



聯詠

(3034.TW/3034 TT)



2025 年缺乏顯著營收年增動能

重要訊息

聯詠舉辦 4Q24 法說會。我們在報告中亦加入 2026 年的財務預測。

評論及分析

1Q25 營收預估將季增 7.5%。聯詠預估 1Q25 營收為 260-272 億元，季增 5.3%，年增 8.9% (以中位數計算)，並預估 1Q25 毛利率則為 37-40%，季減 1.0 個百分點，年減 2.6 個百分點(以中位數計算)。1Q25 營收展望優於我們先前預估的 247 億元與市場共識的 241 億元，主因美國計畫對中國課徵關稅與中國經濟刺激政策推動，客戶提前進行備貨，導致急單湧現。1Q25 毛利率展望則大致符合我們預估與市場共識。

2025 年缺乏顯著營收年增動能。我們重申，儘管 2025 年消費性電子產品出貨量將溫和復甦，且 OLED 面板於智慧型手機與 NB/IT 應用之滲透率將持續提升，但我們預期消費性電子產品出貨量年增將大致被 ASP 下滑所侵蝕，主因：(1)大中華地區競爭仍劇烈，且 ASP 仍將承壓；(2)中國同業自主化趨勢恐限制營收成長空間；(3)美系智慧型手機品牌下一代機型的 OLED DDI 升級幅度有限，且聯詠難以受惠於 1H25 新機發表，故我們認為聯詠 2025 年將缺乏顯著營收年增動能。我們預期 2025 年營收年增將主要來自於：(1) OLED 面板於智慧型手機與 NB/IT 應用之滲透率持續提升，且聯詠持續擴大其 OLED DDI 市占率；(2)美系智慧型手機品牌 OLED DDI 產品貢獻全年營收；及(3) Android 智慧型手機品牌 OLED TDDI 產品於 2Q25 開始量產。

投資建議

考量：(1) 1Q25 展望優於預期；但(2) 2025 年營業費用展望高於預期，我們維持 2025 年 EPS 預估大致不變為 34.48 元(年增 3.2%)，並預估 2026 年 EPS 為 35.35 元(年增 2.5%)，對比市場共識為 34.77 元與 38.33 元。我們維持目標價 485 元不變，係基於 2025 年 EPS 預估 14 倍換算得出。維持「持有」評等。目前股價交易於 16 倍與 15 倍 2025-26 年 EPS 預估，我們認為 1Q25 展望優於傳統季節性與大多數成長動能已反映於股價中。當前公司股利殖利率約 5.1%，對關注股利殖利率之投資人仍具一定吸引力。

投資風險

總經不確定性；OLED DDI 市場競爭減少。

持有 · 維持

| | |
|------------------------|-------|
| 收盤價 February 12 (NT\$) | 546 |
| 12 個月目標價 (NT\$) | 485.0 |
| 前次目標價 (NT\$) | 485.0 |
| 維持 (%) | 0.0 |
| 下跌空間 (%) | 11.2 |

焦點內容

1. 1Q25 營收預估將季增 7.5%。
2. 2025 年缺乏顯著營收年增動能。
3. 2025 年毛利率將不易回到 40% 以上；營業費用展望高於預期。
4. 4Q24 EPS 符合預期。

交易資料表

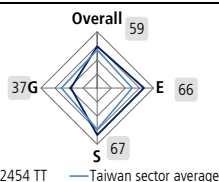
| | |
|------------------------|---------------|
| 市值：(NT\$bn/US\$mn) | 332.2/ 10,115 |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 609 |
| 外資持有股數 (百萬股)： | 180.3 |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 2.07 |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 478.0 -640 |

| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
|----------|------|----|-------|
| 絕對表現 (%) | 13.4 | 4 | 7.9 |
| 相對表現 (%) | 12.1 | -3 | -20.8 |

每股盈餘

| NT\$ | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
|------|-------|--------|--------|-------|
| 2023 | 7.81A | 11.29A | 10.46A | 8.76A |
| 2024 | 8.04A | 8.86A | 8.64A | 7.89F |
| 2025 | 8.48F | 8.71F | 9.27F | 8.02F |

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

凱基投顧

劉宇程
886.2.2181.8727
lucas.liu@kgi.com

李靖涵
886.2.2181.8741
megan.li@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

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) | 109,957 | 110,429 | 102,788 | 108,776 | 111,790 |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 50,941 | 46,212 | 41,472 | 43,008 | 44,013 |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 32,729 | 26,662 | 21,806 | 22,705 | 23,433 |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 27,970 | 23,318 | 20,342 | 20,984 | 21,510 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 45.96 | 38.32 | 33.43 | 34.48 | 35.35 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 37.00 | 32.00 | 27.92 | 28.80 | 29.52 |
| 每股盈餘成長率 (%) | (28.0) | (16.6) | (12.8) | 3.2 | 2.5 |
| 本益比 (x) | 11.9 | 14.2 | 16.3 | 15.8 | 15.4 |
| 股價淨值比 (x) | 5.1 | 4.9 | 4.9 | 4.6 | 4.4 |
| EV/EBITDA (x) | 7.9 | 9.2 | 11.3 | 10.6 | 10.2 |
| 淨負債比率 (%) | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 殖利率 (%) | 6.8 | 5.9 | 5.1 | 5.3 | 5.4 |
| 股東權益報酬率 (%) | 41.1 | 35.1 | 30.0 | 29.9 | 29.0 |

