



## 〔投資研究報告〕

2026/5/28

# 聯發科的第二曲線

### 目錄

- 一、 手機底盤：現金流與研發攤提基礎
- 二、 GB10 / DGX Spark：已落地的邊緣 AI 技術樣板
- 三、 Dimensity Auto：NVIDIA 合作的車用實證線
- 四、 N1 / N1X：AI PC 的高折價選擇權
- 五、 MWC 2026：從終端晶片走向 Edge-to-Cloud 平台
- 六、 ASIC 折價：SerDes、先進封裝與營業利益檢驗
- 七、 SOTP 重估條件與投資檢驗指標

# 手機 SoC 現金流底盤之上，邊緣 AI、AI PC 與資料中心 ASIC 的 SOTP 重估

2026/5/28 新光投顧

聯發科的估值框架長期受 Android 手機週期約束。市場觀察重點集中在天璣平台市占率、中國手機需求、旗艦 SoC 競爭、通路庫存與毛利率變化。這套模型仍具解釋力，因為手機 SoC 支撐聯發科最重要的現金流與研發攤提基礎；單一週期模型已無法有效定價公司正在成形的第二增長曲線。

第二增長曲線主要來自四個方向。

第一，GB10 / DGX Spark 已證明聯發科可參與 NVIDIA AI 運算平台中的高效能 CPU、記憶體子系統與高速介面設計。

第二，Dimensity Auto 與 NVIDIA 車用合作提供智慧座艙、車用 AI 與軟體定義汽車的實體驗證。

第三，N1 / N1X 相關市場線索，為聯發科切入 AI PC 提供高價值但高折價的選擇權。

第四，資料中心 ASIC、先進封裝、HBM 與高速 SerDes 能力，提供聯發科進入雲端基礎設施的長天期選擇權。

這些新敘事處於不同成熟度。GB10 / DGX Spark 已具備官方產品與技術樣板；Dimensity Auto 已有 NVIDIA 技術整合與車用產品線；N1 / N1X 尚未正式發布，需要以高折價選擇權處理；資料中心 ASIC 面臨 SerDes IP、先進封裝、CoWoS、HBM 與大型雲端客戶設計案的嚴格檢驗。估值模型應導入 SOTP (分部估值法) 架構：手機 SoC 業務給予成熟晶片股現金流估值，GB10 / DGX Spark 給予已落地技術樣板價值，Dimensity Auto 給予車用長週期設計案價值，N1 / N1X 給予高折價 AI PC 選擇權，資料中心 ASIC 則以 NRE 轉量產率、營收規模與絕對營業利益貢獻進行折現。

## 目錄

- 一、 手機底盤：現金流與研發攤提基礎
- 二、 GB10 / DGX Spark：已落地的邊緣 AI 技術樣板
- 三、 Dimensity Auto：NVIDIA 合作的車用實證線
- 四、 N1 / N1X：AI PC 的高折價選擇權
- 五、 MWC 2026：從終端晶片走向 Edge-to-Cloud 平台
- 六、 ASIC 折價：SerDes、先進封裝與營業利益檢驗
- 七、 SOTP 重估條件與投資檢驗指標

### 一、 手機底盤：現金流與研發攤提基礎

手機 SoC 仍是聯發科估值的底層支撐。天璣系列維持 Android 陣營重要地位，高階與中高階平台推升平均單價，手機業務帶來規模、現金流、製程採購議價能力與通訊技術累積。這些能力構成聯發科跨入 AI 裝置、車用平台、資料中心 ASIC 與客製化晶片的研發底盤。

手機晶片的估值限制同樣明確。全球智慧型手機已進入成熟市場，出貨量難以回到高速擴張階段。高階平台成功可改善產品組合與毛利率，但需求仍受換機週期、品牌庫存、匯率、記憶體成本與中國消費景氣影響。市場給予手機 SoC 公司較低倍數，源於營收週期性與競爭壓力，而非忽略其技術含量。

