

降低持股・調降

收盤價 January 21 (NT\$)	42.95
12 個月目標價 (NT\$)	36.00
前次目標價 (NT\$)	49.00
調降 (%)	26.5
下跌空間 (%)	16.2

焦點內容

- 4Q24 EPS 不如預期，主因營業費用增加及非預期之業外損失。
- 1Q25 出貨量優於季節性，惟毛利率承壓。
- 多重挑戰迎面而來。

交易資料表

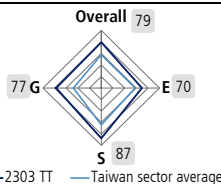
市值：(NT\$bn/US\$m)	539 / 16,387
流通在外股數 (百萬股)：	12,561
外資持有股數 (百萬股)：	3,182
3M 平均成交量 (百萬股)：	47.62
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	40.90 - 57.70

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-15.6	-17.3	-12.7
相對表現 (%)	-14.6	-19.2	-44.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	1.31A	1.27A	1.29A	1.07A
2024	0.84A	1.11A	1.16A	0.68F
2025	0.81F	0.85F	0.92F	0.94F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

凱基投顧

潘俊宏
886.2.2181.8706
Felix.Pan@kgi.com

李靖涵
886.2.2181.8741
megan.li@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

聯電

(2303.TW/2303 TT)



2025 年多重挑戰迎面而來

重要訊息

聯電 4Q24 獲利不如預期，主因利潤率下滑及 UMC Capital 之投資損失。我們預期聯電 2025 年將面臨多重挑戰，包括 ASP 下滑、折舊費用上升及產能利用率提升空間有限。

評論及分析

4Q24 EPS 不如預期，主因營業費用增加及非預期之業外損失。聯電 4Q24 營收為新台幣 604 億元(季減 0.2%，年增 9.9%)，受惠於 22/28 奈米需求和歐洲業務。儘管營收符合預期，但營業利益率為 19.8%，較我們的預估低約 1.5 個百分點。此外，由於業外損失為 14 億元(主要來自 UMC Capital)，4Q24 每股盈餘僅達 0.68 元，分別低於我們預估和市場共識 23% 和 28%。

1Q25 出貨量優於季節性，惟毛利率承壓。公司預期 1Q25 出貨量將季持平，優於季節性，主因消費需求轉強，特別是 Wi-Fi 和 STB。然 ASP 將下滑 5%，且毛利率可能下滑至 25%。毛利率壓力來自：(1) 1 月 21 日地震造成低個位數百分比之影響；及(2)成熟製程因競爭和供過於求導致的價格壓力。聯電預期 2025 年全球半導體營收將年增 10%，而晶圓代工有望年增 15-19%。但由於供過於求，成熟製程晶圓代工廠將僅年增低個位數百分比。聯電目標透過擴大市場份額及 22nm 製程量產以超越成熟製程之產業平均。

多重挑戰迎面而來。NVIDIA(美) Hopper GPU 因世代交替而需求減少，我們預期非台積電(2330 TT, NT\$1,120, 增加持股)供應鏈(包括聯電和 Amkor(美))將受到影響，因其缺乏 CoWoS-L 的技術。聯電並未對其先進封裝業務具體評論，僅強調已準備好下一代產品。此外，我們認為聯電將面臨以下挑戰：(1)折舊費用上升，2025 年將年增 25-29% (相較於 2024 年為 21-24%) 並將於 2027 年達到頂點；(2)成熟製程因供過於求導致 ASP 下降，且隨中國產能擴張，壓力恐進一步擴大；(3)利用率提升有限，預期 2025 年將維持在 70%；及(4) 1Q25 地震導致毛利率下滑低個位數百分比。

投資建議

我們將聯電由「持有」調降至「降低持股」，係因毛利率承壓及成長動能有限。目標價為 36 元，係基於 9 倍 2026 年 EPS 預估換算得出，並將目標本益比由 13 倍(週期平均)下調至 9 倍(下行週期平均)以反映獲利預估下修。

