

## 6288.TT 聯嘉

2H23&gt;1H23，2024 維持成長動能

## 公司簡介

聯嘉成立於 1995 年，早期從事雷射、光電檢測，於 2004 年切入車用 LED 模組領域，總部位於新竹，生產據點分布於台灣、中國東莞、中國深圳與美國密西根州，累計至 05/2023 產品比重車燈應用 91%、綠能產品 7%、工業應用 2%。

## 投資評等/目標價

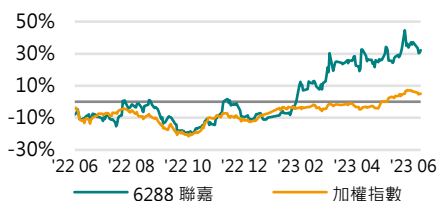
買進

37

【前次投資建議】買進，35

【大盤指數/股價】16942 / 33.45

## 近一年個股及大盤報酬率



## 公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	199
市值(百萬元)	6,591
3M 平均日成交值(百萬元)	334
外資持股率(%)	6.50
投信持股率(%)	0.65
董監持股率(%)	20.56

## 重點財報解析

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	3,825	4,477	6,874
營業利益	(128)	152	634
母公司本期淨利	17	128	492
EPS(元)	0.08	0.64	2.47
每股現金股利(元)	0.4	0.2	0.2
每股淨值(元)	12.13	13.10	15.49
本益比(x)	399.40	51.43	13.39
本淨比(x)	2.73	2.53	2.14
殖利率(%)	1.21	0.60	0.60

## 環境、社會與治理(ESG)



## 重點摘要

## ➤ 2Q23 停止供貨美系電動車 Model 3，投研部下調 2Q23 預估

美系電動車因 Model3 小改款後由其他 Tier1 廠商出貨，改款後 2Q23 起聯嘉停止出貨，原預期空缺期由其他如 BMW(BMW DE)專案補上，不過營收填補缺口程度不如投研部預期，因此投研部略為下調 2Q23 預估，營收 10.7 億元，QoQ+0.4%，YoY+4.6%；毛利率方面，受限 1H23 各廠稼動率維持低檔，同時美國設廠成本較高，因此投研部下調 2Q23 毛利率預估至 18.2%，稅後獲利 0.2 億元，EPS 0.09 元。

## ➤ 美車企庫存天數偏低，聯嘉 2H23&gt;1H23

目前美國車企至 05/2023 平均庫存天數約落在 34 天，以美國汽車行業認為適當庫存天數為 60 天左右，後續仍可期待回補庫存力道。

2023 年聯嘉將有 31 件專案進入量產排程，除美系 T 客戶 Cybertruck 外，更已接獲 Rivian EDV 電動貨車，包含剎車燈、尾燈、方向燈等共 7 個燈具的模組訂單，投研部預估各項專案將逐季貢獻。

## ➤ Mini LED 顯示屏預計 4Q23 量產，將為聯嘉帶來新的營收動能

TrendForce 研究顯示(如下圖 2)，因 Mini LED 顯示屏仍處於快速成長階段，長期而言，受惠企業會議、虛擬拍攝、家庭劇院等市場應用，Mini LED 自發光產值 2022 年約為 9,700 萬美元，預計到 2026 年可達 5.45 億美元，2021~2026 年 CAGR+46%。聯嘉持續看好 Mini LED 市場規模成長。

## ➤ 維持買進，目標價 37 元

投研部雖調整 2023 年營收預估，不過仍看好 2024 年獲利率有望隨規模經濟效應、生產學習曲線提升及產品組合轉佳下持續走強，同時 2024 年有望加入 Mini LED 營收貢獻。考量聯嘉為汽車零組件廠商，同業 PE 多落在 10x~20x，以 6/29 收盤價 33.45 元計算，約為 2023 年 51x，2024 年 13x，故儘管 6/12 股價已達前次設定 35 元，投研部仍維持買進投資建議，並調升目標價至 37 元(2024F PE \* 15x)。