資料來源：公司資料，凱基預估

2025 年毛利率將不易回到 40%以上；營業費用展望高於預期。2025 年毛利率方面，雖然聯詠致力於降低營業成本將避免毛利率大幅下滑，惟我們預期 ASP 仍將承壓。據此，我們認為 2025 年毛利率將不易回到 40%以上。此外，聯詠預期研發人員之增加與先進製程研發之投入將致使 2025 年營業費用年增，高於我們先前預估與市場共識之大致年持平。

4Q24 EPS 符合預期。4Q24 毛利率為 39.5%，季減 0.2 個百分點，年減 2.0 個百分點，低於我們預估的 39.9%，但高於市場共識的 39.0%，並符合公司展望的 37-40%，主因產品組合轉差與金價成本上漲。此外，營業費用為 51 億元，高於我們預估與市場共識，主因研發費用季增。惟業外收入為 7.75 億元，高於我們預估與市場共識，故 4Q24 EPS 為 7.89 元，季減 8.7%，年減 9.9%，符合我們預估的 7.91 元，但優於場市場共識 7.11 元。

圖 1：4Q24 財報暨凱基預估、公司財測與市場共識比較

| 百萬元 | 4Q24 | | | | | | | | | | |
|----------|--------|--------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|---------------|----------|--------|-----------|
| | 實際值 | 凱基預估 | 差異(%) | 3Q24 | QoQ (%) | 4Q23 | YoY (%) | 公司財測 (中位數) | 差異(%) | 市場共識 | 差異(%) |
| 營收 | 25,263 | 25,744 | (1.9) | 27,866 | (9.3) | 27,154 | (7.0) | 24,500 | 3.1 | 24,785 | 1.9 |
| 毛利 | 9,981 | 10,270 | (2.8) | 11,074 | (9.9) | 11,264 | (11.4) | 9,433 | 5.8 | 9,659 | 3.3 |
| 營業利益 | 4,916 | 5,430 | (9.5) | 6,241 | (21.2) | 6,306 | (22.0) | 4,655 | 5.6 | 4,922 | (0.1) |
| 稅後淨利 | 4,801 | 4,811 | (0.2) | 5,258 | (8.7) | 5,328 | (9.9) | | | 4,380 | 9.6 |
| 每股盈餘 (元) | 7.89 | 7.91 | (0.2) | 8.64 | (8.7) | 8.76 | (9.9) | | | 7.11 | 11.0 |
| 毛利率 (%) | 39.5 | 39.9 | (0.4)ppts | 39.7 | (0.2)ppts | 41.5 | (2.0)ppts | 38.5 | 1.0 ppts | 39.0 | 0.5 ppts |
| 營利率 (%) | 19.5 | 21.1 | (1.6)ppts | 22.4 | (2.9)ppts | 23.2 | (3.8)ppts | 19.0 | 0.5 ppts | 19.9 | (0.4)ppts |
| 淨利率 (%) | 19.0 | 18.7 | 0.3 ppts | 18.9 | 0.1 ppts | 19.6 | (0.6)ppts | | | 17.7 | 1.3 ppts |

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 2：1Q25 公司財測暨凱基預估與市場共識比較

| | 1Q25F | | | | | | | | | |
|----------|---------------|--------|-----------|--------|-----------|-----------|-----------|--------|-----------|-----------------|
| | 公司財測 (中位數) | 修正後 | 差異(%) | 修正前 | 差異(%) | QoQ (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) | 備註 |
| 營收 (百萬元) | 26,600 | 27,148 | (2.0) | 24,655 | 7.9 | 5.3 | 8.9 | 24,118 | 10.3 | NT\$26.0-27.2bn |
| 毛利率 (%) | 38.5 | 39.4 | (0.9)ppts | 39.4 | (0.9)ppts | (1.0)ppts | (2.6)ppts | 39.2 | (0.7)ppts | 37-40% |
| 營利率 (%) | 20.0 | 20.7 | (0.7)ppts | 20.2 | (0.2)ppts | 0.5 ppts | (1.1)ppts | 19.8 | 0.2 ppts | 18.5-21.5% |

