



個股報告

聯發科(2454)

5G 滲透率上升，且市佔率可望擴張，2021 年重返榮耀

投資評等

目標價

逢低買進

\$850

前次投資建議 2020.04.29：
「逢低買進」，目標價：\$418

報告日期：2020.08.03

研究員：柯善耀

摘要與調整原因

- 20Q2 財報優於預期，且高於展望高標。
- 20Q3 展望再度優於市場預期。
- 5G 滲透率持續提升，且可望受惠於華為轉單效應，2021 年營運重返榮耀。

基本資料

2020/07/31 收盤價：	701
股本(百萬股)	1,589
市值(NT\$ 百萬)	1,113,820
董監持股比例	2.89%
不受大股東控制股數(千張)	1,590

近期股價表現

	個股表現	相對大盤
一週	3.85%	0.89%
一月	22.02%	14.74%
一季	90.35%	59.56%

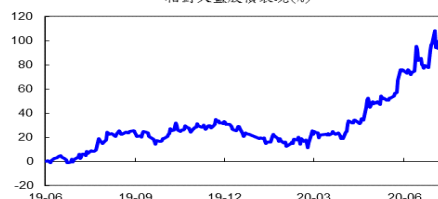
法人持股

	持股比例
外資	66.32%
投信	1.19%
自營商	1.18%

融資券餘額

(張數)	餘 額
融資餘額	10,547
融券餘額	1,279

相對大盤股價表現(%)



結論與建議

- 聯發科 20Q2 財報優於預期，20Q2 營收 676.03 億元，表現高於展望高標 669 億元，主要動能來自於行動運算平台的貢獻提升，意謂 5G SoC 高單價所帶來的價值貢獻外，4G 晶片的市占率也正持續上升中，毛利率 43.5%，季增 0.4 個百分點，為近五年來新高，淨利 73.1 億元，QoQ+27.9%，YoY+13.7%，EPS 4.6 元。
- 聯發科 20Q3 展望季增 22~30%，超越目前市場預期的 10% 季增動能，毛利率穩定在 43%，費用率 29%，三大業務都將同步成長。
- 2021 年 5G SoC 的出貨量將伴隨市場倍增成長之外，在禁令時代，華為必須採取多供應商策略，聯發科有大機率成為明年華為的主要手機晶片供應商，預估 2021 年聯發科 5G 晶片出貨達 1.24 億顆，YoY+281%，高單價的 5G 產品將成為聯發科 2021 年主要的成長動能，預估 2021 年聯發科營收 3,735 億元，YoY+26.3%，淨利 542 億元，YoY+55.2%，EPS 34.1 元。
- 在 4G 市占率提升，以及 5G 高價值的效應下，上修 2020 年的營收與獲利預估，2021 年 5G 滲透率持續上升，且可望受惠於華為轉單的效應，2021 年高速成長的態勢將延續，聯發科的營運將重返榮耀，評等上調至「逢低買進」，6 個月目標價 850 元(25X 2020(F)PER)，潛在上漲空間 21.1%。

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，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需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

簡要財務預估資訊

	營收		營業利益		稅後純益		每股盈餘		每股現金 股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2018	2,380.6	-0.1	159.5	62.5	207.6	-14.7	13.04	-15.2	10.0	9.3	16.8	1.7
2019	2,462.2	3.4	225.5	41.4	230.3	10.9	14.49	11.1	9.0	10.0	30.1	1.8
2020(F)	2,957.7	20.1	365.8	62.2	353.2	53.3	22.22	53.3	10.6	14.5	31.6	2.1