## 2Q23 停止供貨美系電動車 Model 3，投研部略微下調 2Q23 預估

由於美系電動車小改款的 Model3 改由其他 Tier1 廠商出貨，故 2Q23 起聯嘉停止出貨，原預期空缺將由其他如 BMW(BMW DE)之專案補上，不過營收填補缺口程度不如投研部預期，因此投研部略為下調 2Q23 預估，營收 10.7 億元，QoQ+0.4%，YoY+4.6%；毛利率方面，受限 1H23 各廠稼動率維持低檔，其中台灣廠 1H23 稼動率約 60%、東莞廠稼動率約 70%~80%、美國廠稼動率 35%，同時美國設廠成本較高，因此投研部下調 2Q23 毛利率預估至 18.2%，稅後獲利 0.2 億元，EPS 0.09 元。

表 1：財務預估數調整

2Q23	最新預估 (百萬元)	成長		國票預估 (百萬元)	差異 (%)
		QoQ(%)	YOY(%)		
營業收入	1,070	0.38	4.61	1,122	-4.63
營業毛利	195	23.78	27.74	221	-11.90
營業利益	20	虧轉盈	虧轉盈	21	-4.63
稅後淨利_淨利歸屬母公司	17	323.12	1,367.40	18	-4.24
EPS(元)	0.09			0.09	-4.24
重要比率(%)	(%)	ppts	ppts	(%)	ppts
營業毛利率	18.20	3.44	3.29	19.70	-1.50
營業利益率	1.90	1.92	5.47	1.90	0.00
稅後淨利率_淨利歸屬母公司	1.63	2.46	2.81	2.08	-0.45

資料來源：國票投顧

## 1H23 受惠美國車市回補庫存，聯嘉營收優於美國車市成長

聯嘉 01~05/2023 累計營收 17.4 億元，YoY+12.3%，成長主要受惠 2023 年起汽車電子零組件缺料問題已見改善，Tier1 客戶開始建立健康安全庫存。根據 LMC 數據顯示，美國 01~05/2023 累計新車銷售 498.2 萬輛，YoY+10.6%，可見美國車市銷售恢復增長，而聯嘉營收則優於美國車市表現。

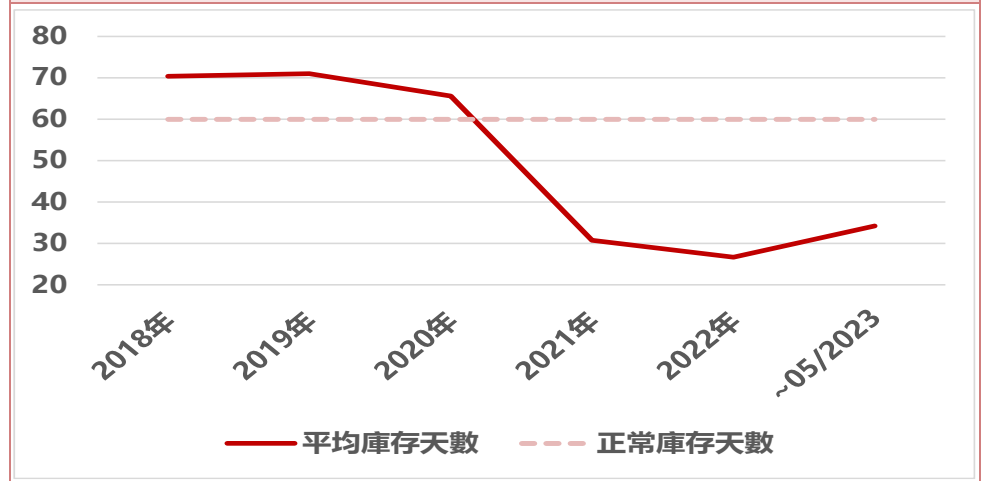
## 美國降低通膨法案通過，美國廠客戶高度關注在地化生產議題

隨美國降低通膨法案通過，因該法案是針對電動車的零組件、電池的礦物材料及整車組裝的供應鏈有一定比例的在地化要求，因此就投研部了解，台灣多數供應鏈都會遇到產線調整問題，故聯嘉選擇布局美國密西根廠便成為其最大優勢，目前客戶對密西根廠詢問度有所提高，且公司表示已有與客戶針對潛在專案進行接洽，特別是密西根廠仍有閒置土地，可依接單狀況再擴增一倍的廠房規模，2H24 將視客戶需求啟動第二階段的產線擴充計畫，美國廠將有機會從目前的 3 條提升至 8 條產線。

