

聯發科 (2454 TT) MediaTek

多角化經營成效將於 2025 年開始顯現

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$1500.0

收盤價 (2024/10/24) : NT\$1270.0
隱含漲幅 : 18.1%

營收組成 (2Q24)

行動裝置約占 54% · Smart Edge 約占 40% · PMIC 約占 6%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	1500.0	1480.0
2024年營收 (NT\$/十億)	520.0	518.1
2024年EPS	66.7	65.4

交易資料表

市值	NT\$2,034,160百萬元
外資持股比率	59.1%
董監持股比率	2.7%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$246.53
負債比	42.7%
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	548,796	433,446	520,009	573,633
營業利益	126,788	71,800	104,492	105,567
稅後純益	118,141	76,979	105,975	108,745
EPS (元)	74.62	48.52	66.70	68.45
EPS YoY (%)	5.7	-35.0	37.5	2.6
本益比 (倍)	17.0	26.2	19.0	18.6
股價淨值比 (倍)	4.6	5.5	5.2	4.9
ROE (%)	27.1	18.9	27.1	26.4
現金殖利率 (%)	6.0%	4.3%	4.2%	4.3%
現金股利 (元)	76.01	55.01	53.61	55.01

張智彥

Jorge.Chang@Yuant.com

李子承

Aaron.Li@Yuant.com

元大觀點

◆ 公司預估 4Q24 營收季減 3%、毛利率 47.5%，大致符合市場預期。

◆ 多角化經營成效將於 2025 年開始顯現，推出 ASIC PC SoC 及車用晶片新產品。

◆ 長期成長能見度更佳。維持買進評等，調整目標價為 1,500 元，係基於 22 倍 2025 年預估 EPS 68.45 元推得。

3Q24 獲利優於市場預期

有鑒於智慧型手機需求優於預期，本中心預估 3Q24 營收季增 4%；毛利率將持穩於 47.9%，微幅季減 0.9 個百分點，符合市場預期。預估 EPS 達 16.03 元，季減 1%，優於市場預期 8.4%。

4Q24 公司財測大致符合市場預期

考量聯發科推出的旗艦 SoC 新品將部分抵銷低階 SoC 和 TV 淡季效應，本中心預估公司 4Q24 營收財測為微幅季減 3%。本中心樂觀看待天璣 9400 出貨展望，但根據產業鏈調查顯示，S25 系列仍由高通供應。聯發科初步仍將持續出貨給中國 OEM 客戶。我們預估 4Q24 毛利率表現持穩於 47.5%，季減 0.4 個百分點。公司營收和毛利率財測可望大致符合市場預期。

多角化經營成效於 2025 年開始顯現

展望 2025 年，智慧型手機仍為公司主要成長支柱。天璣 9400 和新一代產品將隨旗艦機型推出而更受市場歡迎。本中心預期 2024-25 年旗艦 SoC 出貨量分別為 1600 和 1920 萬顆。在其他部門中 ASIC 事業具有較強勁的成長潛力。除了消費和網通 ASIC 外，我們預期 AI 相關產品將於 4Q25 進入量產，並於 2026 年顯著貢獻營收。

此外，公司將受惠 Wi-Fi 7 滲透率提升，以及 2H25 PC SoC 及車用產品上市，相關營收貢獻自 2026 年起大幅成長。綜上所述，我們對聯發科保持正面看法，預期 2025 年營收將年增 10.3%。

長期成長能見度更佳，維持買進評等

基於 ASIC、PC、車用事業能見度更佳，智慧型手機需求優於預期，本中心調整 2024-26 年預估 EPS +2.0%/+1.9%/-5.7%，將目標價自 1,480 元調升至 1,500 元，仍以 22 倍 2025 年預估 EPS 68.45 元推得。我們認為公司多角化經營步入正軌，進展順利，可望在 AI 逐漸普及的趨勢下帶動長期營運成長。

營運分析

3Q24 獲利優於市場預期

有鑒於智慧型手機需求優於預期，本中心預估 3Q24 營收季增 4%/年增 20%達 1,318 億；毛利率將持穩於 47.9%，季減 0.9/年增 0.5 個百分點，符合市場預期；營業利益季減 1%/年增 38%達 247 億，營業利益率季減 0.8/年增 2.5 個百分點；預估 EPS 季減 1%/年增 38%達 16.03 元，優於市場預期 8.4%。

圖 1：2024 年第 3 季預估調整及比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大	市場	元大	市場
營業收入	110,098	127,271	131,814	3.6%	19.7%	129,438	130,489	1.8%	1.0%
營業毛利	52,192	62,136	63,093	1.5%	20.9%	61,413	62,230	2.7%	1.4%
營業利益	17,944	24,956	24,735	-0.9%	37.8%	23,747	23,075	4.2%	7.2%
稅前利益	20,993	29,197	29,218	0.1%	39.2%	27,715	26,595	5.4%	9.9%
稅後淨利	18,478	25,716	25,472	-0.9%	37.9%	24,149	23,503	5.5%	8.4%
調整後 EPS (元)	11.64	16.19	16.03	-0.9%	37.7%	15.20	14.79	5.5%	8.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	47.4%	48.8%	47.9%	-0.9	0.5	47.4%	47.7%	0.5	0.2
營業利益率	16.3%	19.6%	18.8%	-0.8	2.5	18.3%	17.7%	0.5	1.1
稅後純益率	16.8%	20.2%	19.3%	-0.9	2.5	18.7%	18.0%	0.6	1.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

4Q24 公司財測大致符合市場預期

考量聯發科推出的旗艦 SoC 新品將部分抵銷低階 SoC 和 TV 淡季效應，本中心預估公司 4Q24 營收財測為微幅季減 3%。本中心樂觀看待天璣 9400 出貨展望，但根據產業鏈調查顯示，S25 系列仍由高通供應。聯發科初步仍將持續出貨給中國 OEM 客戶。我們預估 4Q24 毛利率表現持穩於 47.5%，季減 0.4 個百分點。公司營收和毛利率財測可望大致符合市場預期。

圖 2：2024 年第 4 季預估調整及比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24F	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大	市場	元大	市場
營業收入	129,562	131,814	127,466	-3.3%	-1.6%	127,949	128,001	-0.4%	-0.4%
營業毛利	62,616	63,093	60,478	-4.1%	-3.4%	60,226	60,984	0.4%	-0.8%
營業利益	24,736	24,735	22,621	-8.5%	-8.5%	22,225	22,349	1.8%	1.2%
稅前利益	28,316	29,218	26,395	-9.7%	-6.8%	25,523	25,298	3.4%	4.3%
稅後淨利	25,663	25,472	23,252	-8.7%	-9.4%	22,476	22,563	3.5%	3.1%
調整後 EPS (元)	16.17	16.03	14.64	-8.7%	-9.5%	14.15	14.20	3.5%	3.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	48.3%	47.9%	47.5%	-0.4	-0.9	47.1%	47.6%	0.3	-0.2
營業利益率	19.1%	18.8%	17.8%	-1.1	-1.4	17.4%	17.5%	0.3	0.2
稅後純益率	19.8%	19.3%	18.2%	-1.1	-1.6	17.6%	17.6%	0.6	0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

多角化經營成效於 2025 年開始顯現

展望 2025 年，智慧型手機仍為公司主要成長支柱。天璣 9400 和新一代產品將隨旗艦機型推出而更受市場歡迎。本中心預期 2024-25 年旗艦 SoC 出貨量分別為 1600 和 1920 萬顆。在其他部門中 ASIC 事業具有較強勁的成長潛力。除了消費和網通 ASIC 外，我們預期 AI 相關產品將於 4Q25 進入量產，並於 2026 年顯著貢獻營收。

此外，公司將受惠 Wi-Fi 7 滲透率提升，以及 2H25 PC SoC 及車用產品上市，相關營收貢獻自 2026 年起大幅成長。綜上所述，我們對聯發科保持正面看法，預期 2025 年營收將年增 10.3%。

