

## 持有・調降

收盤價 January 26 (NT\$)	936
12 個月目標價 (NT\$)	976
前次目標價 (NT\$)	956
調升 (%)	2.1
上漲空間 (%)	4.3

## 焦點內容

- 我們認為近期智慧型手機庫存回補力道已放緩，而供應鏈將等待農曆新年智慧型手機銷售表現。
- ASIC 與車用業務將扮演 2H25-2026 年之潛在催化劑，但我們預期目前上述業務激勵公司評價走升尚為時過早。

## 交易資料表

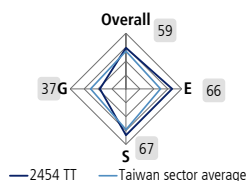
市值：(NT\$/bn/US\$mn)	1,497 / 48,009
流通在外股數 (百萬股)：	1,600
外資持有股數 (百萬股)：	952
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.52
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	649 – 1,040

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	14.6	42.9	35.1
相對表現 (%)	2.6	38	14.6

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	21.02A	22.39A	19.54A	11.67A
2023	10.64A	10.07A	11.64A	14.00F
2024	12.32F	14.27F	15.33F	15.27F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv



### 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

一月 26, 2024

# 聯發科

(2454.TW/2454 TT)



## 股價稍作休息

### 重要訊息

我們認為過去 6 個月股價上漲 43%，對比加權指數上漲 5%，已反映：(1) 近期庫存回補需求復甦及 2024 年強勁智慧型手機出貨量成長預期；(2) 毛利率展望趨穩，因 2024 年 AI 智慧型手機出貨比重較高。我們認為近期智慧型手機庫存回補力道已放緩，而供應鏈將等待農曆新年智慧型手機銷售表現。

### 評論及分析

**智慧型手機庫存回補需求放緩，主因供應鏈等待農曆新年銷售表現。**我們認為股價已大致反映庫存回補需求復甦與 2024 年智慧型手機出貨量成長(股價自去年 7 月低點至今已上漲 43%，同期股價表現優於大盤 38%)。我們亦認為聯發科今年 5G 智慧型手機出貨量市場共識 1.85-1.95 億支上檔空間有限。更重要的是，我們認為公司將面臨競爭加劇與潛在市佔率流失予華為，係因我們目前預估華為 2024 年智慧型手機出貨量將較 2023 年 3,000 萬支翻倍成長自 6,000 萬支(基本情境)，對比樂觀情境為 7,000-8,000 萬支。據此，我們認為聯發科 1 月 31 日 4Q23 法說會後，獲利上修循環將觸頂(市場共識 2024 年每股盈餘預估已自 6 個月前之 53.35 元上修至 56.10 元)。

**ASIC 與車用業務激勵公司評價走升尚為時過早。**ASIC 與車用業務將扮演 2H25-2026 年之潛在催化劑，但我們預期目前上述業務激勵公司評價走升尚為時過早。我們認為 HPC 攸關之 ASIC 業務恐將因涉及到需要大量研發資源的先進製程而稀釋毛利率與營益率。同時，高度客製化的設計在銷量不顯著的情況下，將與其他非 ASIC 專案與業務單位爭奪內部工程資源。而雖然 AI 智慧型手機將為整體智慧型手機 ASP 帶來上檔空間，並支撐穩健之毛利率，但我們認為這些有利因素已大致被市場所反映，並認為 2024 年市場共識 AI 智慧型手機出貨量預估之 800-1,000 萬支上檔空間有限。我們亦預期非智慧型手機業務如 PMIC 與 TV SoC 復甦力道仍低迷。

**1Q24 營收將季持平至季減高個位數百分比。**我們預估 1Q24 營收將季減 0-8% (年增 25-35%)，對比市場共識為季減 9%，並預期 1Q24 毛利率將季持平，年減 1.3 個百分點至 46.7%，較市場共識之 47.1% 低 0.4 個百分點。

### 投資建議

我們上修 2024 年每股盈餘預估 1.9%，並微調 2024 年營收及毛利率預估，以反映較高之 5G 智慧型手機出貨量(自 1.70-1.80 億支上修至 1.85-1.95 億支)。我們將目標價由 956 元調整至 976 元，係基於 2024 年每股盈餘預估 17 倍換算得出。儘管如此，我們將評等調降至「持有」，係因我們認為 2024 年市場共識獲利預估上檔空間有限，並預期股價將盤整，直到 2H24 智慧型手機需求能見度改善。目前股價交易於 2024 年每股盈餘預估之 16 倍，對比過去三年區間為 10-18 倍。

