

3034 聯詠 (Novatek)

報告日期：2023/02/08

研究員：吳柏旻 (Andy Wu)

壹、投資建議

投資評等：買進

目標價位：434.5 元

14X 2023 年 P/E

參考價位：364 元

11.7X 2023 年 P/E

2023/02/07 收盤

一. Q4 單季 EPS 6.64 元，2022 年 EPS 45.96 元：

去年底 TV 需求增加帶動大尺寸面板 DDIC 急單出貨，OLED DDIC 需求增加，但部份產品成本上升與售價下跌，聯詠 2022Q4 單季 EPS 6.64 元。去年面板價格反轉連帶影響到 DDIC 的市場需求，2022 年度稅後 EPS 45.96 元。2022Q4 應是本波產業循環的谷底。

二. 連續性的急單助營運脫離谷底：

2022Q4 時 TV 面板用 DDIC、OLED DDIC 有急單補貨跡象，為跌宕大半年的驅動 IC 廠帶來一涓暖流；2023Q1 高階 Monitor、電競 NB 急單稍來春暖花開的信息。聯詠管理階層預估 2023Q1 營收約為 222~232 億美元（美元匯率以 1:30 計算），相較 2022Q4 季減 1%~季增 3.5%，年減 36.5%~39.2%，毛利率 37.5%~39.5%，營業利益率 20%~23%，本季將緩步復甦，3 月以後可望見到整體產業景氣回升。

三. 庫存快速消化，消費性電子將於下半年恢復拉貨：

2022Q4 單季聯詠的庫存金額降了 30%（金額 51.51 億元），庫存金額降低幅度超乎預期，且存貨週轉天數也從 2022Q3 的 111 日下降至 98 日。預估 2023Q1 的庫存金額與庫存週轉天數雙雙仍會再降低，並於 2023Q2 底恢復正常水準。下半年配合中國市場疫情趨緩，歐美市場通膨降溫，消費性電子產品市場將重新恢復拉貨動能。

四. 估 2023 年 EPS 31.05 元，建議買進目標價 434.5 元：

連續性的急單可望帶動公司的營運脫離谷底，Q4 公司存貨消化大幅優於預期，且毛利率下滑最劇烈的調整期已過。宏遠預估 2023 全年合併營收 1006.74 億元，YoY -8.4%，全年稅後 EPS 31.05 元，目前 P/E 約 11.7 倍。聯詠為全球前十大 IC 設計業者，也是全球第二大驅動 IC 設計業者，也是國內驅動 IC 業者中市值最高的，適合大型法人機構投資，故投資建議買進，以 14 倍 P/E 為基礎，目標價 434.5 元，隱含報酬率 19.4%。

貳、公司營運概況

本報告僅供宏遠投顧內部及客戶參考，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之實際狀況與風險，本公司恕不負擔任何法律責任及做任何保證。非經本公司同意，不得將本報告加以引用或轉載。

一. 公司簡介

聯詠科技從事顯示器驅動 IC 設計，在顯示器驅動 IC 領域全球市佔率近 30% 位居第二，2021 年是全球第八大 IC 設計公司，目前聯電持股 2.7%，主要投片的晶圓代工廠在聯電與和艦，以 8 吋廠為主，12 吋廠也將慢慢導入。公司產品可分為：大尺寸 LCD 與 AMOLED 面板驅動 IC (L-DDIC)，中小尺寸手機用觸控與面板驅動 IC (SMDDIC、TDDI)、AMOLED 驅動 IC、車載面板驅動 IC，SoC (含：TV、Monitor、倒車顯影、安防……)。

表一、聯詠產品佔 2021Q4~2022Q4 各季主要產品營收比重

	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
中小尺寸 DDIC	42%	41%	39%	38%	39%
大尺寸 DDI	29%	28%	28%	24%	26%
SoC	29%	31%	33%	38%	35%

備註：NRE 帳列『其他收入』，佔營收不到 1%

資料來源：公司、宏遠整理

二. 營運概況及展望

元月營收雖差，但連續性的急單助營運脫離谷底：

聯詠 2023M1 營收 72.23 億元，MoM -7%，YoY -41.4%，由於今年元月適逢元旦假期與農曆春節，工作天數較 12 月少，營收僅月減 7% 其實不差。

大尺寸面板 DDIC 在經歷 2022Q4 的世足賽 TV 拉貨潮急單後，2023Q1 也持續季增，且 2023M3 有出貨高階 Monitor 與電競 NB 急單拉貨，抵銷了中小尺寸面板 DDIC 的衰退。聯詠預估 2023Q1 營收約為 222~232 億美元（美元匯率以 1:30 計算），相較 2022Q4 季減 1%~季增 3.5%，年減 36.5%~39.2%，毛利率 37.5%~39.5%，營業利益率 20%~23%，營收大約與前季相較持平，但毛利率、營益率皆雖較 Q1 下滑，但對比去年狀況已好轉很多。宏遠預估 2023Q1 合併營收 229.5 億元，QoQ +2.4%，YoY -37.1%，毛利率 38.5%，營益率 21.3%，單季稅後 EPS 6.69 元。

