

聯發科 (2454.TW/2454 TT)

智慧型手機需求復甦中

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股 · 維持

| | |
|-----------------------|------|
| 收盤價 October 13 (NT\$) | 842 |
| 12 個月目標價 (NT\$) | 956 |
| 前次目標價 (NT\$) | 805 |
| 調升 (%) | 18.8 |
| 上漲空間 (%) | 13.5 |

焦點內容

自我們於 7 月 28 日調升評等以來，聯發科股價表現優於加權股價指數 30.6%。鑑於其健康之短中期前景，我們對公司持正向看法，並且相信股價表現將持續優於大盤，係因智慧型手機需求情緒轉佳與毛利率前景穩定，且 6-7% 之殖利率具吸引力。

交易資料表

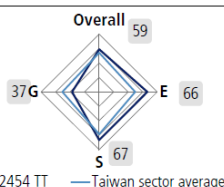
| | |
|------------------------|----------------|
| 市值：(NT\$bn/US\$mn) | 1,347 / 42,130 |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 1,600 |
| 外資持有股數 (百萬股)： | 938 |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 4.55 |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 563 - 842 |

| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
|----------|------|------|------|
| 絕對表現 (%) | 23.8 | 12.3 | 54.8 |
| 相對表現 (%) | 25.4 | 6.1 | 23.8 |

每股盈餘

| NT\$ | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 2022 | 21.02A | 22.39A | 19.54A | 11.67A |
| 2023 | 10.64A | 10.07A | 11.58F | 12.86F |
| 2024 | 12.15F | 13.27F | 15.00F | 15.84F |

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

重要訊息

我們於七月底調升評等之投資論點為，智慧型手機需求已觸底，而我們將看到於 2H23 逐漸恢復的庫存回補需求，且我們相信這一點在近幾個月已經開始出現。我們預計當前的庫存回補需求將持續到 1Q24，在經歷了連續三年出貨量衰退後，全球智慧型手機市場將在 2024 年看到健康的個位數出貨量成長，這將為聯發科的復甦鋪路。

評論及分析

智慧型手機庫存回補需求浮現。近幾個月 5G 與 4G 智慧型手機庫存回補需求已然浮現，我們預計這將持續到 1Q24。此外，我們預估 2024 年全球智慧型手機出貨量將看到健康的個位數出貨量成長。因此，我們將聯發科 2024 年智慧型手機出貨量自 1.5-1.6 億台調升至 1.7-1.8 億台(對比 2023 年為 1.5-1.6 億台)。

庫存回補需求可望帶動 4Q23 營收季增 8-16%。在智慧型手機庫存回補需求持續強勁的推動下，我們估計聯發科 4Q23 營收將季增 8-16%，年增 15.4%，達 1,249 億元，且預估毛利率與營業利益率將分別為 46-47% 與 16-17%，對比市場共識為 1,149 億元、46.9% 與 15.7%。我們預計 3Q23 每股盈餘將為 11.58 元，毛利率與營業利益率將分別為 46.9% 與 15.6%，對比市場共識為 10.29 元、47.1% 與 15.3%。

長期將受益於邊緣 AI 運算。儘管行動 AI 運算可能不會在短期內顯著貢獻聯發科營收與獲利，但我們相信裝置中的 AI 運算將需要更強大的 AI 引擎運行裝置中的 AI 應用程式。這將在長期推動行動 SoC 矽含量顯著成長，提升整體行動與 AIoT 之產品均價，並提高其結構性獲利能力，同時增強公司在智慧型行動運算業務中的價值。公司還有望受益於邊緣 AI 運算所驅動的智慧型手機產品升級/換機週期之潛在加速。

投資建議

自我們於 7 月 28 日調升評等以來，聯發科股價表現優於加權股價指數 30.6%。鑑於其健康之短中期前景，我們對公司持正向看法，並且相信股價表現將持續優於大盤，係因智慧型手機需求情緒轉佳與毛利率前景穩定，且 6-7% 之殖利率具吸引力。當前股價交易於 2023-24 年之 19 倍與 15 倍本益比，對比過去三年區間為 8-18 倍，我們認為具投資價值。我們維持聯發科「增加持股」評等，並將目標價自 805 元(2024 年每股盈餘預估 15 倍)上調至 956 元(2024 年每股盈餘預估 17 倍)。

投資風險

庫存修正較預期緩慢；5G 智慧型手機需求降溫；5G 智慧型手機市佔流失。

主要財務數據及估值

| | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入 (NT\$百萬) | 322,146 | 493,415 | 548,796 | 428,785 | 505,148 |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 141,536 | 231,605 | 270,904 | 202,691 | 236,023 |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 43,219 | 108,040 | 126,788 | 67,259 | 93,959 |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 40,917 | 111,421 | 118,141 | 71,603 | 89,218 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 26.01 | 70.56 | 74.59 | 45.15 | 56.26 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 37.00 | 73.00 | 76.00 | 52.47 | 61.45 |
| 每股盈餘成長率 (%) | 77.0 | 171.3 | 5.7 | (39.5) | 24.6 |
| 本益比 (x) | 32.4 | 11.9 | 11.3 | 18.6 | 15.0 |
| 股價淨值比 (x) | 3.6 | 3.1 | 3.1 | 3.3 | 3.3 |
| EV/EBITDA (x) | 14.2 | 6.8 | 5.8 | 9.4 | 7.1 |
| 淨負債比率 (%) | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 殖利率 (%) | 4.4 | 8.7 | 9.0 | 6.2 | 7.3 |
| 股東權益報酬率 (%) | 12.0 | 27.7 | 27.1 | 17.0 | 22.0 |