## 美車企庫存天數偏低，聯嘉 2H23>1H23

目前美國車企至 05/2023 平均庫存天數約落在 34 天，由於美國汽車行業認為適當庫存天數為 60 天左右，故後續仍可期待回補庫存力道將持續推動營收成長。

圖 1：美國車企正逐步回補庫存



資料來源：LMC、國票投顧

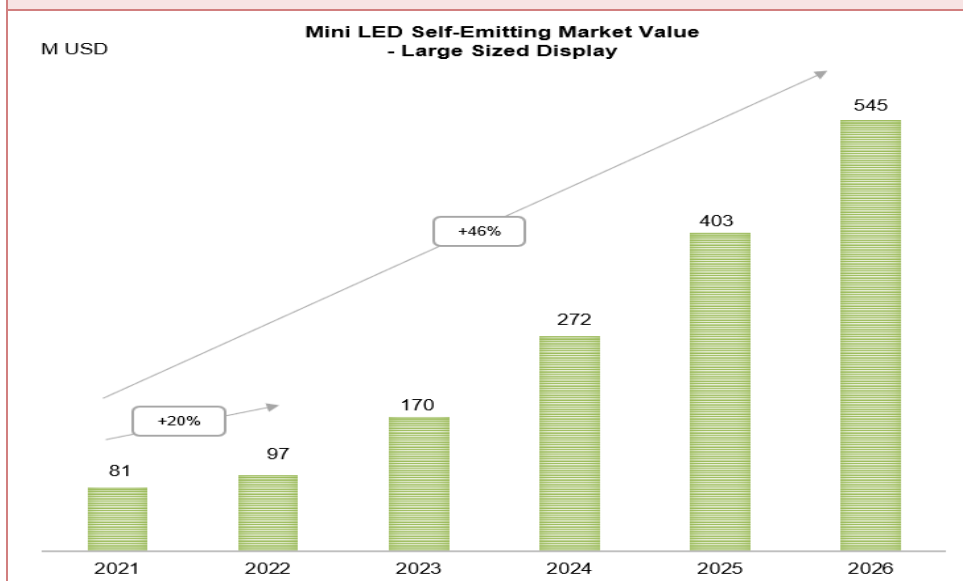
展望 2023 年，公司表示將有 31 件專案進入量產排程，除美系 T 客戶的 Cybertruck 外，更已接獲 Rivian EDV 電動貨車，包含剎車燈、尾燈、方向燈等共 7 個燈具的模組訂單，投研部預估各項專案將逐季貢獻，其中 2Q23 有 BMW(BMW DE)專案開始出貨；3Q23 則有 Porsche (POAHY SE)、Fisker (FSR US)專案、美系 T 客戶 Cybertruck 專案；4Q23 將有 GM (GM US)休旅車專案，因此投研部推估聯嘉營收將逐季走高，同時隨美國密西根廠產能利用率逐季提升，稼動率有望從 1H23 的 35% 提升至 2H23 的 60%~70%。不過受總體經濟因素干擾，車廠或將延後改款，2023 年專案貢獻或將遞延至 2024 年，同時因為美國設廠成本較高，因此投研部調整 2023 年/2024 年財務預估，預估營收 44.8 億元/68.7 億元，YoY+17%/53.5%，毛利率 17.7%/21.6%，稅後獲利 1.3 億元/4.9 億元，EPS 0.64 元/ 2.47 元。

### Mini LED 顯示屏預計 4Q23 量產，將為聯嘉帶來新的營收動能

Mini LED 具備高色域、高耐用性、可視角廣、高亮度範圍、高色深等優點，並可達到裸視 3D 的效果，而依照 TrendForce 研究顯示(如下圖 2)，Mini LED 顯示屏仍處於快速成長階段，長期而言，受惠企業會議、虛擬拍攝、家庭劇院等市場應用，2022 年 Mini LED 自發光產值約為 9,700 萬美元，預計到 2026 年將達 5.45 億美元，2021~2026 年 CAGR+46%，因此聯嘉持續看好 Mini LED 市場未來發展。

