



研究報告

聯發科(2454.TT)

買進(調升)

TP：1,820

受惠 AI 手機、雲端 ASIC 與車用，帶動今年營收持續成長

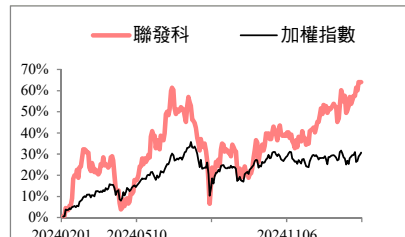
核心觀點

聯發科受惠 AI 手機換機需求，加上雲端 ASIC 和汽車的發展，預估 2025 年 EPS 為 75.97 元，考量旗艦晶片市佔率增加，調升投資評等至「買進」。

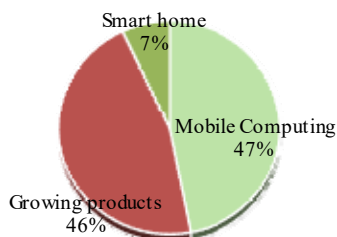
交易資料

收盤價	1,525.00
市值(億元)	24,258.18
流通在外股數(百萬股)	1,590.70
本益比	20.07
股價淨值比	5.28
240 日股價(低/均/高)	922/1,243/1,570
60 日均成交額(百萬元)	8,416.80

相對報酬率



2025年產品比重預估



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
大型企業	10	9	8.54	8.50	8.83	8.58	8.26

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

副理：陳冠宇
skyevol11-71448@esunsec.com.tw

重要訊息

聯發科公布24Q4財報，EPS達14.95元。受惠大陸補貼與關稅政策，預估25Q1營收1,408~1,518億元，毛利率：47%±1.5%，營業費用率：29%±2%。

玉山觀點

24Q4因積極投入雲端研發，獲利低於預期。24Q4營收1380億元，QoQ+4.7%，YoY+6.5%，受惠天璣9400需求強勁，營收優於淡季表現，毛利率48.54%，超越財測高標48.5%，主因產品組合較佳，由於積極投入雲端相關研發，導致費用明顯增加，EPS 14.95元，低於預估的15.62元。

25Q1受惠大陸補貼與關稅政策，預估營收季增。展望25Q1，中國補貼手機及關稅政策帶動電視、Wi-Fi、平板電腦和Chromebook的需求。公司預估營收新台幣1,408~1,518億元，以中間值計算將季增6%，優於預期，就各產品線來看，手機因補貼方案，將較上季溫和成長，智慧終端裝置因連接技術與運算設備需求，推動營收成長，電源管理晶片則季節性下滑，預估營收1,463.74億元，QoQ+6%，YoY+9.7%，毛利率48.45%，EPS 17.89元。

AI手機、雲端ASIC、車用扮演今年成長動能。(1)我們認為儘管2025年全球手機市場出貨量預估個位數成長，公司受惠5G滲透率從65%上升至接近70%，加上推出更多天璣9400和9300系列機型將搭載生成式AI技術，將有望擴大市佔並保持領先地位，帶動整體ASP持續增加，預估聯發科晶片市佔率有望超過35%；(2)公司積極投入雲端ASIC，除了在複雜SoC和Chiplet架構的設計能力，擁有224G的SerDes IP產品組合與CPO技術，並與晶圓代工緊密合作2/3nm先進製程，預計雲端ASIC業務有望在2026年開始貢獻營收約10億美元；(3)根據目前的座艙與車聯網專案進度，預計汽車業務營收保持逐季增長，與NVIDIA合作開發的高階座艙SoC也廣受客戶好評，預計於2025年末送樣，2026年開始貢獻營收，增添未來營收成長動能。

