

2023 年 2 月 6 日

研究員：劉宜和 yih.liu@capital.com.tw

前日收盤價	751.00 元
目標價	
3 個月	680.00 元
12 個月	680.00 元

聯發科(2454 TT)

中立

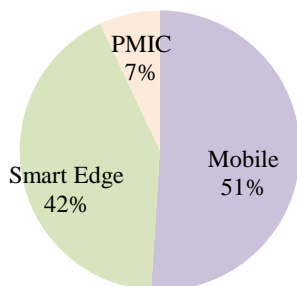
近期報告日期、評等及前日股價

11/07/2022	達目標價	620.00
10/31/2022	區間操作	565.00
08/21/2022	中立	683.00
05/27/2022	達目標價	851.00
04/28/2022	區間操作	808.00

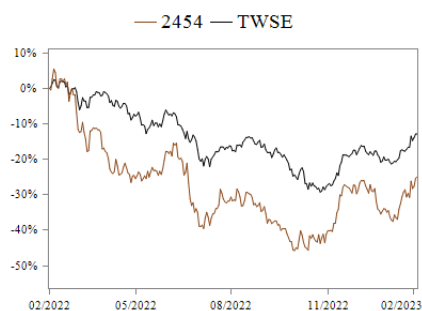
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	15,995
市值(億元)	12,012
目前每股淨值(元)	265.98
外資持股比(%)	61.24
投信持股比(%)	2.42
董監持股比(%)	2.69
融資餘額(張)	4,975
現金股息配發率(F)(%)	100.15

產品組合



股價相對大盤走勢



評價位於本益比區間上緣，維持中立投資建議。

投資建議：中國放棄清零政策，歐美通膨率下滑，預期手機與消費性電子需求將緩步回溫，2H23 可望見到需求復甦，雖然 1Q23 為全年營收谷底，但以 2023 年獲利評價，目前本益比處於歷史區間上緣，因目前評價偏高，故維持中立投資建議。

手機晶片出貨衰退壓抑營收成長率，2022 年營收 5,487.96 億元，YoY+11.22%，EPS 73.86 元：2022 年，網路頻寬升級需求帶動的網通晶片升級，10G PON 與 WiFi-6 成為主要成長動能，全球 5G 手機晶片出貨持續成長，但因通膨高漲導致金融環境緊縮壓抑終端手機需求，全球手機需求下滑，4G、5G 手機晶片出貨衰退，壓抑營收成長動能，2022 年營收 5,487.96 億元，YoY+11.22%。因消費性電子、TV 與手機終端需求疲弱，加上晶圓代工成本提升，2H22 起毛利率呈現逐季下滑的狀況，稅後淨利 1,181.41 億元，YoY+6.03%，EPS 73.86 元。

手機客戶持續調整庫存，預估 1Q23 營收 976.28 億元，QoQ-9.77%，EPS 8.23 元：展望 1Q23，雖然 TV、WiFi 出現零星庫存回補訂單，但因中國手機需求依舊疲弱，延長手機客戶去化庫存時程，PMIC 又與消費性電子高度連動，預期營收將維持淡季水準，預估 1Q23 營收 976.28 億元，QoQ-9.77%。中國放棄清零政策，手機需求可望回溫，美系競爭對手轉換晶圓代工廠後供貨充足，降低中低階 5G 手機晶片欲擴大市佔率，未來手機晶片將難免價格競爭，1Q23 毛利率將繼續下滑，預估稅後淨利 131.62 億元，QoQ-28.81%，EPS 8.23 元。

1Q23 將為營收谷底，預估 2023 年營收 4,987.76 億元，YoY-9.11%，EPS 52.91 元：展望 2023 年，客戶端在 4Q22 進行激烈庫存調整，1Q23 已見客戶恢復零星拉貨動能，雖未見整體復甦跡象，短期最壞狀況已過，中國政府放棄動態清零政策後，中國手機需求可望回溫，歐美國家通膨率已見下滑，預期消費性電子產品需求 2H23 回溫，預期 1Q23 將為全年營收谷底，後續營收將回溫向上，預估 2023 年營收 4,987.76 億元，YoY-9.11%。由於競爭對手中高階產品規格略勝，中低階產品降價搶市，預期 2023 年毛利率將不如 2022 年的表現，預估稅後淨利 846.33 億元，YoY-28.36%，EPS 52.91 元。