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 3：1Q25 財測修正暨市場共識比較

| 百萬元 | 1Q25F | | | | | | |
|----------|--------|--------|-----------|-----------|-----------|--------|----------|
| | 修正後 | 修正前 | 調幅(%) | QoQ (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) |
| 營收 | 27,148 | 24,655 | 10.1 | 7.5 | 11.1 | 24,118 | 12.6 |
| 毛利 | 10,684 | 9,704 | 10.1 | 7.0 | 6.4 | 9,444 | 13.1 |
| 營業利益 | 5,607 | 4,970 | 12.8 | 14.1 | 9.0 | 4,778 | 17.3 |
| 稅後淨利 | 5,159 | 4,542 | 13.6 | 7.4 | 5.4 | 4,248 | 21.4 |
| 每股盈餘 (元) | 8.48 | 7.46 | 13.6 | 7.4 | 5.4 | 7.04 | 20.4 |
| 毛利率 (%) | 39.4 | 39.4 | (0.0)ppts | (0.2)ppts | (1.7)ppts | 39.2 | 0.2 ppts |
| 營利率 (%) | 20.7 | 20.2 | 0.5 ppts | 1.2 ppts | (0.4)ppts | 19.8 | 0.8 ppts |
| 淨利率 (%) | 19.0 | 18.4 | 0.6 ppts | (0.0)ppts | (1.0)ppts | 17.6 | 1.4 ppts |

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 4：2024 年財報與 2025 年財測修正暨市場共識比較

| 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 | 102,788 | 103,269 | (0.5) | (6.9) | 102,345 | 0.4 | 108,776 | 106,177 | 2.4 | 5.8 | 109,819 | (0.9) |
| 毛利 | 41,472 | 41,776 | (0.7) | (10.3) | 41,157 | 0.8 | 43,008 | 42,290 | 1.7 | 3.7 | 43,607 | (1.4) |
| 營業利益 | 21,806 | 22,262 | (2.0) | (18.2) | 21,809 | (0.0) | 22,705 | 23,254 | (2.4) | 4.1 | 23,828 | (4.7) |
| 稅後淨利 | 20,342 | 20,591 | (1.2) | (12.8) | 19,891 | 2.3 | 20,984 | 21,092 | (0.5) | 3.2 | 21,082 | (0.5) |
| 每股盈餘(元) | 33.43 | 33.84 | (1.2) | (12.8) | 32.73 | 2.1 | 34.48 | 34.66 | (0.5) | 3.2 | 34.77 | (0.8) |
| 毛利率(%) | 40.3 | 40.5 | (0.1)ppts | (1.5)ppts | 40.2 | 0.1 ppts | 39.5 | 39.8 | (0.3)ppts | (0.8)ppts | 39.7 | (0.2)ppts |
| 營利率(%) | 21.2 | 21.6 | (0.3)ppts | (2.9)ppts | 21.3 | (0.1)ppts | 20.9 | 21.9 | (1.0)ppts | (0.3)ppts | 21.7 | (0.8)ppts |
| 淨利率(%) | 19.8 | 19.9 | (0.1)ppts | (1.3)ppts | 19.4 | 0.4 ppts | 19.3 | 19.9 | (0.6)ppts | (0.5)ppts | 19.2 | 0.1 ppts |

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

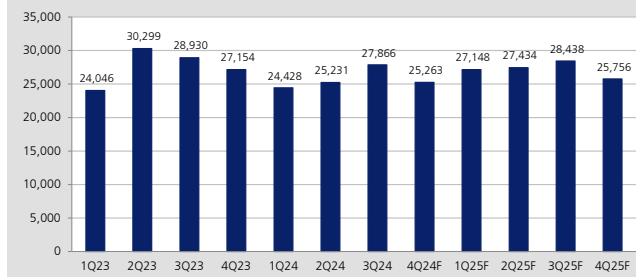
圖 5：公司概況

聯詠成立於 1997 年，於 2002 年上市。公司已成為全球平面顯示器驅動 IC (DDI)與系統單晶片(SoC)解決方案的龍頭供應商。受惠於台灣的先進矽晶圓代工服務，聯詠已成功擴大產品線並獲得國際平面顯示器大廠的重點設計訂單。為了滿足從行動裝置到大型家用設備的消費電子需求，公司提供全系列產品，公司表示 2020 年在中國大尺寸面板廠的市佔率為 24.1%。

資料來源：公司資料，凱基

圖 7：季營業收入

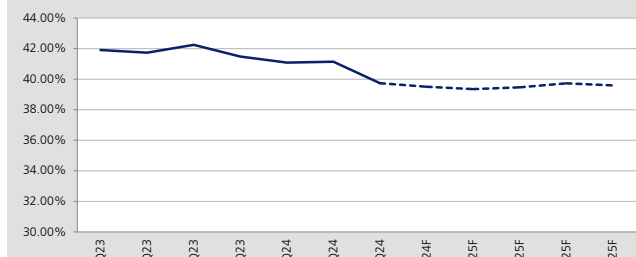
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9：毛利率

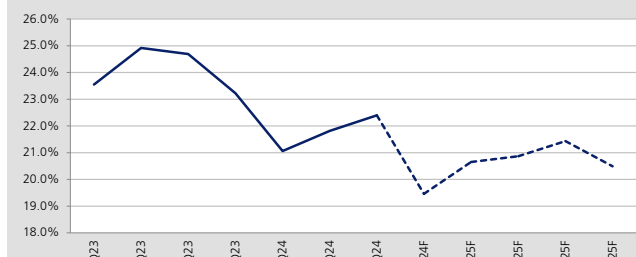
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11：營業利潤率