資料來源：公司資料，凱基預估

我們對 AI ASIC 業務之看法。我們認為當前探討 AI 訓練/推理 ASIC 業務之潛力所帶來的評價提升尚為時過早，係因：(1)其仍處於 RFQ 階段；(2)長期而言，鑑於客戶仍有高機率採自行設計，其業務持續性仍存疑；及(3)該業務很有可能稀釋毛利率。

圖 1：中國智慧型手機出貨量

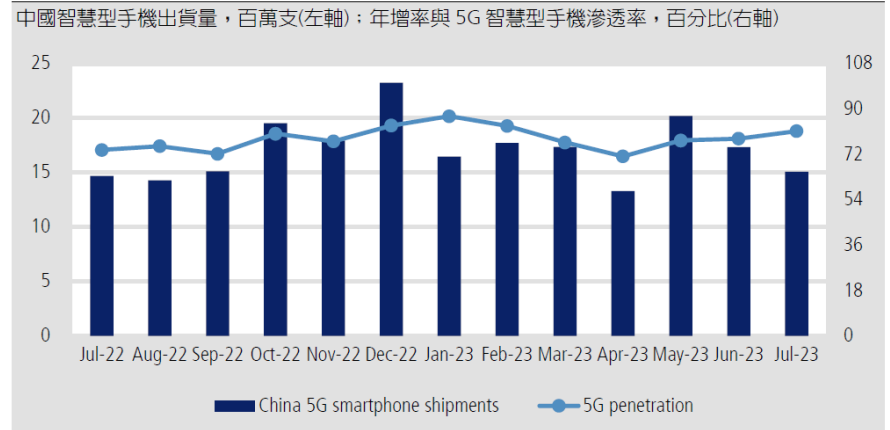


圖 2：聯發科存貨天數趨勢

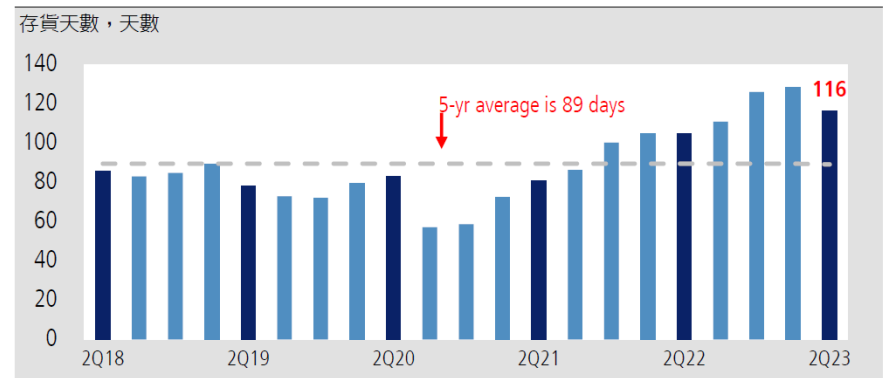


圖 3：3Q-4Q23 財測修正暨市場共識比較

| 百萬元 | 3Q23F | | | | | 4Q23F | | | | | | | | | | |
|---------|---------|---------|----------|-----------|-----------|---------------|-----------|---------|-----------|---------|---------|----------|-----------|-----------|---------|-----------|
| | 修正後 | 修正前 | 調幅 (%) | QoQ (%) | YoY (%) | 公司財測 (中位數) | 差異 (%) | 市場共識 | 差異 (%) | 修正後 | 修正前 | 調幅 (%) | QoQ (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異 (%) |
| 營收 | 110,098 | 108,114 | 1.8 | 12.2 | (22.6) | 105,500 | 4.4 | 106,821 | 3.1 | 124,901 | 123,922 | 0.8 | 13.4 | 15.4 | 114,948 | 8.7 |
| 毛利 | 51,641 | 50,669 | 1.9 | 10.7 | (26.3) | 49,585 | 4.1 | 50,333 | 2.6 | 58,491 | 57,999 | 0.8 | 13.3 | 11.9 | 53,906 | 8.5 |
| 營業利潤 | 17,181 | 16,830 | 2.1 | 16.5 | (48.0) | 15,825 | 8.6 | 16,329 | 5.2 | 20,959 | 20,637 | 1.6 | 22.0 | 15.9 | 17,994 | 16.5 |
| 稅後淨利 | 18,370 | 17,200 | 6.8 | 15.1 | (40.7) | | | 16,363 | 12.3 | 20,395 | 19,831 | 2.8 | 11.0 | 10.3 | 17,849 | 14.3 |
| 每股盈餘(元) | 11.58 | 10.85 | 6.8 | 15.1 | (40.7) | | | 10.29 | 12.6 | 12.86 | 12.51 | 2.8 | 11.0 | 10.2 | 11.24 | 14.4 |
| 毛利率 (%) | 46.9 | 46.9 | 0.0 ppts | (0.6)ppts | (2.4)ppts | 47.0 | (0.1)ppts | 47.1 | (0.2)ppts | 46.8 | 46.8 | 0.0 ppts | (0.1)ppts | (1.5)ppts | 46.9 | (0.1)ppts |
| 營業率 (%) | 15.6 | 15.6 | 0.0 ppts | 0.6 ppts | (7.6)ppts | 15.0 | 0.6 ppts | 15.3 | 0.3 ppts | 16.8 | 16.7 | 0.1 ppts | 1.2 ppts | 0.1 ppts | 15.7 | 1.1 ppts |
| 淨利率 (%) | 16.7 | 15.9 | 0.8 ppts | 0.4 ppts | (5.1)ppts | | | 15.3 | 1.4 ppts | 16.3 | 16.0 | 0.3 ppts | (0.4)ppts | (0.8)ppts | 15.5 | 0.8 ppts |

