



聯茂

(6213.TW/6213 TT)

未評等

收盤價 April 17 (NT\$)	111.0
12 個月目標價 (NT\$)	N/A
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲 / 下跌空間 (%)	N/A

焦點內容

1. 公司預期 2Q24 可望季增 10%，2024 營收 20% 成長。
2. 2023-24 預期 very low loss (M6) 佔比營收 5-6%、20% 以上。
3. GB200 中 M6 等級的材料，公司將為主要供應商，帶動 2024 年 AI server 占比達個位數。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	40.29 / 1,238
流通在外股數 (百萬股)：	363.0
外資持有股數 (百萬股)：	64.67
3M 平均成交量 (百萬股)：	6.33
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	63.40 - 124.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	37.9	28.6	41.6
相對表現 (%)	20.1	7.1	15

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	1.93	2.58	2.40	2.31
2022	2.11	1.14	0.74	0.89
2023	0.20	0.11	0.65	0.90

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

林祐熙
886 2 2181 8725
jacklin.lin@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

一般型伺服器回溫，AI 伺服器市佔率開始提升

重要訊息

聯茂 1Q24 營收季減 9% 達 61.6 億元，低共識 7% 之 66 億元，但預期在 3 月底一般型伺服器明顯拉貨回溫下，2Q24 可望季增 10% 以上走出谷底。

評論及分析

2Q24 營收可望季增雙位數。 1Q24 除車用呈季增，其餘呈季減。目前月產能為 545 萬張，在一般伺服器拉貨逐季增溫下，我們預期 2Q24、2H24 稼動率 65%、65-70%，4Q24 若 GB200 加入生產可超過 70%。而 2024 年折舊為 13 億元、資本支出預期為 16 億元，泰國第一期月產能 30 萬張。

2024 伺服器回溫及 AI 伺服器市佔提升帶動 very low loss 材料以上佔比達 20% 之上。 我們預期 2024 營收可呈 20% 成長，其餘摘要如下：(1) 2023 年我們為美系客戶伺服器 L40S 主要供應商之一，4Q23 新增另一美系 CSP 伺服器 (M7) 放量，2024 年除 L40S 持續出貨，將新增一美系 AI ASIC 在 2Q24 放量。(2) GH200、GB200 公司皆是供應商之一，其中 GB200 以 computing tray 副板為主出貨並用 M6 等級的材料，而公司將為主要供應商。(3) M8 材料進度稍慢，正驗證中系 800G 交換器及 GB200 OAM 混壓的認證。(4) 2023、1H24、2024 預期 very low loss (M6) 佔比營收 5-6%、10%、20% 以上 (14-16% 為 general server、4-6% 為 AI server)。(5) 2024 年車用營收有機會呈 10-15% 成長。(6) Birch Stream 伺服器新平台今年開始測試，層數提升至 18-22 層。

投資建議

目前股價交易於 2024-25 年市場共識之每股盈餘的 22.9 倍、16.7 倍屬於區間上緣，儘管公司在 AI 伺服器市佔率有所提升 (營收佔比為個位數)，然而我們認為一般型伺服器 PCB 層數與規格仍持續攀升，因此 2Q24 起需求增溫將帶動稼動率與獲利提升驅使股價上揚。

投資風險

客戶需求不如預期；競爭對手進度超前。

主要財務數據及估值

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
營業收入 (NT\$百萬)	23,791	25,422	32,525	29,130	25,079
營業毛利 (NT\$百萬)	4,780	4,951	5,980	3,940	3,106
營業利益 (NT\$百萬)	3,104	3,218	3,819	1,896	995
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,463	2,666	3,145	1,855	677
每股盈餘 (NT\$)	8.13	8.19	9.00	4.94	1.86
每股現金股利 (NT\$)	5.00	5.00	5.00	3.00	1.50
每股盈餘成長率 (%)	38.8	0.7	9.9	(45.1)	(62.3)
本益比 (x)	13.7	13.6	12.3	22.5	59.5
股價淨值比 (x)	3.8	2.8	2.0	2.0	2.1
EV/EBITDA (x)	9.5	9.2	7.7	13.7	18.4
淨負債比率 (%)	18.3	5.4	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.5	4.5	4.5	2.7	1.4
股東權益報酬率 (%)	29.1	23.9	18.1	9.0	3.4

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 4Q23 財報及 1Q24、2024 及 2025 市場共識比較