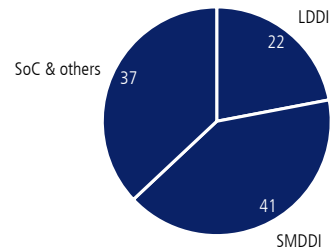
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 6：產品組合

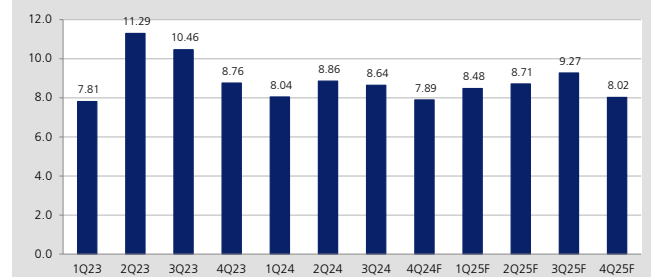
4Q24 營收按產品種類比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 8：每股盈利

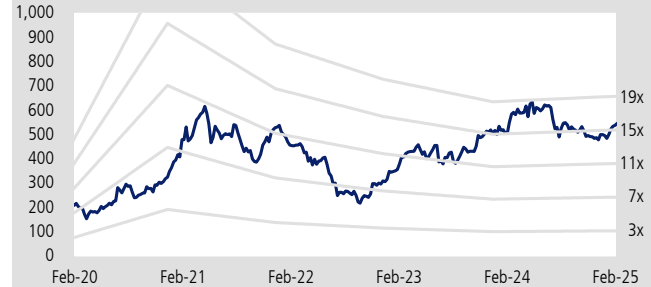
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10：未來一年預估本益比區間

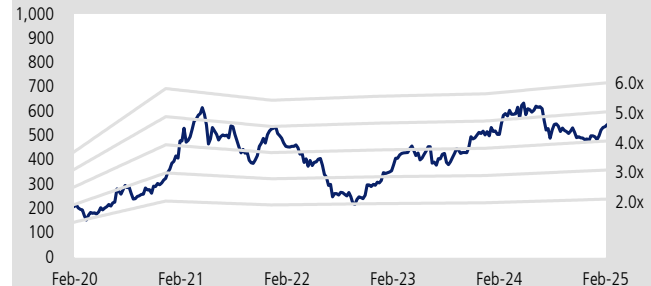
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 12：未來一年預估股價淨值比區間

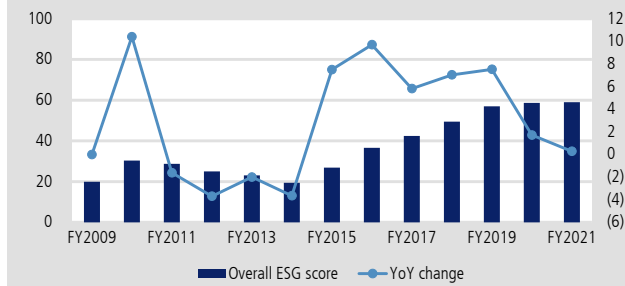
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 13：ESG 整體分數

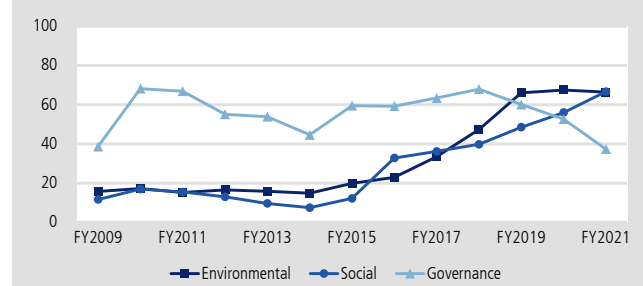
ESG 整體分數 (左軸)；年增幅度，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：ESG 各項分數

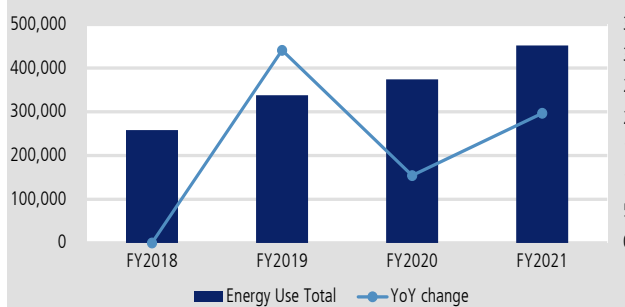
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：能源消耗

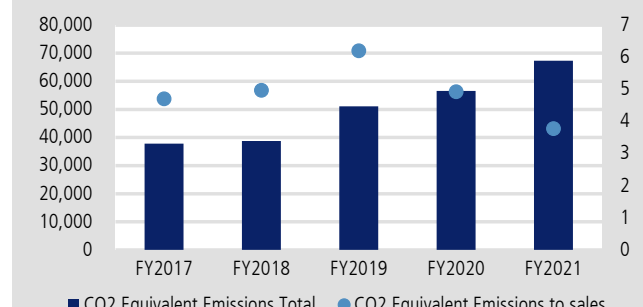
能源消耗，十億焦耳(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：碳排量

