

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價	28.80 元
目標價	
3 個月	32.5 元
12 個月	32.5 元

聯嘉 (6288 TT)

Trading Buy

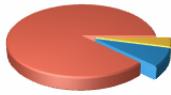
近期報告日期、評等及前日股價

03/19/2024	Trading Buy	34.30
03/23/2023	Neutral	30.70
08/16/2022	Neutral	23.15
12/17/2021	Neutral	27.20
03/23/2023	Neutral	30.70

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,148
市值(億元)	62
目前每股淨值(元)	15.23
外資持股比(%)	1.68
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	18.04
融資餘額(張)	16,889
現金股息配發率(%)	382.22

產品組合



- 車用LED燈模組及元件:88.00%
- LED交通號誌燈及路燈:8.00%
- 其他:4.00%

股價相對大盤走勢



2024年營收、獲利表現改善，投資建議 Trading Buy。

投資建議 Trading Buy：預估 2024 年本業、整體獲利能力改善，2025 年有望持續提升。雖評價並未偏低，但考量獲利數字有望逐步開出，投資建議維持 Trading Buy，目標價 32.5 元(以 2025 年 EPS 及 PE 26 倍評價)。

聯嘉美國廠將進行轉型，後續生產將轉移到墨西哥新廠：因應客戶要求，聯嘉將增設墨西哥新廠及捷克委外廠。(1)墨西哥新廠第一期投資廠房約 2 萬平方米，3Q24 開始動工，預計於 3Q25 初完工。隨著機器設備陸續進駐，4Q25 有望有新專案進入量產。3~5 年將建置第二期廠房。(2)為服務客戶，聯嘉將設立捷克策略外包廠，就近生產供貨。而美國密西根廠因成本過高，將轉型提供檢測服務或代工生產驅動器。後續產能將轉移至墨西哥新廠。

2024 年獲利能力有望提升：2024 年處於多款車型新舊專案交替年度，因新專案增加及受疫情影響遞延出貨之訂單陸續出貨，預估營收 56.65 億元，YoY+30.97%。獲利能力方面，因原物料價格下降，且美國密西根廠逐漸轉型將減少損失，預估毛利率由 2023 年的 13.95% 上升至 16.55%，營業利益 1.04 億元，本業轉虧為盈。若業外無重大影響因素，預估稅後純益 1.54 億元，獲利逐漸開出，EPS 0.72 元。2025 年方面，公司預期營收有望雙位數增長，主要受惠於(1)歐美訂單持續增加。美國最熱銷的皮卡車型前五名，聯嘉切入其中三款車燈模組供應鏈，Tesla CyberTruck 前車燈模組持續出貨。原本歐洲 Tier-1 客戶給予聯嘉的訂單主要來自於 BMW、Daimler、VW 集團，已開始提供 Stellantis 集團和 Renault-Nissan-Mitsubishi 的訂單。(2)逐步取得韓系、日系客戶認證。聯嘉已於 2023 年開始供應車燈模組給韓系車燈大廠。並於 2023 年通過日系車燈大廠認證。2024 年開始接單。而隨著公司進行內部調整與營運轉型，預估獲利能力將持續獲得改善。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	4,325	5,665	6,549	1,025	1,118	1,116	1,387	1,413	1,409	1,456	1,399	1,592
營業毛利淨額	603	937	1,176	116	153	177	203	231	242	260	244	283
營業利益	-55	104	294	-46	-28	19	7	17	34	46	35	60
稅後純益	10	154	267	7	5	-6	48	27	34	45	34	55
稅後 EPS(元)	0.05	0.72	1.24	0.03	0.02	-0.03	0.22	0.13	0.16	0.21	0.16	0.26
毛利率(%)	13.95%	16.55%	17.96%	11.36%	13.65%	15.85%	14.67%	16.37%	17.21%	17.86%	17.45%	17.78%
營業利益率(%)	-1.28%	1.84%	4.49%	-4.52%	-2.46%	1.67%	0.48%	1.23%	2.41%	3.17%	2.50%	3.76%
稅後純益率(%)	0.24%	2.72%	4.08%	0.66%	0.44%	-0.50%	3.43%	1.92%	2.40%	3.12%	2.44%	3.47%
營業收入 YoY/QoQ(%)	13.07%	30.97%	15.61%	-3.83%	9.05%	-0.12%	24.25%	1.86%	-0.30%	3.35%	-3.90%	13.80%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-37.87%	1,401.72%	73.58%	64.50%	-27.50%	N.A	N.A	-42.98%	24.50%	34.62%	-24.95%	61.65%