旗艦產品進展、AI 相關業務和毛利率前景將成為 3Q24 法說會的焦點

在 3Q24 法說會上，我們相信投資者最感興趣的是 1) 旗艦產品(尤其是天璣 9400)的市占率和需求；2) 新 ASIC 業務進展更新；3) 與 NVIDIA 合作的 PC 和汽車業務的更新；4) 代工價格上漲對毛利率的影響。

旗艦型 SoC 產品為長短期成長動能

公司將旗艦型產品中國市占率短期目標由先前的 20%以上調高至 30%，我們認為係因智慧型手機代工客戶 design-win 進度優於預期。公司樂觀看法也呼應本中心預期，亦即產品組合將朝向高階產品靠攏，可望將毛利率推升至相對高點。公司有信心長期毛利率將維持在 47%。

圖 3：2024-26 年財務預估與市場估值比較

(百萬元)	2024 估		2025 估		2026 估		與市場估值差異		
	元大預估	市場預估	元大預估	市場預估	元大預估	市場預估	2024	2025	2026
營業收入	520,009	519,030	573,633	600,378	663,213	687,281	0.2%	-4.5%	-3.5%
營業毛利	255,608	255,264	271,767	286,470	306,856	322,589	0.1%	-5.1%	-4.9%
營業利益	104,492	102,645	105,567	116,416	122,907	140,036	1.8%	-9.3%	-12.2%
稅前利益	120,480	117,490	123,541	130,690	140,528	147,721	2.5%	-5.5%	-4.9%
稅後淨利	105,975	103,289	108,745	113,919	123,830	128,385	2.6%	-4.5%	-3.5%
調整後 EPS (元)	66.70	64.42	68.45	72.29	77.94	80.58	3.5%	-5.3%	-3.3%
重要比率 (%)							百分點	百分點	百分點
營業毛利率	49.2%	49.2%	47.4%	47.7%	46.3%	46.9%	0.0	-0.3	-0.6
營業利益率	20.1%	19.8%	18.4%	19.4%	18.5%	20.4%	0.3	-1.0	-1.9
稅後純益率	20.4%	19.9%	19.0%	19.0%	18.7%	18.7%	0.5	0.0	0.0

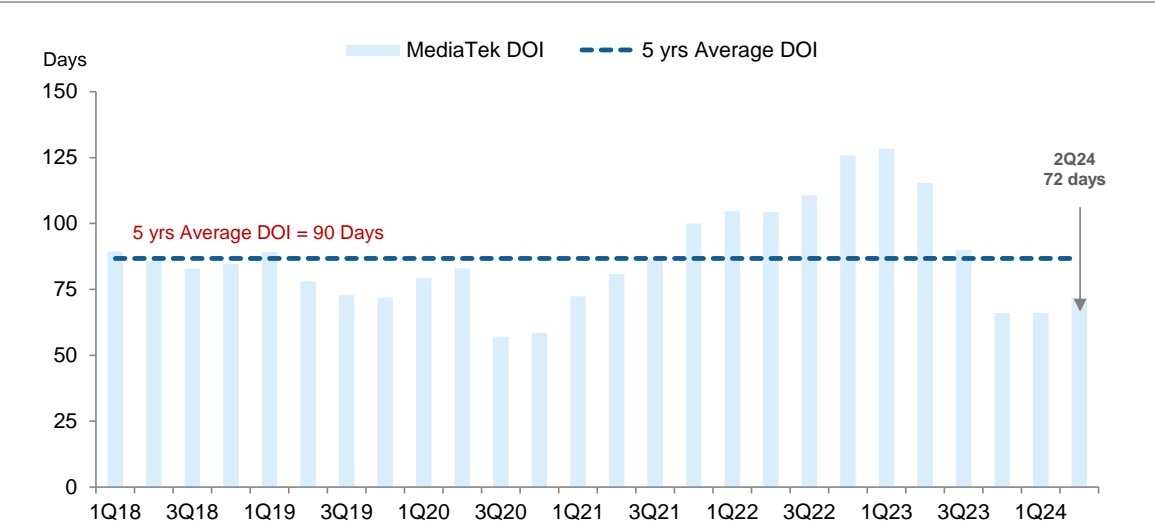
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

圖 4：2024-26 年獲利預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		2026 估		調整前後差異		
	調整後	調整前	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025	2026
營業收入	520,009	518,116	573,633	579,365	663,213	681,187	0.4%	-1.0%	-2.6%
營業毛利	255,608	253,676	271,767	273,410	306,856	321,647	0.8%	-0.6%	-4.6%
營業利益	104,492	103,107	105,567	105,663	122,907	132,804	1.3%	-0.1%	-7.5%
稅前利益	120,480	118,105	123,541	121,252	140,528	148,904	2.0%	1.9%	-5.6%
稅後淨利	105,975	103,877	108,745	106,713	123,830	131,269	2.0%	1.9%	-5.7%
調整後 EPS (元)	66.70	65.38	68.45	67.17	77.94	82.62	2.0%	1.9%	-5.7%
重要比率 (%)							百分點	百分點	百分點
營業毛利率	49.2%	49.0%	47.4%	47.2%	46.3%	47.2%	0.2	0.2	-0.9
營業利益率	20.1%	19.9%	18.4%	18.2%	18.5%	19.5%	0.2	0.2	-1.0
稅後純益率	20.4%	20.0%	19.0%	18.4%	18.7%	19.3%	0.4	0.6	-0.6

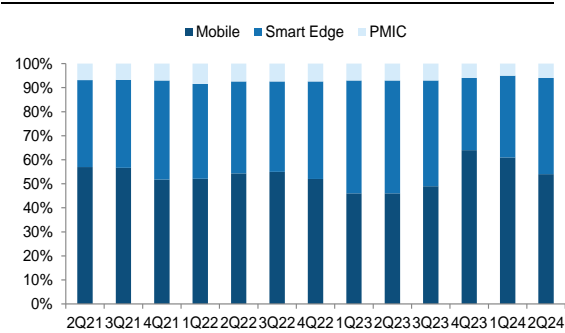
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

圖 5：聯發科庫存因智慧型手機應用而逐漸改善



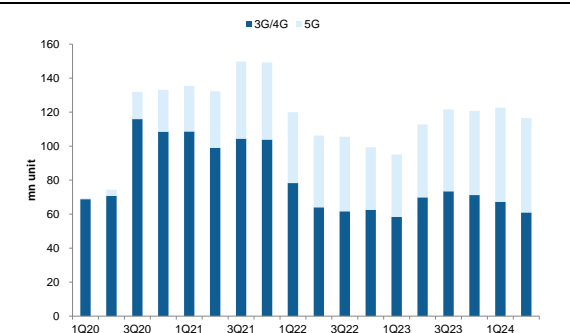
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 6：聯發科各產品線逐季營收