聯嘉 2023 年資本支出約 4~5 億元，主要為 Mini LED 用的竹南二廠與一部分美國廠機電與產線調整。Mini LED 產品預計 3Q23 送樣客戶進行認證，4Q23 開始量產並貢獻營收。

圖 2：Mini LED 顯示屏仍處快速成長階段



資料來源：TrendForce・國票投顧

### 維持買進，目標價 37 元

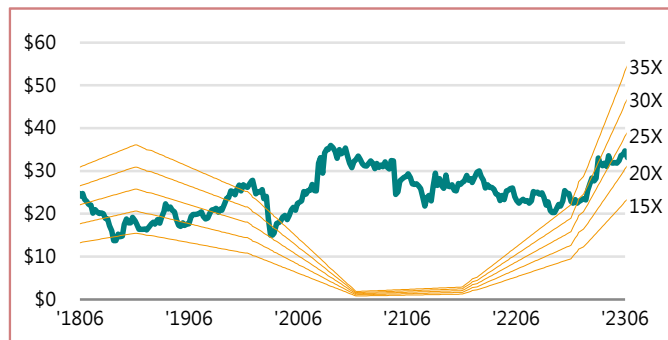
投研部雖調整 2023 年營收預估，不過由於車廠仍計畫於 2023~2024 年陸續推出多款新車型，因此國票仍看好 2024 年獲利率有望隨規模經濟效應、生產學習曲線提升及產品組合轉佳下持續走強，評價方面，聯嘉為汽車零組件廠商，同業 PE 多落在 10x~20x，以 6/29 收盤價 33.45 元計算，約為 2023 年 51x，2024 年 13x，研究員考量以下三點：1) 2H23 隨各專案開始貢獻後，營運狀況將優於 1H23；2) 隨疫情封控陸續解除、車用晶片緊缺問題逐漸趨緩，投研部認為北美車企後續的補庫存需求將成為聯嘉營收主要成長動能；3) Mini LED 市場規模處快速成長階段，隨認證通過即可開始貢獻營收，將為聯嘉帶來新的營收動能，考量多項新專案陸續發酵，目標價調升至 37 元(2024F PE \* 15x)，並維持買進投資建議。

表 2：2023 年/2024 年財務預估數調整

	最新預估		前次預估		差異	
	FY23F (百萬元)	FY24F (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY24F (百萬元)	FY23F (%)	FY24F (%)
營業收入	4,477	6,874	4,965	6,265	-9.83	9.72
營業毛利	794	1,483	1,010	1,435	-21.39	3.32
營業利益	152	634	248	550	-38.89	15.34
稅後淨利_淨利歸屬母公司	128	492	197	456	-35.08	7.93
EPS(元)	0.64	2.47	1.03	2.39	-37.80	3.41
重要比率(%)					(ppts)	(ppts)
營業毛利率	17.73	21.57	20.34	22.90	-2.61	-1.33
營業利益率	3.39	9.23	5.00	8.78	-1.61	0.45
稅後淨利率_淨利歸屬母公司	2.86	7.16	3.98	9.09	-1.11	-1.93