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 4：2023-24 年財測修正暨市場共識比較

| 百萬元 | 2023F | | | | | | 2024F | | | | | |
|---------|---------|---------|----------|-----------|---------|-----------|---------|---------|----------|-----------|---------|-----------|
| | 修正後 | 修正前 | 調幅(%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) | 修正後 | 修正前 | 調幅(%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) |
| 營收 | 428,785 | 425,823 | 0.7 | (21.9) | 416,449 | 3.0 | 505,148 | 499,340 | 1.2 | 17.8 | 494,870 | 2.1 |
| 毛利 | 202,691 | 201,227 | 0.7 | (25.2) | 197,601 | 2.6 | 236,023 | 233,199 | 1.2 | 16.4 | 232,881 | 1.3 |
| 營業利益 | 67,259 | 66,586 | 1.0 | (47.0) | 63,943 | 5.2 | 93,959 | 90,307 | 4.0 | 39.7 | 87,845 | 7.0 |
| 稅後淨利 | 71,603 | 69,870 | 2.5 | (39.4) | 67,265 | 6.4 | 89,218 | 84,998 | 5.0 | 24.6 | 84,467 | 5.6 |
| 每股盈餘(元) | 45.15 | 44.06 | 2.5 | (39.5) | 42.27 | 6.8 | 56.26 | 53.60 | 5.0 | 24.6 | 53.03 | 6.1 |
| 毛利率(%) | 47.3 | 47.3 | 0.0 ppts | (2.1)ppts | 47.4 | (0.2)ppts | 46.7 | 46.7 | 0.0 ppts | (0.5)ppts | 47.1 | (0.3)ppts |
| 營利率(%) | 15.7 | 15.6 | 0.0 ppts | (7.4)ppts | 15.4 | 0.3 ppts | 18.6 | 18.1 | 0.5 ppts | 2.9 ppts | 17.8 | 0.8 ppts |
| 淨利率(%) | 16.7 | 16.4 | 0.3 ppts | (4.8)ppts | 16.2 | 0.5 ppts | 17.7 | 17.0 | 0.6 ppts | 1.0 ppts | 17.1 | 0.6 ppts |

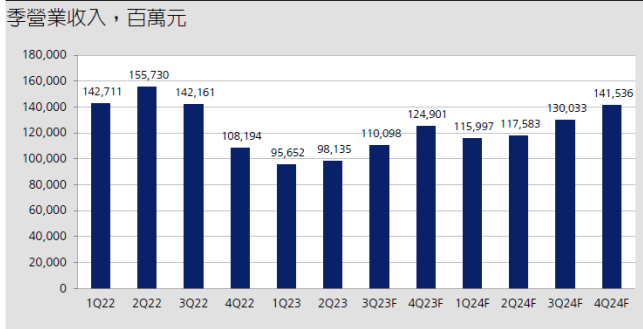
資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 5：公司概況

聯發科成立於 1997 年，為全球前五大無晶圓廠 IC 設計業者之一，專精無線通訊和數位多媒體的系統級晶片(SoC)解決方案。公司在先進的無線通訊 SoC 系統解決方案、高解析度電視、光儲存、DVD 和藍光產品方面居領導地位。公司也提供相關產品設計、測試、維修和技術諮詢服務。聯發科總部位於新竹科學園區，並在中國、新加坡、印度、日本、韓國、美國、丹麥和英國設有銷售和研發子公司。2021 年員工人數約 2 萬人。

