

## 增加持股 · 維持

收盤價 July 26 (NT\$)	45.10
12 個月目標價 (NT\$)	56.00
前次目標價 (NT\$)	56.00
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	24.2

### 焦點內容

儘管庫存修正時間較預期緩慢，且 2H23 終端需求復甦力道疲弱，但我們認為聯電將為晶圓代工產業中，中國+1 策略之主要受惠者，並預期終端需求於 2024 年恢復正常水準。

### 交易資料表

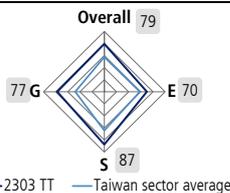
市值：(NT\$/US\$mn)	564 / 18,023
流通在外股數 (百萬股)：	12,503
外資持有股數 (百萬股)：	4,291
3M 平均成交量 (百萬股)：	40.67
52 週股價 (低\高) (NT\$)：	35.35 - 54.50

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-6.8	-1.9	16.8
相對表現 (%)	-18.4	-16.8	0.9

### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.61A	1.74A	2.19A	1.55A
2023	1.31A	1.27F	1.01F	1.01F
2024	1.00F	1.06F	1.30F	1.46F

### ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

### Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

請即投票

### 凱基投顧

劉明龍, CFA  
886.2.2181.8741  
michaelliu@kgi.com  
黃韋中  
886.2.2181.8749  
josh.huang@kgi.com  
重要免責聲明，詳見最終頁

# 聯電

(2303.TW/2303 TT)



## 2H23 疲弱已成市場共識；結構性動能仍完好無虞

### 重要訊息

鑒於訂單能見度有限且客戶下單保守，聯電釋出如預期疲弱之 3Q23 營運展望，呼應我們前次報告認為 2H23 獲利將具下檔風險之觀點。矽中介層業務方面，公司表示目前月產能為 3,000 片，並預計月產能將於 2024 年中翻倍。

### 評論及分析

**2Q23 財報大致符合預期。**2Q23 毛利率為 36.0%，季增 0.5 個百分點，年減 10.5 個百分點，符合凱基預估但優於市場共識，主因較佳的產品組合所致。稅後淨利為 156 億元，季減 3.3% 及年減 26.7%，分別優於凱基預估與市場共識之 137 億元及 126 億元 13.9% 及 23.7%，主因業外收入所致。

**3Q23 展望平淡非意料之外。**聯電展望 3Q23 營收將季減低個位數百分比(晶圓出貨量將季減 3-4%，產品均價將季增 2%)，與我們預估大致一致但顯著低於市場共識。毛利率方面，公司釋出較預期疲弱之 3Q23 毛利率展望(季減低個位數百分點)，係因成本提升、終端需求復甦無力及訂單能見度有限。因此，我們下修 3Q-4Q23 毛利率預估 1.3 及 1.0 個百分點至 34.0% 及 34.0%，低於市場共識 2.0 及 2.7 個百分點。

**長期投資主軸不變—「中國+1」政策受益者。**儘管庫存修正時間較預期緩慢，且 2H23 終端需求復甦力道疲弱，但我們認為聯電將為晶圓代工產業中，中國+1 策略之主要受惠者，係因其於日本及新加坡具有多元的製造據點。我們預期此結構性趨勢將持續，並提供聯電長期成長動能。

### 投資建議

為反映 2Q23 財報及 2H23 展望，我們微幅調整 2023 每股盈餘預估至 4.59 元(年減 35.2%)，並維持 2024 年預估大致不變。目前股價交易在 2024 年每股盈餘預估之 9 倍與每股淨值預估之 1.5 倍。儘管近期需求疲軟，長期而言我們仍相信聯電為「中國+1」政策之主要受惠者，並預期終端需求於 2024 年恢復正常水準。我們維持目標價 56 元，係根據 2024 年預估每股淨值之 1.8 倍，對比三年平均之 1.8 倍。維持「增加持股」評等。

### 投資風險

產能利用率下滑；供應鏈庫存修正延長；地緣政治不確定加劇。

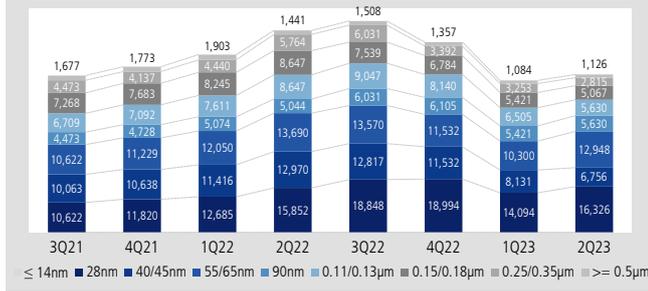
### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	176,821	213,011	278,705	219,865	238,937
營業毛利 (NT\$百萬)	38,997	72,050	125,764	76,665	85,019
營業利益 (NT\$百萬)	22,007	51,686	93,613	57,857	65,158
稅後淨利 (NT\$百萬)	29,189	55,780	87,198	56,687	59,489
每股盈餘 (NT\$)	2.42	4.57	7.09	4.59	4.82
每股現金股利 (NT\$)	1.60	3.00	3.60	1.70	1.99
每股盈餘成長率 (%)	193.5	88.8	55.2	(35.2)	4.9
本益比 (x)	18.7	9.9	6.4	9.8	9.4
股價淨值比 (x)	2.4	2.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA (x)	5.4	3.6	2.4	3.8	3.7
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	3.5	6.7	8.0	3.8	4.4
股東權益報酬率 (%)	13.2	21.6	28.3	16.5	16.1