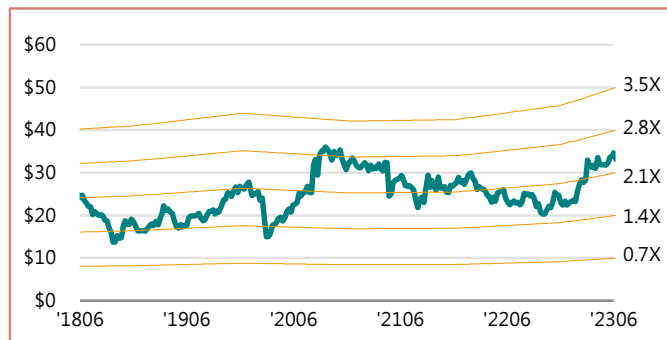
資料來源：國票投顧

聯嘉未來 12 個月 P/E 區間



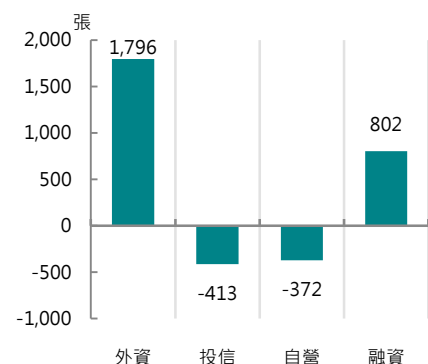
資料來源：國票投顧

聯嘉未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
鼎鈞投資(股)	15.22
漢信(股)	5.68
維善投資(股)	3.98
勝靈投資(有)	2.65
國禧投資(股)	1.48
花旗瑞銀歐洲	1.06
黃昉鈺	0.81
鄭棍方	0.75
陳憲禧	0.74
大通摩根證券	0.70

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
黃昉鈺	董事/總經理	0.81
黃國欣	董事長/副總經理	0.12
邱文昌	獨立董事	0
盧廷劼	獨立董事	0
賴坤鴻	獨立董事	0
賴清祺	獨立董事	0
陳俊成	法人代表(董事)	0.61
黃美智	法人代表(董事)	0
黃榆鈞	法人代表(董事)	0.32
鼎鈞投資(股)黃榆鈞	董事	15.22

資料來源：TEJ

## 6288 聯嘉 永續發展概況

## CMoney ESG Rating

落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
7	3	6	<a href="https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&amp;filePath=/home/html/nas/p">https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&amp;filePath=/home/html/nas/p</a>

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
汽車工業	34	6	否	

資料來源：CMoney

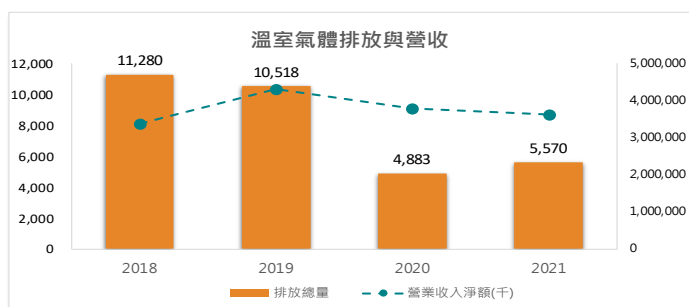
資料來源：CMoney  
說明：評等1-10分，10分最高

更新評鑑年季：2023O2



## 環境保護 Environment

## 溫室氣體



**摘要** 2021年溫室氣體排放量增加14.07%，營收減少4.31%。

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	5,570	349	5,221
2020	4,883	327	4,556
2019	10,518	5,652	4,866
2018	11,280	6,102	5,179

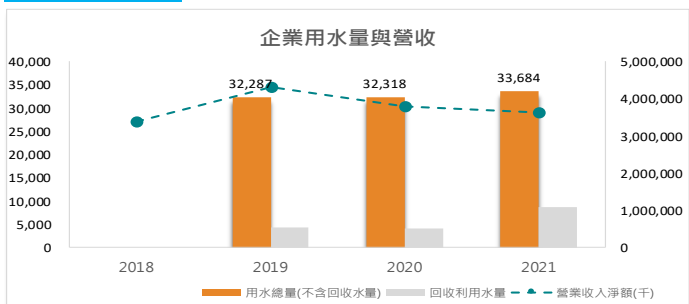
\*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

\*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

\*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

## 水資源



**摘要** 2021年企業用水量增加4.23%，營收減少4.31%

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	33,684	8,625	18,853
2020	32,318	3,992	12,423
2019	32,287	4,355	13,922
2018	未揭露	-	-

