

2024 年 7 月 26 日

研究員：顏兆祥 mike.yen@cim.capital.com.tw

前日收盤價 97.90 元
目標價
3 個月 110.00 元
12 個月 110.00 元

聯茂 (6213TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

07/05/2023	Buy	127.00
04/03/2023	Buy	117.50
04/01/2023	Buy	98.30
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)	355
目前每股淨值(元)	54.76
外資持股比(%)	13.55
投信持股比(%)	0.15
董監持股比(%)	19.68
融資餘額(張)	17,802
現金股息配發率(%)	80.65

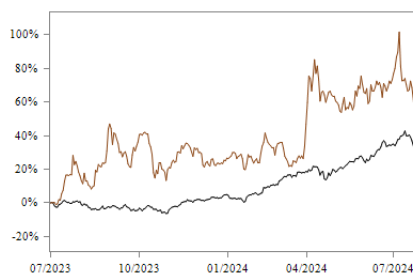
產品組合



- 銅箔基板(CCL): 73.15%
- 玻璃纖維膠片(PP): 26.62%
- 多層壓合板(MLB): 0.23%

股價相對大盤走勢

— 6213 — TWSE



股價已反映基本面，調降評等至 Trading Buy

投資建議：2024 年隨著傳統伺服器的復甦，車用電子因不斷的增加市佔率營收亦有不錯的成長性，CCL 亦因需求好轉而漲價，整體營收有望呈現高成長，不過股價已反映基本面，故調降評等至 Trading Buy，目標價 110 元。

1Q24 維持淡季表現，QOQ -8.74%：1Q24 為消費性電子和智慧型手機的淡季，營收 QOQ 呈現雙位數以上的衰退；網通的部分 L40S 和北美 CSP 的拉貨持續強勁，傳統伺服器則尚在庫存調整中，整體網通 QOQ -9%；車用電子的部分，因有部分訂單自 4Q23 遞延至 1Q24 出貨，故車用電子營收 QOQ +1%。

2Q24 營收 QOQ +23.42%，主要為傳統伺服器復甦帶動：2Q24 公司認為能有 QOQ +25% 的成長，主要是因為傳統伺服器有復甦跡象，且能見度可看到 3Q24 季底，實際營收為 QOQ +23.42%，略低於預期。毛利率公司預估為 15.5~16% 之間，已考慮漲價的效應。

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 +27.02%：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 亦有所斬獲，將於 4Q24 量產，為 M6 等級 CCL 主要供應商，預計出貨量是 L40S 的 3~4 倍以上，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，2Q24 已有回溫跡象，訂單能見度已可看到 3Q24 季底，高於之前的 1 個月。車用電子的部分，因整車對汽車板的需求將與日俱增，且聯茂不斷的增加市佔率，故 2024 年車用電子的營收 YOY 有 +20% 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。因網通、車用電子和消費性電子都有成長動能，故公司預估 2024 年營收 YOY 有 +25% 以上的成長，優於之前的 +20%。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	25,079	31,856	38,105	5,430	6,645	6,744	6,155	7,596	8,526	9,580	9,081	9,535
營業毛利淨額	3,106	5,730	8,406	581	901	954	784	1,185	1,668	2,094	1,818	2,087
營業利益	995	3,423	5,814	58	390	418	246	610	1,083	1,484	1,198	1,444
稅後純益	677	2,066	3,497	42	235	326	154	368	652	892	721	868
稅後 EPS(元)	1.86	5.69	9.63	0.11	0.65	0.90	0.42	1.01	1.80	2.46	1.99	2.39
毛利率(%)	12.38%	17.99%	22.06%	10.70%	13.55%	14.15%	12.74%	15.60%	19.56%	21.86%	20.02%	21.89%
營業利益率(%)	3.97%	10.74%	15.26%	1.08%	5.87%	6.20%	4.00%	8.03%	12.70%	15.49%	13.19%	15.14%
稅後純益率(%)	2.70%	6.48%	9.18%	0.77%	3.53%	4.84%	2.50%	4.84%	7.64%	9.32%	7.94%	9.11%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-13.91%	27.02%	19.62%	-13.25%	22.37%	1.50%	-8.74%	23.42%	12.24%	12.37%	-5.21%	5.00%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-63.53%	205.30%	69.27%	-43.79%	464.16%	39.13%	-52.94%	139.54%	77.13%	36.92%	-19.20%	20.44%