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：聯電技術別營收組成

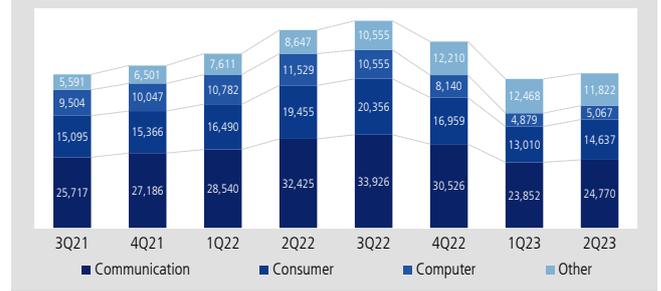
各技術節點產能營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 2：聯電應用別營收組成

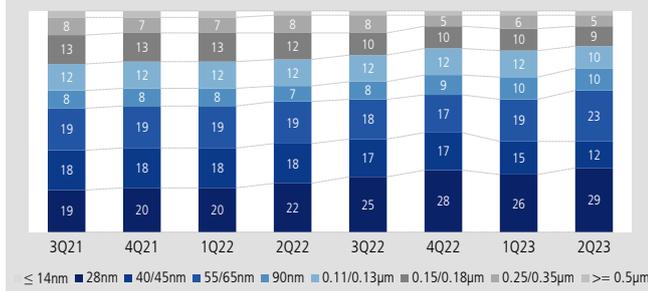
各產品應用別營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 3：聯電技術別營收組成

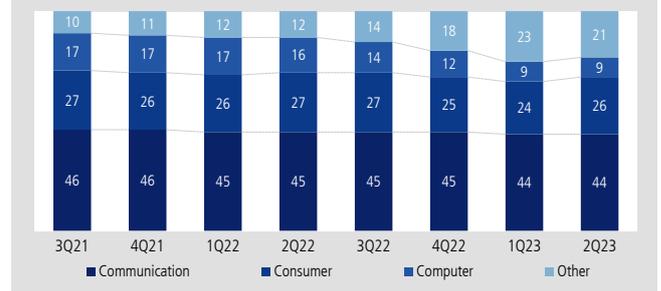
各技術節點產能營收，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：聯電應用別營收組成

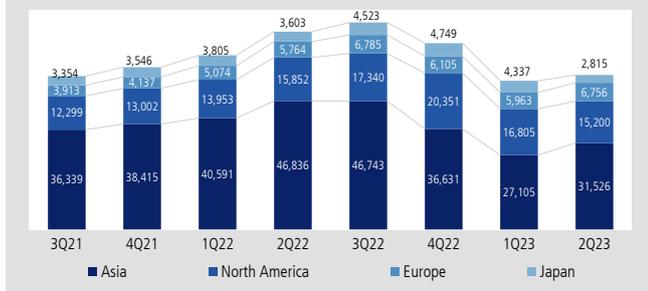
各產品應用別營收，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：聯電區域別營收組成

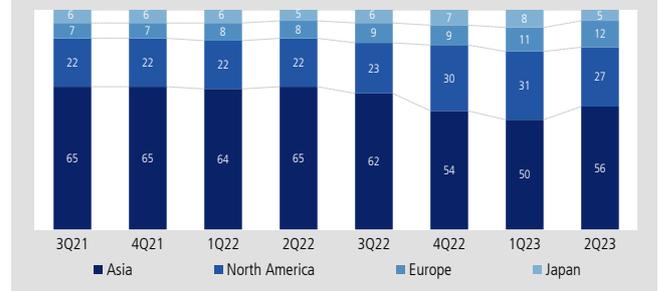
各區域別營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：聯電區域別營收組成

