

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價	42.95 元
目標價	
3 個月	49.00 元
12 個月	49.00 元

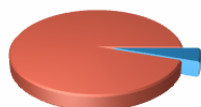
## 近期報告日期、評等及前日股價

10/31/2024	Trading Buy	48.15
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

## 公司基本資訊

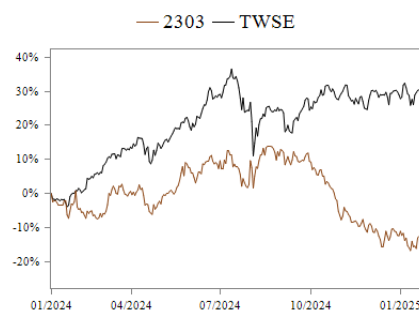
目前股本(百萬元)	125,608
市值(億元)	5,395
目前每股淨值(元)	29.31
外資持股比(%)	25.26
投信持股比(%)	19.80
董監持股比(%)	6.11
融資餘額(張)	52,920
現金股息配發率(F)(%)	63.70

## 產品組合



■ 晶圓: 94.97%  
■ 其他: 5.03%

## 股價相對大盤走勢



## 聯電(2303 TT)

Trading Buy

成熟製程競爭壓力大，惟殖利率佳，建議 Trading Buy，目標價 49 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。雖然成熟製程競爭烈，但預估 2025 年晶圓出貨會增加。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。1Q25 有一次性的年度價格調整，預估聯電 2025 年稅後 EPS 3.78 元。成熟製程競爭激烈，恢復速度溫和，惟公司每年穩定現金股利，payout ratio 約 65%，現金殖利率佳，因此投資建議為 Trading Buy，目標價 49 元。

**4Q24 稅後 EPS 0.68 元：**聯電 4Q24 營收 603.86 億元，QoQ-0.16%，符合預期。4Q24 整體出貨量約當 12 吋晶圓 90.9 萬片，QoQ+1.82%。4Q24 產能利用率從 3Q24 的 71% 下滑至 70%，優於原先預期 60%，4Q24 ASP QoQ 約略持平。毛利率方面，4Q24 產能利用率僅微幅下滑，ASP QoQ+0%，但折舊費用則增加 QoQ+13.3% 至 118.41 億元，使 4Q24 毛利率減少 3.40 個百分點至 30.38%。業外認列 14.43 億元虧損(3Q24 為 24.64 億元收益)，主要是認列投資損失 26.14 億元(3Q24 則為 27.91 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 4Q24 稅後 EPS 0.68 元。2024 年稅後 EPS 3.73 元。

**預估 1Q25 稅後 EPS 0.74 元：**1Q25 受惠去中化的轉單，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 1Q25 晶圓出貨量 QoQ+0%，1Q25 聯電產能利用率和 4Q24 相近。不過受到一次性 ASP 調整以及折舊費用增加的影響再加上地震的影響，使毛利率下滑。1Q25 產品 ASP in USD QoQ-4~-6%，此外 0121 嘉義強震影響聯電 1Q25 毛利率 1~3 個百分點，不過大部分的損失將在後期透過保險獲得補償。預估 1Q25 整體毛利率將較 4Q24 明顯下滑，約 25%。預估聯電 1Q25 稅後 EPS 0.74 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	232,303	250,458	271,587	54,958	54,632	56,799	60,485	60,386	57,529	62,616	65,418	64,895
營業毛利淨額	75,655	70,768	81,950	17,806	16,899	19,983	20,429	18,343	14,597	17,243	19,624	19,305
營業利益	51,613	46,866	56,927	12,423	11,665	13,891	14,100	11,957	8,891	11,267	13,499	13,209
稅後純益	47,211	47,488	51,110	13,195	10,456	13,786	14,472	8,497	9,253	11,443	13,568	13,225
稅後 EPS(元)	3.76	3.78	4.07	1.05	0.83	1.10	1.15	0.68	0.74	0.91	1.08	1.05
毛利率(%)	32.57%	28.26%	30.17%	32.40%	30.93%	35.18%	33.78%	30.38%	25.37%	27.54%	30.00%	29.75%
營業利益率(%)	22.22%	18.71%	20.96%	22.61%	21.35%	24.46%	23.31%	19.80%	15.45%	17.99%	20.64%	20.35%
稅後純益率(%)	20.32%	18.96%	18.82%	24.01%	19.14%	24.27%	23.93%	14.07%	16.08%	18.27%	20.74%	20.38%
營業收入 YoY/QoQ(%)	4.39%	7.82%	8.44%	-3.70%	-0.59%	3.97%	6.49%	-0.16%	-4.73%	8.84%	4.48%	-0.80%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-22.59%	0.59%	7.63%	-17.38%	-20.76%	31.85%	4.98%	-41.29%	8.89%	23.67%	18.57%	-2.53%