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。

2024 年 7 月 26 日

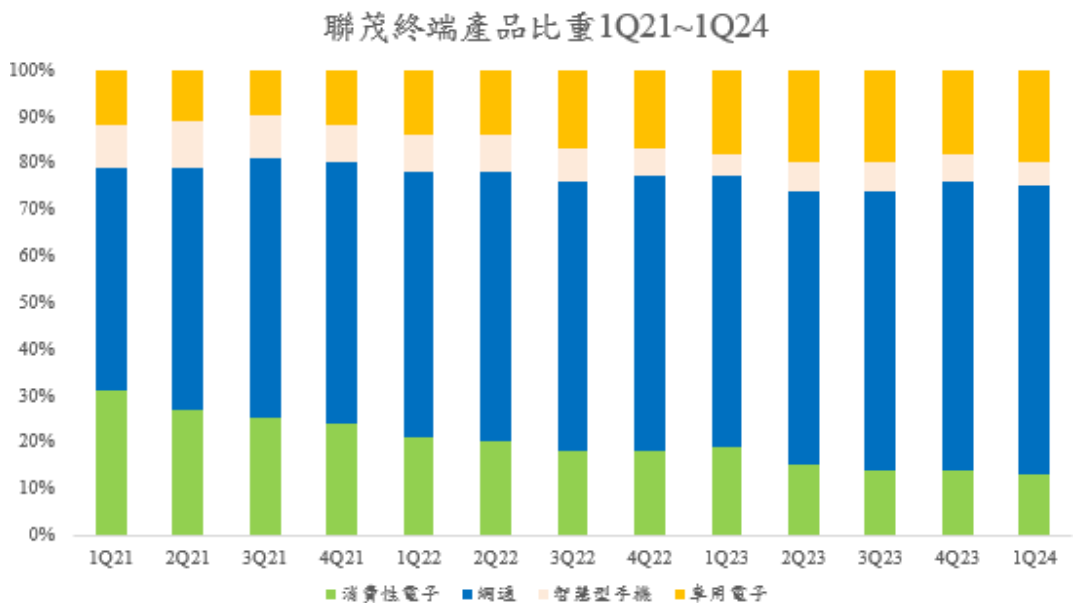
ESG(Environment, Social, Governance)：

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，1Q24 年網通佔 62%，消費性電子佔 13%，智慧手機佔 5%，車用電子佔 20%，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

1Q24 維持淡季表現，QOQ -8.74%：

聯茂 1Q24 營收為 61.55 億元，QOQ -8.74%，YOY -1.68%；毛利率為 12.74%，較 4Q23 減少 1.41 個百分點，主要是因為產能利用率偏低，以及原物料漲價的關係；稅後純益為 1.54 億元，QOQ -52.94%，YOY +107.63%；稅後 EPS 0.42 元。1Q24 為消費性電子和智慧型手機的淡季，營收 QOQ 呈現雙位數以上的衰退；網通的部分 L40S 和北美 CSP 的拉貨持續強勁，傳統伺服器則尚在庫存調整中，整體網通 QOQ -9%；車用電子的部分，因有部分訂單自 4Q23 遞延至 1Q24 出貨，故車用電子營收 QOQ +1%。

2024 年 7 月 26 日

2Q24 營收 QOQ +23.42%，主要為傳統伺服器復甦帶動：

2Q24 公司認為能有 QOQ +25% 的成長，主要是因為傳統伺服器有復甦跡象，且能見度可看到 3Q24 季底，實際營收為 QOQ +23.42%，略低於預期。毛利率公司預估為 15.5~16% 之間，已考慮漲價的效應。2Q24 營收為 75.96 億元，QOQ +23.42%，YOY +39.88%；預估稅後純益為 3.68 億元，QOQ +139.54%，YOY +784.76%；稅後 EPS 1.01 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 +27.02%：

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 亦有所斬獲，將於 4Q24 量產，為 M6 等級 CCL 主要供應商，預計出貨量是 L40S 的 3~4 倍以上，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，2Q24 已有回溫跡象，訂單能見度已可看到 3Q24 季底，高於之前的 1 個月。

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 +20% 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，故公司預估 2024 年營收 YOY 有 +25% 以上的成長，優於之前的 +20%。

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，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。

