

聯強 (2347 TT) Synnex

MSP 帶動半導體業務逆勢成長，但消費性電子復甦緩慢

持有-落後同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$63.0

收盤價 (2024/01/23)：NT\$71.6

隱含漲幅：-12.0%

營收組成 (3Q23)

IT Commercial 26%、IT Consumer 37%、Telecom 4%、
IC Component 32%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-落後同業	持有-落後同業
目標價 (NT\$)	63.0	54.0
2023年營收 (NT\$/十億)	395.2	383.7
2023年EPS	4.4	4.3

交易資料表

市值	NT\$119,420百萬元
外資持股比率	28.5%
董監持股比率	22.6%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$46.23
負債比	65.7%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	424,550	395,196	418,623	448,357
營業利益	9,138	8,400	8,601	9,442
稅後純益	15,749	7,386	8,403	9,195
EPS (元)	9.44	4.43	5.04	5.51
EPS YoY (%)	-8.8	-53.1	13.8	9.4
本益比 (倍)	7.6	16.2	14.2	13.0
股價淨值比 (倍)	1.7	1.6	1.6	1.5
ROE (%)	23.2	10.0	10.9	11.4
現金殖利率 (%)	4.9%	4.2%	4.8%	5.3%
現金股利 (元)	3.50	3.00	3.40	3.80

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuanta.com

余鈴華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

◆ **MSP (營運管理服務平台)**帶動去年半導體業務逆勢成長 1%，1H24 客戶可望清完庫存，加上 **MSP** 帶動，估今年半導體營收年增 8%。

◆ 受高通膨、俄烏戰爭等負面因素干擾，消費性電子需求疲弱，**2023 年**持續衰退 15%。估 **2024 年**景氣復甦，小幅成長 3%。

◆ 聯強消費性電子復甦緩慢，而低毛利率半導體出貨較快，維持中立評等。目標價 63 元係以 **2024 年**本益比與股價淨值比評價法平均而得。

MSP (營運管理服務平台)帶動半導體業務逆勢成長

聯強 2021 年導入 MSP (營運管理服務；數位轉型產生的商業模式)，聯強透過自行開發的“資訊串聯 + APP”整合供應鏈上下游，將“生產製造→通路銷售→售後服務”結合在一起。包括：資訊流、商流、金流、物流等無縫接軌，競爭力提升。2023 年即使客戶清庫存，仍逆勢年增 1%。1H24 半導體產業可望清完庫存，加上 **MSP** 帶動，估 **IC 零組件**部門營收年增 8%。

AI 帶動商用部門略好轉，但下半年才能明顯復甦

去年微軟 ChatGPT 在全球盛行，帶動 AI 需求上揚，4Q23 企業積極導入 AI 應用，並強化資安，使商用營收季增 28%至 341 億元，但年減 12%，仍受去年下半年全球資本支出縮減影響，商用 2023 年營收衰退 8%，表現不佳。估計 2024 年下半年全球資本支出才能恢復正常，屆時有助商用部門成長，由於去年基期較低，估 2024 年商用營收成長 7%。

消費性電子復甦緩慢，不利業績上揚

受高通膨、俄烏戰爭等負面因素干擾，消費性電子需求疲弱，2023 年持續衰退 15%，但下半年下滑幅度收斂，估 2024 年景氣復甦，小幅成長 3%。

4Q23 **IC 零組件/商用部門**受惠 **MSP/AI** 需求上揚，營收季增 15%，年增 2%。估 EPS 1.35 元，季增 33%，年減 8%，比原先預期上修 7%，主因營收高於預期。預估聯強 2023/24 年營收年減 7%/年增 6%，1H23 高毛利率商用比重上升的優勢不再，估毛利率由 2022 年 4.2%僅略上升至 4.42%/4.40%，EPS 4.43/5.04 元，年減 53%/年增 14% (2023 年扣除 Concentrix 評價利益 82 億元，本業獲利年減 8%)，比先前預估調升 2%/3%，主因略上修半導體/商用營收。

MSP (營運管理服務平台)帶動半導體業務逆勢成長

MSP (Management Service Platform；營運管理服務平台) 是聯強數位轉型產生的商業模式，透過自行開發的「資訊串聯 + APP」整合供應鏈上下游，將「生產製造→通路銷售→售後服務」結合在一起。包括：資訊流、商流、金流、物流等無縫接軌，該服務是依照合作夥伴業務模式與需求量身訂做，在半導體業務中毛利率略高。MSP 模式 2021 年即實施，2022/23 年積極推廣，成功平台案例：招募業務、電商、連鎖通路、購案報備、訂單覆交、探針匯訊技術與資訊發送、雲倉...等。2022 年 IC 零組件(半導體)部門營收成長 16%；2023 年即使客戶清庫存，仍逆勢年增 1%。1H24 半導體產業可望清完庫存，下半年步入復甦階段，加上 MSP 帶動，估 IC 零組件部門營收年增 8%。