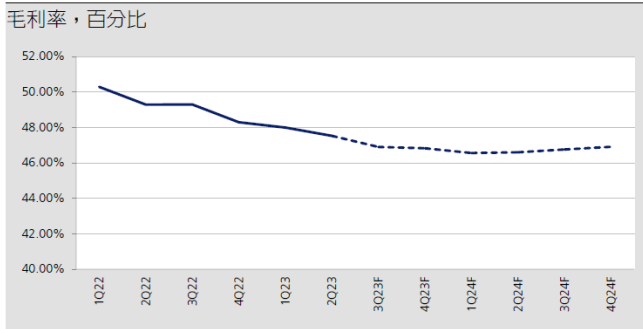
資料來源：公司資料，凱基

圖 7：季營業收入



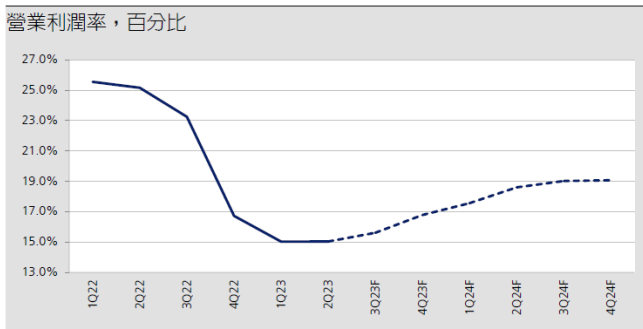
資料來源：凱基

圖 9：毛利率



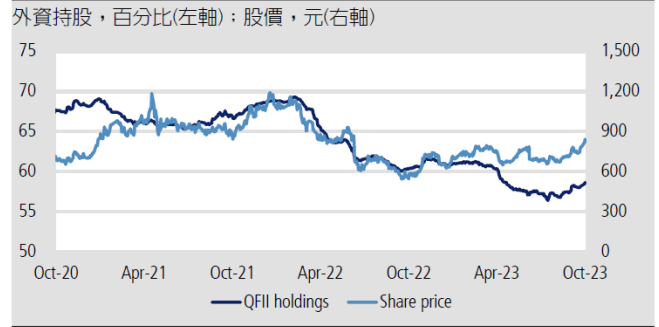
資料來源：凱基

圖 11：營業利潤率



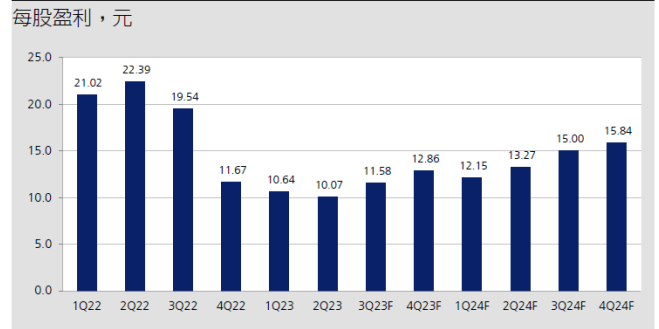
資料來源：凱基

圖 6：聯發科外資持股 vs.股價走勢



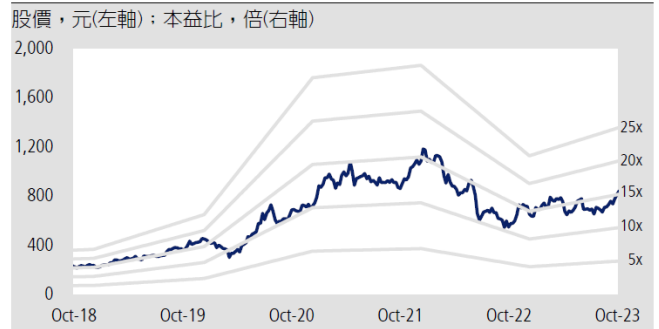
資料來源：TEJ，凱基

圖 8：每股盈利



資料來源：凱基

圖 10：未來 12 個月預估本益比區間



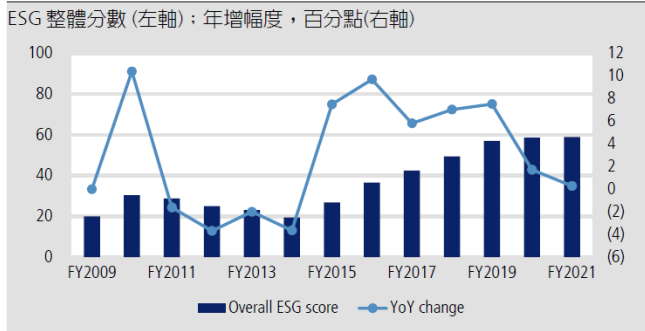
資料來源：TEJ，凱基預估

圖 12：未來 12 個月預估股價淨值比區間



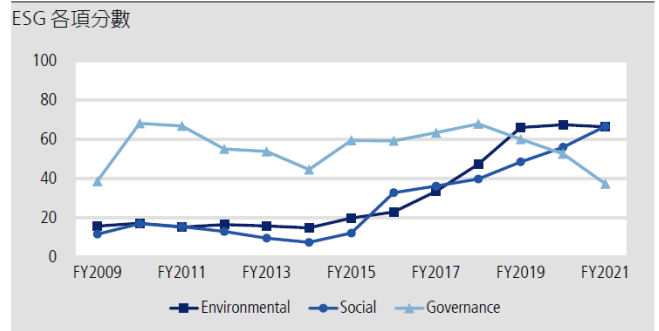
資料來源：TEJ，凱基預估

圖 13 : ESG 整體分數



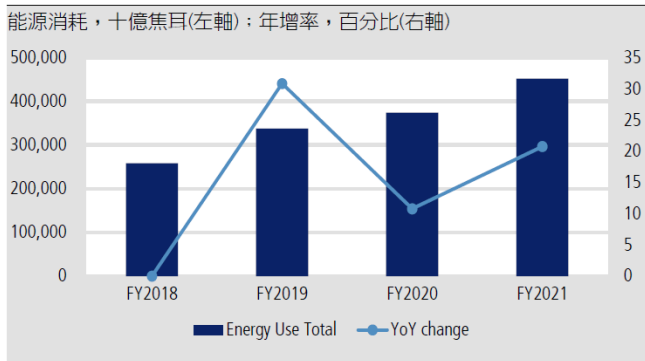
資料來源 : Refinitiv , 公司資料

圖 14 : ESG 各項分數



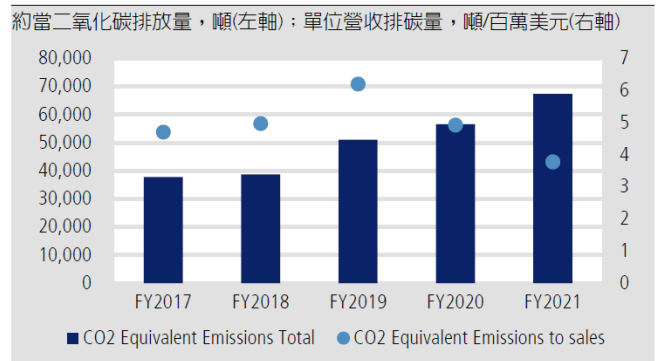
