

聯強 (2347 TT) Synnex

改善產品組合且費用管控佳，獲利率趨勢向上

買進 (調升評等)

目標價 (12 個月)：NT\$83.0

收盤價 (2024/11/07)：NT\$71.1

隱含漲幅：16.7%

營收組成 (3Q24)

IT Commercial 31%、IT Consumer 31%、Telecom 4%、IC Component 34%。

本次報告更新重點

| 項目 | 本次 | 前次 |
|-------------------|-------|---------|
| 評等 | 買進 | 持有-超越同業 |
| 目標價 (NT\$) | 83.0 | 76.0 |
| 2024年營收 (NT\$/十億) | 429.6 | 432.8 |
| 2024年EPS | 5.2 | 5.2 |

交易資料表

| | |
|------------------------|----------------|
| 市值 | NT\$118,590百萬元 |
| 外資持股比率 | 33.5% |
| 董監持股比率 | 19.7% |
| 調整後每股淨值 (2024F) | NT\$45.17 |
| 負債比 | 66.5% |
| 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 | 424,550 | 395,991 | 429,587 | 468,171 |
| 營業利益 | 9,138 | 8,634 | 9,698 | 10,691 |
| 稅後純益 | 15,749 | 7,289 | 8,734 | 9,945 |
| EPS (元) | 9.44 | 4.37 | 5.24 | 5.96 |
| EPS YoY (%) | -8.8 | -53.7 | 19.8 | 13.9 |
| 本益比 (倍) | 7.5 | 16.3 | 13.6 | 11.9 |
| 股價淨值比 (倍) | 1.6 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| ROE (%) | 23.2 | 10.6 | 11.6 | 12.6 |
| 現金殖利率 (%) | 4.9% | 4.2% | 5.1% | 5.6% |
| 現金股利 (元) | 3.50 | 3.00 | 3.60 | 4.00 |

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuanta.com

余鈴華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

◆ 第三季稅後 22.6 億元，季增 24%，年增 33%，EPS 1.35 元，高於元大/市場預期 6%/4%，主因產品組合優化，人力需求下降。

◆ 聯強半導體 MSP (營運管理服務)商業模式，獲客戶認同，加上半導體步入復甦階段，估 2024/25 年半導體部門營收年增 16%/10%。

◆ 聯強改善產品組合，且費用管控佳，獲利率趨勢向上，調升評等至買進。目標價 83 元係以 2025 年本益比與股價淨值比評價法平均而得。

第三季 EPS 1.35 元，季增 24%，高於元大/市場預期 6%/4%

第三季營收季增 9%，年增 11%，受產品組合優化(低毛利率半導體業務占營收比重季減 2ppts)，毛利率季增 0.13 百分點至 4.33%。規模經濟上揚及運作持續優化(降低人力需求)，費用率由第二季 2.2%下降至 1.98%，營業利益 25.6 億元，季增 28%，年增 34%，高於元大/市場預期 13%/11%。業外受惠投資收益及其他收入挹注，共獲利 7.3 億元。合計稅後 22.6 億元，季增 24%，年增 33%，EPS 1.35 元，高於元大/市場預期 6%/4%。

商用部門復甦中，半導體為未來成長重要來源

2023 年下半年全球資本支出明顯縮減影響，聯強商用 2023 年營收衰退 8%。今年第二季/第三季商用營收年轉正至 309/334 億元，年增 9%/25%，其中資料中心的 AI Server 在第三季開始明顯助益，由工業電腦龍頭研華第二季 B/B 回升 1 以上，2024 年下半年全球資本支出可望逐漸恢復，有助商用部門成長，估 2024/25 年商用營收年增 6%/13%。聯強半導體 MSP (營運管理服務)商業模式，獲客戶認同，加上半導體步入復甦階段，估 2024/25 年半導體部門營收年增 16%/10%。

費用管控佳，上修 2024/25 年稅後 2%/3%

第四季受惠商用復甦，半導體業務進入旺季帶動，估營收季增 7%，年增 2%。產品優化及商用比重提升，估毛利率季增 0.09 百分點至 4.42%，EPS 1.47 元，季增 9%，年增 14%。