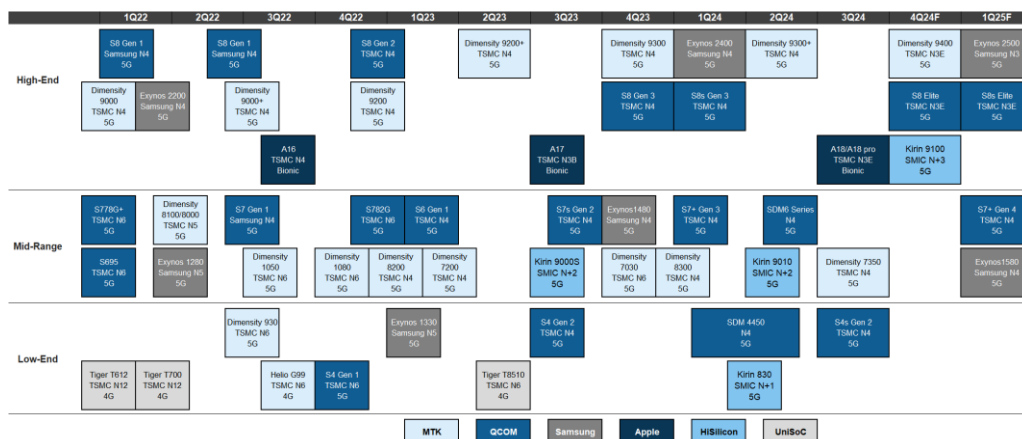
資料來源：公司資料、元大投顧

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



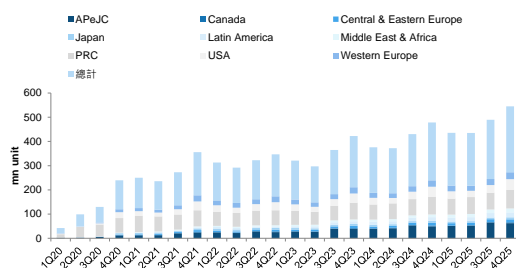
資料來源：公司資料、元大投顧

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

展望 2024 年旗艦 SoC 產品，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 客戶已於 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。我們相信聯發科 2025 年將繼續擴大旗艦機型的市占率，預計出貨量將年增 5%。

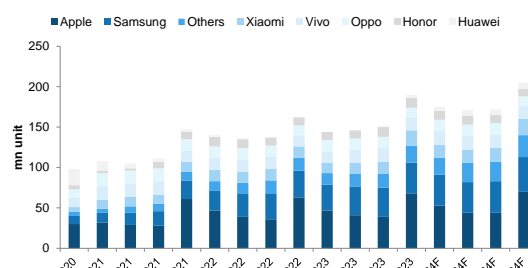
研究中心最新預估聯發科在 2024 年與 2025 年 5G 手機 SoC 出貨量分別為 2.14 億顆與 2.25 億顆，YoY 分別為+38%與+5%。

圖 9：各區域 5G 智慧型季度手機出貨量



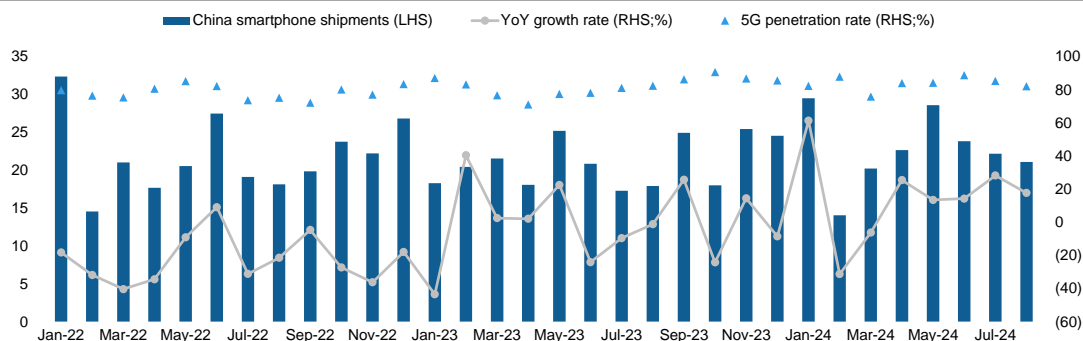
資料來源：元大投顧預估

圖 10：各品牌 5G 手機季度出貨量



資料來源：元大投顧預估

圖 11：中國 5G 手機銷售轉為年增



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

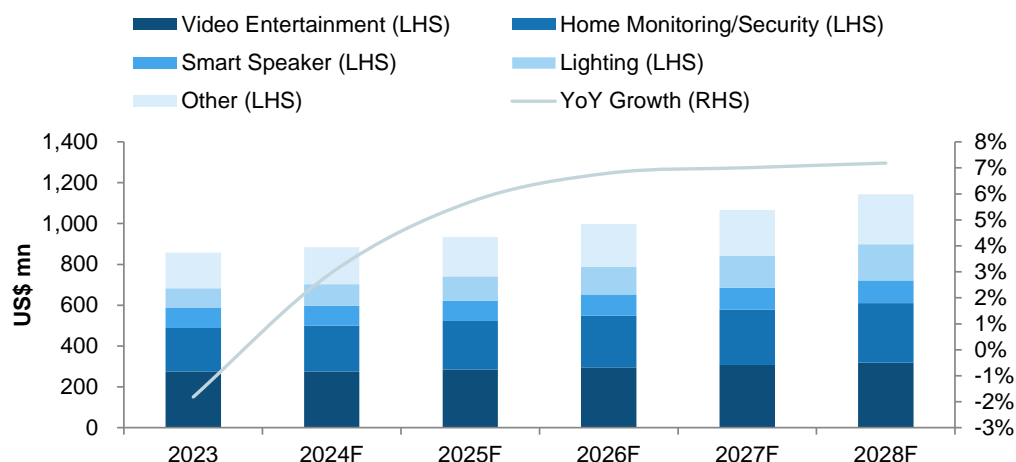
聯發科在 2022 年將 Smart Home 產品與高成長性產品結合成 Smart Edge 產品線。根據市調機構 IDC 預估，2024 年整體智慧家庭終端裝置出貨將年增約 3%。在 UHD TV、Smart TV 比例提升下，將帶動聯發科相關 TV SOC ASP 略微提升，不過因為 1H23 仍在庫存去化階段，使得相關零組件出貨量將不若終端裝置出貨量表現，研究中心預估聯發科相關智慧家庭業務 2024 年仍將年衰退約 14%。

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。

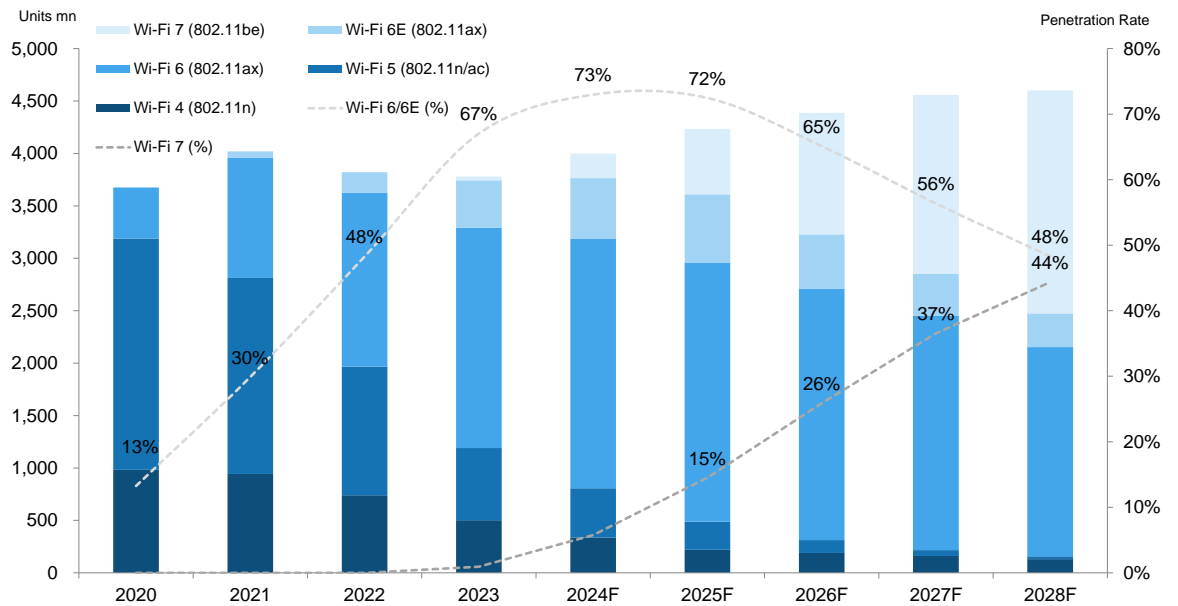
2025 年，我們相信 Wi-Fi 7 滲透率將成長至 15%，推動聯發科在智慧邊緣領域的成長動力。此外，更全面的網通業務也將在未來幾年內取得成果。