(百萬元)	2021	2022F	2023F	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
營業收入淨額	493,415	548,796	498,776	128,654	142,711	155,730	142,161	108,194	97,628	117,274	137,169	146,706
營業毛利淨額	231,605	270,904	236,065	63,830	71,783	76,764	70,095	52,261	46,288	55,398	65,055	69,325
營業利益	108,040	126,788	92,481	29,721	36,467	39,181	33,054	18,086	13,924	18,633	28,156	31,768
稅後純益	111,421	118,141	84,633	30,051	33,261	35,437	30,955	18,488	13,162	17,299	25,725	28,447
稅後 EPS(元)	69.66	73.86	52.91	18.79	20.79	22.16	19.35	11.56	8.23	10.82	16.08	17.79
毛利率(%)	46.94%	49.36%	47.33%	49.61%	50.30%	49.29%	49.31%	48.30%	47.41%	47.24%	47.43%	47.25%
營業利益率(%)	21.90%	23.10%	18.54%	23.10%	25.55%	25.16%	23.25%	16.72%	14.26%	15.89%	20.53%	21.65%
稅後純益率(%)	22.58%	21.53%	16.97%	23.36%	23.31%	22.76%	21.77%	17.09%	13.48%	14.75%	18.75%	19.39%
營業收入 YoY/QoQ(%)	53.16%	11.22%	-9.11%	-1.85%	10.93%	9.12%	-8.71%	-23.89%	-9.77%	20.12%	16.96%	6.95%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	172.31%	6.03%	-28.36%	6.23%	10.68%	6.54%	-12.65%	-40.27%	-28.81%	31.43%	48.71%	10.58%

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 159.95 億元計算。

2023 年 2 月 6 日

聯發科 ESG：

自 2016 年起進行溫室氣體自主盤查，2020 年起依照 ISO-14064 進行盤查並完成外部查證。

2021 年間，節電比例達 14.8%，同時積極設定 2022 之節電目標為 17.8%，同時節省整體企業資料中心用電，三年內節電 7%，2021 年太陽能電廠自發電量約 19.4 萬度，企業總部大樓執行一系列環保低碳改善，2021 年完成全棟大樓 LED 節能照明更換節省約 266 萬度電、設置電動汽車充電站使用量年減碳超過 15 公噸，2022 年持續進行電動機車換電站之設置。

同時進行產品耗能精進，針對主要產品從 2021 年對比 2020 年降低 23% 能耗比率。晶片微小化設計，主要產品從 2021 年對比 2020 年減少 23% 體積，換算約可減少 81,070 公斤的廢棄物。

手機、TV 與網通進行庫存調整，4Q22 營收 1,081.94 億元，QoQ-23.89%，EPS 11.56 元：

4Q22，因為 TV、網通、消費性電子與手機需求衰退，自 3Q22 開始代理商與客戶即開始削減庫存，尤其因中國總體經濟狀況不佳，清零封控政策遲至 12/2022 才放棄，導致 Android 手機需求疲弱，多家中國手機廠商下修手機晶片訂單，加上電信商下修網通晶片需求，導致營收衰退。

在 Mobile 產品線方面，由於美元快速升值，匯率大幅波動導致新興國家的 4G 手機需求大幅下滑，加上中國手機需求未見復甦，4G、5G 手機晶片出貨皆衰退，Mobile 產品線營收 555.04 億元，QoQ-29%。

在 Smart Edge 產品線方面，TV 進入傳統產業淡季，進入庫存調整的尾聲，電信商客戶在 1Q~3Q22 已做到年度預算目標，故調整有線網路、WiFi Router 晶片訂單，Smart Edge 營收 447.92 億元，QoQ-18%。

隨著手機、Smart Edge 出貨皆下滑，因消費性電子應用佔 PMIC 大部分營收，PMIC 業務也受到拖累，PMIC 營收 367.63 億元，QoQ-21%。

手機、TV 與網通進行庫存調整，4Q22 營收 1,081.94 億元，QoQ-23.89%。

因終端需求轉弱，部分產品價格壓力增加，晶圓代工價格暫不降價的情況下，毛利率下滑至 48.30%，遜於 3Q22 的水準，稅後淨利 184.88 億元，QoQ-40.27%，EPS 11.56 元。