投資建議

聯發科受惠AI手機換機需求，加上雲端ASIC和汽車的發展，預估2025年EPS為75.97元，考量旗艦晶片市佔率增加，帶動評價與獲利具上修空間，調升投資評等至「買進」，給予目標價1,820元(24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	530,585	146,374	151,598	163,350	160,575	621,897
YoY	22.41%	9.68%	19.11%	23.93%	16.32%	17.21%
毛利率	49.64%	48.45%	48.50%	48.57%	48.54%	48.52%
營益率	19.30%	19.30%	18.79%	19.51%	18.54%	19.04%
稅後淨利	106,385	28,457	29,282	32,393	30,716	120,848
EPS(元)	66.93	17.89	18.41	20.36	19.31	75.97

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
營收	146,374	151,598	132,558	144,654	10.42	4.80
毛利	70,918	73,531	64,330	70,299	10.24	4.60
營業利益	28,250	28,485	22,226	26,058	27.10	9.31
稅前淨利	32,026	32,933	26,003	30,506	23.16	7.95
稅後淨利	28,457	29,282	23,032	27,024	23.55	8.36
每股盈餘(元)	17.89	18.41	14.48	16.99	23.55	8.36
財務比率(%)						
毛利率	48.45	48.50	49.93	49.93	(1.48)	(1.42)
營益率	19.30	18.79	24.51	24.51	(5.21)	(5.72)
淨利率	21.88	21.72	25.57	25.57	(3.69)	(3.84)

資料來源：玉山投顧(2025/02)

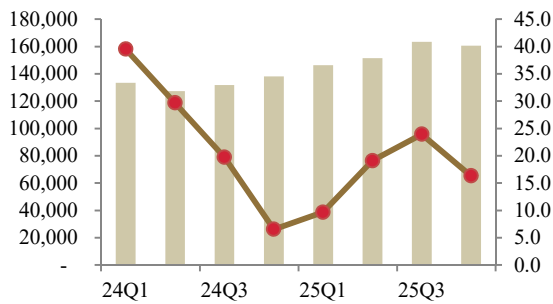
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	133,458	127,271	131,813	138,043	530,585	146,374	151,598	163,350	160,575	621,897
營業毛利	69,901	62,136	64,348	67,000	263,385	70,918	73,531	79,333	77,939	301,722
營業費用	37,721	37,180	40,484	45,588	160,973	42,669	45,047	47,466	48,161	183,342
營業利益	32,180	24,956	23,864	21,412	102,412	28,250	28,485	31,867	29,778	118,379
淨業外收支	3,490	4,241	4,577	4,799	17,106	3,776	4,448	4,500	4,481	17,205
稅前淨利	35,670	29,197	28,441	26,211	119,518	32,026	32,933	36,367	34,259	135,585
稅後淨利	31,536	25,715	25,346	23,788	106,385	28,457	29,282	32,393	30,716	120,848
EPS(元)	19.85	16.19	15.94	14.95	66.93	17.89	18.41	20.36	19.31	75.97
財務比率										
毛利率	52.38	48.82	48.82	48.54	49.64	48.45	48.50	48.57	48.54	48.52
營業利益率	24.11	19.61	18.10	15.51	19.30	19.30	18.79	19.51	18.54	19.04
稅前淨利率	26.73	22.94	21.58	18.99	22.53	21.88	21.72	22.26	21.34	21.80
YoY(%)										
營業收入	39.53	29.69	19.72	6.55	22.41	9.68	19.11	23.93	16.32	17.21
營業毛利	52.25	33.21	23.29	7.00	27.01	1.46	18.34	23.29	16.33	14.56
營業利益	123.96	69.18	32.99	(13.44)	42.64	(12.21)	14.14	33.53	39.07	15.59
稅前淨利	86.72	58.93	35.48	(7.43)	37.72	(10.22)	12.80	27.87	30.71	13.44
稅後淨利	86.9	61.07	37.17	(7.31)	38.20	(9.76)	13.87	27.80	29.12	13.59
QoQ(%)										
營業收入	3.01	(4.64)	3.57	4.73		6.04	3.57	7.75	(1.70)	
營業毛利	11.63	(11.11)	3.56	4.12		5.85	3.68	7.89	(1.76)	
營業利益	30.10	(22.45)	(4.38)	(10.27)		31.93	0.83	11.87	(6.55)	
稅前淨利	25.97	(18.15)	(2.59)	(7.84)		22.19	2.83	10.43	(5.80)	
稅後淨利	22.88	(18.46)	(1.44)	(6.15)		19.63	2.90	10.62	(5.18)	