晶圓代工廠配合降價，今年毛利率不致回到疫情前的 32% 水準：

DDIC 多採 40/55nm 的高壓製程，多數投片到 8 吋廠，供應商有：聯電集團、世界先進、蘇州和艦、合肥晶合，2023Q1 的產品售價還是會稍微下滑，但因為世界先進、合肥晶合有配合降價，新加入的晶圓代工廠也有配合給折讓，故今年 DDIC 的成本有下降。

OLED DDIC 採 28nm 製程，管理階層表示目前 28nm 供應仍相當緊張，公司目前還在尋找產能，會努力增加 28nm 產能的供應商。TV SoC 屬於邏輯 IC，國內三家 TV SoC 業者皆投片到 TSMC，今年 TSMC 未降價，所以大家的成本是差不多的。

2022 年公司有認列晶圓代工廠的 LTA（長約）損失，由於投片情形已恢復正常，2023 年將不會再認列 LTA 損失。由於公司定位以『顯示技術』及『智慧影像』為競爭核心，在應用層面上多元、投入很多資源在高階產品、優化產品組合與結構、庫存控管嚴謹，故整體毛利率較競爭對手高。

庫存快速消化，消費性電子市場將在下半年恢復拉貨：

聯詠的庫存金額，自 2022Q2 來到 188.37 億元的最高峰，而後連兩季下滑，到了 2022Q4 來到 120.29 億元，季減 51.51 億元（或 30%），庫存降低幅度超乎預期，且存貨週轉天數從 2022Q3 的 111 日，到了 Q4 也下降至 98 日，預估 2023Q1 的庫存週轉天數還會再降低，並於 Q2 回到正常水準。雖然 2023Q1 消費性產品的需求仍處低檔，下游廠商仍在持續調整庫存，但因中國 Covid-19 疫情已逐漸緩解，歐美通膨也受到控制，下半年消費性電子市場值得期待，預估 Q2 起有機會恢復季節性循環。

表二、2022 年各季公司存貨金額

	Q1	Q2	Q3	Q4
存貨週轉天數	--	104 日	111 日	98 日
存貨金額（億元）	163.36	188.37	171.80	120.29
存貨季減少（億元）	增 21.50	增 25.00	減 16.57	減 51.51

資料來源：公司、宏遠整理

公司長期寄予厚望 OLED DDIC 等新產品貢獻：

今年仍持續看好 OLED DDIC 的出貨量優於 2022 年，聯詠的 OLED DDIC 仍是市場上的技術領先者，聯詠在全球手機 OLED DDIC 的市佔率第三，該產品線毛利率約 40%。另外包含：中高階 4K/8K 的 TV SoC 亦會成長，影像處理 ASIC、高速傳輸 ASIC，都是 2023 年公司寄予厚望的產品。

未來 2~3 年，包含車用 TDDI、車用 OLED DDIC 也都有不錯的成長，且車用 DDIC 的毛利率是所有產品線中最高。另外，metaverse、gaming 的 AR/VR DDIC 也值得期待，相關新產品於 2023Q2 將開始出貨，且將持續成長 2~3 年。

叁、業績及獲利預估

預估 2023 年營收衰退 8.4%來到 1006.74 億元，EPS 31.05 元：

2022Q4 應是本波景氣循環的最谷底，公司公告 2022Q4 合併營收 224.2 億元，QoQ +14.6%，YoY -38.6%，毛利率 40.6%，營益率 23.2%，單季稅後 EPS 6.64 元。去年面板價格反轉連帶影響到 DDIC 的市場需求，公司公告 2022 全年合併營收 1099.57 億元，YoY -18.8%，毛利率 46.3%，營益率 29.8%，全年稅後 EPS 45.96 元。

2023Q1 雖然工作天數較少，但有高階 Monitor、電競 NB 的急單挹注，且公司庫存快速去化，營運將緩步回升，且 Q2 起有機會重起另一波的景氣循環。宏遠預估 2023Q1 合併營收 229.5 億元，QoQ +2.4%，YoY -37.1%，毛利率 38.5%，營益率 21.3%，單季稅後 EPS 6.69 元。並預估 2023 全年合併營收 1006.74 億元，YoY -8.4%，毛利率 39.4%，營益率 22.9%，全年稅後 EPS 31.05 元，且今年不會再提列晶圓廠 LTA 的損失，投片也恢復正常。

預估配發 2022 年度現金股利 36.8 元，目前現金殖利率 10.11%：

公司的股利政策一向維持穩定，現金股利配發率最都在 80% 以上。公司近七年現金股利配發率最低為 80%，平均為 83%，宏遠預估若以現金股利配發率為 80% 計算，將會配發 36.8 元現金股利，以昨日收盤價 364 元計算，現金殖利率 10.11%。