聯發科第一季營運呈現過渡型態。營收達財測高端，但季減與年減均反映手機業務仍有壓力；管理層同時強調 agentic AI 與其他高運算工作負載已成為產業轉折點。這種訊息組合顯示，手機主業仍提供防守，公司成長錨點正逐步移向更廣的運算與連接平台。

SOTP 架構下，手機 SoC 業務應作為現金流底盤，而非整體估值上限。手機業務穩定，市場更願意給予新平台選擇權；手機業務轉弱，新平台的折現率會提高。這是聯發科重估的第一層防線。

## 二、GB10 / DGX Spark：已落地的邊緣 AI 技術樣板

GB10 / DGX Spark 是聯發科重估中最具實證意義的案例。NVIDIA DGX Spark 搭載 GB10 Grace Blackwell Superchip，定位為桌上型個人 AI 超級電腦，提供 AI 推論、模型微調與原型設計能力。聯發科官方資料明確指出，GB10 為聯發科與 NVIDIA 合作設計，Grace CPU 採 20 核心 Arm 架構，展現聯發科在高性能、低功耗設計、記憶體子系統與高速介面上的能力。

此項目具備高度實證意義。它把聯發科從手機 SoC 與消費裝置晶片，推入 NVIDIA AI 運算平台中的 CPU 協作、記憶體架構與高速介面角色。DGX Spark 的體積與功耗定位接近邊緣 AI 工作站與開發平台，能讓開發者在本地進行大型模型原型設計、微調與推論。對聯發科而言，GB10 的價值在於技術資格證明，而非單一產品的短期營收規模。

GB10 也為後續平台延伸提供樣板。聯發科若能把同類能力延伸至企業級 AI 開發設備、邊緣伺服器、車用 AI、工業 AI、資料中心連接與客製化 ASIC，估值框架將從「手機晶片供應商」移向「高效低功耗 AI 運算協作平台」。這類平台的價值建立在 CPU 架構、記憶體子系統、高速 I/O、系統軟體與量產能力，而非單一 SoC 設計。

財務折價仍需保留。DGX Spark 屬於高階開發平台，量體可能低於手機與個人電腦。聯發科在單機價值中的分潤、收入確認方式、毛利率與後續設計案延伸仍需驗證。GB10 應作為第二曲線的技術樣板，不宜直接外推成大規模獲利貢獻。

## 三、Dimensity Auto：NVIDIA 合作的車用實證線

Dimensity Auto 補強了聯發科與 NVIDIA 合作的另一條實證線。雙方合作將 NVIDIA DRIVE AGX 技術整合至聯發科 Dimensity Auto 平台，使車廠可使用先進 AI、NVIDIA RTX GPU、遊戲、多媒體與連線能力，打造新一代軟體定義車輛。這條線代表聯發科與 NVIDIA 的合作已從個人 AI 開發平台延伸至智慧座艙與車用平台。

車用平台的戰略價值在於設計週期長、產品生命週期長、軟硬體整合要求高。智慧座艙需要多螢幕顯示、圖形渲染、語音互動、大型語言模型、駕駛監控、連線與安全功能。聯發科過去在行動連接、顯示、多媒體與低功耗 SoC 的積累，可移轉至智慧座艙；NVIDIA 補足圖形運算、AI 軟體生態與車用運算平台能力。

這條線的財務意義在於延長營收久期。手機 SoC 週期較短，車用晶片設計導入後可形成較長產品週期與較高客戶黏著度。Dimensity Auto 若取得更多車廠設計案，聯發科非手機收入結構將更穩定，市場對其平台化程度的評價也會提升。

折價來源主要有三項。第一，車用導入週期長，短期營收貢獻有限。第二，車廠驗證嚴格，產品上市時間與量產斜率較慢。第三，智慧座艙競爭者包括高通、NVIDIA 自有車用平台、瑞薩、恩智浦與中國車用晶片供應商。Dimensity Auto 的價值在於合作實證與長期設計案選擇權，仍需透過車廠名單、量產時程與單車價值驗證。