資料來源：玉山投顧(2025/02)

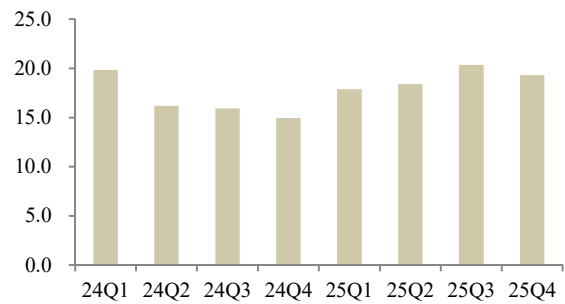
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



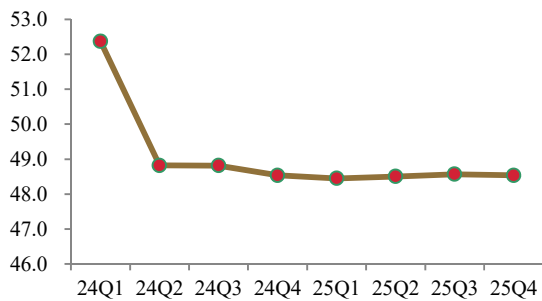
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



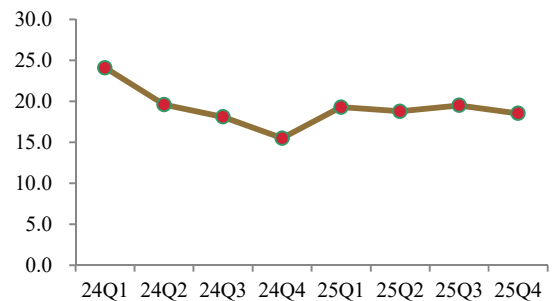
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



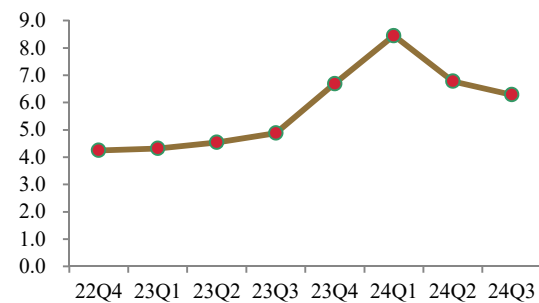
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



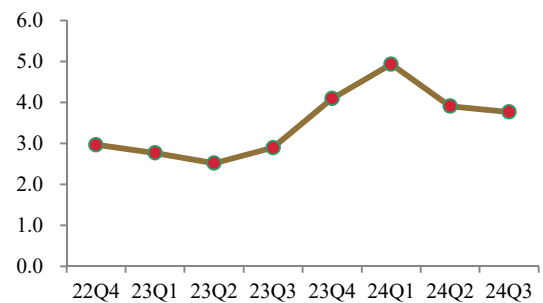
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