百萬元	4Q23					1Q24F			2024F		2025F	
	實際數	市場共識	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	YoY (%)	市場共識	YoY (%)
營收	6,744	7,054	(4.4)	1.5	(1.7)	6,598	(2.2)	5.4	29,618	18.1	33,615	13.5
毛利	954	1,068	(10.6)	5.9	(6.8)	926	(3.0)	38.2	4,843	55.9	5,971	23.3
營業利益	418	492	(14.9)	7.3	(7.8)	396	(5.5)	209.1	2,550	156.3	3,449	35.3
稅後淨利	326	334	(2.3)	39.1	(2.3)	273	(16.5)	268.5	1,810	167.5	2,434	34.5
每股盈餘 (元)	0.90	0.87	3.85	39.1	1.1	0.76	(15.8)	271.4	4.85	160.2	6.65	37.0
毛利率 (%)	14.1	15.1	(1.0) ppts	0.6 ppts	(0.8) ppts	14.0	(0.1) ppts	3.3 ppts	16.4	4.0 ppts	17.8	1.4 ppts
營利率 (%)	6.2	7.0	(0.8) ppts	0.3 ppts	(0.4) ppts	6.0	(0.2) ppts	4.0 ppts	8.6	4.6 ppts	10.3	1.7 ppts
淨利率 (%)	4.8	4.7	0.1 ppts	1.3 ppts	(0.0) ppts	4.1	(0.7) ppts	2.9 ppts	6.1	3.4 ppts	7.2	1.1 ppts

資料來源: Bloomberg : 凱基

圖 2: 同業比較 - 投資評價

公司	代號	市值	股價	EPS (當地貨幣)			PE (x)			PB (x)			ROE (%)			股息殖利率 (%)		
		美金百萬元	當地貨幣	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
聯茂	6213 TT	1,240	111.00	1.86	4.85	6.65	59.7	22.9	16.7	2.07	1.98	1.93	3.4	8.8	11.6	1.4	2.7	3.5
台光電	2383 TT	3,934	372.50	16.07	24.52	27.73	23.2	15.2	13.4	5.06	4.40	3.83	23.6	31.8	31.3	2.7	4.0	4.6
台耀	6274 TT	1,405	168.00	3.05	8.91	11.92	55.1	18.9	14.1	3.93	3.33	2.82	7.0	17.7	21.4	2.4	3.3	4.4
騰輝	6672 TT	187	85.10	6.08	N.A.	N.A.	14.0	N.A.	N.A.	1.89	N.A.	N.A.	13.7	N.A.	N.A.	3.9	N.A.	N.A.
建滔積層板	1888 HK	2,319	5.82	0.29	0.51	0.77	20.0	11.3	7.6	1.21	1.18	1.13	6.0	10.4	14.5	2.7	4.4	6.4

資料來源: Bloomberg : 凱基

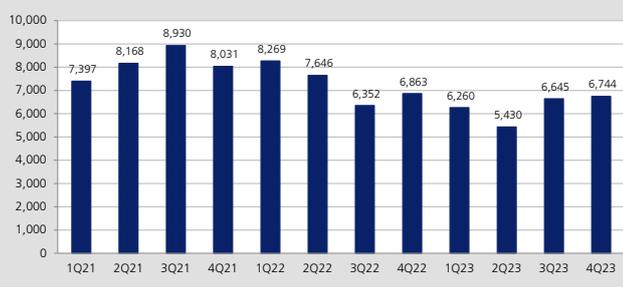
圖 3: 公司概況

聯茂成立於 1997 年 4 月，為國內第一大銅箔基板供應商，位於新竹縣新埔鎮。2023 年依應用別為消費性電子 15%、基礎建設 60%、智慧型手機 6% 以及汽車電子 19%。若依產品別占比，2022 年銅箔基板及膠片占 99.5%，多層壓合板及其它占 0.5%。2023 年公司產能銅箔基板為每月 545 萬張(台灣廠 40 萬、無錫廠 165 萬、東莞廠 100 萬、江西廠 240 萬)、膠片 2,640 萬米/月、軟性銅箔基板 145 萬平方米/月、多層壓合代工 50 萬平方英尺/月。

資料來源：凱基

圖 5: 季營業收入

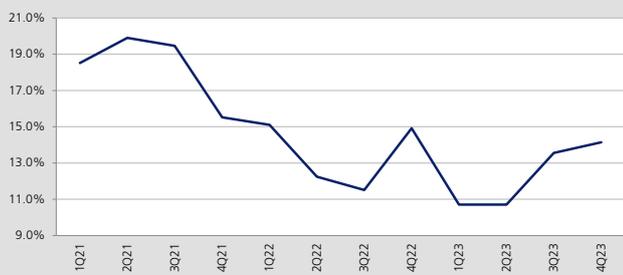
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7: 毛利率