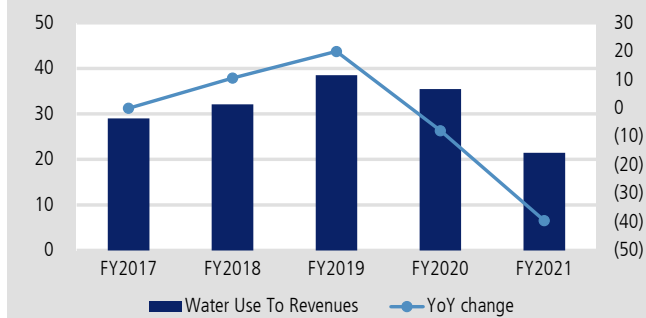
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)；單位營收排碳量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：耗水量

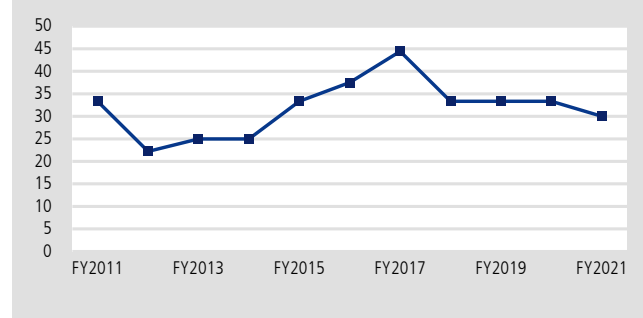
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：獨立董事

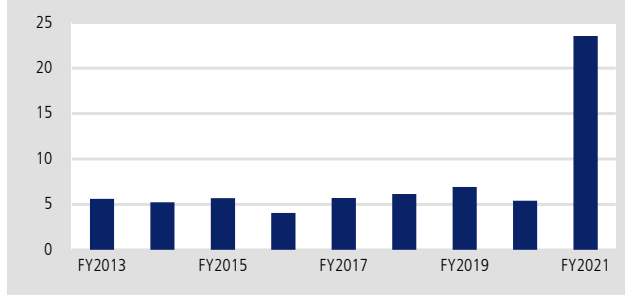
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：員工訓練

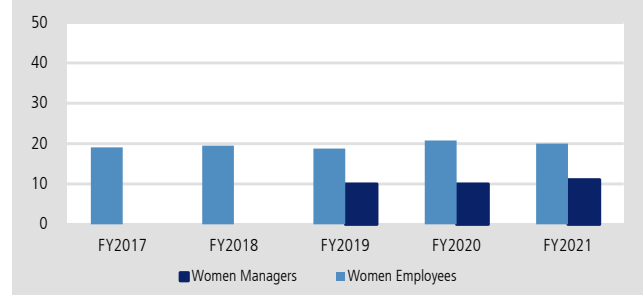
人均年訓練時數，小時/每人



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：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

