

2024 年 4 月 1 日

研究員：顏兆祥 mike.yen@cim.capital.com.tw

前日收盤價 98.30 元

目標價

3 個月 118.00 元

12 個月 118.00 元

聯茂 (6213TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

05/22/2023	Neutral	68.70
02/20/2023	Neutral	77.90

公司基本資訊

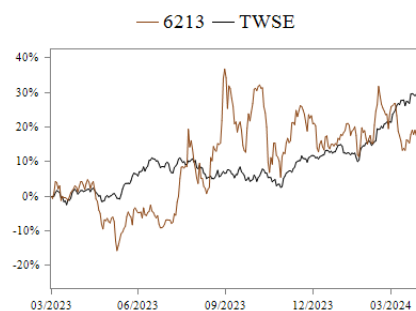
目前股本(百萬元)	3,630
市值(億元)	357
目前每股淨值(元)	53.55
外資持股比(%)	17.58
投信持股比(%)	0.67
董監持股比(%)	19.50
融資餘額(張)	8,945
現金股息配發率(%)	80.65

產品組合



- 銅箔基板 (CCL): 72.21%
- 玻璃纖維膠片 (PP): 27.52%
- 多層壓合板 (MLB): 0.27%

股價相對大盤走勢



切入 GB200 供應鏈，配合營收高成長，調升評等至 Buy

投資建議：2024 年隨著消費性電子的復甦，配合伺服器新平台和車用電子的需求暢旺，營收有望呈現 YoY +20% 以上的高成長，且切入 GB200 供應鏈，不論是題材和獲利成長兼備，故調升評等至 Buy，目標價 118 元，是以 2024 年 PER 20x 來評價。

1Q24 維持淡季表現，預估 QoQ -4.47%：1Q24 為消費性電子和智慧型手機的淡季，不過 L40S 和北美 CSP 的拉貨持續強勁，加上車用電子部分訂單遞延至 1Q24 出貨，整體營收預估為 QoQ 0~-5%。

2Q24 預估營收 QoQ +7.62%，網通和車用電子需求維持強勁：公司尚未給出 2Q24 的展望，考量工作天數較 1Q24 多，網通和車用電子需求維持強勁，故群益預估營收能有個位數成長。

2024 年網通和車用電子為主要成長動能，且公司在 AI 相關比重有望佔比達雙位數，預估 2024 年營收 YoY +22.06%：展望 2024 年，網通的部分，AI 伺服器相關產品需求強勁，除了 L40S 和北美 CSP 合作的案子外，GB200 和 GH200 亦有所斬獲，將於 2H24 量產，中國 CSP 客戶則預計於 2Q24 開始量產，美系自研晶片新客戶則預計 4Q24 開始出貨，故 AI 相關佔整體營收比重從 4Q23 的 5%，提升至 2024 年的 10~15%。傳統伺服器的部分，市場預期 2Q24 就會開始改善。車用電子的部分，根據市場預估，2024 年汽車銷售量維持 YoY 低個位數的成長，聯茂因不斷的增加市佔率，故 2024 年車用電子的營收 YoY 有雙位數以上的成長。消費性電子的部分，聯茂看好 Win10 即將停止更新帶動筆電汰舊換新的需求，預計 2H24 會有不錯的成長性，且使用的 CCL 的材料也會升級，毛利率和 ASP 都有所提升。因網通、車用電子和消費性電子都有成長動能，故預估 2024 年營收 YoY 有 20% 以上的成長。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	25,079	30,610	37,600	6,260	5,430	6,645	6,744	6,402	6,890	8,229	9,090	8,878
營業毛利淨額	3,106	5,362	7,001	670	581	901	954	927	1,161	1,534	1,740	1,570
營業利益	995	3,086	4,484	128	58	390	418	372	606	951	1,157	968
稅後純益	677	2,132	3,056	74	42	235	326	281	414	649	788	660
稅後 EPS(元)	1.86	5.87	8.42	0.20	0.11	0.65	0.90	0.77	1.14	1.79	2.17	1.82
毛利率(%)	12.38%	17.52%	18.62%	10.70%	10.70%	13.55%	14.15%	14.48%	16.85%	18.64%	19.14%	17.68%
營業利益率(%)	3.97%	10.08%	11.93%	2.04%	1.08%	5.87%	6.20%	5.81%	8.80%	11.56%	12.73%	10.90%
稅後純益率(%)	2.70%	6.96%	8.13%	1.18%	0.77%	3.53%	4.84%	4.39%	6.01%	7.88%	8.67%	7.43%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-13.91%	22.06%	22.83%	-8.79%	-13.25%	22.37%	1.50%	-5.07%	7.62%	19.44%	10.46%	-2.33%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-63.53%	215.03%	43.37%	-77.85%	-43.79%	464.16%	39.13%	-13.94%	47.30%	56.72%	21.56%	-16.29%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 36.30 億元計算。