投資風險

產能利用率復甦強勁；供過於求狀況轉佳。

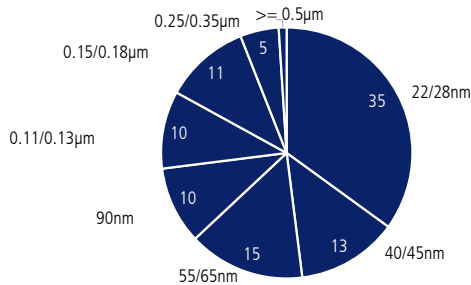
主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	278,705	222,533	232,303	241,659	258,047
營業毛利 (NT\$百萬)	125,764	77,744	75,654	64,333	67,902
營業利益 (NT\$百萬)	104,292	57,891	51,613	46,389	49,173
稅後淨利 (NT\$百萬)	87,198	60,990	47,211	43,992	50,657
每股盈餘 (NT\$)	7.09	4.93	3.80	3.52	4.06
每股現金股利 (NT\$)	3.60	3.00	3.00	2.31	2.14
每股盈餘成長率 (%)	55.2	(30.4)	(23.0)	(7.2)	15.1
本益比 (x)	6.1	8.7	11.3	12.2	10.6
股價淨值比 (x)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	2.0	3.7	4.2	4.1	3.7
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	8.4	7.0	7.0	5.4	5.0
股東權益報酬率 (%)	28.3	17.6	12.8	11.4	12.6

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：聯電 3Q24 技術別營收組成

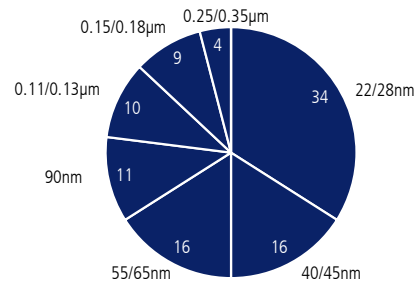
各技術節點營收占比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 2：聯電 4Q24 技術別營收組成

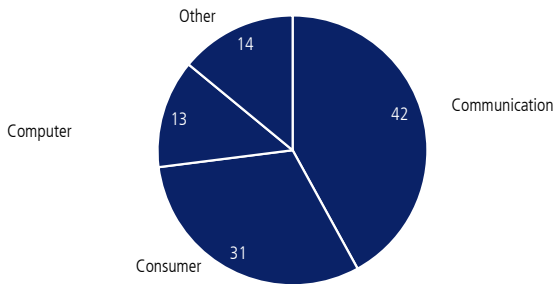
各技術節點營收占比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 3：聯電 3Q24 應用別營收組成

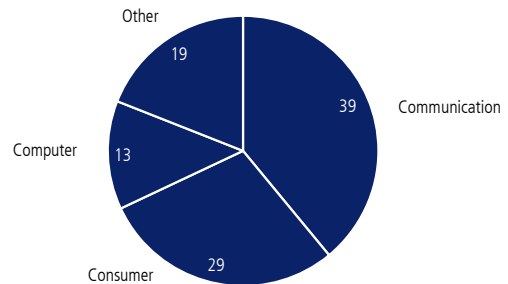
各產品應用別營收占比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：聯電 4Q24 應用別營收組成

各產品應用別營收占比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：4Q24 財報與 1Q25 財測暨市場共識比較

百萬元	4Q24							1Q25F						
	實際值	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	60,386	60,485	(0.2)	(0.2)	9.9	59,830	0.9	57,367	52,803	8.6	(5.0)	5.0	56,376	1.8
毛利	18,343	17,568	4.4	(10.2)	3.0	18,348	(0.0)	14,889	15,006	(0.8)	(18.8)	(11.9)	16,011	(7.0)
營業利益	11,957	12,881	(7.2)	(15.2)	(3.8)	12,385	(3.5)	10,529	10,993	(4.2)	(11.9)	(9.7)	10,636	(1.0)
稅後淨利	8,497	11,094	(23.4)	(41.3)	(35.6)	11,920	(28.7)	10,138	10,302	(1.6)	19.3	(3.0)	10,431	(2.8)
每股盈餘(元)	0.68	0.89	(23.4)	(41.5)	(36.2)	0.94	(27.7)	0.81	0.83	(1.6)	19.3	(3.6)	0.82	(0.8)
毛利率(%)	30.4	29.0	1.3 ppts	(3.4)ppts	(2.0)ppts	30.7	(0.3)ppts	26.0	28.4	(2.5)ppts	(4.4)ppts	(5.0)ppts	28.4	(2.4)ppts
營利率(%)	19.8	21.3	(1.5)ppts	(3.5)ppts	(2.8)ppts	20.7	(0.9)ppts	18.4	20.8	(2.5)ppts	(1.4)ppts	(3.0)ppts	18.9	(0.5)ppts
淨利率(%)	14.1	18.3	(4.3)ppts	(9.9)ppts	(9.9)ppts	19.9	(5.9)ppts	17.7	19.5	(1.8)ppts	3.6 ppts	(1.5)ppts	18.5	(0.8)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 6：2024 財報與 2025 財測暨市場共識比較