資料來源 : Refinitiv , 公司資料

圖 15 : 能源消耗



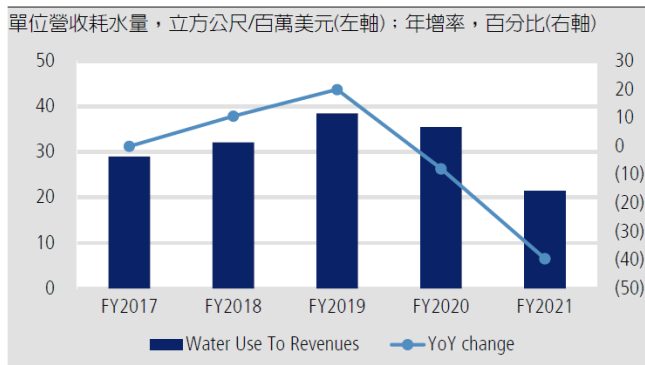
資料來源 : Refinitiv , 公司資料

圖 16 : 碳排量



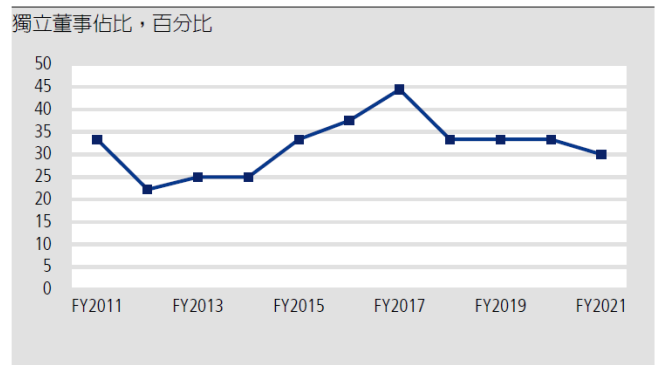
資料來源 : Refinitiv , 公司資料

圖 17 : 耗水量



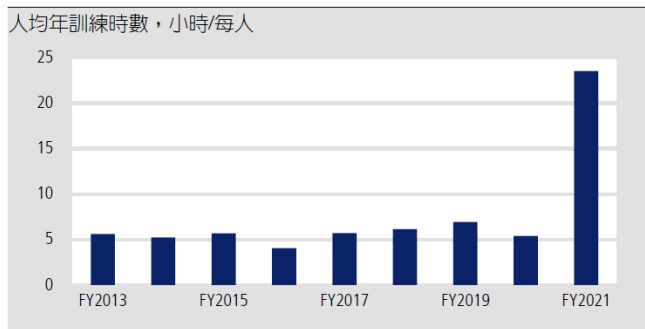
資料來源 : Refinitiv , 公司資料

圖 18 : 獨立董事



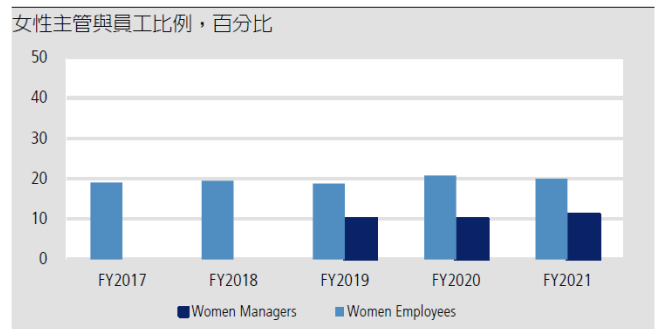
資料來源 : Refinitiv , 公司資料

圖 19 : 員工訓練



資料來源 : Refinitiv , 公司資料

圖 20 : 性別多樣性



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 | 聯發科對其辦公大樓與內部管理流程進行了碳足跡驗證。 |
| 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 | 公司已揭露 2019-20 年留任率，且人力資源部推出薪酬更優渥之創新計劃以留住人才。 |
| 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，凱基