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，公司資料

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 | 24,428 | 25,231 | 27,866 | 25,263 | 27,148 | 27,434 | 28,438 | 25,756 | 102,788 | 108,776 | 111,790 |
| 營業成本 | (14,390) | (14,851) | (16,792) | (15,282) | (16,465) | (16,606) | (17,138) | (15,560) | (61,315) | (65,768) | (67,777) |
| 營業毛利 | 10,038 | 10,380 | 11,074 | 9,981 | 10,684 | 10,828 | 11,299 | 10,197 | 41,472 | 43,008 | 44,013 |
| 營業費用 | (4,893) | (4,876) | (4,833) | (5,065) | (5,077) | (5,103) | (5,204) | (4,919) | (19,666) | (20,303) | (20,580) |
| 營業利益 | 5,144 | 5,504 | 6,241 | 4,916 | 5,607 | 5,725 | 6,095 | 5,277 | 21,806 | 22,705 | 23,433 |
| 折舊 | (285) | (280) | (276) | (300) | (329) | (333) | (337) | (238) | (1,142) | (1,236) | (1,295) |
| 攤提 | (52) | (46) | (44) | (50) | (52) | (52) | (52) | (44) | (191) | (199) | (199) |
| EBITDA | 5,482 | 5,830 | 6,562 | 5,265 | 5,987 | 6,110 | 6,484 | 5,559 | 23,139 | 24,140 | 24,926 |
| 利息收入 | 331 | 373 | 303 | 297 | 350 | 398 | 435 | 353 | 1,304 | 1,536 | 1,431 |
| 投資利益淨額 | - | 90 | 2 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 122 | 120 | 120 |
| 其他營業外收入 | 17 | 16 | 19 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 72 | 80 | 80 |
| 總營業外收入 | 348 | 480 | 324 | 347 | 400 | 448 | 485 | 403 | 1,499 | 1,736 | 1,631 |
| 利息費用 | (2) | (2) | (2) | (2) | (2) | (2) | (2) | (2) | (8) | (8) | (8) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | 410 | 142 | (153) | 430 | 100 | 100 | 100 | 100 | 829 | 400 | 400 |
| 總營業外費用 | 408 | 140 | (155) | 428 | 98 | 98 | 98 | 98 | 822 | 392 | 392 |
| 稅前純益 | 5,900 | 6,124 | 6,410 | 5,691 | 6,105 | 6,271 | 6,678 | 5,778 | 24,126 | 24,833 | 25,456 |
| 所得稅費用[利益] | (1,007) | (736) | (1,152) | (890) | (946) | (972) | (1,035) | (896) | (3,784) | (3,849) | (3,946) |
| 少數股東損益 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 非常項目稅後純益 | 4,894 | 5,389 | 5,258 | 4,801 | 5,159 | 5,299 | 5,643 | 4,883 | 20,342 | 20,984 | 21,510 |
| 非常項目 | (0) | 0 | 0 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 稅後淨利 | 4,894 | 5,389 | 5,258 | 4,801 | 5,159 | 5,299 | 5,643 | 4,883 | 20,342 | 20,984 | 21,510 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 8.04 | 8.86 | 8.64 | 7.89 | 8.48 | 8.71 | 9.27 | 8.02 | 33.43 | 34.48 | 35.35 |
| 獲利率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 41.1 | 41.1 | 39.7 | 39.5 | 39.4 | 39.5 | 39.7 | 39.6 | 40.3 | 39.5 | 39.4 |
| 營業利益率 | 21.1 | 21.8 | 22.4 | 19.5 | 20.7 | 20.9 | 21.4 | 20.5 | 21.2 | 20.9 | 21.0 |
| EBITDA Margin | 22.4 | 23.1 | 23.5 | 20.8 | 22.1 | 22.3 | 22.8 | 21.6 | 22.5 | 22.2 | 22.3 |
| 稅前純益率 | 24.2 | 24.3 | 23.0 | 22.5 | 22.5 | 22.9 | 23.5 | 22.4 | 23.5 | 22.8 | 22.8 |
| 稅後純益率 | 20.0 | 21.4 | 18.9 | 19.0 | 19.0 | 19.3 | 19.8 | 19.0 | 19.8 | 19.3 | 19.2 |
| 季成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (10.0) | 3.3 | 10.4 | (9.3) | 7.5 | 1.1 | 3.7 | (9.4) | | | |
| 營業毛利 | (10.9) | 3.4 | 6.7 | (9.9) | 7.0 | 1.4 | 4.4 | (9.8) | | | |
| 營業收益增長 | (18.4) | 7.0 | 13.4 | (21.2) | 14.1 | 2.1 | 6.5 | (13.4) | | | |
| EBITDA | (17.5) | 6.4 | 12.5 | (19.8) | 13.7 | 2.0 | 6.1 | (14.3) | | | |
| 稅前純益 | (6.8) | 3.8 | 4.7 | (11.2) | 7.3 | 2.7 | 6.5 | (13.5) | | | |
| 稅後純益 | (8.2) | 10.1 | (2.4) | (8.7) | 7.4 | 2.7 | 6.5 | (13.5) | | | |
| 年成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 1.6 | (16.7) | (3.7) | (7.0) | 11.1 | 8.7 | 2.1 | 2.0 | (6.9) | 5.8 | 2.8 |
| 營業毛利 | (0.4) | (17.9) | (9.4) | (11.4) | 6.4 | 4.3 | 2.0 | 2.2 | (10.3) | 3.7 | 2.3 |
| 營業收益 | (9.1) | (27.1) | (12.6) | (22.0) | 9.0 | 4.0 | (2.3) | 7.4 | (18.2) | 4.1 | 3.2 |
| EBITDA | (8.4) | (26.2) | (12.3) | (20.7) | 9.2 | 4.8 | (1.2) | 5.6 | (17.4) | 4.3 | 3.3 |
| 稅前純益 | 0.6 | (26.0) | (17.5) | (10.1) | 3.5 | 2.4 | 4.2 | 1.5 | (14.5) | 2.9 | 2.5 |
| 稅後純益 | 3.0 | (21.6) | (17.4) | (9.9) | 5.4 | (1.7) | 7.3 | 1.7 | (12.8) | 3.2 | 2.5 |

