241)	(69,257)	(77,069)
推銷費用	(32,301)	(30,857)	(29,187)	(34,464)	(38,398)
研究費用	(20,089)	(20,625)	(21,639)	(23,627)	(26,652)
管理費用	(8,590)	(9,680)	(10,415)	(11,166)	(12,020)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	49,326	12,982	11,164	32,800	33,599
利息收入	528	920	2,855	3,150	2,875
利息費用	(171)	(763)	(693)	(573)	(547)
利息收入淨額	357	158	2,162	2,577	2,328
投資利益(損失)淨額	2,256	2,351	1,100	4,058	3,412
匯兌損益	2,752	(5,319)	2,965	(387)	0
其他業外收入(支出)淨額	4,399	11,444	4,702	3,855	6,275
稅前純益	59,089	21,616	22,094	42,903	45,614
所得稅費用	(12,483)	(4,784)	(4,204)	(7,639)	(8,104)
少數股權淨利	2,056	2,141	1,962	2,485	2,635
歸屬母公司之稅後純益	44,550	14,691	15,928	32,780	34,875
稅前息前折舊攤銷前淨利	62,848	24,999	25,558	29,920	30,609
調整後每股盈餘 (NT\$)	59.98	19.78	21.44	44.13	46.95

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	29.7	0.4	(10.2)	21.7	11.6
營業利益	97.6	(73.7)	(14.0)	193.8	2.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	60.0	(60.2)	2.2	17.1	2.3
稅後純益	64.2	(63.9)	6.3	97.1	6.4
調整後每股盈餘	67.7	(67.0)	8.4	105.8	6.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	20.6	13.8	15.0	17.4	16.9
營業利益率	9.2	2.4	2.3	5.6	5.1
稅前息前淨利率	11.0	3.9	4.4	5.6	5.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	11.7	4.7	5.3	5.1	4.7
稅前純益率	11.0	4.0	4.6	7.3	7.0
稅後純益率	8.3	2.7	3.3	5.6	5.3
資產報酬率	10.4	3.5	3.8	6.8	7.0
股東權益報酬率	20.2	7.1	7.4	12.7	13.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	104.6	107.7	85.4	84.7	84.6
淨負債權益比(%)	(23.6)	(8.9)	(24.3)	(23.4)	(19.8)
利息保障倍數 (倍)	346.5	29.4	32.9	75.9	84.3
流動比率 (%)	146.4	144.7	155.5	163.6	168.3
速動比率 (%)	72.4	75.3	86.4	94.3	94.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(58,261)	(20,280)	(62,826)	(65,616)	(57,474)
調整後每股淨值 (NT\$)	312.78	285.92	322.85	347.99	358.89
評價指標 (倍)					
本益比	7.8	23.7	21.9	10.6	10.0
股價自由現金流量比	11.4	--	6.9	29.2	23.8
股價淨值比	1.5	1.6	1.5	1.4	1.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨	5.5	14.0	13.6	11.7	11.4
股價營收比	0.7	0.6	0.7	0.6	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。

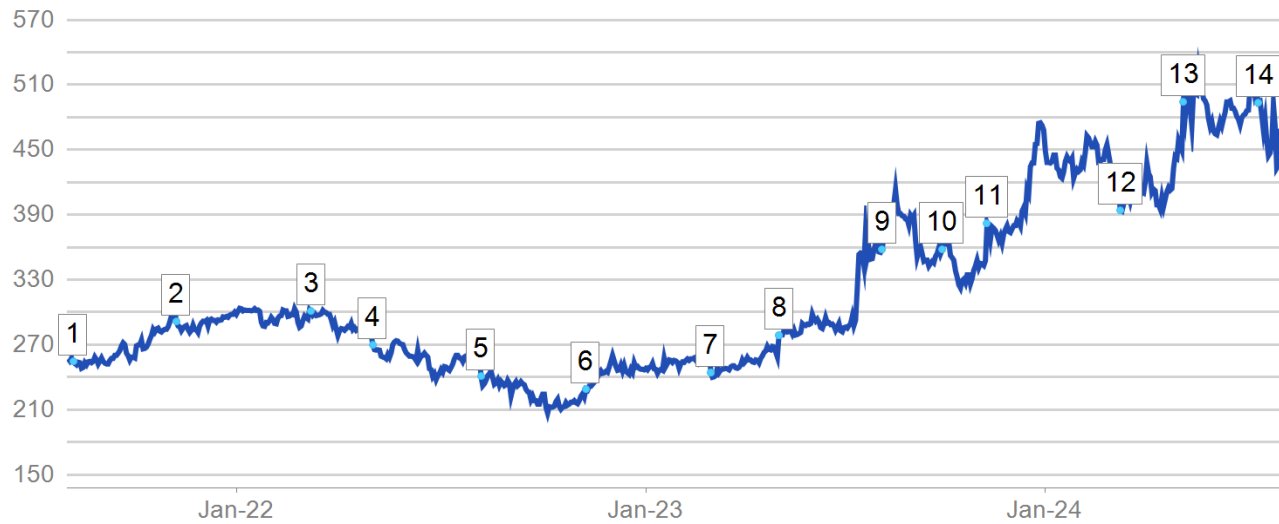
附錄：重要揭露事項

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。

華碩 (2357 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	20210812	323.00	425.00	339.14	買進	魏建發
2	20211111	377.50	465.00	371.06	買進	魏建發
3	20220317	379.00	480.00	383.03	買進	魏建發
4	20220512	349.50	460.00	367.07	買進	魏建發
5	20220812	282.00	250.00	229.74	持有-落後同業	魏建發
6	20221111	241.00	225.00	206.77	持有-落後同業	魏建發
7	20230313	293.00	225.00	206.77	持有-落後同業	魏建發
8	20230515	281.50	330.00	303.26	買進	魏建發
9	20230814	368.00	445.00	429.56	買進	魏建發
10	20231004	370.50	455.00	439.21	買進	魏建發
11	20231114	360.00	465.00	448.87	買進	魏建發
12	20240318	429.00	485.00	468.17	買進	魏建發
13	20240514	466.00	540.00	521.27	買進	魏建發
14	20240717	502.00	600.00	600.00	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>.