損益表

| 損益表 (NT\$百萬) | 季度 | | | | | | | | 年度 | | |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| | Mar-23A | Jun-23A | Sep-23F | Dec-23F | Mar-24F | Jun-24F | Sep-24F | Dec-24F | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
| 營業收入 | 95,652 | 98,135 | 110,098 | 124,901 | 115,997 | 117,583 | 130,033 | 141,536 | 548,796 | 428,785 | 505,148 |
| 營業成本 | (49,739) | (51,489) | (58,456) | (66,409) | (61,990) | (62,786) | (69,220) | (75,130) | (277,892) | (226,094) | (269,125) |
| 營業毛利 | 45,912 | 46,646 | 51,641 | 58,491 | 54,007 | 54,797 | 60,814 | 66,405 | 270,904 | 202,691 | 236,023 |
| 營業費用 | (31,543) | (31,896) | (34,461) | (37,533) | (33,639) | (32,923) | (36,084) | (39,418) | (144,116) | (135,432) | (142,064) |
| 營業利益 | 14,369 | 14,751 | 17,181 | 20,959 | 20,368 | 21,874 | 24,729 | 26,988 | 126,788 | 67,259 | 93,959 |
| 折舊 | (2,794) | (2,428) | (2,481) | (2,542) | (2,691) | (2,691) | (2,691) | (2,691) | (9,282) | (10,245) | (10,766) |
| 攤提 | (1,522) | (1,791) | (1,735) | (1,904) | (2,344) | (2,344) | (2,344) | (2,344) | (5,697) | (6,953) | (9,375) |
| EBITDA | 18,685 | 18,970 | 21,397 | 25,405 | 25,403 | 26,909 | 29,765 | 32,023 | 141,768 | 84,457 | 114,099 |
| 利息收入 | 1,391 | 1,885 | 2,403 | 864 | 821 | 1,331 | 1,599 | 535 | 3,218 | 6,543 | 4,285 |
| 投資利益淨額 | 3,116 | 1,165 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | 3,281 | 5,281 | 2,000 |
| 其他營業外收入 | 443 | 1,157 | 1,000 | 800 | 400 | 400 | 400 | 400 | 3,438 | 3,401 | 1,600 |
| 總營業外收入 | 4,950 | 4,208 | 3,903 | 2,164 | 1,721 | 2,231 | 2,499 | 1,435 | 9,937 | 15,224 | 7,885 |
| 利息費用 | (36) | (38) | (38) | (38) | (38) | (38) | (38) | (38) | (371) | (151) | (153) |
| 投資損失 | (108) | 108 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | (70) | (658) | - | - | - | - | - | - | (794) | (728) | - |
| 總營業外費用 | (215) | (588) | (38) | (38) | (38) | (38) | (38) | (38) | (1,165) | (879) | (153) |
| 稅前純益 | 19,104 | 18,370 | 21,046 | 23,084 | 22,051 | 24,066 | 27,190 | 28,384 | 135,561 | 81,604 | 101,691 |
| 所得稅費用[利益] | (2,213) | (2,351) | (2,525) | (2,539) | (2,634) | (2,876) | (3,251) | (3,111) | (16,936) | (9,629) | (11,873) |
| 少數股東損益 | (17) | (54) | (150) | (150) | (150) | (150) | (150) | (150) | (484) | (371) | (600) |
| 非常項目前稅後純益 | 16,874 | 15,965 | 18,370 | 20,395 | 19,266 | 21,040 | 23,789 | 25,123 | 118,141 | 71,603 | 89,218 |
| 非常項目 | (0) | 0 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 稅後淨利 | 16,874 | 15,965 | 18,370 | 20,395 | 19,266 | 21,040 | 23,789 | 25,123 | 118,141 | 71,603 | 89,218 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 10.64 | 10.07 | 11.58 | 12.86 | 12.15 | 13.27 | 15.00 | 15.84 | 74.59 | 45.15 | 56.26 |
| 獲利率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 48.0 | 47.5 | 46.9 | 46.8 | 46.6 | 46.6 | 46.8 | 46.9 | 49.4 | 47.3 | 46.7 |
| 營業利益率 | 15.0 | 15.0 | 15.6 | 16.8 | 17.6 | 18.6 | 19.0 | 19.1 | 23.1 | 15.7 | 18.6 |
| EBITDA Margin | 19.5 | 19.3 | 19.4 | 20.3 | 21.9 | 22.9 | 22.9 | 22.6 | 25.8 | 19.7 | 22.6 |
| 稅前純益率 | 20.0 | 18.7 | 19.1 | 18.5 | 19.0 | 20.5 | 20.9 | 20.1 | 24.7 | 19.0 | 20.1 |
| 稅後純益率 | 17.6 | 16.3 | 16.7 | 16.3 | 16.6 | 17.9 | 18.3 | 17.8 | 21.5 | 16.7 | 17.7 |
| 季成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (11.6) | 2.6 | 12.2 | 13.4 | (7.1) | 1.4 | 10.6 | 8.8 | | | |
| 營業毛利 | (12.1) | 1.6 | 10.7 | 13.3 | (7.7) | 1.5 | 11.0 | 9.2 | | | |
| 營業收益增長 | (20.6) | 2.7 | 16.5 | 22.0 | (2.8) | 7.4 | 13.1 | 9.1 | | | |
| EBITDA | (16.3) | 1.5 | 12.8 | 18.7 | (0.0) | 5.9 | 10.6 | 7.6 | | | |
| 稅前純益 | (9.3) | (3.8) | 14.6 | 9.7 | (4.5) | 9.1 | 13.0 | 4.4 | | | |
| 稅後純益 | (8.7) | (5.4) | 15.1 | 11.0 | (5.5) | 9.2 | 13.1 | 5.6 | | | |
| 年成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (33.0) | (37.0) | (22.6) | 15.4 | 21.3 | 19.8 | 18.1 | 13.3 | 11.2 | (21.9) | 17.8 |
| 營業毛利 | (36.0) | (39.2) | (26.3) | 11.9 | 17.6 | 17.5 | 17.8 | 13.5 | 17.0 | (25.2) | 16.4 |
| 營業收益 | (60.6) | (62.4) | (48.0) | 15.9 | 41.8 | 48.3 | 43.9 | 28.8 | 17.4 | (47.0) | 39.7 |
| EBITDA | (52.9) | (55.6) | (42.2) | 13.8 | 36.0 | 41.9 | 39.1 | 26.0 | 19.5 | (40.4) | 35.1 |
| 稅前純益 | (49.7) | (55.1) | (40.9) | 9.6 | 15.4 | 31.0 | 29.2 | 23.0 | 6.9 | (39.8) | 24.6 |
| 稅後純益 | (49.3) | (54.9) | (40.7) | 10.3 | 14.2 | 31.8 | 29.5 | 23.2 | 6.0 | (39.4) | 24.6 |

