

研究員：陳俐妍 [ly.c@capital.com.tw](mailto:ly.c@capital.com.tw)

前日收盤價	50.20 元
目標價	
3 個月	56.00 元
12 個月	56.00 元

## 聯電 (2303 TT)

### Trading Buy

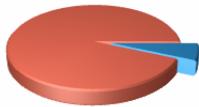
#### 近期報告日期、評等及前日股價

02/01/2024	Neutral	49.00
12/27/2023	已到目標價	
10/26/2023	Trading Buy	49.05
07/27/2023	Trading Buy	45.10
04/27/2023	Trading Buy	48.40

#### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	125,290
市值(億元)	6,290
目前每股淨值(元)	30.16
外資持股比(%)	29.50
投信持股比(%)	10.60
董監持股比(%)	6.20
融資餘額(張)	54,551
現金股息配發率(%)	60.85

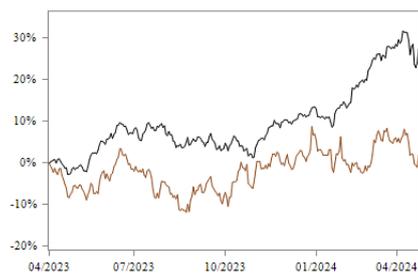
#### 產品組合



- 晶圓: 93.59%
- 其他: 6.41%

#### 股價相對大盤走勢

— 2303 — TWSE



**2024年成長保守，惟具高殖利率，建議 Trading Buy，目標價 56 元。**

**投資建議：**聯電和 Intel 合作開發 12nm FinFET 製程平台，在 2026 年進入試產，2027 年正式投產，在準備階段並無收授權金。聯電對 2024 年持審慎樂觀態度，整體經濟環境的不確定性，訂單能見度相對有限，預估 2024 年半導體產值 YoY+4~6%，晶圓代工產值上修至 YoY+11~13%，成熟製程則 YoY+0%。預估聯電 2024 年稅後 EPS 4.35 元。聯電董事會通過 2023 年盈餘分配案，每股擬配發 3 元現金股利，配發率 61%，以 04/24/2024 股價 50.2 元推算，現金殖利率 5.98%。雖終端庫存調整接近尾聲，但客戶下單謹慎，且聯電成熟製程持續面臨中國的競爭，不過公司具有高殖利率，因此投資建議為 Trading Buy，目標價 56 元。

**1Q24 稅後 EPS 0.83 元：**聯電 1Q24 營收 546.32 億元，QoQ-0.59%，YoY+0.77%，略優於預期。聯電 1Q24 整體出貨量約當 12 吋晶圓 81.0 萬片，QoQ+4.52%。產能利用率下滑至 65%，1Q24 ASP QoQ-4~-5%，主要是來自年度價格調整。1Q24 毛利率下滑 1.47 個百分點至 30.93%。業外認列 10.56 億元收益(4Q23 為 22.27 億元)，投資認列 3.24 億虧損(4Q23 為 17.50 億元投資收益，大都為手中持有的有價證券評價，並未處份，後續視股市場波動)，聯電 1Q24 稅後 EPS 0.83 元。