圖 1：聯強 MSP (營運管理服務)商業模式

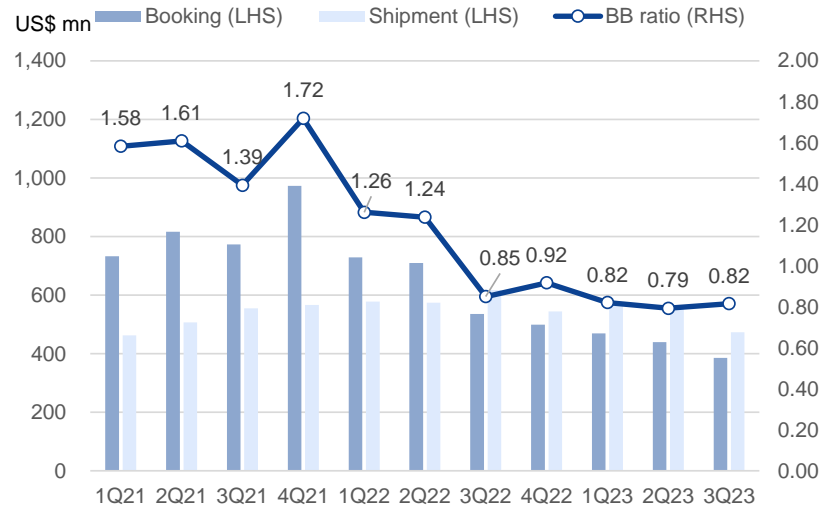


資料來源：聯強

AI 帶動商用部門略好轉，但下半年才能明顯復甦

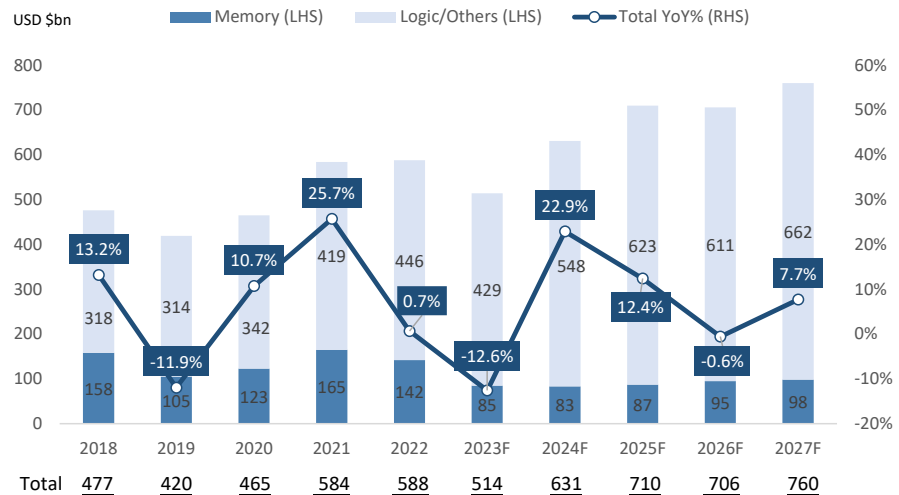
去年微軟 ChatGPT 在全球盛行，帶動 AI 需求上揚，4Q23 企業積極導入 AI 應用，並強化資安，使商用營收季增 28% 至 341 億元，但年減 12%，仍受去年下半年全球資本支出縮減影響，商用 2023 年營收衰退 8%，表現不佳。估計 2024 年下半年全球資本支出才能恢復正常，屆時有助商用部門成長，由於去年基期較低，估 2024 年商用營收成長 7%。

圖 2：工業電腦龍頭研華 3Q22 B/B 跌破 1，全球資本支出開始出現縮減情況



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：2023 年全球半導體營收因庫存調整而衰退



資料來源：IDC、元大投顧

預估 4Q23 EPS 1.35 元，季增 33%，年減 8%，調高 7%，主因營收優於預期

4Q23 進入傳統最旺季，IC 零組件/商用部門受惠 MSP/AI 需求上揚，營收季增 15% 至 1,134 億元，年增 2%。預估毛利率略季增 0.09 百分點至 4.31%，營業利益 23.9 億元，季增 25%，年減 16%。業外在投資收益及其他收入挹注下，估獲利 5.2 億元。EPS 1.35 元，季增 33%，年減 8%，比原先預期上修 7%，主因營收高於預期。

圖 4：2023 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23F	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	111,538	98,234	113,412	15.5%	1.7%	101,947	102,028	11.2%	11.2%
營業毛利	5,099	4,143	4,886	17.9%	-4.2%	4,392	4,395	11.2%	11.2%
營業利益	2,851	1,916	2,391	24.8%	-16.1%	2,149	2,174	11.3%	10.0%
稅前利益	3,385	2,426	2,908	19.9%	-14.1%	2,667	2,651	9.0%	9.7%
稅後淨利	2,464	1,699	2,257	32.8%	-8.4%	2,106	2,018	7.2%	11.8%
調整後 EPS (元)	1.48	1.02	1.35	32.8%	-8.4%	1.26	1.21	7.2%	11.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	4.6%	4.2%	4.3%	0.1	-0.3	4.3%	4.3%	0	0
營業利益率	2.6%	2.0%	2.1%	0.2	-0.5	2.1%	2.1%	0	0
稅後純益率	2.2%	1.7%	2.0%	0.3	-0.2	2.1%	2.0%	-0.1	0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

消費性電子復甦緩慢，不利業績上揚

受 WFH 降溫、高通膨、俄烏戰爭等負面因素干擾，消費性電子需求疲弱，至今難以恢復，2022 年該產品營收年減 13%，2023 年持續衰退 15%，但下半年下滑幅度收斂，估 2024 年景氣復甦，小幅成長 3%。

