

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價	48.15 元
目標價	
3 個月	53.00 元
12 個月	53.00 元

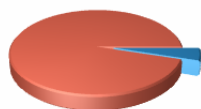
近期報告日期、評等及前日股價

08/01/2024	Buy	50.40
06/20/2024	Buy	56.80
04/25/2024	Trading Buy	50.20
02/01/2024	Neutral	49.00
12/27/2023	已到目標價	

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	125,285
市值(億元)	6,033
目前每股淨值(元)	29.39
外資持股比(%)	29.70
投信持股比(%)	18.28
董監持股比(%)	6.12
融資餘額(張)	42,891
現金股息配發率(%)	60.85

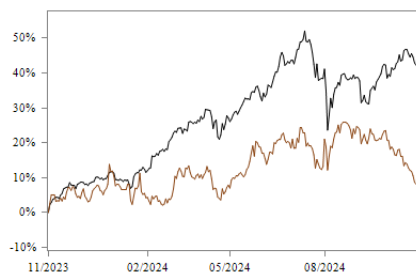
產品組合



■ 晶圓: 95.29%
■ 其他: 4.71%

股價相對大盤走勢

— 2303 — TWSE



聯電(2303 TT)

Trading Buy

成熟製程競爭高，惟殖利率佳，建議 Trading Buy，目標價 53 元。

投資建議：聯電預估 2025 年產業會有些復甦，產業庫存經過幾個季度調整後已回到正常，但車用需要更多時間，預計回到正常要到 2Q25。雖然目前客戶保守，但預估 2025 年晶圓出貨會增加。定價方面，即使市場供過於求，公司價格策略會保持彈性，和客戶共同提升市佔率，聯電著重在高階智慧型手機顯示器、智慧型手機射頻前端模組及產品組合優化。2025 年聯電預期定價情況將與 2024 年類似，1Q25 將有一次性的年度價格調整，預估聯電 2025 年稅後 EPS 4.08 元。成熟製程競爭激烈，客戶下單謹慎，恢復速度溫和，惟公司每年穩定現金股利，payout ratio 約 60%，現金殖利率佳，因此投資建議為 Trading Buy，目標價 53 元。

3Q24 稅後 EPS 1.16 元：3Q24 晶圓出貨量受惠 22/28nm 產品需求強勁，消費、通信和電腦領域的庫存水準更健康，因此通信和電腦需求帶動晶圓廠的利用率提高。特殊製程的營收來到歷史新高，佔營收的 53.1%。聯電 3Q24 營收 604.85 億元，QoQ+6.49%，符合預期。聯電 3Q24 整體出貨量約當 12 吋晶圓 89.6 萬片，QoQ+7.82%。3Q24 產能利用率上揚至 71%，3Q24 ASP QoQ 約略持平。毛利率方面，3Q24 產能利用率上升，和 ASP QoQ+0%，但折舊費用 QoQ+10.5%，使 3Q24 毛利率減少 1.41 個百分點至 33.78%。業外認列 24.64 億元收益(2Q24 為 25.29 億元)，3Q24 稅後 EPS 1.16 元。

預估 4Q24 稅後 EPS 0.96 元：4Q24 受惠 AI，Computing 相關較預期佳，抵銷通訊和消費性產品衰退的不利因素，22/28nm 還是主要的成長動能。預估聯電 4Q24 晶圓出貨量 QoQ+0%，產能利用率將降至 60%，產品 ASP in USD QoQ+0%，主要是因為產品組合不同。毛利率因 ASP QoQ+0%，及產能利用率將較 3Q24 衰退，台幣升值，加上折舊增加，預估 4Q24 整體毛利率將較 3Q24 下滑，約 30%。預估聯電 4Q24 稅後 EPS 0.96 元。2024 年稅後 EPS 4.05 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	222,533	231,947	246,971	57,069	54,958	54,632	56,799	60,485	60,031	56,811	62,278	64,574
營業毛利淨額	77,744	75,570	74,885	20,461	17,806	16,899	19,983	20,429	18,259	15,829	19,031	20,392
營業利益	57,891	51,581	51,167	15,312	12,423	11,665	13,891	14,100	11,925	10,161	13,073	14,312
稅後純益	60,990	50,796	51,144	15,971	13,195	10,456	13,786	14,472	12,081	10,333	12,978	14,259
稅後 EPS(元)	4.87	4.05	4.08	1.27	1.05	0.83	1.10	1.16	0.96	0.82	1.04	1.14
毛利率(%)	34.94%	32.58%	30.32%	35.85%	32.40%	30.93%	35.18%	33.78%	30.42%	27.86%	30.56%	31.58%
營業利益率(%)	26.01%	22.24%	20.72%	26.83%	22.61%	21.35%	24.46%	23.31%	19.87%	17.89%	20.99%	22.16%
稅後純益率(%)	27.41%	21.90%	20.71%	27.99%	24.01%	19.14%	24.27%	23.93%	20.13%	18.19%	20.84%	22.08%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-20.15%	4.23%	6.48%	1.37%	-3.70%	-0.59%	3.97%	6.49%	-0.75%	-5.36%	9.62%	3.69%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-30.06%	-16.71%	0.69%	2.11%	-17.38%	-20.76%	31.85%	4.98%	-16.52%	-14.48%	25.60%	9.87%

