

## 聯電 (2303 TT) UMC

長期獲利率下降趨勢仍未改變

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$39.0

收盤價 (2025/01/21) : NT\$43.0

隱含漲幅 : -9.3%

## 營收組成 (4Q24)

28 奈米 34% · 40 奈米 16% · 65 奈米 16% · 90 奈米 11% · 其他 23%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	39	44
2025年營收 (NT\$/十億)	241.1	245.5
2025年EPS	3.0	3.9

## 交易資料表

市值	NT\$539,490百萬元
外資持股比率	25.3%
董監持股比率	6.1%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$30.91
負債比	35.8%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	222,533	232,302	241,067	265,807
營業利益	57,891	49,998	37,954	47,508
稅後純益	60,990	45,597	37,605	44,679
EPS (元)	6.52	3.67	3.01	3.58
EPS YoY (%)	-4.3	-43.8	-17.8	18.8
本益比 (倍)	6.6	11.7	14.3	12.0
股價淨值比 (倍)	1.5	1.4	1.4	1.4
ROE (%)	17.7	8.1	6.3	7.4
現金殖利率 (%)	7.0%	5.0%	4.1%	4.9%
現金股利 (元)	3.00	2.15	1.77	2.10

張智彥

Jorge.Chang@Yuantac.com

李秉睿

pinjui.lee@yuanta.com

## 元大觀點

- ◆ 1Q25 毛利率財測高於 25%遠低於本中心及市場預期 3.6 及 3.4 個百分點，係價格下滑、較高折舊成本及地震負面影響所致。
- ◆ 終端需求復甦緩慢加上折舊費用攀升至 2027 年將不利聯電長期展望。
- ◆ 考量較高之折舊費用及降價影響毛利率下降，下調今年 EPS 25%。目標價調降至 39 元(13x 2025F EPS NT\$3.01)。

## 4Q24 EPS 低於本中心及市場預期係因業外損失

聯電 4Q24 營收大致維持季持平，大致符合公司財測，主因進入傳統淡季。受較高之折舊及能源成本影響，4Q24 毛利率季減 0.7 個百分點至 30.4%，大致符合本中心及市場預期。遭投資損失 26 億元拖累，EPS 達 0.68 元，季減 34.2%，低於本中心及市場預期 35.2%/27.7%。

## 1Q25 毛利率財測遠低於本中心及市場預期係價格下滑、較高折舊成本及地震負面影響所致

鑒於消費性需求增加抵銷其他需求下滑，聯電預期 1Q25 出貨量將持平；然因一次性價格調整，ASP 將季減約 5%，因此營收將季減約 5%，UTR 將略微季減至約 70%。受價格下滑、折舊成本增加及地震損失，聯電預期 1Q25 毛利率將高於 25%。1Q25 美元營收財測大致符合本中心及市場預期，然毛利率財測遠低於本中心及市場預期 3.6 及 3.4 個百分點。本中心預期 1Q25 毛利率將達 26.2%，EPS 將季增 2.4%至 0.7 元，主因係 4Q24 之低基期。

## 需求復甦緩慢與折舊費用攀升將不利聯電長期展望

聯電預期今年 Addressable 市場將成長 0-3%，而聯電營收成長將優於此數字。然因未掌握大部分 AI 商機，因此成長遠低於晶圓代工產業之 15-20%成長。公司預期今年折舊費用將年增 27-30%，且將於 2027 年觸頂，本中心認為長期毛利率展望遭受承壓，同時中國激烈競爭將使聯電 UTR 維持於現在較低之水準，因此長期毛利率恐難回升至 30%以上。

## 結構性問題越發嚴峻，維持持有評等

考量較高之折舊費用及價格下滑影響毛利率下降，本中心分別下調 2025-26 年 EPS 25.2%/25.3%。需等至消費性需求全面復甦才可大幅推升聯電之 UTR 及獲利結構，目標價自 44 元下調至 39 元，基於 13 倍的 2025 年預估 EPS 3.01 元推得。

## 營運分析

### 4Q24 EPS 低於本中心及市場預期係因業外損失

聯電 4Q24 營收大致維持季持平，大致符合公司財測，主因進入傳統淡季。受較高之折舊及能源成本影響，4Q24 毛利率季減 0.7 個百分點至 30.4%，大致符合本中心及市場預期。遭投資損失 26 億元拖累，EPS 達 0.68 元，季減 34.2%，低於本中心及市場預期 35.2%/27.7%。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	54,958	60,485	60,386	-0.2%	9.9%	60,198	59,830	0.3%	0.9%
營業毛利	16,859	18,815	18,343	-2.5%	8.8%	18,688	18,348	-1.8%	0.0%
營業利益	11,476	12,485	11,957	-4.2%	4.2%	12,789	12,385	-6.5%	-3.5%
稅前利益	13,703	14,950	10,514	-29.7%	-23.3%	15,331	13,791	-31.4%	-23.8%
稅後淨利	12,247	12,858	8,497	-33.9%	-30.6%	13,061	11,920	-34.9%	-28.7%
調整後 EPS (元)	0.99	1.03	0.68	-34.2%	-31.2%	1.05	0.94	-35.2%	-27.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	30.7%	31.1%	30.4%	-0.7	-0.3	31.0%	30.7%	-0.6	-0.3
營業利益率	20.9%	20.6%	19.8%	-0.8	-1.1	21.2%	20.7%	-1.4	-0.9
稅後純益率	22.3%	21.3%	14.1%	-7.2	-8.2	21.7%	19.9%	-7.6	-5.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 1Q25 毛利率財測遠低於本中心及市場預期係價格下滑、較高折舊成本及地震負面影響所致

鑒於消費性需求增加抵銷其他需求下滑，聯電預期 1Q25 出貨量將持平；然因一次性價格調整，ASP 將季減約 5%，因此營收將季減約 5%，UTR 將略微季減至約 70%。受價格下滑、折舊成本增加及地震損失，聯電預期 1Q25 毛利率將高於 25%。1Q25 美元營收財測大致符合本中心及市場預期，然毛利率財測遠低於本中心及市場預期 3.6 及 3.4 個百分點。本中心下調 1Q25 毛利率 2.4 個百分點至 26.2%，本業下調 15.6%至 86.8 億元，EPS 將季增 2.4%/年減 17.2%至 0.7 元，主因係 1) 4Q24 之低基期；2) 中國 28/40nm 產能持續開出導致的價格下滑；3) 新製程較高的折舊成本；4) 地震負面影響。

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	54,632	60,386	57,381	-5.0%	5.0%	56,617	56,376	1.3%	1.8%
營業毛利	16,899	18,343	15,049	-18.0%	-10.9%	16,176	16,011	-7.0%	-6.0%
營業利益	11,664	11,957	8,680	-27.4%	-25.6%	10,287	10,636	-15.6%	-18.4%
稅前利益	12,721	10,514	10,316	-1.9%	-18.9%	11,661	11,953	-11.5%	-13.7%
稅後淨利	10,456	8,497	8,703	2.4%	-16.8%	9,942	10,431	-12.5%	-16.6%
調整後 EPS (元)	0.84	0.68	0.70	2.4%	-17.2%	0.80	0.82	-12.8%	-14.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	30.9%	30.4%	26.2%	-4.2	-4.7	28.6%	28.4%	-2.4	-2.2
營業利益率	21.4%	19.8%	15.1%	-4.7	-6.3	18.2%	18.9%	-3.1	-3.8
稅後純益率	19.1%	14.1%	15.2%	1.1	-3.9	17.6%	18.5%	-2.4	-3.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 3：2025 年第 1 季公司財測與市場預估比較

	公司財測	市場共識	差異 (%)	附註
美元營收季變動 (%)	-5.0	-6.64	1.6	晶圓出貨量季持平 晶圓均價季減 5%(以美元計算)
毛利率 (%)	25.0	28.40	-3.4 ppt	產能利用率維持在 70% 毛利率高於 25%
2025 年資本支出 (十億美元)	1.8	2.43	-25.9	90%用於 12 吋，10%用於 8 吋。