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

| NT\$百萬 | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 資產總額 | 533,906 | 660,877 | 608,399 | 574,273 | 578,510 |
| 流動資產 | 291,862 | 346,865 | 297,654 | 217,302 | 205,063 |
| 現金及短期投資 | 210,113 | 204,764 | 164,810 | 74,393 | 52,270 |
| 存貨 | 37,677 | 73,271 | 70,703 | 71,722 | 72,125 |
| 應收帳款及票據 | 33,133 | 58,660 | 40,842 | 47,462 | 53,784 |
| 其他流動資產 | 10,939 | 10,171 | 21,298 | 23,725 | 26,885 |
| 非流動資產 | 242,044 | 314,012 | 310,746 | 356,971 | 373,447 |
| 長期投資 | 116,767 | 129,729 | 125,575 | 152,799 | 154,799 |
| 固定資產 | 38,971 | 49,111 | 53,862 | 50,676 | 48,021 |
| 什項資產 | 86,306 | 135,172 | 131,309 | 153,496 | 170,626 |
| 負債總額 | 158,822 | 227,229 | 165,341 | 168,792 | 167,151 |
| 流動負債 | 143,798 | 211,106 | 141,570 | 139,093 | 135,440 |
| 應付帳款及票據 | 34,470 | 43,504 | 21,518 | 42,502 | 51,089 |
| 短期借款 | 24,964 | 54,961 | 6,569 | 9,696 | 9,696 |
| 什項負債 | 84,364 | 112,641 | 113,484 | 86,894 | 74,655 |
| 長期負債 | 15,023 | 16,123 | 23,771 | 29,699 | 31,711 |
| 長期借款 | 3,620 | 1,684 | 863 | 3,849 | 3,849 |
| 其他負債及準備 | 11,404 | 14,439 | 22,907 | 25,850 | 27,862 |
| 股東權益總額 | 375,084 | 433,648 | 443,058 | 405,482 | 411,359 |
| 普通股股本 | 15,903 | 15,989 | 15,994 | 15,996 | 15,996 |
| 保留盈餘 | 173,052 | 252,433 | 286,689 | 247,960 | 253,237 |
| 少數股東權益 | 3,251 | 1,633 | 2,949 | 2,898 | 3,498 |
| 優先股股東資金 | - | - | - | - | - |

主要財務比率

| | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
|------------------------------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|
| 年成長率 | | | | | |
| 營業收入 | 30.8% | 53.2% | 11.2% | (21.9%) | 17.8% |
| 營業收益增長 | 91.5% | 150.0% | 17.4% | (47.0%) | 39.7% |
| EBITDA | 71.6% | 123.4% | 19.5% | (40.4%) | 35.1% |
| 稅後純益 | 77.6% | 172.3% | 6.0% | (39.4%) | 24.6% |
| 每股盈餘成長率 | 77.0% | 171.3% | 5.7% | (39.5%) | 24.6% |
| 獲利能力分析 | | | | | |
| 營業毛利率 | 43.9% | 46.9% | 49.4% | 47.3% | 46.7% |
| 營業利益率 | 13.4% | 21.9% | 23.1% | 15.7% | 18.6% |
| EBITDA Margin | 16.5% | 24.0% | 25.8% | 19.7% | 22.6% |
| 稅後純益率 | 12.7% | 22.6% | 21.5% | 16.7% | 17.7% |
| 平均資產報酬率 | 8.2% | 18.7% | 18.6% | 12.1% | 15.5% |
| 股東權益報酬率 | 12.0% | 27.7% | 27.1% | 17.0% | 22.0% |
| 穩定 \ 償債能力分析 | | | | | |
| 毛負債比率 (%) | 7.6% | 13.1% | 1.7% | 3.3% | 3.3% |
| 淨負債比率 | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 利息保障倍數 (x) | 81.0 | 659.6 | 366.5 | 540.8 | 663.9 |
| 利息及短期債保障倍數 (x) | 0.6 | 0.7 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| Cash Flow Int. Coverage (x) | 133.7 | 244.5 | 389.8 | 451.0 | 607.6 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 3.1 | 0.9 | 20.8 | 6.9 | 9.5 |
| 流動比率 (x) | 2.0 | 1.6 | 2.1 | 1.6 | 1.5 |
| 速動比率 (x) | 1.8 | 1.3 | 1.6 | 1.0 | 1.0 |
| 淨負債 (NT\$百萬) | (167,996) | (127,060) | (140,070) | (47,514) | (27,391) |
| 每股資料分析 | | | | | |
| 每股盈餘 (NT\$) | 26.01 | 70.56 | 74.59 | 45.15 | 56.26 |
| 每股現金盈餘 (NT\$) | 50.57 | 29.82 | 91.29 | 43.00 | 58.77 |
| 每股淨值 (NT\$) | 233.82 | 270.20 | 275.16 | 251.67 | 254.97 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 236.34 | 273.59 | 277.88 | 253.86 | 257.19 |
| 每股營收 (NT\$) | 204.75 | 312.47 | 346.51 | 270.38 | 318.54 |
| EBITDA/Share (NT\$) | 33.76 | 75.15 | 89.51 | 53.26 | 71.95 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 37.00 | 73.00 | 76.00 | 52.47 | 61.45 |
| 資產運用狀況 | | | | | |
| 資產週轉率 (x) | 0.65 | 0.83 | 0.86 | 0.73 | 0.88 |
| 應收帳款週轉天數 | 37.6 | 43.4 | 27.2 | 40.4 | 39.0 |
| 存貨週轉天數 | 76.4 | 102.1 | 92.9 | 115.8 | 98.1 |
| 應付帳款週轉天數 | 69.9 | 60.7 | 28.3 | 68.6 | 69.5 |
| 現金轉換週轉天數 | 44.1 | 84.9 | 91.8 | 87.6 | 67.6 |

