

# 聯發科 (2454.TW/2454 TT)

## AI ASIC 營收有望在未來三年內超越手機營收

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

### 增加持股 · 維持

收盤價 April 21 (NT\$)	2,090
12 個月目標價 (NT\$)	2,500
前次目標價 (NT\$)	2,000
調升 (%)	25.0
上漲空間 (%)	19.6

### 焦點內容

- 1Q26 財報有望符合預期；2Q-3Q26 智慧型手機需求面臨逆風。
- Google TPU 需求動能強勁。
- 市場對競爭加劇的疑慮被過度放大。

### 交易資料表

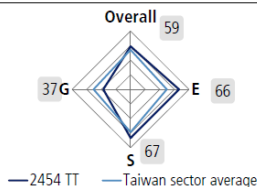
市值：(NT\$bn/US\$m)	3,352 /
流通在外股數 (百萬股)：	1,604
外資持有股數 (百萬股)：	921
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.91
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	1,145 -2,090

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	42.7	56	55.4
相對表現 (%)	22.3	20.5	-41.4

### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2025	18.43A	17.50A	15.84A	14.40A
2026	14.19F	13.48F	15.59F	20.70F
2027	23.75F	24.29F	25.07F	26.20F

### ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

### 重要訊息

聯發科將於 4 月 30 日舉行 1Q26 法說會。

### 評論及分析

**1Q26 財報有望符合預期；2Q-3Q26 智慧型手機需求面臨逆風。** 儘管 2026 年智慧型手機需求將受記憶體漲價影響年減 10-15%，但漲價預期也帶動了 1Q26 的提前拉貨。因此，我們預期聯發科 1Q26 營收有望符合原先展望，利潤率亦將落在指引的中位數水準。展望 2Q26，受智慧型手機需求放緩影響，我們預期管理層將給予營收季減中至高個位數的指引，利潤率則有望維持穩定。若扣除 Apple (美) 與 Samsung (韓)，我們預期 2026 年中國 Android 陣營的手機出貨量將年減 20-30%，然而受惠市占率持續擴大，我們預估聯發科 5G SoC 與 4G SoC 出貨量僅將分別年減 7%、14%。

**Google TPU 需求動能強勁。** 儘管近期生產端仍存有雜音，我們預期 TPU v8x (Zbrafish) 將於 7-8 月如期進入量產，並預估 2026-27 年出貨量分別達 40 萬及 150-200 萬顆。此外，我們亦觀察到聯發科在台積電 (2330 TT, NT\$2,050, 增加持股) 的 N3 投片存在上修空間，反映 TPU 需求強勁。考量 CoWoS 產能受限及更大的光罩尺寸需求，我們預期下一代 Humufish (TPU v9) 將轉採 Intel 的 EMIB 封裝，在台積電的供應受限下將進一步推升出貨成長。整體而言，我們預估 AI ASIC 營收占比將自 2026 年的 8% 躍升至 2027 年的 27%，並認為 2H28 AI ASIC 營收有望超越智慧型手機 SoC 營收，屆時市場對公司的定位，應由傳統手機晶片廠重新評價為 AI 半導體公司。

**市場對競爭加劇的疑慮被過度放大。** 近期市場傳出 Marvell (美) 可能成為 Google 的第三家 ASIC 合作夥伴，引發外界對競爭加劇的疑慮。但根據我們的調查，Marvell 參與的應是 Google 的 LPU 開發，而非 TPU。此外，儘管 Broadcom 與 Google 已將合作延長至 2031 年，我們認為 Google 最終仍將把 HBM 等關鍵零組件的採購權收回，並在 ASIC 的開發上更仰賴聯發科。

### 投資建議

短期內智慧型手機逆風可能壓抑聯發科股價表現，但在 TPU 需求強勁的帶動下，我們預期 AI ASIC 營收將於未來三年內超越智慧型手機營收，進而帶動重新評價。據此我們上調 2027 年每股盈餘預估 2%，並將目標價調升至 2,500 元，係基於 25 倍 2027 年預估本益比 (週期高點)。本次上修主要來自評價上調，維持「增加持股」評等。

