

聯茂 (6213 TT) ITEQ

營運逐步復甦，當前評價已合理

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月) : NT\$105.0

收盤價 (2024/06/04) : NT\$106.5

隱含漲幅 : -1.4%

營收組成 (1Q24)

網通 62%、消費性電子 13%、車用電子 20%、智慧型手機 5%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	買進
目標價 (NT\$)	105.0	103.0
2024年營收 (NT\$/十億)	31.0	31.2
2024年EPS	4.1	5.2

交易資料表

市值	NT\$38,660百萬元
外資持股比率	13.0%
董監持股比率	19.7%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$57.13
負債比	41.8%
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	29,130	25,079	30,998	34,454
營業利益	1,896	995	2,410	3,413
稅後純益	1,855	677	1,507	2,144
EPS (元)	4.88	1.86	4.15	5.91
EPS YoY (%)	-47.1	-61.9	123.0	42.4
本益比 (倍)	21.8	57.3	25.7	18.0
股價淨值比 (倍)	1.9	2.0	1.9	1.8
ROE (%)	9.0	3.4	7.3	9.7
現金殖利率 (%)	2.8%	1.4%	2.1%	3.1%
現金股利 (元)	3.00	1.50	2.28	3.25

張晏榮

Will.chang@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

◆ 本中心預期 2Q24 隨 Regular Server 復甦將帶動營收季增 20-30%。

◆ 短期銅價波動劇烈，後續 CCL 價量趨勢具不確定性。

◆ 基於 2025 年 AI Server CCL 競爭白熱化，當前評價已合理，降評至中立。目標本益比由 20 倍略下修至 18 倍，以 2025 年 EPS 作為基礎。

1Q24 營運低於預期，2Q24 Regular Server 強勢回歸

1Q24 營收 61.6 億，季減 8.7%，毛利率 12.7%，低於市場預期 1.3 個百分點，研判主因來自於 Regular Server 需求不如預期，EPS 低於預期 56%。展望 2Q24，本中心預期營收將大幅季增 23.2% 至 75.8 億，毛利率季增 3.0 個百分點至 15.7%，受惠美系 CSP 業者近期強勁 CAPEX 展望，Regular Server 需求復甦已成功帶動 2Q24 營運表現。同時，本中心預期公司順利切入一美系 CSP AI ASIC 新專案，2Q24 起其高階材料 (M6/M7) 已開始帶來營運效益。整體而言，本中心預期 2Q24 稼動率將達 65-70%。

銅價短期變動大，供應鏈鋪貨時程紊亂

因應短期銅價大漲，中系 CCL 同業已於 1H24 領先進行調漲，然鑑於中國製造業 PMI 已連兩月份下滑並低於榮枯線 50，造成近期 LME 銅價呈現較大回檔，因先前板廠擔憂銅價持續飆升，漲價預期心理使得 CCL 拉貨提前 (建滔、生益科技 1H24 客戶端均出現囤貨現象)，在當前銅價波動劇烈下，後續如銅價持續下跌將導致 1) 已漲價 CCL 廠商價格回跌、2) 尚未轉嫁之 CCL 廠商難以轉嫁、3) 囤貨行為壓抑後續需求。整體而言，台系 CCL 廠商長期成長動能主要來自於高階產品發展 (例：800G、AI Server)，當前享有較高本益比評價同樣源於 AI Server 帶動產業結構性轉變，後續關注重點應著重於 AI Server 而非短期銅價變化。

2025 年導入全新 AI Server 機櫃架構，硬板設計顯著變動

預期主力美系 AI Server 晶片業者將於 2025 年導入全新機櫃設計，對應板材轉變將捨棄過往常見 UBB、CPU 主板，硬板產值將轉為集中於 OAM，本中心預期聯茂將供應此代 AI Server 中 M6 等級相關配板，可抵銷部分 CPU 主板設計變更逆風。此外，因一韓系 CCL 競爭對手積極爭取 2025 年該客戶新世代 AI Server CCL 市場版圖，故預期後續全球 AI Server CCL 產業競爭格局將逐步白熱化，AI ASIC 競爭態勢同樣將更為明顯，AI Server CCL 供應商無論市占率及產品價格將重新定義，並自新基期接續長線成長趨勢。