百萬元	2024						2025F					
	實際值	凱基預估	差異(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	232,303	232,401	(0.0)	4.4	231,706	0.3	241,659	238,439	1.4	4.0	248,295	(2.7)
毛利	75,654	74,880	1.0	(2.7)	75,817	(0.2)	64,333	66,557	(3.3)	(15.0)	78,372	(17.9)
營業利益	51,613	52,537	(1.8)	(10.8)	52,026	(0.8)	46,389	48,871	(5.1)	(10.1)	54,881	(15.5)
稅後淨利	47,211	49,809	(5.2)	(22.6)	50,682	(6.8)	43,992	46,751	(5.9)	(6.8)	51,417	(14.4)
每股盈餘(元)	3.80	4.00	(5.1)	(23.0)	4.05	(6.3)	3.52	3.75	(5.9)	(7.2)	4.12	(14.4)
毛利率(%)	32.6	32.2	0.3 ppts	(2.4)ppts	32.7	(0.2)ppts	26.6	27.9	(1.3)ppts	(5.9)ppts	31.6	(4.9)ppts
營利率(%)	22.2	22.6	(0.4)ppts	(3.8)ppts	22.5	(0.2)ppts	19.2	20.5	(1.3)ppts	(3.0)ppts	22.1	(2.9)ppts
淨利率(%)	20.3	21.4	(1.1)ppts	(7.1)ppts	21.9	(1.6)ppts	18.2	19.6	(1.4)ppts	(2.1)ppts	20.7	(2.5)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

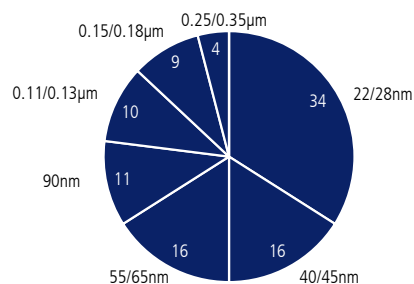
圖 7：公司概况

聯電為全球第三大晶圓代工業者，專營積體電路(IC)的製造與銷售。公司提供下列服務：晶圓製造、晶圓針測、封裝與測試、光罩生產以及設計服務。聯電目前擁有 1 座 6 吋晶圓廠、7 座 8 吋晶圓廠以及 4 座 12 吋晶圓廠，截至 2020 年底總產能約當 8 吋晶圓 920 萬片以上。

資料來源：公司資料，凱基

圖 8：聯電技術別營收組成

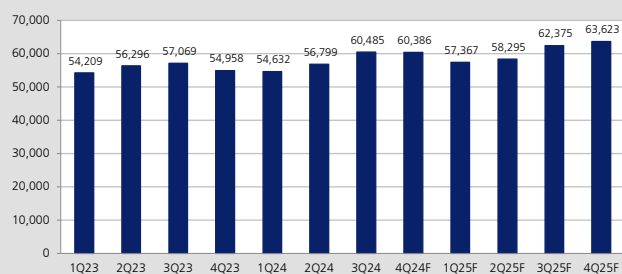
技術節點別營收組成，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 9：季營業收入

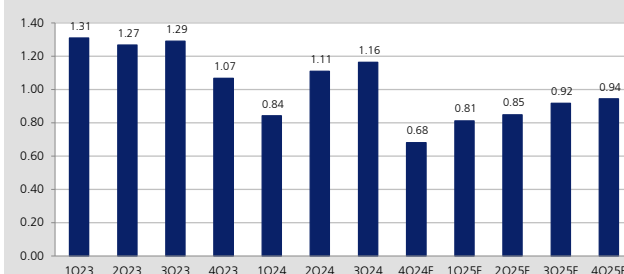
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10：每股盈利