整體而言，估聯強 2023/24 年營收年減 7%/年增 6%，1H23 高毛利率商用比重上升的優勢不再，估毛利率由 2022 年 4.2% 僅略上升至 4.42%/4.40%，EPS 4.43/5.04 元，年減 53%/年增 14% (2023 年扣除 Concentrix 評價利益 82 億元，本業獲利年減 8%)，比先前預估調升 2%/3%，主因上修營收。

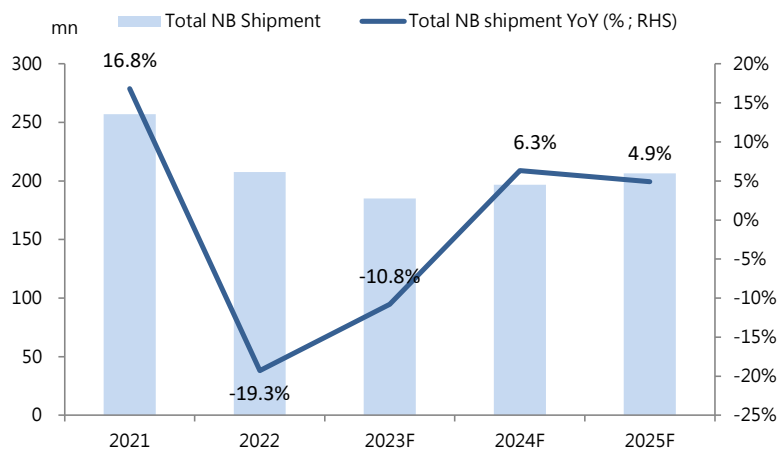
產業概況

高通膨/俄烏戰爭影響，造成筆電整體出貨不佳，剩電競筆電銷售具支撐

2022 年 2 月俄烏戰爭/高通膨影響需求，居家上班降溫，相關產品如：Chromebook、消費性筆電、主機板等出貨疲弱，下半年各廠商調整庫存，銷售下降快速，全球筆電在 2022 年出貨衰退 19.3%，估 2023 年仍年減 10.8%，2024 年景氣復甦，估年增 6%。

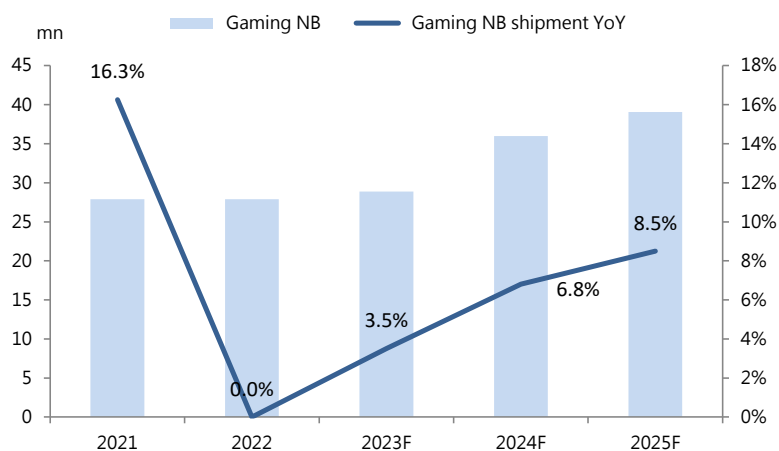
電競筆電過去二年受惠居家人數增加，玩電動時間變長，2020/2021 年出貨成長 27%/16%，2022 年居家上班降溫，出貨亦受影響，另外 2022 年 9 月虛擬貨幣乙太幣由 POW (工作量證明)改為 POS (權益證明)，不利挖礦顯卡出貨，但今年第四季將有 NVIDIA 二年一次大改款 GPU 推出，對電競市場有一定刺激作用。2022 年電競筆電出貨約年持平，2023/24 年估成長 4%/7%，是 PC 下游維持成長的產品。聯強在電競產品比重逐漸上升至接近 10%，有一定挹注作用，亦為公司未來強化營運方向。