營運分析

1Q24 營運低於預期，2Q24 Regular Server 強勢回歸

1Q24 營收 61.6 億，季減 8.7%，毛利率 12.7%，低於本中心/市場預期 2.0/1.3 個百分點，本中心研判主因來自於 Regular Server 需求不如預期，致使稼動率仍未達 60%，營業利益 2.5 億，季減 41.1%，低於本中心/市場預期 50%/35%，稅後淨利 1.5 億，季減 52.9%，EPS 0.42 元。展望 2Q24，本中心預期營收將大幅季增 23.2%至 75.8 億，毛利率季增 3.0 個百分點至 15.7%，受惠美系 CSP 業者近期強勁 CAPEX 展望，在排擠效應減輕下，Regular Server 需求復甦已成功帶動 2Q24 營運表現。同時，本中心預期公司順利切入一美系 CSP AI ASIC 新專案，2Q24 起其高階材料 (M6/M7) 已開始帶來營運效益。整體而言，本中心預期 2Q24 稼動率將達 65-70%，稅後淨利 3.7 億，下調 11.5%，主因費用率及稅率高於預期，EPS 1.02 元。此外，因應近期銅價高漲，本中心預期聯茂將於 6M24 展開第一波成本轉嫁，由 M4 規格以下 (包含 M4) CCL 產品先行反應，初步推斷價格將適度調漲高個位數百分比，此次漲價效益主要將落於 3Q24。

圖 1：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	6,260	6,744	6,155	-8.7%	-1.7%	6,900	6,398	-10.8%	-3.8%
營業毛利	670	954	784	-17.8%	17.0%	1,014	901	-22.7%	-13.0%
營業利益	128	418	246	-41.1%	92.6%	497	380	-50.4%	-35.1%
稅前利益	134	550	271	-50.7%	102.3%	532	400	-49.0%	-32.2%
稅後淨利	74	326	154	-52.9%	107.6%	346	270	-55.6%	-43.1%
調整後 EPS (元)	0.20	0.90	0.42	-53.3%	110.0%	0.96	0.75	-56.1%	-43.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	10.7%	14.1%	12.7%	-1.4	2.0	14.7%	14.1%	-2.0	-1.3
營業利益率	2.0%	6.2%	4.0%	-2.2	2.0	7.2%	5.9%	-3.2	-1.9
稅後純益率	1.2%	4.8%	2.5%	-2.3	1.3	5.0%	4.2%	-2.5	-1.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	5,430	6,155	7,583	23.2%	39.6%	7,381	7,065	2.7%	7.3%
營業毛利	581	784	1,190	51.8%	104.9%	1,159	1,110	2.7%	7.3%
營業利益	58	246	584	136.9%	899.3%	605	523	-3.5%	11.7%
稅前利益	81	271	614	126.3%	654.9%	641	578	-4.1%	6.3%
稅後淨利	42	154	369	139.9%	786.1%	416	364	-11.5%	1.3%
調整後 EPS (元)	0.11	0.42	1.02	141.7%	786.1%	1.15	1.01	-12.0%	0.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	10.7%	12.7%	15.7%	3.0	5.0	15.7%	15.7%	0.0	0.0
營業利益率	1.1%	4.0%	7.7%	3.7	6.6	8.2%	7.4%	-0.5	0.3
稅後純益率	0.8%	2.5%	4.9%	2.4	4.1	5.6%	5.1%	-0.8	-0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

銅價短期變動大，供應鏈鋪貨時程紊亂

LME 銅價年初至今已上漲近 2 成，致使相關供應商成本壓力居高不下，近期中系 CCL 業者建滔已率先分別於 3/19 及 5/20 進行兩度調漲，兩次均分別調漲售價約 10%，成功轉嫁成本壓力並帶動市場氣氛。然而，鑑於中國製造業 PMI 已連兩月份下滑並低於榮枯線 50，造成近期銅價呈現較大回檔，因先前板廠擔憂銅價持續飆升，漲價預期心理使得 CCL 拉貨提前（建滔、生益科技 1H24 客戶端均出現囤貨現象），在當前銅價波動劇烈下，後續如銅價持續下跌將導致 1) 已漲價 CCL 廠商價格回跌、2) 尚未轉嫁之 CCL 廠商難以轉嫁、3) 囤貨行為壓抑後續需求。整體而言，台系 CCL 廠商長期成長動能主要來自於高階產品發展（例：800G、AI Server），當前享有較高本益比評價同樣源於 AI Server 帶動產業結構性轉變，後續關注重點應著重於 AI Server 而非短期銅價變化。

圖 3：LME 銅價走勢



資料來源：CMoney

2025 年導入全新 AI Server 機櫃架構，硬板設計顯著變動

根據本中心供應鏈訪查，主力美系 AI Server 晶片業者將於 2025 年導入全新機櫃設計，對應板材轉變將捨棄過往常見 UBB、CPU 主板，硬板產值將轉為集中於 OAM，本中心預期聯茂將供應此代 AI Server 中 M6 等級相關配板，可抵銷部分 CPU 主板設計變更逆風。此外，因一韓系 CCL 競爭對手積極爭取 2025 年該客戶新世代 AI Server CCL 市場版圖，故預期後續全球 AI Server CCL 產業競爭格局將逐步白熱化，AI ASIC 競爭態勢同樣將更為明顯。本中心預期 2025 年 AI Server CCL 供應商無論市占率及產品價格將重新定義，並自新基期接續長線成長趨勢。