\*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

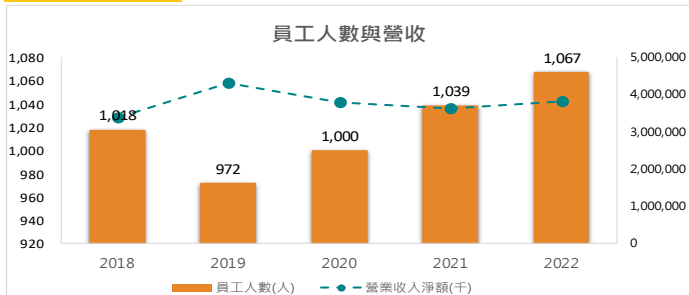
\*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

\*排水量：排放的汗水總量

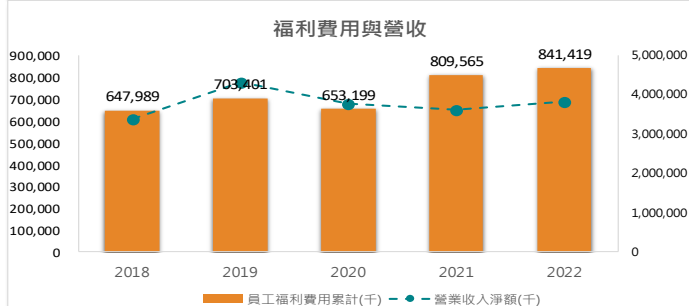
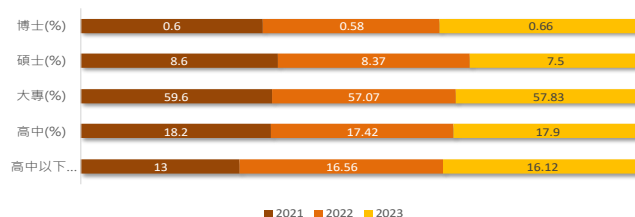
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

## 員工人數



### 員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

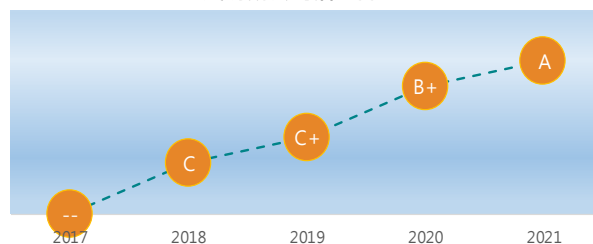
公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2022	6%至20%	A	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	21%至35%	B+	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	51%至65%	C+	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	66%至80%	C	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	不列入評鑑結果	--	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



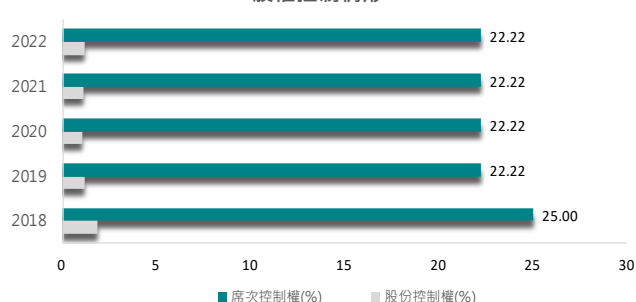
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)	★	審計委員會(強制設置)	★
提名委員會	★	資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

今年以來沒有裁罰資訊

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。  
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。  
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。



