

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2454 TT 聯發科	買進 目標價 342	聯發科的投資評等由持有調整至買進，目標價由267元調整至342元(獲利與評價均調升)，潛在空間15.7%，聯發科毛利率重回40%關卡，2Q19毛利率目標值區間再往上攀升。

研究員 王文雯

WenWenWang@jsun.com

近期投資評等

日期	評等
05/02/2019	買進
02/11/2019	持有/中立
11/01/2018	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(04/30/2019)	295.50
股本(百萬元)	15,937
總市值(億元)	4,709.4
每股淨值(元)	171.5
外資持股比(%)	58.37
投信持股比(%)	0.56
近 20 日均量(張)	7,978
融資餘額(04/30/2019)	10,422

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- ◆ **1Q19 毛利率重回 40%關卡**：聯發科 1Q19 營收 527.22 億元，QoQ-13.4%，YoY+6.2%，毛利率 40.7%，稅後淨利 34.16 億元，稅後 EPS 2.15 元，優於預期主因營收達目標值 487 億元~536 億元高緣，以及毛利率經過三年後又重回 40%關卡，其中毛利率受個別產品線如手機、成熟型產品本身的毛利率攀升，以及產品結構改變(成長型產品比重由前季的 27%~32%攀升至 30%~35%)所致。
- ◆ **2Q19 毛利率目標區間再攀升**：聯發科預估 2Q19 營收 596 億元~638 億元(以美金對台幣 30.9 元匯率計算)，QoQ+13%~+21%，毛利率 39%~42%，營業費用率 30.5%~34.5%。聯發科 2Q19 以行動運算與成長型產品季增雙位數，表現最佳，成熟型產品亦呈季節性增溫。隨三大產品線比重趨於穩定，2Q19 毛利率目標值由前季的 38%~41%再往上攀升至 39%~42%，目前新 modem 架構的晶片包括 P70、P60 與 P90 等，已達整體出貨比重的 60%~70%，帶動行動運算業務的毛利率好轉，行動運算的毛利率已與其餘兩產品線相仿。
- ◆ **三大產品線比重已相當**：行動運算(智慧型手機+平板電腦)：5G modem 晶片 Helio M70 於 2H19 出貨，待 1H20 將支援中國中高端手機，M70 依照 3GPP Rel-15 5G NR 標準設計，支援獨立(SA)與非獨立(NSA)網路架構，並支持 Sub-6GHz 頻段與高功率終端(HPUE)技術，後續 SoC 晶片亦將定位於中高階機種。成長型產品(大項目為 IOT 約占比 50%、電源 IC 占比 20%~25%、ASIC 占比 10%~15%)：目前消費性 ASIC 1Q19 出貨增溫，動能將延續至 2Q19；至於 enterprise ASIC 網通晶片將於 2019 年量產，惟僅初期小量，仍需時間發酵。下一階段 enterprise ASIC 往人工智慧、高速傳輸等布局。整體而言，聯發科維持預期 2020 年 5G、車用、enterprise ASIC 與 11ax 占比將由 2019 年的約 5%，攀升至 2020 年的>10%。

單位:百萬元	2018	2019F	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	238,057	249,140	67,030	60,892	52,722	61,923	68,205	66,290
營業毛利	91,724	102,073	25,825	23,702	21,473	25,372	28,057	27,171
營業利益	16,182	21,403	6,310	3,851	3,169	5,083	6,722	6,428
稅後純益	20,760	22,710	6,877	3,800	3,416	5,524	7,018	6,752
稅後 EPS(元)	13.03	14.25	4.32	2.38	2.14	3.47	4.40	4.24
毛利率(%)	38.53	40.97	38.53	38.92	40.73	40.97	41.14	40.99
營業利益率(%)	6.8	8.59	9.41	6.32	6.01	8.21	9.86	9.7
稅後純益率(%)	8.72	9.12	10.26	6.24	6.48	8.92	10.29	10.19
營業收入 YoY/QoQ(%)	-0.07	4.66	10.83	-9.16	-13.42	17.45	10.14	-2.81
營業利益 YoY/QoQ(%)	64.81	32.26	54.19	-38.97	-17.71	60.42	32.24	-4.38
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-14.68	9.39	-7.54	-44.75	-10.11	61.72	27.03	-3.78

資料來源:CMoney·JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ 聯發科 1Q19 獲利優於預期

聯發科1Q19營收527.22億元·QoQ-13.4%·YoY+6.2%·毛利率40.7%·稅後淨利34.16億元·稅後EPS 2.15元·稅後獲利優於預期·主要是營收達目標值487億元~536億元高緣·以及毛利率經過三年後又重回40%關卡·毛利率受各別產品線本身毛利率攀升·以及產品結構改變(成長型比重增加)所致。