手機晶片出貨衰退壓抑營收成長率，2022 年營收 5,487.96 億元，YoY+11.22%，EPS 73.86 元：

2022 年，網路頻寬升級需求帶動的網通晶片升級，10G PON 與 WiFi-6 成為主要成長動能，全球 5G 手機晶片出貨持續成長，但因通膨高漲導致金融環境緊縮壓抑終端手機需求，全球手機需求下滑，4G、5G 手機晶片出貨衰退，壓抑營收成長動能。

在 Mobile 產品線方面，由於中國經濟狀況不佳，通膨率高漲壓抑消費性電子需求，全球手機出貨量將下修至 12 億支左右的水準，其中 5G 手機雖然持續成長，但將由 7~7.5 億支下修至 5.5~6 億支左右，受到整體市場縮小的壓力，手機客戶進行庫存調整，5G 手機晶片出貨衰退，新興國家市場需求

2023 年 2 月 6 日

受美元匯率大幅波動，導致 2H22 4G 手機晶片出貨大幅下滑，並且壓抑 2H22 營收動能，2022 年 Mobile 營收 2,934.23 億元，YoY+10%。

在 Smart Edge 產品線方面，雖然 TV 終端需求下滑，但因全球寬頻網路升級趨勢未歇，全球終端 CPE 需求持續強勁，WiFi-6 晶片供應較 WiFi-5 充裕，故在 2H21 開發新款 CPE 時擴大導入 WiFi-6，以至於家用 CPE 的 2022 年新款機種幾乎都已搭載 WiFi-6，預期 WiFi-6 在 CPE 滲透率將由 2021 年的 20~30% 提升到 2022 年的 50~60%，加上 WiFi-6 主晶片價格較 WiFi-5 晶片高出一倍以上，WiFi 晶片升級帶來另一股營收成長動能，Smart Edge 營收 2,136.48 億元，YoY+13%。

在 PMIC 產品線方面，雖然車用、工業用 PMIC 營收大幅年增，但因消費性電子、Chromebook 與手機出貨量下滑，自 2Q22 開始壓抑相關配套的 PMIC 出貨量，壓低營收成長動能，PMIC 營收 417.25 億元，YoY+13%。

手機晶片出貨衰退壓抑營收成長率，2022 年營收 5,487.96 億元，YoY+11.22%。

因消費性電子、TV 與手機終端需求疲弱，加上晶圓代工成本提升，2H22 起毛利率呈現逐季下滑的狀況，稅後淨利 1,181.41 億元，YoY+6.03%，EPS 73.86 元。

公司預期股利配發率為 80~85%，再外加特別股股利 16 元，預期 2023 年每股將配發 75~79 元股利。

手機客戶持續調整庫存，預估 1Q23 營收 976.28 億元，QoQ-9.77%，EPS 8.23 元：

展望 1Q23，雖然 TV、WiFi 出現零星庫存回補訂單，但因中國手機需求依舊疲弱，延長手機客戶去化庫存時程，PMIC 又與消費性電子高度連動，預期營收將維持淡季水準，預估 1Q23 營收 976.28 億元，QoQ-9.77%。

手機出貨持續下滑，但因中國已放棄清零政策，手機需求可望回溫，美系競爭對手轉換晶圓代工廠後供貨充足，降低中低階 5G 手機晶片欲擴大市佔率，未來手機晶片將免不了價格競爭，1Q23 毛利率將繼續下滑，預估稅後淨利 131.62 億元，QoQ-28.81%，EPS 8.23 元。

1Q23 將為營收谷底，預估 2023 年營收 4,987.76 億元，YoY-9.11%，EPS 52.91 元：

展望 2023 年，客戶端在 4Q22 進行激烈庫存調整，1Q23 已見客戶恢復零星拉貨動能，雖未見整體復甦跡象，短期最壞狀況已過，中國政府放棄動態清零政策後，中國手機需求可望回溫，歐美國家通膨率已見下滑，預期消費性電子產品需求 2H23 回溫，預期 1Q23 將為全年營收谷底，後續營收將回溫向上，預估 2023 年營收 4,987.76 億元，YoY%-9.11%。