資料來源：公司資料、元大投顧、Bloomberg

## UTR 復甦疲緩+沉重之成本壓力將不利未來 GM 展望

由於中國持續擴張成熟製程產能，因此目前除 28nm 供過於求之情形持續存在，對聯電 28nm 以上之製程 UTR 產生壓力。除 28nm UTR 仍在較健康之水準(80%以上)，其餘製程本中心預期將低於 70%，尤其 8 吋 UTR 將顯著落後 12 吋。毛利率因上升之折舊費用及能源成本持續承壓，2025 年折舊費用將年增超過 25%，2026 年折舊費用也將年增約 3%，本中心預估 2025 年毛利率將達 26.0%，年減 5.9 個百分點。

產能擴張部分，新加坡廠 P3 將於 2026 年 1 月進入量產，而 2H26 將放量。因新加坡廠產能建置大致完成，2025 年資本支出將年減約 38%至 18 億美元。

圖 4：2024-26 年財務預估與市場估值比較

(百萬元)	2024 估		2025 估		2026 估		與市場估值差異		
	元大	市場	元大	市場	元大	市場	2024 估	2025 估	2026 估
營業收入	232,302	231,706	241,067	248,295	265,807	272,500	0.3%	-2.9%	-2.5%
營業毛利	74,040	75,817	62,796	78,372	73,197	89,497	-2.3%	-19.9%	-18.2%
營業利益	49,998	52,026	37,954	54,881	47,508	62,523	-3.9%	-30.8%	-24.0%
稅前利益	54,605	59,178	44,592	58,926	53,013	66,530	-7.7%	-24.3%	-20.3%
稅後淨利	45,597	50,682	37,605	51,417	44,679	57,278	-10.0%	-26.9%	-22.0%
調整後 EPS (元)	3.67	4.05	3.01	4.12	3.58	4.63	-9.5%	-26.8%	-22.6%
重要比率 (%)							ppt	ppt	ppt
營業毛利率	31.9%	32.7%	26.0%	31.6%	27.5%	32.8%	-0.8	-5.6	-5.3
營業利益率	21.5%	22.5%	15.7%	22.1%	17.9%	22.9%	-1.0	-6.4	-5.0
稅後純益率	19.6%	21.9%	15.6%	20.7%	16.8%	21.0%	-2.3	-5.1	-4.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

圖 5：2024-26 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		2026 估		調整前後差異		
	調整後	調整前	調整後	調整前	調整後	調整前	2024 估	2025 估	2026 估
營業收入	232,302	232,115	241,067	245,541	265,807	272,369	0.1%	-1.8%	-2.4%
營業毛利	74,040	74,385	62,796	76,917	73,197	89,452	-0.5%	-18.4%	-18.2%
營業利益	49,998	50,830	37,954	53,289	47,508	65,066	-1.6%	-28.8%	-27.0%
稅前利益	54,605	59,422	44,592	58,783	53,013	69,952	-8.1%	-24.1%	-24.2%
稅後淨利	45,597	50,161	37,605	50,087	44,679	59,580	-9.1%	-24.9%	-25.0%
調整後 EPS (元)	3.67	4.04	3.01	4.03	3.58	4.79	-9.2%	-25.2%	-25.3%
重要比率 (%)							ppts	ppts	ppts
營業毛利率	31.9%	32.0%	26.0%	31.3%	27.5%	32.8%	-0.1	-5.3	-5.3
營業利益率	21.5%	21.9%	15.7%	21.7%	17.9%	23.9%	-0.4	-6.0	-6.0
稅後純益率	19.6%	21.6%	15.6%	20.4%	16.8%	21.9%	-2.0	-4.8	-5.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

圖 6：台灣晶圓廠在中國、台灣以外位於亞洲之產能規劃

Company	Fab	Type	Location	Node	Capacity (8"-based kwpm)	Remarks
UMC	12M	12"	Japan	90/65/40nm	83	Will add 10kwpm in 2025.
	12i	12"	Singapore	130/90/65/40/28/22nm	123	1) 12i P3 will commence in late-2024 and ramp up in 1Q26. 2) Plan capacity: 30kwpm
TSMC	SSMC	8"	Singapore	130nm	68	1) Will enter MP in late-2024 for phase 1. 2) Design capacity: 22/28nm of 45kwpm plus 7/16nm of 10kwpm 3) Phase 2 will start construction in 2H24 and will enter MP in late-2027.
	Fab 23	12"	Japan	28/22/16/14/12/7nm		
	Fab 3E	8"	Singapore	130nm	40	
VIS	VSMC	12"	Singapore	130nm	55	1) Start construction in the end of 2024. 2) Innital capacity in 2026: 10kpm 3) Plan to reach breakeven capacity 31kpm in 2028 and full capacity 55kpm in 2029

資料來源：公司資料、元大投顧

## 美國設備出口禁令趨嚴將緩解 28nm 產能供給過剩之情形










美國商務部於 2022 年 9 月發布用於先進製程(採用 FinFET 之 16nm 以下製程)之設備出口管制禁令，根據本中心供應鏈調查，若設備所採用之零件 25%以上使用美國所擁有之專利或技術，設備販賣至有疑慮之國家(中國及俄羅斯等)，即須獲得美國商務部核可後才可出口。後續因美國欲增強出口管制之範圍及廣度，因此邀請全球設備出口領導國家荷蘭及日本商討一同增加設備出口限制之廣度，主要限制出口之國家為中國。2023 年 7 月荷蘭政府宣布晶片技術之出口禁令，ASML 為最主要之受限制設備商，主要新納入管制之設備為較先進之 DUV，ASML 解讀應為 TWINS CAN NXT：2000i 及更先進之浸潤式 EUV 設備無法出口至中國，本中心認為此措施將導致未來中國晶圓廠擴廠大致上將集中於 40nm 及以上之製程，2023 年宣布之 22/28nm 成熟製程新產能擴張將遭受限制，晶圓製造之所需時間及良率將受到負面影響；2023 年 3 月日本也宣布於 7 月起進行設備出口之管制，初步判斷限制範圍應僅為 16/14nm 以下 FinFET 邏輯產品，因此額外影響應該不大。先前市場擔憂 22/28nm 因中國產能擴張迅速而將最早於 2023 年進入供過於求之趨勢，而成熟製程將長期處於供過於求之情勢，本中心認為此不利因素將可緩解，而 22/28nm ASP 展望也可維持穩定，有利於聯電新增產能之獲利率穩定度。

圖 7：各國設備出口禁令比較

	Oct-22	Oct-22	Dutch	Japan
Policy launch time	Oct-22	Oct-22	Mar-23	Mar-23
	<ul style="list-style-type: none"> <li>New restrictions implies ASML cannot ship DUV 1980i to China.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Expands the scope of foreign-produced items subject to license requirements to twenty-eight existing entities on the Entity List that are located in the PRC</li> <li>Adds certain semiconductor manufacturing equipment and related items to the Commerce Control List (CCL)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dutch government would publish the new regulations "before the summer."</li> <li>It specified one technology that will be impacted is "DUV" lithography systems</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>The measure, similar to the U.S. curbs in scope, will be implemented in July.</li> <li>10 Japanese companies including leading gear maker Tokyo Electron would need to get licenses to export semi-equipment.</li> <li>The impacted tools include silicon wafers cleaning of impurities, extreme ultraviolet mask-testers, as well as immersion lithography machines</li> </ul>
Details				
Restricted nodes	<ul style="list-style-type: none"> <li>Extended from less than 1.5nm and less to greater than 1.5nm but less than or equal to 2.4nm.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Logic chips with non-planar transistor architectures (i.e., FinFET or GAAFET) of 16nm or 14nm, or below;</li> <li>DRAM : &lt; 18nm half-pitch;</li> <li>NAND Flash : &gt; 128 layers</li> </ul>	<p>The immersion DUV is used in manufacturing:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Logic chips below 14nm;</li> <li>DRAM below 12nm (Mainstream technology has shifted from 1Z to 1alpha and 1beta);</li> <li>NAND more than 92 layers (Mainstream technology of NAND has shifted from 1XX layer to 1YY layer);</li> </ul>	
Impacted equipment vendors	ASML	Lam Research, Applied Materials and KLA	ASML	Tokyo Electron · Screen Holdings, Lasertec and Nikon
Impacted China foundry			SMIC · YMTG · CXMT	