聯發科1Q19產品結構為行動運算(智慧型手機+平板電腦)營收佔比30%~35%(與前季持平)·成長型產品由前季的27%~32%攀升至30%~35%(成長型產品包括IOT、智慧音箱、語音助理、網通、電源IC、ASIC與STB、NBIOT等)·以及成熟型產品持穩於32%~37%(成熟型產品包括TV、功能型手機、光儲存等)·聯發科目前三大產品線比重均已相仿·手機已非單一最大項目·公司已不再公布智慧型手機+平板電腦的季出貨量。

◆ 2Q19營收QoQ+13%~+21%·毛利率目標區間再攀升

展望 2Q19·聯發科預估 2Q19 營收 596 億元~638 億元(以美金對台幣 30.9 元匯率計算)·QoQ+13%~+21%·毛利率 39%~42%·營業費用率 30.5%~34.5%·聯發科 2Q19 以行動運算與成長型產品季增雙位數·表現最佳·成熟型產品亦呈季節性增溫·隨三大產品線比重趨於穩定·2Q19 毛利率目標值由前季的 38%~41%再往上攀升至 39%~42%·目前新 modem 架構的晶片包括 P70、P60 與 P90 等·已達整體出貨比重的 60%~70%·帶動行動運算業務的毛利率好轉·目前行動運算的毛利率已與其餘兩產品線相仿。

◆ 三大產品線比重已趨於穩定

行動運算：搭載 Helio P70 中國終端手機已於 1Q19 上市·而 P90 將於 2Q19 發布·2H19 因應人工智慧、遊戲效能的新款 Helio 系列陸續出台·至於 5G modem 晶片 Helio M70 於 2H19 出貨·待 1H20 將支援中國中高端手機·M70 依照 3GPP Rel-15 5G NR 標準設計·支援獨立(SA)與非獨立(NSA)網路架構·並支持 Sub-6GHz 頻段與高功率終端(HPUE)技術·後續 SoC 晶片亦將定位於中高階機種。

成長型產品：包括 IOT、語音助理、網通、電源 IC、ASIC 與 STB、NB-IOT 等·其中大項目為 IOT(包括 WiFi、藍芽、NB-IOT、智慧音箱等)佔成長型產品的 50%·電源 IC 佔比 20%~25%·ASIC 佔比 10%~15%·聯發科維持預期 2020 年 5G·車用·enterprise ASIC 與 11ax 佔比將由 2019 年的約 5%·攀升至 2020 年的>10%·目前消費性 ASIC 1Q19 出貨增溫·動能將延續至 2Q19; 至於 enterprise ASIC 網通晶片將於 2019 年量產·惟僅初期小量·仍需時間發酵·下一階段 enterprise ASIC 往人工智慧、高速傳輸等布局。

成熟型產品：TV 晶片由 4K 往 8K 進行·並輔以人工智慧技術·以優化影像品質。

◆ **日盛對聯發科由持有調升至買進，目標價由 267 元調升至 342 元，潛在空間 15.7%**

由於毛利率優於預期，日盛上修獲利，預估聯發科 2019 年營收 2491.4 億元(原預估 2380.6 億元)，毛利率 40.97%(原預估 39.64%)，稅後獲利 227.1 億元(原預估 212.65 億元)，稅後 EPS14.27 元(原預估 13.36 元)。聯發科毛利率重回 40%關卡，2Q19 毛利率目標值區間再往上攀升，日盛對聯發科評等由持有調升至買進，目標價由 267 調整至 342 元(以 2019 年 EPS 與 PER24X 評價)，潛在空間 15.7%。