## 四、N1 / N1X：AI PC 的高折價選擇權

N1 / N1X 是聯發科最具估值彈性的選擇權，也具備最高折價。外部報導顯示，NVIDIA 與聯發科可能合作開發 Arm 架構 AI PC 晶片，市場線索包括 Lenovo 相關頁面出現 N1X 名稱，以及供應鏈對 NVIDIA Arm PC 平台的持續討論。該平台仍未由 NVIDIA 與聯發科正式發布，模型應以高折價選擇權處理。

AI PC 若成功，聯發科的可服務市場將顯著擴大。PC 處理器市場規模、單機晶片價值、品牌能見度與平台黏著度均高於一般手機以外周邊晶片。NVIDIA 與聯發科若推出具競爭力的 Arm PC 平台，並結合 NVIDIA GPU、NPU、AI 軟體與開發者生態，聯發科將取得 PC CPU 與系統平台的第一次真正切入機會。

軟體相容性構成最大折價。Windows on Arm 需要處理 x86 應用相容性、遊戲、創作者軟體、企業軟體、驅動程式與外設支援。高通第一波 Copilot+ PC 已經顯示，硬體規格只是第一關，微軟轉譯層、開發者生態、OEM 導入意願與

使用者體驗才是放量關鍵。NVIDIA / 聯發科平台即使具備強大硬體，也要通過效能、功耗、售價、相容性與品牌導入的完整考驗。

AI PC 的商業化時程也需折價。外部報導曾將 N1X 延遲歸因於晶片修正、微軟作業系統進度與需求變化。這類訊息顯示產品化過程存在不確定性。正式發布、OEM 設計案、整機上市、評測表現與實際出貨，是將選擇權轉入基準模型的必要條件。產品正式發布前，N1 / N1X 只適合估入選擇權價值；正式上市後，才適合估算營收、毛利率與 EPS 貢獻。

## 五、MWC 2026：從終端晶片走向 Edge-to-Cloud 平台

聯發科在 MWC 2026 的訊號值得納入估值框架。官方主題為「AI for Life: from Edge to Cloud」，展示內容涵蓋 on-device AI、6G、Wi-Fi 8、車用創新與下一代連接。這代表公司對外定位已從手機晶片供應商，擴張到邊緣裝置、車用、連線基礎設施與雲端連接。

6G 與邊緣 AI 的結合具備長期意義。未來 AI 代理、智慧眼鏡、車用感測、家用裝置、機器人與工業設備，都需要低延遲、高頻寬、低功耗與本地推論能力。聯發科在行動通訊、Wi-Fi、藍牙、電視、智慧家庭、手機與車用連接的技術積累，可轉化為邊緣裝置群的共同平台能力。

資料中心連接則是另一項重估線索。聯發科已將資料中心 ASIC 解決方案作為對外合作方向，強調先進節點、客製化 cell library、先進封裝與 custom HBM solutions。這顯示公司以手機晶片以外的身份參與 AI，並透過 ASIC、資料中心連接與客製化晶片進入雲端基礎設施。

平台化敘事的價值在於跨產品線複用。手機、智慧眼鏡、AI PC、車用座艙、CPE、Wi-Fi 8、6G、AIoT 與資料中心 ASIC，若能共享運算、連接、低功耗、軟體與量產能力，聯發科的估值模型將從單一產品週期，轉為多平台技術擴散。此轉換需要收入分類與設計案驗證，不能停留在展會敘事。

## 六、ASIC 折價：SerDes、先進封裝與營業利益檢驗

資料中心 ASIC 是聯發科最具長端價值的方向之一，也具備最嚴格折價。大型雲端客戶的客製化晶片市場，決勝關鍵集中於高速 SerDes IP、先進製程、HBM 介面、CoWoS 產能、先進封裝設計、軟體支援與跨世代客戶關係。Broadcom、Marvell、世芯、創意等競爭者在不同環節均具強項。

聯發科的優勢在於系統整合、低功耗設計、量產能力、消費裝置經驗與與 NVIDIA 合作所累積的高效能運算樣板。公司對外揭示的 ASIC 能力也包括高階 IP、SerDes、networking、advanced packaging 與 custom HBM solutions。這些能力有助於切入 AI ASIC 與資料中心平台，但大型雲端客戶真正關注的是長期 road map、SerDes 效能、封裝產能、可靠度、軟體協作與世代交付能力。