資料來源：美國商務部、荷蘭政府、日本防衛署、元大投顧











圖 8：晶圓代工業者成熟製程擴產計畫

Company	Location(s)	Technology node	Applications	Announced plans for fab capacity build/addition
	Hsinchu/Taichung/Tainan/Kaohsilung, Taiwan	2/3/5nm	HPC/AP	1) Kaohsiung and Hsinchu (Baoshan) fab will focus on 2nm. 2) Tainan fab will focus on 3nm. 3) The Taichung fab is still under evaluated, and the progress is in lin with expactation, mainly for 2nm or below nodes. 4) Some 7nm capacity expansion has been pushed off given weak demand situation.
	Arizona, US	2/3/5nm	HPC	1) TSMC will invest over US\$ 65bn to build three fabs in Phoenix, Arizona, and total and total capacity will be over 50k wpm. 2) The first fab will invest US\$12bn in the Arizona fab to ramp up 20k wpm in 1H25 with its 4nm technology. 3) The second fab will focus on 2nm start production in 2028 with an additional US\$25+bn investments. 4) The third fab will focus on 2nm or more advanced node and start production by the end of the decade. 5) TSMC estimates that end-product value will be more than US\$40bn per year when all the capacity completes construction.
	Nanjing, China	28nm	Embedded memory/Auto-related chip	The board has approved capital budget of US\$2.9bn for 28nm process capacity expansion, will start production in 2H22 and target 40k wpm by mid-2023.
	Kumamoto, Japan	6/7/12/16/22/28/40nm	ISP/CIS/Auto-related chip	1) Expects to start Fab1 construction in 2022 and mass production in 4Q24. 2) Fab 2 with 6/7nm is scheduled to commence construction by the end-24 and begin operation by the end-27. 3) Announces to found the JV JASM with key clients like Sony and Denso. 4) Total investment amount is expected to reach US\$20bn. TSMC/Sony/Denso/Toyota will hold 88.5%/6.0%/5.5%/2.0% shares in JASM, respectively. 5) Design capacity: 22/28nm of 45k wpm plus 6/7/12/16nm of 55k wpm.
	Dresden, Germany	12/16/28/22nm	Auto/Industrial chip	1) TSMC has collaborated with Robert Bosch, Infineon, and NXP to found a joint venture called the European Semiconductor Manufacturing Company (ESMC). 2) Total investment in ESMC will reach over EUR10bn. ESMC will receive a government subsidy under the European Chips Act. 3) TSMC will own 70% of ESMC at below EUR3.5bn. Robert Bosch, Infineon, and NXP will each hold 10% stakes. 4) ESMC's planned capacity is 40kwpn for 28/22/16/12nm nodes. 5) Construction will start in 4Q24, and will enter mass production by end-27.
	Tainan, Taiwan	22/28nm	OLED DDIC/ISP/TV SoC/IoT	1) UMC added 10k wpm capacity in P5 for 28nm in 2022. 2) UMC announced US\$3bn to add 32.5k wpm in its Fab 12A P6 in Tainan, and entered mass production in mid-23. 3) For 32.5k wpm capacity, 12k wpm came online at end-4Q23. 4) In Sep-24, P6 capacity will reach 31.5 kwpn. 5) UMC expects overall capacity to grow at 4.9% YoY in 2023, mainly for P6.
	Xiamen, China	22/28nm		Expects 5k wpm expansion in 12X P1 in 2022.
	Mie, Japan	90/65/40nm	IGBT	1) Will construct one IGBT production line with Denso, targeting to enter mass production in 1H23. 2) Planned capacity will be 10k wpm in 2025.
	Singapore	22/28nm	OLED DDIC/non-volatile embedded memory/RFSOI/mixed-signal	1) Total investment in Fab 12i P3 will be US\$5bn. 2) Plans to add 30k wpm capacity in phase 1, and will commence in late-2024. 3) Will MP in Jan-26, and ramp up in 2H26.
	Crolles, France	18nm	FD-SOI Automotive/IoT/mobile	1) Targets annual capacity to reach 620k by 2026. 2) Total investment amount will be above EUR5.7bn. 3) The fab will be joint venture from GlobalFoundries and STMicro. GlobalFoundries will hold 58% shares, and STMicro will account for 42% shares.
	New York, US Singapore Dresden, Germany	12-90nm FD-SOI	RF SOI/BCD/FDX/NVM	1) Announced to invest US\$4bn to build 37.5k wpm capacity in Singapore, focusing on auto, mobile and IoT applications. 2) Finished installation at new fab in Singapore in 2H22, and started mass production in 1H23. 3) The output in 2023 was triple compared to 2020 in New York, Germany and Singapore. 4) Annual capacity target of over 3mn in 2024 is still on track.
Company	Location(s)	Technology node	Applications	Announced plans for fab capacity build/addition
	China	12"	RF/MCU/High voltage DDI/CIS	1) SMIC added overall capacity by 130-150k wpm (8" equivalent) in 2022. 2) 2023 capacity increase was around 100k wpm (8" equivalent).
	Tianjin and Shenzhen, China	8"	MOSFET/Sensor/Analog Mixed Signal	SMIC expanded capacity in 2022.
	Shenzhen, China	28nm and above	DDI/CIS/PMIC	1) SMIC has entered into the Cooperation Framework Agreement with Shenzhen government to build a facility focusing on 28nm-and-above process with 40k wpm capacity by US\$2.35bn. 2) Has entered MP. 3) Plans to add 20k wpm in 3Q24, reaching 40k wpm for overall capacity.
	Beijing, China	28nm and above	Not specific mention	1) Expects to build phase 1 for FAB3P1 in Beijing, and will complete construction in 2024 with 12" capacity of 100k wpm. 2) Has entered trail production in 4Q22.
	Shanghai, China	28nm and above	Not specific mention	1) SMIC has entered into the Cooperation Framework Agreement with Lin-Gang FTZ Administration to build a facility focusing on 28nm-and-above process with 100k wpm capacity with investment amount at US\$8.87bn. 2) Plans to add 40k wpm in 2Q24, and another 30k wpm in 4Q24.
	Tianjin, China	28-180nm	Communication, automotive, consumer and industrial applications	1) SMIC has entered into the Cooperation Framework Agreement with government of Tianjin's Xiqing district to build a facility by US\$7.5bn. 2) Target capacity is 100k wpm. 3) JVs initial registered capital will be US\$5bn. 4) Plans to add 20k wpm in 4Q24.
	Wuxi, China	40/55/65nm	RF/NOR Flash/CIS/IGBT/Super-junction	1) Expects Wuxi Fab 2 phase 1 capacity to reach 94.5k wpm by 1H24. 2) Wuxi Fab 2 capacity will move in equipment in September, and ramp up in 2025. 3) Wuxi Fab 9 will start production in 2H24 for 40/55nm nodes. 4) Capacity for Wuxi Fab 9 at phase 1 will be 60-70k wpm, and maximum capacity will be 83k wpm. 5) For Fab 9, 20 kwpn for power discrete, and others for specialty process Flash and PMIC.
	Shanghai, China	0.11/0.13/0.15/0.18um	Not specific mention	Expects to improve product mix and higher UTR for additional capacity in 8" in 2022.
	Miaoli, Taiwan	40/55nm	PMIC/MCU/RF IC	1) PSMC has begun the construction of a 12" fab in Miaoli (total outlay is around NT\$287bn, or US\$10.3bn). 2) Targets 35k wpm capacity at phase 1. 3) Entered risk production for 40/55nm in 3Q23. 4) Will start production in 4Q24. 5) Capacity will reach 8.5kwpn in 2H24 to early-25.
	Japan	28-55nm	Auto chip	1) Signed agreement with SBI to build 12" foundry. 2) May enter MP in 2026F.
	Zhunan, Taiwan	0.11/0.18um	MOSFET/IGBT	1) Initial capacity is estimated to be 10kwpn, and plan capacity will be 40kwpn. 2) Expanded 10k wpm capacity in 2022, and ramped up in 2H22.
	Agrate, Italy	65/90/130nm	Analog Mixed Signal/RF	1) Tower installed equipment in Agrate R3 fab, which is shared by STMicro. 2) Designed capacity for Agrate R3 fab is 60k wpm, and Tower acquired 20k wpm. 3) Finished equipment installation in end-21, and started production in 2H22. 4) Targets automotive, industrial and consumer electronics applications.
	New Mexico, US	N.A.	Analog Mixed Signal	Signed an agreement with Intel that Intel will provide foundry services and 300mm wafer capacity, and Tower Semiconductor will invest US\$ 300mn to own equipment and fixed assets in the facility.
	Hefei, China	40/55/80/90nm	LCD/OLED DDI/CIS/MCU/PMIC	1) Nexchip's installed capacity reached 100k wpm by year end of 2021 for Fab N1. 2) Has filed IPO documents in May 11, and expects to fund by RMB9.5bn, down from previous RMB12bn for CIS, MCU, logic IC and OLED DDI. 3) Current capacity: 120k wpm in June, 2024 4) Fab N2: new 12" fab with 45k wpm in 2024, which mainly produces PMIC/DDI/MCU/CIS at 40/55nm. 5) Fab N3: equipment move-in now.
	South Korea	12"	DDI/PMIC	1) DB HiteK targets to spend KRW4tn to expand its foundry business. 2) Will spend KRW2.5tn to secure 20k wpm capacity, and KRW1tn to seek potential M&A.
	Erseong, South Korea	8"	CIS, Mixed signal, BCDMOS, RF, MEMS, DDI and MCU	1) DB HiteK expects to increase monthly capacity from 140k wpm to 151k wpm in 2024. 2) With the expansion, Fab 1 capacity will reach 91k wpm, Fab 2 capacity will reach 60k wpm.
	Hsinchu/Taoyuan, Taiwan	0.5/0.35/0.25/0.18 um	DDI/PMIC/GaN	1) At the end of 2024, VIS's capacity will be expanded to ~3,387k wpy, mainly contributed by the expansion of Fab 5. 2) Fab 5 capacity will reach 15k wpm in Aug-24. 3) GaN on QST, targeting >650V high voltage niche market, Gen 1.0 has MP, Gen 2.0 will finished qualification in 3Q24 and expected to enter trial production in 4Q24. 4) GaN on silicon has entered final qualification stage, and will enter MP in 3Q24.
		8"	DDI/PMIC/MEMS/Auto	1) Constantly benefited from the outsourcing of IDM.
	Singapore	40-130nm	Mixed-signal, power management, and analog	1) Plant construction is scheduled to begin in 2H24F, with mass production from 2027F. 2) Equipment installation is scheduled to begin in 2026F at the earliest. 3) Capacity will reach 55kwpn in 2029. 4) Total investment amount will be US\$7.8bn, and VIS/NXP will take 60/40%, respectively.
	Sarawak, Malaysia	0.35/0.25/0.18/0.13 um	Logic/Mixed signal/Embedded Flash/CIS/CCD/High voltage/Flash	1) Total investment US\$1bn from 2023-25 will be mainly invested in capacity expansion in Malaysia, and capacity conversion in French. 2) The total capacity excluding SiC will leap from 530wpm in 2022 to 1,700 wpm in end-26.
	Corbeil-Essonnes, French	0.18/0.13 um	Analog/Mixed signal	
	Erfurt, Dresden, Itzehoe, Germany	1.0/0.8/0.6/0.35 um	Analog/Mixed signal/EEPROM/SOI/ MEMS/RF	
	Texas, US	6" SiC	Not specific mention	1) Will spend US\$ 200mn to expand capacity and produce 8" SiC wafer. 2) SiC Fab capacity will reach 12kwpn in end-24.
	Guangzhou, China	12"	MEMS/ Mechanic, acoustics, Microfluidic Flow, and Bio Sensor IC/ ASIC	1) Expected to Initiate production in the end of 2024 2) Capacity expected to reach 20kpm in the end of 2025 3) Total investment for zsemi's project will be \$RMB 37bn; zsemi already invested 7bn in first investment phase.