圖 12：智慧家庭終端裝置出貨量



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

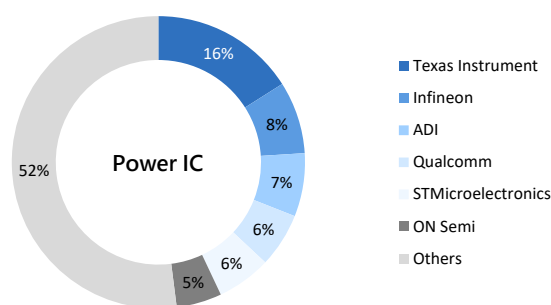
聯發科的 PMIC 相關產品仍集中在智慧型手機與 PC 相關終端應用。由於 2023 年智慧型手機與 PC 需求驟降，客戶庫存水位高，導致 PMIC ASP 自 4Q22 起已大幅下滑。在 TI 的積極定價策略下，PMIC 相關產品面臨嚴峻的價格壓力，本中心認為聯發科 PMIC 單價與毛利率的 2024 展望將因此蒙上陰霾。目前僅消費應用有些許急單需求，顯示需求復甦力道仍弱。

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. 1) New fab RFAB2 will come online in 3Q22. 2) Expects analog capacity to double when fab RFAB2 construction completes.
Texas, US	45/65nm	Industrial/Automotive	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

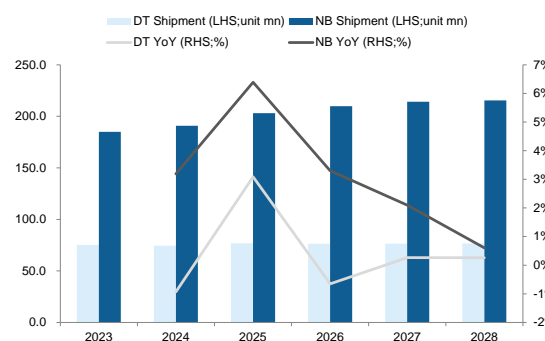
圖 16：2022 年 TI 在全球 PMIC 市場占龐大份額



資料來源：公司資料、元大投顧

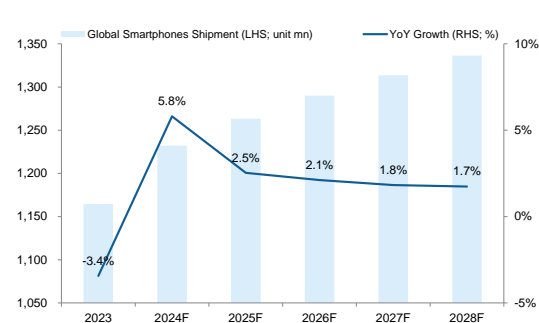
本中心預估 2024 年 PC 出貨量將年增約 3%，全球智慧型手機出貨量則年增約 6%。聯發科積極拓展過去貢獻較低的 PC 相關 PMIC 業務，但因市場價格競爭激烈，預期 PMIC 整體出貨量仍將遜於終端消費裝置出貨量，聯發科 PMIC 相關業務 2023 年年減約 26%，但預估 2024 年將年成長 4%。

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

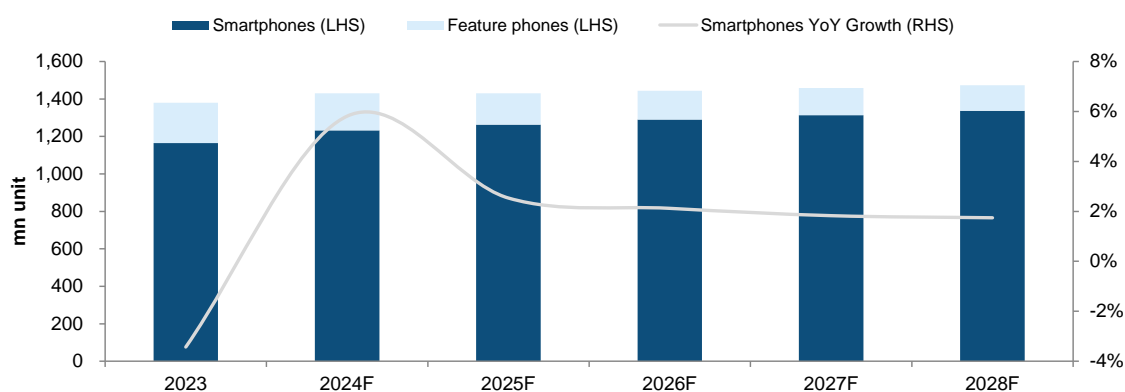


資料來源：IDC、元大投顧

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

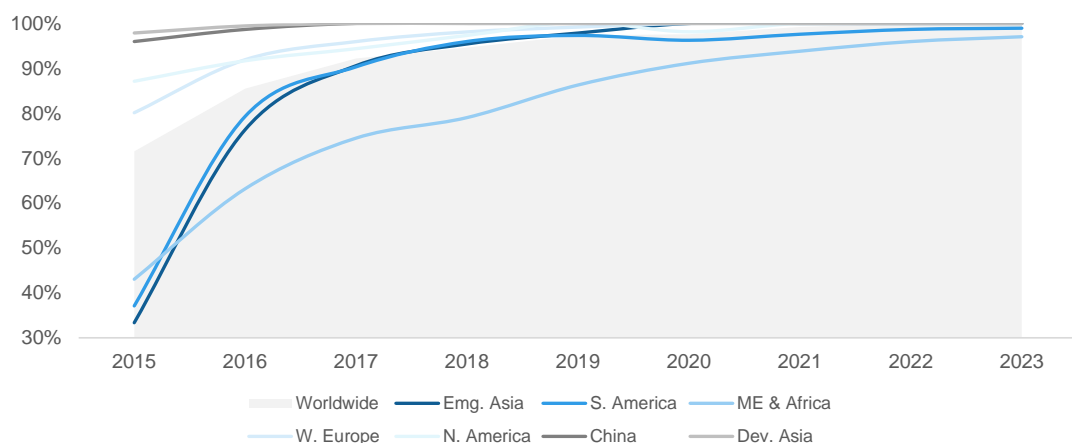
根據市調機構 IDC 預估，2024 年全球手機出貨量達 14.3 億支，其中智慧型手機為 12.3 億支，全球智慧型手機出貨年增約 6%，主要因為中國手機出貨量在嚴格封控取消後，並未如預期迅速回溫，因此下修全球手機出貨量數字。而全球手機出貨在 2017 年達成長高峰後，智慧型手機產業已結束成長期，開始進入高原期，高成長趨勢不再。配合全球 5G 手機滲透率也逐漸進入高原期，尤其中國 5G 手機滲透率在接近 90% 以後，滲透率提升有限，中國 5G 手機成長性逐漸趨緩，帶動價格提升的趨勢逐漸消退，僅中東、非洲、新興亞洲仍有 5G 滲透率提升情況，但受限於所得水準，這些地區之 5G 銷售皆以中低價位為主。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