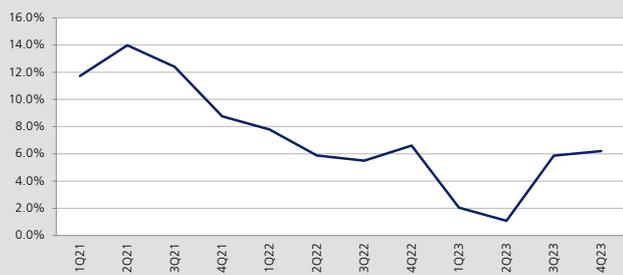
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 4: 產品應用別占比

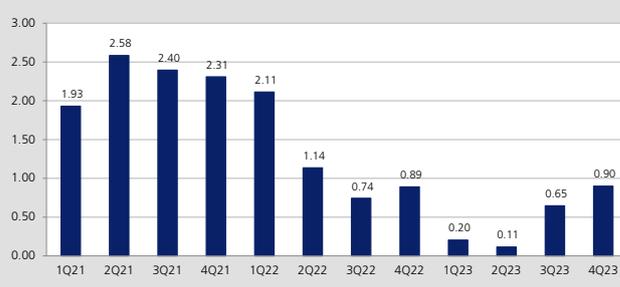
產品比重，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 每股盈利

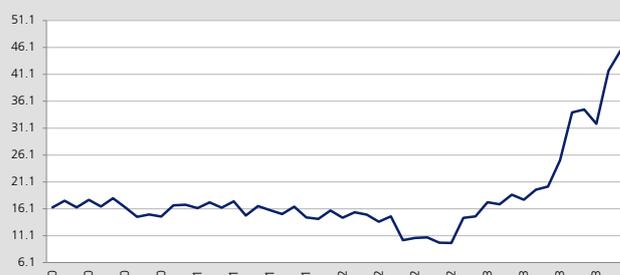
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8: 本益比

本益比，倍



資料來源：凱基

圖 10: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	8,269	7,646	6,352	6,863	6,260	5,430	6,645	6,744	32,525	29,130	25,079
營業成本	(7,020)	(6,710)	(5,621)	(5,839)	(5,590)	(4,849)	(5,744)	(5,790)	(26,545)	(25,190)	(21,973)
營業毛利	1,249	936	731	1,024	670	581	901	954	5,980	3,940	3,106
營業費用	(605)	(486)	(382)	(570)	(542)	(523)	(511)	(536)	(2,160)	(2,043)	(2,111)
營業利益	644	450	349	454	128	58	390	418	3,819	1,896	995
折舊	(261)	(272)	(280)	(256)	(275)	(253)	(270)	(282)	(948)	(1,069)	(1,079)
攤提	-	-	-	-	-	-	-	(84)	-	-	(84)
EBITDA	905	722	629	710	403	311	660	784	4,767	2,966	2,158
利息收入	4	5	5	9	12	6	7	28	10	22	54
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	26	28	88	19	14	29	16	184	67	161	243
總營業外收入	30	33	93	28	27	34	23	212	77	183	296
利息費用	(23)	(21)	(30)	(32)	(32)	(29)	(30)	(53)	(81)	(107)	(143)
投資損失	-	-	-	-	(1)	(1)	(2)	(2)	-	(1)	(5)
其他營業外費用	325	135	(50)	(68)	12	19	5	(25)	(1)	344	10
總營業外費用	302	113	(80)	(101)	(21)	(11)	(27)	(80)	(82)	235	(139)
稅前純益	976	596	362	381	134	81	386	550	3,815	2,315	1,152
所得稅費用[利益]	(167)	(161)	(85)	(47)	(60)	(40)	(152)	(224)	(670)	(460)	(476)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	809	435	277	334	74	42	235	326	3,145	1,855	677
非常項目	(0)	0	0	(0)	0	0	(0)	(0)	-	0	0
稅後淨利	809	435	277	334	74	42	235	326	3,145	1,855	677
每股盈餘 (NT\$)	2.11	1.14	0.74	0.89	0.20	0.11	0.65	0.90	9.00	4.94	1.86
獲利率 (%)											
營業毛利率	15.1	12.2	11.5	14.9	10.7	10.7	13.6	14.1	18.4	13.5	12.4
營業利益率	7.8	5.9	5.5	6.6	2.0	1.1	5.9	6.2	11.7	6.5	4.0
EBITDA Margin	10.9	9.4	9.9	10.3	6.4	5.7	9.9	11.6	14.7	10.2	8.6
稅前純益率	11.8	7.8	5.7	5.6	2.1	1.5	5.8	8.2	11.7	7.9	4.6
稅後純益率	9.8	5.7	4.4	4.9	1.2	0.8	3.5	4.8	9.7	6.4	2.7
季成長率 (%)											
營業收入	3.0	(7.5)	(16.9)	8.0	(8.8)	(13.2)	22.4	1.5			
營業毛利	0.2	(25.0)	(21.9)	40.0	(34.6)	(13.2)	55.0	5.9			
營業收益增長	(8.4)	(30.2)	(22.3)	29.9	(71.8)	(54.3)	567.6	7.3			
EBITDA	(5.1)	(20.2)	(12.8)	12.7	(43.3)	(22.7)	112.3	18.8			
稅前純益	29.7	(38.9)	(39.2)	5.2	(64.8)	(39.3)	374.9	42.4			
稅後純益	0.2	(46.3)	(36.2)	20.4	(77.8)	(43.8)	464.2	39.1			
年成長率 (%)											
營業收入	11.8	(6.4)	(28.9)	(14.5)	(24.3)	(29.0)	4.6	(1.7)	27.9	(10.4)	(13.9)
營業毛利	(8.9)	(42.4)	(57.9)	(17.8)	(46.4)	(37.9)	23.1	(6.8)	20.8	(34.1)	(21.2)
營業收益	(25.7)	(60.6)	(68.5)	(35.5)	(80.1)	(87.0)	11.7	(7.8)	18.7	(50.3)	(47.5)
EBITDA	(16.6)	(47.5)	(53.5)	(25.6)	(55.5)	(56.9)	4.9	10.5	19.3	(37.8)	(27.2)
稅前純益	15.8	(46.9)	(67.0)	(49.4)	(86.3)	(86.3)	6.7	44.5	12.4	(39.3)	(50.2)
稅後純益	25.9	(49.5)	(66.8)	(58.6)	(90.9)	(90.4)	(15.4)	(2.3)	18.0	(41.0)	(63.5)