各區域別營收，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 7：2Q23 財報與 3Q23 財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	2Q23							3Q23F						
	實際值	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	56,296	56,296	(0.0)	3.8	(21.9)	55,163	2.1	54,598	54,598	0.0	(3.0)	(27.6)	58,624	(6.9)
毛利	20,252	20,375	(0.6)	5.3	(39.5)	19,378	4.5	18,561	19,247	(3.6)	(8.4)	(48.0)	21,130	(12.2)
營業利益	15,675	15,337	2.2	8.2	(44.3)	14,344	9.3	13,729	14,416	(4.8)	(12.4)	(54.5)	15,615	(12.1)
稅後淨利	15,641	13,738	13.9	(3.3)	(26.7)	12,648	23.7	12,450	12,977	(4.1)	(20.4)	(53.9)	13,860	(10.2)
每股盈餘(元)	1.27	1.11	13.9	(3.3)	(27.0)	1.01	25.9	1.01	1.05	(4.1)	(20.4)	(54.0)	1.11	(9.5)
毛利率(%)	36.0	36.2	(0.2)ppts	0.5 ppts	(10.5)ppts	35.1	0.8 ppts	34.0	35.3	(1.3)ppts	(2.0)ppts	(13.3)ppts	36.0	(2.0)ppts
營利率(%)	27.8	27.2	0.6 ppts	1.1 ppts	(11.2)ppts	26.0	1.8 ppts	25.1	26.4	(1.3)ppts	(2.7)ppts	(14.9)ppts	26.6	(1.5)ppts
淨利率(%)	27.8	24.4	3.4 ppts	(2.1)ppts	(1.8)ppts	22.9	4.9 ppts	22.8	23.8	(1.0)ppts	(5.0)ppts	(13.0)ppts	23.6	(0.8)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 8：2023-24 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2023F						2024F					
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	219,865	219,865	(0.0)	(21.1)	230,953	(4.8)	238,937	238,941	(0.0)	8.7	260,794	(8.4)
毛利	76,665	78,025	(1.7)	(39.0)	82,591	(7.2)	85,019	85,021	(0.0)	10.9	93,153	(8.7)
營業利益	57,857	58,756	(1.5)	(38.2)	60,635	(4.6)	65,158	65,159	(0.0)	12.6	64,610	0.8
稅後淨利	56,687	55,727	1.7	(35.0)	56,810	(0.2)	59,489	59,410	0.1	4.9	60,571	(1.8)
每股盈餘(元)	4.59	4.51	1.7	(35.2)	4.58	0.3	4.82	4.81	0.1	4.9	4.90	(1.6)
毛利率(%)	34.9	35.5	(0.6)ppts	(10.3)ppts	35.8	(0.9)ppts	35.6	35.6	(0.0)ppts	0.7 ppts	35.7	(0.1)ppts
營業率(%)	26.3	26.7	(0.4)ppts	(7.3)ppts	26.3	0.1 ppts	27.3	27.3	(0.0)ppts	1.0 ppts	24.8	2.5 ppts
淨利率(%)	25.8	25.3	0.4 ppts	(5.5)ppts	24.6	1.2 ppts	24.9	24.9	0.0 ppts	(0.9)ppts	23.2	1.7 ppts

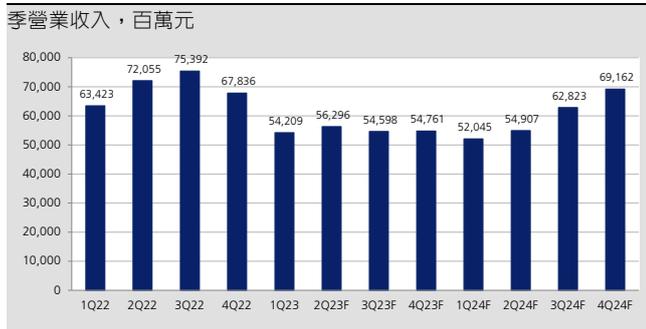
資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 9：公司概况

聯電為全球第三大晶圓代工業者，專營積體電路(IC)的製造與銷售。公司提供下列服務：晶圓製造、晶圓針測、封裝與測試、光罩生產以及設計服務。聯電目前擁有 1 座 6 吋晶圓廠、7 座 8 吋晶圓廠以及 4 座 12 吋晶圓廠，截至 2020 年底總產能約當 8 吋晶圓 920 萬片以上。

