



研究報告

聯電(2303.TT)

逢低買進(維持)

TP：49.7

客戶需求維持審慎，明年折舊顯著成長不利獲利回溫動能

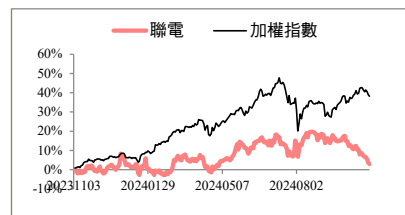
核心觀點

終端需求緩慢回溫、車用和工控庫存去化緩慢，使客戶投片動能維持謹慎，加上新廠折舊認列不利明年獲利表現，預估今年明年稅後EPS 4.04/4.14元，維持「逢低買進」。

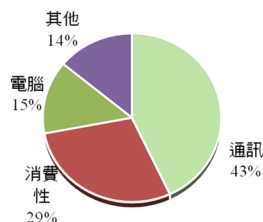
交易資料

收盤價	48.15
市值(億元)	6,032.50
流通在外股數(百萬股)	12,528.47
本益比(2025F)	11.64
股價淨值比	1.60
240日股價(低/均/高)	47.55/51.99/58
60日均成交額(百萬元)	2,586.38

相對報酬率



2025年產品比重預估



CSR 天下永續公民獎

企業類別	2023排名	2022排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
大型企業	-	6	8.644	8.61	8.28	8.71	8.97

資料來源：天下雜誌

2023年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	前5%
項目二	評鑑結果排名
市值100億元以上之電子類	前10%

資料來源：證基會

研究員：陳泳如

kate401124-71795@esunsec.com.tw

重要訊息

聯電舉辦24Q3法說會，說明營運表現並更新展望。

玉山觀點

24Q3獲利低於預期。24Q3營收季增6.5%至604.9億元，毛利率33.8%，稅後EPS 1.16元，獲利表現低於預期，推測在於新廠折舊認列使毛利率顯著下滑，低於公司給予之毛利率財測約34~36%。

24Q4晶圓出貨、定價表現相對穩健。展望24Q4，儘管半導體產業步入淡季，但受惠於電腦領域表現優於預期，本季晶圓出貨量仍可持平，另美元ASP持平反映定價策略穩健，惟排除前一季匯率利多外，本季台幣營收恐小幅季減1.2%至597.6億元，毛利率受折舊、電費調漲等不利因素影響下，恐下滑至30.2%，稅後EPS 0.95元。

客戶需求審慎，恐拖累明年營運復甦力道。展望2025年，我們觀察公司特殊製程比重已於24Q3來到53.1%，營收達歷史新高，其中在28奈米OLED DDI市占維持領導地位(達70~80%)，此外公司也持續將產品推進至22奈米(如DDI和ISP)，看好未來幾年22奈米將成為OLED DDI主流製程，顯現公司具備差異化技術優勢，以此降低其受成熟製程產能供過於求之衝擊。然而，在終端需求不明、中國產能積極擴張，使成熟製程環境未見改善，加上客戶投片動能仍維持謹慎，使公司恐於25Q1再次實施一次性價格調整，加上車用、工控庫存去化延續至25Q2(較原先預估之24Q4底延後)，亦拖累25Q1營收面臨年減，另全年獲利將持續受到新廠折舊影響(預估明年折舊合計年增超過20%)，故我們下修明年營收至2,425.5億元，毛利率31.2%，稅後EPS 4.14元。

投資建議

終端需求回溫緩慢、車用和工控庫存仍待去化，使客戶投片動能維持謹慎，且明年初恐再度實施一次性降價，加上新廠折舊認列不利明年獲利表現，故我們下修今年明年稅後EPS 4.04/4.14元，目前評價合理，維持「逢低買進」之投資評等，目標價49.7元(12倍PER*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	54,632	56,799	60,485	59,755	231,671	242,554
YoY	0.8%	0.9%	6.0%	8.7%	4.1%	4.7%
毛利率	30.9%	35.2%	33.8%	30.2%	32.5%	31.2%
營益率	21.4%	24.5%	23.3%	20.4%	22.4%	22.0%
稅後淨利	10,456	13,786	14,472	11,887	50,601	51,831
EPS(元)	0.83	1.10	1.16	0.95	4.04	4.14