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 1,252.85 億元計算。

2024 年 11 月 1 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。

22/28nm 產品需求強勁，聯電 3Q24 營收 604.85 億元，QoQ+6.49%，稅後淨利 144.72 億元，QoQ+4.97%，稅後 EPS 1.16 元：

3Q24 晶圓出貨量受惠 22/28nm 產品需求強勁，消費、通信和電腦領域的庫存水準更健康，因此通信和電腦需求帶動晶圓廠的利用率提高。特殊製程的營收來到歷史新高，佔營收的 53.1%。

聯電 3Q24 營收 604.85 億元，QoQ+6.49%，符合預期。聯電 3Q24 整體出貨量約當 12 吋晶圓 89.6 萬片，較 2Q24 的 83.1 萬片增加，QoQ+7.82%。3Q24 產能利用率從 2Q24 的 68%上揚至 71%，3Q24 ASP QoQ 約略持平。

以應用端來看，通訊相關產品佔聯電營收從 39%增加至 42%，電腦相關產品降至 13%，消費性電子維持 31%，記憶體及其他佔營收比重減少至 14%，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從 2Q24 的 45%增加至 48%，其中 28/22nm 佔營收比重上揚至 35%。

毛利率方面，3Q24 產能利用率上升，和 ASP QoQ+0%，但 3Q24 製造成本為 400.56 億元，QoQ+8.8%，其中折舊費用則增加 QoQ+10.5%至 104.49 億元，使 3Q24 毛利率減少 1.41 個百分點至 33.78%。

營業費用從 2Q24 的 63.11 億元增加至 65.59 億元，QoQ+3.9%，因為 1Q24 聯電中國政府的補助款較多。業外認列 24.64 億元收益(2Q24 為 25.29 億元)，來自利息收益 3.24 億元，匯兌損失 6.52 億元。另投資認列 27.91 億元(2Q24 則為 14.40 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 3Q24 稅後淨利 144.72 億元，QoQ+4.97%，稅後 EPS 1.16 元。

2024 年 11 月 1 日

聯電 2024 年資本支出從 33 億美元降至 30 億美元，YoY+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 30 億美元，YoY+0%，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%，2Q24 產能為 125.7 萬片，QoQ+3.71%，3Q24 產能將為 127.4 萬片，QoQ+1.35%，預估 4Q24 產能將為 128.0 萬片，QoQ+0.47%，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%為 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+>20%，2025 年亦 YoY+>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

2024 年 11 月 1 日

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，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，應用在通訊、消費，還有其他應用，產能擴充會配合客戶需求，2027 年正式投產，目前有一位大客戶，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，聯電是採先開極(Gate-first)，而 Intel 則是用後開極(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。

晶圓出貨持平，預估聯電 4Q24 營收 600.31 億元，QoQ-0.75%，稅後淨利 120.81 億元，QoQ-3.36%，稅後 EPS 0.96 元：

4Q24 受惠 AI，Computing 相關較預期佳，抵銷通訊和消費性產品衰退的不利因素，22/28nm 還是主要的成長動能，有很多新產品 tape-out，包括 display drivers、connectivity、和 networking 等，這都有助公司未來營運。預估聯電 4Q24 晶圓出貨量 QoQ+0%，但 4Q24 聯電產能利用率將較 3Q24 下滑，產能利用率將降至 60%，不過來自產能增加，非市佔率下滑。產品 ASP in USD QoQ+0%，主要是因為產品組合不同，22/28nm 佔出貨量逐步增加。毛利率因 ASP QoQ+0%，及產能利用率將較 3Q24 衰退，台幣升值，3Q24 平均匯率 1 美元兌 32.29 元台幣，4Q24 接近 31.5 元新台幣兌 1 美元，加上折舊增加，折舊將影響未來幾季毛利率，但 EBITA 利潤率變化不大，長期希望維持在 45%。預估 4Q24 整體毛利率將較 3Q24 下滑，約 30%。預估聯電 4Q24 營收 600.31 億元，QoQ-0.75%，稅後淨利 120.81 億元，QoQ-3.36%，稅後 EPS 0.96 元。

