



## 研究報告

## 聯電(2303.TT)

## 逢低買進(維持)

TP：46

終端需求平淡、折舊劇增衝擊今年獲利表現

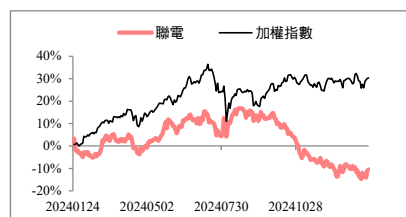
## 核心觀點

公司持續推進製程技術，發展多元化業務來維持成長動能，但短期面臨終端需求平淡、今年折舊顯著劇增等不利因素，預估今年稅後EPS 3.54元，維持「逢低買進」。

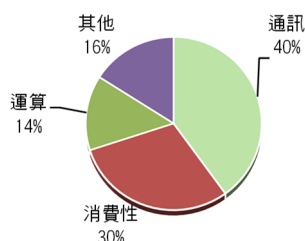
## 交易資料

收盤價	42.95
市值(億元)	5,394.90
流通在外股數(百萬股)	12,528.47
本益比	12.13
股價淨值比	1.36
240日股價(低/均/高)	40.6/50.54/58
60日均成交額(百萬元)	2,659.56

## 相對報酬率



## 2025年產品組合預估



## CSR 天下永續公民獎

企業類別	2024排名	2023排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
-	-	-	-	-	-	-	-

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

公司舉辦24Q4法說會。

## 玉山觀點

**24Q4獲利低於預期。**22/28奈米需求穩健，挹注晶圓出貨量持平，營收季減0.2%至603.9億元，但折舊增加抵銷匯率利多挹注，使毛利率季減至30.4%，另投資損失拖累業外虧損14.4億元，稅後EPS僅0.68元，為近三年新低。

**25Q1晶圓出貨量優於預期。**展望25Q1，儘管農曆新年和例行維修作業使得25Q1產能微幅減少，但因客戶擔憂美對中加徵關稅使急單湧現，挹注本季晶圓出貨量季持平，優於過往季節性表現，預估營收季減5.1%至573.1億元，但毛利率受到ASP年度一次性調整(季減4~6%符合預期)、折舊增加、1/21地震災損(影響約低個位數)等衝擊，預估顯著下滑至26.4%，稅後EPS 0.76元。

**終端需求平淡、折舊劇增衝擊今年獲利，資本支出同步保守。**今年消費性電子需求僅溫和回溫、車用和工控25H1延續庫存去化，使訂單能見度有限，今年目標潛在市場僅年增低個位數，惟公司透過技術差異化、多元化生產基地優勢超越市場表現，並因應市場與客戶動態調整新加坡廠擴產規劃，預計今年資本支出僅18億美元，年減逾30%，但整體折舊仍將顯著年增27~29%衝擊今年獲利，預估稅後EPS 3.54元，年減約6%。

**發展多元化業務拓展目標潛在市場。**因應成熟製程產能過剩且技術競爭已推進至28奈米，公司除了持續推進製程節點(如加速進行22奈米投片、將高壓製程推進至14奈米)外，也積極發展WoW Hybrid Bonding、帶有DTC的中介層，看好與Intel共同開發之12奈米FinFET進展順利並計劃將FinFET架構應用在特殊製程，以此擴大公司的目標潛在市場。

## 投資建議

公司持續推進製程技術，發展多元化業務來維持成長動能，但短期面臨終端需求平淡壓抑訂單能見度、今年折舊顯著劇增等不利因素，預估今年稅後EPS 3.54元，維持「逢低買進」，目標價46元(13倍PER\*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	232,303	57,310	59,642	63,817	63,885	244,654
YoY	4.4%	4.9%	5.0%	5.5%	5.8%	5.3%
毛利率	32.6%	26.4%	27.5%	28.7%	28.7%	27.9%
營益率	22.2%	17.4%	18.4%	19.5%	19.2%	18.7%
稅後淨利	47,211	9,472	10,768	12,222	11,916	44,377
EPS(元)	3.77	0.76	0.86	0.98	0.95	3.54

