

研究員：莊禮誠 dan.chuang@cim.capital.com.tw

前日收盤價	1,290.00 元
目標價	
3 個月	1,400.00 元
12 個月	1,400.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

08/01/2024 Trading Buy 1,220.00

聯發科(2454 TT)

Trading Buy

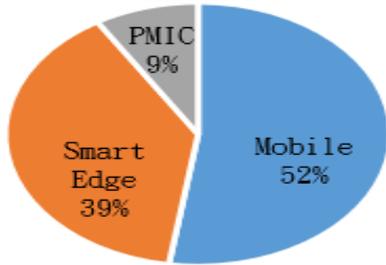
手機晶片營收占比增加，3Q24 毛利率優於財測。

投資建議：天璣 9400 需求暢旺，同時兼顧功耗與效能，並支援 AI 應用；車用業務短期營收占比不高，但已經與中國廠商有合作；ASIC 市場為來規模巨大，聯發科預計 2025 年將可認列營收，綜合以上原因，投資建議為 Trading Buy。

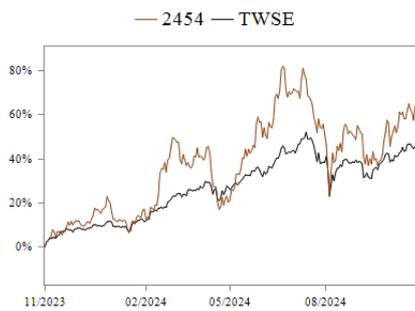
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	16,017
市值(億元)	20,662
目前每股淨值(元)	240.12
外資持股比(%)	59.14
投信持股比(%)	7.89
董監持股比(%)	2.74
融資餘額(張)	5,147
現金股息配發率(%)	113.39

產品組合



股價相對大盤走勢



3Q24 毛利率優於預期主因為產品組合改善：聯發科 3Q24 營收 1318.13 億元，QoQ+3.57%；毛利率 48.8%；稅後純益 255.90 億元，QoQ-0.49%；稅後 EPS 15.94 元。3Q24 三大事業群營收皆呈現季增/年增，毛利率優於預期，主要是產品組合優化(手機晶片占比增加)。

旗艦機種營收將大幅成長：3Q24 手機晶片營收占比 54%，YoY+33%、QoQ+4%。4G SoC 在新興市場的需求有增加，5G SoC 持平，預計 4Q24 手機晶片營收仍為成長，天璣 9400 在 4Q24 需求仍強勁，跟天璣 9300 相比，ViVo、OPPO 有更多的機種會搭載天璣 9400，預期 2024 年旗艦機種的營收將會有 70% 以上的年成長。

2024 年營收有望超越之前財測：天璣 9400 需求強勁，抵銷了因季節性因素消費性電子的需求疲弱。以 1 美元兌 31.7 元台幣，4Q24 財務指引為營收 1,265~1,345 億台幣；毛利率 47+/-1.5%；費用率約 32+/-2.0%。以美元計算，2024 全年營收有望超越之前給的中雙位數成長，全年不含 NRE 毛利率 46~48%。

預估 2024/2025 年 EPS 為 63.27/67.95 元：群益預估 2024 全年營收 5215.43 億元，YoY+20.32%；稅後純益 1013.45 億元，YoY+31.65%；稅後 EPS 63.27 元。群益預估 2025 全年營收 5721.49 億元，YoY+9.70%；稅後純益 1088.29 億元，YoY+7.39%；稅後 EPS 67.95 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	433,446	521,543	572,149	110,098	129,562	133,458	127,271	131,813	129,000	137,263	135,045	144,933
營業毛利淨額	207,367	257,385	270,494	52,192	62,616	69,901	62,136	64,348	61,000	68,066	67,046	65,000
營業利益	71,800	99,500	113,005	17,944	24,736	32,180	24,956	23,864	18,500	27,956	27,510	25,653
稅後純益	76,979	101,345	108,829	18,478	25,663	31,536	25,716	25,590	18,504	26,893	26,482	24,885
稅後 EPS(元)	48.06	63.27	67.95	11.54	16.02	19.69	16.06	15.98	11.55	16.79	16.53	15.54
毛利率(%)	47.84%	49.35%	47.28%	47.41%	48.33%	52.38%	48.82%	48.82%	47.29%	49.59%	49.65%	44.85%
營業利率(%)	16.56%	19.08%	19.75%	16.30%	19.09%	24.11%	19.61%	18.10%	14.34%	20.37%	20.37%	17.70%
稅後純益率(%)	17.76%	19.43%	19.02%	16.78%	19.81%	23.63%	20.21%	19.41%	14.34%	19.59%	19.61%	17.17%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-21.02%	20.32%	9.70%	12.19%	17.68%	3.01%	-4.64%	3.57%	-2.13%	6.41%	-1.62%	7.32%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-34.84%	31.65%	7.39%	15.74%	38.88%	22.89%	-18.46%	-0.49%	-27.69%	45.34%	-1.53%	-6.03%