### 投資風險

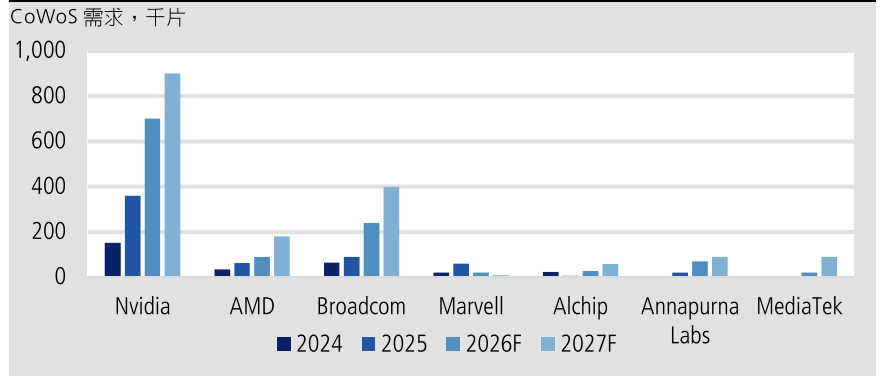
智慧型手機出貨衰退；AI 晶片進展放緩。

### 主要財務數據及估值

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (NT\$百萬)	433,446	530,586	595,966	654,695	947,969
營業毛利 (NT\$百萬)	207,367	263,386	283,080	301,153	427,357
營業利益 (NT\$百萬)	71,800	102,412	103,470	99,441	161,926
稅後淨利 (NT\$百萬)	76,979	106,387	105,319	101,819	158,084
每股盈餘 (NT\$)	48.51	66.92	66.16	63.96	99.30
每股現金股利 (NT\$)	55.01	54.00	53.50	67.59	65.81
每股盈餘成長率 (%)	(35.0)	38.0	(1.1)	(3.3)	55.3
本益比 (x)	43.1	31.2	31.6	32.7	21.0
股價淨值比 (x)	9.1	8.4	8.4	8.2	7.3
EV/EBITDA (x)	21.9	15.3	14.8	15.0	10.0
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.6	2.6	2.6	3.2	3.1
股東權益報酬率 (%)	19.0	27.8	26.4	25.2	36.6

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2024-27 年 CoWoS 需求預估 (依客戶)



資料來源：凱基預估

圖 2：AI 加速器出貨量預估

Shipments (k units)	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>GPU</b>	<b>1,645</b>	<b>4,730</b>	<b>6,694</b>	<b>9,599</b>	<b>9,042</b>
YoY (%)	N.M.	187.5	41.5	43.4	(5.8)
Nvidia	1,450	3,838	5,310	8,239	7,092
- A100	1,450	88	-	-	-
- H100	-	3,218	522	203	-
- B200	-	532	2,873	559	-
- B300	-	-	1,915	5,027	252
- Rubin	-	-	-	2,450	4,320
- Rubin Ultra	-	-	-	-	2,520
AMD	168	490	868	810	1,350
Intel	27	202	16	-	-
Others	-	200	500	550	600
<b>GPU (GPU die equiv.)</b>	<b>1,645</b>	<b>5,262</b>	<b>11,482</b>	<b>17,635</b>	<b>21,174</b>
		<b>219.9%</b>	<b>118.2%</b>	<b>53.6%</b>	<b>20.1%</b>
<b>ASIC</b>	<b>2,259</b>	<b>3,984</b>	<b>4,837</b>	<b>7,725</b>	<b>12,990</b>
YoY (%)	N.M.	76.4	21.4	59.7	68.2
Amazon/AWS (Trainium)	495	1,225	1,600	2,428	3,360
Google (TPU)	1,464	2,099	2,527	4,312	7,480
Meta (MTIA)	-	300	350	400	650
MSFT (Maia)	-	60	60	60	200
Open AI	-	-	-	25	500
Others	300	300	300	500	800
<b>AI Accelerator</b>	<b>3,904</b>	<b>8,714</b>	<b>11,531</b>	<b>17,324</b>	<b>22,032</b>
YoY (%)	N.M.	123.2	32.3	50.2	27.2

資料來源：凱基預估

圖 3 : 1Q-2Q26 財測修正與市場共識比較

百萬元	1Q26F							2Q26F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	149,150	145,692	2.4	(0.7)	(2.7)	145,441	2.5	139,516	148,570	(6.1)	(6.5)	(7.2)	144,842	(3.7)
毛利	68,240	66,646	2.4	(1.5)	(7.5)	66,865	2.1	64,175	68,439	(6.2)	(6.0)	(13.1)	66,814	(4.0)
營業利潤	21,557	21,045	2.4	(1.3)	(28.3)	21,898	(1.6)	20,785	22,234	(6.5)	(3.6)	(29.3)	21,966	(5.4)
稅後淨利	22,590	22,140	2.0	(1.5)	(23.0)	22,405	0.8	21,465	22,726	(5.5)	(5.0)	(22.9)	22,939	(6.4)
每股盈餘 (元)	14.19	13.90	2.1	(1.5)	(23.0)	13.96	1.6	13.48	14.26	(5.5)	(5.0)	(22.9)	14.09	(4.3)
毛利率 (%)	45.8	47.1	(1.3)ppts	(0.4)ppts	(2.4)ppts	46.0	(0.2)ppts	46.0	45.8	0.2 ppts	0.2 ppts	(3.1)ppts	46.1	(0.1)ppts
營利率 (%)	14.5	16.6	(2.1)ppts	(0.1)ppts	(5.1)ppts	15.1	(0.6)ppts	14.9	14.5	0.4 ppts	0.4 ppts	(4.6)ppts	15.2	(0.3)ppts
淨利率 (%)	15.1	16.7	(1.6)ppts	(0.1)ppts	(4.0)ppts	15.4	(0.3)ppts	15.4	15.4	0.0 ppts	0.2 ppts	(3.1)ppts	15.8	(0.5)ppts

