

聯發科 (2454.TW/2454 TT)

正向看待 Apple 潛在新訂單，惟目前尚未底定

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股 · 維持

收盤價 December 13 (NT\$)	1,410
12 個月目標價 (NT\$)	1,700
前次目標價 (NT\$)	1,700
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	20.6

焦點內容

1. Apple 正計畫分散 Apple Watch 之 modem 供應商。
2. Apple Watch modem 訂單將貢獻 2025 年營收的 1.5-2%。
3. 訂單持續性仍未知。

交易資料表

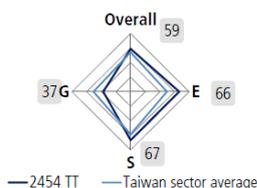
市值：(NT\$/US\$mn)	2,258 / 69,305		
流通在外股數 (百萬股)：	1,602		
外資持有股數 (百萬股)：	946		
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.26		
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	879 - 1,500		

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	25.3	1.8	47.6
相對表現 (%)	19.5	-1.4	15.8

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	10.64A	10.07A	11.64A	16.17A
2024	19.85A	16.19A	15.94A	15.18F
2025	15.86F	16.06F	19.14F	19.18F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

重要訊息

據 Bloomberg 報導，Apple 有意將聯發科納入下一代 Apple Watch 的數據機晶片 (modem) 供應商，進一步降低對 Intel 的依賴 (Intel 之前為蘋果開發過 Mac 處理器和數據機晶片)。此為 Apple 首次在關鍵零件上與聯發科合作。

評論及分析

Apple 正計畫分散 Apple Watch 之 modem 供應商。根據凱基供應鏈調查，我們認為聯發科是否參與 5G modem 供給目前尚未完全底定，但公司有望成為 Apple Watch Ultra 4G modem 供應商 (目前 Intel 與 Qualcomm 分別為 Apple Watch 與 iPhone modem 的獨家供應商)。儘管細節尚未確定，Apple 分散 modem 供應商的意圖明顯，聯發科有望從中受惠，惟我們尚未將此訂單貢獻納入獲利預估。

Apple Watch modem 訂單將貢獻 2025 年營收的 1.5-2%。Apple Watch 2023 年出貨量為 4,100 萬支，其中 34% 為 Ultra 機種，但在產品線未更新的情況下，2024 年 Ultra 的出貨佔比降至 20%。假設 4G 的 Apple Watch Ultra 每年平均出貨量為 1,000 萬支，我們預期此訂單將貢獻聯發科 2025 年營收的 1.5%。若升級為 5G，modem 營收貢獻則為 2%。然而，我們僅觀察到 Apple 有意分散供應鏈，但該業務的諸多細節目前仍舊未定。

訂單持續性仍未知。長期而言，Apple 有意在 iPhone 中採用自研 modem 與射頻 (RF) 晶片。我們預期最終所有 Apple 產品線都將使用自家 modem，從 1Q25 推出的 iPhone SE4 開始，包括後續 3Q25 上市的 iPhone Slim。即便聯發科能逐漸取代 Intel 在 Apple Watch 的供應商地位，我們認為最終 Apple 仍會收回所有訂單，因此此訂單的持續性仍未知。

投資建議

我們看好非智慧手機產品 (尤其 AI) 將帶動聯發科 2026 年營收成長。我們正向看待 Apple Watch 的機會，雖然對 2025 年營收貢獻有限，此也將成為營運重大里程碑。我們維持聯發科目標價 1,700 元，係基於 2026 年每股盈餘預估之 20 倍 (週期高點) 換算得出，因我們認為 2026 年營收將重返年增 20%。待 Apple 訂單的能見度更清晰後，我們將重新檢視財務模型。維持「增加持股」評等。

投資風險

智慧手機出貨再次下滑；AI 晶片進展放緩。

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)	548,796	433,446	525,226	600,872	722,068
營業毛利 (NT\$百萬)	270,904	207,367	259,845	290,146	346,408
營業利益 (NT\$百萬)	126,788	71,800	105,319	114,793	140,992
稅後淨利 (NT\$百萬)	118,141	76,979	106,739	111,687	135,293
每股盈餘 (NT\$)	74.59	48.51	67.16	70.24	85.08
每股現金股利 (NT\$)	76.01	55.01	69.01	67.98	70.48
每股盈餘成長率 (%)	5.7	(35.0)	38.4	4.6	21.1
本益比 (x)	18.9	29.1	21.0	20.1	16.6
股價淨值比 (x)	5.1	6.1	5.6	5.3	4.9
EV/EBITDA (x)	10.5	13.5	9.4	8.4	6.7
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	5.4	3.9	4.9	4.8	5.0
股東權益報酬率 (%)	27.1	19.0	27.8	27.1	30.6