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 21.48 億元計算。

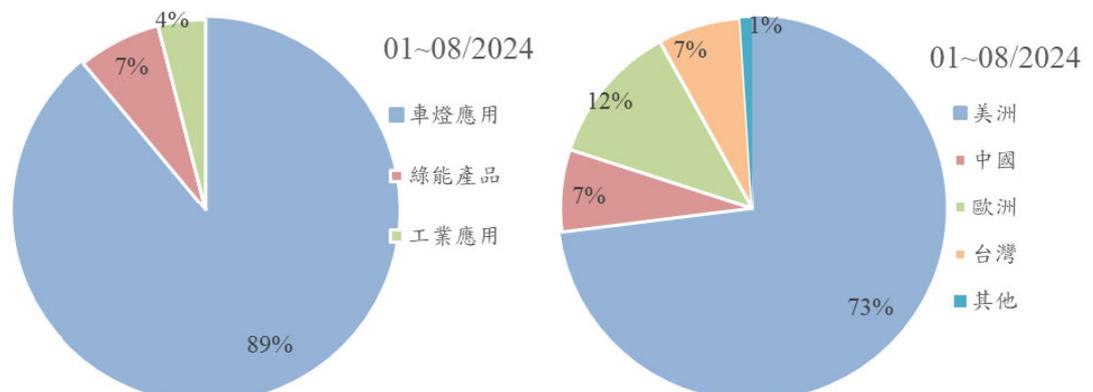
聯嘉光電 ESG：

根據公司企業永續報告書記載：產銷方面，透過每月的 ESG KPI 內部稽核，有效降低運費、包材等資源之浪費，並透過檢討與改進，優化原材料之使用率，以提高存貨周轉率與現金周轉率。研發方面，透過導入 ESG 促進技術創新、提升公司能源、資源的有效使用及製程優化，減少零件的使用以及不良品的產生，並提高產品在環保永續領域的競爭力。為善盡地球村公民之責，就近服務北美重要汽車關鍵客戶，並大幅減低長途運費所產生的碳排放及環保汙染，12/2021 聯嘉光電美國密西根新廠第一期開幕量產，密西根州提供一百萬美金獎勵。公司除了盡力深化美台雙邊關係及活絡經濟，並已依循臺灣總部將 ESG 系統導入東莞廠、深圳廠的模式，也將 ESG 系統導入密西根廠推展落實。此外，導入 ESG 能及早因應客戶及國際法規可能發生的突然性變動及要求。依本公司「風險管理政策」由總經理擔任風險管理的最高主管，並由高階主管、功能單位主管及業務承辦人員擔任第一線風險管理人員，對四大構面(環境、社會、經濟及治理、其他)、八大風險(環境風險、作業危害風險、人力資源風險、市場風險、投資風險、法規合規風險、營運風險、其他風險)執行 PDCA (Plan, Do, Check, Act) 並擬定相關對策，定期向董事會報告並揭露於公司網站。

公司概況：

聯嘉光電(6288 TT)成立於 1995 年，為國內 LED 大廠，營運據點包含台灣、中國、美國、西班牙、德國等地。主要產品包含 LED 車燈元件及模組、LED 號誌燈、路燈、節能照明產品及模組、LED 背光源元件及模組。營收主要來自於 LED 車用照明模組及元件應用，車用產品佔 01/2024~08/2024 營收 89%、綠能產品佔 7%、工業應用佔 4%。聯嘉在車燈供應鏈中扮演 Tier 2(模組)、Tier 3(封裝元件)角色，透過 Tier1 廠商供貨給各大車廠，其中車燈供應商大廠 Magna、Flex-N-Gate(Ventra)、Hella、SL 皆為聯嘉客戶。而汽車客戶主要有 Ford、GM、FCA、Tesla 等。以 01/2024~08/2024 銷售區域來看，美洲佔營收比重 73%、歐洲佔 12%、中國佔 7%、台灣佔 7%、其他地區佔 1%。北美市場為聯嘉營收主要來源，以 2023 年北美新車銷售量 1,560.84 萬輛來看，聯嘉出貨至美國 151.85 萬輛車，美國平均每 10.3 輛新車就有一輛車用聯嘉的產品。若以 01/2024~08/2024 來看，美國平均 9.8 輛新車中就有一輛車使用聯嘉的產品。