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

| NT\$百萬 | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F | Dec-26F |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 資產總額 | 100,546 | 104,443 | 103,608 | 108,448 | 114,337 |
| 流動資產 | 79,884 | 81,048 | 80,394 | 85,927 | 92,551 |
| 現金及短期投資 | 49,171 | 53,889 | 50,006 | 56,965 | 59,642 |
| 存貨 | 12,029 | 8,551 | 8,701 | 9,211 | 10,551 |
| 應收帳款及票據 | 15,765 | 16,935 | 20,274 | 18,339 | 20,945 |
| 其他流動資產 | 2,920 | 1,673 | 1,412 | 1,412 | 1,412 |
| 非流動資產 | 20,662 | 23,394 | 23,214 | 22,521 | 21,786 |
| 長期投資 | 2,985 | 4,030 | 4,389 | 4,389 | 4,389 |
| 固定資產 | 7,052 | 6,876 | 6,511 | 5,818 | 5,083 |
| 什項資產 | 10,625 | 12,488 | 12,314 | 12,314 | 12,314 |
| 負債總額 | 34,976 | 37,226 | 35,348 | 36,193 | 38,094 |
| 流動負債 | 24,432 | 25,739 | 23,441 | 24,285 | 26,186 |
| 應付帳款及票據 | 7,795 | 12,579 | 12,226 | 13,070 | 14,971 |
| 短期借款 | - | - | - | - | - |
| 什項負債 | 16,637 | 13,160 | 11,215 | 11,215 | 11,215 |
| 長期負債 | 10,544 | 11,487 | 11,908 | 11,908 | 11,908 |
| 長期借款 | - | - | - | - | - |
| 其他負債及準備 | 10,379 | 11,163 | 11,908 | 11,908 | 11,908 |
| 股東權益總額 | 65,570 | 67,217 | 68,259 | 72,255 | 76,242 |
| 普通股股本 | 6,085 | 6,085 | 6,085 | 6,085 | 6,085 |
| 保留盈餘 | 41,979 | 39,982 | 47,483 | 51,479 | 55,466 |
| 少數股東權益 | - | - | - | - | - |
| 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 | (18.8%) | 0.4% | (6.9%) | 5.8% | 2.8% |
| 營業收益增長 | (31.5%) | (18.5%) | (18.2%) | 4.1% | 3.2% |
| EBITDA | (30.5%) | (17.5%) | (17.4%) | 4.3% | 3.3% |
| 稅後純益 | (28.0%) | (16.6%) | (12.8%) | 3.2% | 2.5% |
| 每股盈餘成長率 | (28.0%) | (16.6%) | (12.8%) | 3.2% | 2.5% |
| 獲利能力分析 | | | | | |
| 營業毛利率 | 46.3% | 41.8% | 40.3% | 39.5% | 39.4% |
| 營業利益率 | 29.8% | 24.1% | 21.2% | 20.9% | 21.0% |
| EBITDA Margin | 30.9% | 25.4% | 22.5% | 22.2% | 22.3% |
| 稅後純益率 | 25.4% | 21.1% | 19.8% | 19.3% | 19.2% |
| 平均資產報酬率 | 25.3% | 22.8% | 19.6% | 19.8% | 19.3% |
| 股東權益報酬率 | 41.1% | 35.1% | 30.0% | 29.9% | 29.0% |
| 穩定 \ 償債能力分析 | | | | | |
| 毛負債比率 (%) | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 淨負債比率 | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 利息保障倍數 (x) | 6,067.3 | 4,454.5 | 3,124.6 | 3,216.0 | 3,296.7 |
| 利息及短期債保障倍數 (x) | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| Cash Flow Int. Coverage (x) | 3,988.5 | 4,729.6 | 2,231.8 | 3,196.3 | 2,713.4 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 3,988.5 | 4,729.6 | 2,231.8 | 3,196.3 | 2,713.4 |
| 流動比率 (x) | 3.3 | 3.1 | 3.4 | 3.5 | 3.5 |
| 速動比率 (x) | 2.8 | 2.8 | 3.1 | 3.2 | 3.1 |
| 淨負債 (NT\$百萬) | (49,171) | (53,889) | (50,006) | (56,965) | (59,642) |
| 每股資料分析 | | | | | |
| 每股盈餘 (NT\$) | 45.96 | 38.32 | 33.43 | 34.48 | 35.35 |
| 每股現金盈餘 (NT\$) | 37.29 | 49.27 | 28.33 | 40.57 | 34.44 |
| 每股淨值 (NT\$) | 107.76 | 110.46 | 112.17 | 118.74 | 125.29 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 107.75 | 110.46 | 112.17 | 118.74 | 125.29 |
| 每股營收 (NT\$) | 180.70 | 181.47 | 168.92 | 178.76 | 183.71 |
| EBITDA/Share (NT\$) | 55.81 | 46.02 | 38.03 | 39.67 | 40.96 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 37.00 | 32.00 | 27.92 | 28.80 | 29.52 |
| 資產運用狀況 | | | | | |
| 資產周轉率 (x) | 0.99 | 1.08 | 0.99 | 1.03 | 1.00 |
| 應收帳款周轉天數 | 52.3 | 56.0 | 72.2 | 61.5 | 68.4 |
| 存貨周轉天數 | 74.4 | 48.6 | 51.9 | 51.1 | 56.8 |
| 應付帳款周轉天數 | 48.2 | 71.5 | 73.0 | 72.5 | 80.6 |
| 現金轉換周轉天數 | 78.5 | 33.1 | 51.2 | 40.1 | 44.6 |