### 投資風險

5G 智慧型手機需求升溫；5G 智慧型手機市佔提升。

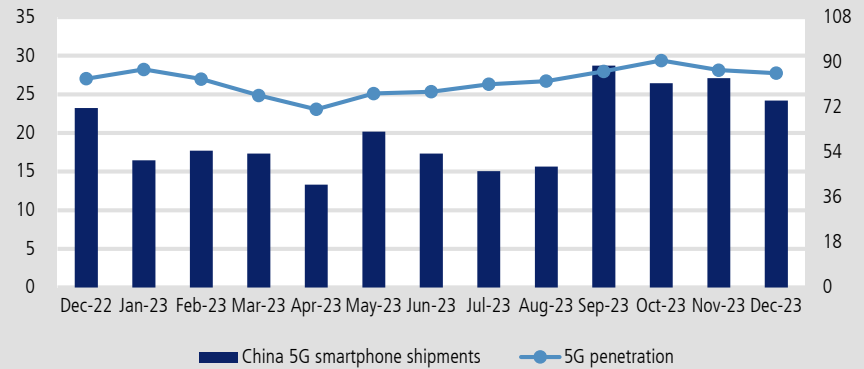
### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	322,146	493,415	548,796	433,446	513,127
營業毛利 (NT\$百萬)	141,536	231,605	270,904	205,509	240,147
營業利益 (NT\$百萬)	43,219	108,040	126,788	69,860	95,010
稅後淨利 (NT\$百萬)	40,917	111,421	118,141	73,535	90,801
每股盈餘 (NT\$)	26.01	70.56	74.59	46.34	57.19
每股現金股利 (NT\$)	37.00	73.00	76.00	53.44	62.20
每股盈餘成長率 (%)	77.0	171.3	5.7	(37.9)	23.4
本益比 (x)	36.0	13.3	12.5	20.2	16.4
股價淨值比 (x)	4.0	3.5	3.4	3.6	3.6
EV/EBITDA (x)	16.1	7.7	6.5	9.7	7.3
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.0	7.8	8.1	5.7	6.6
股東權益報酬率 (%)	12.0	27.7	27.1	17.2	21.8

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：中國智慧型手機出貨量

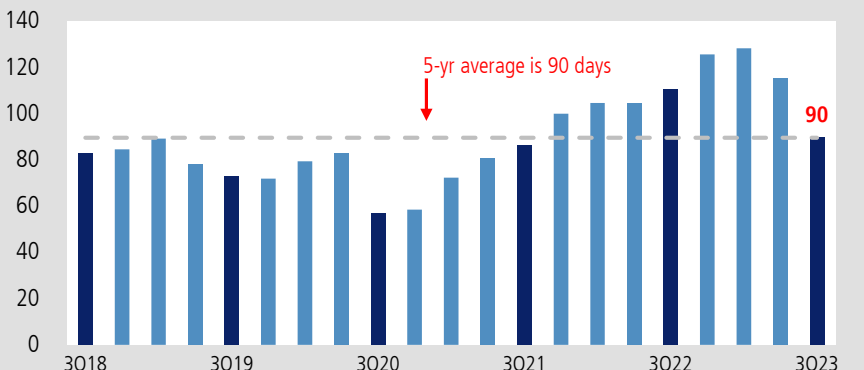
中國智慧型手機出貨量，百萬支(左軸)；年增率與 5G 智慧型手機滲透率，百分比(右軸)