圖一、聯嘉營收組成



資料來源：聯嘉、群益投顧整理

2024年9月30日

聯嘉美國廠將進行轉型，後續生產將轉移到墨西哥新廠：

聯嘉生產基地位於台灣、中國東莞、美國密西根等地：(1)台灣總部擁有 10 條 SMT 產線。目前稼動率維持滿載水準。(2)中國東莞廠擁有 8 條 SMT 產線。目前稼動率同樣維持滿載水準。(3)美國密西根廠因成本過高，將轉型提供檢測服務或代工生產驅動器。後續產能將轉移至墨西哥新廠。

因應客戶要求，聯嘉將增設墨西哥新廠及捷克委外廠。(1)墨西哥新廠第一期投資廠房約 2 萬平方米，3Q24 開始動工，預計於 3Q25 初完工。隨著機器設備陸續進駐，4Q25 有望有新專案進入量產。3~5 年將建置第二期廠房。(2)為服務客戶，聯嘉將設立捷克策略外包廠，就近生產供貨。

聯嘉發展新產品次世代 LED 顯示屏：

聯嘉發展次世代 LED 顯示屏 (Mini LED COB 封裝小間距顯示屏)。次世代 LED 顯示屏可應用於室內外大型電視牆、電影院、虛擬攝影棚、家庭劇院、汽車內外顯示器。主要目標為 120 吋以上螢幕，產品採取磁磚型模組設計，可取代內外牆面建材。公司表示，目標市場在北美、歐洲，及部分亞洲地區，應用領域涵蓋企業、教育行業。以室內小間距顯示屏應用為主，包含 P1.25、P1.625、P0.8、P0.6 等產品規格。次世代 LED 顯示屏已獲訂單，如台灣某金控公司大型會議廳、台北市餐廳創意型 LED 全採工程，並將於 4Q24 貢獻營收近千萬元。此外，聯嘉於台北市信義區開設 LED 沉浸式餐廳，將於 2025 年開幕。

新產品競爭優勢：1.可量產 COB LED 面板。2.高效率的巨量混晶及排片。3.高效率巨量轉移。4.省電 40%。5.超高光校高質感的表面處理，耐磨耐摔，樹脂化 LED 不會脫落。6.表面全黑不反光，最大視角 85 度。7.汽車製造業生產品質要求，保固 10 年。一貫作業垂直整合，已經取得多國世界專利。聯嘉具有巨量轉移技術，每秒可以移 400 顆，速度是傳統固晶的 23 倍。