**預估 2Q24 稅後 EPS 0.95 元：**消費性電子與手機需求回溫，相關產品包括 OLED Driver IC，ISP、Wi-Fi SOC 等，電腦、消費和通信領域的庫存狀況改善到更健康的水準，不過客戶下單仍謹慎，因此預計聯電晶圓出貨量將緩慢回溫。至於汽車和工業領域，由於庫存消化速度較預期慢，需求仍然低迷。整體而言，尚未見強勁復甦力道，不過晶圓需求可望逐步回溫，預估 2Q24 聯電晶圓出貨量 QoQ+1~3%，產能利用率 64~66%。整體產品 ASP in USD QoQ+0%，預估 2Q24 整體毛利率將和 1Q24 相近，約 30% 左右。預估聯電 2Q24 稅後 EPS 0.95 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	222,533	242,284	266,262	54,209	56,296	57,069	54,958	54,632	56,816	65,418	65,418	61,524
營業毛利淨額	77,744	80,229	91,931	19,224	20,252	20,461	17,806	16,899	17,566	22,882	22,882	19,979
營業利益	57,891	56,777	67,191	14,481	15,675	15,312	12,423	11,665	11,797	16,658	16,658	14,062
稅後純益	60,990	54,553	64,765	16,183	15,641	15,971	13,195	10,456	11,956	16,037	16,104	13,648
稅後 EPS(元)	4.87	4.35	5.17	1.29	1.25	1.27	1.05	0.83	0.95	1.28	1.29	1.09
毛利率(%)	34.94%	33.11%	34.53%	35.46%	35.97%	35.85%	32.40%	30.93%	30.92%	34.98%	34.98%	32.47%
營業利率(%)	26.01%	23.43%	25.23%	26.71%	27.84%	26.83%	22.61%	21.35%	20.76%	25.46%	25.46%	22.86%
稅後純益率(%)	27.41%	22.52%	24.32%	29.85%	27.78%	27.99%	24.01%	19.14%	21.04%	24.52%	24.62%	22.18%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-20.15%	8.88%	9.90%	-20.09%	3.85%	1.37%	-3.70%	-0.59%	4.00%	15.14%	0.00%	-5.95%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-30.06%	-10.55%	18.72%	-15.13%	-3.35%	2.11%	-17.38%	-20.76%	14.34%	34.14%	0.42%	-15.25%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 1,252.90 億元計算。

2024年4月25日

## 聯電 ESG：

聯電 2010 年向社會大眾公開「氣候變遷政策」，作為公司最高指導原則，並同時訂定「低碳承諾」作為減碳計畫推展之指引。「氣候變遷政策」以『碳中和』為目標進行碳管理，成為全方位低碳解決方案提供者，以企業力量促進低碳經濟之發展-「低碳承諾」，生產製程全面導入低碳設計，能源使用效率最佳化，新/擴建廠優先裝設含氟溫室氣體高效率防制設備 新/擴建廠全面導入綠建築標準，建立客戶及供應鏈之『碳夥伴』關係，所有廠區完成產品碳足跡盤查。佈局綠能產業推動作法：聯電透過獎勵、競賽與企業關鍵績效指標(KPI)之設定，激勵員工同仁與相關各級組織單位。並透過每年持續監督審查各推動計畫與方案之成效，以實踐低碳永續，降低營運與產品的環境衝擊。

聯電為極響應《巴黎氣候協定》之目標，1H21 領先全球半導體晶圓專工業者，承諾將於 2050 年達成淨零排放(Net Zero Emissions)，並逐步落實「淨零行動」，現況已分別擬定短中長期溫室氣體目標如下：UMC Green 2025 目標：包含含氟溫室氣體單位排放量較 2010 年減量 65%、單位產品用電量較 2015 年減量 15%、單位產品用水量較 2015 年減量 15%及單位產品廢棄物產出量較 2015 年減量 25%。2030 年 SBT(Science-Based Targets)科學基礎減碳目標：直接排放(範疇 1)與電力間接排放(範疇 2)，於 2030 年較 2020 年減量 25%，同時在價值鏈(範疇 3)的排放較 2020 年減少 12.3%。2050 年 RE100 再生能源目標：2050 年達成 100%採用再生能源，並於 2025 年及 2030 年分別達成 15%及 30%的階段性目標。

## 聯電 1Q24 營收 546.32 億元，QoQ-3.77%，稅後淨利 104.56 億元，QoQ-20.76%，稅後 EPS 0.83 元：

全球經濟環境復甦情況並未如預期，供應鏈庫存持續調整，晶圓需求前景尚不明確，客戶維持謹的庫存管理。聯電 1Q24 營收 546.32 億元，QoQ-0.59%，YoY+0.77%，略優於預期。聯電 1Q24 整體出貨量約當 12 吋晶圓 81.0 萬片，較 4Q23 的 77.5 萬片增加，QoQ+4.52%。1Q24 產能利用率從 4Q23 的 66%下滑至 65%，1Q24 ASP QoQ-4~-5%，主要是來自年度價格調整。