整體而言，估聯強 2024/25 年營收年增 8%/9%，估毛利率維持高檔 4.31%/4.31%，營業利益 97/107 億，年增 12%/10%，稅後 87/99 億元，EPS 5.24/5.96 元，年增 20%/14%，比先前預估略調升 2%/3%，主因聯強採用數位化，精簡人力，今年員工數年減 8%。

營運分析

第三季稅後 22.6 億元，季增 24%，年增 33%，EPS 1.35 元，高於元大/市場預期 6%/4%

聯強第三季營收季增 9%至 1,088 億元，年增 11%，受惠產品組合優化(低毛利率半導體業務占營收比重季減 2ppts)，毛利率季增 0.13 百分點至 4.33%，受規模經濟上揚及運作持續優化(降低人力需求)，費用率由第二季 2.2%下降至 1.98%，造成營業利益 25.6 億元，季增 28%，年增 34%，高於元大/市場預期 13%/11%。業外受惠投資收益及其他收入挹注，共獲利 7.3 億元。合計稅後 22.6 億元，季增 24%，年增 33%，EPS 1.35 元，高於元大/市場預期 6%/4%。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

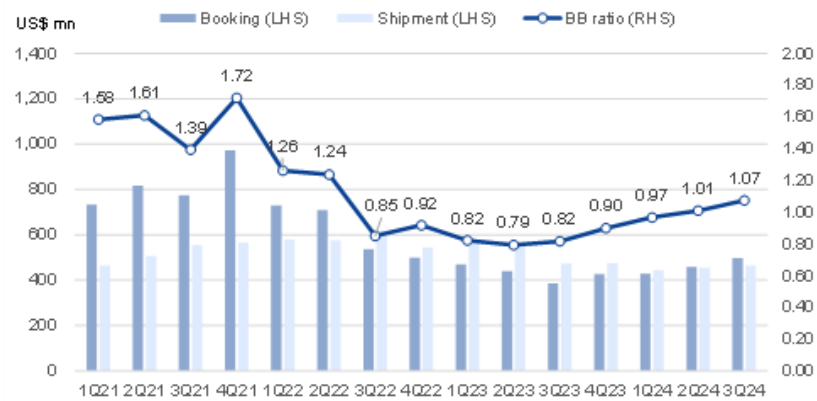
| (百萬元) | 3Q23A | 2Q24A | 3Q24A | 季增率 | 年增率 | 3Q24F | | 預估差異 | |
|-------------|--------|---------|---------|-------|-------|---------|---------|-------|-------|
| | | | | | | 元大預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 |
| 營業收入 | 98,234 | 100,209 | 108,803 | 8.6% | 10.8% | 112,052 | 110,558 | -2.9% | -1.6% |
| 營業毛利 | 4,143 | 4,207 | 4,713 | 12.0% | 13.8% | 4,734 | 4,607 | -0.5% | 2.3% |
| 營業利益 | 1,916 | 2,004 | 2,558 | 27.6% | 33.5% | 2,269 | 2310 | 12.7% | 10.7% |
| 稅前利益 | 2,426 | 2,531 | 3,291 | 30.0% | 35.6% | 2,806 | 2,896 | 17.3% | 13.6% |
| 稅後淨利 | 1,699 | 1,826 | 2,255 | 23.5% | 32.7% | 2,135 | 2175 | 5.6% | 3.7% |
| 調整後 EPS (元) | 1.02 | 1.09 | 1.35 | 23.5% | 32.7% | 1.28 | 1.30 | 5.6% | 3.7% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 4.2% | 4.2% | 4.3% | 0.1 | 0.1 | 4.2% | 4.2% | 0.1 | 0.2 |
| 營業利益率 | 2.0% | 2.0% | 2.4% | 0.4 | 0.4 | 2.0% | 2.1% | 0.3 | 0.3 |
| 稅後純益率 | 1.7% | 1.8% | 2.1% | 0.3 | 0.3 | 1.9% | 2.0% | 0.2 | 0.1 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