圖 5：全球筆電出貨量預估



資料來源：Digitimes、元大投顧預估

圖 6：全球電競筆電出貨量預估

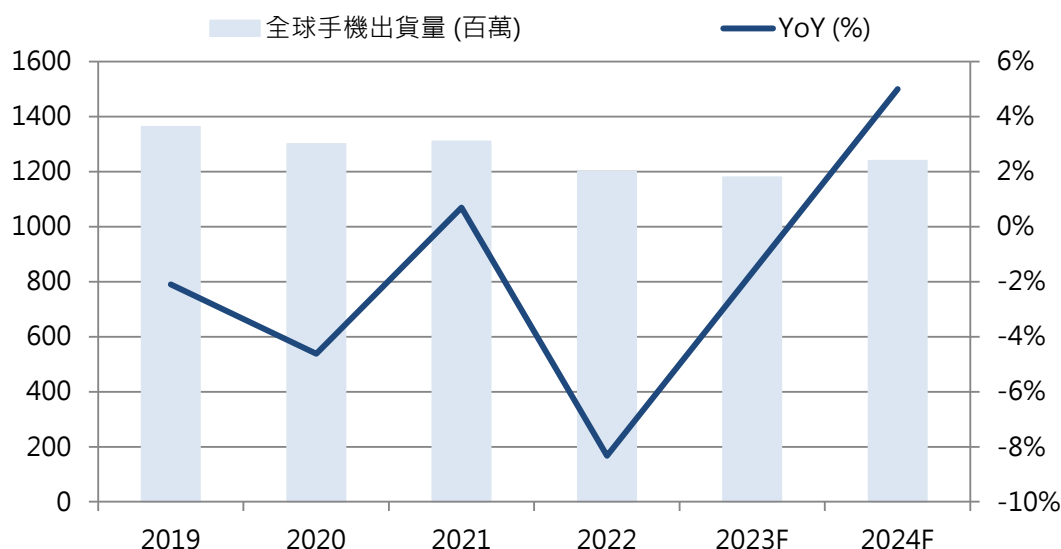


資料來源：Digitimes、元大投顧預估

智慧型手機市場 2023 年受景氣負面影響而衰退，2024 年緩慢回溫

2023 年高通膨、俄烏戰爭仍未消除，但中國手機因庫存低，可望帶動 Android 手機銷售小幅回升。但 Apple iPhone 上半年買氣下滑，全年出貨恐衰退，造成 2023 年全球手機持續下滑 2%。2024 年預期全球景氣復甦，庫存調整告一段落後，手機出貨可望年增 5%。聯強 2H23 新增印尼手機代理業務(主要銷售中國手機)，成長力道可望優於同業。

圖 7：全球智慧型手機出貨量在 2024 年可望回溫呈現正成長率



資料來源：IDC、元大投顧預估

聯強為亞太地區第一大、全球第三大 3C 通路商

聯強為亞太地區第一大、全球第三大 3C 通路商，主要競爭對手有：Ingram Micro (2016 年 2 月併入海航集團)、Tech Data Corp. (2021 年 9 月併入 Synnex)等。以 2020 年營收計算，聯強僅為 Ingram Micro 1/5、Tech Data Corp. 1/3，主因聯強專攻亞太區域，比不上另二家以全球市場為主，但以績效而言，聯強近年在精實、敏捷、躍進、MSP (Management Service Platform；營運管理服務平台)計畫執行下，營收及營業利益率表現佳。

圖 8：聯強為全球第三大 3C 通路商

公司名	2020 年銷售額(十億美金)
IngramMicro	49.1
Tech Data	36.8
聯強	10.9

資料來源：元大投顧整理

獲利調整與股票評價

上調 2023/24 年稅後 2%/3%

4Q23 商用/半導體出貨比預期佳，上修 2023/24 年營收 3%/4%，稅後則上調 2%/3%，EPS 4.43/5.04 元，衰退 53%/成長 14% (2023 年扣除 Concentrix 評價利益 82 億元，本業獲利年減 8%)。

圖 9：2023 和 2024 年財務預估調整

(百萬元)	2023 估		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	395,196	383,731	418,623	404,544	3.0%	3.5%
營業毛利	17,487	16,993	18,399	17,771	2.9%	3.5%
營業利益	8,400	8,158	8,601	8,300	3.0%	3.6%
稅前利益	10,425	10,183	10,826	10,526	2.4%	2.9%
稅後淨利	7,386	7,235	8,403	8,158	2.1%	3.0%
調整後 EPS (元)	4.43	4.34	5.04	4.89	2.0%	3.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	0	0
營業利益率	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	0	0
稅後純益率	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	0	0

資料來源：公司資料、元大投顧預估

維持「持有-落後同業」評等，目標價 63 元，潛在下跌空間 12%

我們採用本益比評價法，係因其常用於評估下游科技類股之價值；而採用股價淨值比評價法，則係考量其可作為景氣向下時的評價支撐。

本益比評價法

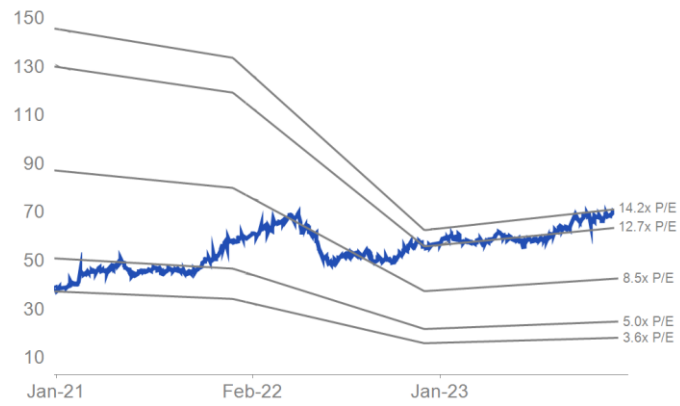
本中心本益比目標倍數由先前 10 倍略上升至 12 倍(近五年本益比區間 4~15 倍偏上緣)，反應營運谷底在 1H23 已過且 4Q23 營收高於預期，以 2024 年 EPS 5.04 元計算，得出本益比目標價 60.5 元。

股價淨值比評價法

本中心目標股價淨值比由原先 1.3 倍上調至 1.4 倍(近五年每股淨值區間 0.8~1.8 倍中間值)，同樣反應營收優於預期，以 2024 年每股淨值 46.23 元計算，股價淨值比目標價 64.7 元。