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 160.17 億元計算。

2024 年 11 月 1 日

ESG：

環境保護：聯發科技做為全球半導體產業技術領導者，在整體價值鏈中位於最前端的晶片設計，後端的原物料採購、代工製造、封裝與測試等環節皆交由供應商執行，形成專業分工與互相合作的夥伴關係。根據風險調查與碳足跡盤查發現，主要對社會與環境產生衝擊影響的關鍵在於後端製造作業，故如何與供應商共同合作，以降低社會與環境相關的潛在風險，為聯發科技發展綠色營運的首要任務。

社會責任：運用數位科技解決社會問題不是企業的專利，聯發科技相信每個人都有潛力利用數位科技創造無限可能，2018 年發起數位社會創新競賽「智在家鄉」，鼓勵社會大眾為家鄉問題提供解方，並提供賽後兩年的輔導與獎助，支持入圍團隊將提案落地實踐。

公司治理：聯發科技董事會下設有審計委員會，強化公司治理獨立性，並設立薪資報酬委員會，以健全公司薪酬制度為目標，持續強化企業永續發展。除前述法定功能性委員會外，本公司亦設立法定以外之併購策略委員會，視實際需求針對集團具體併購案件及整體併購策略評估分析。

公司簡介：

聯發科技股份有限公司成立於 1997 年，早期為聯電(2303 TT)集團轉投資之半導體晶片設計公司，是無線通訊及數位媒體晶片整合系統方案之主要供應商。

3Q24 毛利率優於預期主因為產品組合改善：

聯發科 3Q24 營收 1318.13 億元，QoQ+3.57%；毛利率 48.8%；稅後純益 255.90 億元，QoQ-0.49%；稅後 EPS 15.94 元。3Q24 三大事業群營收皆呈現季增/年增，毛利率優於預期，主要是產品組合優化(手機晶片占比增加)。

天璣 9400 具有 AI 應用：

聯發科於 10/2024 推出 3nm 製程的天璣 9400，採用 ARM v9.2 的 CPU 架構，結合先進的 GPU，讓行動裝置有 PC 等級的繪圖/電競的體驗。天璣 9400 有更好的效能與更低的功耗，並支援更多的邊緣(Edge)AI 應用，像是 Google 的 Gemini、Meta 的 Llama 3.2。

ASIC 預計認列時間點為 2025 年：

聯發科也會把握企業 ASIC 的市場，在 2028 年時，AI 加速器的市場預估將會有 450 億美金。聯發科會繼續與 CSP 業者們合作。聯發科的 AISC 營收認列應該會是在 2025 年末~2026 年。

旗艦機種營收將大幅成長：

3Q24 手機晶片營收占比 54%，YoY+33%、QoQ+4%。4G SoC 在新興市場的需求有增加，5G SoC 持平，預計 4Q24 手機晶片營收仍為成長，天璣 9400 在 4Q24 需求仍強勁，跟天璣 9300 相比，ViVo、OPPO 有更多的機種會搭載天璣 9400，預期 2024 年旗艦機種的營收將會有 70%以上的年成長。

Android 平板多數採用聯發科的晶片，車用晶片為中長期的成長動能：

3Q24 Smart Edge 營收占比 40%，YoY+8%、QoQ+3%。包含三星在內，多數

2024 年 11 月 1 日

Android 平板廠商選擇用聯發科的 SoC。車用部分，聯發科持續獲得新的項目，特別是在中國的領導廠商，會持續增加市占率，車用是聯發科中長期的業務。聯發科預估 4Q24 Smart Edge 將會下滑，因為消費性電子的季節性需求下滑。