以應用端來看，通訊相關產品佔聯電營收增加至 48%，電腦相關產品維持 13%，消費性電子也維持 23%，記憶體及其他佔營收比重減少至 16%，主要來自電源管理 IC、RFSOI 和 AI 伺服器 interposer 需求。各製程產品營收方面，40nm 和更先進的製程佔營收比重較 4Q23 的 50%下滑，為 47%，其中 28/22nm 佔營收比重為 33%。

毛利率方面，1Q24 產能利用率下滑，和 ASP QoQ-4~-5%，1Q24 製造成本為 377.33 億元，QoQ+1.6%，折舊費用則增加 QoQ+3.7%至 93.35 億元，使 1Q24 毛利率下滑 1.47 個百分點至 30.93%。營業費用從 4Q23 的 66.35 億元下滑至 57.47 億元，因為聯電有中國政府的補助款。業外認列 10.56 億元收益(4Q23 為 22.27 億元)，主要是來自利息收益 6.76 億元，匯兌收益 6.97 億元。另投資認列 3.24 億虧損(4Q23 則為 17.50 億元投資收益，大都為手中持有的有價證券評價，並未處份，後續視股市場波動)，聯電 1Q24 稅後淨利 104.56 億元，QoQ-20.76%，稅後 EPS 0.83 元。

2024年4月25日

## 聯電 2024 年資本支出 33 億美元，YoY+10.0%：

聯電 2023 年資本支出約 30 億美元、YoY+11.11%。因應客戶長期需求，在台南 12A 與新加坡廠 12i 進行的產能佈建仍持續進行，預估 2024 年資本支出 33 億美元，YoY+10%，其中 95%用於 12 吋產能、5%用於 8 吋產能。而新加坡 12i P3 廠約佔 2024 年 60%資本支出，主要是用於廠房設備。

聯電與多家客戶共同擴充在台南科學園區 Fab 12A P6 廠區產能，客戶以議定價格預先支付訂金方式，確保取得 P6 未來產能的長期保障，就是產能負載保護機制，將確保 P6 的產能利用率維持在健康的水準，且客戶也能有穩定的供應，目前與客戶的 P6 長約尚未有任何改變，LTA 覆蓋率為 25~30%，視市場變化而彈性調整。聯電在 28nm OLED Driver IC 等多個領域中所佔有的領先地位。P6 廠區配備 28nm 生產機台，未來可延伸至 14nm 的生產，能直接配合客戶未來製程進展的升級需求。P6 廠區 2Q23 底已陸續投產，4Q23 產能為 12K/月，P6 擴建計畫裝機完成後，09/2024 Fab 12A 增加產能至 31.5K 片/月。

先進封裝方面，聯電目前用於 2.5D/3D 的矽中介層 Si Interposer 月產能約 3kwpm，1Q24 將開始有新產能陸續開出達到 6kwpm。之後公司還沒有計劃繼續增加產能，還得視市場需求。除 2.5D 封裝用 Interposer，也提供 WoW Hybrid bonding (混和鍵和)技術，第一個案子來自採用 RFSOI 製程的既有客戶，正積極擴充相關產能，預計 2024 年量產。

聯電 1Q24 產能為約當 12 吋晶圓 121.2 萬片，QoQ+0.67%，預估 2Q24 產能將為 125.7 萬片，QoQ+3.71%，產能增加來自 Fab 12A P6。聯電 2023 年產能 YoY+4.9%，主要來自 Fab 12A P6 廠區。預估 2024 年產能約 YoY+4%，增加仍來自 Fab 12A P6 廠區。新加坡廠則延後到 2H26 才能量產。