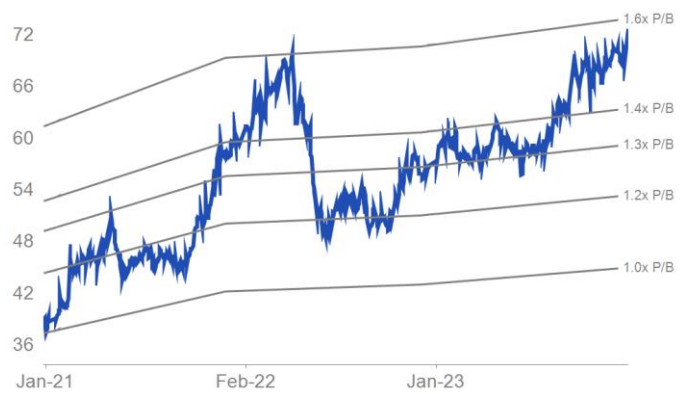
研究中心最新目標價 63 元，係以本益比評價法與股價淨值比評價法平均而得，潛在下跌空間 12%。

圖 10：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、C Money

圖 12：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
聯強	2347 TT	持有-落後 同業	71.6	3,852	9.44	4.43	5.04	7.6	16.2	14.2	(8.8)	(53.1)	13.8
國外同業													
神州數碼	000034 CH	未評等	25.6	2,319	1.6	1.9	2.2	16.4	13.9	11.6	324.5	18.2	19.1
Avnet	AVT US	未評等	47.9	4,337	7.0	7.7	5.7	6.8	6.3	8.4	260.7	9.0	(25.2)
國外同業平均					4.3	4.8	4.0	11.6	10.1	10.0	292.6	13.6	(3.0)
國內同業													
神腦	2450 TT	未評等	38.8	316	2.6	--	--	15.2	--	--	10.2	--	--
藍天	2362 TT	未評等	44.1	873	1.4	--	--	31.3	--	--	(53.5)	--	--
大聯大	3702 TT	未評等	89.8	5,093	6.0	4.8	4.5	14.9	18.7	20.2	(12.0)	(20.3)	(7.2)
國內同業平均					3.3	4.8	4.5	20.5	18.7	20.2	(18.4)	(20.3)	(7.2)

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 13：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
聯強	2347 TT	持有-落後 同業	71.6	3,852	23.2	10.0	10.9	43.51	44.32	46.23	1.7	1.6	1.6
國外同業													
神州數碼	000034 CH	未評等	25.6	2,319	14.7	14.4	15.0	11.9	12.7	14.5	2.2	2.0	1.8
Avnet	AVT US	未評等	47.9	4,337	16.7	15.5	13.5	42.5	--	47.8	1.1	--	1.0
國外同業平均					15.7	14.9	14.3	27.2	12.7	31.1	1.6	2.0	1.4
國內同業													
神腦	2450 TT	未評等	38.8	316	10.6	--	--	24.4	--	--	1.6	--	--
藍天	2362 TT	未評等	44.1	873	2.0	--	--	71.4	--	--	0.6	--	--
大聯大	3702 TT	未評等	89.8	5,093	13.9	9.8	9.2	48.3	50.2	53.4	1.9	1.8	1.7
國內同業平均					8.8	9.8	9.2	48.0	50.2	53.4	1.4	1.8	1.7

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 14：季度及年度簡明損益表 (合併)

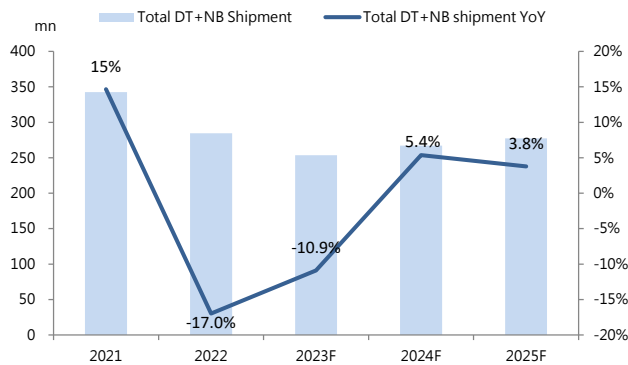
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	88,600	94,950	98,234	113,412	93,412	97,389	108,353	119,468	395,196	418,623
銷貨成本	(84,323)	(90,769)	(94,091)	(108,526)	(89,230)	(93,149)	(103,649)	(114,195)	(377,709)	(400,223)
營業毛利	4,277	4,181	4,143	4,886	4,182	4,240	4,704	5,273	17,487	18,399
營業費用	(2,211)	(2,153)	(2,227)	(2,495)	(2,317)	(2,318)	(2,416)	(2,748)	(9,087)	(9,799)
營業利益	2,065	2,027	1,916	2,391	1,865	1,922	2,288	2,525	8,400	8,601
業外利益	330	668	510	517	446	479	614	687	2,025	2,225
稅前純益	2,396	2,695	2,426	2,908	2,311	2,401	2,902	3,212	10,425	10,826
所得稅費用	(560)	(887)	(580)	(486)	(379)	(501)	(542)	(594)	(2,512)	(2,016)
少數股東權益	105	110	147	166	81	90	116	120	528	407
歸屬母公司稅後純益	1,731	1,698	1,699	2,257	1,851	1,811	2,243	2,498	7,386	8,403
調整後每股盈餘(NT\$)	1.04	1.02	1.02	1.35	1.11	1.09	1.34	1.50	4.43	5.04
調整後加權平均股數(百萬股)	1,666	1,666	1,666	1,666	1,666	1,666	1,666	1,666	1,668	1,668
重要比率										
營業毛利率	4.8%	4.4%	4.2%	4.3%	4.5%	4.4%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%
營業利益率	2.3%	2.1%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
稅前純益率	2.7%	2.8%	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%
稅後純益率	2.0%	1.8%	1.7%	2.0%	2.0%	1.9%	2.1%	2.1%	1.9%	2.0%
有效所得稅率	23.4%	32.9%	23.9%	16.7%	16.4%	20.9%	18.7%	18.5%	24.1%	18.6%
季增率(%)										
營業收入	-20.6%	7.2%	3.5%	15.5%	-17.6%	4.3%	11.3%	10.3%		
營業利益	-27.5%	-1.9%	-5.5%	24.8%	-22.0%	3.1%	19.0%	10.4%		
稅後純益	-29.7%	-1.9%	0.1%	32.8%	-18.0%	-2.2%	23.9%	11.4%		
調整後每股盈餘	-29.7%	-1.9%	0.1%	32.8%	-18.0%	-2.2%	23.8%	11.3%		
年增率(%)										
營業收入	-12.2%	-8.1%	-9.7%	1.7%	5.4%	2.6%	10.3%	5.3%	-6.9%	5.9%
營業利益	-10.0%	2.0%	-4.4%	-16.1%	-9.7%	-5.2%	19.4%	5.6%	-8.1%	2.4%
稅後純益	-32.0%	-28.6%	-79.7%	-8.4%	6.9%	6.6%	32.0%	10.7%	-51.5%	11.3%
調整後每股盈餘	-32.0%	-28.6%	-79.7%	-8.4%	7.0%	6.7%	32.0%	10.7%	-53.1%	13.8%