資料來源：公司資料，凱基預估

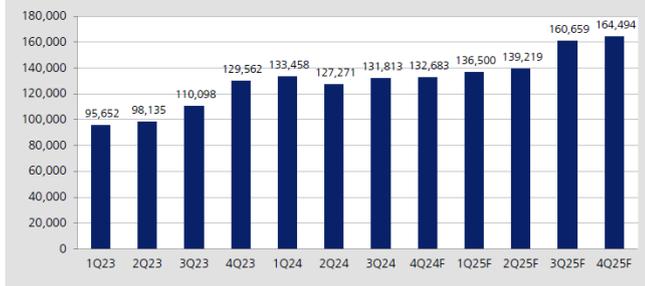
圖 1：公司概况

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 3：季營業收入

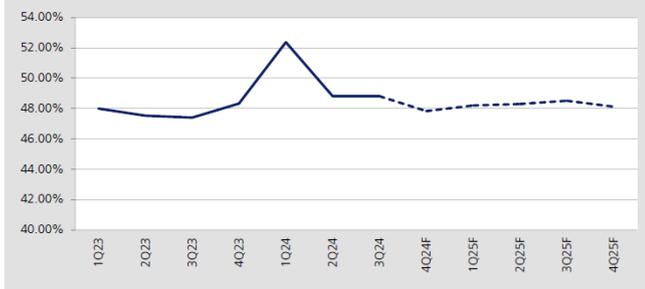
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

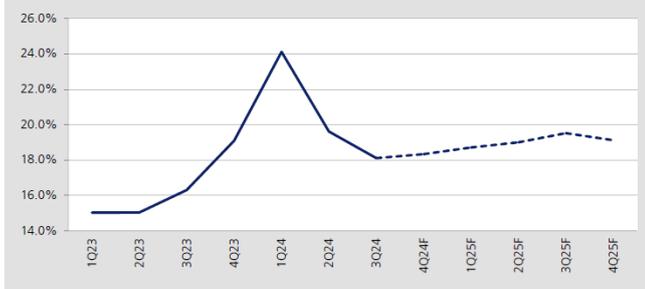
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 7：營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 2：聯發科外資持股 vs.股價走勢

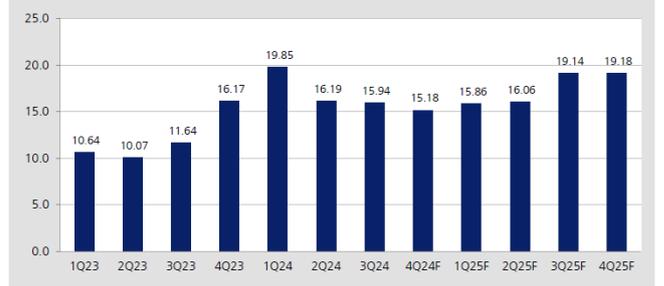
外資持股，百分比(左軸)；股價，元(右軸)



資料來源：TEJ，凱基

圖 4：每股盈利

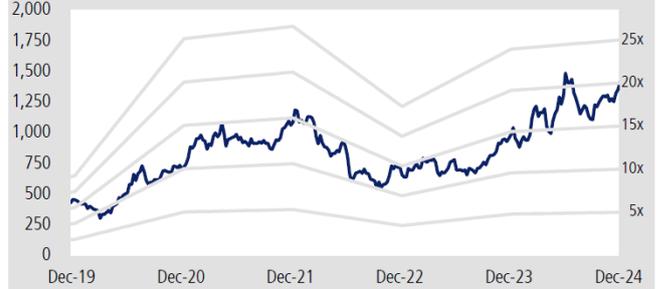
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 6：未來 12 個月預估本益比區間

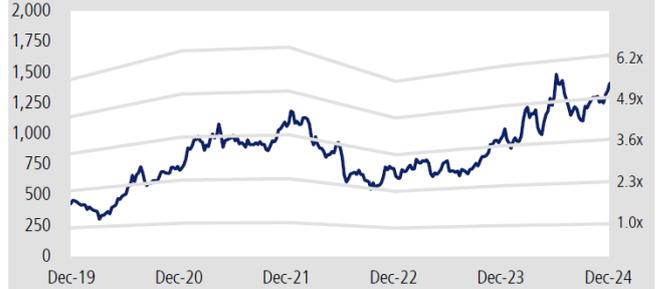
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 8：未來 12 個月預估股價淨值比區間