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
資產總額	23,480	25,684	36,237	33,384	33,380
流動資產	17,983	18,605	24,375	21,469	21,306
現金及短期投資	3,631	3,293	4,428	5,217	5,685
存貨	2,664	3,243	5,167	2,731	3,014
應收帳款及票據	10,599	10,813	13,260	12,119	11,498
其他流動資產	1,089	1,256	1,520	1,401	1,110
非流動資產	5,498	7,080	11,862	11,915	12,073
長期投資	29	38	30	80	78
固定資產	3,623	4,530	6,505	6,557	7,776
什項資產	1,847	2,512	5,327	5,278	4,219
負債總額	14,555	12,291	14,923	13,273	13,940
流動負債	12,544	9,979	14,265	10,883	10,540
應付帳款及票據	6,384	4,858	7,121	5,926	5,991
短期借款	3,882	2,370	2,131	2,633	2,921
什項負債	2,279	2,751	5,012	2,324	1,627
長期負債	2,010	2,312	658	2,390	3,400
長期借款	1,288	1,640	-	1,677	2,346
其他負債及準備	393	395	430	499	844
股東權益總額	8,926	13,394	21,315	20,111	19,440
普通股股本	3,030	3,330	3,830	3,630	3,630
保留盈餘	4,248	4,625	5,979	4,847	4,551
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
年成長率					
營業收入	6.2%	6.9%	27.9%	(10.4%)	(13.9%)
營業收益增長	73.9%	3.7%	18.7%	(50.3%)	(47.5%)
EBITDA	59.9%	8.1%	19.3%	(37.8%)	(27.2%)
稅後純益	38.8%	8.2%	18.0%	(41.0%)	(63.5%)
每股盈餘成長率	38.8%	0.7%	9.9%	(45.1%)	(62.3%)
獲利能力分析					
營業毛利率	20.1%	19.5%	18.4%	13.5%	12.4%
營業利益率	13.0%	12.7%	11.7%	6.5%	4.0%
EBITDA Margin	15.5%	15.7%	14.7%	10.2%	8.6%
稅後純益率	10.4%	10.5%	9.7%	6.4%	2.7%
平均資產報酬率	11.7%	10.8%	10.2%	5.3%	2.0%
股東權益報酬率	29.1%	23.9%	18.1%	9.0%	3.4%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	57.9%	29.9%	10.0%	21.4%	27.1%
淨負債比率	18.3%	5.4%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	44.7	45.3	48.0	22.7	9.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.6	0.6	0.4	0.2
Cash Flow Int. Coverage (x)	28.6	13.6	38.9	60.1	14.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.5	0.4	1.4	2.3	0.7
流動比率 (x)	1.4	1.9	1.7	2.0	2.0
速動比率 (x)	1.2	1.5	1.3	1.7	1.7
淨負債 (NT\$百萬)	1,632	723	(2,292)	(904)	(327)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	8.13	8.19	9.00	4.94	1.86
每股現金盈餘 (NT\$)	6.67	3.21	9.02	17.11	5.78
每股淨值 (NT\$)	29.46	40.23	55.66	55.41	53.56
調整後每股淨值 (NT\$)	29.46	41.14	60.98	53.56	53.56
每股營收 (NT\$)	78.53	78.08	93.05	77.57	69.10
EBITDA/Share (NT\$)	12.20	12.27	13.64	7.90	5.94
每股現金股利 (NT\$)	5.00	5.00	5.00	3.00	1.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.13	1.03	1.05	0.84	0.75
應收帳款周轉天數	162.6	155.7	148.8	151.9	167.3
存貨周轉天數	51.1	58.0	71.0	39.6	50.1
應付帳款周轉天數	122.6	86.9	97.9	85.9	99.5
現金轉換周轉天數	91.2	126.8	121.9	105.6	117.9