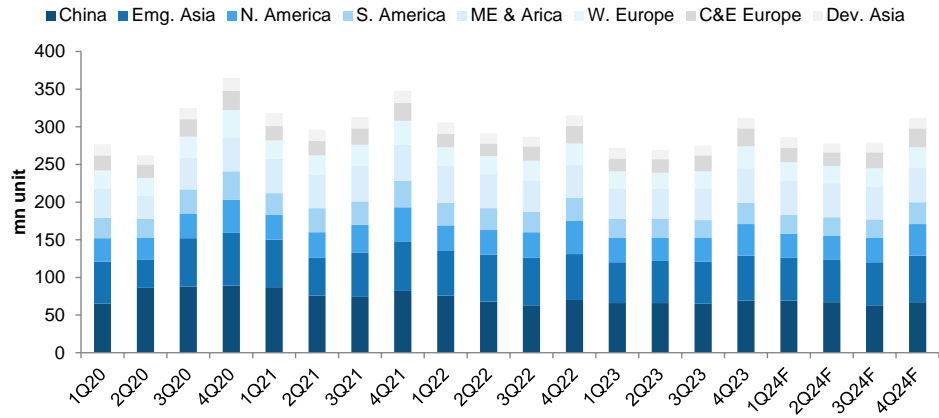
資料來源：IDC、元大投顧

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

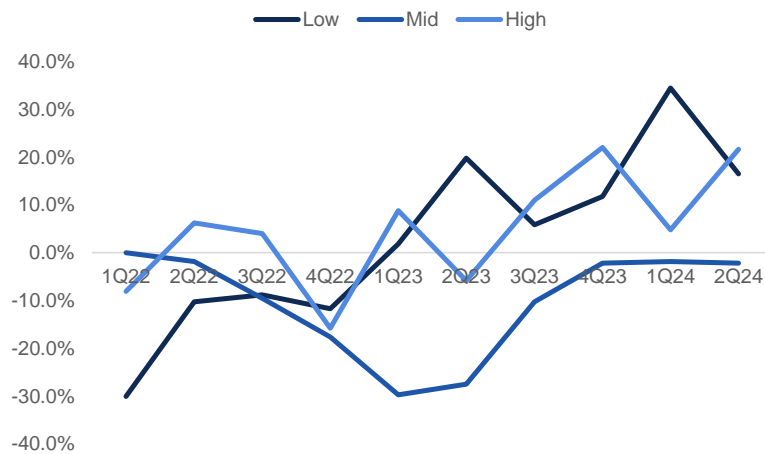


資料來源：元大投顧預估

聯發科大幅增加其高階機種曝光率

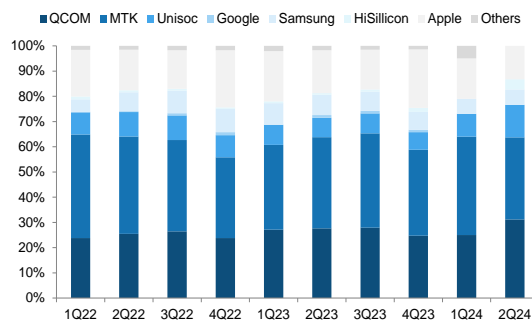
聯發科自 2022 年底至今重新奪回市占率，主要受惠於其 SoC 更佳的性價比以及更將強大的旗艦產品。而中系手機 SoC 業者紫光展銳在經過數年的研發與吸收華為海思的 AP 研發人員之後，5G 手機 SoC 競爭力已不可同日而語。因此，本中心認為聯發科將穩定維持其在低階市場的地位，並且更加積極提高其高階市場的市佔率。

圖 22：各價格區間手機出貨量年增率



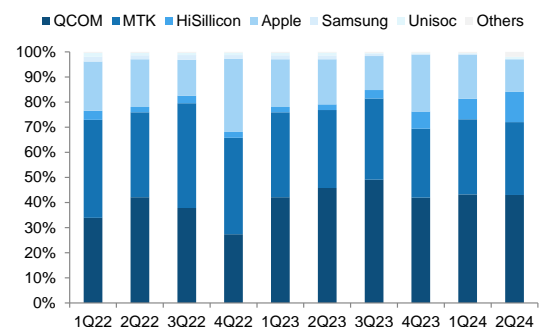
資料來源：元大投顧預估

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

獲利調整與股票評價

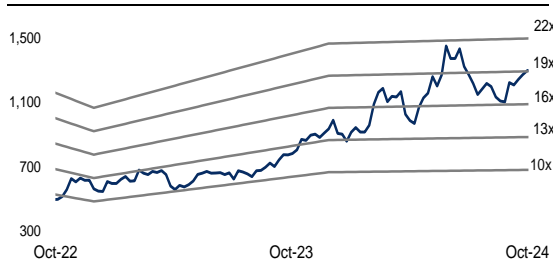
獲利持續性仍大致無虞；維持買進評等，調高目標價至 1,500 元

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，我們調整 2024 和 2025 年營收預期+0.4%及-1.0%，毛利率上調 0.2/0.2 個百分點，EPS 亦調整+2.0%及+1.9%。本中心之 2024/25 年 EPS 預估分別高於/低於市場預期 3.5%/5.3%。目前股價換算約 19 倍 2024 年本益比(2024 年預估每股盈餘為 66.7 元)，位於歷史本益比區間 8-22 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 20%，毛利率將年增 1.4 個百分點至 49.2%，EPS 將達 66.7 元，年增 38%。

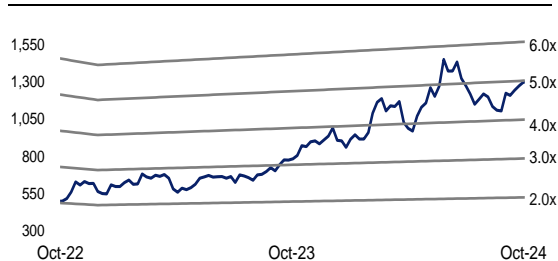
本中心原本以為聯發科仍需時間發展其旗艦機種業務。然而，隨著公司更多設計為智慧型手機及平板所採用，預期產品組合將更加改善且價格韌性增加，將推升公司獲利前景及評價進一步上升。鑒於 2H24 展望較平淡，本中心調整 2024-26 年預估 EPS +2.0%/+1.9%/-5.7%，並將目標價自 1,480 元調升至 1,500 元，仍基於 22 倍本益比、2025 年預估 EPS 68.45 元推得。我們仍看好聯發科的業務轉型，其獲利能力提升應享有更高的評價溢價。

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	1270.0	63,567	48.52	66.70	68.45	26.2	19.0	18.6	(35.0)	37.5	2.6
國內同業													
瑞昱	2379 TT	買進	483.0	7,579	17.8	33.6	35.2	27.1	14.4	13.7	(43.5)	88.5	4.6
聯詠	3034 TT	買進	517.0	9,837	38.3	34.8	38.7	13.5	14.9	13.4	(16.6)	(9.2)	11.2
譜瑞-KY	4966 TT	買進	756.0	1,902	25.4	32.5	48.3	29.7	23.3	15.6	(58.5)	27.7	48.9
矽力-KY	6415 TT	未評等	518.0	6,378	2.5	6.8	13.3	207.3	76.0	39.0	(84.3)	172.8	94.9
神盾	6462 TT	未評等	201.5	574	(10.4)	(2.8)	6.2	--	--	32.3	--	--	--
國內同業平均					14.7	21.0	28.3	69.4	32.1	22.8	(50.7)	70.0	39.9
國外同業													
博通	AVGO US	未評等	173.5	810,392	4.2	4.8	6.2	41.4	36.0	28.1	52.8	15.0	27.8
高通	QCOM US	未評等	166.6	185,592	8.3	10.1	11.1	20.1	16.5	15.0	(28.2)	21.4	10.4
德州儀器	TXN US	未評等	201.7	183,987	7.0	5.1	6.0	28.7	39.4	33.9	(26.0)	(27.3)	16.5
亞德諾	ADI US	未評等	226.9	112,630	10.1	6.3	7.5	22.5	35.8	30.1	90.5	(37.1)	19.0
英飛凌	IFX GY	未評等	30.7	42,794	2.6	1.8	2.0	11.8	16.7	15.6	57.2	(29.3)	7.1
意法半導體	STM FP	未評等	26.2	25,606	4.0	1.5	2.0	6.6	17.4	13.0	(11.3)	(61.9)	34.1
安森美半導體	ON US	未評等	68.0	29,115	5.1	4.0	4.7	13.3	17.0	14.5	16.7	(22.0)	16.9
思佳訊半導體	SWKS US	未評等	94.9	15,163	8.4	6.3	6.4	11.3	15.2	14.8	7.0	(25.6)	2.5
科沃	QRVO US	未評等	100.2	9,509	5.8	6.0	6.1	17.4	16.7	16.5	(38.5)	3.9	1.4
國外同業平均					6.2	5.1	5.8	19.2	23.4	20.2	13.4	(18.1)	15.1