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

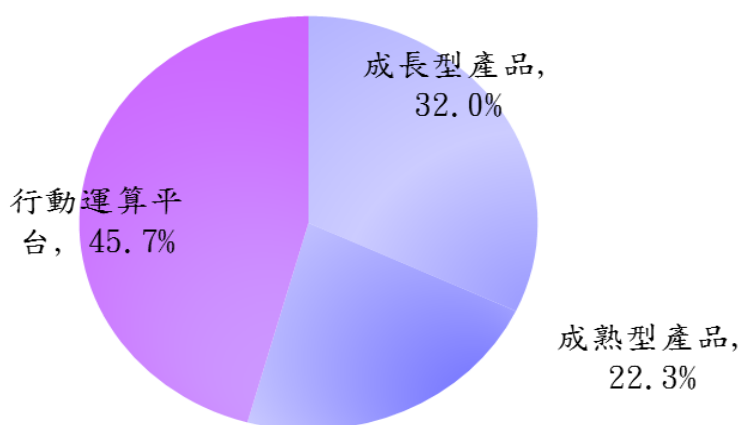
營運分析

聯發科是國內 IC 設計龍頭，專注在行動通訊領域

聯發科是國內最大 IC 設計公司，規模位居全球前十大，在行動通訊晶片領域排行第二

聯發科是國內最大 IC 設計企業，也是全球前十大無廠半導體公司(Fabless)公司，在無線通訊與數位媒體領域布局多年，目前擁有三大產品線，行動運算平台 20Q2 占比 43~48%，產品以手機、平板處理器與通訊晶片為主；成熟產品 20Q2 占比 20~25%，產品以 TV SoC 等多媒體晶片為主，成長型產品 20Q2 占比 28~33%，當中包括電源管理、ASIC、汽車、TWS 耳機、語音助理等具成長趨勢的晶片產品。

圖一、20Q2 聯發科產品組合預估



資料來源：聯發科；兆豐國際預估

20Q2 財報優於預期，行動運算平台挹注最大動能，顯示 5G 貢獻巨大，4G 市佔率上升

20Q2 財報好於預期，主要動能來自於 4G 市占擴張與 5G 高價值貢獻

聯發科 20Q2 財報表現優於預期與公司展望，20Q2 營收 676.03 億元，QoQ+11.1%，YoY+9.8%，表現高於展望高標 669 億元，主要動能來自於行動運算平台的貢獻提升，意謂 5G SoC 高單價所帶來的價值貢獻外，4G 晶片的市占率也正持續上升中，毛利率 43.5%，季增 0.4 個百分點，為近五年來新高，營益率 11%，上升 1.5 個百分點，淨利 73.1 億元，QoQ+27.9%，YoY+13.7%，EPS 4.6 元。

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變而造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

表一、20Q2 聯發科財報超預期，5G 貢獻巨大，4G 市占上升為主要動能

聯發科 20Q2 財報差異說明

單位：百萬元

項目	實際值	原估計	差異幅度	差異原因
營收	67,603	63,784	6.0%	4G 市佔率上升，5G 貢獻大
毛利	29,407	26,810	9.7%	
毛利率	43.50%	42.00%		4G 成本改善，5G 高毛利
營業利益	7,416	5,549	33.6%	
營業利益率	10.97%	8.70%	26.1%	營運規模好於預期
業外收支淨額	1,113	800		
稅後淨利	7,310	5,206	40.4%	
EPS(元)	4.60	2.42	90.1%	