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 1,256.08 億元計算。

2025 年 1 月 22 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。

## 產能利用率略優於預期，聯電 4Q24 營收 603.86 億元，QoQ-0.16%，稅後淨利 84.97 億元，QoQ-39.40%，稅後 EPS 0.68 元：

4Q24 晶圓出貨量受惠 22/28nm 產品需求強勁，通訊、消費及電腦需求的穩定成長，聯電 4Q24 營收 603.86 億元，QoQ-0.16%，符合預期。聯電 4Q24 整體出貨量約當 12 吋晶圓 90.9 萬片，較 3Q24 的 89.6 萬片增加，QoQ+1.82%。4Q24 產能利用率從 3Q24 的 71%下滑至 70%，優於原先預期 60%，4Q24 ASP QoQ 約略持平。

以應用端來看，通訊相關產品佔聯電營收從 42%減至 39%，電腦相關產品維持 13%，消費性電子降至 29%，記憶體及其他佔營收比重增加至 19%，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 3Q24 的 48%增加至 50%，其中 28/22nm 佔營收比重略降至 34%。

毛利率方面，4Q24 產能利用率下滑，ASP QoQ+0%，但 4Q24 製造成本為 420.43 億元，QoQ+5.0%，其中折舊費用則增加 QoQ+13.3%至 118.41 億元，使 4Q24 毛利率減少 3.40 個百分點至 30.38%。

營業費用從 3Q24 的 65.59 億元增加至 67.48 億元，QoQ+2.9%。業外認列 14.43 億元虧損(3Q24 為 24.64 億元收益)，來自利息收益 2.90 億元，匯兌收益 8.77 億元。認列投資損失 26.14 億元(3Q24 則為 27.91 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 4Q24 稅後淨利 84.97 億元，QoQ-39.40%，稅後 EPS 0.68 元。

聯電 2024 年營收 2,323.03 億元，YoY+4.39%，稅後淨利 467.61 億元，YoY-23.33%，稅後 EPS 3.73 元。22/28nm 產品為營收主要貢獻，2024 年

2025 年 1 月 22 日

YoY+15%。聯電 N22 產品投片正在加速進行，預計從 2H25 年為公司帶來更高的營收貢獻。聯電平均 payout ratio 約 65%左右，且 2025 年資本支出下滑，預估至少配發 2.4 元現金股利。

## 聯電 2025 年資本支出降至 18 億美元，YoY-37.93%：

聯電 2023 年資本支出約 30 億美元、YoY+11.11%。2024 年資本支出約 29 億美元，YoY-3.33%。主要是因應客戶長期需求，在台南 12A 與新加坡廠 12i 進行的產能佈建，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。

預估 2025 年資本支出為 18 億美元，YoY-37.93%，其中 90%用於 12 吋產能、10%用於 8 吋產能。大幅下滑最主要的原因是台南科學園區 Fab 12A P6 廠區產能擴建告一段落。

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，由於 LTA 將到期，聯電繼續爭取和客戶保持關係。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，可延伸至 14nm 的生產，直接配合客戶未來製程進展的升級需求。

先進封裝方面，聯電用於 2.5D/3D 的矽中介層 Si Interposer 月產能約 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，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%，4Q24 產能將為 128.0 萬片，QoQ+0.47%，預估 1Q25 產能將為 126.4 萬片，QoQ-1.25%，主要是工作天數的影響。

聯電 2024 年產能 YoY+7%，主要來自 Fab 12A P6 廠區，新加坡廠則延後到 2H26 才能量產。預估 2025 年產能約和 2024 年相近。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%，預估 2025 年將 YoY+27~29%，折舊費用將在 2027 年將會達到高峰，因此至 2027 年前折舊費用將會逐年增加。

## 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：

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



2025 年 1 月 22 日

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，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 年提供給客戶，並進入試產，應用在通訊、消費、Wi-Fi 連線、高速介面和 SoC 等應用，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，但毛利率將明顯下滑，預估聯電 1Q25 營收 575.29 億元，QoQ-4.73%，稅後淨利 92.53 億元，QoQ+8.89%，稅後 EPS 0.74 元：**

1Q25 受惠去中化的轉單，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，AI，Computing 相關表現仍佳，此外有很多新產品 tape-out，包括 display drivers、connectivity、和 networking 等，這都有助公司未來營運，但整體訂單能見度不高。