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	1270.0	63,567	18.9	27.1	26.4	230.19	246.53	260.35	5.5	5.2	4.9
國內同業													
瑞昱	2379 TT	買進	483.0	7,579	20.6	33.1	32.1	82.3	101.5	109.6	5.9	4.8	4.4
聯詠	3034 TT	買進	517.0	9,837	35.1	36.3	44.8	110.5	81.5	91.3	4.7	6.4	5.7
譜瑞-KY	4966 TT	買進	756.0	1,902	10.9	12.3	16.2	241.4	282.0	313.9	3.1	2.7	2.4
矽力-KY	6415 TT	未評等	518.0	6,378	3.1	7.7	14.9	77.3	83.5	92.5	6.7	6.2	5.6
神盾	6462 TT	未評等	201.5	574	(10.5)	(2.4)	5.4	94.4	118.6	125.2	2.1	1.7	1.6
國內同業平均					11.8	17.4	22.7	121.2	133.4	146.5	4.5	4.3	3.9
國外同業													
博通	AVGO US	未評等	173.5	810,392	70.5	36.4	37.2	5.5	14.3	18.6	31.3	12.2	9.3
高通	QCOM US	未評等	166.6	185,592	50.7	41.1	41.1	18.6	22.3	26.6	9.0	7.5	6.3
德州儀器	TXN US	未評等	201.7	183,987	41.6	27.2	29.8	18.2	18.8	19.7	11.1	10.8	10.2
亞德諾	ADI US	未評等	226.9	112,630	12.5	6.8	9.6	71.1	70.1	70.2	3.2	3.2	3.2
英飛凌	IFX GY	未評等	30.7	42,794	20.6	12.8	12.8	12.8	13.8	15.1	2.4	2.2	2.0
意法半導體	STM FP	未評等	26.2	25,606	28.0	8.7	10.6	16.0	17.8	19.4	1.6	1.5	1.4
安森美半導體	ON US	未評等	68.0	29,115	31.2	20.1	20.3	18.3	20.7	24.7	3.7	3.3	2.8
思佳訊半導體	SWKS US	未評等	94.9	15,163	18.7	12.8	13.1	36.3	38.4	39.1	2.6	2.5	2.4
科沃	QRVO US	未評等	100.2	9,509	9.3	13.3	13.4	39.7	37.1	38.6	2.5	2.7	2.6
國外同業平均					31.4	19.9	20.9	26.3	28.1	30.2	7.5	5.1	4.5

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 29：季度及年度簡明損益表 (合併)

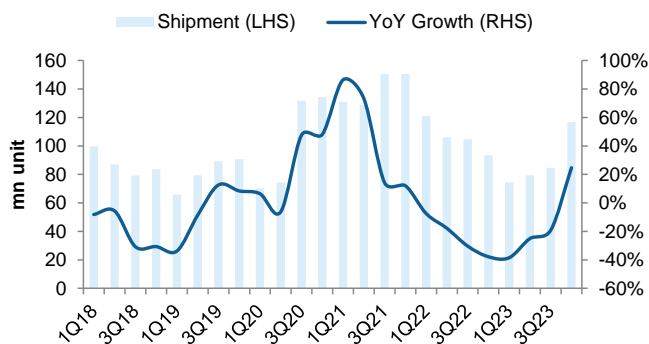
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	133,458	127,271	131,814	127,466	125,526	136,601	154,745	156,761	520,009	573,633
銷貨成本	(63,558)	(65,135)	(68,721)	(66,987)	(66,147)	(71,773)	(81,197)	(82,749)	(264,400)	(301,866)
營業毛利	69,901	62,136	63,093	60,478	59,379	64,827	73,549	74,013	255,608	271,767
營業費用	(37,721)	(37,180)	(38,358)	(37,857)	(38,160)	(39,887)	(44,102)	(44,050)	(151,116)	(166,200)
營業利益	32,180	24,956	24,735	22,621	21,219	24,940	29,446	29,963	104,492	105,567
業外利益	3,490	4,241	4,483	3,774	4,639	4,490	4,497	4,346	15,988	17,974
稅前純益	35,670	29,197	29,218	26,395	25,858	29,430	33,943	34,309	120,480	123,541
所得稅費用	(4,015)	(3,242)	(3,506)	(2,903)	(2,896)	(3,296)	(3,802)	(3,843)	(13,667)	(13,837)
少數股東權益	119	240	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)	(838)	(959)
歸屬母公司稅後純益	31,536	25,716	25,472	23,252	22,722	25,895	29,902	30,227	105,975	108,745
調整後每股盈餘(NT\$)	19.85	16.19	16.03	14.64	14.30	16.30	18.82	19.03	66.70	68.45
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	1,584	1,584
重要比率										
營業毛利率	52.4%	48.8%	47.9%	47.5%	47.3%	47.5%	47.5%	47.2%	49.2%	47.4%
營業利益率	24.1%	19.6%	18.8%	17.8%	16.9%	18.3%	19.0%	19.1%	20.1%	18.4%
稅前純益率	26.7%	22.9%	22.2%	20.7%	20.6%	21.5%	21.9%	21.9%	23.2%	21.5%
稅後純益率	23.6%	20.2%	19.3%	18.2%	18.1%	19.0%	19.3%	19.3%	20.4%	19.0%
有效所得稅率	11.3%	11.1%	12.0%	11.0%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.3%	11.2%
季增率(%)										
營業收入	3.0%	-4.6%	3.6%	-3.3%	-1.5%	8.8%	13.3%	1.3%		
營業利益	30.1%	-22.5%	-0.9%	-8.5%	-6.2%	17.5%	18.1%	1.8%		
稅後純益	22.9%	-18.5%	-0.9%	-8.7%	-2.3%	14.0%	15.5%	1.1%		
調整後每股盈餘	22.7%	-18.5%	-0.9%	-8.7%	-2.3%	14.0%	15.5%	1.1%		
年增率(%)										
營業收入	39.5%	29.7%	19.7%	-1.6%	-5.9%	7.3%	17.4%	23.0%	20.0%	10.3%
營業利益	124.0%	69.2%	37.8%	-8.5%	-34.1%	-0.1%	19.0%	32.5%	45.5%	1.0%
稅後純益	86.9%	61.1%	37.9%	-9.4%	-27.9%	0.7%	17.4%	30.0%	38.4%	2.7%
調整後每股盈餘	86.6%	60.8%	37.7%	-9.5%	-27.9%	0.7%	17.4%	30.0%	37.5%	2.6%

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

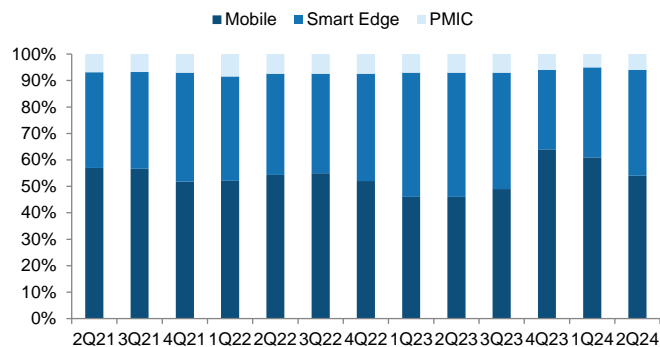
聯發科成立於 1997 年，是全球前三大行動晶片供應商之一。公司產品主要分成三大類：1) Mobile Phone：包括 Baseband 晶片、手機 AP、模組和無線通訊晶片等；2) Smart Edge Platform：包含智慧家庭(Smart Home)與物聯網(IoT)，其中智慧家庭產品包括智慧音箱、智慧電視和智慧家居等；物聯網方案包括物聯網模組、通訊晶片和軟體等。並利用透過物聯網模組結合演算法，拓展至車用領域；3) PMIC：聯發科的電源管理方案，主要提供終端消費性產品如手機、PC、NB、顯示卡等產品之電源管理，並確保設備在使用過程中的安全性和穩定性。