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4
營收	60,485	59,755	60,485	59,849	0.00	(0.16)
毛利	20,429	18,043	21,317	21,057	(4.17)	(14.31)
營業利益	14,100	12,203	15,867	14,717	(11.14)	(17.08)
稅前淨利	16,564	13,982	18,606	16,996	(10.97)	(17.73)
稅後淨利	14,472	11,887	15,911	14,449	(9.04)	(17.73)
每股盈餘(元)	1.16	0.95	1.27	1.15	(9.04)	(17.73)
財務比率(%)						
毛利率	33.78	30.20	35.24	35.18	(4.17)	(14.18)
營益率	23.31	20.42	26.23	24.59	(11.14)	(16.95)
淨利率	27.39	23.40	30.76	28.40	(10.97)	(17.60)

資料來源：玉山投顧(2024/10)

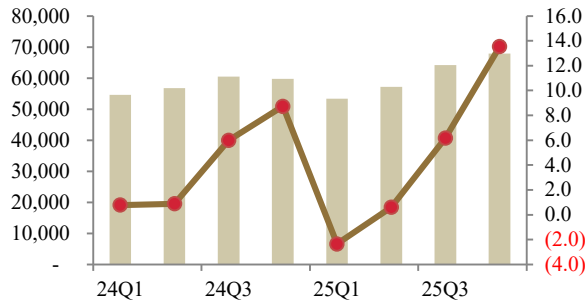
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	54,632	56,799	60,485	59,755	231,671	53,355	57,140	64,214	67,845	242,554
營業毛利	16,899	19,983	20,429	18,043	75,355	14,502	17,512	21,160	22,499	75,673
營業費用	5,748	6,311	6,559	6,840	25,458	5,650	6,350	7,057	7,360	26,417
營業利益	11,665	13,891	14,100	12,203	51,859	9,852	12,162	15,103	16,139	53,256
淨業外收支	1,056	2,529	2,465	1,779	7,829	1,583	1,810	2,689	1,978	8,060
稅前淨利	12,721	16,420	16,564	13,982	59,688	11,435	13,972	17,792	18,117	61,316
稅後淨利	10,456	13,786	14,472	11,887	50,601	9,319	11,975	15,187	15,349	51,831
EPS(元)	0.83	1.10	1.16	0.95	4.04	0.74	0.96	1.21	1.23	4.14
財務比率										
毛利率	30.93	35.18	33.78	30.20	32.53	27.18	30.65	32.95	33.16	31.20
營業利益率	21.35	24.46	23.31	20.42	22.38	18.46	21.28	23.52	23.79	21.96
稅前淨利率	23.28	28.91	27.39	23.40	25.76	21.43	24.45	27.71	26.70	25.28
YoY(%)										
營業收入	0.78	0.89	5.99	8.73	4.11	(2.34)	0.60	6.17	13.54	4.70
營業毛利	(12.09)	(1.33)	(0.16)	1.33	(3.07)	(14.19)	(12.37)	3.58	24.69	0.42
營業利益	(19.45)	(11.38)	(7.92)	(1.77)	(10.42)	(15.54)	(12.45)	7.12	32.25	2.69
稅前淨利	(33.50)	(11.17)	(11.18)	(4.56)	(15.83)	(10.11)	(14.91)	7.41	29.57	2.73
稅後淨利	(36.2)	(13.28)	(9.36)	(9.90)	(17.64)	(10.87)	(13.14)	4.94	29.13	2.43
QoQ(%)										
營業收入	(0.59)	3.97	6.49	(1.21)		(10.71)	7.09	12.38	5.65	
營業毛利	(5.09)	18.25	2.23	(11.68)		(19.63)	20.76	20.83	6.33	
營業利益	(6.11)	19.09	1.50	(13.45)		(19.27)	23.45	24.19	6.86	
稅前淨利	(13.17)	29.08	0.88	(15.59)		(18.22)	22.19	27.34	1.82	
稅後淨利	(20.74)	31.85	4.98	(17.86)		(21.60)	28.50	26.83	1.07	