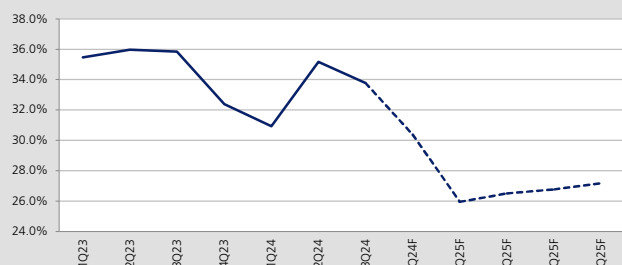
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11：毛利率

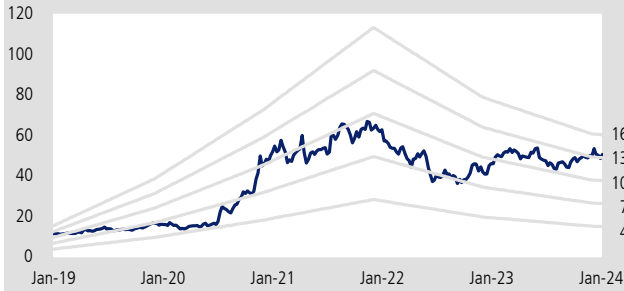
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12：未來 12 個月預估本益比

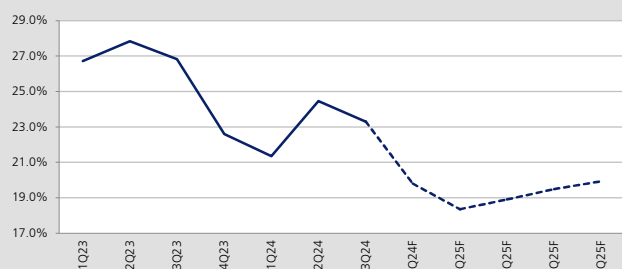
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 13：營業利潤率

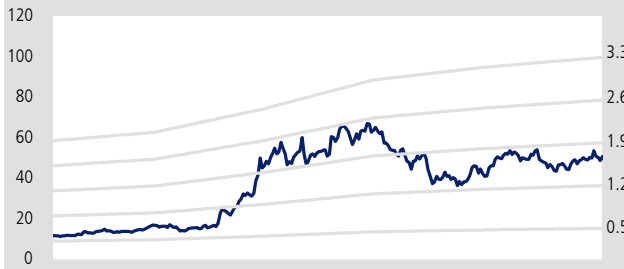
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 14：未來 12 個月預估股價淨值比

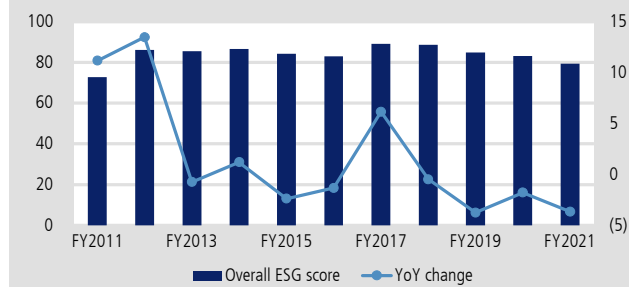
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 15：ESG 整體分數

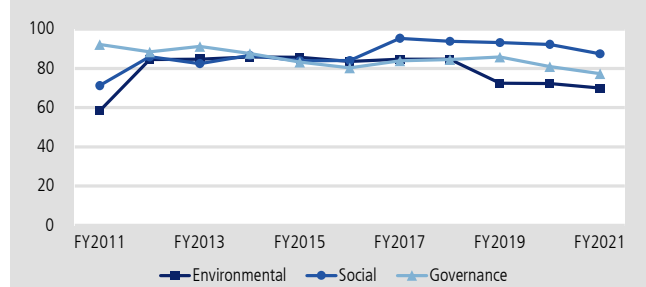
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：ESG 各項分數

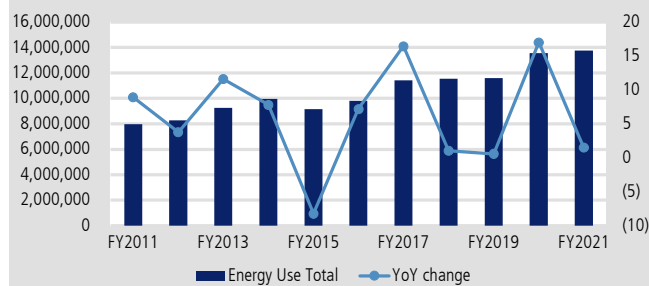
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：能源消耗