整體而言，本中心預期 2024/25 年營收將年增 23.6%/11.1% 至 310 億/344 億，分別下修 0.5%。毛利率年增 3.5/1.5 個百分點至 15.9%/17.4%，營業利益 24.1/34.1 億，年增 142.2%/41.6%，下修 12%/1%，稅後淨利 15.1/21.4 億，年增 122.7%/42.3%，EPS 4.15/5.91 元，下修 20%/14%。

產業概況

AI 貢獻顯現，四大 CSP 資本支出展望持續上修

美國四大 CSP 業者近期法說會均表示，因伺服器、AI 伺服器及資料中心建設持續增加，2024-2025 年資本支出將持續提高。根據各業者 CY1Q24 財報，Microsoft 資本支出季增 13%，主因雲端基礎設施的投資，AI 貢獻也逐漸轉佳；Google 資本支出季增 9%，主要用於基礎設施的投資，最大應用為伺服器，其次為資料中心；Amazon 資本支出季增 2%，今年資本支出將明顯增加以投資生成式 AI 的基礎建設；Meta 資本支出季減 15%，宣布調升今年資本支出 8-16%。CSP 業者均看好 AI 將成為未來趨勢，且帶動相關業務的營收成長，將持續提高資本支出用於 AI 研發及發展。

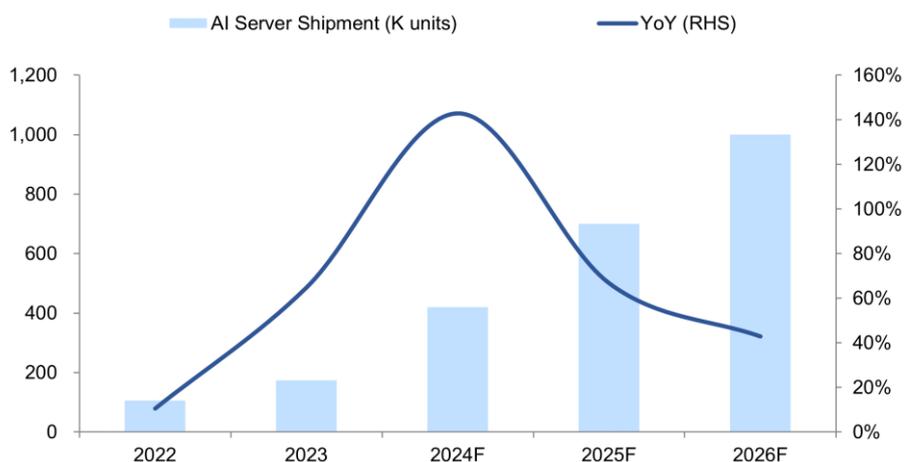
GB200 效能大升級，預估今年出貨量為 0.1/5.5 萬櫃

雖然存在 ARM CPU 對效能產生負面影響的疑慮，CSP 業者對 GB200 伺服器需求仍高，主要以 NLV36 為主(僅 MSFT 採購 NLV72)，若後續 AI 需求大增，NVL72 架構 GB200 需求也會提升。根據調查，4Q24 系統整合廠將開始量產並出貨 GB200 NVL36 伺服器，預估出貨量將達 1,000-2,000 櫃。就明年的訂單來看，鴻海將成為主要代工廠，份額約佔 45%，廣達 25%、Supermicro 22%、緯創 6%。另外，本中心預估 2024/25 年全球 AI 伺服器出貨量為 42/70 萬台(先前的 45/70 萬台)，年增 143%/67%，今年 MI300 出貨量恐受到缺料影響，因此自 6 萬台下修至 3-4 萬台。

一般型伺服器需求略回溫，預估今年出貨量年增 5%

根據調查，部分零組件廠已經看到一般型伺服器需求回溫，且中國及部分美系 CSP 業者需求最為明顯。中國業者的自研晶片伺服器陸續開出，開始小幅增加一般型伺服器訂單，預估 2024 年全球伺服器出貨量年增 5%，優於先前預估的 2%。

圖 4：AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

獲利調整與股票評價

調降聯茂至「持有-超越同業」投資評等，目標價 105 元

本中心預期 2024/25 年營收將年增 23.6%/11.1% 至 310 億/344 億，毛利率年增 3.5/1.5 個百分點至 15.9%/17.4%，營業利益 24.1/34.1 億，年增 142.2%/41.6%，稅後淨利 15.1/21.4 億，年增 122.7%/42.3%，EPS 4.15/5.91 元。