資料來源 : Bloomberg ; 凱基預估

圖 4 : 2026-27 年財測修正 vs.市場共識

百萬元	2026F						2027F					
	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	654,695	675,269	(3.0)	9.9	629,768	4.0	947,969	920,974	2.9	44.8	865,007	9.6
毛利	301,153	310,970	(3.2)	6.4	288,881	4.2	427,357	416,798	2.5	41.9	392,557	8.9
營業利益	99,441	102,956	(3.4)	(3.9)	100,126	(0.7)	161,926	158,925	1.9	62.8	166,268	(2.6)
稅後淨利	101,819	104,916	(3.0)	(3.3)	101,367	0.4	158,084	155,567	1.6	55.3	157,530	0.4
每股盈餘 (元)	63.96	65.85	(2.9)	(3.3)	63.37	0.9	99.30	97.65	1.7	55.3	98.88	0.4
毛利率 (%)	46.0	46.1	(0.2)ppts	(1.5)ppts	45.9	0.1 ppts	45.1	46.7	(1.6)ppts	(0.9)ppts	45.4	(0.3)ppts
營利率 (%)	15.2	15.7	(0.5)ppts	(2.2)ppts	15.9	(0.7)ppts	17.1	18.1	(1.0)ppts	1.9 ppts	19.2	(2.1)ppts
淨利率 (%)	15.6	16.0	(0.4)ppts	(2.1)ppts	16.1	(0.5)ppts	16.7	17.8	(1.1)ppts	1.1 ppts	18.2	(1.5)ppts

資料來源 : Bloomberg ; 凱基預估

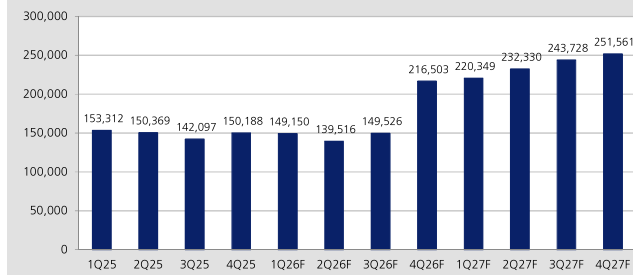
**圖 5：公司概況**

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**

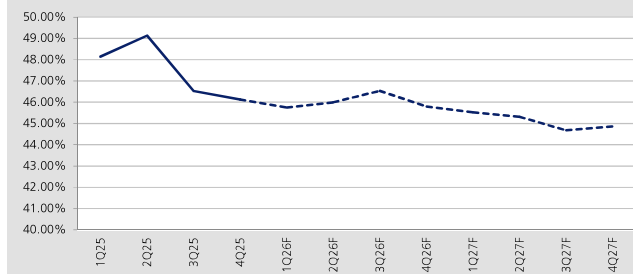
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 9：毛利率**

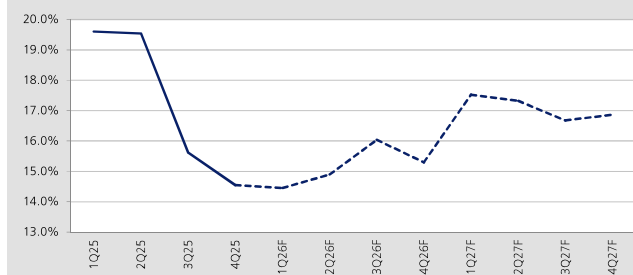
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 11：營業利潤率**

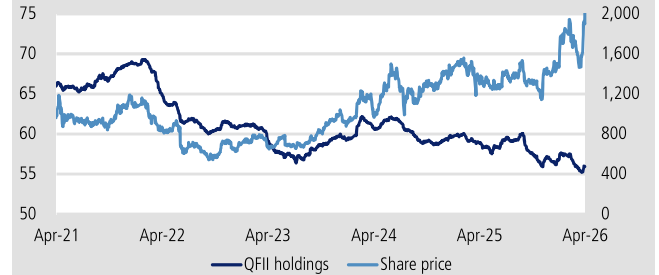
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 6：聯發科外資持股 vs. 股價走勢**