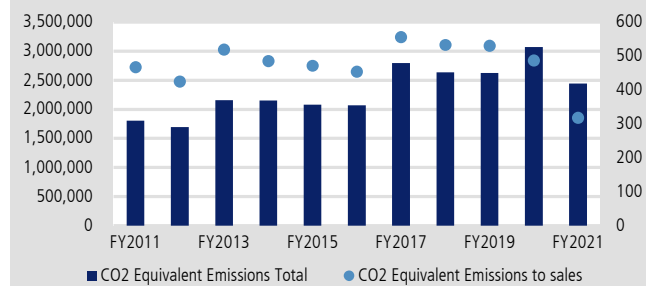
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：碳排放量

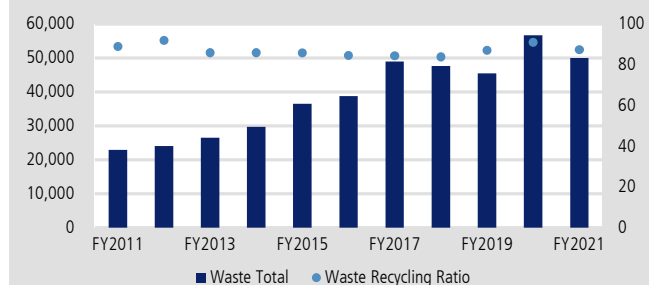
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：廢棄物總量

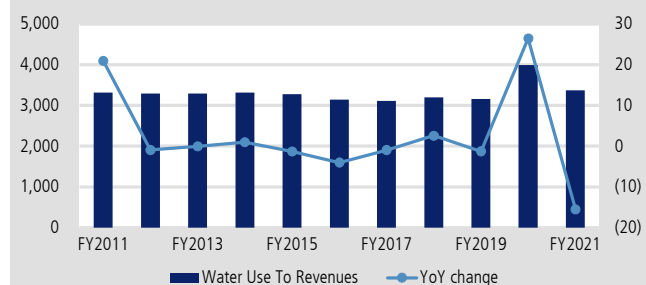
廢棄物總量，噸(左軸)：廢棄物回收比例，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：耗水量

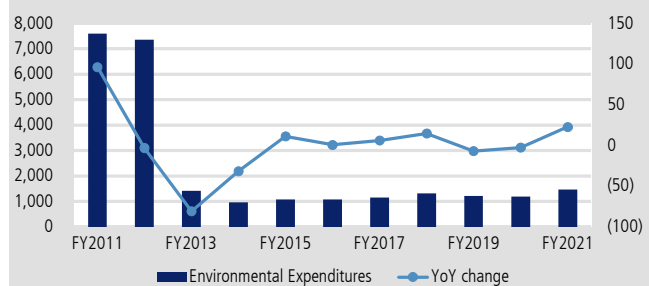
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 21：環境支出

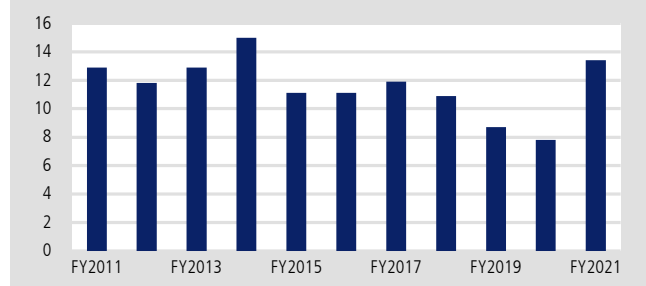
環境支出，百萬元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 22：員工流動率

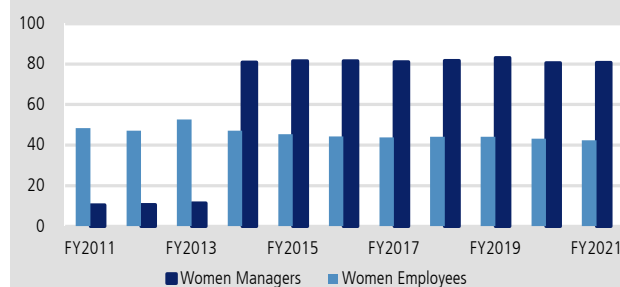
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 23：性別多樣性