資料來源：聯發科、兆豐國際預估

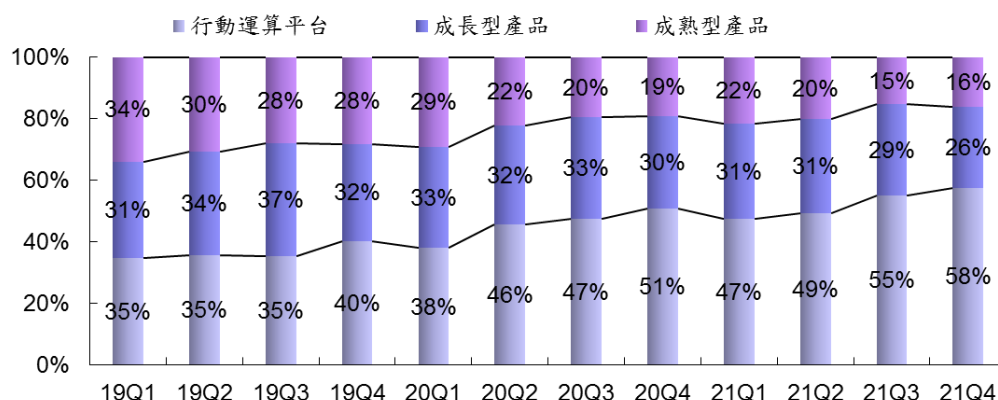
20Q3 展望超越市場預期，季增動能 20%以上

20Q3 展望超越市場 預期

聯發科 20Q3 展望為營收 825~879 億元，營運季增幅度 22~30%，超越目前市場預期的 10% 季增動能，毛利率穩定在 43%，費用率 29%，三大業務都將同步成長，下半年 5G 手機的滲透率將進一步上升，為行動裝置業務持續帶來動能，受惠於居家辦公趨勢，路由器、電源管理 IC，與雲端 ASIC 進入量產將為成長型產品增添動能，而在成熟型產品上，在疫情逐漸受控下，歐洲、北美對於 TV 的需求將快速回溫，預估 20Q3 聯發科營收 850 億元，QoQ+25.8%，YoY+26.5%，毛利率 43.3%，營益率 14.6%，淨利 116.28 億元，QoQ+59.1%，YoY+69.2，EPS 7.31 元。

圖二、4G 產品競爭力提升，5G 高產值，行動運算平台業務將貢獻強勁動能

聯發科產品組合預估



資料來源：聯發科；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，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需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

5G 前景樂觀，2021 年出貨將倍增以上，且將受惠於華為轉單優勢

5G 前景樂觀，且可望受惠於華為轉單優勢，2021 營運高速成長

聯發科管理團隊重申 2020 年全球 5G 手機的需求量為 1.7~2 億隻的預期，主要市場中國的需求為 1~1.2 億隻，而 2021 年 5G 手機的市場規模將翻倍，目前聯發科已推出天璣 1000、800、720 三款 5G SoC 產品，可對應不同定位的手機產品，並考量聯發科近期的營運狀況優於預期的主要因素來自於 5G 貢獻，兆豐上修 2020 年 5G SoC 出貨量至 4,400 萬顆。

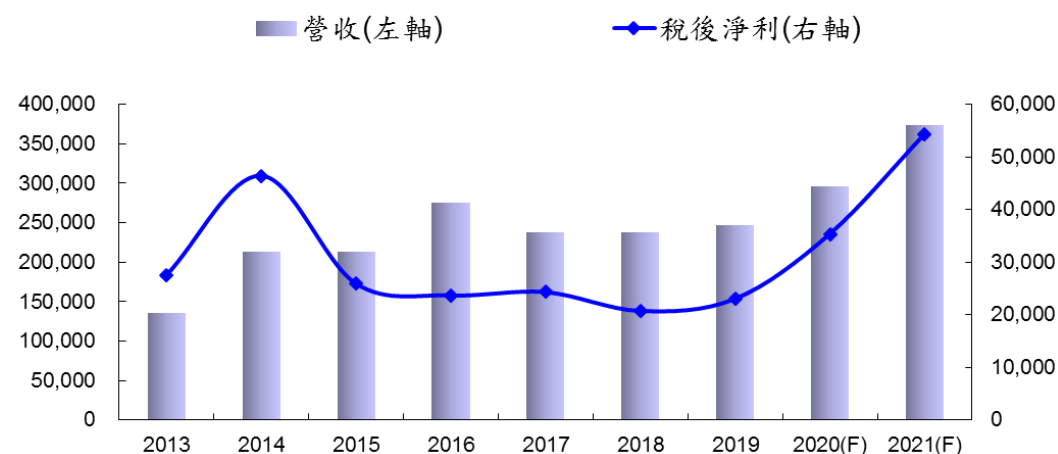
2021 年 5G SoC 的出貨量將伴隨市場持續成長之外，海思目前受到半導體生產管制禁令，因此華為必須採取多供應商策略，聯發科與華為過往擁有合作關係，在管制禁令未解除前，聯發科將有大機率成為明年華為的主要手機晶片供應商。此外，與 Intel 合作將 5G Modem 應用在筆記型電腦的裝置上的應用亦將在 2021 年開花結果，預估 2021 年聯發科 5G 晶片出貨達 1.24 億顆，YoY+281%，高單價的 5G 產品將成為聯發科 2021 年主要的成長動能，預估 2021 聯發科營收 3,735 億元，YoY+26.3%，毛利率 43.9%，營益率 16.4%，淨利 542 億元，YoY+55.2%，EPS 34.1 元。