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

| NT\$百萬 | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F | Dec-26F |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 營業收入 | 109,957 | 110,429 | 102,788 | 108,776 | 111,790 |
| 營業成本 | (59,015) | (64,217) | (61,315) | (65,768) | (67,777) |
| 營業毛利 | 50,941 | 46,212 | 41,472 | 43,008 | 44,013 |
| 營業費用 | (18,212) | (19,550) | (19,666) | (20,303) | (20,580) |
| 營業利益 | 32,729 | 26,662 | 21,806 | 22,705 | 23,433 |
| 總營業外收入 | 812 | 1,515 | 1,499 | 1,736 | 1,631 |
| 利息收入 | 514 | 1,240 | 1,304 | 1,536 | 1,431 |
| 投資利益淨額 | 238 | 188 | 122 | 120 | 120 |
| 其他營業外收入 | 60 | 87 | 72 | 80 | 80 |
| 總營業外費用 | 970 | 54 | 822 | 392 | 392 |
| 利息費用 | (6) | (6) | (8) | (8) | (8) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | 976 | 61 | 829 | 400 | 400 |
| 稅前純益 | 34,511 | 28,231 | 24,126 | 24,833 | 25,456 |
| 所得稅費用[利益] | (6,542) | (4,914) | (3,784) | (3,849) | (3,946) |
| 少數股東權益 | - | - | - | - | - |
| 非常項目 | - | 0 | 0 | - | - |
| 稅後淨利 | 27,970 | 23,318 | 20,342 | 20,984 | 21,510 |
| EBITDA | 33,961 | 28,001 | 23,139 | 24,140 | 24,926 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 45.96 | 38.32 | 33.43 | 34.48 | 35.35 |

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 | 22,691 | 29,981 | 17,238 | 24,688 | 20,959 |
| 本期純益 | 27,970 | 23,318 | 20,342 | 20,984 | 21,510 |
| 折舊及攤提 | 1,233 | 1,340 | 1,333 | 1,435 | 1,493 |
| 本期運用資金變動 | 784 | 7,092 | (3,843) | 2,270 | (2,045) |
| 其他營業資產及負債變動 | (7,295) | (1,768) | (593) | 0 | 0 |
| 投資活動之現金流量 | (2,867) | (1,702) | (297) | (743) | (758) |
| 投資用短期投資出售[新購] | (258) | (201) | - | - | - |
| 本期長期投資變動 | - | - | (238) | - | - |
| 資本支出淨額 | (1,022) | (897) | (710) | (544) | (559) |
| 其他資產變動 | (1,586) | (604) | 650 | (199) | (199) |
| 自由現金流 | 27,330 | 29,362 | 14,975 | 22,148 | 18,491 |
| 融資活動之現金流量 | (30,807) | (23,552) | (20,853) | (16,988) | (17,523) |
| 短期借款變動 | - | - | - | - | - |
| 長期借款變動 | - | - | - | - | - |
| 現金增資 | - | - | - | - | - |
| 已支付普通股股息 | (31,338) | (22,515) | (19,472) | (16,988) | (17,523) |
| 其他融資現金流 | 531 | (1,037) | (1,381) | - | - |
| 匯率影響數 | 25 | (8) | 29 | - | - |
| 本期產生現金流量 | (10,958) | 4,719 | (3,883) | 6,958 | 2,677 |

投資回報率

| | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F | Dec-26F |
|-------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 1 - 營業成本/營業收入 | 16.6% | 17.7% | 19.1% | 18.7% | 18.4% |
| - 銷管費用/營業收入 | 29.8% | 24.1% | 21.2% | 20.9% | 21.0% |
| = 營業利益率 | | | | | |
| 1 / (營業運用資金/營業收入) | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.1 |
| + 淨固定資產/營業收入 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 |
| + 什項資產/營業收入) | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| = 資本周轉率 | 5.4 | 6.5 | 4.4 | 5.4 | 5.2 |
| 營業利益率 | 29.8% | 24.1% | 21.2% | 20.9% | 21.0% |
| x 資本周轉率 | 5.4 | 6.5 | 4.4 | 5.4 | 5.2 |
| x (1 - 有效現金稅率) | 81.0% | 82.6% | 84.3% | 84.5% | 84.5% |
| = 稅後 ROIC | 130.8% | 129.5% | 79.0% | 94.4% | 91.5% |

資料來源：公司資料，凱基預估

聯詠 – 以往評級及目標價



| 日期 | 評級 | 目標價 | 收盤價 |
|------------|------|-----|-----|
| 2024-10-28 | 持有 | 485 | 515 |
| 2024-08-06 | 持有 | 510 | 500 |
| 2024-05-07 | 持有 | 620 | 640 |
| 2024-02-19 | 增加持股 | 660 | 550 |
| 2023-11-07 | 持有 | 530 | 499 |
| 2023-08-08 | 增加持股 | 510 | 418 |
| 2023-07-27 | 增加持股 | 510 | 415 |
| 2023-05-09 | 增加持股 | 530 | 417 |
| 2023-03-30 | 增加持股 | 485 | 415 |
| 2023-02-07 | 持有 | 330 | 364 |

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。