SerDes IP 是核心折價。若聯發科在 112G / 224G SerDes、高速連接與資料中心交換架構上的深度不足，資料中心 ASIC 可能被限制在周邊控制、低階加速或非核心平台。先進封裝是第二道門檻。CoWoS 與 HBM 封裝產能高度稀缺，聯發科若無法取得足夠產能與優先權，大型雲端客戶設計案即使取得，也可能難以按客戶時程放量。

財務模型需要修正 ASIC 毛利率假設。大型雲端客戶的 turnkey ASIC 量產階段，毛利率通常低於聯發科公司平均水準。資料中心 ASIC 對聯發科的財務意義，主要在於放大營收基數、提高絕對營業利益與攤提研發費用，而非推升公司平均毛利率。量產放大初期甚至可能稀釋 consolidated gross margin；若設計案進入多世代 road map，營業利益與 EPS 貢獻仍具規模意義。

ASIC 線的投資判斷應看 NRE 轉量產與絕對營業利益。單一設計案對聯發科龐大的營收基數可能貢獻有限；多世代 road map、穩定量產 revenue、可攤提的研發費用與明確營業利益貢獻，才會實質改變估值框架。追蹤指標應包括 NRE 訂單、NRE 轉量產率、單案 revenue run-rate、絕對營業利益貢獻、客戶世代延續性、先進封裝取得能力與客戶集中度。

## 七、SOTP 重估條件與投資檢驗指標

聯發科的合理估值應採 SOTP 架構。手機 SoC 業務給予成熟晶片股現金流估值，GB10 / DGX Spark 給予已落地技術樣板價值，Dimensity Auto 給予車用平台與 NVIDIA 合作實證價值，N1 / N1X 給予高折價 AI PC 選擇權，資料中心 ASIC 則給予更長天期、需嚴格折價的雲端基礎設施選擇權。

第一組追蹤指標是手機底盤。核心變數包括天璣旗艦市占、Android 高階機滲透率、手機營收年增率、客戶庫存與中國手機需求。手機平台若維持穩定，第二曲線具備更高估值承载力；手機平台若轉弱，新平台選擇權將面臨更高折價。

第二組追蹤指標是 NVIDIA 合作。核心變數包括 DGX Spark 出貨與後續平台延伸、GB10 類合作是否擴大、Dimensity Auto 設計案、N1 / N1X 是否正式發布、OEM 設計案數量、收入確認方式與毛利率。NVIDIA 合作若從樣板延伸為多平台 road map，聯發科估值將具備重新定義空間。

第三組追蹤指標是 AI 裝置與智慧邊緣平台。核心變數包括 AI 手機、智慧眼鏡、AI PC、車用通訊、智慧家庭、Wi-Fi 8、5G-Advanced CPE 與邊緣 AI 設計案。MWC 2026 已經給出策略方向，後續需要用產品滲透率與收入占比驗證。

第四組追蹤指標是資料中心 ASIC。核心變數包括客戶數、SerDes IP 能力、先進封裝取得能力、HBM 解決方案、NRE 轉量產率、單案 revenue run-rate、絕對營業利益貢獻與客戶世代延續性。資料中心 ASIC 的估值價值應建立在營業利益與 EPS 貢獻，而非平均毛利率上修。

聯發科的重估框架應分為「手機 SoC 現金流底盤」與「AI 平台選擇權」兩層。GB10 / DGX Spark 提供已落地的邊緣 AI 技術樣板，Dimensity Auto 補強 NVIDIA 合作實證，N1 / N1X 代表 AI PC 的高折價選擇權，資料中心 ASIC 則提供更長天期的雲端基礎設施選擇權。估值能否脫離手機週期，取決於非手機平台能否轉化為可驗證營收、設計案、絕對營業利益與 EPS 貢獻。聯發科目前最值得研究的地方，正在於這段從手機 SoC 現金流底盤，走向跨裝置 AI 運算平台的重估過程。



[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告