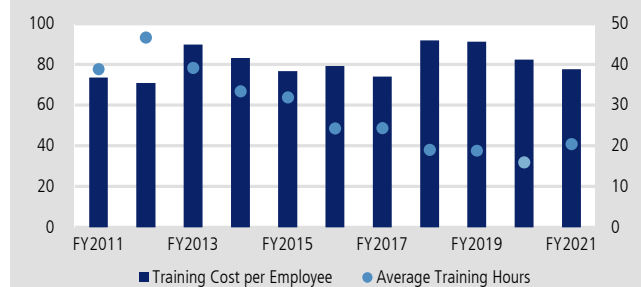
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 24：員工訓練

員工人均訓練成本，美元(左軸)；人均年訓練時數，小時(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產) - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展) - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	54,632	56,799	60,485	60,386	57,367	58,295	62,375	63,623	232,303	241,659	258,047
營業成本	(37,733)	(36,816)	(40,056)	(42,043)	(42,478)	(42,844)	(45,676)	(46,329)	(156,648)	(177,326)	(190,145)
營業毛利	16,899	19,983	20,429	18,343	14,889	15,451	16,699	17,294	75,654	64,333	67,902
營業費用	(5,235)	(6,092)	(6,329)	(6,386)	(4,360)	(4,430)	(4,541)	(4,613)	(24,042)	(17,944)	(18,729)
營業利益	11,665	13,891	14,100	11,957	10,529	11,020	12,158	12,681	51,613	46,389	49,173
折舊	(10,258)	(10,485)	(12,059)	(11,841)	(18,449)	(18,575)	(20,095)	3,034	(44,644)	(54,085)	(59,627)
攤提	(628)	(632)	(643)	-	-	-	-	-	(1,903)	-	-
EBITDA	22,550	25,009	26,802	23,799	28,978	29,596	32,253	9,647	98,159	100,474	108,799
利息收入	1,071	1,059	791	693	710	762	789	652	3,615	2,913	5,296
投資利益淨額	105	1,653	1,608	-	1,000	1,000	1,000	1,000	3,366	4,000	7,000
其他營業外收入	7	17	22	880	150	150	(0)	-	926	300	450
總營業外收入	1,182	2,730	2,421	1,573	1,860	1,912	1,789	1,652	7,906	7,213	12,746
利息費用	(415)	(395)	(487)	(403)	(403)	(403)	(403)	(403)	(1,700)	(1,611)	(2,819)
投資損失	-	-	-	(2,614)	-	-	-	-	(2,614)	-	-
其他營業外費用	289	194	531	0	-	-	-	-	1,014	-	-
總營業外費用	(126)	(201)	44	(3,016)	(403)	(403)	(403)	(403)	(3,300)	(1,611)	(2,819)
稅前純益	12,721	16,420	16,564	10,514	11,986	12,530	13,545	13,931	56,220	51,991	59,101
所得稅費用[利益]	(2,291)	(2,645)	(2,122)	(2,054)	(1,798)	(1,879)	(2,032)	(2,090)	(9,113)	(7,799)	(8,243)
少數股東損益	27	11	30	37	(50)	(50)	(50)	(50)	105	(200)	(200)
非常項目前稅後純益	10,456	13,786	14,472	8,497	10,138	10,600	11,463	11,791	47,211	43,992	50,657
非常項目	0	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	10,456	13,786	14,472	8,497	10,138	10,600	11,463	11,791	47,211	43,992	50,657
每股盈餘 (NT\$)	0.84	1.11	1.16	0.68	0.81	0.85	0.92	0.94	3.80	3.52	4.06
獲利率 (%)											
營業毛利率	30.9	35.2	33.8	30.4	26.0	26.5	26.8	27.2	32.6	26.6	26.3
營業利益率	21.4	24.5	23.3	19.8	18.4	18.9	19.5	19.9	22.2	19.2	19.1
EBITDA Margin	41.3	44.0	44.3	39.4	50.5	50.8	51.7	15.2	42.3	41.6	42.2
稅前純益率	23.3	28.9	27.4	17.4	20.9	21.5	21.7	21.9	24.2	21.5	22.9
稅後純益率	19.1	24.3	23.9	14.1	17.7	18.2	18.4	18.5	20.3	18.2	19.6
季成長率 (%)											
營業收入	(0.6)	4.0	6.5	(0.2)	(5.0)	1.6	7.0	2.0			
營業毛利	(5.1)	18.2	2.2	(10.2)	(18.8)	3.8	8.1	3.6			
營業收益增長	(6.1)	19.1	1.5	(15.2)	(11.9)	4.7	10.3	4.3			
EBITDA	(2.6)	10.9	7.2	(11.2)	21.8	2.1	9.0	(70.1)			
稅前純益	(13.2)	29.1	0.9	(36.5)	14.0	4.5	8.1	2.9			
稅後純益	(20.8)	31.8	5.0	(41.3)	19.3	4.6	8.1	2.9			
年成長率 (%)											
營業收入	0.8	0.9	6.0	9.9	5.0	2.6	3.1	5.4	4.4	4.0	6.8
營業毛利	(12.1)	(1.3)	(0.2)	3.0	(11.9)	(22.7)	(18.3)	(5.7)	(2.7)	(15.0)	5.5
營業收益	(19.4)	(11.4)	(7.9)	(3.8)	(9.7)	(20.7)	(13.8)	6.1	(10.8)	(10.1)	6.0
EBITDA	(7.5)	(2.3)	6.2	2.8	28.5	18.3	20.3	(59.5)	(0.2)	2.4	8.3
稅前純益	(33.5)	(11.2)	(11.2)	(28.2)	(5.8)	(23.7)	(18.2)	32.5	(20.7)	(7.5)	13.7
稅後純益	(35.4)	(11.9)	(9.4)	(35.6)	(3.0)	(23.1)	(20.8)	38.8	(22.6)	(6.8)	15.1