預估聯電 1Q25 晶圓出貨量 QoQ+0%，1Q25 聯電產能利用率和 4Q24 相近，產能利用率約 70%。不過受到一次性 ASP 調整以及折舊費用增加的影響再加上地震的影響，使毛利率下滑。1Q25 ASP 方面，2025 年聯電定價情況將與 2024 年類似，1Q25 有一次性的年度價格調整。1Q25 產品 ASP in USD QoQ-4~-6%，但 22/28nm 佔出貨量逐步增加。折舊費用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%。此外 0121 嘉義強震影響聯電 1Q25 毛利率 1~3 個百分點，主要是由於晶圓報廢和材料損耗相關的損失，不過大部分的損失將在後期透過保險獲得補償。預估 1Q25 整體毛利率將較 4Q24 明顯下滑，約 25%。預估聯電 1Q25 營收 575.29 億元，

2025 年 1 月 22 日

QoQ-4.73%，稅後淨利 92.53 億元，QoQ+8.89%，稅後 EPS 0.74 元。

**預估聯電 2025 年營收 2,504.58 億元，YoY+7.82%，稅後淨利 474.88 億元，YoY+0.59%，稅後 EPS 3.79 元：**

聯電認為 28/22nm 為 long-lasting node，但 28nm 競爭激烈，公司會加快 22nm 和特殊製程技術的比重，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。

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。

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 2Q25 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，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。

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。客戶對於通訊頻寬和能源效率的要求越來越高，因此預計未來將需要更多整合記憶體、邏輯，甚至感測器的小晶片，以獲得更好的 AI 效能。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，這將允許公司與多個合作夥伴開發新的系統架構，擴大目標市場。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%。目前沒有擴大 Si interposer 產能的計畫，部分產品已經遷移到下一代，並且有新的產品正在開發中。同時公司正在擴展其先進封裝產品線，以滿足未來的需求。

由於產業供過於求，聯電是少數能夠支援全球晶圓廠營運的晶圓代工供應商之一，多年前就有多元化製造策略。在定價策略上，面對市場供過於求，聯電透過多元化製造基地和彈性價格策略，與客戶共同提升市佔率，聚焦

2025 年 1 月 22 日

高階智慧型手機顯示器與射頻前端模組等領域。2025 年定價預計與 2024 年相似，於 1Q25 進行年度調整。聯電將繼續加強產品組合，22nm 和 28nm 營收貢獻將持續增加，佔總營收 37~39%。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，並應對全球供應鏈挑戰。

展望 2025 年，主要成長來自 AI 伺服器的強勁需求，及智慧手機、AI PC 和其他電子設備中的半導體含量增加，且消費性電子產品的庫存已消化至健康水準，預計需求將溫和成長，預估 2025 年半導體產業 YoY+10%。晶圓代工市場方面，預計 2025 年 YoY+7~9%，包括 AI 產業的動能，其中成熟製程市場 YoY+1~3%。聯電 2025 年的目標是維持結構性獲利能力，並超越市場的成長率。

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。雖然目前訂單能見度有限，但預估 2025 年晶圓出貨會增加，呈現逐季成長。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 2,504.58 億元，YoY+7.82%，稅後淨利 474.88 億元，YoY+0.59%，稅後 EPS 3.79 元。