折舊費用的部份，由於聯電前幾年資本支出穩定，2022 年折舊費用 YoY-5%，呈現逐季向下，2023 年折舊費用 YoY-8.35%，404.84 億元，為近幾年低點。2024 年因為 P6 廠量產增加和擴新加坡廠，因此折舊費用將較 2023 年增加約 YoY+15~20%。

## 分散風險，聯電增加海外擴產計劃，和 Intel 共同宣佈在美國合作開發 12nm 製程平台：

疫情和地緣政治問題引發半導體斷鏈，及各國保護主義興起和獎勵措施增加，聯電也積極擴增海外生產基地的產能，以支援客戶的長期成長。聯電將在新加坡 Fab12i 廠區擴建一座新的先進晶圓廠計畫，總投資金額為 50 億美元。新廠 Fab12i P3 第一期的月產能規劃為 30K 片晶圓，提供 22/28nm 製程，原預計 cleanroom 在 1H24 完成，04/2025 開始量產，但考量市場情況和客戶訂單，預計將延至 01/2026 試產，2H26 進入量產。新廠擴增的產能也簽訂長期的供貨合約，以確保之後對客戶產能的供應。聯電 Fab12i P3 將是新加坡最先進的半導體晶圓代工廠之一，也是聯電的先進特殊製程研發中心。新廠生產為特殊製程技術，如嵌入式高壓解決方案、嵌入式非揮發性記憶體、RFSOI 及混合信號 CMOS 等，可應用在智慧型手機、智慧家庭設備和電動車等。此外，聯電宣布完成於中國廈門 12 吋廠聯芯的股權回購交易案，聯芯目前產品的製程技術是 28nm、40/55nm 製程技術。並在日本與 DENSO 公司合作，在 USJC 的 12 吋晶圓廠生產車用功率半導體(IGBT)。

01/25/2024 聯電和 Intel 共同宣佈，雙方將合作開發 12nm FinFET 製程平台，

2024 年 4 月 25 日

以因應行動、通訊基礎建設和網路等市場的快速成長，合作開發的 12nm 製程預計在 2027 年投入生產。由於合作的方式複雜且有簽訂保密協定，因此聯電無法具體透露太多。

新的製程將在 Intel 位於美國亞利桑那州 Ocotillo Technology Fabrication 的 12、22 和 32 廠進行開發和製造，透過運用晶圓廠的現有設備將可大幅降低前期投資，並最佳化利用率。雙方將致力滿足客戶需求，透過生態系合作夥伴提供的電子設計自動化(EDA)和智慧財產權(IP)解決方案，合作支援 12nm 製程的設計實現(design enablement)。預期 2025 年將完成 PDK(流程設計套件)，並在 2026 年進入試產，2027 年正式投產，在準備階段聯電並無收授權金，意即 2027 年前無任何實質貢獻。

目前正與客戶接觸，待 PDK 完成後就會確定客戶，產能規劃是根據客戶參與的情況而定，合約沒有和 Intel 約定一定產能，且在準備階段並無收授權金。對聯電而言，聯電原有客戶總會想要將製程演進至 14/12nm 或更先進，聯電若無法提供，等於將失去原有客戶的訂單。聯電與 Intel 聯合研發 12nm 製程，就不用投資大筆資金建新品圓廠，買設備開始，且可增加美國據點，吸引新客戶，未來如果有客戶表示想從現有製程轉進 12nm，聯電可以直接把訂單轉到美國亞利桑那州廠生產。

聯電和 Intel 沒有明確指出合作後的利益分配，以及中美企業的職場文化不同，且聯電和 Intel 的技術不同，28nm 以下，聯電是採先閘極(Gate-first)，而 Intel 則是用後閘極(Gate-last)。之後 2 家公司如何磨合與是否順利合作都有待觀察，且在 2027 年才開始投產，短期對聯電貢獻有限。