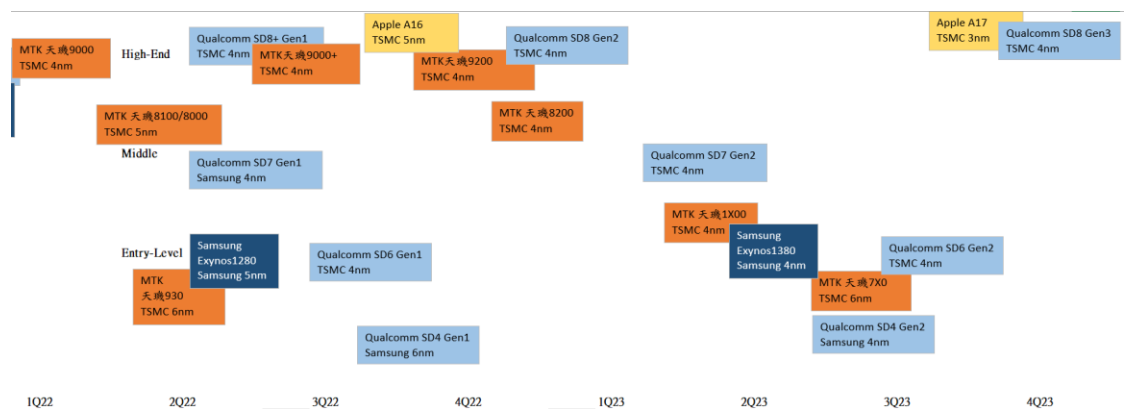
雖然已量產第二代旗艦手機晶片—天璣 9200，以及第二代中高階手機晶片天璣 8200，但高通在 2021 年更換高階處理器晶圓代工廠後，產品效能與省能耗表現突飛猛進，以單核效能比較，2022 年旗艦機晶片 Snapdragon 8 Gen 2 跑分 1,479 優於天璣 9200 的 1,353 分，前代旗艦 Snapdragon 8+ Gen 1 在 2023 年手機廠的產品規劃為中高階手機，競爭對手為天璣 9000、天璣 8200，也可見到高通產品效能優於聯發科產品，預期 2023 年聯發科在中高階產品

2023 年 2 月 6 日

將無法像 2022 年取得效能優勢，在中低階產品方面，因供貨已相對充足，高通已降價 10~20% 不等，預期聯發科將正面迎接對手的市佔率挑戰，未來將會對晶片後段製程廠商施加壓力以降低成本。

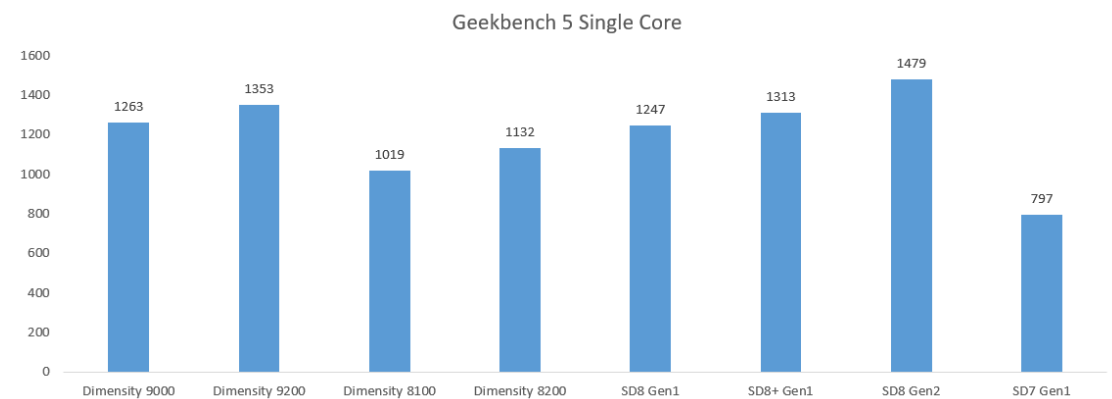
由於競爭對手中高階產品規格略勝，中低階產品降價搶市，預期 2023 年毛利率將不如 2022 年的表現，預估稅後淨利 846.33 億元，YoY-28.36%，EPS 52.91 元。