預估聯電 2024 年營收 2,353.41 億元，YoY+4.23%，稅後淨利 507.96 億元，YoY-16.71%，稅後 EPS 4.05 元。

2024 年 11 月 1 日

預估聯電 2025 年營收 2,469.71 億元，YoY+6.48%，稅後淨利 511.44 億元，YoY+0.69%，稅後 EPS 4.08 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，22/28nm 佔公司營收比重將會再增加，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，此 N22 display driver 方案是市場上首個產品，應用在智慧手機和高解析度顯示器領域，預期接下來的晶圓投片需求強。ISP 和 Wi-Fi 領域也是 N28 很重要的產品，也開始轉至 N22，未來將複製這些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。公司暫時沒有要減少 8 吋產能的計畫，8 吋需求還是穩定，預期產能利用率將會改善。

至於汽車領域庫存消化速度較預期慢，需求仍然低迷，可能庫存調整至 2024 年底。整體而言，尚未見強勁復甦力道，因為客戶在管理庫存水平上仍然謹慎。不過 2H24 的晶圓出貨量將較 1H24 有所增加，2025 年可望恢復到的正常需求水平。雖然聯電車用電子目前較弱，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 10%，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。

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。

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，聯電 2024 年產能將從 3K/月增加至 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，<5%。

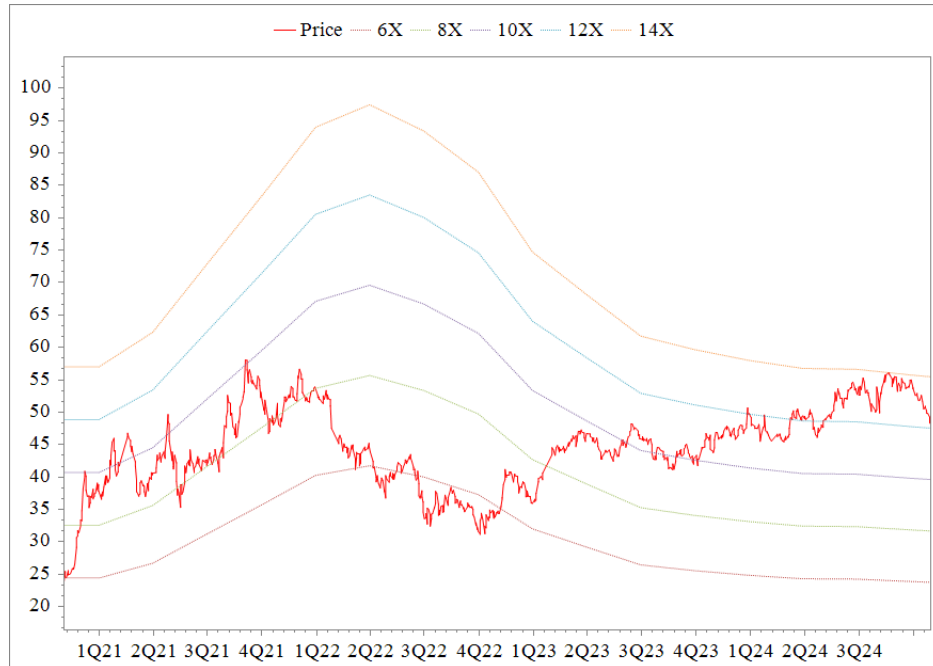
2025 年產業預估會有些復甦，產業庫存經過幾個季度調整後已回到正常，但車用需要更多時間，預計回到正常要到 2Q25。雖然目前客戶保守，但預估 2025 年晶圓出貨會增加。定價方面，聯電預計 4Q24 ASP 將保持不變，即使市場供過於求，公司價格策略會保持彈性，和客戶共同提升市佔率，聯電著重在高階智慧型手機顯示器、智慧型手機射頻前端模組及產品組合優化。2025 年聯電預期定價情況將與 2024 年類似，1Q25 將有一次性的年度價格調整。此外，聯電將專注於跨邏輯和特殊製程平台差異化方案，如 eHV、RFSOI、BCD，以提升未來業務成長，並擴大集團的產業影響力，和全球客戶合作，應可度過週期性的波動。8 吋晶圓廠公司也有轉型計劃，研