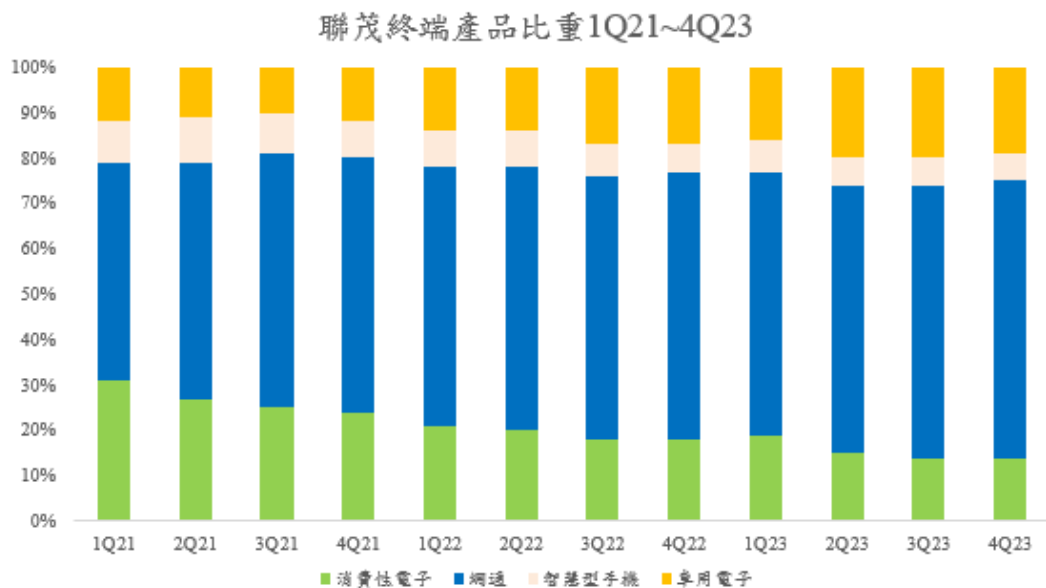
ESG(Environment, Social, Governance)：

聯茂(6213 TT)因應氣候變遷或溫室氣體管理之具體策略為導入能源管理系統(ISO50001)，2020 年聯茂台灣廠導入 ISO50001 能源管理系統的運作，並於 11/2020 經 SGS 驗證取得證書，聯茂將在既有的基礎上，以 ISO50001 能源管理系統的架構制度上持續推動能源的有效運用與節能管理，並持續的研擬評估導入替代性電力能源的可行性。

公司簡介：

聯茂電子(6213 TT)成立於 1997 年，總部位於新竹縣的新埔鎮，主要產品為銅箔基板(CCL, Copper Clad Laminate)和玻璃纖維膠片(PP, Prepreg)，另有少部分多層壓合和軟性銅箔基板(FCCL, Flexible Copper Clad Laminate)的產能。廠區主要分布在中國，東莞廠、無錫廠和江西廠都有 CCL 和 PP 產能，黃江廠主要以多層壓合為主，廣州廠則主要生產 FCCL。終端產品的部分，4Q23 年網通佔 61%，消費性電子佔 14%，智慧手機佔 6%，車用電子佔 19%，其中網通產品包含 server、基地台、storage、switch 和 IPC 等等，其中以 server 佔比最高，約佔網通的 8 成。