## 綜合損益表

百萬元	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	1,066	1,070	1,143	1,198	1,530	1,652	1,793	1,899	3,825	4,477	6,874
營業毛利	157	195	213	229	317	350	396	420	608	794	1,483
營業費用	158	174	153	157	191	205	221	232	736	642	848
營業利益	(0)	20	60	72	125	145	176	188	(128)	152	634
稅前淨利	(4)	22	60	72	123	144	175	187	(1)	150	629
本期淨利(NI)	4	17	48	59	97	113	136	146	16	128	492
淨利歸屬於_母公司業主	4	17	48	59	97	113	136	146	17	128	492
淨利歸屬於_非控制利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
每股盈餘_本期淨利	0.02	0.09	0.24	0.30	0.48	0.57	0.69	0.73	0.08	0.64	2.47
QoQ(%)											
營收淨額	12.62	0.38	6.82	4.81	27.71	7.97	8.54	5.91			
銷貨毛利	(1.84)	23.78	9.35	7.46	38.41	10.58	13.09	5.96			
營業利益	99.22	虧轉盈	194.04	20.24	虧轉盈	15.87	20.75	7.10			
稅後純益_母公司淨利	盈轉虧	323.12	173.18	23.41	64.00	16.94	20.89	7.14			
YoY(%)											
營收淨額	14.98	4.61	23.01	26.58	43.54	54.39	56.87	58.51	5.85	17.03	53.54
銷貨毛利	15.77	27.74	33.48	42.76	101.31	79.84	86.00	83.41	(13.60)	30.53	86.78
營業利益	虧轉盈	虧轉盈	虧轉盈	虧轉盈	虧轉盈	615.08	193.64	161.55	盈轉虧	虧轉盈	54.81
稅後純益_母公司淨利	(61.79)	1,367.40	69.44	虧轉盈	2,239.37	546.56	186.11	148.40	58.50	676.60	284.02
各項比率											
營業毛利率	14.76	18.20	18.63	19.10	20.70	21.20	22.09	22.10	15.90	17.73	21.57
營業利益率	(0.02)	1.90	5.23	6.00	8.20	8.80	9.79	9.90	(3.35)	3.39	9.23
稅前淨利率	(0.37)	2.09	5.23	6.00	8.07	8.74	9.73	9.85	(0.02)	3.35	9.16
稅後淨利率	0.39	1.63	4.17	4.91	6.31	6.83	7.61	7.70	0.43	2.86	7.16

資料來源：TEJ、國票投顧

## 財務狀況表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
現金及約當現金	666	368	404
流動金融資產	1	1	1
應收款項	882	1,361	1,861
存貨	1,554	1,601	2,344
其他流動資產	139	140	140
流動資產	3,242	3,471	4,751
非流動金融資產	11	11	11
採用權益法之投資	11	11	11
不動產、廠房與設備	2,046	2,235	2,422
投資性不動產	3	3	3
其他非流動資產	523	465	477
資產總計	5,715	6,073	7,551
短期借款	473	314	234
流動金融負債	0	0	0
應付款項	1,131	1,335	2,085
其他流動負債	104	98	98
流動負債	1,708	1,747	2,418
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	961	1,667	2,399
長期借款	520	515	510
其他非流動負債	23	1,717	2,050
負債總計	3,299	3,464	4,467
股本	1,828	1,991	1,991
資本公積	549	549	549
保留盈餘	227	276	728
其他權益	(38)	(57)	(34)
庫藏股	150	150	150
非控制權益	0	0	0
股東權益	2,416	2,609	3,084

資料來源：TEJ、國票投顧

## 現金流量表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
本期稅前淨利(淨損)	(1)	150	629
折舊攤提	227	239	242
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	(0)	2	5
收取之利息	0	0	0
收取之股利	(0)	(0)	(0)
營運資金增減	(200)	(300)	(480)
支付之利息	9	10	10
支付之所得稅	3	(22)	(137)
其他	17	17	18
來自營運之現金流量	55	95	287
資本支出	(211)	(400)	(400)
長投增減	0	0	0
短投增減	0	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	(0)	(0)	(0)
其他	17	17	18
來自投資之現金流量	(262)	(453)	(456)
自由現金流量	(206)	(358)	(168)
借款增(減)	(228)	(164)	(85)
股利發放	(70)	(80)	(40)
發行公司債	495	520	546
償還公司債	(187)	(187)	(187)
現金增資	0	0	0
其他	17	17	18
來自融資之現金流量	(82)	42	188
匯率調整	17	17	17
本期產生之現金流量	(271)	(298)	37
期末現金及約當現金	666	368	404

資料來源：TEJ、國票投顧



### 聯嘉歷史投資建議走勢



### 國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	70

### 評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%，且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上</li> </ul>
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12%</li> <li>• 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作</li> </ul>
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 該公司未於國票核心持股名單</li> <li>• 國票可能與該公司進行業務而處於減默期</li> </ul>

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

### 研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

### 公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。