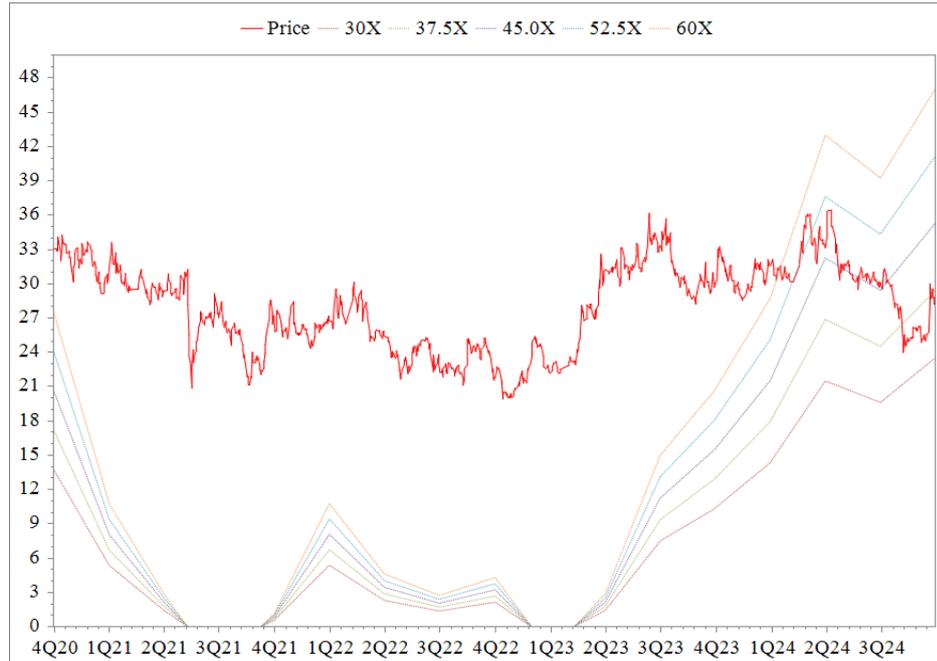
2024 年獲利能力有望提升：

2024 年處於多款車型新舊專案交替年度，因新專案增加及受疫情影響遞延出貨之訂單陸續出貨，預估營收 56.65 億元，YoY+30.97%。獲利能力方面，因原物料價格下降，且美國密西根廠逐漸轉型將減少損失，預估毛利率由 2023 年的 13.95% 上升至 16.55%，營業利益 1.04 億元，本業轉虧為盈。若業外無重大影響因素，預估稅後純益 1.54 億元，獲利逐漸開出，EPS 0.72 元。2025 年方面，公司預期營收有望雙位數增長，主要受惠於(1)歐美訂單持續增加。美國最熱銷的皮卡車型前五名，聯嘉切入其中三款車燈模組供應鏈，Tesla CyberTruck 前車燈模組持續出貨。原本歐洲 Tier-1 客戶給予聯嘉的訂單主要來自於 BMW、Daimler、VW 集團，已開始提供 Stellantis 集團和 Renault-Nissan-Mitsubishi 的訂單。(2)逐步取得韓系、日系客戶認證。聯嘉已於 2023 年開始供應車燈模組給韓系車燈大廠。並於 2023 年通過日系車燈大廠認證。2024 年開始接單。而隨著公司進行內部調整與營運轉型，預估獲利能力將持續獲得改善。

投資建議：

預估 2024 年本業、整體獲利能力改善，2025 年有望持續提升。雖評價並未偏低，但考量獲利數字有望逐步開出，投資建議維持 Trading Buy，目標價 32.5 元(以 2025 年 EPS 及 PE 26 倍評價)。

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

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	5,864	5,715	6,384	6,535	6,767
流動資產	3,517	3,242	3,871	3,943	4,244
現金及約當現金	937	666	491	641	615
應收帳款與票據	771	835	1,050	1,123	1,245
存貨	1,690	1,554	2,043	2,051	2,189
採權益法之投資	11	11	12	13	11
不動產、廠房設備	1,928	2,046	2,101	2,121	2,141
負債總計	3,468	3,299	3,500	3,537	3,544
流動負債	2,197	1,761	2,451	2,390	2,425
應付帳款及票據	702	676	995	1,077	1,219
非流動負債	1,271	1,538	1,049	1,066	895
權益總計	2,396	2,416	2,884	2,998	3,222
普通股股本	1,827	1,828	2,027	2,148	2,148
保留盈餘	279	227	202	315	540
母公司業主權益	2,396	2,416	2,884	2,997	3,222
負債及權益總計	5,864	5,715	6,384	6,535	6,767

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	3,614	3,825	4,325	5,665	6,549
營業成本	2,910	3,217	3,722	4,728	5,373
營業毛利淨額	704	608	603	937	1,176
營業費用	647	736	659	833	882
營業利益	57	-128	-55	104	294
EBITDA	252	257	272	421	579
業外收入及支出	-53	125	41	62	28
稅前純益	5	0	-4	166	322
所得稅	-5	-17	-15	12	55
稅後純益	10	17	10	154	267
稅後 EPS(元)	0.05	0.08	0.05	0.72	1.24
完全稀釋 EPS**	0.05	0.08	0.05	0.72	1.24

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 21.48【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 21.48 億元計算

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	-426	55	-255	438	287
稅前純益	5	0	-4	166	322
折舊及攤銷	223	227	251	254	257
營運資金變動	-671	45	-383	0	-118
其他營運現金	16	-217	-118	17	-174
投資活動現金	-566	-262	-212	-258	-113
資本支出淨額	-704	-211	-161	-200	-200
長期投資變動	163	0	-5	0	0
其他投資現金	-25	-51	-46	-58	87
籌資活動現金	706	-82	282	-30	-201
長借/公司債變動	657	353	581	17	-170
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-123	-70	-35	-41	-43
其他籌資現金	172	-365	-264	-7	13
淨現金流量	-302	-271	-175	150	-26
期初現金	1,239	937	666	491	641
期末現金	937	666	491	641	615