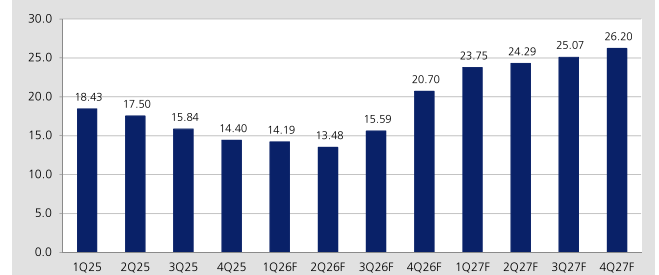
外資持股，百分比(左軸)；股價，元(右軸)



資料來源：TEJ，凱基

**圖 8：每股盈利**

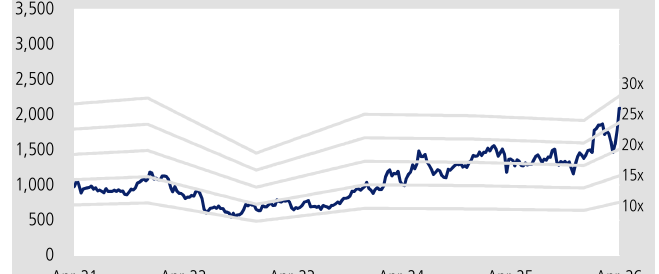
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 10：未來 12 個月預估本益比區間**

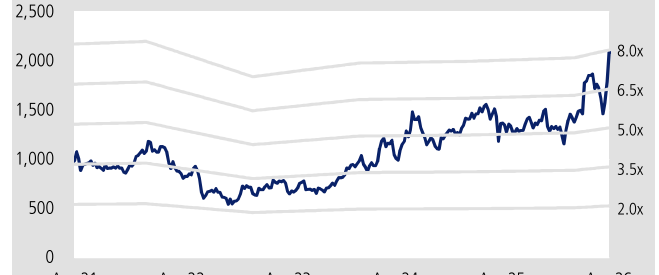
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