資料來源：公司資料、元大投顧



圖 9：IDM 成熟製程擴產計畫

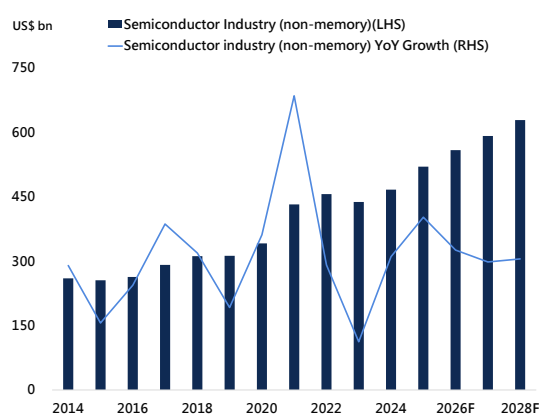
Company	Location(s)	Technology node	Applications	Announced plans for fab capacity build/addition
	New Mexico, US	45/32/22nm	IoT/Ethernet controller /Connectivity	1) Intel announced a US\$3.5bn upgrade to a fab in Rio Rancho, which is mainly for advanced packaging including a boost to its Foveros technology. 2) Signed an agreement with Tower Semiconductor that Intel will provide foundry services and 300mm wafer capacity, and Tower Semiconductor will invest US\$ 300mn to own equipment and fixed assets in the facility.
	Germany	180nm	Analog Mixed Signal/ Logic	1) announced capacity expansion plan in Germany on April 27, 2021.
	Texas, US	45/65nm	Industrial/Automotive	1) New fab RFAB2 came online in 3Q22. 2) Expects analog capacity to double when fab RFAB2 construction completes. 3) Announced four new fabs construction plan on Nov 18, 2021, and total investment amount will reach US\$30bn. 4) Started two new fabs construction in 2022, and expects to start production in 2025 for Fab 1 in Sherman, Texas. 5) Has 12" fab roadmap from 2025-2035 with Sherman Complex. 6) Will continue increasing capacity incrementally in 2022.
	Utah, US	45/65nm	Analog/Embedded product	1) Purchased from Micron 2) Started production in 1Q23. 3) Second fab started construction in 2H23, and will enter mass production in 2026 at the earliest with overall capex of US\$1.1bn.
	Dresden, Germany	90nm	Analog Mixed Signal/ Power IC	1) Infineon plans to spend EUR5bn for new plant, and started construction in 2023 & production in 3Q26. 2) Will continue expanding capacity in existing fab.
	Villach, Austria	TBA	Power IC (SiC and GaN) for EV/data center/solar and wind energy	1) The new factory will provide Infineon with an additional sales potential of around EUR2bn per year. 2) Total investment for the new fab costs EUR1.6bn.
	Kulim High Tech Park, Malaysia	8"	Power IC (SiC and GaN)	1) Infineon expects to transfer its SiC and GaN epitaxy production to Kulim Hi-Tech Park and expand its manufacturing base, whose investment is above EUR2bn. 2) Infineon targets to complete construction and start shipment by 3Q24. 3) Infineon expects sales amount to reach EUR2bn for new fab every year when equipment is fully loaded. 4) Targets revenue to reach EUR3bn by 2027.
	Nagasaki, Japan	45nm	CIS	1) Sony invested JPY100bn (around US\$920mn) to expand Fab5 capacity. 2) Fab5 has started operation since April, 2021. 3) Capacity expansion at next stage has started in May, 2022. 4) Sony expects to invest JPY900bn for semiconductor business in FY2021-23 vs. JPY580bn in FY2018-20, and most of it will be used in Nagasaki for CIS capacity expansion.
	Crolles/Tours, France Agrate/Catania, Italy Bouskoura, Morocco Singapore Shenzhen, China	32-150nm	Analog Mixed Signal/Logic/ Discrete	1) STMicro will invest US\$3.4-3.6bn in 2022, and US\$2.1bn for capacity additions and mix change in our manufacturing footprint. 2) US\$2.1bn capex will be used for 12" capacity expansion in Crolles, Italy, 8" analog in Singapore, 6" SiC in Catania and Singapore, testing and assembly business in Shenzhen and Bouskoura. 3) US\$900mn for new 12" fab build in Agrate and GaN & SiC initiatives 4) STMicro expects its 12" capacity to double by 2025 vs. 2022 level. 5) New fab in Tours, France entered mass production in 2023.
	Agrate/Catania, Italy	32-90nm	Analog Mixed Signal/BCD/eNVM	1) The fab had wafer-start in 3Q22, and ramp up in 1H23. 2) STMicro will acquire 40k wpm capacity in Agrate R3 fab.
	Yamanashi, Japan	12" (55/90nm)	Power IC (IGBT and MOSFET) for EV	1) Will invest at JPY90bn to reopen a 12" Kofu fab in 2024 in Kai City, Yamanashi, Japan. 2) The capacity of power IC will double when Kofu fab completes. 3) Will complete equipment move-in for 10k wpm capacity before August 2026.
	Kumamoto, Japan	130nm	MCU for automotive	1) Will complete equipment move-in for 29.1k wpm capacity before March 2025.
	Ibaragi, Japan	40nm	MCU for automotive	1) Will complete equipment move-in for 10k wpm capacity before February 2025. 2) For equipment capex for three fabs, overall investment amount will reach JPY47.7bn, and subsidy from Japan government will be JPY15.9bn.
	Fukuoka, Japan	6"/8"	SiC	1) New fab entered mass production in December 2022 in Fab Apollo in Chikugo. 2) Targets to produce 8" SiC before 2025. 3) Targets 2025 capacity to become six times to that in 2021.
	Hangzhou, China	12"	Power IC	1) Will invest CYN 6.5bn for 30 kwpm 12", SiC Power discrete, and auto semi back-end packaging capacity.
	Xiamen, China	12"	Power IC	
	Xiamen, China	4/6"	SiC	
	Shenzhen, China	12"	Power IC (IGBT and MOSFET)	1) Invested CYN 22bn. 2) Capacity will reach 40 kwpm in end-24