資料來源：玉山投顧(2024/10)

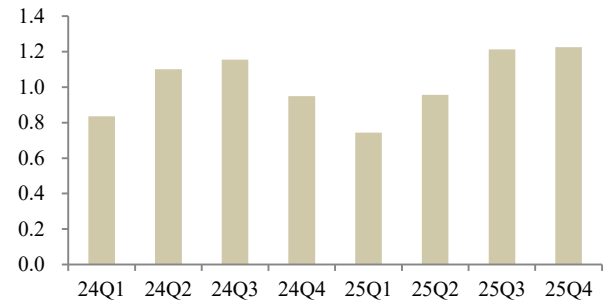
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



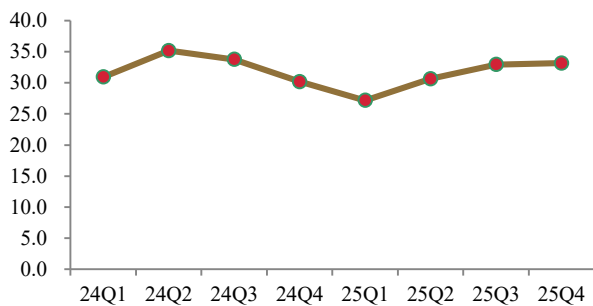
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



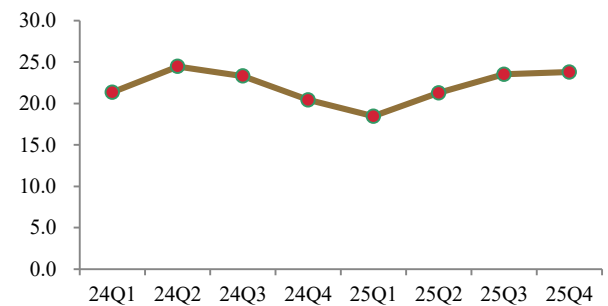
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



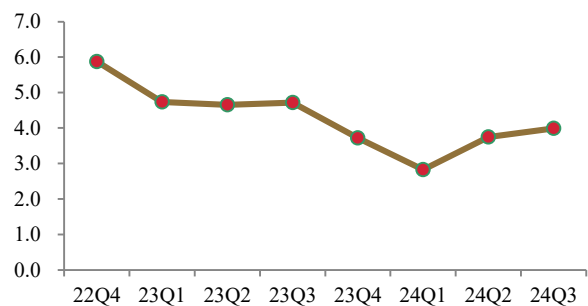
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