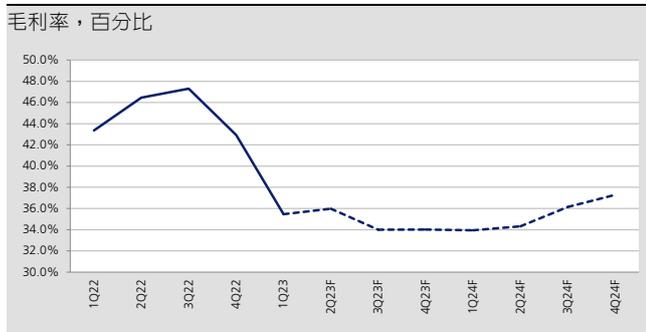
資料來源：公司資料，凱基

圖 11：季營業收入



資料來源：凱基

圖 13：毛利率



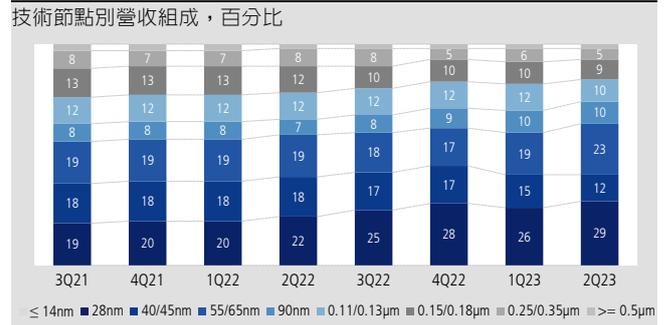
資料來源：凱基

圖 15：營業利潤率



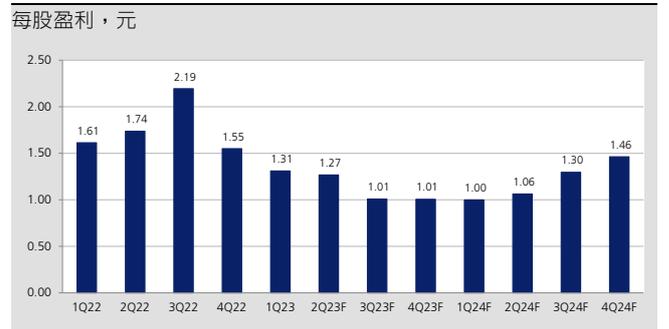
資料來源：凱基

圖 10：聯電技術別營收組成



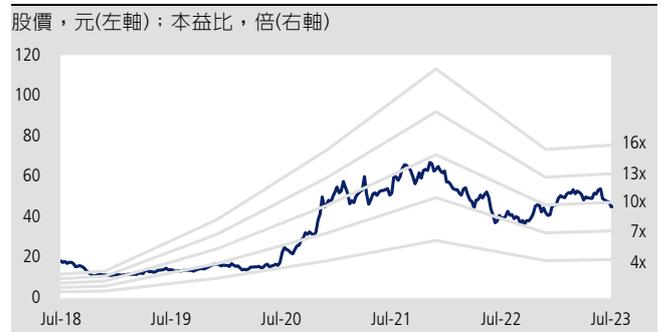
資料來源：公司資料，凱基

圖 12：每股盈利



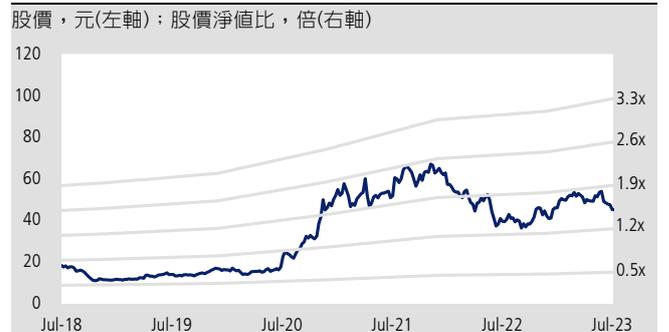
資料來源：凱基

圖 14：未來 12 個月預估本益比



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 16：未來 12 個月預估股價淨值比



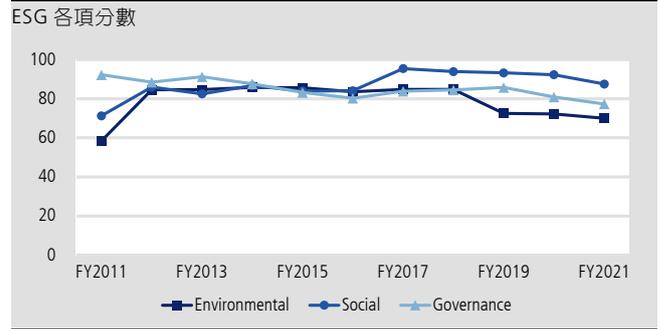
資料來源：TEJ，凱基預估

圖 17：ESG 整體分數



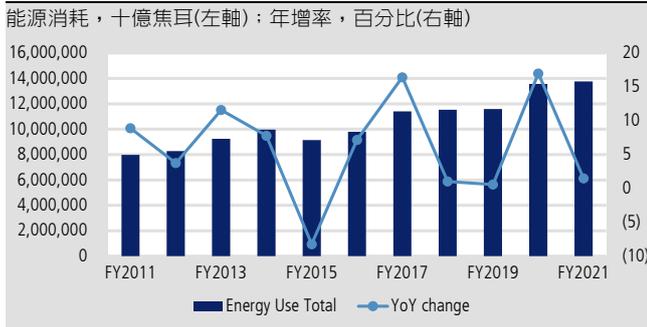
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：ESG 各項分數



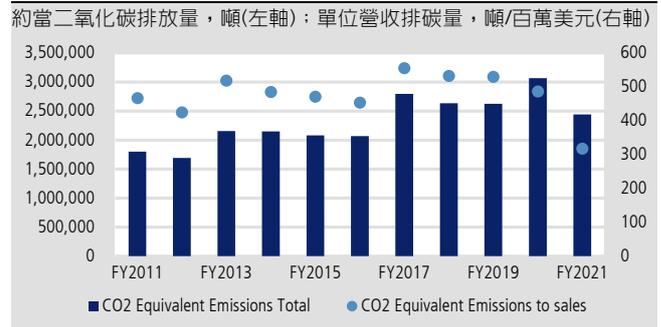
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：能源消耗