**圖 12：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 13：ESG 整體分數

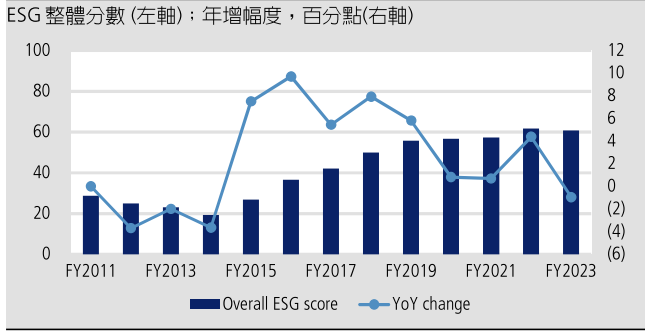


圖 14：ESG 各項分數

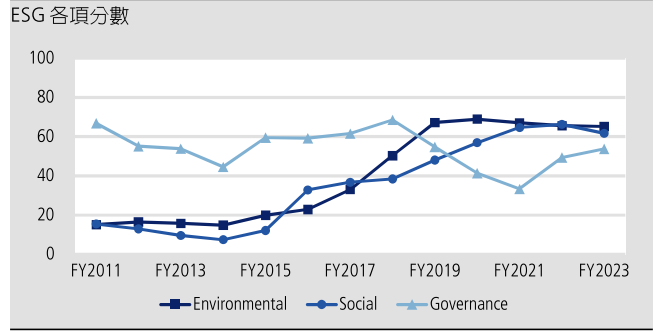


圖 15：能源消耗

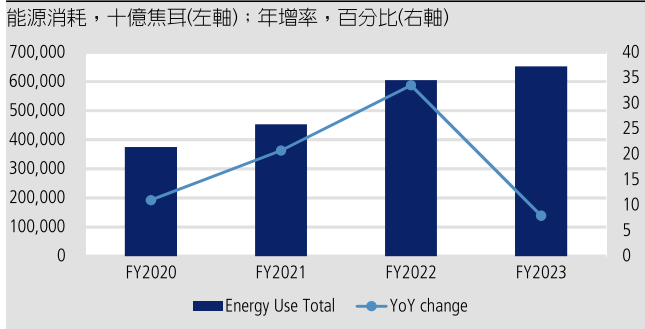


圖 16：碳排量

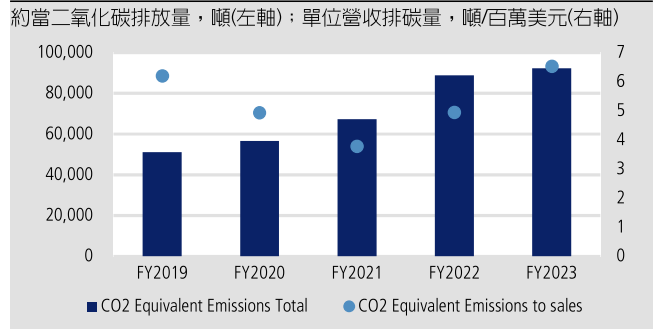


圖 17：耗水量

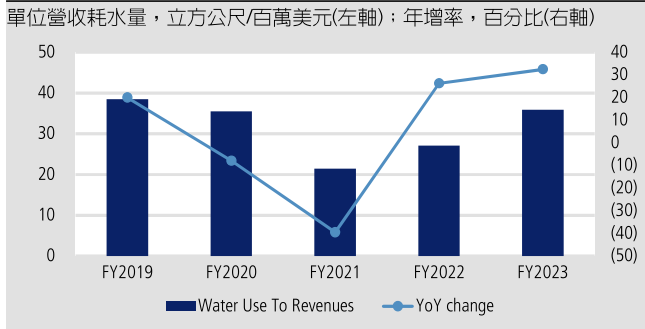


圖 18：獨立董事

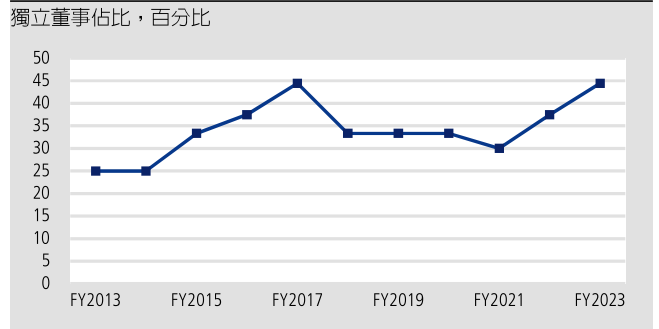


圖 19：員工訓練

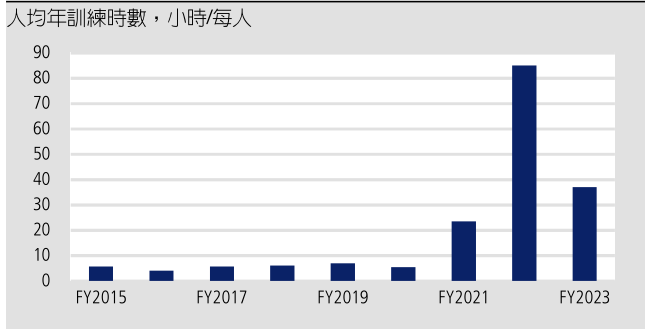
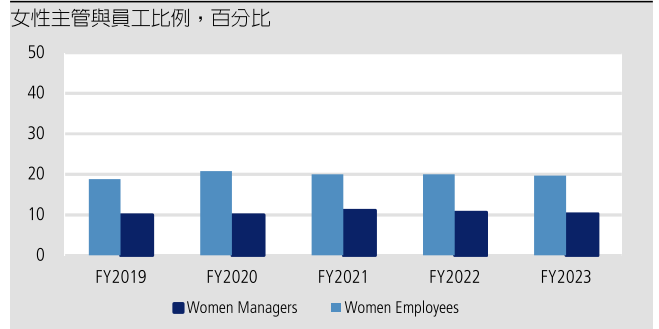