資料來源：CMoney、群益

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	-4.31%	5.85%	13.07%	30.97%	15.61%
營業毛利淨額	-10.07%	-13.60%	-0.78%	55.33%	25.51%
營業利益	-69.91%	N.A	N.A	N.A	181.94%
稅後純益	-92.75%	58.50%	-37.87%	1401.72%	73.58%
獲利能力分析(%)					
毛利率	19.48%	15.90%	13.95%	16.55%	17.96%
EBITDA(%)	6.97%	6.71%	6.29%	7.43%	8.84%
營益率	1.57%	-3.35%	-1.28%	1.84%	4.49%
稅後純益率	0.29%	0.43%	0.24%	2.72%	4.08%
總資產報酬率	0.18%	0.29%	0.16%	2.36%	3.95%
股東權益報酬率	0.43%	0.68%	0.36%	5.14%	8.30%
償債能力檢視					
負債比率(%)	59.14%	57.73%	54.82%	54.13%	52.38%
負債/淨值比(%)	144.75%	136.58%	121.33%	118.00%	110.00%
流動比率(%)	160.05%	184.09%	157.94%	165.00%	175.00%
其他比率分析					
存貨天數	175.69	183.99	176.35	158.00	144.00
應收帳款天數	82.64	76.63	79.52	70.00	66.00

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	1,066	1,025	1,118	1,116	1,387	1,413	1,409	1,456	1,399	1,592	1,767	1,790
營業成本	909	909	965	939	1,184	1,182	1,166	1,196	1,155	1,309	1,446	1,462
營業毛利淨額	157	116	153	177	203	231	242	260	244	283	321	328
營業費用	158	163	180	158	197	214	208	214	209	223	223	227
營業利益	0	-46	-28	19	7	17	34	46	35	60	99	101
業外收入及支出	-4	47	31	-23	31	16	7	9	6	7	7	9
稅前純益	-4	1	3	-4	38	33	41	55	41	66	105	109
所得稅	-8	-6	-2	2	-10	6	7	9	7	11	18	19
稅後純益	4	7	5	-6	48	27	34	45	34	55	87	91
最新股本	2,148	2,148	2,148	2,148	2,148	2,148	2,148	2,148	2,148	2,148	2,148	2,148
稅後EPS(元)	0.02	0.03	0.02	-0.03	0.22	0.13	0.16	0.21	0.16	0.26	0.41	0.42
獲利能力(%)												
毛利率(%)	14.76%	11.36%	13.65%	15.85%	14.67%	16.37%	17.21%	17.86%	17.45%	17.78%	18.17%	18.32%
營業利益率(%)	-0.02%	-4.52%	-2.46%	1.67%	0.48%	1.23%	2.41%	3.17%	2.50%	3.76%	5.58%	5.62%
稅後純益率(%)	0.39%	0.66%	0.44%	-0.50%	3.43%	1.92%	2.40%	3.12%	2.44%	3.47%	4.94%	5.06%
QoQ(%)												
營業收入淨額	12.62%	-3.83%	9.05%	-0.12%	24.25%	1.86%	-0.30%	3.35%	-3.90%	13.80%	11.00%	1.30%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	-63.94%	158.19%	95.80%	35.86%	-24.18%	70.97%	64.63%	2.00%
稅前純益	N.A	N.A	455.44%	N.A	N.A	-10.85%	21.66%	34.62%	-24.95%	61.66%	58.36%	3.67%
稅後純益	N.A	64.50%	-27.50%	N.A	N.A	-42.98%	24.50%	34.62%	-24.95%	61.65%	58.36%	3.67%
YoY(%)												
營業收入淨額	14.98%	0.23%	20.30%	17.97%	30.14%	37.84%	26.03%	30.41%	0.87%	12.69%	25.46%	22.97%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	147.66%	420.74%	244.82%	189.92%	117.66%
稅前純益	N.A	N.A	-91.09%	N.A	N.A	5863.46%	1206.26%	N.A	9.59%	98.72%	158.66%	99.19%
稅後純益	-61.79%	470.50%	-82.52%	N.A	1053.04%	299.69%	586.39%	N.A	-28.27%	103.35%	158.65%	99.19%

註1：稅後EPS以股本21.48億元計算

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。