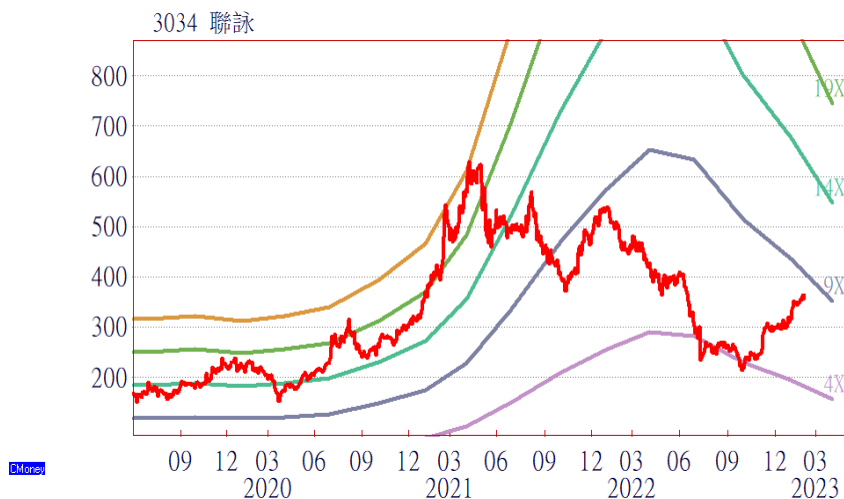
公司帳上仍有約當現金 491.7 億元，這些現金仍從事擴充產品線與研發新產品之用，部份也可保留供作支應未來 MMA 的需求。

表三、預估 2022 年度現金股利 36.8 元，目前現金殖利率 10.11%：

	當年 EPS	現金股利	現金股利 配發率	現金股利 殖利率
2015 年	10.52 元	9.0 元	86%	7.11%
2016 年	8.22 元	7.0 元	85%	5.69%
2017 年	8.26 元	7.1 元	86%	5.13%
2018 年	10.50 元	8.8 元	84%	4.81%
2019 年	13.03 元	10.5 元	81%	3.68%
2020 年	19.42 元	15.6 元	80%	3.08%
2021 年	63.87 元	51.5 元	81%	17.14%
2022 年(f)	45.96 元	估 36.8 元	估 80%	10.11%

資料來源：Cmoney、宏遠整理與預估

圖一、P/E Band



肆、財務簡表

單位：佰萬元

	2021(A)	22Q1(A)	22Q2(A)	22Q3(A)	22Q4(A)	2022(A)	23Q1(F)	23Q2(F)	23Q3(F)	23Q4(F)	2023(F)
營業收入	135,366	36,512	31,461	19,564	22,420	109,957	22,950	23,852	26,702	27,170	100,674
營業毛利	67,392	18,524	14,982	8,344	9,091	50,942	8,845	9,219	10,707	10,944	39,715
營業費用	19,618	5,244	4,998	4,089	3,882	18,213	3,957	3,963	4,334	4,367	16,621
營業利益	47,773	13,280	9,985	4,255	5,209	32,729	4,888	5,256	6,373	6,577	23,094
營業外淨收入（支出）	342	485	512	1,011	-225	1,783	141	51	49	54	295
稅前純益	48,115	13,766	10,496	5,266	4,984	34,512	5,029	5,307	6,422	6,631	23,389
稅後純益	38,866	11,135	8,487	4,305	4,043	27,970	4,073	4,245	5,202	5,371	18,892
稅前EPS（元）	79.07	22.62	17.25	8.65	8.19	56.72	8.26	8.72	10.55	10.90	38.44
稅後EPS（元）	63.87	18.30	13.95	7.07	6.64	45.96	6.69	6.98	8.55	8.83	31.05
股本	6,085	6,085	6,085	6,085	6,085	6,085	6,085	6,085	6,085	6,085	6,085
稅後股東權益報酬率%	70.41	14.71	12.29	7.27	6.19	42.80	5.87	5.76	6.60	6.38	24.60
每股淨值（元）	115.78	132.96	94.02	100.74	107.38	107.38	114.08	121.05	129.60	138.43	138.43
毛利率%	49.78	50.73	47.62	42.65	40.55	46.33	38.54	38.65	40.10	40.28	39.45
營利率%	35.29	36.37	31.74	21.75	23.24	29.77	21.30	22.04	23.87	24.21	22.94
稅前純益與前期比較%	230.71	1.29	-23.75	-49.83	-5.34	-28.27	0.89	5.53	21.02	3.25	-32.23
稅前純益率%	35.54	37.70	33.36	26.92	22.23	31.39	21.91	22.25	24.05	24.41	23.23
稅後純益率%	28.71	30.50	26.98	22.01	18.03	25.44	17.75	17.80	19.48	19.77	18.77

本報告僅供宏遠投顧內部及客戶參考，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之實際狀況與風險，本公司恕不負擔任何法律責任及做任何保證。非經本公司同意，不得將本報告加以引用或轉載。