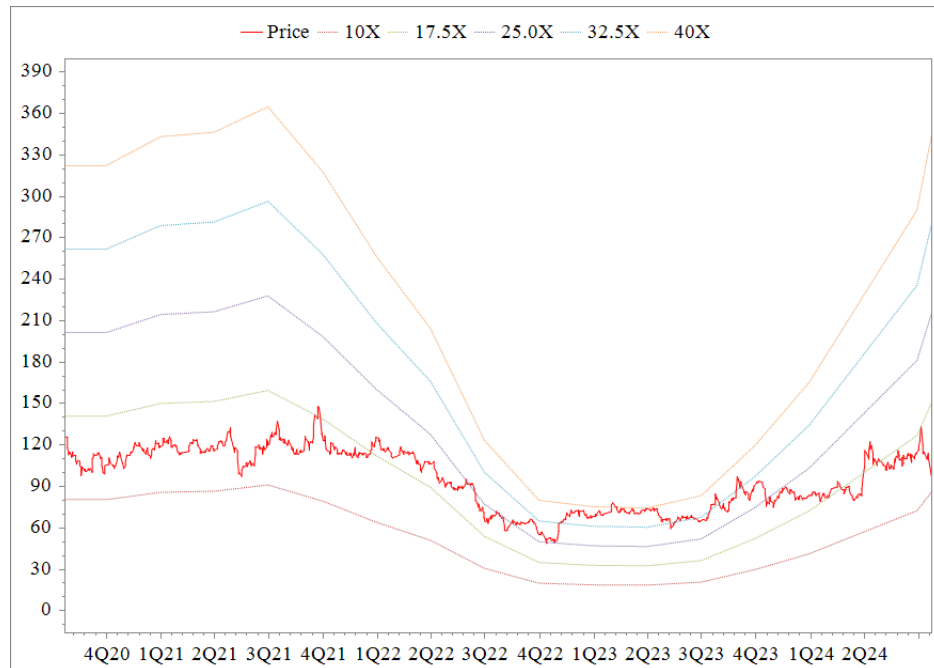
綜合以上，預估 2024 年營收為 318.56 億元，YOY +27.02%；毛利率為 17.99%，較 2023 年增加 5.61 個百分點，主要是產能利用率提升、產品組合改善以及 CCL 價格的調漲；稅後純益為 20.66 億元，YOY +205.30%；稅後 EPS 5.69 元。

投資建議：

2024 年隨著傳統伺服器的復甦，車用電子因不斷的增加市佔率營收亦有不錯的成長性，CCL 亦因需求好轉而漲價，整體營收有望呈現高成長，不過股價已反映基本面，故調降評等至 Trading Buy，目標價 110 元。

Forward PE Band

2024 年 7 月 26 日



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 7 月 26 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	36,237	33,384	33,380	36,682	40,261
流動資產	24,375	21,469	21,306	27,703	30,921
現金及約當現金	4,423	5,214	5,594	7,000	7,946
應收帳款與票據	13,260	12,119	11,498	16,431	15,932
存貨	5,167	2,731	3,014	4,000	4,136
採權益法之投資	0	48	42	35	49
不動產、廠房設備	6,505	6,557	7,776	5,376	4,256
負債總計	14,923	13,273	13,940	15,721	17,255
流動負債	14,265	10,883	10,540	12,045	13,444
應付帳款及票據	7,121	5,926	5,991	7,608	7,363
非流動負債	658	2,390	3,400	2,059	2,439
權益總計	21,315	20,111	19,440	20,961	23,006
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	8,670	10,715
母公司業主權益	21,315	20,111	19,440	20,961	23,006
負債及權益總計	36,237	33,384	33,380	36,682	40,261

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	32,525	29,130	25,079	31,856	38,105
營業成本	26,545	25,190	21,973	26,126	29,700
營業毛利淨額	5,980	3,940	3,106	5,730	8,406
營業費用	2,160	2,043	2,111	2,308	2,592
營業利益	3,819	1,896	995	3,423	5,814
EBITDA	4,833	3,561	2,405	7,655	7,655
業外收入及支出	-5	396	104	36	14
稅前純益	3,815	2,315	1,152	3,458	5,828
所得稅	670	460	476	1,393	2,331
稅後純益	3,145	1,855	677	2,066	3,497
稅後 EPS(元)	8.66	5.11	1.86	5.69	9.63
完全稀釋 EPS**	8.66	5.11	1.86	5.69	9.63

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%	27.02%	19.62%
營業毛利淨額	20.78%	-34.11%	-21.17%	84.51%	46.69%
營業利益	18.68%	-50.35%	-47.54%	244.04%	69.86%
稅後純益	17.98%	-41.01%	-63.53%	205.30%	69.27%

獲利能力分析(%)

毛利率	18.38%	13.53%	12.38%	17.99%	22.06%
EBITDA(%)	14.86%	12.22%	9.59%	24.03%	20.09%
營益率	11.74%	6.51%	3.97%	10.74%	15.26%
稅後純益率	9.67%	6.37%	2.70%	6.48%	9.18%
總資產報酬率	8.68%	5.56%	2.03%	5.63%	8.69%
股東權益報酬率	14.75%	9.22%	3.48%	9.86%	15.20%