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：碳排量



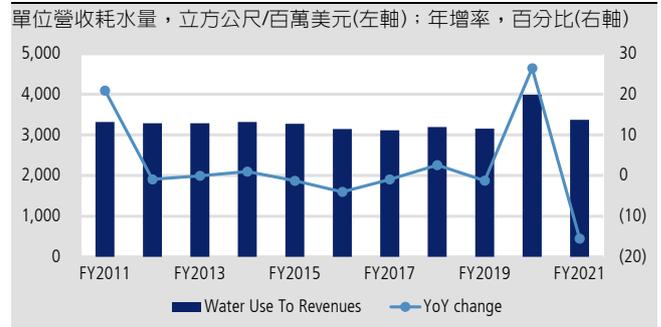
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 21：廢棄物總量



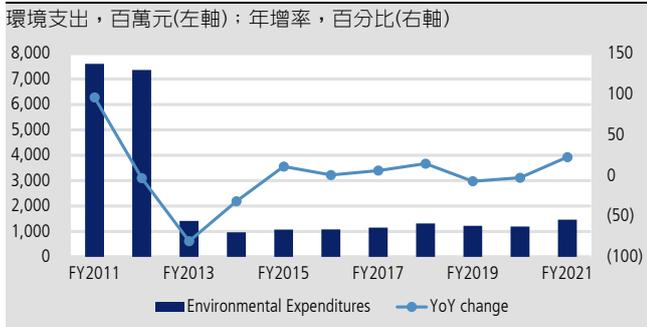
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 22：耗水量



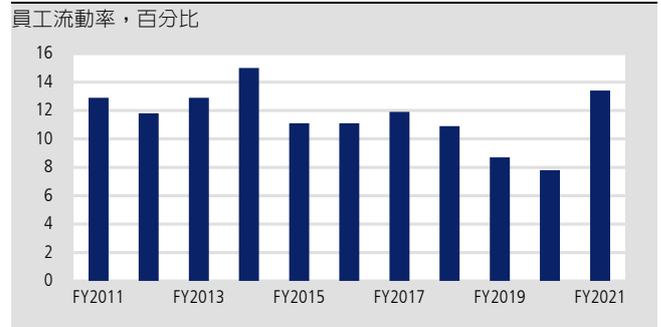
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 23：環境支出



資料來源：Refinitiv，公司資料

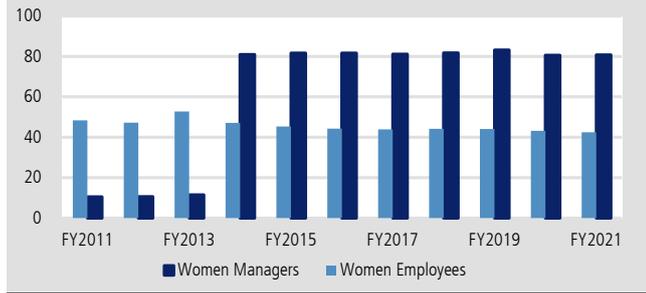
圖 24：員工流動率



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 25：性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 26：員工訓練

員工人均訓練成本，美元(左軸)；人均年訓練時數，小時(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	<p>直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司運營範圍內消耗之能源總量</li> <li>- 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量</li> <li>- 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源</li> <li>- 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產)</li> <li>- 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下</li> </ul>	
購買之再生能源	<p>Primary 再生能源購買總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量</li> <li>- 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源</li> </ul>	
再生能源使用率	<p>再生能源占總能源消耗量之比例</p>	
CO2 約當排放量	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量)</li> <li>- 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)</li> </ul>	
CO2 約當排放量營收比	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量)</li> <li>- 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)</li> </ul>	
廢棄物總量	<p>廢棄物總量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物</li> <li>- 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量</li> <li>- 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內</li> </ul>	
廢棄物回收率	<p>公司呈報的廢棄物回收率</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100</li> <li>- 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收</li> <li>- 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物</li> </ul>	
總取水量	<p>總取水量(立方公尺)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量</li> <li>- 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮</li> </ul>	
環保支出	<p>環保支出總金額</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出</li> </ul>	
員工流動率	<p>員工流動率</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期</li> <li>- 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100</li> <li>- 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2</li> <li>- 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數</li> </ul>	
女性經理	<p>女性經理百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 女性經理占公司經理的百分比</li> <li>- 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比</li> <li>- 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100</li> </ul>	
女性員工	<p>女性員工百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 女性員工占公司員工總數的百分比</li> <li>- 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100</li> </ul>	
教育訓練總時數	<p>所有員工教育訓練總時數</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 僅考慮員工教育訓練時數</li> <li>- 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展)</li> <li>- 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作</li> </ul>	
每位員工教育訓練時數	<p>平均每年每位員工總教育訓練時數</p>	