在 5G 的產品發展上，今年底將再推出一款旗艦型的 5G SoC，該款產品將採用 TSMC 6nm 製程，並且採 TSMC 5nm 製成的旗艦晶片亦可望在 2021 年問世，隨著製程持續升級，將有利於維持 2021 年 5G SoC 的單價。

目前聯發科的 5G SoC 皆屬於 Sub-6G 規格，mmWave 的 5G 產品預計於今年底完成設計，並於 21H1 送樣客戶，持續升級 5G 產品線規格。

圖三、5G 滲透率提升，華為轉單效應，2021 年聯發科將重返榮耀

聯發科營收與獲利預估



資料來源：聯發科；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，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需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



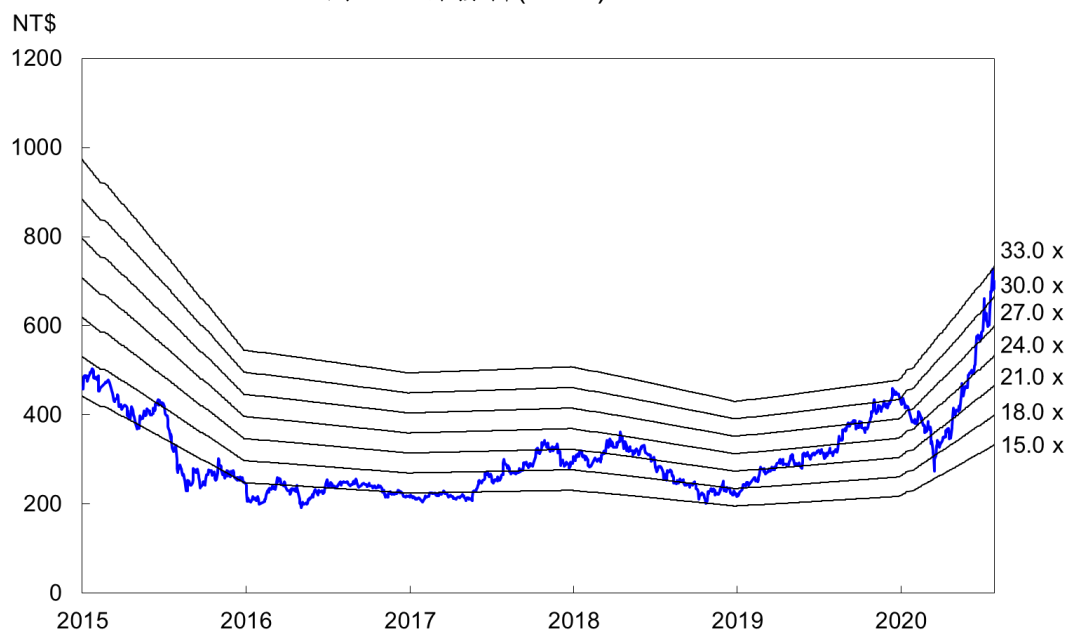
個股報告

在 5G 滲透率上升，以及華為轉單效應下，預期 2021 年營運將創高並重返榮耀

20Q3 展望超越市場預期，2021 年 5G 滲透率將進一步提升，且在華為禁令下，聯發科將受惠於轉單效應，預期 2021 年重返榮耀

在 4G 市占率提升，以及 5G 高價值的效應下，上修 2020 年的營收與獲利預估，2021 年 5G 滲透率持續上升，且可望受惠於華為轉單的效應，2021 年高速成長的態勢將延續，聯發科的營運將重返榮耀，評等上調至「逢低買進」，6 個月目標價 850 元(25X 2020(F)PER)，潛在上漲空間 21.1%。