股票評價方面，根據 Bloomberg 資料，過往三年本益比區間介於 7-26 倍，2Q23 前多介於 7-15 倍，本益比於短期出現大幅拉升，顯示 AI Server 題材深受市場認同。鑑於 2025 年 AI Server CCL 競爭格局逐步白熱化，此次本益比評價由前次 20 倍略為下修至 18 倍，採用區間為 2025 年，推得目標價 105 元，目前評價已合理，故調降至「持有-超越同業」投資評等。

圖 5：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	30,998	31,163	34,454	34,615	-0.5%	-0.5%
營業毛利	4,935	5,069	5,997	6,030	-2.6%	-0.5%
營業利益	2,410	2,731	3,413	3,434	-11.8%	-0.6%
稅前利益	2,527	2,865	3,574	3,558	-11.8%	0.4%
稅後淨利	1,507	1,862	2,144	2,490	-19.1%	-13.9%
調整後 EPS (元)	4.15	5.16	5.91	6.90	-19.6%	-14.4%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	15.9%	16.3%	17.4%	17.4%	-0.3	0
營業利益率	7.8%	8.8%	9.9%	9.9%	-1.0	0
稅後純益率	4.9%	6.0%	6.2%	7.2%	-1.1	-1.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 7：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 (%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
聯茂	6213 TT	持有-超越同業	106.5	1,208	1.86	4.15	5.91	57.3	25.7	18.0	(61.9)	123.0	42.4
國內同業													
華通	2313 TT	買進	71.2	2,625	3.5	6.3	7.7	20.4	11.4	9.2	(47.9)	78.7	23.8
台光電	2383 TT	持有-超越同業	430.5	4,520	16.4	27.3	25.0	26.3	15.8	17.3	7.6	66.7	(8.7)
欣興	3037 TT	買進	187.5	8,349	7.9	6.7	13.8	23.8	28.1	13.6	(60.8)	(15.2)	106.1
健鼎	3044 TT	買進	220.5	3,011	11.5	16.3	18.0	19.1	13.5	12.2	(2.3)	41.6	10.4
景碩	3189 TT	買進	94.3	1,451	0.1	4.8	8.0	943.0	19.6	11.7	(99.4)	4720.0	66.8
臻鼎-KY	4958 TT	買進	118.5	3,083	6.6	10.1	14.4	18.1	11.7	8.2	(56.4)	54.7	42.5
台郡	6269 TT	持有-落後同業	86.5	881	6.5	6.3	9.1	13.4	13.7	9.5	(40.4)	(2.0)	44.2
台耀	6274 TT	未評等	168.5	1,360	3.2	8.6	11.3	53.4	19.6	14.9	(32.7)	172.6	31.6
南電	8046 TT	持有-超越同業	197.0	4,641	9.0	2.9	9.0	21.9	68.6	21.9	(70.0)	(68.1)	213.2
國內同業平均					7.2	9.9	12.9	126.6	22.4	13.2	(44.7)	561.0	58.9

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 8：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
聯茂	6213 TT	持有-超越同業	106.5	1,208	3.4	7.3	9.7	53.55	57.13	60.95	2.0	1.9	1.8
國內同業													
華通	2313 TT	買進	71.2	2,625	10.7	16.6	18.1	32.9	37.7	42.7	2.2	1.9	1.7
台光電	2383 TT	持有-超越同業	430.5	4,520	20.5	31.0	25.4	79.9	88.2	98.3	5.4	4.9	4.4
欣興	3037 TT	買進	187.5	8,349	13.2	10.6	18.5	59.6	63.3	74.4	3.1	3.0	2.5
健鼎	3044 TT	買進	220.5	3,011	13.5	17.8	18.1	85.6	91.7	99.4	2.6	2.4	2.2
景碩	3189 TT	買進	94.3	1,451	0.2	6.5	10.1	70.1	73.9	80.0	1.4	1.3	1.2
臻鼎-KY	4958 TT	買進	118.5	3,083	6.5	9.2	12.1	101.3	109.7	119.1	1.2	1.1	1.0
台郡	6269 TT	持有-落後同業	86.5	881	7.9	7.9	10.8	78.7	80.2	84.2	1.1	1.1	1.0
台耀	6274 TT	未評等	168.5	1,360	9.0	22.4	20.1	43.1	49.2	56.5	3.9	3.4	3.0
南電	8046 TT	持有-超越同業	197.0	4,641	11.5	4.3	12.0	74.1	67.1	74.7	2.7	2.9	2.6
國內同業平均					10.3	14.0	16.1	69.5	73.4	81.0	2.6	2.4	2.2