看好工業、資料中心的 PMIC 需求成長：

3Q24 PMIC 營收占比 6%，YoY+3%、QoQ+5%。聯發科預估 4Q24 PMIC 營收與 3Q24 相當。看好工業、資料中心的需求成長。

2024 年營收有望超越之前財測：

天璣 9400 需求強勁，抵銷了因季節性因素消費性電子的需求疲弱。以 1 美元兌 31.7 元台幣，4Q24 財務指引為營收 1,265~1,345 億台幣；毛利率 47+/-1.5%；費用率約 32+/-2.0%。以美元計算，2024 全年營收有望超越之前給的中雙位數成長，全年不含 NRE 毛利率 46~48%。

投資建議：

天璣 9400 需求暢旺，同時兼顧功耗與效能，並支援 AI 應用；車用業務短期營收占比不高，但已經與中國廠商有合作；ASIC 市場為來規模巨大，聯發科預計 2025 年將可認列營收，綜合以上原因，投資建議為 Trading Buy。

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。

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	660,877	608,399	635,038	542,851	554,708
流動資產	346,865	297,654	290,889	373,497	258,712
現金及約當現金	183,705	147,502	165,396	198,569	141,728
應收帳款與票據	58,660	40,842	55,106	47,773	58,819
存貨	73,271	70,703	43,220	88,497	40,430
採權益法之投資	60,287	17,798	17,153	6,844	14,313
不動產、廠房設備	49,111	53,862	53,291	53,291	53,291
負債總計	227,229	165,341	260,833	155,100	158,488
流動負債	211,106	141,570	231,999	161,687	86,237
應付帳款及票據	43,504	21,518	38,779	7,539	35,437
非流動負債	16,123	23,771	28,834	24,653	75,593
權益總計	433,648	443,058	374,205	387,751	396,220
普通股股本	15,988	15,994	15,996	15,996	15,996
保留盈餘	302,650	348,747	288,453	301,998	310,467
母公司業主權益	432,015	440,109	368,206	381,569	389,621
負債及權益總計	660,877	608,399	635,038	542,851	554,708

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	493,415	548,796	433,446	521,543	572,149
營業成本	261,810	277,892	226,079	264,158	301,655
營業毛利淨額	231,605	270,904	207,367	257,385	270,494
營業費用	123,564	144,116	135,568	157,885	157,489
營業利益	108,040	126,788	71,800	99,500	113,005
EBITDA	136,015	147,693	98,074	120,000	126,711
業外收入及支出	17,161	5,554	7,675	14,808	9,559
稅前純益	126,852	135,561	86,782	114,308	122,564
所得稅	14,980	16,936	9,591	12,782	13,317
稅後純益	111,421	118,141	76,979	101,345	108,829
稅後 EPS(元)	69.56	73.76	48.06	63.27	67.95
完全稀釋 EPS**	69.56	73.76	48.06	63.27	67.95

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 160.17【最新股本】億元計算。

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 160.17 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	53.16%	11.22%	-21.02%	20.32%	9.70%
營業毛利淨額	63.64%	16.97%	-23.45%	24.12%	5.09%
營業利益	149.98%	17.35%	-43.37%	38.58%	13.57%
稅後純益	172.31%	6.03%	-34.84%	31.65%	7.39%

獲利能力分析(%)

毛利率	46.94%	49.36%	47.84%	49.35%	47.28%
EBITDA(%)	27.57%	26.91%	22.63%	23.01%	22.15%
營益率	21.90%	23.10%	16.56%	19.08%	19.75%
稅後純益率	22.58%	21.53%	17.76%	19.43%	19.02%
總資產報酬率	16.86%	19.42%	12.12%	18.67%	19.62%
股東權益報酬率	25.69%	26.66%	20.57%	26.14%	27.47%

償債能力檢視

負債比率(%)	34.38%	27.18%	41.07%	28.57%	28.57%
負債/淨值比(%)	52.40%	37.32%	69.70%	40.00%	40.00%
流動比率(%)	164.31%	210.25%	125.38%	231.00%	300.00%