資料來源：Refinitiv，凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	54,209	56,296	54,598	54,761	52,045	54,907	62,823	69,162	278,705	219,865	238,937
營業成本	(34,985)	(36,044)	(36,037)	(36,133)	(34,377)	(36,059)	(40,111)	(43,371)	(152,941)	(143,200)	(153,918)
營業毛利	19,224	20,252	18,561	18,628	17,668	18,848	22,712	25,791	125,764	76,665	85,019
營業費用	(4,744)	(4,577)	(4,832)	(4,655)	(4,372)	(4,667)	(5,151)	(5,671)	(32,151)	(18,807)	(19,862)
營業利益	14,481	15,675	13,729	13,973	13,296	14,181	17,561	20,120	93,613	57,857	65,158
折舊	(9,222)	(8,467)	(9,687)	(10,101)	(10,475)	(10,629)	(10,758)	(8,153)	(41,328)	(37,477)	(40,016)
攤提	(680)	-	-	-	-	-	-	-	(2,841)	(680)	-
EBITDA	24,383	24,142	23,416	24,074	23,771	24,810	28,319	28,273	137,783	96,015	105,174
利息收入	-	1,220	1,223	936	965	998	1,020	868	2,022	3,380	3,850
投資利益淨額	3,248	1,042	-	-	400	400	400	400	2,163	4,290	1,600
其他營業外收入	1,244	794	-	-	150	150	150	150	-	2,038	600
總營業外收入	4,492	3,056	1,223	936	1,515	1,548	1,570	1,418	4,185	9,707	6,050
利息費用	(347)	(246)	(246)	(246)	(246)	(246)	(246)	(246)	(1,866)	(1,086)	(985)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	(1,852)	-	-
其他營業外費用	503	-	-	-	-	-	-	-	1,338	503	-
總營業外費用	156	(246)	(246)	(246)	(246)	(246)	(246)	(246)	(2,380)	(583)	(985)
稅前純益	19,128	18,485	14,706	14,663	14,564	15,482	18,884	21,291	95,418	66,982	70,222
所得稅費用[利益]	(2,744)	(2,588)	(2,206)	(2,199)	(2,185)	(2,322)	(2,833)	(3,194)	(18,079)	(9,737)	(10,533)
少數股東損益	(202)	(256)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(820)	(558)	(200)
非常項目稅後純益	16,183	15,641	12,450	12,413	12,330	13,110	16,001	18,048	76,519	56,687	59,489
非常項目	(0)	-	-	-	-	-	-	-	10,679	-	-
稅後淨利	16,183	15,641	12,450	12,413	12,330	13,110	16,001	18,048	87,198	56,687	59,489
每股盈餘 (NT\$)	1.31	1.27	1.01	1.01	1.00	1.06	1.30	1.46	7.09	4.59	4.82
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	35.5	36.0	34.0	34.0	33.9	34.3	36.2	37.3	45.1	34.9	35.6
營業利益率	26.7	27.8	25.1	25.5	25.5	25.8	28.0	29.1	33.6	26.3	27.3
EBITDA Margin	45.0	42.9	42.9	44.0	45.7	45.2	45.1	40.9	49.4	43.7	44.0
稅前純益率	35.3	32.8	26.9	26.8	28.0	28.2	30.1	30.8	34.2	30.5	29.4
稅後純益率	29.9	27.8	22.8	22.7	23.7	23.9	25.5	26.1	31.3	25.8	24.9
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(20.1)	3.8	(3.0)	0.3	(5.0)	5.5	14.4	10.1			
營業毛利	(34.0)	5.3	(8.4)	0.4	(5.2)	6.7	20.5	13.6			
營業收益增長	(31.1)	8.2	(12.4)	1.8	(4.8)	6.7	23.8	14.6			
EBITDA	(22.6)	(1.0)	(3.0)	2.8	(1.3)	4.4	14.1	(0.2)			
稅前純益	(12.7)	(3.4)	(20.4)	(0.3)	(0.7)	6.3	22.0	12.7			
稅後純益	(15.1)	(3.3)	(20.4)	(0.3)	(0.7)	6.3	22.1	12.8			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	(14.5)	(21.9)	(27.6)	(19.3)	(4.0)	(2.5)	15.1	26.3	30.8	(21.1)	8.7
營業毛利	(30.1)	(39.5)	(48.0)	(36.0)	(8.1)	(6.9)	22.4	38.5	74.6	(39.0)	10.9
營業收益	(35.2)	(44.3)	(54.5)	(33.5)	(8.2)	(9.5)	27.9	44.0	81.1	(38.2)	12.6
EBITDA	(27.7)	(38.5)	(43.4)	(23.6)	(2.5)	2.8	20.9	17.4	39.5	(30.3)	9.5
稅前純益	(19.1)	(27.7)	(54.5)	(33.1)	(23.9)	(16.2)	28.4	45.2	54.4	(29.8)	4.8
稅後純益	(18.3)	(26.7)	(53.9)	(34.9)	(23.8)	(16.2)	28.5	45.4	56.3	(35.0)	4.9