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
營業收入	23,791	25,422	32,525	29,130	25,079
營業成本	(19,012)	(20,471)	(26,545)	(25,190)	(21,973)
營業毛利	4,780	4,951	5,980	3,940	3,106
營業費用	(1,676)	(1,732)	(2,160)	(2,043)	(2,111)
營業利益	3,104	3,218	3,819	1,896	995
總營業外收入	102	73	77	183	296
利息收入	19	11	10	22	54
投資利益淨額	1	-	-	-	-
其他營業外收入	82	62	67	161	243
總營業外費用	(112)	103	(82)	235	(139)
利息費用	(71)	(77)	(81)	(107)	(143)
投資損失	-	-	-	(1)	(5)
其他營業外費用	(41)	180	(1)	344	10
稅前純益	3,094	3,395	3,815	2,315	1,152
所得稅費用[利益]	(631)	(729)	(670)	(460)	(476)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	(0)	0	0
稅後淨利	2,463	2,666	3,145	1,855	677
EBITDA	3,697	3,996	4,767	2,966	2,158
每股盈餘 (NT\$)	8.13	8.19	9.00	4.94	1.86

現金流量

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
營運活動之現金流量	2,021	1,046	3,153	6,427	2,097
本期純益	2,463	2,666	3,145	1,855	677
折舊及攤提	593	778	948	1,069	1,163
本期運用資金變動	(1,083)	(2,781)	(2,610)	3,375	245
其他營業資產及負債變動	46	383	1,671	127	13
投資活動之現金流量	(1,285)	(2,326)	(4,964)	(3,219)	(1,249)
投資用短期投資出售[新購]	52	62	1	4	(82)
本期長期投資變動	-	-	-	(49)	-
資本支出淨額	(1,410)	(2,218)	(4,948)	(3,152)	(1,127)
其他資產變動	73	(170)	(16)	(21)	(40)
自由現金流	572	(1,694)	(3,462)	2,812	781
融資活動之現金流量	(690)	457	2,933	(1,395)	(171)
短期借款變動	124	(1,107)	(61)	148	171
長期借款變動	382	322	(1,728)	1,679	955
現金增資	-	3,294	6,494	-	-
已支付普通股股息	(1,151)	(1,665)	(1,665)	(1,915)	(1,089)
其他融資現金流	(46)	(388)	(108)	93	(208)
匯率影響數	(204)	572	14	(1,022)	(297)
本期產生現金流量	(159)	(251)	1,136	791	380

投資回報率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	7.0%	6.8%	6.6%	7.0%	8.4%
= 營業利益率	13.0%	12.7%	11.7%	6.5%	4.0%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
= 資本周轉率	2.3	1.8	1.7	1.5	1.3
營業利益率	13.0%	12.7%	11.7%	6.5%	4.0%
x 資本周轉率	2.3	1.8	1.7	1.5	1.3
x (1 - 有效現金稅率)	79.6%	78.5%	82.4%	80.1%	58.7%
= 稅後 ROIC	23.5%	17.8%	16.5%	7.9%	3.0%

資料來源：公司資料，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。