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

| NT\$百萬 | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 營業收入 | 322,146 | 493,415 | 548,796 | 428,785 | 505,148 |
| 營業成本 | (180,610) | (261,810) | (277,892) | (226,094) | (269,125) |
| 營業毛利 | 141,536 | 231,605 | 270,904 | 202,691 | 236,023 |
| 營業費用 | (98,316) | (123,564) | (144,116) | (135,432) | (142,064) |
| 營業利益 | 43,219 | 108,040 | 126,788 | 67,259 | 93,959 |
| 總營業外收入 | 4,958 | 19,013 | 9,937 | 15,224 | 7,885 |
| 利息收入 | 2,482 | 1,651 | 3,218 | 6,543 | 4,285 |
| 投資利益淨額 | 1,773 | 6,760 | 3,281 | 5,281 | 2,000 |
| 其他營業外收入 | 703 | 10,602 | 3,438 | 3,401 | 1,600 |
| 總營業外費用 | (595) | (202) | (1,165) | (879) | (153) |
| 利息費用 | (595) | (193) | (371) | (151) | (153) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | - | (9) | (794) | (728) | - |
| 稅前純益 | 47,583 | 126,852 | 135,561 | 81,604 | 101,691 |
| 所得稅費用[利益] | (6,144) | (14,980) | (16,936) | (9,629) | (11,873) |
| 少數股東損益 | (522) | (451) | (484) | (371) | (600) |
| 非常項目 | - | 0 | 0 | - | - |
| 稅後淨利 | 40,917 | 111,421 | 118,141 | 71,603 | 89,218 |
| EBITDA | 53,120 | 118,661 | 141,768 | 84,457 | 114,099 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 26.01 | 70.56 | 74.59 | 45.15 | 56.26 |

現金流量

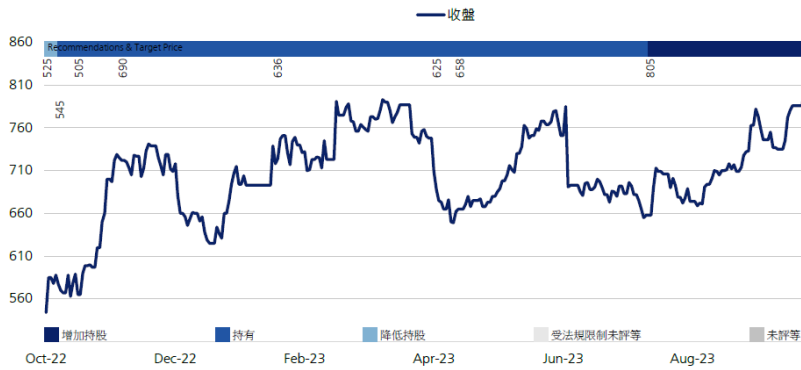
| NT\$百萬 | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
|---------------|----------|----------|-----------|-----------|----------|
| 營運活動之現金流量 | 79,558 | 47,095 | 144,583 | 68,191 | 93,201 |
| 本期純益 | 40,917 | 111,421 | 118,141 | 71,603 | 89,218 |
| 折舊及攤提 | 9,901 | 10,621 | 14,980 | 17,198 | 20,141 |
| 本期運用資金變動 | (4,201) | (52,087) | (1,601) | 13,345 | 1,862 |
| 其他營業資產及負債變動 | 32,941 | (22,860) | 13,063 | (33,956) | (18,020) |
| 投資活動之現金流量 | (6,769) | (28,924) | (37,535) | (34,886) | (29,383) |
| 投資用短期投資出售[新購] | 13,618 | 307 | (4,156) | 11,319 | 2,000 |
| 本期長期投資變動 | (10,551) | (3,596) | (15,626) | (24,049) | (2,000) |
| 資本支出淨額 | (5,000) | (16,985) | (13,622) | (7,449) | (8,111) |
| 其他資產變動 | (4,836) | (8,650) | (4,130) | (14,708) | (21,272) |
| 自由現金流 | 33,006 | 31,752 | 105,008 | 75,464 | 87,506 |
| 融資活動之現金流量 | (49,221) | (27,951) | (156,280) | (121,621) | (83,941) |
| 短期借款變動 | (35,784) | 29,796 | (47,567) | 750 | - |
| 長期借款變動 | 4,847 | (1,736) | (1,645) | 5,363 | - |
| 現金增資 | - | - | - | - | - |
| 已支付普通股股息 | (16,589) | (58,585) | (116,141) | (121,967) | (83,941) |
| 其他融資現金流 | (1,642) | 2,573 | 9,073 | (5,768) | - |
| 匯率影響數 | (4,533) | (3,094) | 13,030 | 1,874 | - |
| 本期產生現金流量 | 19,035 | (12,875) | (36,202) | (86,443) | (20,123) |
| 購併公司之現金餘額 | - | - | - | - | - |

投資回報率

| | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1 - 營業成本/營業收入 | 43.9% | 46.9% | 49.4% | 47.3% | 46.7% |
| - 銷管費用/營業收入 | 30.5% | 25.0% | 26.3% | 31.6% | 28.1% |
| = 營業利益率 | 13.4% | 21.9% | 23.1% | 15.7% | 18.6% |
| 1 / (營業運用資金/營業收入) | (0.1) | (0.0) | (0.0) | 0.0 | 0.1 |
| + 淨固定資產/營業收入 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| + 什項資產/營業收入 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.4 | 0.3 |
| = 資本週轉率 | 3.7 | 2.9 | 3.0 | 2.0 | 2.1 |
| 營業利益率 | 13.4% | 21.9% | 23.1% | 15.7% | 18.6% |
| x 資本週轉率 | 3.7 | 2.9 | 3.0 | 2.0 | 2.1 |
| x (1 - 有效現金稅率) | 87.1% | 88.2% | 87.5% | 88.2% | 88.3% |
| = 稅後 ROIC | 42.7% | 56.0% | 60.6% | 27.3% | 33.8% |

資料來源：公司資料，凱基預估

聯發科 – 以往評級及目標價



資料來源：TEJ，凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。