圖 20：性別多樣性



## 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	季度								年度		
	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Mar-27F	Jun-27F	Sep-27F	Dec-27F	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	149,150	139,516	149,526	216,503	220,349	232,330	243,728	251,561	595,966	654,695	947,969
營業成本	(80,909)	(75,341)	(79,941)	(117,350)	(120,035)	(127,039)	(134,843)	(138,695)	(312,886)	(353,542)	(520,611)
營業毛利	68,240	64,175	69,585	99,152	100,315	105,291	108,886	112,866	283,080	301,153	427,357
營業費用	(46,684)	(43,389)	(45,605)	(66,033)	(61,698)	(65,052)	(68,244)	(70,437)	(179,610)	(201,712)	(265,431)
營業利益	21,557	20,785	23,980	33,119	38,617	40,238	40,642	42,429	103,470	99,441	161,926
折舊	(3,663)	(3,663)	(3,663)	(3,663)	(4,463)	(4,463)	(4,463)	(4,463)	(13,336)	(14,651)	(17,852)
攤提	(2,750)	(2,750)	(2,750)	(2,750)	(3,894)	(3,894)	(3,894)	(3,894)	(9,639)	(11,001)	(15,576)
EBITDA	27,970	27,198	30,393	39,532	46,974	48,595	48,999	50,786	126,444	125,093	195,354
利息收入	3,086	2,862	3,194	2,869	3,215	3,073	3,581	3,307	10,819	12,011	13,177
投資利益淨額	800	800	800	800	900	900	900	900	5,994	3,200	3,600
其他營業外收入	500	500	500	500	500	500	500	500	736	2,000	2,000
總營業外收入	4,386	4,162	4,494	4,169	4,615	4,473	4,981	4,707	17,549	17,211	18,777
利息費用	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)	(652)	(407)	(407)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	-	-	-	-	-	-	-	-	4,521	-	-
總營業外費用	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)	3,869	(407)	(407)
稅前純益	25,841	24,845	28,372	37,186	43,130	44,610	45,521	47,034	124,888	116,245	180,295
所得稅費用[利益]	(3,101)	(3,230)	(3,405)	(4,091)	(5,176)	(5,799)	(5,462)	(5,174)	(18,770)	(13,826)	(21,611)
少數股東損益	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)	(798)	(600)	(600)
非常項目稅後純益	22,590	21,465	24,818	32,946	37,805	38,661	39,908	41,710	105,319	101,819	158,084
非常項目	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	22,590	21,465	24,818	32,946	37,805	38,661	39,908	41,710	105,319	101,819	158,084
每股盈餘 (NT\$)	14.19	13.48	15.59	20.70	23.75	24.29	25.07	26.20	66.16	63.96	99.30
獲利率 (%)											
營業毛利率	45.8	46.0	46.5	45.8	45.5	45.3	44.7	44.9	47.5	46.0	45.1
營業利益率	14.5	14.9	16.0	15.3	17.5	17.3	16.7	16.9	17.4	15.2	17.1
EBITDA Margin	18.8	19.5	20.3	18.3	21.3	20.9	20.1	20.2	21.2	19.1	20.6
稅前純益率	17.3	17.8	19.0	17.2	19.6	19.2	18.7	18.7	21.0	17.8	19.0
稅後純益率	15.1	15.4	16.6	15.2	17.2	16.6	16.4	16.6	17.7	15.6	16.7
季成長率 (%)											
營業收入	(0.7)	(6.5)	7.2	44.8	1.8	5.4	4.9	3.2			
營業毛利	(1.5)	(6.0)	8.4	42.5	1.2	5.0	3.4	3.7			
營業收益增長	(1.3)	(3.6)	15.4	38.1	16.6	4.2	1.0	4.4			
EBITDA	1.1	(2.8)	11.7	30.1	18.8	3.5	0.8	3.6			
稅前純益	(4.8)	(3.9)	14.2	31.1	16.0	3.4	2.0	3.3			
稅後純益	(1.5)	(5.0)	15.6	32.8	14.7	2.3	3.2	4.5			
年成長率 (%)											
營業收入	(2.7)	(7.2)	5.2	44.2	47.7	66.5	63.0	16.2	12.3	9.9	44.8
營業毛利	(7.5)	(13.1)	5.3	43.1	47.0	64.1	56.5	13.8	7.5	6.4	41.9
營業收益	(28.3)	(29.3)	8.1	51.6	79.1	93.6	69.5	28.1	1.0	(3.9)	62.8
EBITDA	(21.6)	(22.6)	8.7	42.9	67.9	78.7	61.2	28.5	2.5	(1.1)	56.2
稅前純益	(25.2)	(25.2)	(5.3)	37.0	66.9	79.6	60.4	26.5	4.5	(6.9)	55.1
稅後純益	(23.0)	(22.9)	(1.6)	43.7	67.3	80.1	60.8	26.6	(1.0)	(3.3)	55.3