圖一、聯茂終端營收比重



資料來源：聯茂，群益投顧整理

4Q23 營收 QOQ +1.50%，網通、消費性電子和智慧型手機部門呈現季增，車用電子部分訂單遞延呈現季減：

聯茂 4Q23 營收為 67.44 億元，QOQ +1.50%，YOY -1.73%；毛利率為 14.15%，較 3Q23 增加 0.60 個百分點；稅後純益為 3.26 億元，QOQ +39.13%，YOY -2.27%；稅後 EPS 0.90 元，符合預期。4Q23 伺服器新平台開始放量，L40S 出貨量維持高檔，加上北美 CSP 合作的案子也會開始出貨，消費性電子和智慧手機客戶拉貨則持續升溫。唯獨車用電子部分訂單遞延到 1Q24，使得車用電子部門 4Q23 呈現季減。毛利率則因產能利用率提高和產品組合持續優化而較 3Q23 增加。

2024 年 4 月 1 日

1Q24 維持淡季表現，預估 QOQ -4.47%：

1Q24 為消費性電子和智慧型手機的淡季，不過 L40S 和北美 CSP 的拉貨持續強勁，加上車用電子部分訂單遞延至 1Q24 出貨，整體營收預估為 QOQ 0~-5%。預估 1Q24 聯茂營收為 64.42 億元，QOQ -4.47%，YOY +2.92%；稅後純益為 2.86 億元，QOQ -12.41%，YOY +286.49%；稅後 EPS 0.79 元。

2Q24 預估營收 QOQ +7.62%，網通和車用電子需求維持強勁：

公司尚未給出 2Q24 的展望，考量工作天數較 1Q24 多，網通和車用電子需求維持強勁，故群益預估營收能有個位數成長。預估 2Q24 營收為 68.90 億元，QOQ +7.62%，YOY +26.87%；稅後純益為 4.14 億元，QOQ +47.30%，YOY +895.00%；稅後 EPS 1.14 元。

2024 年網通和車用電子為主要成長動能，且公司在 AI 相關比重有望佔比達雙位數，預估 2024 年營收 YOY +22.06%：

展望 2024 年，網通的部分，AI 伺服器相關產品需求強勁，除了 L40S 和北美 CSP 合作的案子外，GB200 和 GH200 亦有所斬獲，將於 2H24 量產，中國 CSP 客戶則預計於 2Q24 開始量產，美系自研晶片新客戶則預計 4Q24 開始出貨，故 AI 相關佔整體營收比重從 4Q23 的 5%，提升至 2024 年的 10~15%。傳統伺服器的部分，市場預期 2Q24 就會開始改善。

車用電子的部分，根據市場預估，2024 年汽車銷售量維持 YOY 低個位數的成長。而汽車動力與安全要求規格不斷提升之下，電子化的程度亦同步增加，工研院預估 2023 年全球汽車電子市場規模達 4,095 億美元，2028 年更上看 9,158 億美元，2020~2028 年 CAGR 為 17.58%，顯示整車對汽車板的需求將與日俱增。除此之外，聯茂亦不斷的增加市佔率，故 2024 年車用電子的營收 YOY 有雙位數以上的成長。

消費性電子的部分，聯茂看好 Win10 即將停止更新帶動筆電汰舊換新的需求，預計 2H24 會有不錯的成長性，且使用的 CCL 的材料也會升級，毛利率和 ASP 都有所提升。

因網通、車用電子和消費性電子都有成長動能，故預估 2024 年營收 YOY 有 20%以上的成長。

泰國廠的部分，10/31/2023 董事會決議增加第一期的總投資金額為 22.91 億元(原本為 15.36 億元)，未來會規劃做伺服器和高階車用電子的產品，預計 2H24 試產，2025 年量產，預計 2025~2027 年會增加 40 萬張/月的產能，總產能從原本的 545 萬張/月，增加至 585 萬張/月。