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20190502	買進	342.0
20190211	持有	267.0
20181101	持有	248.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018	2019F	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	238,216	238,057	249,140	60,403	49,654	60,481	67,030	60,892	52,722	61,923	68,205	66,290
營業毛利	84,886	91,724	102,073	22,584	19,085	23,113	25,825	23,702	21,473	25,372	28,057	27,171
營業費用	75,067	75,541	80,670	21,294	17,155	19,020	19,515	19,851	18,304	20,288	21,334	20,744
營業利益	9,819	16,182	21,403	1,290	1,929	4,092	6,310	3,851	3,169	5,083	6,722	6,428
營業外收支	17,418	7,509	4,152	9,445	1,183	4,665	1,342	319	837	1,166	1,075	1,075
稅前純益	27,237	23,691	25,554	10,735	3,113	8,757	7,652	4,170	4,005	6,249	7,797	7,503
稅後純益	24,333	20,760	22,710	10,160	2,645	7,438	6,877	3,800	3,416	5,524	7,018	6,752
最新股本	15,937	15,937	15,937	15,937	15,937	15,937	15,937	15,937	15,937	15,937	15,937	15,937
稅後 EPS (元)	15.27	13.03	14.25	6.38	1.66	4.67	4.32	2.38	2.14	3.47	4.40	4.24
經營效率(%)												
毛利率	35.63	38.53	40.97	37.39	38.44	38.21	38.53	38.92	40.73	40.97	41.14	40.99
營業利益率	4.12	6.8	8.59	2.14	3.89	6.77	9.41	6.32	6.01	8.21	9.86	9.7
稅前純益率	11.43	9.95	10.26	17.77	6.27	14.48	11.42	6.85	7.6	10.09	11.43	11.32
稅後純益率	10.21	8.72	9.12	16.82	5.33	12.3	10.26	6.24	6.48	8.92	10.29	10.19
YoY(%)												
營收	-13.54	-0.07	4.66	-12.05	-11.46	4.14	5.31	0.81	6.18	2.38	1.75	8.86
營業利益	-57.45	64.81	32.26	-67.6	59.2	73.53	27.24	198.53	64.23	24.22	6.54	66.92
稅前純益	0.09	-13.02	7.86	92.81	-58.51	159.09	36.13	-61.16	28.69	-28.64	1.9	79.93
稅後純益	2.67	-14.68	9.39	101.35	-60.54	214.13	34.8	-62.6	29.15	-25.73	2.04	77.7
QoQ(%)												
營收				-5.1	-17.8	21.81	10.83	-9.16	-13.42	17.45	10.14	-2.81
營業利益				-73.99	49.58	112.1	54.19	-38.97	-17.71	60.42	32.24	-4.38
稅前純益				90.99	-71.01	181.36	-12.63	-45.5	-3.94	56.01	24.78	-3.78
稅後純益				99.14	-73.97	181.24	-7.54	-44.75	-10.11	61.72	27.03	-3.78

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2017	2018	4Q18
流動資產	238,664	236,038	236,038
現金及約當現金	145,338	143,170	143,170
公允價值衡量金融資產	725	5,027	5,027
備供出售金融資產	23,292	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	26,540	30,980	30,980
非流動資產	156,502	166,799	166,799
公允價值衡量金融資產	4,968	3,986	3,986
不動產、廠房及設備	36,939	37,604	37,604
無形資產	76,029	73,789	73,789
資產總計	395,166	402,836	402,836
流動負債	127,257	122,592	122,592
短期借款	64,316	51,057	51,057
非流動負債	6,710	5,918	5,918
負債總計	133,967	128,510	128,510
股本	15,814	15,915	15,915
普通股股本	15,814	15,915	15,915
資本公積	88,211	85,237	85,237
保留盈餘	137,628	148,009	148,009
庫藏股票	-56	-56	-56
股東權益	261,199	274,326	274,326
每股淨值(元)	165.1	172.35	172.35
流動比率(%)	187.54	192.54	192.54
速動比率(%)	165.6	166.03	166.03
應收帳款週轉率(%)	7.43	6.32	1.53
負債比率(%)	33.9	31.9	31.9
稅後股東權益報酬率(%)	9.64	7.79	1.4

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2017	2018	4Q18
繼續營業單位稅前損益	27,237	23,691	23,691
折舊及攤提費用	7,210	7,571	7,571
利息費用	939	1,724	1,724
股利收入	-580	-740	-740
權益法認列關聯企業損益	-72	-361	-361
處分不動產、廠房及設備	31	19	19
處分權益法之投資損益	-1,496	9	9
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	3,550	-3,487	-3,487
存貨增減	8,626	-4,551	-4,551
應付帳款增減	-7,293	-2,653	-2,653
營業活動現金流量	21,348	20,343	20,343
公允價值衡量金融資產增減	0	10,823	10,823
攤銷成本衡量金融資產增減	0	-8,551	--
權益法長期股權投資增減	-925	-685	-685
取得不動產、廠房及設備	-4,053	-4,653	-4,653
處分不動產、廠房及設備	8	18	18
投資活動現金流量	-8,647	7,069	7,069
短期借款增減	11,598	-13,569	-13,569
長期借款增減	-46	-92	-92
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-14,912	-15,630	-15,630
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-3,784	-30,587	-30,587
淨現金流量	4,778	-2,168	-2,168

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年5月2日

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股