資料來源：CAICT，凱基

圖 2：聯發科存貨天數趨勢

存貨天數，天數



資料來源：公司資料，凱基

圖 3：4Q23-1Q24 財測修正暨市場共識比較

	4Q23F							1Q24F						
百萬元	修正後	修正前	調幅 (%)	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	129,562	125,358	3.4	17.7	19.7	124,485	4.1	120,831	115,998	4.2	(6.7)	26.3	118,045	2.4
毛利	60,758	58,698	3.5	16.4	16.3	58,831	3.3	56,419	54,062	4.4	(7.1)	22.9	55,643	1.4
營業利潤	22,797	21,028	8.4	27.0	26.0	21,297	7.0	20,593	20,423	0.8	(9.7)	43.3	19,640	4.9
稅後淨利	22,219	20,645	7.6	20.2	20.2	20,868	6.5	19,560	19,257	1.6	(12.0)	15.9	19,328	1.2
每股盈餘 (元)	14.00	13.00	7.6	20.2	19.9	13.08	7.0	12.32	12.13	1.6	(12.0)	15.8	12.20	1.0
毛利率 (%)	46.9	46.8	0.1 ppts	(0.5)ppts	(1.4)ppts	47.3	(0.4)ppts	46.7	46.6	0.1 ppts	(0.2)ppts	(1.3)ppts	47.1	(0.4)ppts
營業率 (%)	17.6	16.8	0.8 ppts	1.3 ppts	0.9 ppts	17.1	0.5 ppts	17.0	17.6	(0.6)ppts	(0.6)ppts	2.0 ppts	16.6	0.4 ppts
淨利率 (%)	17.1	16.5	0.7 ppts	0.4 ppts	0.1 ppts	16.8	0.4 ppts	16.2	16.6	(0.4)ppts	(1.0)ppts	(1.5)ppts	16.4	(0.2)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 4：2023-24 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	433,446	429,243	1.0	(21.0)	428,565	1.1	513,127	505,155	1.6	18.4	516,059	(0.6)
毛利	205,509	203,449	1.0	(24.1)	203,680	0.9	240,147	236,137	1.7	16.9	243,709	(1.5)
營業利益	69,860	68,091	2.6	(44.9)	68,675	1.7	95,010	94,071	1.0	36.0	92,349	2.9
稅後淨利	73,535	71,961	2.2	(37.8)	72,123	2.0	90,801	89,151	1.9	23.5	89,412	1.6
每股盈餘 (元)	46.34	45.35	2.2	(37.9)	45.28	2.3	57.19	56.16	1.9	23.4	56.10	1.9
毛利率 (%)	47.4	47.4	0.0 ppts	(2.0)ppts	47.5	(0.1)ppts	46.8	46.7	0.1 ppts	(0.6)ppts	47.2	(0.4)ppts
營業率 (%)	16.1	15.9	0.3 ppts	(7.0)ppts	16.0	0.1 ppts	18.5	18.6	(0.1)ppts	2.4 ppts	17.9	0.6 ppts
淨利率 (%)	17.0	16.8	0.2 ppts	(4.6)ppts	16.8	0.1 ppts	17.7	17.6	0.0 ppts	0.7 ppts	17.3	0.4 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

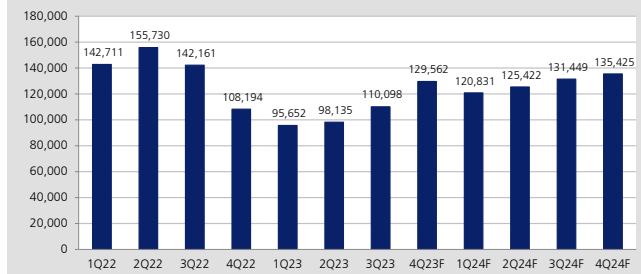
圖 5：公司概況

聯發科成立於 1997 年，為全球前五大無晶圓廠 IC 設計業者之一，專精無線通訊和數位多媒體的系統級晶片(SoC)解決方案。公司在先進的無線通訊 SoC 系統解決方案、高解析度電視、光儲存、DVD 和藍光產品方面居領導地位。公司也提供相關產品設計、測試、維修和技術諮詢服務。聯發科總部位於新竹科學園區，並在中國、新加坡、印度、日本、韓國、美國、丹麥和英國設有銷售和研發子公司。2021 年員工人數約 2 萬人。

資料來源：公司資料，凱基

圖 7：季營業收入

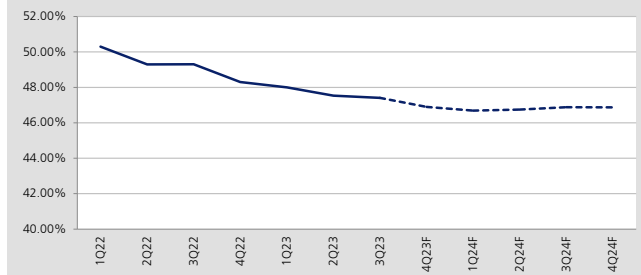
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9：毛利率

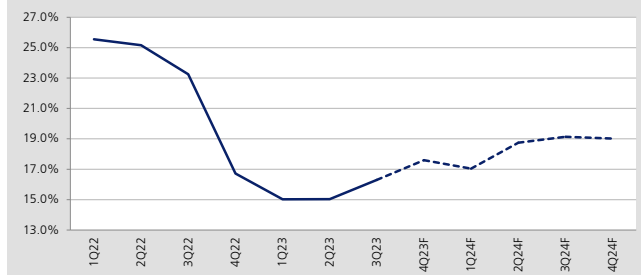
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11：營業利潤率