資料來源：公司資料，凱基預估

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>377,516</b>	<b>464,427</b>	<b>533,052</b>	<b>544,295</b>	<b>584,204</b>
<b>流動資產</b>	<b>164,306</b>	<b>233,273</b>	<b>252,371</b>	<b>202,003</b>	<b>207,217</b>
現金及短期投資	95,265	142,069	178,600	140,137	130,926
存貨	22,552	23,011	31,070	26,051	33,130
應收帳款及票據	27,273	35,190	36,975	31,167	38,512
其他流動資產	19,215	33,002	5,726	4,648	4,648
<b>非流動資產</b>	<b>213,210</b>	<b>231,153</b>	<b>280,681</b>	<b>342,291</b>	<b>376,987</b>
長期投資	56,578	72,547	64,855	64,855	64,855
固定資產	132,775	129,942	170,982	226,812	261,508
什項資產	23,858	28,665	44,844	50,624	50,624
<b>負債總額</b>	<b>141,743</b>	<b>183,224</b>	<b>197,601</b>	<b>193,258</b>	<b>194,934</b>
<b>流動負債</b>	<b>78,244</b>	<b>105,454</b>	<b>108,565</b>	<b>105,062</b>	<b>106,739</b>
應付帳款及票據	7,862	8,364	8,982	8,390	10,067
短期借款	38,042	39,256	7,587	9,774	9,774
什項負債	32,339	57,833	91,996	86,898	86,898
<b>長期負債</b>	<b>63,500</b>	<b>77,770</b>	<b>89,036</b>	<b>88,195</b>	<b>88,195</b>
長期借款	24,771	39,830	39,877	37,257	37,257
其他負債及準備	33,729	33,430	43,959	50,892	50,892
<b>股東權益總額</b>	<b>235,773</b>	<b>281,203</b>	<b>335,451</b>	<b>351,037</b>	<b>389,270</b>
普通股本	124,224	124,832	125,047	125,047	125,047
保留盈餘	56,618	91,477	175,766	192,071	230,303
少數股東權益	113	223	344	344	344
優先股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	19.3%	20.5%	30.8%	(21.1%)	8.7%
營業收益增長	369.3%	134.9%	81.1%	(38.2%)	12.6%
EBITDA	31.1%	39.3%	39.5%	(30.3%)	9.5%
稅後純益	200.7%	91.1%	56.3%	(35.0%)	4.9%
每股盈餘成長率	193.5%	88.8%	55.2%	(35.2%)	4.9%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	22.1%	33.8%	45.1%	34.9%	35.6%
營業利率	12.4%	24.3%	33.6%	26.3%	27.3%
EBITDA Margin	40.1%	46.4%	49.4%	43.7%	44.0%
稅後純益率	16.5%	26.2%	31.3%	25.8%	24.9%
平均資產報酬率	7.8%	13.3%	17.5%	10.5%	10.5%
股東權益報酬率	13.2%	21.6%	28.3%	16.5%	16.1%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	26.6%	28.1%	14.1%	13.4%	12.1%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	14.5	32.5	52.1	62.7	72.3
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.6	0.9	0.9	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	31.7	46.0	78.2	90.0	88.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.6	2.2	15.4	9.0	8.1
流動比率 (x)	2.1	2.2	2.3	1.9	1.9
速動比率 (x)	1.8	2.0	2.0	1.7	1.6
淨負債 (NT\$百萬)	(31,234)	(53,536)	(126,355)	(87,701)	(78,489)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	2.42	4.57	7.09	4.59	4.82
每股現金盈餘 (NT\$)	5.45	7.39	11.85	7.92	7.03
每股淨值 (NT\$)	18.97	22.51	26.80	28.04	31.10
調整後每股淨值 (NT\$)	19.52	23.00	27.23	28.40	31.49
每股營收 (NT\$)	14.65	17.43	22.65	17.80	19.35
EBITDA/Share (NT\$)	5.87	8.08	11.20	7.78	8.52
每股現金股利 (NT\$)	1.60	3.00	3.60	1.70	1.99
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.47	0.51	0.56	0.41	0.42
應收帳款周轉天數	56.5	60.3	48.4	51.7	59.0
存貨周轉天數	59.9	59.6	74.1	66.4	78.8
應付帳款周轉天數	20.9	21.7	21.4	21.4	23.9
現金轉換周轉天數	95.5	98.2	101.1	96.8	113.8

資料來源：公司資料，凱基預估

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>176,821</b>	<b>213,011</b>	<b>278,705</b>	<b>219,865</b>	<b>238,937</b>
營業成本	(137,824)	(140,961)	(152,941)	(143,200)	(153,918)
<b>營業毛利</b>	<b>38,997</b>	<b>72,050</b>	<b>125,764</b>	<b>76,665</b>	<b>85,019</b>
營業費用	(16,990)	(20,363)	(32,151)	(18,807)	(19,862)
<b>營業利益</b>	<b>22,007</b>	<b>51,686</b>	<b>93,613</b>	<b>57,857</b>	<b>65,158</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>8,104</b>	<b>10,724</b>	<b>4,185</b>	<b>9,707</b>	<b>6,050</b>
利息收入	738	576	2,022	3,380	3,850
投資利益淨額	7,366	10,148	2,163	4,290	1,600
其他營業外收入	-	-	(0)	2,038	600
<b>總營業外費用</b>	<b>(2,185)</b>	<b>(607)</b>	<b>(2,380)</b>	<b>(583)</b>	<b>(985)</b>
利息費用	(2,073)	(1,963)	(1,866)	(1,086)	(985)
投資損失	-	-	(1,852)	-	-
其他營業外費用	(112)	1,356	1,338	503	-
<b>稅前純益</b>	<b>27,926</b>	<b>61,803</b>	<b>95,418</b>	<b>66,982</b>	<b>70,222</b>
所得稅費用[利益]	(746)	(6,691)	(18,079)	(9,737)	(10,533)
少數股東損益	2,009	668	(820)	(558)	(200)
非常項目	-	(0)	10,679	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>29,189</b>	<b>55,780</b>	<b>87,198</b>	<b>56,687</b>	<b>59,489</b>
EBITDA	<b>70,915</b>	<b>98,761</b>	<b>137,783</b>	<b>96,015</b>	<b>105,174</b>
每股盈餘 (NT\$)	2.42	4.57	7.09	4.59	4.82