資料來源：公司資料、元大投顧、C Money；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

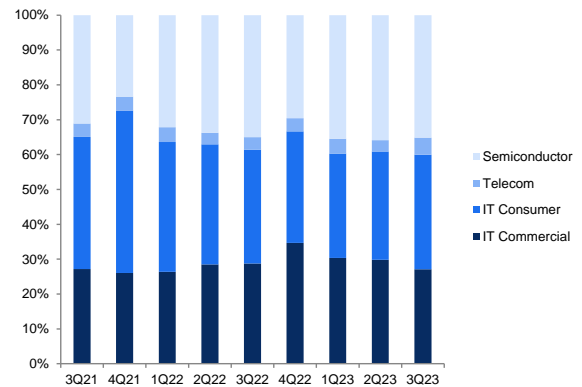
聯強(2347 TT)為亞太地區第一大、全球第三大 3C 通路商，其他競爭對手有：Ingram Micro (海航集團併入)、Tech Data Corp (Synnex 併入)等。主要產品營收比重(4Q23)包括：商用 30%、消費性電子 30%、通訊(主要為手機) 4%，半導體(IC component) 36%。涉入營運的地區眾多，包括台灣、大陸、澳洲、印尼、香港等地(列入合併報表)，其中大陸營收最高，約占整體營收 30%。轉投資子公司計有：泰國、印度、越南等。聯強近年在精實、敏捷、躍進、MSP (Management Service Platform；營運管理服務平台)計畫執行下，不僅原本市場持續提升市占，未來亦可能擴大營運地區。

圖 15：全球 PC 出貨量預估



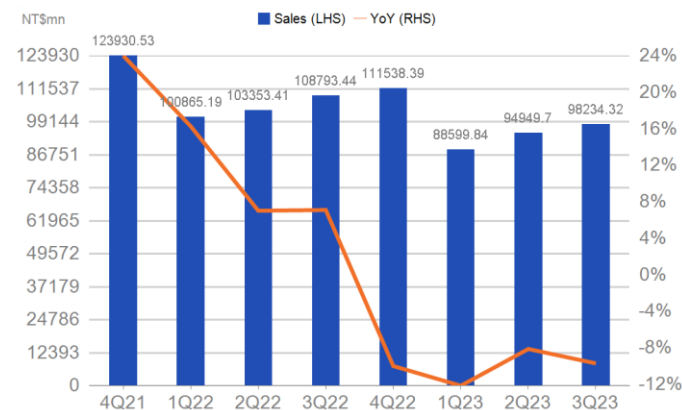
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：營收組成



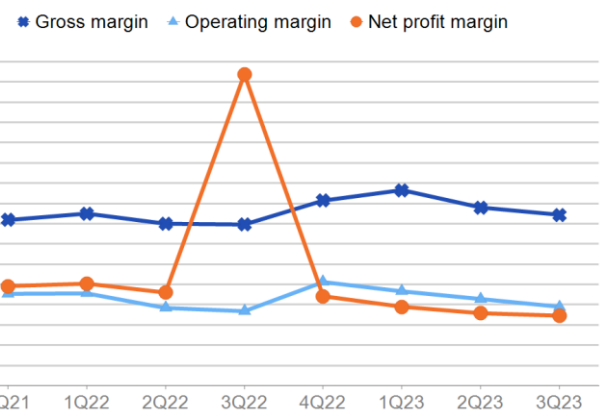
資料來源：公司資料

圖 17：營收趨勢



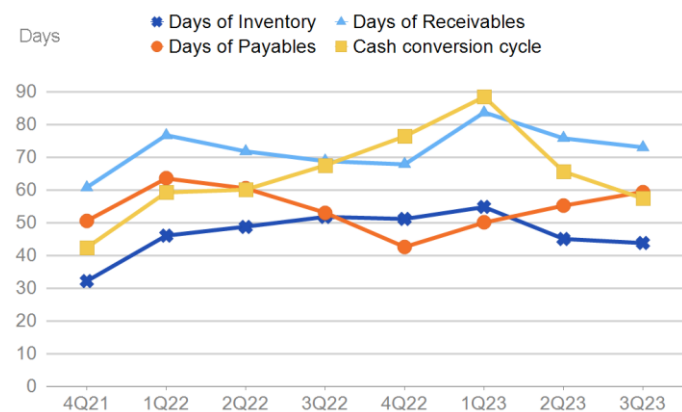
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：毛利率、營益率、淨利率