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(2025/02)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
營業收入	548,796	433,447	530,585	621,897
營業成本	277,892	226,080	267,200	320,176
營業毛利	270,904	207,367	263,385	301,722
營業費用	144,116	135,568	160,973	183,342
營業利益	126,788	71,800	102,412	118,379
營業外收支淨額	8,772	14,983	17,106	17,205
稅前淨利	135,560	86,782	119,518	135,585
稅後淨利	118,140	76,980	106,385	120,848
普通股股本	15,849	15,851	15,907	15,907
EPS(元)	74.61	48.51	66.93	75.97
年成長率				
營收	11.2%	-21.0%	22.4%	17.2%
營業利益	17.4%	-43.4%	42.6%	15.6%
稅前淨利	6.9%	-36.0%	37.7%	13.4%
母公司稅後淨利	6.0%	-34.8%	38.2%	13.6%
獲利能力比率				
毛利率	49.4%	47.8%	49.6%	48.5%
營業利益率	23.1%	16.6%	19.3%	19.0%
稅前淨利率	24.7%	20.0%	22.5%	21.8%
稅後淨利率	21.5%	17.8%	20.1%	19.4%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	372,511	353,147	391,275	428,563
現金及約當現金	194,543	206,021	218,176	231,049
存貨	81,495	64,366	78,790	92,350
應收帳款及票據	65,244	51,531	63,079	73,935
其他流動資產	31,230	31,230	31,230	31,230
長期投資	60,287	60,287	60,287	60,287
固定資產	43,630	38,385	33,310	28,408
其他長期資產	204,623	204,623	204,623	204,623
資產總額	681,042	656,433	689,486	721,872
流動負債	226,583	244,793	263,331	255,434
應付帳款及票據	45,966	36,304	44,440	52,088
短期借款	57,022	45,037	55,129	64,617
什項負債	127,200	137,423	147,830	143,397
非流動負債	23,647	24,357	18,521	30,216
負債總額	250,231	269,150	281,852	285,651
普通股股本	15,849	15,851	15,907	15,907
資本公積	59,776	59,776	59,776	59,776
保留盈餘	305,267	261,961	281,204	310,128
股東權益總額	430,812	387,283	407,634	436,222

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	135,560	86,782	119,518	135,585
折舊及攤提費用	10,889	10,889	10,889	10,889
本期營運資金變動	(10,169)	21,181	(17,837)	(16,767)
其他項目	(55,004)	(43,443)	(53,179)	(62,331)
營運活動之現金流量	81,275	75,409	59,391	67,375
資本支出	(5,408)	(5,644)	(5,813)	(5,987)
本期長期投資變動	(227)	0	0	0
其他項目	(24,512)	70,931	68,770	29,139
投資活動之現金流量	(30,146)	65,287	62,957	23,152
短期借款及票券變動	5,754	(11,985)	10,093	9,488
舉措/償還長期借款	(558)	(828)	0	0
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	(58,538)	(115,523)	(120,286)	(87,142)
其他項目	21	0	0	0
融資活動之現金流量	(53,320)	(128,335)	(110,193)	(77,654)
匯率影響數	13,030	(883)	0	0
本期現金流量	10,839	11,478	12,155	12,872
期末現金及約當現金	194,543	206,021	218,176	231,049

重要財務比率	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	36.7%	41.0%	40.9%	39.6%
槓桿比率	58.1%	69.5%	69.1%	65.5%
流動比率	164.4%	144.3%	148.6%	167.8%
速動比率	128.4%	118.0%	118.7%	131.6%
存貨週轉率(次)	3.59	3.10	3.73	3.74
存貨週轉天數	100.25	116.13	96.44	96.21
應收帳款週轉率(次)	8.86	7.42	9.26	9.08
應收帳款週轉天數	40.64	48.49	38.88	39.66
總資產週轉率(次)	0.81	0.66	0.77	0.86
淨值週轉率(次)	1.27	1.12	1.30	1.43
股東權益報酬率	27.3%	18.8%	26.8%	28.6%
總資產報酬率	17.6%	11.5%	15.8%	17.1%
OCF/流動負債	37.1%	32.0%	23.4%	26.0%
每股比率				
每股淨值(元)	271.82	244.33	256.26	274.23
每股營收(元)	346.27	273.45	333.55	390.96
每股盈餘(元)	74.61	48.51	66.93	75.97
每股現金股利(元)	76.01	55.00	58.00	66.00
現金股利配發率	101.9%	113.4%	86.7%	86.9%

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)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