

# Qualcomm (QCOM.O/QCOM US)

## 非手機業務仍需時間成長

### 持有・首次評等

收盤價 March 28 (US\$)	152.72
3 個月目標價 (US\$)	155.79
12 個月目標價 (US\$)	165.00
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	8.04

### 焦點內容

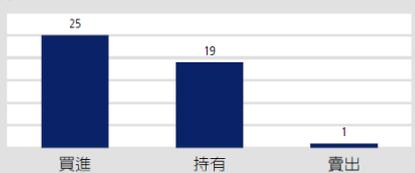
1. 市場已反應蘋果自研晶片所帶來的影響
2. 手機持穩而其他終端應用仍需時間成長。
3. 授權業務營收不確定性增加。

### 交易資料表

市值 (US\$bn):	168.9		
流通在外股數 (百萬股):	1,106		
機構持有比例 (%):	80.9		
3M 平均成交量 (百萬股):	7.7		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	149.4-230.6		
<b>股價表現</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
絕對表現 (%)	(1.2)	(10.2)	(9.8)
相對表現 (%)	3.9	(7.0)	(16.0)

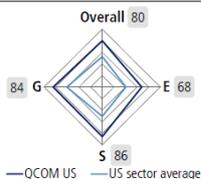
### 市場綜合評等

機構評等, 家數



資料來源: Bloomberg

### ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

### 重要訊息

首評高通，公司為無線晶片與手機處理器 IC 設計廠商，營收分為 QCT (3G/4G/5G 和其他技術 IC，占比 85%)與 QTL (IP 組合授權，占比 15%)。

### 評論及分析

市場已反應蘋果自研晶片所帶來的影響。隨蘋果自研 C1 Modem 逐步導入自家手機，預計將對公司 2025 年營收產生約 US\$20 億的影響(約占營收 5%)。儘管高通與蘋果的技術授權協議有效至 2027 年，但我們的模型已假設蘋果自 2026 年起完全採用自研晶片，這將導致高通每年大約損失 US\$70-72 億的營收。不過，自 2022 年 7 月蘋果釋出相關消息以來，高通股價僅上漲 4%(對比 Nasdaq +46%)，我們認為該事件已被市場反映。

手機持穩而其他終端應用仍需時間成長。儘管短期中國補貼政策或關稅將刺激需求，但對整體手機市場的影響仍然有限。雖然 PC、車用等領域成長性較高，但整體營收占比僅為 22%，且無法手機 SoC 出貨量相比擬。公司曾預計 AI PC、IoT、XR 及車用等領域到 2029 年將為其帶來 220 億美元的營收，並預計整體市場規模 (TAM)將達到 9,000 億美元，但在尚未見到殺手級應用推出前，我們保守看待其他終端應用的營收規模可取代手機。

授權業務營收不確定性增加。憑藉著專利牆保護以及行動裝置向下兼容趨勢，IP 授權金一直是穩定又高毛利(約 75%)的營收來源，但隨著如 Apple、Google 等自研晶片，其營收自 2022 年達到創紀錄的 US\$63.5 億後逐步下滑，且中國華為的授權協議今年已到期，儘管其他中系客戶續約，在大客戶華為的續約不確定性下，我們預估 QTL 全年營收持平。