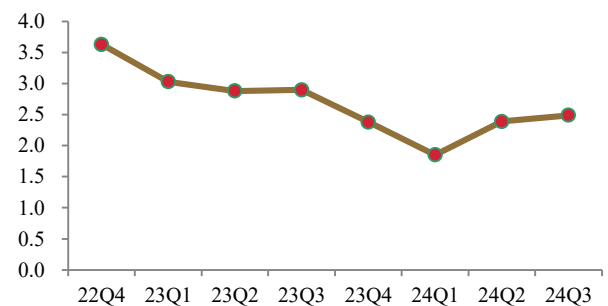
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季末年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2024/10)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	278,705	222,533	231,671	242,554
營業成本	152,941	144,789	156,316	166,881
營業毛利	125,764	77,744	75,355	75,673
營業費用	26,812	23,856	25,458	26,417
營業利益	104,292	57,891	51,859	53,256
營業外收支淨額	1,805	13,022	7,829	8,060
稅前淨利	106,097	70,912	59,688	61,316
稅後淨利	87,198	60,990	50,601	51,831
普通股股本	125,047	125,298	125,285	125,285
EPS(元)	6.97	4.87	4.04	4.14
年成長率				
營收	30.8%	-20.2%	-16.9%	4.7%
營業利益	101.8%	-44.5%	-50.3%	2.7%
稅前淨利	71.7%	-33.2%	-43.7%	2.7%
母公司稅後淨利	56.3%	-30.1%	-42.0%	2.4%
獲利能力比率				
毛利率	45.1%	34.9%	32.5%	31.2%
營業利益率	37.4%	26.0%	22.4%	22.0%
稅前淨利率	38.1%	31.9%	25.8%	25.3%
稅後淨利率	31.3%	27.4%	21.8%	21.4%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	252,371	216,797	217,409	221,473
現金及約當現金	173,819	132,554	130,215	132,125
存貨	31,070	35,713	37,179	36,979
應收帳款及票據	36,975	29,586	30,800	32,247
其他流動資產	10,507	18,946	19,215	20,121
長期投資	35,086	45,407	46,542	46,752
固定資產	170,982	239,123	287,159	327,880
其他長期資產	74,622	57,869	50,221	52,132
資產總額	533,052	559,187	601,323	648,228
流動負債	108,565	99,015	121,773	144,166
應付帳款及票據	8,982	7,526	7,835	8,203
短期借款	0	13,530	14,086	14,747
什項負債	99,583	77,959	99,852	121,215
非流動負債	89,036	100,594	101,079	105,082
負債總額	197,601	199,608	222,852	249,247
普通股股本	125,047	125,298	125,285	125,285
資本公積	12,378	14,325	12,378	12,378
保留盈餘	202,247	217,053	221,527	242,037
股東權益總額	335,451	359,579	378,471	398,981

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	106,097	70,912	59,688	61,316
折舊及攤提費用	47,075	44,170	47,964	57,633
本期營運資金變動	-4,547	54	2,372	879
其他項目	-13,979	-4,460	-20,929	-21,912
營運活動之現金流量	145,861	86,000	89,095	97,916
資本支出	-48,035	-80,128	-96,000	-98,354
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	25,700	-6,606	-224	29,005
投資活動之現金流量	-54,427	-97,787	-96,224	-69,349
短期借款及票券變動	-1,966	13,530	556	662
舉措/償還長期借款	-18,816	3,858	486	4,003
發行/償還公司債	-13,305	9,989	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-37,445	-45,015	-37,516	-31,321
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-57,255	-29,086	-36,475	-26,657
匯率影響數	7,018	-392	0	0
本期現金流量	41,197	-41,265	-43,604	1,910
期末現金及約當現金	173,819	132,554	130,215	132,125

重要財務比率	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	37.1%	35.7%	37.1%	38.5%
槓桿比率	58.9%	55.5%	58.9%	62.5%
流動比率	232.5%	219.0%	178.5%	153.6%
速動比率	203.8%	182.9%	148.0%	128.0%
存貨週轉率(次)	5.66	4.34	5.19	4.90
存貨週轉天數	63.65	83.02	69.31	73.40
應收帳款週轉率(次)	7.72	6.69	7.02	7.01
應收帳款週轉天數	46.61	53.84	51.27	51.37
總資產週轉率(次)	0.52	0.40	0.39	0.37
淨值週轉率(次)	0.83	0.62	0.61	0.61
股東權益報酬率	28.3%	17.6%	15.3%	14.1%
總資產報酬率	17.5%	11.2%	9.5%	8.8%
OCF/流動負債	134.4%	86.9%	73.2%	67.9%
每股比率				
每股淨值(元)	26.80	28.67	30.21	31.85
每股營收(元)	22.29	17.76	18.49	19.36
每股盈餘(元)	6.97	4.87	4.04	4.14
每股現金股利(元)	3.60	3.00	2.50	2.50
現金股利配發率	51.6%	61.6%	61.9%	60.4%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站(www.esunconsulting.com.tw)取閱。

研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

【天下永續100強】

邀請過去3年內（2020-2022年）有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數，並於4組中各選出首次入榜且名次最佳者1席為當年度「新秀獎」。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法