公司預計發放 1.5 元的現金股利，現金股利發放率為 80.6%，以股價 98 元來計算，現金殖利率為 1.5%。

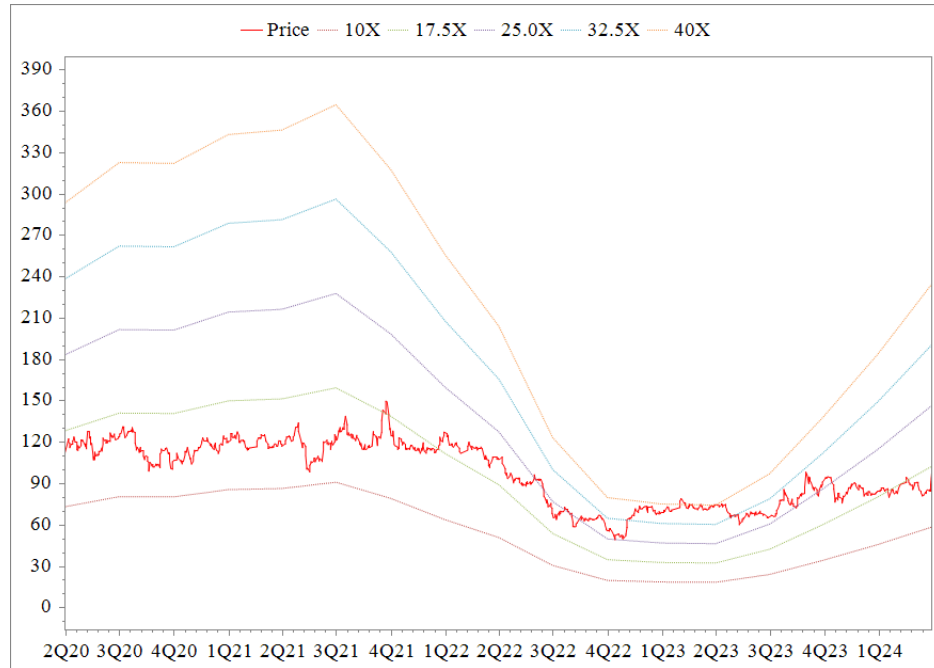
綜合以上，聯茂 2023 年營收為 250.79 億元，YOY -13.91%；稅後純益為 6.77 億元，YOY -63.53%；稅後 EPS 1.86 元。預估 2024 年營收為 306.10 億元，YOY +22.06%；稅後純益為 21.32 億元，YOY +215.03%；稅後 EPS 5.87 元。