圖一、2022~2023 年各家 5G 手機晶片 Roadmap



資料來源：各公司、群益投顧整理。

圖二、高通與聯發科競品效能比較



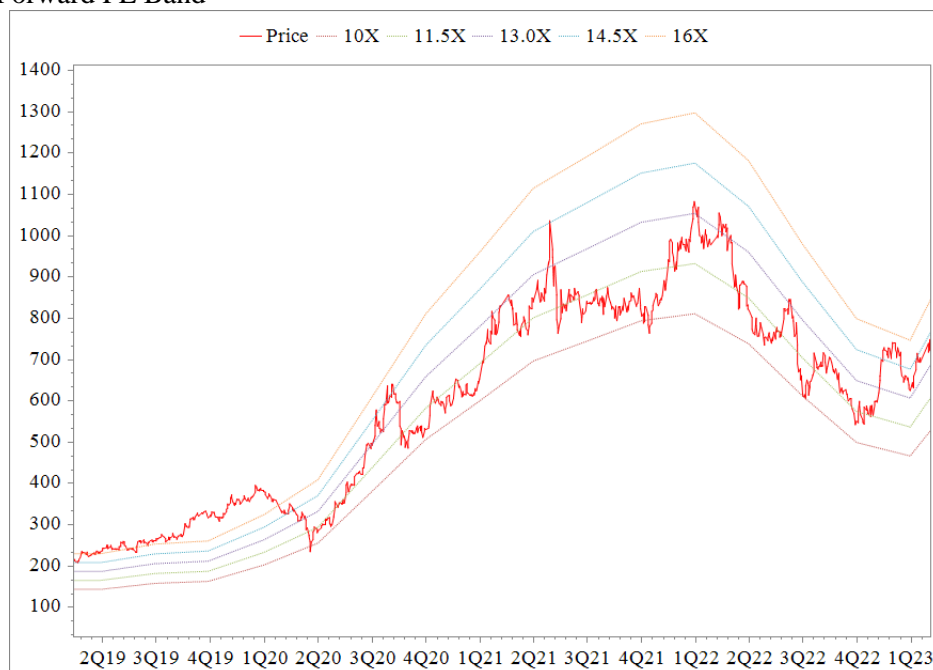
資料來源：Geekbench、群益投顧整理。

投資建議：

中國放棄清零政策，歐美通膨率下滑，預期手機與消費性電子需求將緩步回溫，2H23 可望見到需求復甦，雖然 1Q23 為全年營收谷底，但以 2023 年獲利評價，目前本益比處於歷史區間上緣，因目前評價偏高，故維持中立投資建議。