**晶圓出貨緩慢回溫，預估聯電 2Q24 營收 568.10 億元，QoQ+4.00%，稅後淨利 119.56 億元，QoQ+14.34%，稅後 EPS 0.95 元：**

消費性電子與手機需求回溫，相關產品包括 OLED Driver IC、ISP、Wi-Fi SOC 等，電腦、消費和通信領域的庫存狀況改善到更健康的水準，不過客戶下單仍謹慎，因此預計聯電晶圓出貨量將緩慢回溫。至於汽車和工業領域，由於庫存消化速度較預期慢，需求仍然低迷。整體而言，尚未見強勁復甦力道，不過晶圓需求可望逐步回溫，預估 2Q24 聯電產能利用率將和 1Q24 相近，聯電 2Q24 晶圓出貨量 QoQ+1~3%，產能利用率 64~66%。整體產品 ASP in USD 將較 1Q24 QoQ+0%，主要是因為產品組合不同，28nm 佔出貨量逐步增加，1Q24 已經年度一次性的價格調整，2Q24 則無此部份。

毛利率因 ASP QoQ+0%，產能利用率也和 1Q24 相近，其中 22/28nm 稼動率略為改善，40/65nm 持平，8 吋製程稼動率也持平。預估 2Q24 整體毛利率將和 1Q24 相近，約 30% 左右。預估聯電 2Q24 營收 568.10 億元，QoQ+4.00%，稅後淨利 119.56 億元，QoQ+14.34%，稅後 EPS 0.95 元。

聯電因持有有價證券部位大，業外每季認列損益變動也大，4Q23 投資認列為 17.50 億元，1Q24 則認列虧損 3.24 億元。此外聯電代子公司蘇州和艦公告表示，為集團進行策略規劃，處分全數聯暎半導體(山東)股權給予矽統旗下孫公司，總交易金額為人民幣 7,700 萬元，折合新台幣約 3.38 億元。矽統此次將透過開曼子公司 SiS Investments Limited 設立的中國孫公司，收購聯暎半導體的全數股權。聯電處分利益為人民幣 1,996 萬元，折合新台幣約 8,842 萬元，以聯電股本 121.25 億元來看，對聯電的獲利貢獻低於 EPS 0.01 元。

2024 年 4 月 25 日

**預估聯電 2024 年營收 2,422.84 億元，YoY+8.88%，稅後淨利 545.53 億元，YoY-10.55%，稅後 EPS 4.35 元：**

聯電認為 28/22nm 為 long-lasting node，會持續研發 28nm 和特殊製程技術，持續開發更多的客戶，在新客戶增加下，28nm 佔公司營收比重將會再增加。22nm 比重也增加中，以消費性和利基型產品為主。隨著 2024 年南科 Fab 12A P6 擴建產能開出後，將進一步提升 22/28nm 的營收貢獻。雖然大陸晶圓廠也開出許多 28/22nm 產能，但聯電 N28 OLED 驅動 IC 市占率達 70~80%，居於領先地位，現已推進至 N22，ISP 和 Wi-Fi 領域也是 N28 很重要的產品，未來將複製成功經驗到嵌入式微控制器、RFSOI 等領域，以特殊製程進行市場區隔，增加競爭力。

聯電成長動能將來自 5G、物聯網、AI 和 EV 等領域新應用，來自 PMIC、Transceiver/Switch、OLED Driver IC 出貨量增加，手機多鏡頭增加 Sensor 和 Controller 的需求等，都將推動聯電的業績成長。聯電也看到在特殊應用電子產品內矽含量的提升。聯電目前在台灣、中國、日本與新加坡皆有 12 吋晶圓廠，能分散生產製造風險。美國擴大對中國大陸半導體產業的管制對聯電營運衝擊有限，因為美國管制目標現在非聯電的主要市場，公司未來會持續關注美國管制變動，可是中國的補助在 2024 年會減少。