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 9：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	6,155	7,583	8,705	8,555	7,764	8,338	9,372	8,980	30,998	34,454
銷貨成本	(5,371)	(6,392)	(7,208)	(7,092)	(6,506)	(6,921)	(7,666)	(7,364)	(26,063)	(28,457)
營業毛利	784	1,190	1,497	1,463	1,258	1,418	1,706	1,616	4,935	5,997
營業費用	(538)	(607)	(696)	(684)	(582)	(625)	(703)	(674)	(2,525)	(2,584)
營業利益	246	584	801	779	675	792	1,003	943	2,410	3,413
業外利益	25	30	33	28	34	38	42	48	117	161
稅前純益	271	614	834	807	709	830	1,045	991	2,527	3,574
所得稅費用	(118)	(246)	(333)	(323)	(283)	(332)	(418)	(396)	(1,020)	(1,430)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	154	369	500	484	425	498	627	595	1,507	2,144
調整後每股盈餘(NT\$)	0.42	1.02	1.38	1.33	1.17	1.37	1.73	1.64	4.15	5.91
調整後加權平均股數(百萬股)	363	363	363	363	363	363	363	363	363	363
重要比率										
營業毛利率	12.7%	15.7%	17.2%	17.1%	16.2%	17.0%	18.2%	18.0%	15.9%	17.4%
營業利益率	4.0%	7.7%	9.2%	9.1%	8.7%	9.5%	10.7%	10.5%	7.8%	9.9%
稅前純益率	4.4%	8.1%	9.6%	9.4%	9.1%	10.0%	11.2%	11.0%	8.2%	10.4%
稅後純益率	2.5%	4.9%	5.8%	5.7%	5.5%	6.0%	6.7%	6.6%	4.9%	6.2%
有效所得稅率	43.4%	40.1%	39.9%	40.0%	39.9%	40.0%	40.0%	40.0%	40.4%	40.0%
季增率(%)										
營業收入	-8.7%	23.2%	14.8%	-1.7%	-9.2%	7.4%	12.4%	-4.2%		
營業利益	-41.1%	137.0%	37.2%	-2.7%	-13.4%	17.3%	26.6%	-6.0%		
稅後純益	-52.9%	140.2%	35.5%	-3.2%	-12.2%	17.2%	25.9%	-5.1%		
調整後每股盈餘	-53.3%	140.2%	35.7%	-3.1%	-12.2%	17.1%	25.9%	-5.1%		
年增率(%)										
營業收入	-1.7%	39.6%	31.0%	26.8%	26.1%	10.0%	7.7%	5.0%	23.6%	11.1%
營業利益	92.6%	899.5%	105.3%	86.2%	173.9%	35.6%	25.2%	21.1%	142.2%	41.6%
稅後純益	107.6%	787.2%	113.1%	48.3%	176.7%	35.0%	25.4%	22.9%	122.7%	42.3%
調整後每股盈餘	110.0%	786.1%	113.2%	48.4%	176.7%	35.1%	25.3%	22.7%	123.0%	42.4%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；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

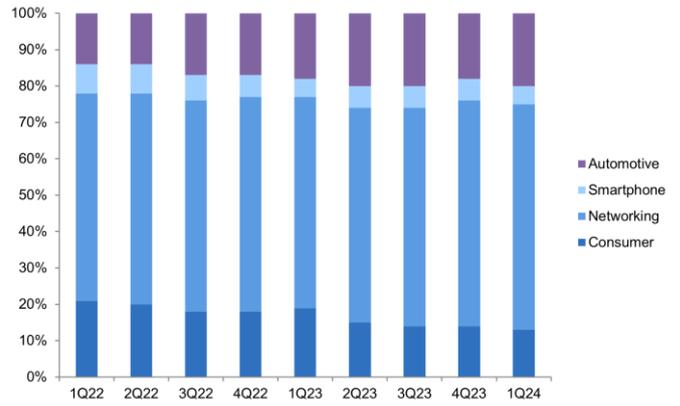
聯茂成立於 1997 年，集團總部位於新竹，主要產品包括銅箔基板、膠片、多層壓合基板代工等。2023 年產品應用別領域為：網通 60%、消費性電子 15%、車用電子 19%、智慧型手機 6%。目前基板產能 545 萬張/月，膠片產能 2,640 萬米/月，產能分布於台灣及中國。公司計畫於泰國設廠，第一期投資總額約 15 億台幣。