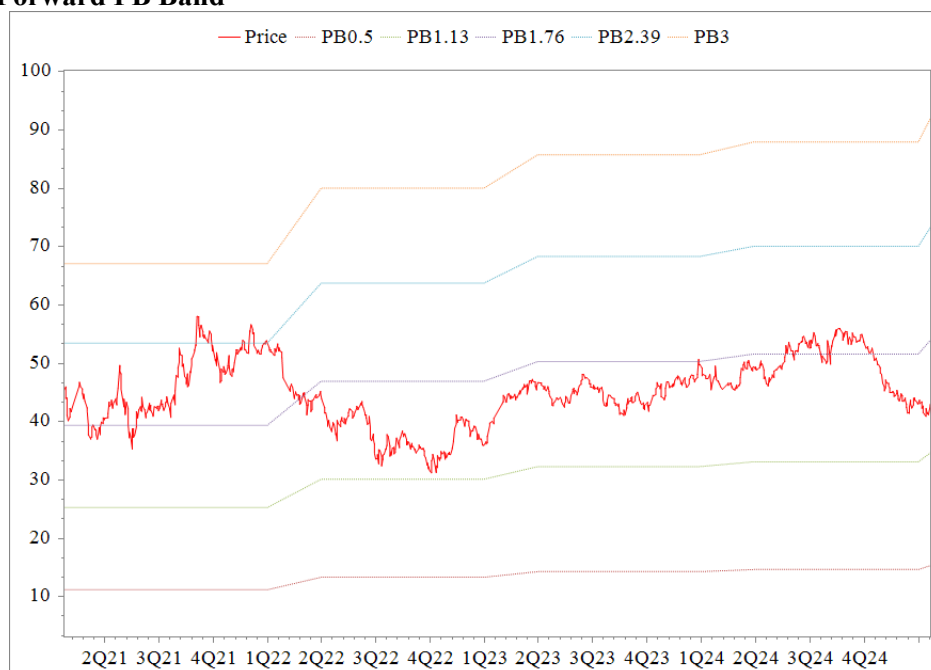
2025 年 1 月 22 日

## 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

2025 年 1 月 22 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	533,052	559,187	567,193	579,449	608,994
流動資產	252,371	216,797	203,287	244,975	245,539
現金及約當現金	173,819	132,554	132,749	154,713	157,459
應收帳款與票據	36,975	29,586	35,060	34,761	40,950
存貨	31,070	35,713	32,297	38,576	34,142
採權益法之投資	35,086	45,407	62,976	52,207	63,060
不動產、廠房設備	170,982	239,123	220,681	215,740	220,038
<b>負債總計</b>	197,601	199,608	198,547	193,387	201,891
流動負債	108,565	99,015	94,902	90,106	133,174
應付帳款及票據	8,982	7,526	7,785	9,723	10,313
非流動負債	89,036	100,594	103,386	101,084	65,930
<b>權益總計</b>	335,451	359,579	368,646	386,062	407,103
普通股股本	125,047	125,298	125,298	125,290	125,290
保留盈餘	202,247	217,053	226,121	243,537	264,578
母公司業主權益	335,107	359,238	368,409	385,833	406,874
<b>負債及權益總計</b>	533,052	559,187	567,193	579,449	608,994

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	278,705	222,533	232,303	250,458	271,587
營業成本	152,941	144,789	156,648	179,690	189,637
<b>營業毛利淨額</b>	125,764	77,744	75,655	70,768	81,950
營業費用	26,812	23,856	25,366	26,102	27,222
<b>營業利益</b>	104,292	57,891	51,613	46,866	56,927
<b>EBITDA</b>	150,030	108,017	136,358	135,868	140,130
業外收入及支出	-217	8,168	4,607	9,003	3,203
稅前純益	106,097	70,912	56,219	55,868	60,130
所得稅	18,079	9,472	9,113	8,380	9,019
稅後純益	87,198	60,990	47,211	47,488	51,110
稅後 EPS(元)	6.94	4.86	3.76	3.78	4.07
完全稀釋 EPS**	6.96	4.87	3.77	3.79	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 1,256.08【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 1,252.9008 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

### 成長力分析(%)

營業收入淨額	30.84%	-20.15%	4.39%	7.82%	8.44%
營業毛利淨額	74.55%	-38.18%	-2.69%	-6.46%	15.80%
營業利益	101.78%	-44.49%	-10.84%	-9.20%	21.47%
稅後純益	56.32%	-30.06%	-22.59%	0.59%	7.63%

### 獲利能力分析(%)

毛利率	45.12%	34.94%	32.57%	28.26%	30.17%
EBITDA(%)	53.83%	48.54%	58.70%	54.25%	51.60%
營益率	37.42%	26.01%	22.22%	18.71%	20.96%
稅後純益率	31.29%	27.41%	20.32%	18.96%	18.82%
總資產報酬率	16.36%	10.91%	8.32%	8.20%	8.39%
股東權益報酬率	25.99%	16.96%	12.81%	12.30%	12.55%

### 償債能力檢視

負債比率(%)	37.07%	35.70%	35.01%	33.37%	33.15%
負債/淨值比(%)	58.91%	55.51%	53.86%	50.09%	49.59%
流動比率(%)	232.46%	218.95%	214.21%	271.87%	184.37%