2024 年 4 月 1 日

投資建議：

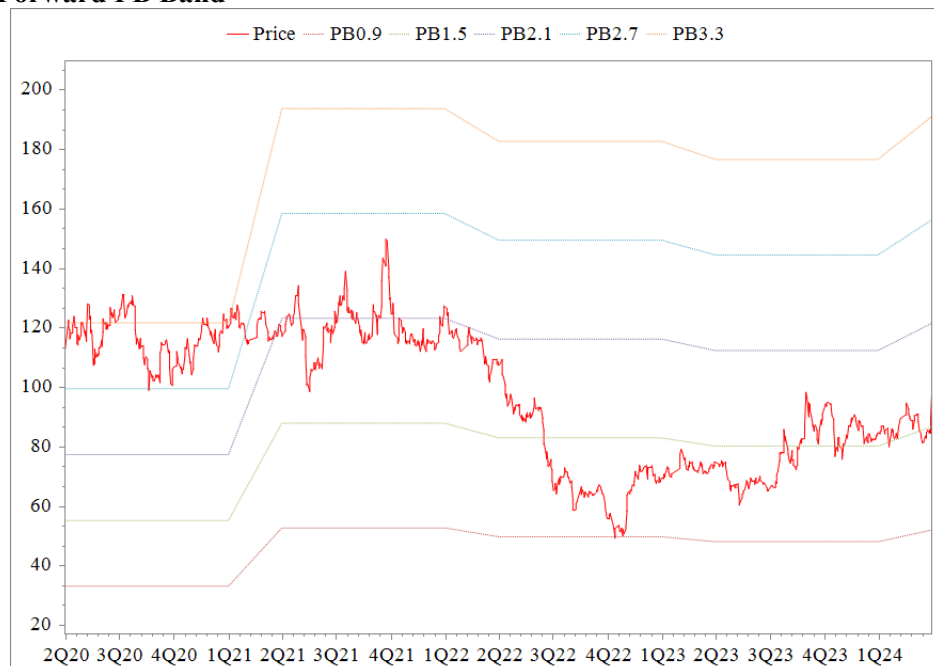
2024 年隨著消費性電子的復甦，配合伺服器新平台和車用電子的需求暢旺，營收有望呈現 YOY +20%以上的高成長，且切入 GB200 供應鏈，不論是題材和獲利成長兼備，故調升評等至 Buy，目標價 118 元，是以 2024 年 PER 20x 來評價。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 4 月 1 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	36,237	33,384	33,380	37,008	41,063
流動資產	24,375	21,469	21,306	22,423	24,577
現金及約當現金	4,423	5,214	5,594	5,666	6,328
應收帳款與票據	13,260	12,119	11,498	15,339	16,595
存貨	5,167	2,731	3,014	3,765	4,619
採權益法之投資	0	48	42	67	98
不動產、廠房設備	6,505	6,557	7,776	7,746	6,486
負債總計	14,923	13,273	13,940	15,981	18,250
流動負債	14,265	10,883	10,540	11,211	12,289
應付帳款與票據	7,121	5,926	5,991	7,152	8,274
非流動負債	658	2,390	3,400	3,609	3,679
權益總計	21,315	20,111	19,440	21,027	22,813
普通股股本	3,830	3,630	3,630	3,630	3,630
保留盈餘	8,309	7,561	7,149	8,736	10,522
母公司業主權益	21,315	20,111	19,440	21,026	22,812
負債及權益總計	36,237	33,384	33,380	37,008	41,063

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	32,525	29,130	25,079	30,610	37,600
營業成本	26,545	25,190	21,973	25,249	30,599
營業毛利淨額	5,980	3,940	3,106	5,362	7,001
營業費用	2,160	2,043	2,111	2,276	2,517
營業利益	3,819	1,896	995	3,086	4,484
EBITDA	4,833	3,561	2,405	7,655	7,655
業外收入及支出	-5	396	157	10	10
稅前純益	3,815	2,315	1,152	3,096	4,494
所得稅	670	460	476	965	1,438
稅後純益	3,145	1,855	677	2,132	3,056
稅後 EPS(元)	8.66	5.11	1.86	5.87	8.42
完全稀釋 EPS**	8.66	5.11	1.86	5.87	8.42

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 36.30【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 36.30 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	27.94%	-10.44%	-13.91%	22.06%	22.83%
營業毛利淨額	20.78%	-34.11%	-21.17%	72.65%	30.57%
營業利益	18.68%	-50.35%	-47.54%	210.17%	45.31%
稅後純益	17.98%	-41.01%	-63.53%	215.03%	43.37%
獲利能力分析(%)					
毛利率	18.38%	13.53%	12.38%	17.52%	18.62%
EBITDA(%)	14.86%	12.22%	9.59%	25.01%	20.36%
營益率	11.74%	6.51%	3.97%	10.08%	11.93%
稅後純益率	9.67%	6.37%	2.70%	6.96%	8.13%
總資產報酬率	8.68%	5.56%	2.03%	5.76%	7.44%
股東權益報酬率	14.75%	9.22%	3.48%	10.14%	13.40%