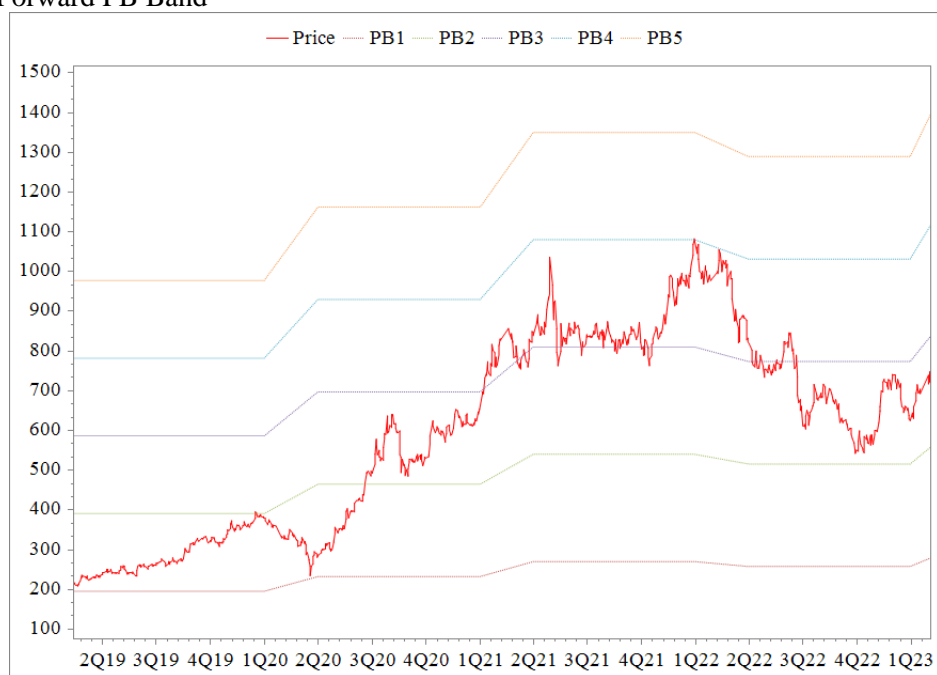
2023 年 2 月 6 日

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

2023 年 2 月 6 日

資產負債表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
資產總計	458,702	533,906	660,877	543,700	589,207
流動資產	266,729	291,862	346,865	280,613	383,825
現金及約當現金	177,545	196,580	183,705	158,265	217,164
應收帳款與票據	26,837	33,133	58,660	49,341	63,859
存貨	27,615	37,677	73,271	62,656	82,905
採權益法之投資	13,617	50,668	60,287	48,697	35,564
不動產、廠房設備	38,890	38,971	49,111	49,111	49,111
負債總計	144,302	158,822	227,229	128,662	139,431
流動負債	131,098	143,798	211,106	138,918	190,013
應付帳款及票據	22,314	34,470	43,504	40,535	52,775
非流動負債	13,204	15,023	16,123	-7,287	-59,853
權益總計	314,400	375,084	433,648	415,038	449,776
普通股股本	15,896	15,901	15,988	15,988	15,988
保留盈餘	169,238	217,635	302,650	284,040	318,778
母公司業主權益	312,750	371,834	432,015	412,550	446,984
負債及權益總計	458,702	533,906	660,877	543,700	589,207

損益表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
營業收入淨額	246,222	322,146	493,415	548,796	498,776
營業成本	143,176	180,610	261,810	277,892	262,711
營業毛利淨額	103,046	141,536	231,605	270,904	236,065
營業費用	80,478	98,316	123,564	144,116	143,584
營業利益	22,567	43,219	108,040	126,788	92,481
EBITDA	33,201	55,597	136,015	99,848	147,346
業外收入及支出	262	4,363	18,812	6,694	6,361
稅前純益	27,027	47,583	126,852	135,561	98,843
所得稅	3,823	6,144	14,980	16,936	13,838
稅後純益	23,033	40,917	111,421	118,141	84,633
稅後 EPS(元)	14.40	25.58	69.66	73.86	52.91
完全稀釋 EPS**	14.40	25.58	69.66	73.86	52.91

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 159.95【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 159.95 元計算

比率分析

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	3.43%	30.84%	53.16%	11.22%	-9.11%
營業毛利淨額	12.34%	37.35%	63.64%	16.97%	-12.86%
營業利益	39.46%	91.51%	149.98%	17.35%	-27.06%
稅後純益	10.94%	77.65%	172.31%	6.03%	-28.36%

獲利能力分析(%)

毛利率	41.85%	43.94%	46.94%	49.36%	47.33%
EBITDA(%)	13.48%	17.26%	27.57%	18.19%	29.54%
營益率	9.17%	13.42%	21.90%	23.10%	18.54%
稅後純益率	9.35%	12.70%	22.58%	21.53%	16.97%
總資產報酬率	5.02%	7.66%	16.86%	21.73%	14.36%
股東權益報酬率	7.33%	10.91%	25.69%	28.47%	18.82%

償債能力檢視

負債比率(%)	31.46%	29.75%	34.38%	23.66%	23.66%
負債/淨值比(%)	45.90%	42.34%	52.40%	31.00%	31.00%
流動比率(%)	203.46%	202.97%	164.31%	202.00%	202.00%

其他比率分析

存貨天數	74.69	65.98	77.34	89.27	101.12
應收帳款天數	41.34	33.97	33.95	35.92	41.42

現金流量表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
營業活動現金	42,606	79,558	47,095	88,414	138,716
稅前純益	27,027	47,583	126,852	135,561	98,843
折舊及攤銷	8,386	9,901	10,621	7,367	7,367
營運資金變動	10,093	-4,201	-52,087	3,260	-8,973
其他營運現金	-2,901	26,276	-38,291	-21,055	-6,020
投資活動現金	2,882	-6,769	-28,924	-33,340	-15,547
資本支出淨額	-5,599	-4,996	-16,972	-7,500	-7,500
長期投資變動	10,796	3,689	2,170	-100	-100
其他投資現金	-2,315	-5,463	-14,122	-25,740	-7,947
籌資活動現金	-8,417	-49,221	-27,951	-123,063	-158,467
長借/公司債變動	-78	-37	1,386	313	-27,698
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-14,162	-16,589	-58,585	-105,524	-118,314
其他籌資現金	5,823	-32,595	29,248	-17,853	-12,455
淨現金流量	34,375	19,035	-12,875	-67,989	-35,299
期初現金	143,170	177,545	196,580	226,254	252,463
期末現金	177,545	196,580	183,705	158,265	217,164