資料來源：公司資料、元大投顧

## 半導體產業於 2025 年持續成長，將帶動晶圓代工產業營運回溫

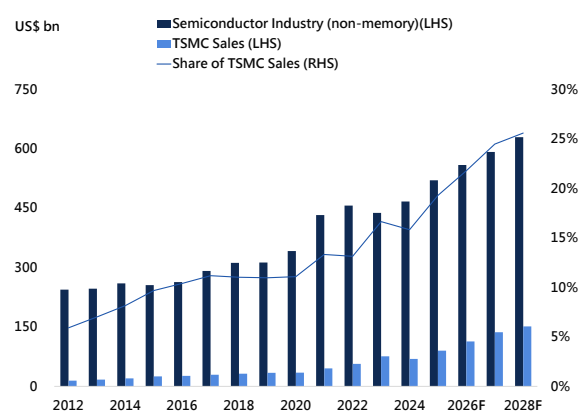
本中心預期 2025 年半導體產業(排除記憶體)營收將受惠於 AI 晶片持續強勁的需求與消費性產品的溫和成長。受惠於 IDM 持續擴大外包晶圓代工之趨勢，晶圓代工於半導體產業之佔比持續提高，本中心預期佔比將由 2020 年之 22% 上升至 2025 年之 25%，且每年營收成長皆優於半導體產業。本中心認為 1Q25 起消費性、手機及 PC 等需求緩慢復甦，將逐漸帶動晶圓代工產業重回季增趨勢。

圖 10：半導體(除記憶體)產業將於 2025 年持續年增



資料來源：元大投顧預估

圖 11：晶圓代工產業於半導體產業持續增加市佔率



資料來源：元大投顧預估



## 獲利調整與股票評價

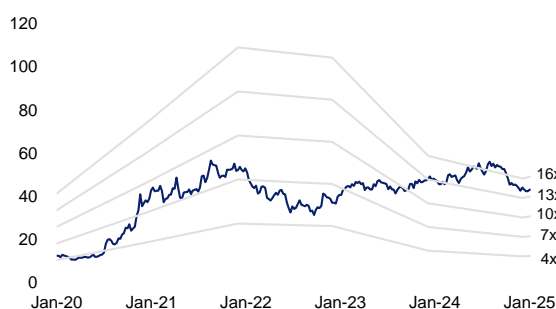
### 需求緩步復甦與結構性問題越發嚴峻，維持持有評等

聯電預期今年 Addressable 市場將成長 0-3%，而聯電營收成長將優於此數字。然因未掌握大部分 AI 商機，因此成長遠低於晶圓代工產業之 15-20% 成長。公司預期今年折舊費用將年增 27-30%，且將於 2027 年觸頂，本中心認為長期毛利率展望遭受承壓，同時中國激烈競爭將使聯電 UTR 維持於現在較低之水準，因此長期毛利率恐難回升至 30% 以上。本中心預估 2025 年營收將年增 3.8% 至 2,410 億元，毛利率 26.0%，年減 5.9 個百分點，本業獲利 379.5 億元，年減 24.1%，下修 28.8%。EPS 3.01 元，年減 17.8%，下修 25.2%，其中營收低於市場預期 3%，毛利率較市場預期低 5.6 個百分點，EPS 3.01 元，低於市場預期 26.8%。

過去 5 年聯電交易於 4-16 倍 Forward PE，目前則交易於 11.7 倍 2024 年或 14.3 倍 2025 年本益比，對比國外同業平均之 28.3 或 23.7 倍本益比及國內同業平均之 23.0 及 18.9 倍本益比已屬合理範圍，係因本中心預期其毛利率於此次成熟製程需求緩慢復甦下維持 30% 以下。

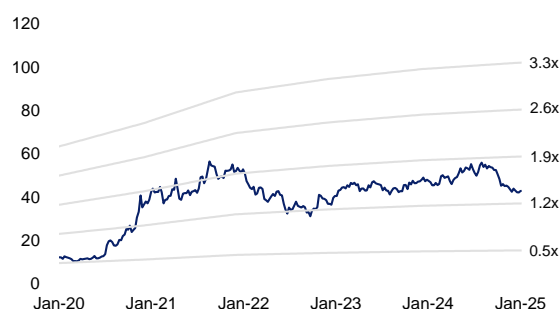
考量較高之折舊費用及價格下滑影響毛利率下降，本中心分別下調 2025-26 年 EPS 25.2%/25.3%。需等至消費性需求全面復甦才可大幅推升聯電之 UTR 及獲利結構，目標價自 44 元下調至 39 元，基於 13 倍的 2025 年預估 EPS 3.01 元推得。