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	533,052	559,187	582,874	598,542	619,091
流動資產	252,371	216,797	194,298	204,750	225,526
現金及短期投資	178,600	144,882	117,222	120,466	136,609
存貨	31,070	35,713	37,019	42,581	44,720
應收帳款及票據	36,975	29,586	32,710	34,356	36,850
其他流動資產	5,726	6,618	7,347	7,347	7,347
非流動資產	280,681	342,390	388,576	393,792	393,566
長期投資	64,855	74,255	74,255	74,255	74,255
固定資產	170,982	239,123	284,337	289,553	289,326
什項資產	44,844	29,012	29,985	29,985	29,985
負債總額	197,601	199,608	205,886	206,485	207,368
流動負債	108,565	99,015	88,359	88,958	89,841
應付帳款及票據	8,982	7,526	9,094	9,693	10,576
短期借款	7,587	29,537	30,856	30,856	30,856
什項負債	91,996	61,952	48,409	48,409	48,409
長期負債	89,036	100,594	117,527	117,527	117,527
長期借款	39,877	45,236	57,476	57,476	57,476
其他負債及準備	43,959	50,479	59,393	59,393	59,393
股東權益總額	335,451	359,579	376,988	392,058	411,723
普通股股本	125,047	125,298	125,285	125,285	125,285
保留盈餘	175,766	183,847	189,950	205,020	224,685
少數股東權益	344	341	287	287	287
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	30.8%	(20.2%)	4.4%	4.0%	6.8%
營業收益增長	101.8%	(44.5%)	(10.8%)	(10.1%)	6.0%
EBITDA	50.3%	(33.7%)	(0.2%)	2.4%	8.3%
稅後純益	56.3%	(30.1%)	(22.6%)	(6.8%)	15.1%
每股盈餘成長率	55.2%	(30.4%)	(23.0%)	(7.2%)	15.1%
獲利能力分析					
營業毛利率	45.1%	34.9%	32.6%	26.6%	26.3%
營業利益率	37.4%	26.0%	22.2%	19.2%	19.1%
EBITDA Margin	53.3%	44.2%	42.3%	41.6%	42.2%
稅後純益率	31.3%	27.4%	20.3%	18.2%	19.6%
平均資產報酬率	17.5%	11.2%	8.3%	7.4%	8.3%
股東權益報酬率	28.3%	17.6%	12.8%	11.4%	12.6%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	14.1%	20.8%	23.4%	22.5%	21.5%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	57.8	46.2	34.1	33.3	22.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	78.2	54.8	49.1	56.8	36.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	15.4	2.8	2.6	2.8	3.0
流動比率 (x)	2.3	2.2	2.2	2.3	2.5
速動比率 (x)	2.0	1.8	1.8	1.8	2.0
淨負債 (NT\$百萬)	(126,355)	(57,781)	(17,871)	(21,116)	(37,258)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	7.09	4.93	3.80	3.52	4.06
每股現金盈餘 (NT\$)	11.85	6.95	6.71	7.33	8.20
每股淨值 (NT\$)	26.80	28.67	30.07	31.27	32.84
調整後每股淨值 (NT\$)	27.23	29.04	30.30	31.39	32.96
每股營收 (NT\$)	22.65	17.99	18.68	19.36	20.68
EBITDA/Share (NT\$)	12.06	7.95	7.90	8.05	8.72
每股現金股利 (NT\$)	3.60	3.00	3.00	2.31	2.14
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.56	0.41	0.41	0.41	0.42
應收帳款周轉天數	48.4	48.5	51.5	51.9	52.1
存貨周轉天數	74.1	90.0	86.5	87.6	85.8
應付帳款周轉天數	21.4	19.0	21.2	20.0	20.3
現金轉換周轉天數	101.1	119.6	116.8	119.6	117.7