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
<b>資產總額</b>	<b>635,038</b>	<b>697,868</b>	<b>743,785</b>	<b>836,271</b>	<b>934,135</b>
<b>流動資產</b>	<b>290,889</b>	<b>351,025</b>	<b>397,456</b>	<b>471,786</b>	<b>546,459</b>
現金及短期投資	180,673	219,624	247,709	255,321	292,996
存貨	43,220	58,414	67,235	97,519	115,257
應收帳款及票據	55,834	44,713	62,121	89,550	104,051
其他流動資產	11,161	28,274	20,392	29,395	34,155
<b>非流動資產</b>	<b>344,150</b>	<b>346,842</b>	<b>346,329</b>	<b>364,486</b>	<b>387,676</b>
長期投資	152,228	172,525	171,501	173,501	175,501
固定資產	53,291	56,917	60,427	66,013	77,464
什項資產	138,631	117,400	114,400	124,971	134,711
<b>負債總額</b>	<b>260,833</b>	<b>292,812</b>	<b>334,590</b>	<b>419,299</b>	<b>467,525</b>
<b>流動負債</b>	<b>231,999</b>	<b>266,902</b>	<b>303,350</b>	<b>382,187</b>	<b>427,308</b>
應付帳款及票據	38,779	40,777	48,710	70,651	83,501
短期借款	7,826	8,919	4,481	4,481	4,481
什項負債	185,394	217,207	250,159	307,056	339,327
<b>長期負債</b>	<b>28,834</b>	<b>25,910</b>	<b>31,240</b>	<b>37,112</b>	<b>40,216</b>
長期借款	4,605	2,681	6,795	6,795	6,795
其他負債及準備	16,169	14,853	16,279	23,581	26,685
<b>股東權益總額</b>	<b>374,205</b>	<b>405,055</b>	<b>409,195</b>	<b>416,973</b>	<b>466,610</b>
普通股股本	15,996	16,017	16,039	16,039	16,039
保留盈餘	212,670	210,599	219,519	361,316	410,354
少數股東權益	6,000	8,428	8,594	9,194	9,794
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
<b>年成長率</b>					
營業收入	(21.0%)	22.4%	12.3%	9.9%	44.8%
營業收益增長	(43.4%)	42.6%	1.0%	(3.9%)	62.8%
EBITDA	(36.5%)	37.1%	2.5%	(1.1%)	56.2%
稅後純益	(34.8%)	38.2%	(1.0%)	(3.3%)	55.3%
每股盈餘成長率	(35.0%)	38.0%	(1.1%)	(3.3%)	55.3%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	47.8%	49.6%	47.5%	46.0%	45.1%
營業利益率	16.6%	19.3%	17.4%	15.2%	17.1%
EBITDA Margin	20.8%	23.2%	21.2%	19.1%	20.6%
稅後純益率	17.8%	20.1%	17.7%	15.6%	16.7%
平均資產報酬率	12.4%	16.0%	14.6%	12.9%	17.9%
股東權益報酬率	19.0%	27.8%	26.4%	25.2%	36.6%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	3.3%	2.9%	2.8%	2.7%	2.4%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	218.3	264.7	192.5	286.5	443.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	415.9	344.3	249.7	325.7	476.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	20.2	16.7	31.7	27.1	39.7
流動比率 (x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.3
速動比率 (x)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
淨負債 (NT\$百萬)	(152,965)	(192,095)	(224,014)	(233,626)	(273,300)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	48.51	66.92	66.16	63.96	99.30
每股現金盈餘 (NT\$)	104.67	98.17	102.26	83.32	121.90
每股淨值 (NT\$)	230.18	247.63	249.76	254.24	284.81
調整後每股淨值 (NT\$)	232.04	249.50	251.64	256.15	286.95
每股營收 (NT\$)	273.15	333.77	374.36	411.25	595.48
EBITDA/Share (NT\$)	56.72	77.59	79.43	78.58	122.71
每股現金股利 (NT\$)	55.01	54.00	53.50	67.59	65.81
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.70	0.80	0.83	0.83	1.07
應收帳款周轉天數	47.0	30.8	38.0	49.9	40.1
存貨周轉天數	69.8	80.0	78.4	100.7	80.8
應付帳款周轉天數	62.6	55.9	56.8	72.9	58.5
現金轉換周轉天數	54.2	55.0	59.7	77.7	62.3

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
<b>營業收入</b>	<b>433,446</b>	<b>530,586</b>	<b>595,966</b>	<b>654,695</b>	<b>947,969</b>
營業成本	(226,079)	(267,200)	(312,886)	(353,542)	(520,611)
<b>營業毛利</b>	<b>207,367</b>	<b>263,386</b>	<b>283,080</b>	<b>301,153</b>	<b>427,357</b>
營業費用	(135,568)	(160,974)	(179,610)	(201,712)	(265,431)
<b>營業利益</b>	<b>71,800</b>	<b>102,412</b>	<b>103,470</b>	<b>99,441</b>	<b>161,926</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>14,287</b>	<b>15,600</b>	<b>17,549</b>	<b>17,211</b>	<b>18,777</b>
利息收入	7,308	11,150	10,819	12,011	13,177
投資利益淨額	6,471	3,938	5,994	3,200	3,600
其他營業外收入	508	512	736	2,000	2,000
<b>總營業外費用</b>	<b>696</b>	<b>1,506</b>	<b>3,869</b>	<b>(407)</b>	<b>(407)</b>
利息費用	(399)	(453)	(652)	(407)	(407)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	1,095	1,960	4,521	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>86,782</b>	<b>119,519</b>	<b>124,888</b>	<b>116,245</b>	<b>180,295</b>
所得稅費用 [利益]	(9,591)	(12,378)	(18,770)	(13,826)	(21,611)
少數股東損益	(2,12)	(754)	(798)	(600)	(600)
非常項目	-	(0)	(0)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>76,979</b>	<b>106,387</b>	<b>105,319</b>	<b>101,819</b>	<b>158,084</b>
<b>EBITDA</b>	<b>90,000</b>	<b>123,348</b>	<b>126,444</b>	<b>125,093</b>	<b>195,354</b>
每股盈餘 (NT\$)	48.51	66.92	66.16	63.96	99.30