圖 30：聯發科手機 SoC 出貨量



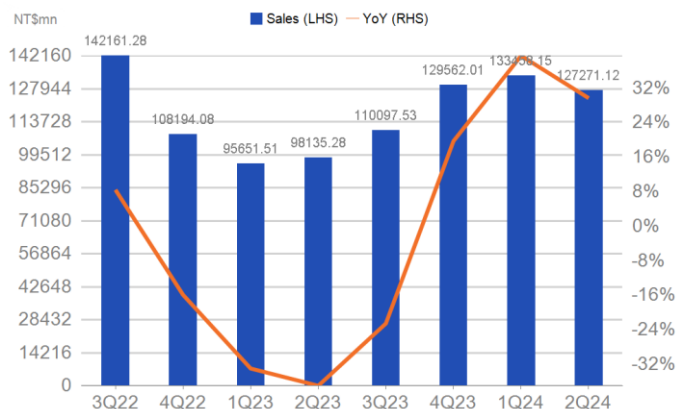
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 31：營收組成



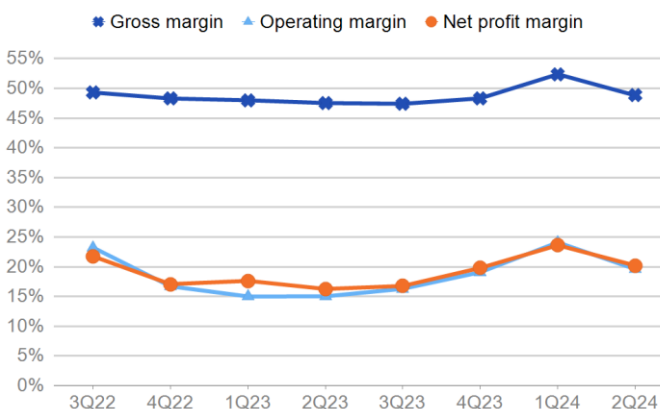
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 32：營收趨勢



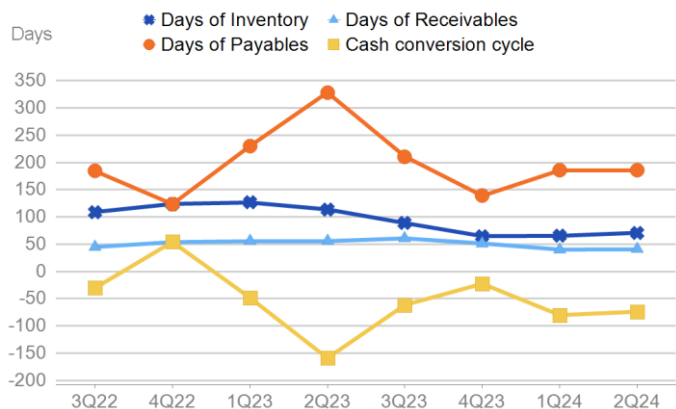
資料來源：CMoney、公司資料

圖 33：毛利率、營益率、淨利率



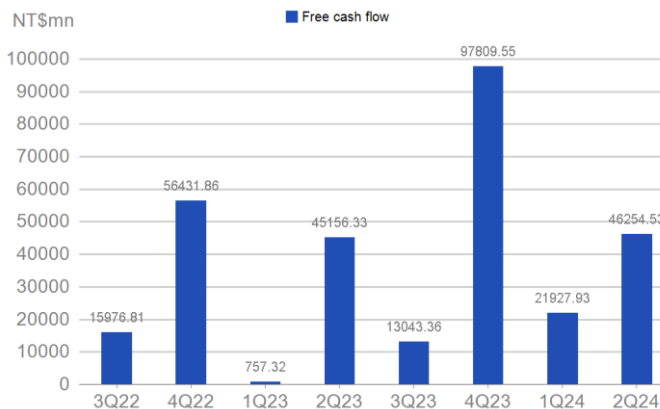
資料來源：CMoney、公司資料

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 (2024/10/24)

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+)

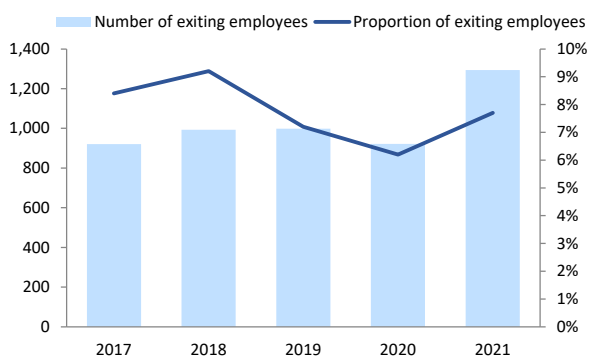
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35) 中 (35-55) 高 (55+)

註 4：執行力分數評級：

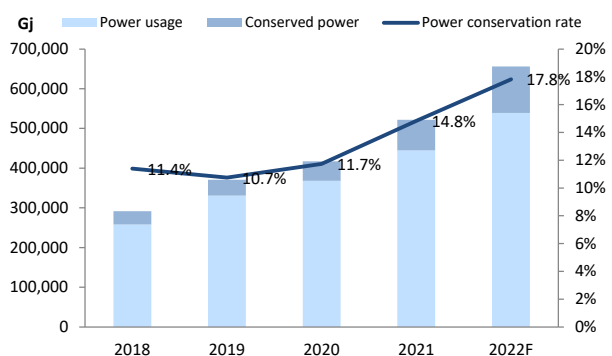
弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	183,705	147,502	165,396	169,651	189,868
存貨	73,271	70,703	43,220	55,102	68,067
應收帳款及票據	58,660	40,842	55,106	46,744	57,487
其他流動資產	31,230	38,606	27,166	23,103	28,413
流動資產	346,865	297,654	290,889	294,600	343,836
採用權益法之投資	60,287	17,798	17,153	67,809	69,809
固定資產	49,111	53,862	53,291	18,937	19,251
無形資產	73,526	73,455	81,245	66,074	66,074
其他非流動資產	131,088	165,631	192,461	196,141	232,287
非流動資產	314,012	310,746	344,150	348,962	387,422
資產總額	660,877	608,399	635,038	643,562	731,258
應付帳款及票據	43,504	21,518	38,779	33,170	39,719
短期借款	51,267	3,700	2,200	9,080	59,080
什項負債	116,335	116,352	191,020	179,868	185,258
流動負債	211,106	141,570	231,999	222,118	284,058
長期借款	828	0	0	2,906	2,906
其他負債及準備	15,295	23,771	28,834	21,582	24,495
長期負債	16,123	23,771	28,834	24,488	27,401
負債總額	227,229	165,341	260,833	246,606	311,459
股本	15,989	15,994	15,996	15,993	15,993
資本公積	59,776	47,185	28,350	29,142	29,142
保留盈餘	302,650	348,747	288,453	302,699	324,583
什項權益	53,601	28,182	35,406	42,624	42,624
歸屬母公司之權益	432,015	440,109	368,206	390,458	412,342
非控制權益	1,633	2,949	6,000	6,498	7,457
股東權益總額	433,648	443,058	374,205	396,956	419,798