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	278,705	222,533	232,303	241,659	258,047
營業成本	(152,941)	(144,789)	(156,648)	(177,326)	(190,145)
營業毛利	125,764	77,744	75,654	64,333	67,902
營業費用	(21,472)	(19,853)	(24,042)	(17,944)	(18,729)
營業利益	104,292	57,891	51,613	46,389	49,173
總營業外收入	4,185	5,604	7,906	7,213	12,746
利息收入	2,022	4,853	3,615	2,913	5,296
投資利益淨額	2,163	1,773	3,366	4,000	7,000
其他營業外收入	-	(1,022)	926	300	450
總營業外費用	(2,380)	7,417	(3,300)	(1,611)	(2,819)
利息費用	(1,866)	(1,570)	(1,700)	(1,611)	(2,819)
投資損失	(1,852)	6,913	(2,614)	-	-
其他營業外費用	1,338	2,074	1,014	-	-
稅前純益	106,097	70,912	56,220	51,991	59,101
所得稅費用[利益]	(18,079)	(9,472)	(9,113)	(7,799)	(8,243)
少數股東損益	(820)	-	105	(200)	(200)
非常項目	-	(450)	-	-	-
稅後淨利	87,198	60,990	47,211	43,992	50,657
EBITDA	148,462	98,375	98,159	100,474	108,799
每股盈餘 (NT\$)	7.09	4.93	3.80	3.52	4.06

現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	145,861	86,000	83,424	91,468	102,389
本期純益	87,198	60,990	47,211	43,992	50,657
折舊及攤提	44,170	40,484	46,546	54,085	59,627
本期運用資金變動	(8,262)	916	(2,862)	(6,610)	(3,749)
其他營業資產及負債變動	22,755	(16,390)	(7,472)	-	(4,145)
投資活動之現金流量	(54,427)	(97,787)	(88,707)	(59,301)	(59,400)
投資用短期投資出售[新購]	28,229	(5,642)	(781)	-	-
本期長期投資變動	-	1,303	1,970	-	-
資本支出淨額	(80,128)	(91,474)	(90,002)	(59,301)	(59,400)
其他資產變動	(2,528)	(1,974)	106	-	-
自由現金流	39,455	(2,642)	(4,974)	27,605	38,792
融資活動之現金流量	(57,255)	(29,086)	(24,894)	(28,923)	(26,847)
短期借款變動	(1,966)	13,530	3,539	-	-
長期借款變動	(32,121)	13,847	10,020	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(37,445)	(45,015)	(37,585)	(28,923)	(26,847)
其他融資現金流	14,278	(11,448)	(868)	-	-
匯率影響數	7,018	(392)	3,827	-	-
本期產生現金流量	41,197	(41,265)	(26,351)	3,244	16,143

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	7.7%	8.9%	10.3%	7.4%	7.3%
= 營業利益率	37.4%	26.0%	22.2%	19.2%	19.1%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	0.0	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.6	1.1	1.2	1.2	1.1
+ 什項資產/營業收入)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
= 資本周轉率	1.6	0.9	0.7	0.7	0.7
營業利益率	37.4%	26.0%	22.2%	19.2%	19.1%
x 資本周轉率	1.6	0.9	0.7	0.7	0.7
x (1 - 有效現金稅率)	83.0%	86.6%	83.8%	85.0%	86.1%
= 稅後 ROIC	50.4%	19.7%	13.1%	11.5%	12.3%

資料來源：公司資料，凱基

聯電 – 以往評級及目標價



資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為凱基金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，過後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。