**現金流量**

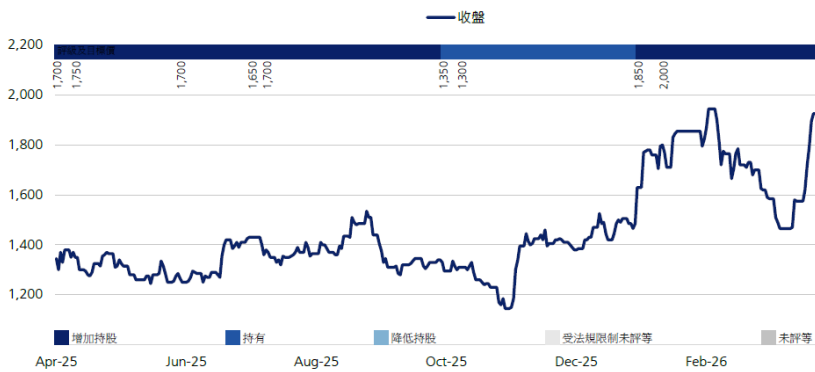
NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>166,091</b>	<b>156,055</b>	<b>162,793</b>	<b>132,649</b>	<b>194,056</b>
本期純益	76,979	106,387	105,319	101,819	158,084
折舊及攤提	18,200	20,936	22,974	25,652	33,428
本期運用資金變動	30,356	(1,001)	(19,508)	(35,773)	(19,388)
其他營業資產及負債變動	40,556	29,733	54,007	40,951	21,932
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(28,746)</b>	<b>(35,928)</b>	<b>(37,754)</b>	<b>(35,370)</b>	<b>(51,215)</b>
投資用短期投資出售 [新購]	(12,157)	(14,697)	(9,762)	2,000	2,000
本期長期投資變動	116	26	(887)	(2,000)	(2,000)
資本支出淨額	(9,325)	(13,787)	(15,059)	(20,237)	(29,302)
其他資產變動	(7,379)	(7,471)	(12,046)	(15,134)	(21,913)
<b>自由現金流</b>	<b>95,897</b>	<b>89,578</b>	<b>66,687</b>	<b>46,254</b>	<b>111,678</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(118,569)</b>	<b>(90,119)</b>	<b>(87,675)</b>	<b>(87,666)</b>	<b>(103,167)</b>
短期借款變動	(1,500)	(1,260)	-	-	-
長期借款變動	(828)	-	60	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(120,981)	(87,551)	(86,070)	(87,666)	(103,167)
其他融資現金流	4,740	(1,309)	(1,665)	-	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(883)</b>	<b>8,292</b>	<b>(5,770)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>17,894</b>	<b>38,300</b>	<b>31,594</b>	<b>9,612</b>	<b>39,675</b>

**投資回報率**

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	31.3%	30.3%	30.1%	30.8%	28.0%
<b>= 營業利益率</b>	<b>16.6%</b>	<b>19.3%</b>	<b>17.4%</b>	<b>15.2%</b>	<b>17.1%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(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	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>(16.3)</b>	<b>(9.2)</b>	<b>(7.2)</b>	<b>(8.8)</b>	<b>(14.0)</b>
營業利益率	16.6%	19.3%	17.4%	15.2%	17.1%
x 資本周轉率	(16.3)	(9.2)	(7.2)	(8.8)	(14.0)
x (1 - 有現現金稅率)	88.9%	89.6%	85.0%	88.1%	88.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>(240.6%)</b>	<b>(158.8%)</b>	<b>(106.2%)</b>	<b>(118.1%)</b>	<b>(211.2%)</b>

資料來源：公司資料，凱基

## 聯發科 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2026-02-04	增加持股	2,000	1,800
2026-01-23	增加持股	1,850	1,630
2025-10-31	持有	1,300	1,310
2025-10-22	持有	1,350	1,330
2025-07-30	增加持股	1,700	1,380
2025-07-23	增加持股	1,650	1,430
2025-06-19	增加持股	1,700	1,265
2025-04-30	增加持股	1,750	1,350
2025-04-25	增加持股	1,700	1,380
2025-02-07	增加持股	1,700	1,525

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](http://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有。