### 其他比率分析

存貨天數	64.53	84.18	79.23	71.98	69.98
應收帳款天數	47.26	54.59	50.79	50.88	50.88

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	145,861	86,000	113,537	93,980	173,527
稅前純益	106,097	70,912	56,219	55,868	60,130
折舊及攤銷	44,170	40,484	48,175	62,632	68,147
營運資金變動	-9,225	1,291	-1,799	-4,043	-1,165
其他營運現金	4,819	-26,687	11,392	-20,477	46,416
<b>投資活動現金</b>	-54,427	-97,787	-113,139	-45,705	-98,127
資本支出淨額	-79,458	-91,150	-91,474	-55,800	-79,471
長期投資變動	28,229	-4,678	723	-3,627	-4,827
其他投資現金	-3,198	-1,958	-22,388	13,722	-13,830
<b>籌資活動現金</b>	-57,255	-29,086	-203	-26,311	-72,653
長借/公司債變動	-32,121	13,847	2,792	-2,301	-35,154
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-37,445	-45,015	-37,589	-30,072	-30,070
其他籌資現金	12,312	2,082	34,595	6,063	-7,429
<b>淨現金流量</b>	41,197	-41,265	195	21,964	2,746
<b>期初現金</b>	132,622	173,819	132,554	132,749	154,713
<b>期末現金</b>	173,819	132,554	132,749	154,713	157,459

資料來源：CMoney、群益



2025 年 1 月 22 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	57,069	54,958	54,632	56,799	60,485	60,386	57,529	62,616	65,418	64,895	62,755	68,061
營業成本	36,608	37,152	37,733	36,816	40,056	42,043	42,933	45,373	45,795	45,590	45,283	47,485
營業毛利淨額	20,461	17,806	16,899	19,983	20,429	18,343	14,597	17,243	19,624	19,305	17,472	20,576
營業費用	5,722	6,635	5,748	6,311	6,559	6,748	6,256	6,526	6,674	6,646	6,533	6,814
營業利益	15,312	12,423	11,665	13,891	14,100	11,957	8,891	11,267	13,499	13,209	11,489	14,312
業外收入及支出	3,337	2,227	1,056	2,529	2,465	-1,443	1,995	2,195	2,463	2,350	595	595
稅前純益	18,648	14,650	12,721	16,420	16,564	10,514	10,886	13,462	15,962	15,559	12,084	14,907
所得稅	2,683	1,457	2,291	2,645	2,122	2,054	1,633	2,019	2,394	2,334	1,813	2,236
稅後純益	15,971	13,195	10,456	13,786	14,472	8,497	9,253	11,443	13,568	13,225	10,272	12,671
最新股本	125,608	125,608	125,608	125,608	125,608	125,608	125,608	125,608	125,608	125,608	125,608	125,608
稅後EPS(元)	1.27	1.05	0.83	1.10	1.15	0.68	0.74	0.91	1.08	1.05	0.82	1.01

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	35.85%	32.40%	30.93%	35.18%	33.78%	30.38%	25.37%	27.54%	30.00%	29.75%	27.84%	30.23%
營業利益率(%)	26.83%	22.61%	21.35%	24.46%	23.31%	19.80%	15.45%	17.99%	20.64%	20.35%	18.31%	21.03%
稅後純益率(%)	27.99%	24.01%	19.14%	24.27%	23.93%	14.07%	16.08%	18.27%	20.74%	20.38%	16.37%	18.62%

## QoQ(%)

營業收入淨額	1.37%	-3.70%	-0.59%	3.97%	6.49%	-0.16%	-4.73%	8.84%	4.48%	-0.80%	-3.30%	8.46%
營業利益	-2.31%	-18.86%	-6.11%	19.09%	1.50%	-15.20%	-25.65%	26.73%	19.81%	-2.15%	-13.02%	24.56%
稅前純益	0.88%	-21.44%	-13.17%	29.08%	0.88%	-36.53%	3.53%	23.67%	18.57%	-2.53%	-22.33%	23.36%
稅後純益	2.11%	-17.38%	-20.76%	31.85%	4.98%	-41.29%	8.89%	23.67%	18.57%	-2.53%	-22.33%	23.36%

## YoY(%)

營業收入淨額	-24.30%	-18.98%	0.78%	0.89%	5.99%	9.88%	5.30%	10.24%	8.16%	7.47%	9.08%	8.70%
營業利益	-49.23%	-47.44%	-19.45%	-11.38%	-7.92%	-3.75%	-23.78%	-18.89%	-4.26%	10.47%	29.23%	27.02%
稅前純益	-42.35%	-40.27%	-33.50%	-11.17%	-11.18%	-28.23%	-14.43%	-18.01%	-3.64%	47.98%	11.01%	10.73%
稅後純益	-40.84%	-30.80%	-35.39%	-11.86%	-9.39%	-35.60%	-11.51%	-17.00%	-6.25%	55.64%	11.01%	10.73%

註1：稅後EPS以股本1,256.08億元計算

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。