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
營收	60,386	57,310	60,386	53,691	0.00	6.74
毛利	18,343	15,105	18,860	14,911	(2.74)	1.30
營業利益	11,957	9,990	13,020	10,261	(8.16)	(2.64)
稅前淨利	10,514	11,573	14,799	11,844	(28.95)	(2.29)
稅後淨利	8,497	9,472	12,581	9,652	(32.46)	(1.87)
每股盈餘(元)	0.68	0.76	1.00	0.77	(32.46)	(1.87)
財務比率(%)						
毛利率	30.38	26.36	31.23	27.77	(2.74)	(5.10)
營益率	19.80	17.43	21.56	19.11	(8.16)	(8.79)
淨利率	17.41	20.19	24.51	22.06	(28.95)	(8.46)

資料來源：玉山投顧(2025/01)

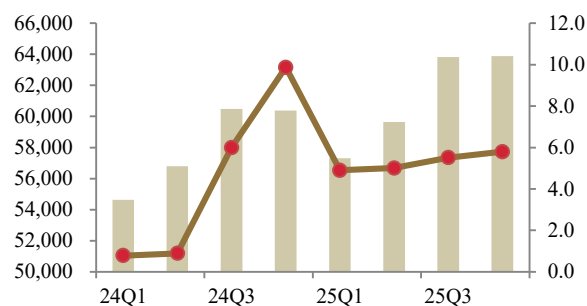
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	54,632	56,799	60,485	60,386	232,303	57,310	59,642	63,817	63,885	244,654
營業毛利	16,899	19,983	20,429	18,343	75,654	15,105	16,408	18,321	18,357	68,190
營業費用	5,748	6,311	6,559	6,748	25,366	6,115	6,411	6,867	7,100	26,493
營業利益	11,665	13,891	14,100	11,957	51,613	9,990	10,997	12,454	12,257	45,697
淨業外收支	1,056	2,529	2,465	(1,443)	4,607	1,583	1,810	2,107	1,978	7,478
稅前淨利	12,721	16,420	16,564	10,514	56,219	11,573	12,807	14,561	14,235	53,175
稅後淨利	10,456	13,786	14,472	8,497	47,211	9,472	10,768	12,222	11,916	44,377
EPS(元)	0.83	1.10	1.16	0.68	3.77	0.76	0.86	0.98	0.95	3.54
財務比率										
毛利率	30.93	35.18	33.78	30.38	32.57	26.36	27.51	28.71	28.73	27.87
營業利益率	21.35	24.46	23.31	19.80	22.22	17.43	18.44	19.52	19.19	18.68
稅前淨利率	23.28	28.91	27.39	17.41	24.20	20.19	21.47	22.82	22.28	21.73
YoY(%)										
營業收入	0.78	0.89	5.99	9.88	4.39	4.90	5.00	5.51	5.80	5.32
營業毛利	(12.09)	(1.33)	(0.16)	3.01	(2.69)	(10.62)	(17.89)	(10.32)	0.08	(9.87)
營業利益	(19.45)	(11.38)	(7.92)	(3.75)	(10.84)	(14.36)	(20.84)	(11.67)	2.51	(11.46)
稅前淨利	(33.50)	(11.17)	(11.18)	(28.23)	(20.72)	(9.03)	(22.01)	(12.09)	35.39	(5.42)
稅後淨利	(36.2)	(13.28)	(9.36)	(35.59)	(23.16)	(9.41)	(21.90)	(15.55)	40.24	(6.00)
QoQ(%)										
營業收入	(0.59)	3.97	6.49	(0.16)		(5.09)	4.07	7.00	0.11	
營業毛利	(5.09)	18.25	2.23	(10.21)		(17.65)	8.63	11.66	0.20	
營業利益	(6.11)	19.09	1.50	(15.20)		(16.45)	10.08	13.25	(1.58)	
稅前淨利	(13.17)	29.08	0.88	(36.53)		10.07	10.66	13.70	(2.24)	
稅後淨利	(20.74)	31.85	4.98	(41.29)		11.47	13.68	13.51	(2.50)	