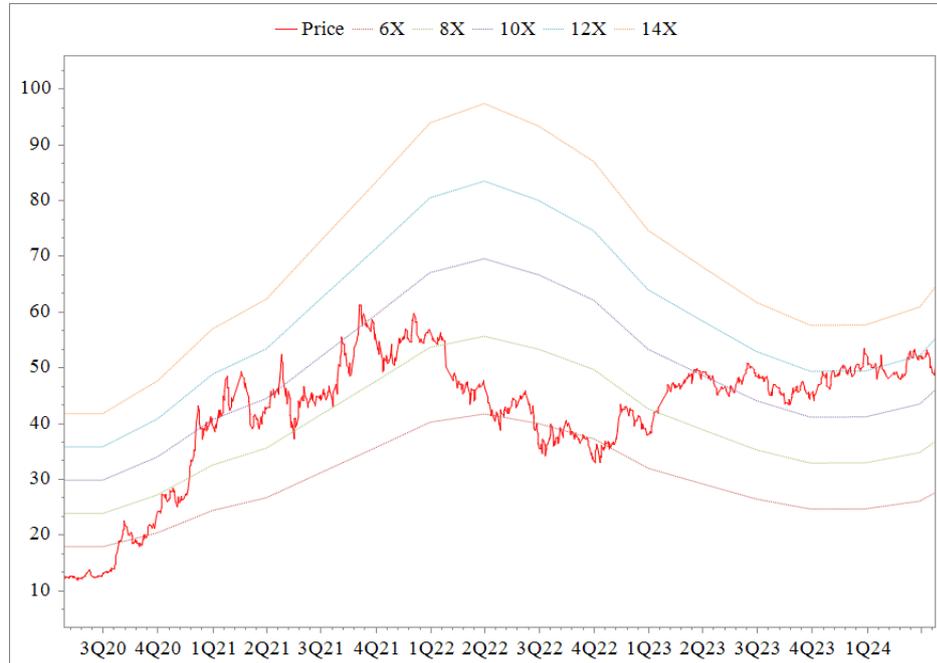
在先進封裝解決方案部份，隨著更高頻寬和更小尺寸的需求增加，聯電提供 2.5D、3D 的封測中矽中介板(Si interposer Wafer)服務，以及晶圓對晶圓 wafer-to-wafer/die-to-die 的連接的封裝技術，已開發好幾年，Hybrid bump 目前應用在 RF front end modules。同時，聯電的策略是與 OSAT 合作夥伴一起，建立一個開放的生態系統。聯電主要是提供 interposer，OSAT 則進行後端封裝。AI 需求增長帶動 interposer 需求往上，目前聯電產能為 3K/月，預期 1Q24 產能將增加至 6K/月，滿足新興人工智慧市場的需求，不過 interposer 服務佔營收比重很小。

聯電車用電子進入庫存調整期，但在汽車電子化和自動駕駛驅動下，預期車用 IC 含量將持續增加，車用產品將是聯電未來重要營收來源和成長主動能，預估 2024 年將佔公司營收比重為 14~16%，聯電將繼續與現有和潛在的車用晶片客戶尋求更多合作機會來維持聯電未來的成長動能。

此外，聯電將專注於跨邏輯和特殊製程平台差異化方案，如 eHV、RFSOI、BCD，以提升未來業務成長，並擴大集團的產業影響力，和全球客戶合作，應可度過週期性的波動。此外，目前 8 吋晶圓廠的產能利用率低，公司也有轉型計劃，研發第三代半導體中，但仍待時間發酵。聯電會持續支持長期合作夥伴，價格和出貨量會因市場變化而有彈性調整，不會讓客戶喪失競爭力及市場。公司對 2024 年持審慎樂觀態度，但由於整體經濟環境的不確定性、成本上升與通膨壓力等，訂單能見度相對有限，預估 2024 年半導體產值 YoY+ 4~6%，晶圓代工產值上調 YoY+11~13%，主要成長動能來自 AI 相關產品，聯電 2H24 營運將優於 1H24。預估聯電 2024 年營收 2,422.84 億元，YoY+8.88%，稅後淨利 545.53 億元，YoY-10.55%，稅後 EPS 4.35 元。