償債能力檢視

負債比率(%)	41.18%	39.76%	41.76%	42.86%	42.86%
負債/淨值比(%)	70.01%	66.00%	71.71%	75.00%	75.00%
流動比率(%)	170.88%	197.27%	202.15%	230.00%	230.00%

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	832	5,679
稅前純益	3,815	2,315	1,152	3,458	5,828
折舊及攤銷	948	1,161	1,163	860	724
營運資金變動	-2,107	2,382	404	-4,302	118
其他營運現金	498	571	-622	816	-990
投資活動現金	-4,964	-3,221	-1,249	-912	-3,067
資本支出淨額	-4,946	-3,149	-1,124	-1,600	-1,600
長期投資變動	1	-44	-82	0	0
其他投資現金	-18	-28	-43	688	-1,467
籌資活動現金	2,933	-1,395	-171	1,486	-1,666
長借/公司債變動	-1,728	1,679	955	-1,341	379
現金增資	6,494	0	0	0	0
發放現金股利	-1,665	-1,915	-1,089	-544	-1,452
其他籌資現金	-169	-1,159	-37	3,371	-594
淨現金流量	1,136	791	380	1,406	946
期初現金	3,287	4,423	5,214	5,594	7,000
期末現金	4,423	5,214	5,594	7,000	7,946

資料來源：CMoney、群益

2024 年 7 月 26 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	6,260	5,430	6,645	6,744	6,155	7,596	8,526	9,580	9,081	9,535	9,824	9,665
營業成本	5,590	4,849	5,744	5,790	5,371	6,411	6,858	7,486	7,263	7,448	7,529	7,459
營業毛利淨額	670	581	901	954	784	1,185	1,668	2,094	1,818	2,087	2,295	2,206
營業費用	542	523	511	536	538	575	585	610	620	643	659	670
營業利益	128	58	390	418	246	610	1,083	1,484	1,198	1,444	1,636	1,536
業外收入及支出	6	23	-4	132	25	4	4	4	4	4	4	4
稅前純益	134	81	386	550	271	613	1,086	1,487	1,202	1,447	1,640	1,539
所得稅	60	40	152	224	118	245	435	595	481	579	656	616
稅後純益	74	42	235	326	154	368	652	892	721	868	984	924
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)	0.20	0.11	0.65	0.90	0.42	1.01	1.80	2.46	1.99	2.39	2.71	2.54

獲利能力(%)

毛利率(%)	10.70%	10.70%	13.55%	14.15%	12.74%	15.60%	19.56%	21.86%	20.02%	21.89%	23.36%	22.82%
營業利益率(%)	2.04%	1.08%	5.87%	6.20%	4.00%	8.03%	12.70%	15.49%	13.19%	15.14%	16.65%	15.89%
稅後純益率(%)	1.18%	0.77%	3.53%	4.84%	2.50%	4.84%	7.64%	9.32%	7.94%	9.11%	10.01%	9.55%

QoQ(%)

營業收入淨額	-8.79%	-13.25%	22.37%	1.50%	-8.74%	23.42%	12.24%	12.37%	-5.21%	5.00%	3.03%	-1.62%
營業利益	-71.79%	-54.34%	567.64%	7.26%	-41.10%	147.41%	77.58%	37.04%	-19.25%	20.50%	13.31%	-6.14%
稅前純益	-64.80%	-39.34%	374.93%	42.44%	-50.69%	125.95%	77.13%	36.92%	-19.20%	20.44%	13.28%	-6.13%
稅後純益	-77.85%	-43.79%	464.16%	39.13%	-52.94%	139.54%	77.13%	36.92%	-19.20%	20.44%	13.28%	-6.13%

YoY(%)

營業收入淨額	-24.30%	-28.98%	4.61%	-1.73%	-1.68%	39.88%	28.30%	42.05%	47.55%	25.53%	15.23%	0.89%
營業利益	-80.13%	-87.01%	11.69%	-7.77%	92.59%	943.62%	177.58%	254.63%	386.20%	136.81%	51.10%	3.49%
稅前純益	-86.26%	-86.35%	6.71%	44.45%	102.34%	653.75%	181.12%	170.23%	342.78%	136.02%	50.94%	3.49%
稅後純益	-90.86%	-90.43%	-15.41%	-2.27%	107.63%	784.76%	177.79%	173.38%	369.40%	136.02%	50.94%	3.49%

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。