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	111,873	118,625	77,191	106,813	109,704
折舊及攤提	10,621	14,980	18,200	21,792	24,098
本期營運資金變動	(54,143)	537	30,220	(8,401)	(17,159)
其他營業資產及負債變動	(21,256)	10,441	40,481	14,831	(36,705)
營運活動之現金流量	47,095	144,583	166,091	135,036	79,938
資本支出	(16,985)	(13,622)	(9,325)	(14,470)	(16,612)
本期長期投資變動	9,619	(42,489)	(645)	(8,557)	(2,000)
其他資產變動	(21,559)	18,576	(18,776)	(11,837)	(3,367)
投資活動之現金流量	(28,924)	(37,535)	(28,746)	(34,864)	(21,979)
股本變動	86	6	2	0	0
本期負債變動	31,335	(48,575)	(2,328)	6,880	50,000
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(58,585)	(116,141)	(120,981)	(87,981)	(85,741)
其他調整數	(788)	8,430	4,738	(39,716)	0
融資活動之現金流量	(27,951)	(156,280)	(118,569)	(120,816)	(35,741)
匯率影響數	(3,094)	13,030	(883)	7,077	0
本期產生現金流量	(12,875)	(36,202)	17,894	(13,567)	22,217
自由現金流量	30,109	130,961	156,767	120,566	63,325

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	493,415	548,796	433,446	520,009	573,633
銷貨成本	(261,810)	(277,892)	(226,079)	(264,400)	(301,866)
營業毛利	231,605	270,904	207,367	255,608	271,767
營業費用	(123,564)	(144,116)	(135,568)	(151,116)	(166,200)
推銷費用	(17,196)	(14,240)	(14,424)	(14,741)	(16,422)
研究費用	(96,081)	(116,875)	(111,385)	(123,788)	(134,784)
管理費用	(10,287)	(13,001)	(9,703)	(12,643)	(14,994)
其他費用	0	0	(56)	56	(1)
營業利益	108,040	126,788	71,800	104,492	105,567
利息收入	1,651	3,218	7,308	11,693	12,778
利息費用	(193)	(371)	(399)	(73)	0
利息收入淨額	1,458	2,847	6,908	11,620	12,778
投資利益(損失)淨額	978	1,378	278	3,592	3,596
匯兌損益	310	(710)	(170)	(1,247)	0
其他業外收入(支出)淨額	16,065	5,257	7,966	2,022	1,600
稅前純益	126,852	135,561	86,782	120,480	123,541
所得稅費用	(14,980)	(16,936)	(9,592)	(13,667)	(13,837)
少數股權淨利	451	484	212	(838)	(959)
歸屬母公司之稅後純益	111,421	118,141	76,979	105,975	108,745
稅前息前折舊攤銷前淨利	137,666	150,912	105,382	82,700	81,469
調整後每股盈餘 (NT\$)	70.60	74.62	48.52	66.70	68.45

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	53.2	11.2	(21.0)	20.0	10.3
營業利益	150.0	17.4	(43.4)	45.5	1.0
稅前息前折舊攤銷前淨利	137.0	9.6	(30.2)	(21.5)	(1.5)
稅後純益	170.0	6.0	(34.9)	38.4	2.7
調整後每股盈餘	174.3	5.7	(35.0)	37.5	2.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	46.9	49.4	47.8	49.2	47.4
營業利益率	21.9	23.1	16.6	20.1	18.4
稅前息前淨利率	25.7	24.6	19.9	20.1	18.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	27.9	27.5	24.3	15.9	14.2
稅前純益率	25.7	24.7	20.0	23.2	21.5
稅後純益率	22.6	21.5	17.8	20.4	19.0
資產報酬率	18.7	18.7	12.4	16.6	15.0
股東權益報酬率	27.7	27.1	18.9	27.1	26.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	52.4	37.3	69.7	62.1	74.2
淨負債權益比(%)	(30.4)	(32.5)	(43.6)	(39.7)	(30.5)
利息保障倍數 (倍)	659.6	366.5	218.3	1658.5	368872.5
流動比率 (%)	164.3	210.3	125.4	132.6	121.0
速動比率 (%)	128.7	157.4	104.5	107.8	97.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(131,610)	(143,802)	(163,196)	(157,665)	(127,882)
調整後每股淨值 (NT\$)	270.21	275.17	230.19	246.53	260.35
評價指標 (倍)					
本益比	18.0	17.0	26.2	19.0	18.6
股價自由現金流量比	66.8	15.4	12.8	16.7	31.8
股價淨值比	4.7	4.6	5.5	5.2	4.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	14.6	13.3	19.1	24.3	24.7
股價營收比	4.1	3.7	4.6	3.9	3.5

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

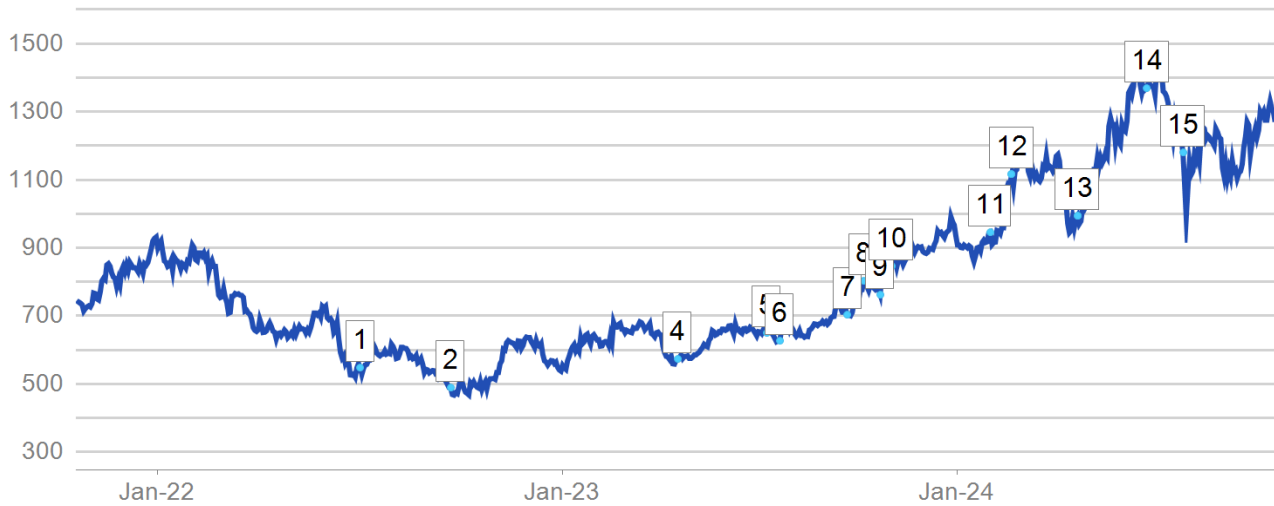
附錄：重要揭露事項

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。

聯發科 (2454 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	20220711	637.00	630.00	542.32	持有-超越同業	孫伯勳
2	20220927	568.00	510.00	439.02	持有-超越同業	孫伯勳
3	20230204	751.00	600.00	516.49	持有-超越同業	孫伯勳
4	20230428	665.00	685.00	589.66	持有-超越同業	張尚遠
5	20230718	683.00	660.00	629.05	持有-超越同業	張智彥
6	20230728	658.00	720.00	686.24	持有-超越同業	張智彥
7	20230926	737.00	720.00	686.24	持有-超越同業	張智彥
8	20231013	842.00	900.00	857.79	持有-超越同業	張智彥
9	20231027	801.00	900.00	857.79	持有-超越同業	張智彥
10	20231107	870.00	900.00	857.79	持有-超越同業	張智彥
11	20240131	966.00	990.00	968.58	持有-超越同業	張智彥
12	20240229	1115.00	1300.00	1271.87	買進	張智彥
13	20240429	1005.00	1240.00	1213.17	買進	張智彥
14	20240628	1395.00	1530.00	1496.89	買進	張智彥
15	20240801	1220.00	1480.00	1480.00	買進	張智彥

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 仁愛路三段 157 號 4 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>.