聯電董事會也通過 2023 年盈餘分配案，每股擬配發 3 元現金股利，配發率 61%，以 04/24/2024 股價 50.2 元推算，現金殖利率 5.98%。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024年4月25日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	464,427	533,052	559,187	579,301	615,311
流動資產	233,273	252,371	216,797	221,337	255,210
現金及約當現金	132,622	173,819	132,554	144,536	161,403
應收帳款與票據	35,190	36,975	29,586	37,837	36,389
存貨	23,011	31,070	35,713	34,645	34,114
採權益法之投資	41,692	35,086	45,407	60,363	65,988
不動產、廠房設備	129,942	170,982	239,123	220,681	210,027
<b>負債總計</b>	183,224	197,601	199,608	202,785	205,355
流動負債	105,454	108,565	99,015	103,328	93,871
應付帳款及票據	8,364	8,982	7,526	8,314	8,672
非流動負債	77,770	89,036	100,594	98,669	110,339
<b>權益總計</b>	281,203	335,451	359,579	376,516	409,956
普通股股本	124,832	125,047	125,298	125,298	125,290
保留盈餘	115,376	202,247	217,053	233,991	267,431
母公司業主權益	280,980	335,107	359,238	376,201	409,649
<b>負債及權益總計</b>	464,427	533,052	559,187	579,301	615,311

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	90,352	145,861	86,000	128,944	106,853
稅前純益	61,803	106,097	70,912	64,600	76,194
折舊及攤銷	47,075	44,170	40,484	52,589	57,123
營運資金變動	-7,874	-9,225	1,291	-6,396	2,337
其他營運現金	-10,652	4,819	-26,687	18,152	-28,801
<b>投資活動現金</b>	-62,163	-54,427	-97,787	-109,810	-131,098
資本支出淨額	-47,818	-79,458	-91,150	-91,474	-120,304
長期投資變動	-14,782	28,229	-4,678	723	-3,627
其他投資現金	437	-3,198	-1,958	-19,059	-7,167
<b>籌資活動現金</b>	12,490	-57,255	-29,086	-7,152	41,112
長借/公司債變動	27,792	-32,121	13,847	-1,924	11,669
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-19,871	-37,445	-45,015	-37,589	-31,325
其他籌資現金	4,569	12,312	2,082	32,362	60,767
<b>淨現金流量</b>	38,574	41,197	-41,265	11,982	16,867
<b>期初現金</b>	94,048	132,622	173,819	132,554	144,536
<b>期末現金</b>	132,622	173,819	132,554	144,536	161,403

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	213,011	278,705	222,533	242,284	266,262
營業成本	140,961	152,941	144,789	162,056	174,331
<b>營業毛利淨額</b>	72,050	125,764	77,744	80,229	91,931
營業費用	25,590	26,812	23,856	25,314	26,940
<b>營業利益</b>	51,686	104,292	57,891	56,777	67,191
<b>EBITDA</b>	110,170	150,030	108,017	145,189	156,194
業外收入及支出	9,541	-217	8,168	7,823	9,003
稅前純益	61,803	106,097	70,912	64,600	76,194
所得稅	6,691	18,079	9,472	10,073	11,429
稅後純益	55,780	87,198	60,990	54,553	64,765
稅後 EPS(元)	4.45	6.96	4.87	4.35	5.17
完全稀釋 EPS**	4.45	6.96	4.87	4.35	5.17

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 1,252.90【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 1,252.9048 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	20.47%	30.84%	-20.15%	8.88%	9.90%
營業毛利淨額	84.76%	74.55%	-38.18%	3.20%	14.59%
營業利益	134.86%	101.78%	-44.49%	-1.92%	18.34%
稅後純益	91.10%	56.32%	-30.06%	-10.55%	18.72%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	33.82%	45.12%	34.94%	33.11%	34.53%
EBITDA(%)	51.72%	53.83%	48.54%	59.93%	58.66%
營益率	24.26%	37.42%	26.01%	23.43%	25.23%
稅後純益率	26.19%	31.29%	27.41%	22.52%	24.32%
總資產報酬率	12.01%	16.36%	10.91%	9.42%	10.53%
股東權益報酬率	19.84%	25.99%	16.96%	14.49%	15.80%
<b>償債能力檢視</b>					
負債比率(%)	39.45%	37.07%	35.70%	35.01%	33.37%
負債/淨值比(%)	65.16%	58.91%	55.51%	53.86%	50.09%
流動比率(%)	221.21%	232.46%	218.95%	214.21%	271.87%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	58.99	64.53	84.18	79.23	71.98
應收帳款天數	53.52	47.26	54.59	50.79	50.88