### 投資建議

我們首評高通，並給予「持有」評等，給予目標價 US\$165 元，以 2026 年每股盈餘以及五年歷史平均 15 倍得出。

### 投資風險

手機市佔率提升、自研晶片研發遞延、大客戶華為續約。

### 主要財務數據及估值

	Sep '22A	Sep '23A	Sep '24A	Sep '25E	Sep '26E
營業收入 (US\$百萬)	44,170	35,831	38,943	42,364	41,397
營業毛利 (US\$百萬)	25,807	20,184	22,115	23,774	23,328
營業利益 (US\$百萬)	17,067	11,461	13,319	14,755	14,218
稅後淨利 (US\$百萬)	14,251	9,486	11,546	12,909	12,399
每股盈餘 (US\$)	12.53	8.43	10.22	11.45	11.00
每股現金股利 (US\$)	2.8625	3.05	3.3	3.4	3.4
營收成長率 (%)	32.0	(18.9)	8.7	8.8	(2.3)
每股盈餘增長率 (%)	46.8	(32.8)	21.3	12.1	(3.9)
毛利率 (%)	58.4	56.3	56.8	56.1	56.4
營業利益率 (%)	38.6	32.0	34.2	34.8	34.3
EBITDA Margin (%)	42.2	36.3	38.1	38.2	37.7
淨負債比 (%)	136.7	84.0	59.3	46.8	38.9
股東權益報酬率 (%)	79.12	43.96	43.94	45.31	40.33