資料來源：CMoney、群益

2023 年 2 月 6 日

季度損益表

(百萬元)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F
營業收入淨額	131,074	128,654	142,711	155,730	142,161	108,194	97,628	117,274	137,169	146,706	122,915	128,617
營業成本	69,858	64,824	70,927	78,966	72,066	55,933	51,340	61,876	72,114	77,381	65,002	67,430
營業毛利淨額	61,216	63,830	71,783	76,764	70,095	52,261	46,288	55,398	65,055	69,325	57,914	61,187
營業費用	31,929	34,109	35,316	37,583	37,041	34,175	32,364	36,765	36,898	37,557	36,998	37,170
營業利益	29,287	29,721	36,467	39,181	33,054	18,086	13,924	18,633	28,156	31,768	20,916	24,017
業外收入及支出	2,903	4,278	1,503	1,756	2,542	893	1,496	1,602	1,861	1,402	1,533	1,599
稅前純益	32,190	33,999	37,970	40,937	35,596	21,057	15,420	20,235	30,017	33,170	22,449	25,616
所得稅	3,829	3,852	4,557	5,325	4,511	2,543	2,159	2,833	4,202	4,644	3,143	3,586
稅後純益	28,287	30,051	33,261	35,437	30,955	18,488	13,162	17,299	25,725	28,447	19,225	21,946
最新股本	15,995	15,995	15,995	15,995	15,995	15,995	15,995	15,995	15,995	15,995	15,995	15,995
稅後EPS(元)	17.69	18.79	20.79	22.16	19.35	11.56	8.23	10.82	16.08	17.79	12.02	13.72

獲利能力(%)

毛利率(%)	46.70%	49.61%	50.30%	49.29%	49.31%	48.30%	47.41%	47.24%	47.43%	47.25%	47.12%	47.57%
營業利益率(%)	22.34%	23.10%	25.55%	25.16%	23.25%	16.72%	14.26%	15.89%	20.53%	21.65%	17.02%	18.67%
稅後純益率(%)	21.58%	23.36%	23.31%	22.76%	21.77%	17.09%	13.48%	14.75%	18.75%	19.39%	15.64%	17.06%

QoQ(%)

營業收入淨額	4.31%	-1.85%	10.93%	9.12%	-8.71%	-23.89%	-9.77%	20.12%	16.96%	6.95%	-16.22%	4.64%
營業利益	1.57%	1.48%	22.70%	7.44%	-15.64%	-45.28%	-23.01%	33.82%	51.11%	12.83%	-34.16%	14.82%
稅前純益	1.91%	5.62%	11.68%	7.81%	-13.05%	-40.85%	-26.77%	31.22%	48.35%	10.51%	-32.32%	14.11%
稅後純益	2.82%	6.23%	10.68%	6.54%	-12.65%	-40.27%	-28.81%	31.43%	48.71%	10.58%	-32.42%	14.15%

YoY(%)

營業收入淨額	34.75%	33.45%	32.10%	23.94%	8.46%	-15.90%	-31.59%	-24.69%	-3.51%	35.59%	25.90%	9.67%
營業利益	100.21%	93.34%	80.55%	35.88%	12.86%	-39.15%	-61.82%	-52.44%	-14.82%	75.65%	50.22%	28.89%
稅前純益	108.59%	101.28%	30.59%	29.60%	10.58%	-38.07%	-59.39%	-50.57%	-15.67%	57.53%	45.58%	26.60%
稅後純益	113.47%	103.78%	30.07%	28.81%	9.43%	-38.48%	-60.43%	-51.18%	-16.89%	53.87%	46.06%	26.86%

註1：稅後EPS以股本159.95億元計算

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。