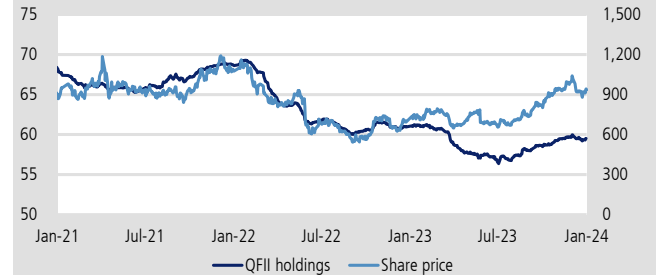
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 6：聯發科外資持股 vs.股價走勢

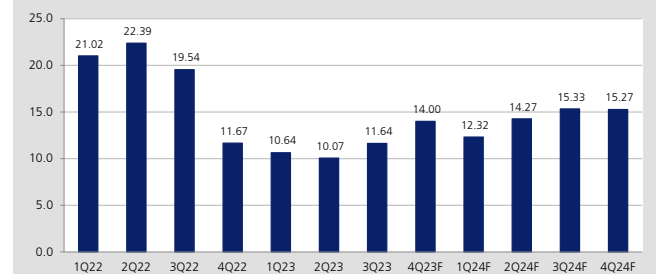
外資持股，百分比(左軸)；股價，元(右軸)



資料來源：TEJ，凱基

圖 8：每股盈利

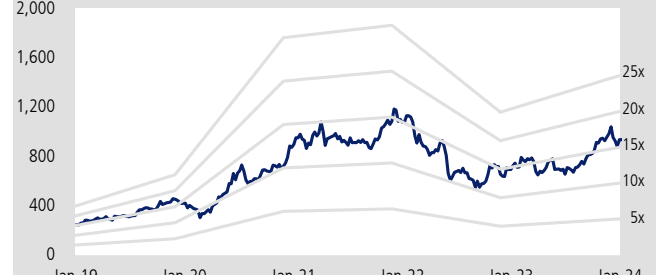
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10：未來 12 個月預估本益比區間

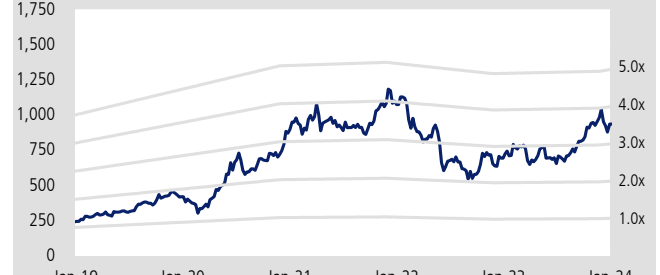
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 12：未來 12 個月預估股價淨值比區間

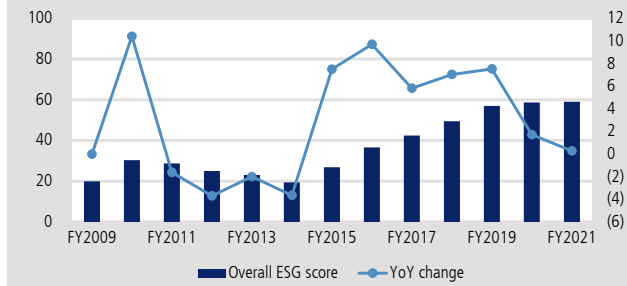
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

**圖 13：ESG 整體分數**

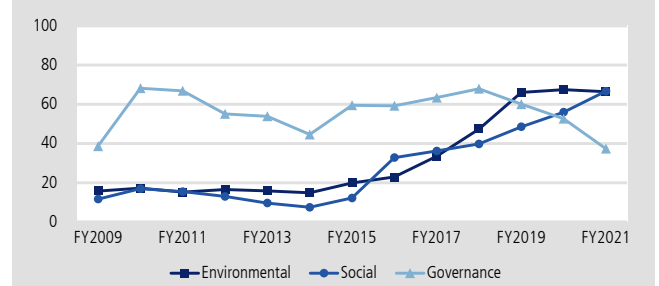
ESG 整體分數 (左軸)；年增幅度，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 14：ESG 各項分數**

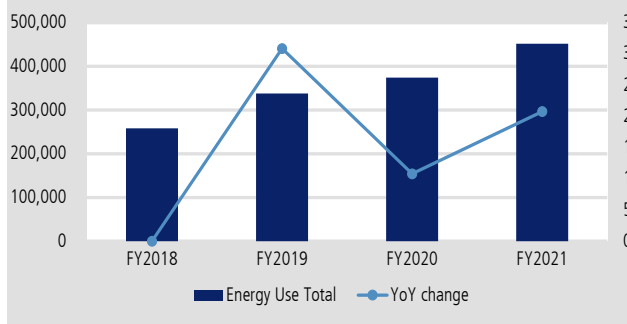
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 15：能源消耗**