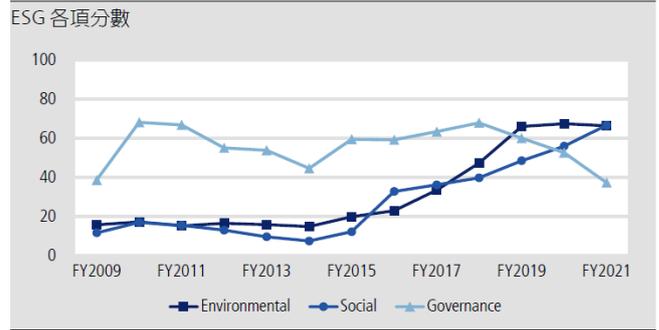
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



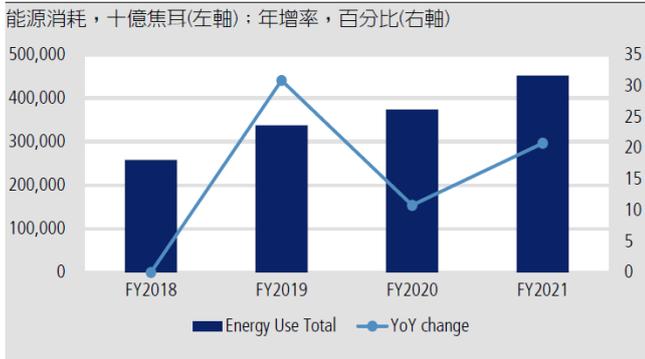
資料來源：TEJ，凱基預估

圖 9：ESG 整體分數

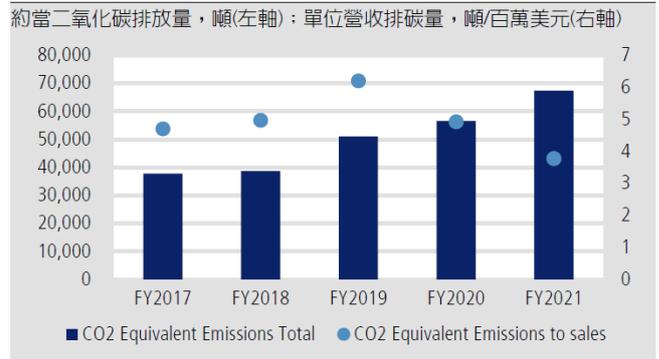

資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 10：ESG 各項分數


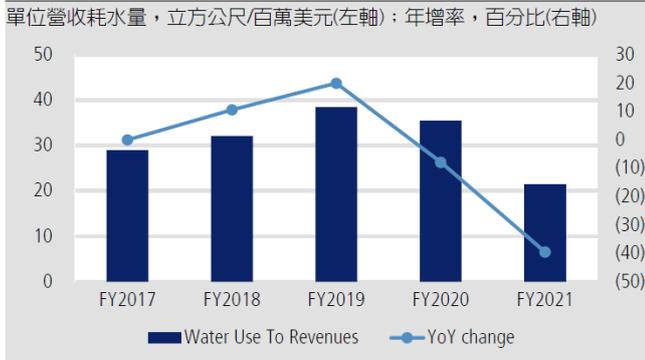
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 11：能源消耗


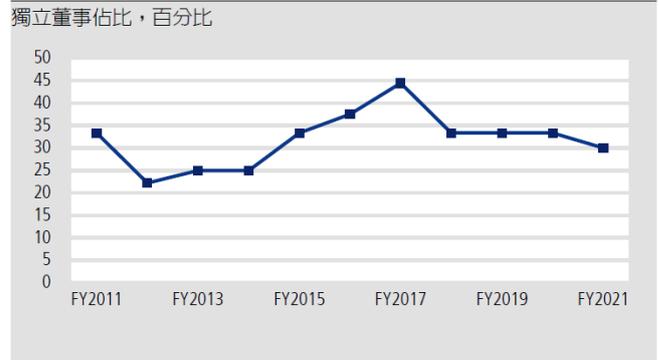
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：碳排量