2024年4月25日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	67,836	54,209	56,296	57,069	54,958	54,632	56,816	65,418	65,418	61,524	66,726	69,639
營業成本	38,712	34,985	36,044	36,608	37,152	37,733	39,250	42,536	42,536	41,545	43,641	44,820
營業毛利淨額	29,124	19,224	20,252	20,461	17,806	16,899	17,566	22,882	22,882	19,979	23,085	24,819
營業費用	6,798	5,781	5,718	5,722	6,635	5,748	6,218	6,674	6,674	6,468	6,743	6,898
營業利益	23,637	14,481	15,675	15,312	12,423	11,665	11,797	16,658	16,658	14,062	16,892	18,471
業外收入及支出	889	4,648	2,811	3,337	2,227	1,056	2,268	2,210	2,288	1,995	2,195	2,463
稅前純益	24,526	19,128	18,485	18,648	14,650	12,721	14,066	18,867	18,946	16,057	19,087	20,933
所得稅	5,406	2,744	2,589	2,683	1,457	2,291	2,110	2,830	2,842	2,409	2,863	3,140
稅後純益	19,068	16,183	15,641	15,971	13,195	10,456	11,956	16,037	16,104	13,648	16,224	17,793
最新股本	125,290	125,290	125,290	125,290	125,290	125,290	125,290	125,290	125,290	125,290	125,290	125,290
稅後EPS(元)	1.52	1.29	1.25	1.27	1.05	0.83	0.95	1.28	1.29	1.09	1.29	1.42
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	42.93%	35.46%	35.97%	35.85%	32.40%	30.93%	30.92%	34.98%	34.98%	32.47%	34.60%	35.64%
營業利益率(%)	34.84%	26.71%	27.84%	26.83%	22.61%	21.35%	20.76%	25.46%	25.46%	22.86%	25.31%	26.52%
稅後純益率(%)	28.11%	29.85%	27.78%	27.99%	24.01%	19.14%	21.04%	24.52%	24.62%	22.18%	24.31%	25.55%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	-10.02%	-20.09%	3.85%	1.37%	-3.70%	-0.59%	4.00%	15.14%	0.00%	-5.95%	8.46%	4.36%
營業利益	-21.62%	-38.74%	8.25%	-2.31%	-18.86%	-6.11%	1.14%	41.20%	0.00%	-15.58%	20.13%	9.35%
稅前純益	-24.17%	-22.01%	-3.36%	0.88%	-21.44%	-13.17%	10.57%	34.14%	0.42%	-15.25%	18.87%	9.68%
稅後純益	-29.37%	-15.13%	-3.35%	2.11%	-17.38%	-20.76%	14.34%	34.14%	0.42%	-15.25%	18.87%	9.68%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	14.78%	-14.53%	-21.87%	-24.30%	-18.98%	0.78%	0.92%	14.63%	19.03%	12.62%	17.44%	6.45%
營業利益	34.18%	-35.16%	-44.34%	-49.23%	-47.44%	-19.45%	-24.74%	8.79%	34.08%	20.55%	43.18%	10.89%
稅前純益	34.95%	-19.11%	-27.73%	-42.35%	-40.27%	-33.50%	-23.91%	1.17%	29.32%	26.22%	35.70%	10.95%
稅後純益	19.55%	-18.30%	-26.66%	-40.84%	-30.80%	-35.39%	-23.56%	0.42%	22.05%	30.53%	35.70%	10.95%

註1：稅後EPS以股本1,252.90億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。