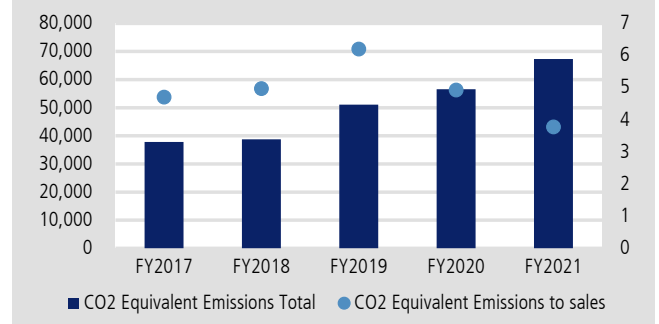
能源消耗，十億焦耳(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 16：碳排放量**

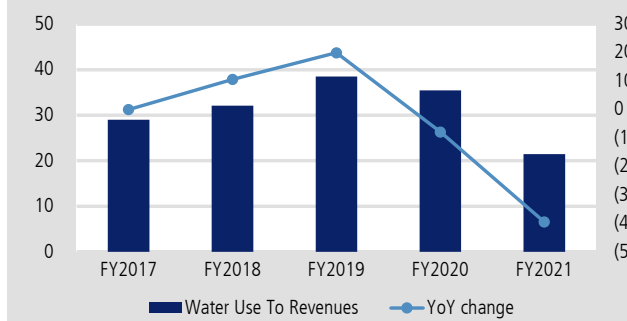
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)；單位營收排碳量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 17：耗水量**

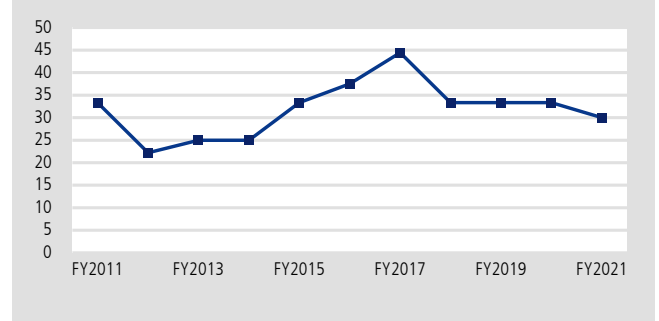
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 18：獨立董事**

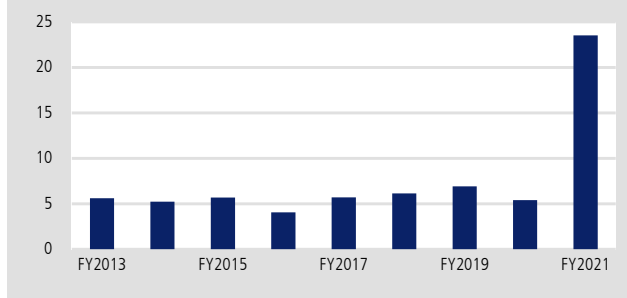
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 19：員工訓練**

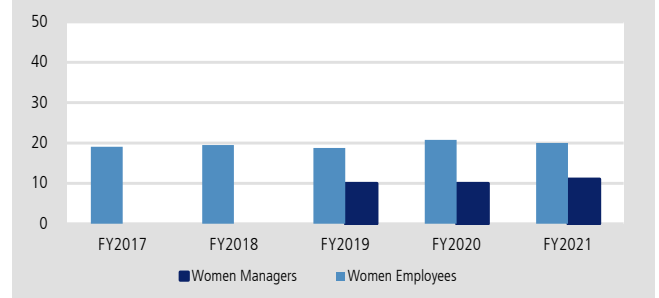
人均年訓練時數，小時/每人



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 20：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

## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 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) - 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	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 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 - 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	聯發科對其辦公大樓與內部管理流程進行了碳足跡驗證。
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 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)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 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)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 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 - 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	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 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 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 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 - 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	
環保支出	環保支出總金額 - 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	
員工流動率	員工流動率 - 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 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	公司已揭露 2019-20 年留任率，且人力資源部推出薪酬更優渥之創新計劃以留住人才。
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 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 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 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) - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，公司資料，凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	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	95,652	98,135	110,098	129,562	120,831	125,422	131,449	135,425	548,796	433,446	513,127
營業成本	(49,739)	(51,489)	(57,905)	(68,804)	(64,412)	(66,796)	(69,822)	(71,950)	(277,892)	(227,937)	(272,979)
營業毛利	45,912	46,646	52,192	60,758	56,419	58,626	61,627	63,476	270,904	205,509	240,147
營業費用	(31,543)	(31,896)	(34,248)	(37,962)	(35,826)	(35,118)	(36,477)	(37,716)	(144,116)	(135,648)	(145,137)
營業利益	14,369	14,751	17,944	22,797	20,593	23,508	25,150	25,760	126,788	69,860	95,010
折舊	(2,794)	(2,428)	(2,889)	(2,969)	(3,162)	(3,162)	(3,162)	(3,162)	(9,282)	(11,080)	(12,647)
攤提	(1,522)	(1,791)	(1,924)	(2,142)	(2,103)	(2,103)	(2,103)	(2,103)	(5,697)	(7,379)	(8,412)
EBITDA	18,685	18,970	22,757	27,907	25,857	28,773	30,414	31,025	141,768	88,319	116,069
利息收入	1,391	1,885	1,664	876	743	1,197	1,416	290	3,218	5,816	3,646
投資利益淨額	3,116	1,165	1,124	500	500	600	600	600	3,281	5,905	2,300
其他營業外收入	443	1,157	762	1,000	600	650	700	800	3,438	3,362	2,750
總營業外收入	4,950	4,208	3,549	2,376	1,843	2,447	2,716	1,690	9,937	15,083	8,696
利息費用	(36)	(38)	(253)	(38)	(38)	(38)	(38)	(38)	(371)	(366)	(153)
投資損失	(108)	108	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(70)	(658)	(248)	-	-	-	-	-	(794)	(976)	-
總營業外費用	(215)	(588)	(501)	(38)	(38)	(38)	(38)	(38)	(1,165)	(1,342)	(153)
稅前純益	19,104	18,370	20,993	25,134	22,398	25,916	27,827	27,411	135,561	83,601	103,553
所得稅費用[利益]	(2,213)	(2,351)	(2,424)	(2,765)	(2,688)	(3,110)	(3,339)	(3,015)	(16,936)	(9,754)	(12,152)
少數股東損益	(17)	(54)	(91)	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)	(484)	(312)	(600)
非常項目稅後純益	16,874	15,965	18,478	22,219	19,560	22,656	24,338	24,246	118,141	73,535	90,801
非常項目	(0)	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	16,874	15,965	18,478	22,219	19,560	22,656	24,338	24,246	118,141	73,535	90,801
每股盈餘 (NT\$)	10.64	10.07	11.64	14.00	12.32	14.27	15.33	15.27	74.59	46.34	57.19
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	48.0	47.5	47.4	46.9	46.7	46.7	46.9	46.9	49.4	47.4	46.8
營業利益率	15.0	15.0	16.3	17.6	17.0	18.7	19.1	19.0	23.1	16.1	18.5
EBITDA Margin	19.5	19.3	20.7	21.5	21.4	22.9	23.1	22.9	25.8	20.4	22.6
稅前純益率	20.0	18.7	19.1	19.4	18.5	20.7	21.2	20.2	24.7	19.3	20.2
稅後純益率	17.6	16.3	16.8	17.1	16.2	18.1	18.5	17.9	21.5	17.0	17.7
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(11.6)	2.6	12.2	17.7	(6.7)	3.8	4.8	3.0			
營業毛利	(12.1)	1.6	11.9	16.4	(7.1)	3.9	5.1	3.0			
營業收益增長	(20.6)	2.7	21.7	27.0	(9.7)	14.2	7.0	2.4			
EBITDA	(16.3)	1.5	20.0	22.6	(7.3)	11.3	5.7	2.0			
稅前純益	(9.3)	(3.8)	14.3	19.7	(10.9)	15.7	7.4	(1.5)			
稅後純益	(8.7)	(5.4)	15.7	20.2	(12.0)	15.8	7.4	(0.4)			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	(33.0)	(37.0)	(22.6)	19.7	26.3	27.8	19.4	4.5	11.2	(21.0)	18.4
營業毛利	(36.0)	(39.2)	(25.5)	16.3	22.9	25.7	18.1	4.5	17.0	(24.1)	16.9
營業收益	(60.6)	(62.4)	(45.7)	26.0	43.3	59.4	40.2	13.0	17.4	(44.9)	36.0
EBITDA	(52.9)	(55.6)	(38.5)	25.0	38.4	51.7	33.6	11.2	19.5	(37.7)	31.4
稅前純益	(49.7)	(55.1)	(41.0)	19.4	17.2	41.1	32.6	9.1	6.9	(38.3)	23.9
稅後純益	(49.3)	(54.9)	(40.3)	20.2	15.9	41.9	31.7	9.1	6.0	(37.8)	23.5