圖 12：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
聯電	2303 TT	持有-超越 同業	43	15,850	3.67	3.01	3.58	11.7	14.3	12.0	(43.8)	(17.8)	18.8
國外													
Intel	INTC US	未評等	20	85,052	(0.1)	1.0	1.7	-	20.2	11.3	-	-	78.7
Globalfoundries	GFS US	未評等	42	23,123	1.5	1.7	2.4	27.4	24.2	17.8	(31.8)	13.0	36.1
Texas Instruments Inc	TXN US	未評等	198	180,172	5.1	5.8	6.6	38.8	33.9	29.8	(28.0)	14.5	13.6
Samsung	005930 KS	未評等	54,300	247,781	4,840.9	4,855.1	6,127.1	11.2	11.2	8.9	127.2	0.3	26.2
DB HiTek	000990 KS	未評等	33,500	1,023	4,949.8	5,705.5	7,638.7	6.8	5.9	4.4	(20.7)	15.3	33.9
SMIC	981 HK	未評等	36	53,888	0.6	0.8	1.0	57.5	43.0	34.3	(27.2)	33.7	25.4
Hua Hong Semiconductor	1347 HK	未評等	23	6,454	0.5	1.0	1.3	45.3	24.5	18.1	(65.1)	85.0	35.0
Tower Semiconductor	TSEM IT	未評等	51	5,631	4.7	1.9	2.3	10.9	27.0	22.5	109.9	(59.7)	19.8
國外平均								28.3	23.7	18.4	9.2	14.6	33.6
國內													
台積電	2330 TT	買進	1,105	870,279	45.2	61.2	73.7	24.4	18.1	15.0	40.0	35.4	20.4
世界	5347 TT	持有-落後 同業	94	5,306	4.4	4.7	4.7	21.5	19.8	19.9	(3.3)	8.7	(0.6)
力積電	6770 TT	未評等	14	1,823	(0.4)	(0.7)	1.6	-	-	9.0	-	-	-
國內平均					16.4	21.7	26.7	23.0	18.9	14.6	18.3	22.0	9.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 15：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
聯電	2303 TT	持有-超越 同業	43	15,850	8.1	6.3	7.4	30.06	30.91	31.63	1.4	1.4	1.4
國外													
Intel	INTC US	未評等	20	85,052	(2.1)	4.0	5.0	25.2	26.1	27.8	0.8	0.8	0.7
Globalfoundries	GFS US	未評等	42	23,123	6.9	8.0	9.8	21.8	23.1	25.1	1.9	1.8	1.7
Texas Instruments Inc	TXN US	未評等	198	180,172	26.3	29.2	32.6	18.8	19.5	18.8	10.5	10.2	10.5
Samsung	005930 KS	未評等	54,300	247,781	8.7	8.3	9.6	56,787.1	60,640.7	65,385.7	1.0	0.9	0.8
DB HiTek	000990 KS	未評等	33,500	1,023	11.9	12.5	14.7	42,530.0	47,467.0	54,302.0	0.8	0.7	0.6
SMIC	981 HK	未評等	36	53,888	2.7	3.8	4.6	21.4	22.2	23.4	1.7	1.6	1.5
Hua Hong Semiconductor	1347 HK	未評等	23	6,454	1.7	2.9	3.7	29.9	30.7	32.1	0.8	0.8	0.7
Tower Semiconductor	TSEM IT	未評等	51	5,631	11.3						NA	NA	
國外平均					8.4	9.8	11.5				2.5	2.4	2.4
國內													
台積電	2330 TT	買進	1,105	870,279	30.1	32.5	30.6	166.3	210.5	271.2	6.6	5.2	4.1
世界	5347 TT	持有-落後 同業	94	5,306	16.8	17.9	14.5	25.4	33.3	30.5	3.7	2.8	3.1
力積電	6770 TT	未評等	14	1,823	(7.6)	(1.0)	6.3	21.7	20.1	22.8	0.7	0.7	0.6
國內平均					13.1	16.5	17.1	71.1	87.9	108.2	3.7	2.9	2.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 16：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	54,632	56,799	60,485	60,386	57,381	58,529	63,211	61,947	232,302	241,067
銷貨成本	(37,733)	(36,816)	(46,351)	(42,043)	(42,331)	(43,781)	(46,351)	(45,807)	(158,262)	(178,271)
營業毛利	16,899	19,983	18,815	18,343	15,049	14,747	16,860	16,139	74,040	62,796
營業費用	(5,748)	(6,311)	(6,329)	(6,386)	(6,369)	(6,145)	(6,195)	(6,133)	(24,042)	(24,842)
營業利益	11,665	13,891	12,485	11,957	8,680	8,602	10,665	10,007	49,998	37,954
業外利益	1,056	2,529	2,465	(1,443)	1,636	1,691	1,722	1,588	4,607	6,638
稅前純益	12,721	16,420	14,950	10,514	10,316	10,293	12,387	11,595	54,605	44,592
所得稅費用	(2,291)	(2,645)	(2,122)	(2,054)	(1,651)	(1,647)	(1,982)	(1,855)	(9,113)	(7,135)
少數股東權益	(27)	(11)	(30)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)	105	148
歸屬母公司稅後純益	10,456	13,786	12,858	8,497	8,703	8,683	10,442	9,777	45,597	37,605
調整後每股盈餘(NT\$)	0.84	1.11	1.03	0.68	0.70	0.70	0.84	0.78	3.67	3.01
調整後加權平均股數(百萬股)	12,414	12,414	12,436	12,481	12,481	12,481	12,481	12,481	12,481	12,481
重要比率										
營業毛利率	30.9%	35.2%	31.1%	30.4%	26.2%	25.2%	26.7%	26.1%	31.9%	26.0%
營業利益率	21.4%	24.5%	20.6%	19.8%	15.1%	14.7%	16.9%	16.2%	21.5%	15.7%
稅前純益率	23.3%	28.9%	24.7%	17.4%	18.0%	17.6%	19.6%	18.7%	23.5%	18.5%
稅後純益率	19.1%	24.3%	21.3%	14.1%	15.2%	14.8%	16.5%	15.8%	19.6%	15.6%
有效所得稅率	18.0%	16.1%	12.8%	19.5%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.7%	16.0%
季增率(%)										
營業收入	-0.6%	4.0%	6.5%	-0.2%	-5.0%	2.0%	8.0%	-2.0%		
營業利益	-6.1%	19.1%	-10.1%	-15.2%	-27.4%	-0.9%	24.0%	-6.2%		
稅後純益	-20.8%	31.9%	-6.7%	-41.3%	2.4%	-0.2%	20.3%	-6.4%		
調整後每股盈餘	-14.9%	31.9%	-6.7%	-34.2%	2.4%	-0.2%	20.3%	-6.4%		
年增率(%)										
營業收入	0.8%	0.9%	6.0%	9.9%	5.0%	3.0%	4.5%	2.6%	4.4%	3.8%
營業利益	-14.8%	2.8%	-4.2%	8.8%	-25.6%	-26.2%	-14.6%	-16.3%	-13.6%	-24.1%
稅後純益	-30.7%	-7.1%	-15.2%	-30.6%	-16.8%	-37.0%	-17.1%	15.1%	-26.0%	-17.7%
調整後每股盈餘	-32.1%	-7.1%	-15.2%	-31.2%	-17.2%	-37.0%	-18.8%	15.1%	-43.8%	-17.8%

資料來源：公司資料、元大投顧預估、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

聯電設立於 1980 年，主要業務為晶圓製造服務，其製程以 22nm 以上的成熟製程為主。主要廠區分布於台灣、中國廈門、日本以及新加坡。客戶包含聯發科、Qualcomm、Samsung、NXP、德州儀器等国际大廠。公司發展策略不同於台積電，其以晶圓製造服務為基礎，轉投資多家半導體晶片設計公司，並以自有產能及技術扶植半導體晶片設計公司，而當半導體晶片設計公司之產品在市場中具競爭優勢取得需求量時，亦將回饋聯電，得以維持晶圓代工產能利用率，案例如聯陽、聯詠、智原、原相、盛群等 IC 設計及設計服務公司。

圖 17：前十大股東

Name	Holding %
Polaris Securities Investment Trust	4.12
Capital Securities Investment Trust	3.88
Hsun Chien Invest Corp.	3.52
Black Rock Investment	3.48
Fubon Financial Holding Co Ltd	3.27
Fuh Hwa Investment Trust Co Ltd.	3.09
Vanguard Group Inc/The	2.31
Silicon Integrated Systems Corp	2.13
Cathy Securities Investment Trust Co Ltd/Taiwan	2.08
Taiwan Life Insurance Co. Ltd	1.75