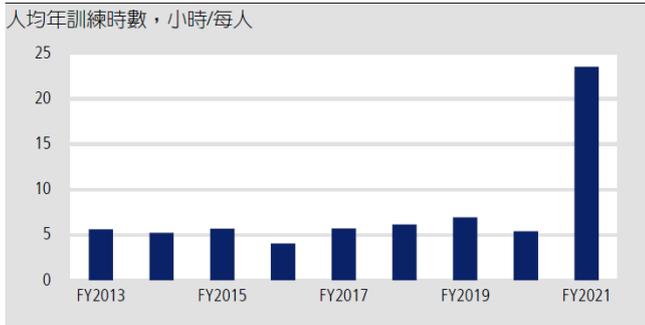
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：耗水量


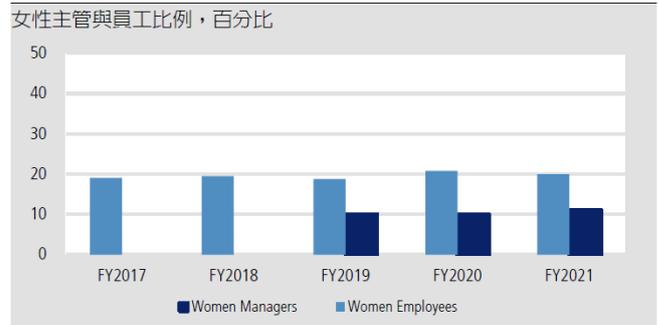
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：獨立董事


資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：員工訓練


資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：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 年留存率，且人力資源部推出新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

	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	133,458	127,271	131,813	132,683	136,500	139,219	160,659	164,494	525,226	600,872	722,068
營業成本	(63,558)	(65,135)	(67,466)	(69,223)	(70,701)	(71,973)	(82,714)	(85,337)	(265,381)	(310,726)	(375,660)
營業毛利	69,901	62,136	64,348	63,460	65,799	67,246	77,945	79,156	259,845	290,146	346,408
營業費用	(37,721)	(37,180)	(40,483)	(39,142)	(40,268)	(40,791)	(46,591)	(47,703)	(154,526)	(175,353)	(205,416)
營業利益	32,180	24,956	23,864	24,319	25,531	26,454	31,354	31,453	105,319	114,793	140,992
折舊	(3,049)	(3,097)	(3,165)	(3,388)	(3,995)	(3,995)	(3,995)	(3,995)	(12,699)	(15,980)	(20,537)
攤提	(1,912)	(2,124)	(2,134)	(2,044)	(3,720)	(3,720)	(3,720)	(3,720)	(8,214)	(14,879)	(24,519)
EBITDA	37,141	30,177	29,163	29,751	33,246	34,169	39,068	39,168	126,231	145,652	186,049
利息收入	2,298	2,936	2,896	2,518	2,777	2,522	2,824	2,506	10,648	10,628	11,481
投資利益淨額	766	1,092	154	482	540	570	599	510	2,494	2,220	2,019
其他營業外收入	97	138	616	-	-	-	-	-	2,467	-	-
總營業外收入	3,161	4,167	3,665	2,999	3,317	3,092	3,423	3,016	15,609	12,848	13,501
利息費用	(58)	(39)	(204)	(25)	(25)	(25)	(25)	(25)	(326)	(98)	(98)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	387	114	1,116	-	-	-	-	-	-	-	-
總營業外費用	329	75	912	(25)	(25)	(25)	(25)	(25)	(326)	(98)	(98)
稅前純益	35,670	29,197	28,441	27,294	28,824	29,522	34,752	34,444	120,601	127,542	154,395
所得稅費用[利益]	(4,015)	(3,242)	(2,851)	(3,002)	(3,459)	(3,838)	(4,170)	(3,789)	(13,111)	(15,256)	(18,502)
少數股東損益	(119)	(240)	(243)	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)	(752)	(600)	(600)
非常項目前稅後純益	31,536	25,716	25,346	24,141	25,215	25,534	30,432	30,505	106,739	111,687	135,293
非常項目	(0)	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	31,536	25,716	25,346	24,141	25,215	25,534	30,432	30,505	106,739	111,687	135,293
每股盈餘 (NT\$)	19.85	16.19	15.94	15.18	15.86	16.06	19.14	19.18	67.16	70.24	85.08
獲利率 (%)											
營業毛利率	52.4	48.8	48.8	47.8	48.2	48.3	48.5	48.1	49.5	48.3	48.0
營業利益率	24.1	19.6	18.1	18.3	18.7	19.0	19.5	19.1	20.1	19.1	19.5
EBITDA Margin	27.8	23.7	22.1	22.4	24.4	24.5	24.3	23.8	24.0	24.2	25.8
稅前純益率	26.7	22.9	21.6	20.6	21.1	21.2	21.6	20.9	23.0	21.2	21.4
稅後純益率	23.6	20.2	19.2	18.2	18.5	18.3	18.9	18.5	20.3	18.6	18.7
季成長率 (%)											
營業收入	3.0	(4.6)	3.6	0.7	2.9	2.0	15.4	2.4			
營業毛利	11.6	(11.1)	3.6	(1.4)	3.7	2.2	15.9	1.6			
營業收益增長	30.1	(22.4)	(4.4)	1.9	5.0	3.6	18.5	0.3			
EBITDA	25.5	(18.8)	(3.4)	2.0	11.7	2.8	14.3	0.3			
稅前純益	26.0	(18.1)	(2.6)	(4.0)	5.6	2.4	17.7	(0.9)			
稅後純益	22.9	(18.5)	(1.4)	(4.8)	4.4	1.3	19.2	0.2			
年成長率 (%)											
營業收入	39.5	29.7	19.7	2.4	2.3	9.4	21.9	24.0	21.2	14.4	20.2
營業毛利	52.2	33.2	23.3	1.3	(5.9)	8.2	21.1	24.7	25.3	11.7	19.4
營業收益	124.0	69.2	33.0	(1.7)	(20.7)	6.0	31.4	29.3	46.7	9.0	22.8
EBITDA	98.8	59.1	28.1	0.6	(10.5)	13.2	34.0	31.7	40.3	15.4	27.7
稅前純益	86.7	58.9	35.5	(3.6)	(19.2)	1.1	22.2	26.2	39.0	5.8	21.1
稅後純益	86.9	61.1	37.2	(5.9)	(20.0)	(0.7)	20.1	26.4	38.7	4.6	21.1