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>533,906</b>	<b>660,877</b>	<b>608,399</b>	<b>661,223</b>	<b>673,246</b>
<b>流動資產</b>	<b>291,862</b>	<b>346,865</b>	<b>297,654</b>	<b>305,330</b>	<b>318,236</b>
現金及短期投資	210,113	204,764	164,810	130,725	135,699
存貨	37,677	73,271	70,703	63,440	66,340
應收帳款及票據	33,133	58,660	40,842	72,608	75,894
其他流動資產	10,939	10,171	21,298	38,557	40,302
<b>非流動資產</b>	<b>242,044</b>	<b>314,012</b>	<b>310,746</b>	<b>355,893</b>	<b>355,010</b>
長期投資	116,767	129,729	125,575	157,707	159,707
固定資產	38,971	49,111	53,862	51,297	47,611
什項資產	86,306	135,172	131,309	146,889	147,692
<b>負債總額</b>	<b>158,822</b>	<b>227,229</b>	<b>165,341</b>	<b>243,883</b>	<b>249,989</b>
<b>流動負債</b>	<b>143,798</b>	<b>211,106</b>	<b>141,570</b>	<b>212,286</b>	<b>217,553</b>
應付帳款及票據	34,470	43,504	21,518	36,594	38,267
短期借款	24,964	54,961	6,569	38,441	38,441
什項負債	84,364	112,641	113,484	137,252	140,846
<b>長期負債</b>	<b>15,023</b>	<b>16,123</b>	<b>23,771</b>	<b>31,597</b>	<b>32,436</b>
長期借款	3,620	1,684	863	5,117	5,117
其他負債及準備	11,404	14,439	22,907	26,480	27,319
<b>股東權益總額</b>	<b>375,084</b>	<b>433,648</b>	<b>443,058</b>	<b>417,340</b>	<b>423,257</b>
普通股本	15,903	15,989	15,994	15,997	15,997
保留盈餘	173,052	252,433	286,689	231,414	236,731
少數股東權益	3,251	1,633	2,949	2,858	3,458
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 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	30.8%	53.2%	11.2%	(21.0%)	18.4%
營業收益增長	91.5%	150.0%	17.4%	(44.9%)	36.0%
EBITDA	71.6%	123.4%	19.5%	(37.7%)	31.4%
稅後純益	77.6%	172.3%	6.0%	(37.8%)	23.5%
每股盈餘成長率	77.0%	171.3%	5.7%	(37.9%)	23.4%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	43.9%	46.9%	49.4%	47.4%	46.8%
營業利益率	13.4%	21.9%	23.1%	16.1%	18.5%
EBITDA Margin	16.5%	24.0%	25.8%	20.4%	22.6%
稅後純益率	12.7%	22.6%	21.5%	17.0%	17.7%
平均資產報酬率	8.2%	18.7%	18.6%	11.6%	13.6%
股東權益報酬率	12.0%	27.7%	27.1%	17.2%	21.8%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	7.6%	13.1%	1.7%	10.4%	10.3%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	81.0	659.6	366.5	229.4	676.1
利息及短期債保障倍數 (x)	0.6	0.7	1.0	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	133.7	244.5	389.8	220.4	711.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	3.1	0.9	20.8	2.1	2.8
流動比率 (x)	2.0	1.6	2.1	1.4	1.5
速動比率 (x)	1.8	1.3	1.6	1.1	1.2
淨負債 (NT\$百萬)	(167,996)	(127,060)	(140,070)	(72,298)	(79,273)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	26.01	70.56	74.59	46.34	57.19
每股現金盈餘 (NT\$)	50.57	29.82	91.29	50.83	68.71
每股淨值 (NT\$)	233.82	270.20	275.16	259.10	262.43
調整後每股淨值 (NT\$)	236.34	273.59	277.88	261.22	264.43
每股營收 (NT\$)	204.75	312.47	346.51	273.17	323.22
EBITDA/Share (NT\$)	33.76	75.15	89.51	55.66	73.11
每股現金股利 (NT\$)	37.00	73.00	76.00	53.44	62.20
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.65	0.83	0.86	0.68	0.77
應收帳款周轉天數	37.6	43.4	27.2	61.1	54.1
存貨周轉天數	76.4	102.1	92.9	101.6	88.9
應付帳款周轉天數	69.9	60.7	28.3	58.6	51.3
現金轉換周轉天數	44.1	84.9	91.8	104.1	91.8