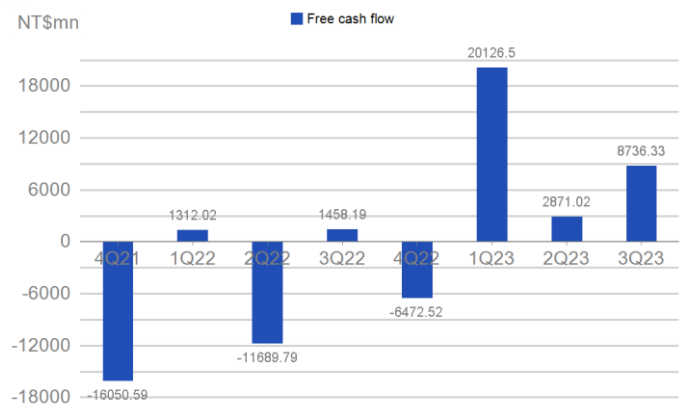
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**聯強國際整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，但在電子通路行業的公司中排名略微落後同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**聯強國際的整體曝險屬於低等水準，但仍略優於電子通路行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含供應鏈人權、公司品管、營運方面的碳排等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**聯強國際在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循適當的 ESG 揭露，且 ESG 委員會納入公司高層，環境永續政策亦到位，惟 ESG 成效未與公司薪酬制度結合。

圖 21：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	11.2
在 ESG 議題上的曝險 (A)	16.6
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	33.9
風險評級	低★
同業排行(1~100，1 為最佳)	28

資料來源：Sustainalytics (2024/1/23)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

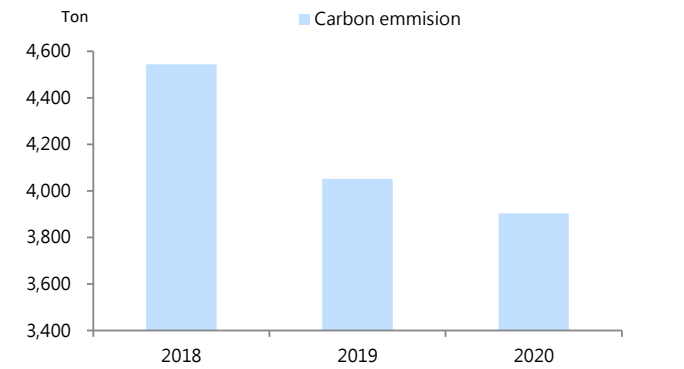
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

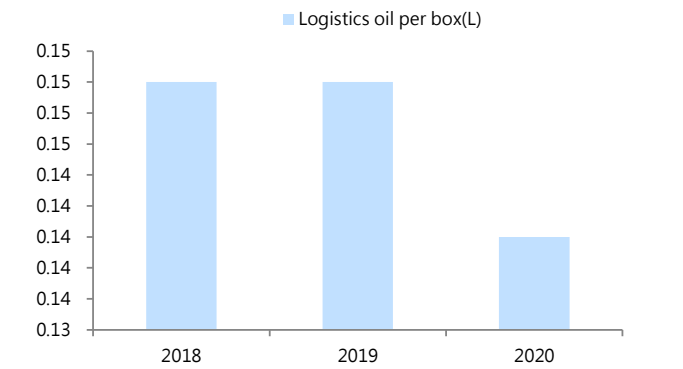
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 22：聯強碳排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 23：物流每箱用油



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	7,053	14,482	47,263	45,711	37,572
存貨	47,713	57,299	50,322	52,749	59,916
應收帳款及票據	85,462	79,169	76,744	83,824	95,519
其他流動資產	25,824	39,617	20,050	19,118	17,861
流動資產	166,052	190,568	194,379	201,402	210,869
採用權益法之投資	12,663	8,965	8,939	8,992	9,118
固定資產	9,568	9,757	9,497	9,224	8,937
無形資產	640	666	625	582	537
其他非流動資產	12,761	11,691	9,429	7,211	4,882
非流動資產	35,632	31,078	28,489	26,008	23,473
資產總額	201,684	221,646	222,869	227,410	234,342
應付帳款及票據	50,093	31,864	32,295	33,495	36,921
短期借款	53,327	73,314	72,581	72,218	71,857
什項負債	25,975	18,193	18,193	18,193	18,193
流動負債	129,394	123,371	123,069	123,906	126,971
長期借款	1,500	15,900	15,694	15,796	15,929
其他負債及準備	4,899	7,445	7,295	7,295	7,295
長期負債	6,399	23,345	22,989	23,091	23,224
負債總額	135,793	146,715	146,058	146,997	150,195
股本	16,679	16,679	16,679	16,679	16,679
資本公積	14,200	13,506	13,506	13,506	13,506
保留盈餘	40,978	48,416	49,964	53,367	56,890
什項權益	(8,247)	(6,038)	(6,234)	(6,440)	(6,656)
歸屬母公司之權益	63,611	72,563	73,915	77,112	80,419
非控制權益	2,281	2,368	2,895	3,302	3,728
股東權益總額	65,891	74,931	76,811	80,414	84,148