圖 10：LME 銅價



資料來源：CMoney

圖 11：營收組成



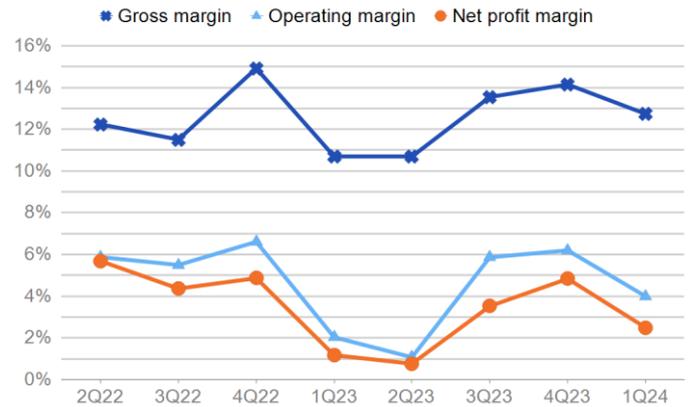
資料來源：公司資料

圖 12：營收趨勢



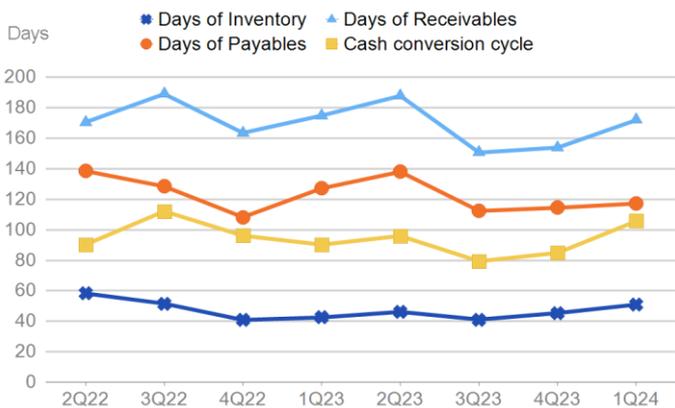
資料來源：CMoney、公司資料

圖 13：毛利率、營益率、淨利率



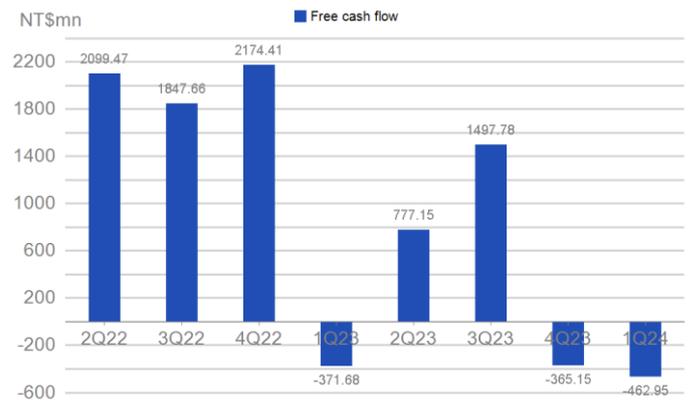
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：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**：聯茂電子整體的 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，在電子零組件行業中的公司中排名也領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：聯茂電子的整體曝險屬於中等水準，與電子零組件行業的平均水準相當。公司較需要改善的 ESG 議題包含商業道德、公司在生產中使用原材料的效率（不包括能源和石油產品）、營運方面的碳排等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：聯茂電子在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。[公司遵循適當的 ESG 的揭露，且積極推動節能計畫，和針對各類別污染排放之管理制訂相應之方針，表明對投資者和公眾的強烈責任感。

圖 16：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	16.7
在 ESG 議題上的曝險 (A)	34.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	53.7
風險評級	低 ★
同業排行(1~100, 1 為最佳)	7

資料來源：Sustainalytics (2024/6/4)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

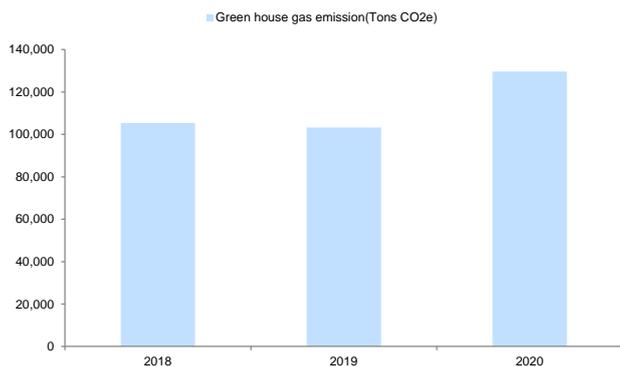
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