圖四、聯發科(2454) P/E Band



資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，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需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

財務報表

季度損益表

單位：新台幣百萬元

2454聯發科	2018	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	20Q1	20Q2	20Q3(F)	20Q4(F)	2020(F)
營業收入淨額	238,057	52,722	61,567	67,224	64,708	246,222	60,863	67,603	85,071	82,229	295,766
營業成本	146,334	31,249	35,777	38,934	37,216	143,176	34,626	38,196	48,201	46,824	167,847
營業毛利	91,724	21,473	25,790	28,290	27,492	103,046	26,237	29,407	36,870	35,405	127,919
營業費用											
推銷費用	11,456	2,166	2,572	3,024	3,193	10,954	3,567	2,879	3,478	3,673	13,597
管總費用	6,766	1,555	1,665	1,647	1,672	6,538	1,542	1,864	1,894	1,923	7,223
研究發展費用	57,549	14,607	15,407	16,590	16,397	63,001	15,336	17,248	19,084	18,861	70,529
營業費用合計	75,770	18,327	19,644	21,261	21,262	80,494	20,446	21,991	24,456	24,456	91,349
營業淨利(損)	15,953	3,146	6,146	7,029	6,231	22,552	5,791	7,416	12,414	10,949	36,570
營業外收支											
利息收入	3,901	1,021	1,172	968	1,037	4,198	1,004	1,190	855	855	3,904
利息支出	1,724	449	468	355	356	1,629	298	353	254	254	1,159
投資損益淨額	(14)	(16)	-	-	-	(16)	-	-	-	-	-
其他收支淨額	5,575	303	1,171	305	143	1,922	233	276	199	199	907
營業外收支淨額合計	7,738	859	1,875	918	824	4,476	939	1,113	800	800	3,652
稅前淨利	23,691	4,005	8,021	7,947	7,055	27,027	6,730	8,529	13,214	11,749	40,222
所得稅費用(利益)	2,909	589	1,518	1,045	672	3,823	926	1,219	1,586	1,175	4,905
非常項目淨額	22	10	73	32	57	172	89	-	-	-	89
稅後淨利	20,760	3,406	6,430	6,871	6,326	23,033	5,715	7,310	11,628	10,574	35,228
普通股股本	15,915	15,937	15,875	15,897	15,896	15,896	15,900	15,900	15,900	15,900	15,900
每股盈餘(元)	13.04	2.14	4.05	4.32	3.98	14.49	3.59	4.60	7.31	6.65	22.16
季成長分析(QoQ,%)											
營收成長率		-13.4	16.8	9.2	-3.7		-5.9	11.1	25.8	-3.3	
營業毛利成長率		-9.4	20.1	9.7	-2.8		-4.6	12.1	25.4	-4.0	
營業利益成長率		-16.5	95.3	14.4	-11.4		-7.1	28.1	67.4	-11.8	
稅前淨利成長率		-10.9	100.3	-0.9	-11.2		-4.6	26.7	54.9	-11.1	
稅後淨利成長率		-17.4	88.8	6.8	-7.9		-9.7	27.9	59.1	-9.1	
年成長分析(YoY,%)											
營收成長率	-0.1	6.2	1.8	0.3	6.3	3.4	15.4	9.8	26.5	27.1	20.1
營業毛利成長率	8.1	12.5	11.6	9.5	16.0	12.3	22.2	14.0	30.3	28.8	24.1
營業利益成長率	62.5	72.8	45.9	14.2	65.4	41.4	84.1	20.7	76.6	75.7	62.2
稅前淨利成長率	-13.0	34.1	-7.8	5.8	57.0	14.1	68.1	6.3	66.3	66.5	48.8
稅後淨利成長率	-14.7	35.2	-12.9	2.0	53.4	10.9	67.8	13.7	69.2	67.1	52.9
獲利分析(%)											
營業毛利率	38.5	40.7	41.9	42.1	42.5	41.9	43.1	43.5	43.3	43.1	43.3
營業利益率	6.7	6.0	10.0	10.5	9.6	9.2	9.5	11.0	14.6	13.3	12.4
稅前淨利率	10.0	7.6	13.0	11.8	10.9	11.0	11.1	12.6	15.5	14.3	13.6
稅後淨利率	8.7	6.5	10.4	10.2	9.8	9.4	9.4	10.8	13.7	12.9	11.9
實質所得稅率	12.3	14.7	18.9	13.1	9.5	14.1	13.8	14.3	12.0	10.0	12.2

