

聯電 (2303 TT) UMC

短期逆風無礙長期毛利率穩健趨勢

評等：買進

目標價 (12 個月)：NT\$57.0

收盤價 (2024/01/31)：NT\$49.0

隱含漲幅：16.3%

交易資料表

市值	NT\$613,960百萬元
外資持股比率	32.5%
董監持股比率	6.2%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$30.87

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	278,705	222,533	243,244	288,154
EPS (元)	7.09	4.83	4.45	5.32
EPS YoY (%)	55.4	-31.9	-7.8	19.6
本益比 (倍)	6.9	10.2	11.0	9.2
股價淨值比 (倍)	1.8	1.7	1.6	1.5
ROE (%)	28.6	10.7	9.4	10.6
現金殖利率 (%)	7.4%	5.0%	4.6%	5.5%

張智彥

Jorge.Chang@Yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

事件

聯電 4Q23 營收季減 3.7%，主因進入傳統淡季。在 UTR 下滑以及成熟製程面臨價格侵蝕下，毛利率季減 3.5 個百分點至 32.4%，營業利益率 22.6%，季減 4.2 個百分點。4Q23 EPS 1.06 元，季減 17.7%，營收及毛利率大致符合市場預期，然 EPS 高於本中心及市場預估 10.5%及 9.6%。

管理層預期 1Q24 出貨量將季增 2-3%，ASP 季減 5%，毛利率約為 30%，UTR 則維持低 60%，22/28nm 稼動率仍維持穩定，大致符合預期。其中 ASP 下滑主因一次性價格調整與低單價產品組合比重提升，本中心認為主要係因 1Q24 價格折讓以吸引客戶增加投片，增加聯電之 UTR。本中心原先預估 1Q24 營收將季減 6.4%，毛利率將季減 1.7 個百分點至 30.1%，EPS 受費用率持續提高進一步拖累，季減 12.8%至 0.84 元。而 1Q24 財測營收優於本中心預估 4%，毛利率則符合本中心預期，然與市場共識相比，營收優於市場共識 2.4%，毛利率低於市場共識 0.7 個百分點。

評論

與 Intel 之合作將增加長期成長動能

公司稱 12nm 之產線技術將於 2025 年完成 PDK，2026 年將進入試產，2027 年將正式量產。主要與 Intel 合作之關鍵因素為支持現有及未來客戶可以持續進行製程升級至 FinFET 製程。公司預期 12nm 將為數十億美元之市場，同時此合作案已考慮過整體 ROE 及 ROI，額外之資本支出因使用既有產能或設備更新，新購置之設備將相對較少，因此資本支出金額相對不大。公司認為對聯電、Intel 及客戶都將會是利多。本中心預期此合作案將會協助聯電支持其重要客戶如 ISP/CIS、Wi-Fi SoC 或 MCU 持續升級製程，並擴大其製程服務範圍，可增加聯電長期 TAM。

2026 年折舊費用將觸頂

聯電展望 2024 年資本支出將達 33 億美元，且折舊費用將年增 20%，接近 2021 年之水準 406 億元，管理層預期 2026 年折舊費用將達頂峰。本中心認為折舊費用上升將使聯電短期毛利率承壓，同時目前 2024 年市場共識及本中心預估毛利率 32.8%將存下有修空間。展望長期，折舊年增率將於 2025 年隨著資本支出下降開始下滑，本中心認為折舊費用壓力將會逐步緩解。聯電仍展望長期毛利率將落於 2022 及 2023 年之中緣(約 40%)。

2024 年聯電營收成長將大致等於晶圓產業成長

聯電預估 2024 年半導體產業(除記憶體)將年增高個位數，晶圓代工產業將年增高個位數至 10%，聯電雖然 TAM 將年持平，然成長將會與產業大致相當。2024 年營收本中心預估將年增 9%至 2,432 億元。

消費性需求已觸底，然工控及車用仍持續進行庫存調整

公司稱 1Q24 通訊及消費性需求穩定，營收將呈現季持平。而車用及工控需求因客戶進行庫存調整，因此營收將會季減。雖然目前能見度仍偏低，聯電對 2024 年需求審慎樂觀，因目前行動裝置及運算應用之客戶庫存皆已在正常水準，只是目前客戶備貨策略仍較為保守，因此拉貨力道較不明顯。此評論呼應我們於 2024 年半導體產業展望報告[「關注需求延續性較佳之龍頭業者」](#)所提及，1H24 對成熟製程之產品需求仍較為平淡，需等至 2H24 消費性產品旺季及總經環境復甦，才可看到較為明顯之 UTR 回升。