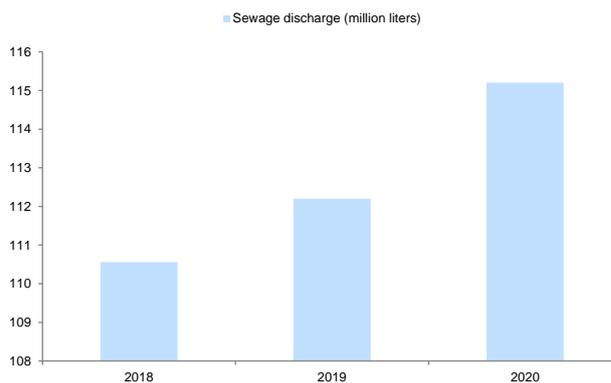
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 17：溫室氣體排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 18：汙水排放量



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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	4,423	5,214	5,594	4,294	5,756
存貨	5,167	2,731	3,014	3,505	3,736
應收帳款及票據	13,260	12,119	11,498	14,846	15,447
其他流動資產	1,525	1,404	1,200	1,096	1,096
流動資產	24,375	21,469	21,306	23,742	26,036
採用權益法之投資	0	48	42	41	41
固定資產	6,505	6,557	7,776	8,924	9,493
無形資產	8	9	9	23	23
其他非流動資產	5,349	5,301	4,246	4,124	4,124
非流動資產	11,862	11,915	12,073	13,112	13,681
資產總額	36,237	33,384	33,380	36,854	39,717
應付帳款及票據	7,121	5,926	5,991	6,890	7,579
短期借款	2,131	2,466	2,646	2,787	2,787
什項負債	5,012	2,491	1,902	2,395	2,395
流動負債	14,265	10,883	10,540	12,072	12,761
長期借款	0	1,677	2,346	2,990	3,779
其他負債及準備	658	713	1,054	1,054	1,054
長期負債	658	2,390	3,400	4,044	4,833
負債總額	14,923	13,273	13,940	16,116	17,595
股本	3,830	3,630	3,630	3,630	3,630
資本公積	9,690	9,202	9,215	9,218	9,218
保留盈餘	8,309	7,561	7,149	7,567	8,883
什項權益	(514)	(281)	(553)	323	392
歸屬母公司之權益	21,315	20,111	19,440	20,737	22,122
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	21,315	20,111	19,440	20,737	22,122

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	3,145	1,855	677	1,507	2,144
折舊及攤提	948	1,161	1,163	1,295	1,424
本期營運資金變動	(3,804)	4,626	(545)	(2,940)	(143)
其他營業資產 及負債變動	2,864	(1,213)	803	411	0
營運活動之現金流量	3,153	6,429	2,097	272	3,425
資本支出	(4,948)	(1,325)	(567)	(1,942)	(1,886)
本期長期投資變動	0	48	(5)	13	0
其他資產變動	(15)	(1,944)	(676)	(28)	0
投資活動之現金流量	(4,964)	(3,221)	(1,249)	(1,957)	(1,886)
股本變動	500	(200)	0	0	0
本期負債變動	(1,840)	1,976	976	789	789
現金增減資	6,494	0	0	0	0
支付現金股利	(1,665)	(1,915)	(1,089)	(544)	(828)
其他調整數	(557)	(1,256)	(58)	(38)	(38)
融資活動之現金流量	2,933	(1,395)	(171)	207	(77)
匯率影響數	14	(1,022)	(297)	178	0
本期產生現金流量	1,136	791	380	(1,300)	1,462
自由現金流量	(1,795)	5,104	1,530	(1,671)	1,539

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	32,525	29,130	25,079	30,998	34,454
銷貨成本	(26,545)	(25,190)	(21,973)	(26,063)	(28,457)
營業毛利	5,980	3,940	3,106	4,935	5,997
營業費用	(2,160)	(2,043)	(2,111)	(2,525)	(2,584)
推銷費用	(657)	(653)	(790)	(921)	(946)
研究費用	(510)	(531)	(518)	(568)	(558)
管理費用	(997)	(858)	(789)	(1,030)	(1,080)
其他費用	4	(2)	(12)	(6)	0
營業利益	3,820	1,896	995	2,410	3,413
利息收入	10	22	54	50	55
利息費用	(81)	(107)	(143)	(141)	(147)
利息收入淨額	(71)	(84)	(90)	(91)	(93)
投資利益(損失)淨額	0	(1)	(5)	0	0
匯兌損益	66	(106)	(85)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	0	610	337	208	253
稅前純益	3,815	2,315	1,152	2,527	3,574
所得稅費用	(670)	(460)	(476)	(1,020)	(1,430)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	3,145	1,855	677	1,507	2,144
稅前息前折舊攤銷前淨利	4,844	3,583	2,458	3,704	4,837
調整後每股盈餘 (NT\$)	9.22	4.88	1.86	4.15	5.91