其他比率分析

存貨天數	77.34	94.55	91.96	91.00	78.00
應收帳款天數	33.95	33.09	40.40	36.00	34.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	47,095	144,583	166,091	2,555	113,051
稅前純益	126,852	135,561	86,782	114,308	122,564
折舊及攤銷	10,621	14,980	18,200	7,994	7,994
營運資金變動	-52,087	-1,601	30,480	-69,184	64,919
其他營運現金	-38,291	-4,357	30,629	-50,563	-82,425
投資活動現金	-28,924	-37,535	-28,746	156,887	-126,773
資本支出淨額	-16,972	-13,616	-9,317	-7,500	-7,500
長期投資變動	2,170	-20,642	-12,042	-100	-100
其他投資現金	-14,122	-3,277	-7,387	164,487	-119,173
籌資活動現金	-27,951	-156,280	-118,569	-126,269	-43,120
長借/公司債變動	1,386	-558	-828	-4,180	50,939
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-58,585	-116,141	-120,981	-87,981	-100,778
其他籌資現金	29,248	-39,581	3,240	-34,107	6,719
淨現金流量	-12,875	-36,202	17,894	33,173	-56,841
期初現金	196,580	183,705	147,502	165,396	198,569
期末現金	183,705	147,502	165,396	198,569	141,728

資料來源：CMoney、群益

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	98,135	110,098	129,562	133,458	127,271	131,813	129,000	137,263	135,045	144,933	154,909	148,705
營業成本	51,489	57,905	66,946	63,558	65,135	67,465	68,000	69,197	67,998	79,933	84,527	80,142
營業毛利淨額	46,646	52,192	62,616	69,901	62,136	64,348	61,000	68,066	67,046	65,000	70,382	68,563
營業費用	31,896	34,248	37,881	37,721	37,180	40,484	42,500	40,110	39,536	39,347	38,496	39,191
營業利益	14,751	17,944	24,736	32,180	24,956	23,864	18,500	27,956	27,510	25,653	31,885	29,372
業外收入及支出	3,620	3,048	3,580	3,490	4,241	4,577	2,500	2,306	2,305	2,364	2,584	2,608
稅前純益	18,370	20,993	28,316	35,670	29,197	28,441	21,000	30,262	29,815	28,017	34,469	31,979
所得稅	2,351	2,424	2,602	4,015	3,242	3,115	2,410	3,276	3,230	3,023	3,787	3,482
稅後純益	15,965	18,478	25,663	31,536	25,716	25,590	18,504	26,893	26,482	24,885	30,571	28,379
最新股本	16,017	16,017	16,017	16,017	16,017	16,017	16,017	16,017	16,017	16,017	16,017	16,017
稅後EPS(元)	9.97	11.54	16.02	19.69	16.06	15.98	11.55	16.79	16.53	15.54	19.09	17.72
獲利能力(%)												
毛利率(%)	47.53%	47.41%	48.33%	52.38%	48.82%	48.82%	47.29%	49.59%	49.65%	44.85%	45.43%	46.11%
營業利益率(%)	15.03%	16.30%	19.09%	24.11%	19.61%	18.10%	14.34%	20.37%	20.37%	17.70%	20.58%	19.75%
稅後純益率(%)	16.27%	16.78%	19.81%	23.63%	20.21%	19.41%	14.34%	19.59%	19.61%	17.17%	19.73%	19.08%
QoQ(%)												
營業收入淨額	2.60%	12.19%	17.68%	3.01%	-4.64%	3.57%	-2.13%	6.41%	-1.62%	7.32%	6.88%	-4.00%
營業利益	2.66%	21.65%	37.85%	30.09%	-22.45%	-4.38%	-22.48%	51.11%	-1.59%	-6.75%	24.29%	-7.88%
稅前純益	-3.84%	14.28%	34.88%	25.97%	-18.15%	-2.59%	-26.16%	44.10%	-1.48%	-6.03%	23.03%	-7.22%
稅後純益	-5.39%	15.74%	38.88%	22.89%	-18.46%	-0.49%	-27.69%	45.34%	-1.53%	-6.03%	22.85%	-7.17%
YoY(%)												
營業收入淨額	-36.98%	-22.55%	19.75%	39.53%	29.69%	19.72%	-0.43%	2.85%	6.11%	9.95%	20.08%	8.34%
營業利益	-62.35%	-45.71%	36.77%	123.96%	69.19%	32.99%	-25.21%	-13.13%	10.24%	7.50%	72.35%	5.07%
稅前純益	-55.13%	-41.03%	34.47%	86.72%	58.94%	35.48%	-25.84%	-15.16%	2.12%	-1.49%	64.14%	5.68%
稅後純益	-54.95%	-40.31%	38.81%	86.89%	61.08%	38.49%	-27.90%	-14.72%	2.98%	-2.76%	65.21%	5.53%

註1：稅後EPS以股本160.17億元計算

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。