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	608,399	635,038	702,500	764,309	838,530
流動資產	297,654	290,889	347,060	382,709	436,450
現金及短期投資	164,810	180,673	216,059	220,697	249,409
存貨	70,703	43,220	57,084	70,372	81,370
應收帳款及票據	40,842	55,834	48,263	59,834	68,996
其他流動資產	21,298	11,161	25,655	31,805	36,676
非流動資產	310,746	344,150	355,439	381,601	402,080
長期投資	125,575	152,228	169,566	171,566	173,566
固定資產	53,862	53,291	56,544	55,001	51,812
什項資產	131,309	138,631	129,329	155,034	176,701
負債總額	165,341	260,833	293,657	331,441	368,840
流動負債	141,570	231,999	269,451	304,174	339,148
應付帳款及票據	21,518	38,779	36,612	45,135	52,188
短期借款	6,569	7,826	26,216	26,216	26,216
什項負債	113,484	185,394	206,623	232,823	260,744
長期負債	23,771	28,834	24,206	27,268	29,692
長期借款	863	4,605	3,149	3,149	3,149
其他負債及準備	14,908	16,169	19,395	22,457	24,881
股東權益總額	443,058	374,205	408,843	432,868	469,690
普通股股本	15,994	15,996	16,017	16,017	16,017
保留盈餘	286,689	212,670	339,239	362,664	398,886
少數股東權益	2,949	6,000	8,456	9,056	9,656
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	11.2%	(21.0%)	21.2%	14.4%	20.2%
營業收益增長	17.4%	(43.4%)	46.7%	9.0%	22.8%
EBITDA	19.5%	(36.5%)	40.3%	15.4%	27.7%
稅後純益	6.0%	(34.8%)	38.7%	4.6%	21.1%
每股盈餘成長率	5.7%	(35.0%)	38.4%	4.6%	21.1%
獲利能力分析					
營業毛利率	49.4%	47.8%	49.5%	48.3%	48.0%
營業利益率	23.1%	16.6%	20.1%	19.1%	19.5%
EBITDA Margin	25.8%	20.8%	24.0%	24.2%	25.8%
稅後純益率	21.5%	17.8%	20.3%	18.6%	18.7%
平均資產報酬率	18.6%	12.4%	16.0%	15.2%	16.9%
股東權益報酬率	27.1%	19.0%	27.8%	27.1%	30.6%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	1.7%	3.3%	7.2%	6.8%	6.3%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	366.5	218.3	370.7	1,300.1	1,573.6
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	389.8	415.9	431.2	1,444.5	1,830.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	20.8	20.2	5.3	5.4	6.8
流動比率 (x)	2.1	1.3	1.3	1.3	1.3
速動比率 (x)	1.6	1.1	1.1	1.0	1.0
淨負債 (NT\$百萬)	(140,070)	(152,965)	(169,004)	(175,643)	(206,355)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	74.59	48.51	67.16	70.24	85.08
每股現金盈餘 (NT\$)	91.29	104.67	88.50	89.19	113.03
每股淨值 (NT\$)	275.16	230.18	250.30	264.94	287.58
調整後每股淨值 (NT\$)	277.88	232.04	251.91	266.53	289.31
每股營收 (NT\$)	346.51	273.15	330.45	377.88	454.10
EBITDA/Share (NT\$)	89.51	56.72	79.42	91.60	117.00
每股現金股利 (NT\$)	76.01	55.01	69.01	67.98	70.48
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.86	0.70	0.79	0.82	0.90
應收帳款周轉天數	27.2	47.0	33.6	36.3	34.9
存貨周轉天數	92.9	69.8	78.7	82.7	79.1
應付帳款周轉天數	28.3	62.6	50.5	53.0	50.7
現金轉換周轉天數	91.8	54.2	61.9	66.0	63.2