資料來源：玉山投顧(2025/01)

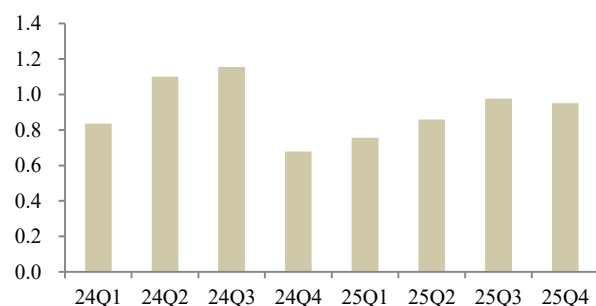
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



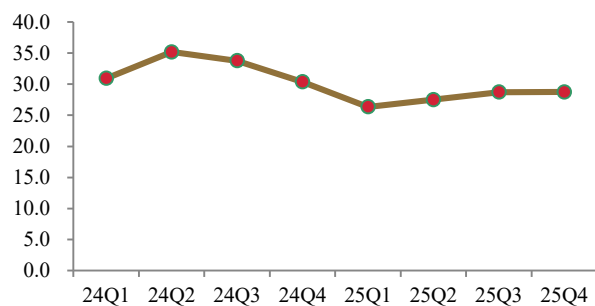
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



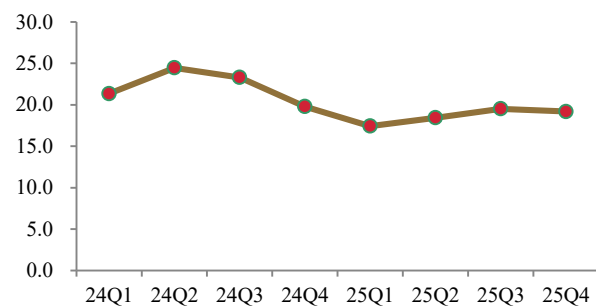
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



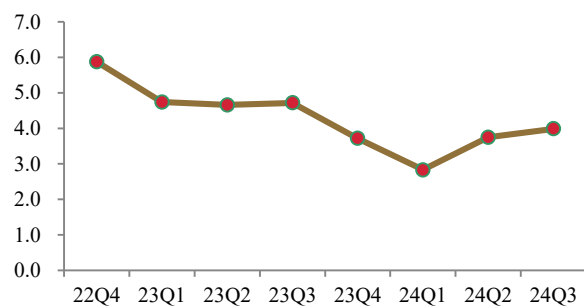
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