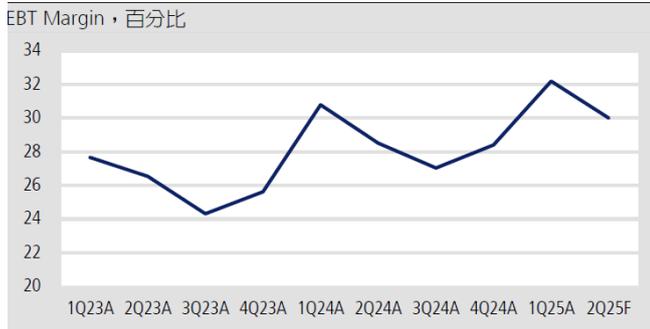
資料來源: 公司資料; 凱基

**圖 1: 季營收(按應用)**

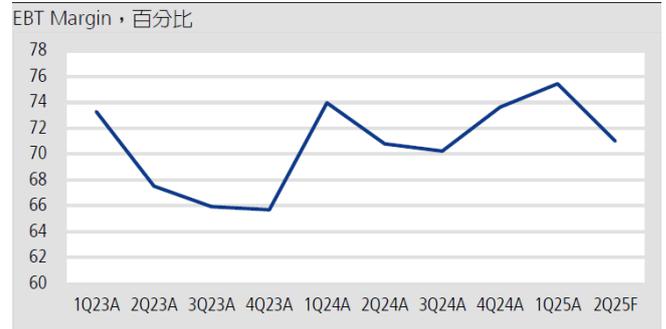

資料來源: 凱基

**圖 2: QCT (按應用)**

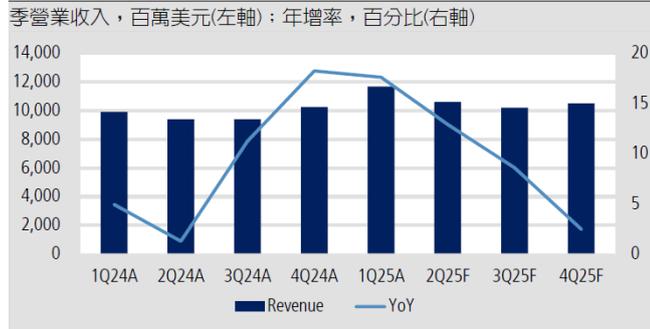

資料來源: 公司資料; 凱基

**圖 3: QCT EBT Margin**


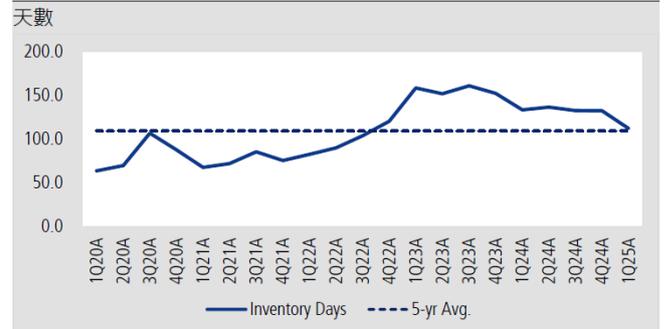
資料來源: 公司資料; 凱基

**圖 4: QTL EBT Margin**


資料來源: 公司資料; 凱基

**圖 5: 季營收**


資料來源: 公司資料; 凱基

**圖 6: 庫存週轉天數**


資料來源: 彭博; 凱基

**圖 7: 公司概况**

Qualcomm(高通)致力於開發和商業化用於移動設備和其他無線產品的基礎技術和產品。它通過以下部門運營:Qualcomm CDMA Technologies (QCT), Qualcomm Technology Licensing (QTL)和 Qualcomm Strategic Initiatives (QSI)。QCT 部門開發基於 3G/4G/5G 和其他技術的 IC。QTL 部門授予許可並提供使用公司部分知識產權組合的權利。QSI 部門則投資各個領域的初期公司。

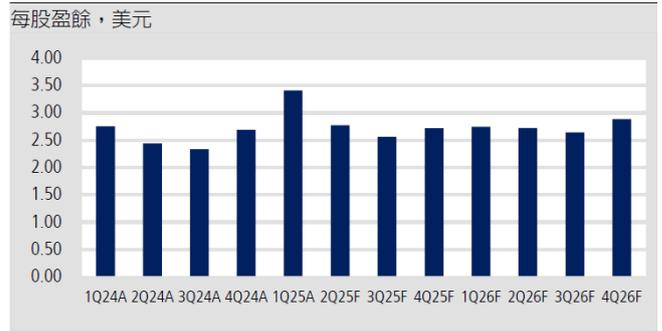
資料來源: 公司資料; 凱基

**圖 8: 各類產品營收佔比**

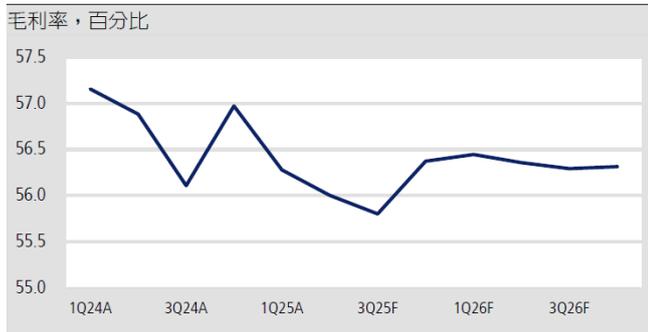

資料來源: 公司資料; 凱基

**圖 9: 年營收與年增率**


資料來源: 公司資料; 凱基

**圖 10: 每股盈餘**


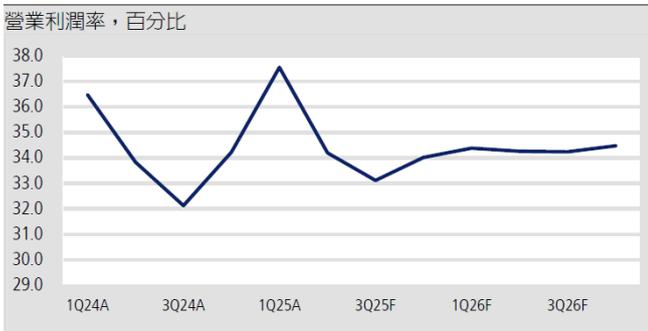
資料來源: 公司資料; 凱基

**圖 11: 毛利率**


資料來源: 公司資料; 凱基

**圖 12: 未來 12 個月預估本益比**


資料來源: 彭博; 凱基

**圖 13: 營業利潤率**


資料來源: 公司資料; 凱基

**圖 14: 未來 12 個月預估 EV/EBIT**


資料來源: 公司資料; 凱基

上述為證監會持牌人，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** 部份凱基證券亞洲有限公司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證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、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，本行并不另行通知。本行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，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自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、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。