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	17,778	16,330	7,914	8,810	9,621
折舊及攤提	655	621	590	619	650
本期營運資金變動	(22,302)	(21,819)	9,835	(8,308)	(15,436)
其他營業資產及負債變動	(6,054)	(10,221)	(6,935)	569	896
營運活動之現金流量	(9,923)	(15,088)	11,403	1,690	(4,269)
資本支出	(445)	(304)	(289)	(303)	(318)
本期長期投資變動	(3,746)	(3,698)	26	(53)	(126)
其他資產變動	3,222	6,494	2,112	2,218	2,329
投資活動之現金流量	(969)	2,492	1,849	1,862	1,885
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	10,620	26,757	(206)	102	133
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(5,504)	(8,340)	(5,838)	(5,001)	(5,671)
其他調整數	(247)	(684)	(196)	(206)	(216)
融資活動之現金流量	4,868	17,734	(6,240)	(5,105)	(5,754)
匯率影響數	(2,153)	2,292	0	0	0
本期產生現金流量	(8,177)	7,429	7,012	(1,553)	(8,138)
自由現金流量	(10,368)	(15,392)	11,114	1,387	(4,587)

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	408,812	424,550	395,196	418,623	448,357
銷貨成本	(391,212)	(406,707)	(377,709)	(400,223)	(428,364)
營業毛利	17,599	17,843	17,487	18,399	19,993
營業費用	(8,267)	(8,706)	(9,087)	(9,799)	(10,551)
推銷費用	(6,543)	(6,927)	(7,473)	(7,822)	(8,424)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(1,476)	(1,529)	(1,386)	(1,977)	(2,126)
其他費用	(247)	(249)	(227)	0	0
營業利益	9,333	9,138	8,400	8,601	9,442
利息收入	300	324	736	644	544
利息費用	(511)	(1,459)	(1,991)	(1,509)	(1,277)
利息收入淨額	(211)	(1,135)	(1,256)	(865)	(733)
投資利益(損失)淨額	3,258	2,441	2,100	2,048	2,111
匯兌損益	15	202	257	0	0
其他業外收入(支出)淨額	10,837	9,630	924	1,042	1,100
稅前純益	23,232	20,275	10,425	10,826	11,919
所得稅費用	(5,454)	(3,944)	(2,512)	(2,016)	(2,299)
少數股權淨利	506	582	528	407	426
歸屬母公司之稅後純益	17,272	15,749	7,386	8,403	9,195
稅前息前折舊攤銷前淨利	24,377	22,331	7,810	7,982	8,792
調整後每股盈餘 (NT\$)	10.36	9.44	4.43	5.04	5.51

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	22.3	3.8	(6.9)	5.9	7.1
營業利益	29.0	(2.1)	(8.1)	2.4	9.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	108.6	(8.4)	(65.0)	2.2	10.2
稅後純益	108.2	(8.1)	(51.5)	11.3	9.2
調整後每股盈餘	111.7	(8.8)	(53.1)	13.8	9.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	4.3	4.2	4.4	4.4	4.5
營業利益率	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1
稅前息前淨利率	5.6	4.4	2.1	2.1	2.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	6.0	5.3	2.0	1.9	2.0
稅前純益率	5.7	4.8	2.6	2.6	2.7
稅後純益率	4.2	3.7	1.9	2.0	2.1
資產報酬率	9.8	7.7	3.6	3.9	4.1
股東權益報酬率	29.0	23.2	10.0	10.9	11.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	206.1	195.8	190.2	182.8	178.5
淨負債權益比(%)	72.5	99.7	53.4	52.6	59.7
利息保障倍數 (倍)	46.5	14.9	6.2	8.2	10.3
流動比率 (%)	128.3	154.5	157.9	162.5	166.1
速動比率 (%)	87.7	102.9	117.1	120.0	118.9
淨負債 (NT\$百萬元)	47,774	74,732	41,012	42,303	50,214
調整後每股淨值 (NT\$)	38.14	43.51	44.32	46.23	48.21
評價指標 (倍)					
本益比	6.9	7.6	16.2	14.2	13.0
股價自由現金流量比	--	--	10.7	86.1	--
股價淨值比	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	4.9	5.3	15.3	15.0	13.6
股價營收比	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

聯強 (2347 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210315	54.80	67.00	55.53	買進	魏建發
2	20210513	56.30	70.00	58.01	買進	魏建發
3	20210812	52.70	72.00	63.17	買進	魏建發
4	20211115	57.80	76.00	66.68	買進	魏建發
5	20220218	69.70	81.00	71.07	買進	魏建發
6	20220315	72.40	84.00	73.70	買進	魏建發
7	20220509	78.80	84.00	73.70	持有-超越同業	魏建發
8	20220809	56.50	62.00	58.58	持有-超越同業	魏建發
9	20221108	54.10	58.00	54.80	持有-超越同業	魏建發
10	20230221	63.70	57.00	53.85	持有-落後同業	魏建發
11	20230314	61.50	54.00	51.02	持有-落後同業	魏建發
12	20230512	62.40	55.00	51.96	持有-落後同業	魏建發
13	20230719	59.30	54.00	54.00	持有-落後同業	魏建發
14	20230810	58.80	54.00	54.00	持有-落後同業	魏建發
15	20231109	68.60	54.00	54.00	持有-落後同業	魏建發

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於A、B 或C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.