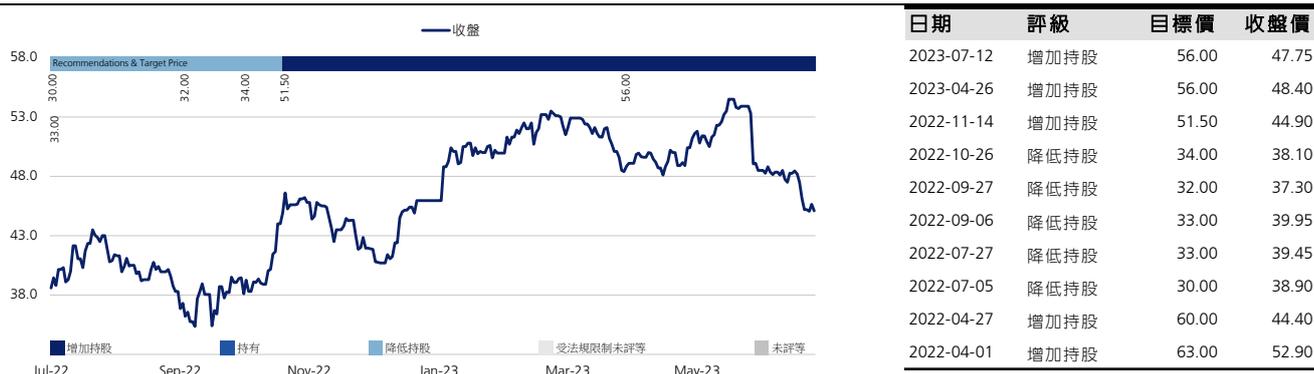
**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>65,745</b>	<b>90,352</b>	<b>145,861</b>	<b>97,762</b>	<b>86,757</b>
本期純益	29,189	55,780	87,198	56,687	59,489
折舊及攤提	48,908	47,075	44,170	38,158	40,016
本期運用資金變動	(3,460)	(8,774)	(8,262)	10,608	(12,748)
其他營業資產及負債變動	(8,892)	(3,729)	22,755	(7,692)	0
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(40,112)</b>	<b>(62,163)</b>	<b>(54,427)</b>	<b>(92,469)</b>	<b>(74,712)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(792)	(503)	28,229	(189)	-
本期長期投資變動	(2)	751	-	892	-
資本支出淨額	(26,345)	(48,035)	(80,128)	(92,639)	(74,712)
其他資產變動	(12,972)	(14,377)	(2,528)	(533)	-
<b>自由現金流</b>	<b>37,778</b>	<b>33,462</b>	<b>28,815</b>	<b>4,894</b>	<b>7,940</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(25,601)</b>	<b>12,490</b>	<b>(57,255)</b>	<b>(43,670)</b>	<b>(21,256)</b>
短期借款變動	(933)	(8,974)	(1,966)	100	-
長期借款變動	(13,566)	27,792	(32,121)	(533)	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(9,766)	(19,871)	(37,445)	(45,017)	(21,256)
其他融資現金流	(1,336)	13,543	14,278	1,780	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(1,477)</b>	<b>(2,105)</b>	<b>7,018</b>	<b>(709)</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(1,444)</b>	<b>38,574</b>	<b>41,197</b>	<b>(39,087)</b>	<b>(9,212)</b>

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	9.6%	9.6%	11.5%	8.6%	8.3%
<b>= 營業利率</b>	<b>12.4%</b>	<b>24.3%</b>	<b>33.6%</b>	<b>26.3%</b>	<b>27.3%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.8	0.6	0.6	1.0	1.1
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>
營業利率	12.4%	24.3%	33.6%	26.3%	27.3%
x 資本周轉率	1.1	1.3	1.6	0.9	0.8
x (1 - 有效現金稅率)	97.3%	89.2%	81.1%	85.5%	85.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>12.9%</b>	<b>27.5%</b>	<b>44.2%</b>	<b>20.6%</b>	<b>19.3%</b>

資料來源：公司資料，凱基預估

**聯電 – 以往評級及目標價**


資料來源：TEJ，凱基

**凱基證券集團據點**

<b>中國</b>	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
<b>台灣</b>	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
<b>香港</b>		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
<b>泰國</b>	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
<b>新加坡</b>		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
<b>印尼</b>		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

**股價說明**

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。

\*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

**免責聲明**

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。