圖 1：2023 年第 4 季財報預覽與市場預估比較

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23F	季增率	年增率	4Q23F		差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	67,836	57,069	54,958	-3.7%	-19.0%	54,958	54,698	0.0%	0.5%
營業毛利	29,124	20,461	17,806	-13.0%	-38.9%	17,502	17,964	1.7%	-0.9%
營業利益	23,637	15,312	12,423	-18.9%	-47.4%	12,391	12,770	0.3%	-2.7%
稅前利益	24,526	18,648	14,650	-21.4%	-40.3%	13,996	13,482	4.7%	8.7%
稅後淨利	19,068	15,971	13,195	-17.4%	-30.8%	11,897	12,032	10.9%	9.7%
調整後 EPS (元)	1.55	1.29	1.06	-17.7%	-31.4%	0.96	0.97	10.5%	9.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	42.9%	35.9%	32.4%	-3.5	-10.5	31.8%	32.8%	0.6	-0.4
營業利益率	34.8%	26.8%	22.6%	-4.2	-12.2	22.5%	23.3%	0.1	-0.7
稅後純益率	28.1%	28.0%	24.0%	-4.0	-4.1	21.6%	22.0%	2.4	2.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估

1Q24 財測大致符合市場預期，預期季節性效應及降價雜音持續

管理層預期 1Q24 出貨量將季增 2-3%，ASP 季減 5%，毛利率約為 30%，UTR 則維持低 60%，22/28nm 稼動率仍維持穩定，大致符合預期。其中 ASP 下滑主因一次性價格調整與低單價產品組合比重提升。本中心原先預估 1Q24 營收將季減 6.4%，毛利率將季減 1.7 個百分點至 30.1%，EPS 受費用率持續提高進一步拖累，季減 12.8%至 0.84 元。1Q24 營收與毛利率預估分別低於市場預期 1.6%與 0.6 個百分點。

圖 2：2024 年第 1 季公司財測與市場預估比較

	Guidance (Mid-point)	Consensus	Diff. (%)	Remarks
USD revenue QoQ (%)	-2.6	-4.54	1.9	Wafer shipments +2-3% QoQ ASP -5% QoQ in US dollars
Gross margin (%)	~30	31.85	-1.8 ppt	QoQ maintain at low 60% UTR Gross margin down low single digit to ~30%
2024 capex (US\$ bn)	3.3	2.96	11.4	95%/5% goes to 12"/8" fabs respectively

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 3：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	54,209	54,958	51,441	-6.4%	-5.1%	52,254	-1.6%
營業毛利	19,224	17,502	15,484	-11.5%	-19.5%	16,062	-3.6%
營業利益	14,481	12,391	10,545	-14.9%	-27.2%	11,130	-5.3%
稅前利益	19,128	13,996	12,199	-12.8%	-36.2%	12,141	0.5%
稅後淨利	16,183	11,897	10,370	-12.8%	-35.9%	10,811	-4.1%
調整後 EPS (元)	1.31	0.96	0.84	-12.8%	-36.0%	0.84	-0.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	35.5%	31.8%	30.1%	-1.7	-5.4	30.7%	-0.6
營業利益率	26.7%	22.5%	20.5%	-2.0	-6.2	21.3%	-0.8
稅後純益率	29.9%	21.6%	20.2%	-1.4	-9.7	20.7%	-0.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

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。

聯電 (2303 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	20210429	60.00	78.00	66.15	買進	林凱威
2	20220126	61.50	90.00	78.81	買進	林凱威
3	20220428	44.40	50.00	43.79	持有-超越同業	林凱威
4	20220728	39.45	42.00	39.16	持有-超越同業	林凱威
5	20230427	48.40	57.00	53.15	買進	張智彥
6	20230727	45.10	55.00	55.00	買進	張智彥
7	20231026	49.10	57.00	57.00	買進	張智彥
8	20240125	50.60	57.00	57.00	買進	張智彥
9	20240126	52.30	57.00	57.00	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 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