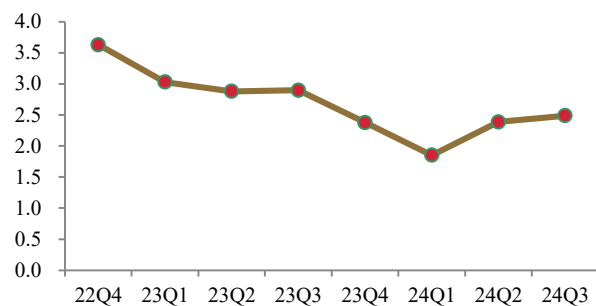
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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(2025/01)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
營業收入	278,705	222,533	232,303	244,654
營業成本	152,941	144,789	156,648	176,464
營業毛利	125,764	77,744	75,654	68,190
營業費用	26,812	23,856	25,366	26,493
營業利益	104,292	57,891	51,613	45,697
營業外收支淨額	1,805	13,022	4,607	7,478
稅前淨利	106,097	70,912	56,219	53,175
稅後淨利	87,198	60,990	47,211	44,377
普通股股本	125,047	125,298	125,285	125,285
EPS(元)	6.97	4.87	3.77	3.54
年成長率				
營收	30.8%	-20.2%	4.4%	5.3%
營業利益	101.8%	-44.5%	-10.8%	-11.5%
稅前淨利	71.7%	-33.2%	-20.7%	-5.4%
母公司稅後淨利	56.3%	-30.1%	-22.6%	-6.0%
獲利能力比率				
毛利率	45.1%	34.9%	32.6%	27.9%
營業利益率	37.4%	26.0%	22.2%	18.7%
稅前淨利率	38.1%	31.9%	24.2%	21.7%
稅後淨利率	31.3%	27.4%	20.3%	18.1%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
流動資產	252,371	216,797	189,678	202,253
現金及約當現金	173,819	132,554	105,000	112,932
存貨	31,070	35,713	35,782	37,685
應收帳款及票據	36,975	29,586	33,343	35,116
其他流動資產	10,507	18,946	15,553	16,521
長期投資	35,086	45,407	42,495	41,325
固定資產	170,982	239,123	279,059	275,915
其他長期資產	74,622	57,869	58,978	59,260
資產總額	533,052	559,187	570,201	578,744
流動負債	108,565	99,015	74,971	75,040
應付帳款及票據	8,982	7,526	10,125	10,663
短期借款	0	13,530	19,221	20,243
什項負債	99,583	77,959	45,625	44,134
非流動負債	89,036	100,594	117,644	108,050
負債總額	197,601	199,608	192,615	183,090
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	220,643	238,711
股東權益總額	335,451	359,579	377,586	395,654

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
稅前淨利	106,097	70,912	56,219	53,175
折舊及攤提費用	44,170	40,484	48,168	60,924
本期營運資金變動	54	-5,293	1,228	3,137
其他項目	-4,460	-20,103	-20,986	-22,102
營運活動之現金流量	145,861	86,000	84,630	95,134
資本支出	-80,128	-91,474	-88,544	-57,780
本期長期投資變動	0	293	0	0
其他項目	25,700	-6,606	-50,130	16,665
投資活動之現金流量	-54,427	-97,787	-138,674	-41,115
短期借款及票券變動	-1,966	13,530	5,691	1,022
舉措/償還長期借款	-18,816	3,858	17,050	-9,594
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	-37,516
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-57,255	-29,086	-14,775	-46,087
匯率影響數	7,018	-392	0	0
本期現金流量	41,197	-41,265	-68,819	7,932
期末現金及約當現金	173,819	132,554	105,000	112,932

重要財務比率	2022	2023	2024(E)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	37.1%	35.7%	33.8%	31.6%
槓桿比率	58.9%	55.5%	51.0%	46.3%
流動比率	232.5%	219.0%	253.0%	269.5%
速動比率	203.8%	182.9%	205.3%	219.3%
存貨週轉率(次)	5.66	4.34	5.33	5.13
存貨週轉天數	63.65	83.02	67.56	70.13
應收帳款週轉率(次)	7.72	6.69	6.78	6.79
應收帳款週轉天數	46.61	53.84	53.10	53.04
總資產週轉率(次)	0.52	0.40	0.41	0.42
淨值週轉率(次)	0.83	0.62	0.62	0.62
股東權益報酬率	28.3%	17.6%	14.3%	12.1%
總資產報酬率	17.5%	11.2%	9.1%	8.0%
OCF/流動負債	134.4%	86.9%	112.9%	126.8%
每股比率				
每股淨值(元)	26.80	28.67	30.14	31.58
每股營收(元)	22.29	17.76	18.54	19.53
每股盈餘(元)	6.97	4.87	3.77	3.54
每股現金股利(元)	3.60	3.00	2.30	2.10
現金股利配發率	51.6%	61.6%	61.0%	59.3%

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](http://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。

邀請過去3年內有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。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

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