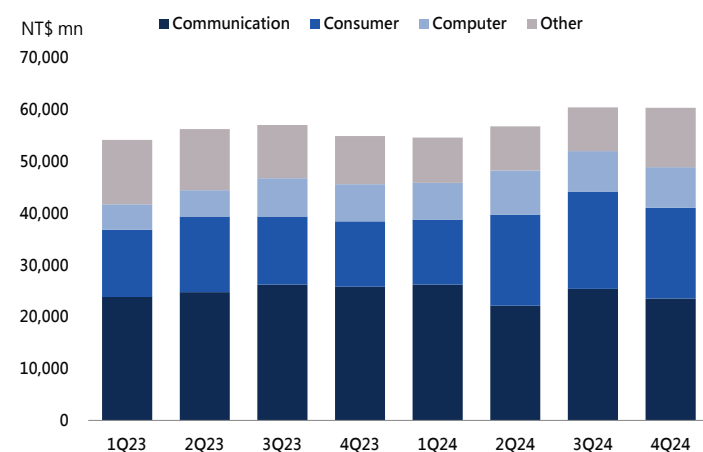
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 18：廠區分布

Types	Fabs	Location
12-inch Wafer Fab	12A	Tainan
	12i	Singapore
	United Semi (Fab 12X)	Xiamen, China
	USJC (Fab 12M)	Kuwana, Mie, Japan
8-inch Wafer Fab	8A	Hsinchu
	8C	Hsinchu
	8D	Hsinchu
	8E	Hsinchu
	8F	Hsinchu
	8S	Hsinchu
	HeJian, Fab 8N	Suzhou
6-inch Wafer Fab	Wavetek (WTK)	Hsinchu

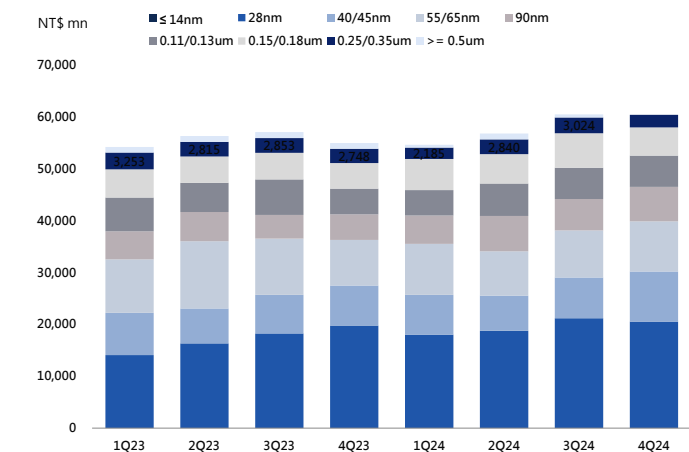
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 19：營收應用別占比



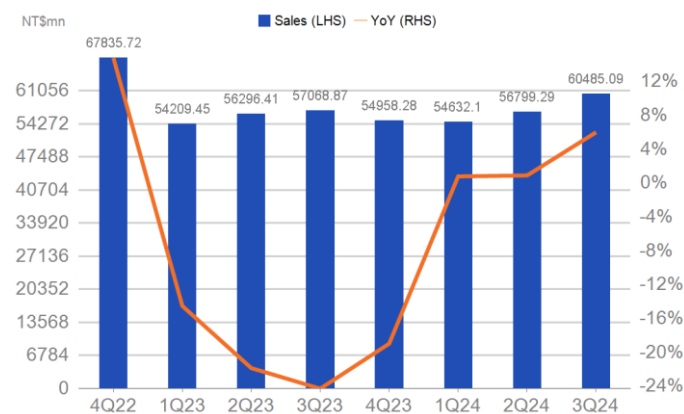
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 20：營收製程節點占比



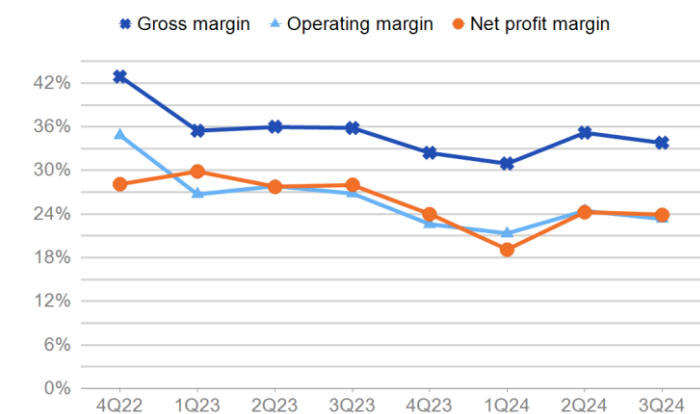
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 21：營收趨勢



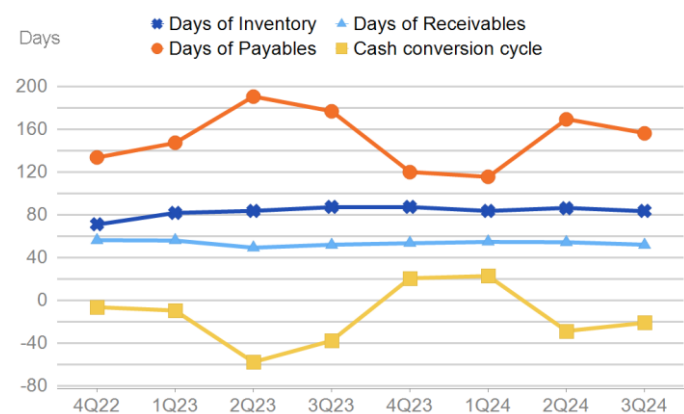
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：毛利率、營益率、淨利率



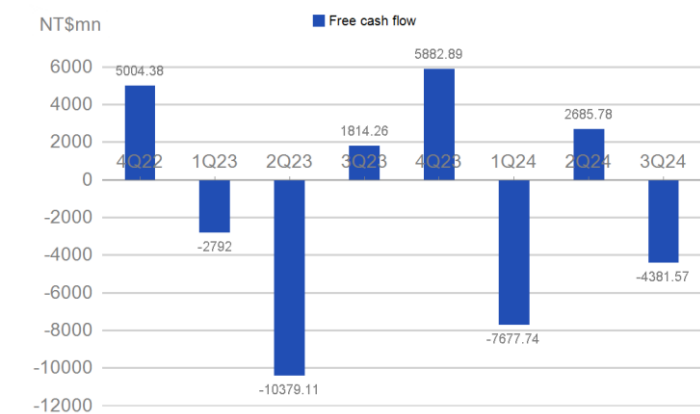
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

## ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- ▶ **ESG 總分：** 聯電整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，而在半導體設計與製造行業中的公司中排名領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 聯電的整體曝險屬於中等水準，略優於半導體設計與製造行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含公司勞資關係與水資源使用等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 聯電在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。[公司遵循適當的 ESG 的揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。其 ESG 相關問題由董事會或經營團隊負責，建議將這些整合到核心業務戰略中。]

圖 25：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	18.9
在 ESG 議題上的曝險 (A)	49.9
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	66.7
風險評級	低 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	10

資料來源：Sustainalytics (2025/1/22)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

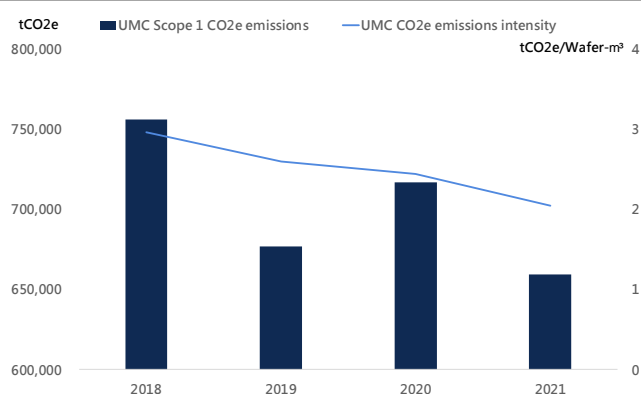
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