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>322,146</b>	<b>493,415</b>	<b>548,796</b>	<b>433,446</b>	<b>513,127</b>
營業成本	(180,610)	(261,810)	(277,892)	(227,937)	(272,979)
<b>營業毛利</b>	<b>141,536</b>	<b>231,605</b>	<b>270,904</b>	<b>205,509</b>	<b>240,147</b>
營業費用	(98,316)	(123,564)	(144,116)	(135,648)	(145,137)
<b>營業利益</b>	<b>43,219</b>	<b>108,040</b>	<b>126,788</b>	<b>69,860</b>	<b>95,010</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>4,958</b>	<b>19,013</b>	<b>9,937</b>	<b>15,083</b>	<b>8,696</b>
利息收入	2,482	1,651	3,218	5,816	3,646
投資利益淨額	1,773	6,760	3,281	5,905	2,300
其他營業外收入	703	10,602	3,438	3,362	2,750
<b>總營業外費用</b>	<b>(595)</b>	<b>(202)</b>	<b>(1,165)</b>	<b>(1,342)</b>	<b>(153)</b>
利息費用	(595)	(193)	(371)	(366)	(153)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	-	(9)	(794)	(976)	-
<b>稅前純益</b>	<b>47,583</b>	<b>126,852</b>	<b>135,561</b>	<b>83,601</b>	<b>103,553</b>
所得稅費用[利益]	(6,144)	(14,980)	(16,936)	(9,754)	(12,152)
少數股東損益	(522)	(451)	(484)	(312)	(600)
非常項目	-	0	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>40,917</b>	<b>111,421</b>	<b>118,141</b>	<b>73,535</b>	<b>90,801</b>
<b>EBITDA</b>	<b>53,120</b>	<b>118,661</b>	<b>141,768</b>	<b>88,319</b>	<b>116,069</b>
每股盈餘 (NT\$)	26.01	70.56	74.59	46.34	57.19

## 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>79,558</b>	<b>47,095</b>	<b>144,583</b>	<b>80,654</b>	<b>109,084</b>
本期純益	40,917	111,421	118,141	73,535	90,801
折舊及攤提	9,901	10,621	14,980	18,459	21,059
本期運用資金變動	(4,201)	(52,087)	(1,601)	(9,427)	(4,514)
其他營業資產及負債變動	32,941	(22,860)	13,063	(1,913)	1,739
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(6,769)</b>	<b>(28,924)</b>	<b>(37,535)</b>	<b>(25,470)</b>	<b>(16,626)</b>
投資用短期投資出售[新購]	13,618	307	(4,156)	18,493	2,000
本期長期投資變動	(10,551)	(3,596)	(15,626)	(27,259)	(2,000)
資本支出淨額	(5,000)	(16,985)	(13,622)	(7,861)	(8,960)
其他資產變動	(4,836)	(8,650)	(4,130)	(8,843)	(7,666)
<b>自由現金流</b>	<b>33,006</b>	<b>31,752</b>	<b>105,008</b>	<b>55,502</b>	<b>83,033</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(49,221)</b>	<b>(27,951)</b>	<b>(156,280)</b>	<b>(93,686)</b>	<b>(85,484)</b>
短期借款變動	(35,784)	29,796	(47,567)	29,094	-
長期借款變動	4,847	(1,736)	(1,645)	7,031	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(16,589)	(58,585)	(116,141)	(120,981)	(85,484)
其他融資現金流	(1,642)	2,573	9,073	(8,830)	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(4,533)</b>	<b>(3,094)</b>	<b>13,030</b>	<b>6,855</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>19,035</b>	<b>(12,875)</b>	<b>(36,202)</b>	<b>(31,646)</b>	<b>6,974</b>
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

## 投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	43.9%	46.9%	49.4%	47.4%	46.8%
- 銷管費用/營業收入	30.5%	25.0%	26.3%	31.3%	28.3%
<b>= 營業利益率</b>	<b>13.4%</b>	<b>21.9%</b>	<b>23.1%</b>	<b>16.1%</b>	<b>18.5%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
<b>= 資本周轉率</b>	<b>3.7</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.6</b>
營業利益率	13.4%	21.9%	23.1%	16.1%	18.5%
x 資本周轉率	3.7	2.9	3.0	2.2	2.6
x (1 - 有效現金稅率)	87.1%	88.2%	87.5%	88.3%	88.3%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>42.7%</b>	<b>56.0%</b>	<b>60.6%</b>	<b>31.0%</b>	<b>42.2%</b>

資料來源：公司資料，凱基預估

## 聯發科 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-10-27	增加持股	956	801
2023-10-13	增加持股	956	842
2023-07-28	增加持股	805	658
2023-04-28	持有	658	665
2023-04-17	持有	625	709
2023-02-03	持有	636	751
2023-01-31	持有	636	718
2022-11-18	持有	690	722
2022-10-28	持有	505	565
2022-10-19	持有	545	577

資料來源：TEJ，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	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
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		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
泰國	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
新加坡		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
印尼		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	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。
未評等 (R)	

\*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，過後若有變更時，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。