2024 年 11 月 1 日

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。

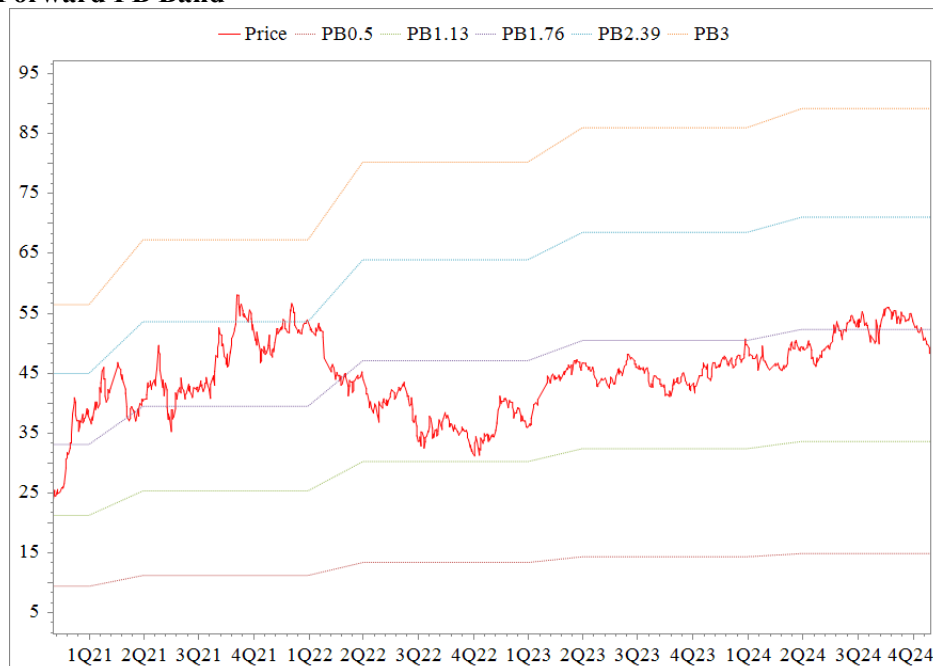
由於整體經濟環境的不確定性、擴產相關的折舊費用增加以及公用事業費率上升，預計毛利率會面臨一些壓力，預估聯電 2025 年營收 2,469.71 億元，YoY+6.48%，稅後淨利 511.44 億元，YoY+0.69%，稅後 EPS 4.08 元。

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 11 月 1 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	464,427	533,052	559,187	573,457	589,167
流動資產	233,273	252,371	216,797	202,644	239,378
現金及約當現金	132,622	173,819	132,554	132,329	151,170
應收帳款與票據	35,190	36,975	29,586	34,961	33,888
存貨	23,011	31,070	35,713	32,179	35,695
採權益法之投資	41,692	35,086	45,407	66,013	61,453
不動產、廠房設備	129,942	170,982	239,123	220,681	210,027
負債總計	183,224	197,601	199,608	200,739	196,630
流動負債	105,454	108,565	99,015	94,602	88,047
應付帳款及票據	8,364	8,982	7,526	7,759	9,008
非流動負債	77,770	89,036	100,594	105,905	107,100
權益總計	281,203	335,451	359,579	372,717	392,537
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	230,192	250,012
母公司業主權益	280,980	335,107	359,238	372,443	392,271
負債及權益總計	464,427	533,052	559,187	573,457	589,167

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	90,352	145,861	86,000	122,023	92,845
稅前純益	61,803	106,097	70,912	59,919	60,170
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	-1,609	-1,193
其他營運現金	-10,652	4,819	-26,687	11,125	-23,254
投資活動現金	-62,163	-54,427	-97,787	-117,009	-118,121
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	-26,258	5,810
籌資活動現金	12,490	-57,255	-29,086	-5,238	44,117
長借/公司債變動	27,792	-32,121	13,847	5,311	1,195
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	27,040	74,246
淨現金流量	38,574	41,197	-41,265	-225	18,841
期初現金	94,048	132,622	173,819	132,554	132,329
期末現金	132,622	173,819	132,554	132,329	151,170

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	213,011	278,705	222,533	231,947	246,971
營業成本	140,961	152,941	144,789	156,377	172,087
營業毛利淨額	72,050	125,764	77,744	75,570	74,885
營業費用	25,590	26,812	23,856	25,401	25,917
營業利益	51,686	104,292	57,891	51,581	51,167
EBITDA	110,170	150,030	108,017	147,441	159,968
業外收入及支出	9,541	-217	8,168	8,338	9,003
稅前純益	61,803	106,097	70,912	59,919	60,170
所得稅	6,691	18,079	9,472	9,191	9,025
稅後純益	55,780	87,198	60,990	50,796	51,144
稅後 EPS(元)	4.45	6.96	4.87	4.05	4.08
完全稀釋 EPS**	4.45	6.96	4.87	4.05	4.08