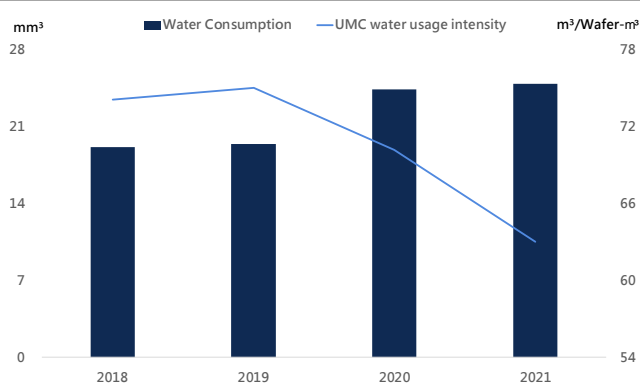
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 26：聯電範疇一二氧化碳當量排放



資料來源：公司資料、Reuters

圖 27：用水量



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	173,819	132,554	96,668	100,109	107,868
存貨	31,070	35,713	36,144	41,082	41,189
應收帳款及票據	36,975	29,586	32,710	33,451	33,058
其他流動資產	10,507	18,946	1,624	1,624	1,624
流動資產	252,371	216,797	183,888	193,008	200,482
採用權益法之投資	35,086	45,407	90,264	90,264	90,264
固定資產	170,982	239,123	292,832	294,838	296,496
無形資產	4,275	4,373	3,971	3,971	3,971
其他非流動資產	70,338	53,487	56,564	56,564	11,706
非流動資產	280,681	342,390	398,656	400,662	402,320
資產總額	533,052	559,187	582,544	593,670	602,803
應付帳款及票據	8,982	7,526	8,878	9,350	9,437
短期借款	0	13,530	17,069	17,069	17,069
什項負債	99,583	77,959	71,888	71,888	71,888
流動負債	108,565	99,015	88,143	88,615	88,702
長期借款	16,794	20,656	58,134	58,134	58,134
其他負債及準備	72,242	79,937	51,695	51,695	51,695
長期負債	89,036	100,594	117,527	117,527	117,527
負債總額	197,601	199,608	205,670	206,142	206,229
股本	125,047	125,298	125,285	125,285	125,285
資本公積	12,378	14,325	51,070	51,070	51,070
保留盈餘	202,247	217,053	189,837	200,490	209,536
什項權益	(4,565)	2,561	10,396	10,396	10,396
歸屬母公司之權益	335,107	359,238	366,191	376,845	385,890
非控制權益	344	341	287	287	287
股東權益總額	335,451	359,579	376,875	387,528	396,573

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	88,018	61,440	45,492	37,457	44,531
折舊及攤提	44,170	40,484	46,546	57,034	58,866
本期營運資金變動	(8,262)	916	(2,204)	(5,207)	(6,321)
其他營業資產 及負債變動	21,935	(16,840)	(7,472)	0	0
營運活動之現金流量	145,861	86,000	83,969	89,432	97,224
資本支出	(80,128)	(91,474)	(100,081)	(59,040)	(65,600)
本期長期投資變動	(6,606)	10,320	1,426	0	0
其他資產變動	32,306	(16,633)	595	0	0
投資活動之現金流量	(54,427)	(97,787)	(98,786)	(59,040)	(65,600)
股本變動	215	251	(14)	0	0
本期負債變動	(34,087)	27,377	13,559	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(37,445)	(45,015)	(37,585)	(26,952)	(22,142)
其他調整數	14,063	(11,699)	(868)	0	0
融資活動之現金流量	(57,255)	(29,086)	(24,894)	(26,952)	(22,142)
匯率影響數	7,018	(392)	3,827	0	0
本期產生現金流量	41,197	(41,265)	(39,712)	3,440	9,482
自由現金流量	65,733	(5,474)	(16,113)	30,392	31,624

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	278,705	222,533	232,302	241,067	265,807
銷貨成本	(152,941)	(144,789)	(158,262)	(178,271)	(192,610)
營業毛利	125,764	77,744	74,040	62,796	73,197
營業費用	(26,812)	(23,856)	(24,042)	(24,842)	(25,690)
推銷費用	(4,183)	(3,225)	(2,701)	(2,589)	(3,190)
研究費用	(12,954)	(13,284)	(15,616)	(16,536)	(16,874)
管理費用	(9,673)	(7,477)	(5,725)	(5,718)	(5,626)
其他費用	(3)	131	0	0	1
營業利益	104,292	57,891	49,998	37,954	47,508
利息收入	2,022	4,853	3,729	2,707	2,774
利息費用	(1,785)	(1,474)	(1,748)	(2,069)	(2,069)
利息收入淨額	237	3,379	1,981	638	705
投資利益(損失)淨額	(1,852)	6,913	2,709	4,000	2,800
匯兌損益	2,523	479	0	0	1
其他業外收入(支出)淨額	897	2,250	(84)	2,000	2,000
稅前純益	106,097	70,912	54,605	44,592	53,013
所得稅費用	(18,079)	(9,472)	(9,113)	(7,135)	(8,482)
少數股權淨利	820	450	105	148	148
歸屬母公司之稅後純益	87,198	60,990	45,597	37,605	44,679
稅前息前折舊攤銷前淨利	152,052	112,870	100,889	101,135	111,321
調整後每股盈餘 (NT\$)	6.82	6.52	3.67	3.01	3.58

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	30.8	(20.1)	4.4	3.8	10.3
營業利益	101.8	(44.5)	(13.6)	(24.1)	25.2
稅前息前折舊攤銷前淨利	37.3	(25.8)	(10.6)	0.2	10.1
稅後純益	59.7	(30.2)	(26.0)	(17.7)	18.9
調整後每股盈餘	49.4	(4.3)	(43.8)	(17.8)	18.8
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	45.1	34.9	31.9	26.0	27.5
營業利益率	37.4	26.0	21.5	15.7	17.9
稅前息前淨利率	37.4	31.2	21.5	15.7	17.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	54.6	50.7	43.4	42.0	41.9
稅前純益率	38.1	31.9	23.5	18.5	19.9
稅後純益率	31.3	27.4	19.6	15.6	16.8
資產報酬率	17.7	11.3	12.5	9.7	11.3
股東權益報酬率	28.6	17.7	8.1	6.3	7.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	58.9	55.5	54.6	53.2	52.0
淨負債權益比(%)	(46.8)	(27.4)	(5.2)	(5.9)	(7.7)
利息保障倍數 (倍)	60.4	49.1	28.6	18.4	23.0
流動比率 (%)	232.5	219.0	2.1	2.2	2.3
速動比率 (%)	201.3	180.7	1.5	1.5	1.6
淨負債 (NT\$百萬元)	(157,024)	(98,367)	(19,428)	(22,868)	(30,628)
調整後每股淨值 (NT\$)	26.80	28.67	30.06	30.91	31.63
評價指標 (倍)					
本益比	6.3	6.6	11.7	14.3	12.0
股價自由現金流量比	8.2	--	--	17.6	17.0
股價淨值比	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.5	4.8	5.3	5.3	4.8
股價營收比	1.9	2.4	2.3	2.2	2.0

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。



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	20220428	44.40	50	50	持有-超越同業	林凱威
2	20220728	39.45	42	42	持有-超越同業	林凱威
3	20230427	48.40	57	57	買進	張智彥
4	20230727	45.10	55	55	買進	張智彥
5	20231026	49.10	57	57	買進	張智彥
6	20240125	50.60	57	57	買進	張智彥
7	20240126	52.30	57	57	買進	張智彥
8	20240131	49.00	57	57	買進	張智彥
9	20240425	50.20	56	56	買進	張智彥
10	20240801	50.40	56	56	買進	張智彥
11	20241101	48.20	44	44	持有-超越同業	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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2025 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 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2025} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.