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，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需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

資產負債表

單位：NT\$百萬元	2018	2019	2020F
流動資產			
現金及約當現金	138,749	175,488	200,066
存貨	39,617	36,875	42,569
應收帳款及票據	20,581	31,956	36,891
其他流動資產	39,263	33,848	33,848
流動資產合計	238,210	278,168	313,375
其他資產			
長期投資合計	789	924	857
固定資產	51,538	88,640	31,164
什項資產	112,775	74,961	68,946
其他資產合計	165,102	164,526	100,967
資產總計	403,312	442,693	414,341
流動負債			
應付帳款及票據	30,901	28,740	33,178
短期借款	63,288	80,718	73,036
什項負債	51,587	67,645	67,645
流動負債合計	145,776	177,103	173,859
長期負債			
長期借款	6,687	5,706	5,163
其他負債及準備	0	0	0
長期負債合計	6,687	5,706	5,163
負債總計	152,463	182,809	179,022
股東權益			
普通股股本	15,816	15,793	15,793
特別股股本	0	0	0
資本公積	88,507	84,284	84,284
保留盈餘	123,370	136,614	155,089
其他項目	-1,895	-879	-19,847
股東權益總計	225,798	235,811	235,319
負債與股東權益總計	378,261	418,620	414,341

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

現金流量表

單位：NT\$百萬元	2018	2019	2020F
本期淨利	20,760	23,033	35,228
折舊及攤提	7,571	8,386	6,337
本期營運資金變動	-30,653	10,679	-6,191
其他營業資產及負債變動	3,161	1,617	0
營業活動之淨現金流入(出)	839	43,714	35,374
資本支出淨額	8,483	-41,356	54,767
本期長期投資變動	-3,724	-1,752	68
其他資產變動	-42,692	33,686	2,388
投資活動之淨現金流入(出)	-37,934	-9,423	57,222
自由現金流量	-37,094	34,291	92,596
現金增資	-16,504	-13,020	-18,927
本期負債變動	5,375	16,449	-8,225
其他長期負債變動	5	-4	1,053
融資活動之淨現金流入(出)	-11,124	3,425	-26,099
本期現金與約當現金增加數	-48,218	37,717	66,497
期初現金與約當現金餘額	163,957	138,749	175,488
期末現金與約當現金餘額	115,739	176,465	241,985

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

重要財務比率分析

	2018	2019	2020F
年成長率(%)			
營業收入	-0.1	3.4	20.1
營業利益	62.5	41.4	62.2
稅後純益	-14.7	10.9	52.9
獲利能力分析(%)			
營業毛利率	38.5	41.9	43.3
營業利益率	6.7	9.2	12.4
稅後純益率	8.7	9.4	11.9
資產報酬率	5.3	5.4	8.2
股東權益報酬率	9.3	10.0	14.4
償債能力分析			
負債/股東權益(%)	31.0	36.6	31.0
流動比率(X)	1.6	1.6	1.8
每股資料分析			
每股盈餘(NT\$元)	13.0	14.5	22.2
本益比(X)	16.8	30.1	31.6
每股淨值(NT\$元)	142.8	149.3	159.6
股價淨值比(X)	1.8	2.1	4.4
每股現金股利(NT\$元)	10.0	9.0	10.6
現金股利殖利率(%)	4.6	2.1	1.5

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，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需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。