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 1,252.85【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
成長力分析(%)					
營業收入淨額	20.47%	30.84%	-20.15%	4.23%	6.48%
營業毛利淨額	84.76%	74.55%	-38.18%	-2.80%	-0.91%
營業利益	134.86%	101.78%	-44.49%	-10.90%	-0.80%
稅後純益	91.10%	56.32%	-30.06%	-16.71%	0.69%
獲利能力分析(%)					
毛利率	33.82%	45.12%	34.94%	32.58%	30.32%
EBITDA(%)	51.72%	53.83%	48.54%	63.57%	64.77%
營益率	24.26%	37.42%	26.01%	22.24%	20.72%
稅後純益率	26.19%	31.29%	27.41%	21.90%	20.71%
總資產報酬率	12.01%	16.36%	10.91%	8.86%	8.68%
股東權益報酬率	19.84%	25.99%	16.96%	13.63%	13.03%

償債能力檢視

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%

其他比率分析

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 11 月 1 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	56,296	57,069	54,958	54,632	56,799	60,485	60,031	56,811	62,278	64,574	63,308	56,811
營業成本	36,044	36,608	37,152	37,733	36,816	40,056	41,772	40,983	43,247	44,182	43,674	40,983
營業毛利淨額	20,252	20,461	17,806	16,899	19,983	20,429	18,259	15,829	19,031	20,392	19,633	15,829
營業費用	5,718	5,722	6,635	5,748	6,311	6,559	6,783	6,218	6,508	6,629	6,562	6,218
營業利益	15,675	15,312	12,423	11,665	13,891	14,100	11,925	10,161	13,073	14,312	13,621	10,161
業外收入及支出	2,811	3,337	2,227	1,056	2,529	2,465	2,288	1,995	2,195	2,463	2,350	595
稅前純益	18,485	18,648	14,650	12,721	16,420	16,564	14,213	12,156	15,268	16,775	15,971	10,756
所得稅	2,589	2,683	1,457	2,291	2,645	2,122	2,132	1,823	2,290	2,516	2,396	1,613
稅後純益	15,641	15,971	13,195	10,456	13,786	14,472	12,081	10,333	12,978	14,259	13,575	9,143
最新股本	125,285	125,285	125,285	125,285	125,285	125,285	125,285	125,285	125,285	125,285	125,285	125,285
稅後EPS(元)	1.25	1.27	1.05	0.83	1.10	1.16	0.96	0.82	1.04	1.14	1.08	0.73

獲利能力(%)

毛利率(%)	35.97%	35.85%	32.40%	30.93%	35.18%	33.78%	30.42%	27.86%	30.56%	31.58%	31.01%	27.86%
營業利益率(%)	27.84%	26.83%	22.61%	21.35%	24.46%	23.31%	19.87%	17.89%	20.99%	22.16%	21.52%	17.89%
稅後純益率(%)	27.78%	27.99%	24.01%	19.14%	24.27%	23.93%	20.13%	18.19%	20.84%	22.08%	21.44%	16.09%

QoQ(%)

營業收入淨額	3.85%	1.37%	-3.70%	-0.59%	3.97%	6.49%	-0.75%	-5.36%	9.62%	3.69%	-1.96%	-10.26%
營業利益	8.25%	-2.31%	-18.86%	-6.11%	19.09%	1.50%	-15.42%	-14.79%	28.66%	9.48%	-4.83%	-25.40%
稅前純益	-3.36%	0.88%	-21.44%	-13.17%	29.08%	0.88%	-14.19%	-14.48%	25.60%	9.87%	-4.79%	-32.65%
稅後純益	-3.35%	2.11%	-17.38%	-20.76%	31.85%	4.98%	-16.52%	-14.48%	25.60%	9.87%	-4.79%	-32.65%

YoY(%)

營業收入淨額	-21.87%	-24.30%	-18.98%	0.78%	0.89%	5.99%	9.23%	3.99%	9.65%	6.76%	5.46%	0.00%
營業利益	-44.34%	-49.23%	-47.44%	-19.45%	-11.38%	-7.92%	-4.01%	-12.89%	-5.89%	1.51%	14.22%	0.00%
稅前純益	-27.73%	-42.35%	-40.27%	-33.50%	-11.17%	-11.18%	-2.98%	-4.44%	-7.02%	1.27%	12.37%	-11.52%
稅後純益	-26.66%	-40.84%	-30.80%	-35.39%	-11.86%	-9.39%	-8.44%	-1.18%	-5.86%	-1.47%	12.37%	-11.52%

註1：稅後EPS以股本1,252.85億元計算

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。