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	548,796	433,446	525,226	600,872	722,068
營業成本	(277,892)	(226,079)	(265,381)	(310,726)	(375,660)
營業毛利	270,904	207,367	259,845	290,146	346,408
營業費用	(144,116)	(135,568)	(154,526)	(175,353)	(205,416)
營業利益	126,788	71,800	105,319	114,793	140,992
總營業外收入	7,137	14,287	15,609	12,848	13,501
利息收入	3,218	7,308	10,648	10,628	11,481
投資利益淨額	3,281	6,471	2,494	2,220	2,019
其他營業外收入	638	508	2,467	-	-
總營業外費用	1,636	696	(326)	(98)	(98)
利息費用	(371)	(399)	(326)	(98)	(98)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	2,007	1,095	-	-	-
稅前純益	135,561	86,782	120,601	127,542	154,395
所得稅費用[利益]	(16,936)	(9,591)	(13,111)	(15,256)	(18,502)
少數股東損益	(484)	(212)	(752)	(600)	(600)
非常項目	-	0	(0)	-	-
稅後淨利	118,141	76,979	106,739	111,687	135,293
EBITDA	141,768	90,000	126,231	145,652	186,049
每股盈餘 (NT\$)	74.59	48.51	67.16	70.24	85.08

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	144,583	166,091	140,667	141,818	179,727
本期純益	118,141	76,979	106,739	111,687	135,293
折舊及攤提	14,980	18,200	20,912	30,859	45,056
本期運用資金變動	164	30,356	(8,459)	(16,337)	(13,106)
其他營業資產及負債變動	11,298	40,556	21,475	15,609	12,484
投資活動之現金流量	(37,535)	(28,746)	(39,532)	(48,721)	(58,549)
投資用短期投資出售[新購]	(19,467)	(12,157)	(11,580)	2,000	2,000
本期長期投資變動	(199)	116	(475)	(2,000)	(2,000)
資本支出淨額	(13,622)	(9,325)	(13,316)	(14,436)	(17,348)
其他資產變動	(4,247)	(7,379)	(14,161)	(34,285)	(41,200)
自由現金流	106,772	95,897	84,793	86,269	114,179
融資活動之現金流量	(156,280)	(118,569)	(71,721)	(86,458)	(90,466)
短期借款變動	(48,016)	(1,500)	16,934	-	-
長期借款變動	(558)	(828)	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(116,141)	(120,981)	(87,551)	(86,458)	(90,466)
其他融資現金流	8,435	4,740	(1,104)	-	-
匯率影響數	13,030	(883)	3,560	-	-
本期產生現金流量	(36,202)	17,894	32,973	6,638	30,712

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	26.3%	31.3%	29.4%	29.2%	28.4%
= 營業利益率	23.1%	16.6%	20.1%	19.1%	19.5%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.0)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
+ 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	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
= 資本周轉率	6.2	(16.3)	(17.9)	(21.2)	(19.8)
營業利益率	23.1%	16.6%	20.1%	19.1%	19.5%
x 資本周轉率	6.2	(16.3)	(17.9)	(21.2)	(19.8)
x (1 - 有效現金稅率)	87.5%	88.9%	89.1%	88.0%	88.0%
= 稅後 ROIC	124.5%	(240.6%)	(319.1%)	(356.2%)	(339.8%)

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關聯人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之關聯人。凱基集團成員公司、其關聯人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。