償債能力檢視

負債比率(%)	41.18%	39.76%	41.76%	43.18%	44.44%
負債/淨值比(%)	70.01%	66.00%	71.71%	76.00%	80.00%
流動比率(%)	170.88%	197.27%	202.15%	200.00%	200.00%
其他比率分析					
存貨天數	57.82	57.22	47.72	49.00	50.00
應收帳款天數	135.08	159.00	171.86	160.00	155.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	3,153	6,429	2,097	3,962	5,182
稅前純益	3,815	2,315	1,152	3,096	4,494
折舊及攤銷	948	1,161	1,163	1,239	1,103
營運資金變動	-2,107	2,382	404	-3,431	-988
其他營運現金	498	571	-622	3,058	574
投資活動現金	-4,964	-3,221	-1,249	-4,316	-4,930
資本支出淨額	-4,946	-3,149	-1,124	-1,800	-1,800
長期投資變動	1	-44	-82	0	0
其他投資現金	-18	-28	-43	-2,516	-3,130
籌資活動現金	2,933	-1,395	-171	426	410
長借/公司債變動	-1,728	1,679	955	208	70
現金增資	6,494	0	0	0	0
發放現金股利	-1,665	-1,915	-1,089	-544	-1,270
其他籌資現金	-169	-1,159	-37	761	1,610
淨現金流量	1,136	791	380	71	663
期初現金	3,287	4,423	5,214	5,594	5,666
期末現金	4,423	5,214	5,594	5,666	6,328

資料來源：CMoney、群益

2024 年 4 月 1 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	6,863	6,260	5,430	6,645	6,744	6,402	6,890	8,229	9,090	8,878	9,358	9,712
營業成本	5,839	5,590	4,849	5,744	5,790	5,475	5,729	6,695	7,350	7,308	7,663	7,850
營業毛利淨額	1,024	670	581	901	954	927	1,161	1,534	1,740	1,570	1,696	1,862
營業費用	570	542	523	511	536	555	555	583	583	602	625	643
營業利益	454	128	58	390	418	372	606	951	1,157	968	1,071	1,219
業外收入及支出	-73	6	23	-4	132	3	3	3	3	3	3	3
稅前純益	381	134	81	386	550	375	609	954	1,159	971	1,073	1,222
所得稅	47	60	40	152	224	94	195	305	371	311	343	391
稅後純益	334	74	42	235	326	281	414	649	788	660	730	831
最新股本	3,630	3,630	3,630	3,630	3,630	3,630	3,630	3,630	3,630	3,630	3,630	3,630
稅後EPS(元)	0.92	0.20	0.11	0.65	0.90	0.77	1.14	1.79	2.17	1.82	2.01	2.29

獲利能力(%)

毛利率(%)	14.92%	10.70%	10.70%	13.55%	14.15%	14.48%	16.85%	18.64%	19.14%	17.68%	18.12%	19.17%
營業利益率(%)	6.61%	2.04%	1.08%	5.87%	6.20%	5.81%	8.80%	11.56%	12.73%	10.90%	11.44%	12.55%
稅後純益率(%)	4.87%	1.18%	0.77%	3.53%	4.84%	4.39%	6.01%	7.88%	8.67%	7.43%	7.80%	8.55%

QoQ(%)

營業收入淨額	8.04%	-8.79%	-13.25%	22.37%	1.50%	-5.07%	7.62%	19.44%	10.46%	-2.33%	5.40%	3.78%
營業利益	29.90%	-71.79%	-54.34%	567.64%	7.26%	-11.10%	62.90%	56.96%	21.62%	-16.32%	10.60%	13.88%
稅前純益	5.22%	-64.80%	-39.34%	374.93%	42.44%	-31.95%	62.46%	56.72%	21.56%	-16.29%	10.57%	13.85%
稅後純益	20.42%	-77.85%	-43.79%	464.16%	39.13%	-13.94%	47.30%	56.72%	21.56%	-16.29%	10.57%	13.85%

YoY(%)

營業收入淨額	-14.54%	-24.30%	-28.98%	4.61%	-1.73%	2.27%	26.87%	23.84%	34.78%	38.68%	35.83%	18.02%
營業利益	-35.50%	-80.13%	-87.01%	11.69%	-7.77%	190.68%	937.13%	143.83%	176.47%	160.21%	76.67%	28.18%
稅前純益	-49.37%	-86.26%	-86.35%	6.71%	44.45%	179.25%	647.94%	146.81%	110.64%	159.10%	76.34%	28.10%
稅後純益	-58.62%	-90.86%	-90.43%	-15.41%	-2.27%	279.72%	895.00%	176.41%	141.51%	134.92%	76.34%	28.10%

註1：稅後EPS以股本36.30億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。