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	27.9	(10.4)	(13.9)	23.6	11.1
營業利益	18.7	(50.3)	(47.5)	142.2	41.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	14.0	(26.0)	(31.4)	50.7	30.6
稅後純益	18.0	(41.0)	(63.5)	122.7	42.3
調整後每股盈餘	12.8	(47.1)	(61.9)	123.0	42.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	18.4	13.5	12.4	15.9	17.4
營業利益率	11.7	6.5	4.0	7.8	9.9
稅前息前淨利率	11.5	7.6	4.0	7.8	9.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	14.9	12.3	9.8	12.0	14.0
稅前純益率	11.7	8.0	4.6	8.2	10.4
稅後純益率	9.7	6.4	2.7	4.9	6.2
資產報酬率	10.2	5.3	2.0	4.1	5.4
股東權益報酬率	18.1	9.0	3.4	7.3	9.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	70.0	66.0	71.7	77.7	79.5
淨負債權益比 (%)	(10.8)	(5.3)	(3.1)	7.2	3.7
利息保障倍數 (倍)	48.0	22.7	9.0	19.0	25.3
流動比率 (%)	170.9	197.3	202.2	196.7	204.0
速動比率 (%)	134.7	172.2	173.6	167.6	174.8
淨負債 (NT\$百萬元)	(2,292)	(1,071)	(602)	1,483	810
調整後每股淨值 (NT\$)	55.65	55.40	53.55	57.13	60.95
評價指標 (倍)					
本益比	11.6	21.8	57.3	25.7	18.0
股價自由現金流量比	--	7.6	25.3	--	25.1
股價淨值比	1.9	1.9	2.0	1.9	1.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	8.0	10.8	15.7	10.4	8.0
股價營收比	1.2	1.3	1.5	1.3	1.1

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

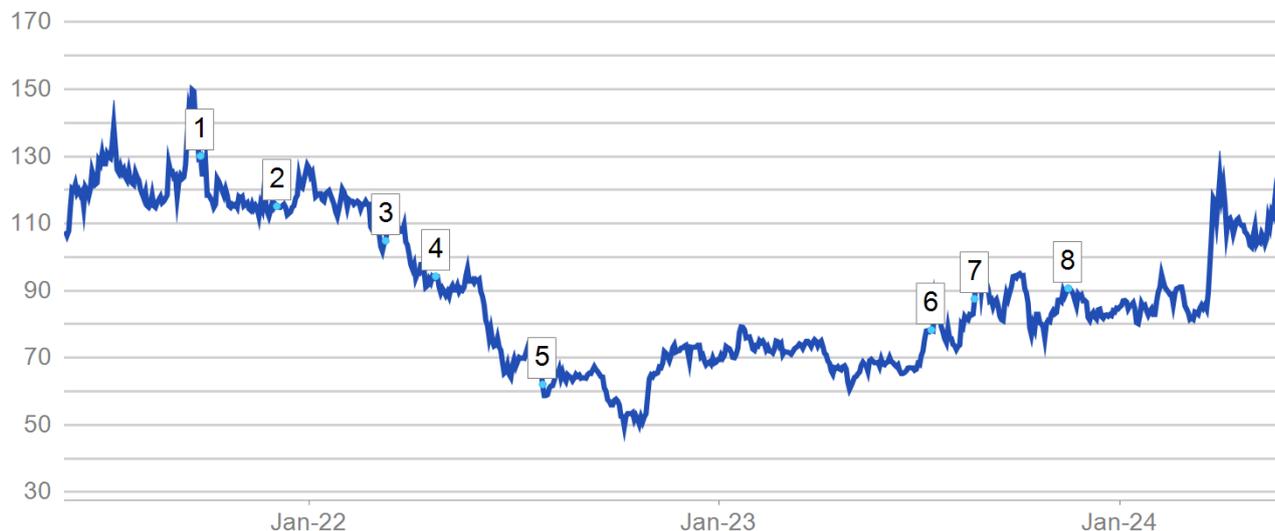
附錄：重要揭露事項

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。

聯茂 (6213 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	20210930	145.00	180.00	161.51	買進	劉思良
2	20211206	128.50	155.00	139.08	買進	蘇子錚
3	20220318	117.00	140.00	125.62	買進	蘇子錚
4	20220504	105.00	110.00	98.70	持有-落後同業	蘇子錚
5	20220803	64.90	58.00	55.49	持有-落後同業	蘇子錚
6	20230721	77.80	75.00	75.00	持有-超越同業	張晏榮
7	20230829	87.70	100.00	100.00	買進	張晏榮
8	20231120	89.70	103.00	103.00	買進	張晏榮

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註釋定義）。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>.