商用部門業績復甦中

去年微軟 ChatGPT 在全球盛行，帶動 AI 需求上揚，聯強 4Q23 企業積極導入 AI 應用，並強化資安，使用商用加值營收季增 28%至 342 億元，但年減 12%，仍受 2023 年下半年全球資本支出明顯縮減影響(尤其大陸景氣差，下滑最多)，商用 2023 年營收衰退 8%，表現不佳。今年第一季商用尚未復甦，營收衰退 16%至 227 億元；連續下滑四季後，今年第二季/第三季商用營收年轉正至 309/334 億元，年增 9%/25%，其中資料中心的 AI Server 在第三季開始明顯助益，由工業電腦龍頭研華第二季 B/B 回升 1 以上，2024 年下半年全球資本支出可望逐漸恢復，有助商用部門成長，估 2024/25 年商用營收年增 6%/13%。

圖 2：工業電腦龍頭研華第二季 B/B 回升至 1 以上，全球資本支出逐漸恢復



資料來源：研華、元大投顧

半導體業務受惠 MSP 建立，為未來成長重要來源之一

MSP (Management Service Platform；營運管理服務平台)是聯強數位轉型產生的商業模式，透過自行開發的”資訊串聯 + APP”整合供應鏈上下游，將”生產製造→通路銷售→售後服務”結合在一起。包括：資訊流、商流、金流、物流等無縫接軌，該服務是依照合作夥伴業務模式與需求量身訂做。MSP 模式 2021 年即實施，2022/23 年積極推廣，成功平台案例：招募業務、電商、連鎖通路、購案報備、訂單覆交、探針匯訊技術與資訊發送、雲倉...等。2022 年 IC 零組件(半導體)部門營收成長 16%；2023 年即使客戶清庫存，仍逆勢年增 2%。

2024 年年初受惠半導體客戶清完庫存而開始備料，加上開拓車載等新應用，第一季半導體部門營收成長 56%至 491 億元(占營收比重大幅上升至 47%)，第二季客戶補庫存告一段落，營收季減 25%至 366 億元，但年增 8%。第三季旺季，需求仍佳，營收季增 2%至 375 億元，年增 9%。公司估計今年半導體步入復甦階段，加上 MSP 帶動，未來維持不錯成長，估 2024/25 年 IC 零組件(半導體)部門營收年增 16%/10%。

圖 3：聯強 MSP (營運管理服務)商業模式，獲客戶認同，下單量增加



資料來源：聯強

第四季受惠商用復甦，半導體業務進入旺季帶動，估營收季增 7%，年增 2%

受惠商用復甦，半導體業務進入旺季帶動，估聯強第四季營收季增 7%至 1,168 億元，年增 2%，因產品優化及商用比重提升，估毛利率季增 0.09 百分點至 4.42%，營業利益 28 億元，季增 10%，年增 7%。業外在投資收入及其他收益挹注下，估獲利 5.2 億元。合計稅後 24.6 億元，季增 9%，年增 14%，EPS 1.47 元，比原先預期略上調 1%(主因微幅上調毛利率)。

圖 4：2024 年第 4 季財測與預估比較

| (百萬元) | 4Q23A | 3Q24A | 4Q24F | 季增率 | 年增率 | 4Q24F | | 預估差異 | |
|-------------|---------|---------|---------|------|-------|---------|---------|------|------|
| | | | | | | 元大預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 |
| 營業收入 | 114,207 | 108,803 | 116,824 | 7.4% | 2.3% | 116,824 | 116,098 | 0.0% | 0.6% |
| 營業毛利 | 4,998 | 4,713 | 5,161 | 9.5% | 3.3% | 5,140 | 4,954 | 0.4% | 4.2% |
| 營業利益 | 2,625 | 2,558 | 2,801 | 9.5% | 6.7% | 2,780 | 2630 | 0.8% | 6.5% |
| 稅前利益 | 3,000 | 3,291 | 3,326 | 1.1% | 10.9% | 3,304 | 3,155 | 0.6% | 5.4% |
| 稅後淨利 | 2,160 | 2,255 | 2,457 | 8.9% | 13.7% | 2,439 | 2332 | 0.7% | 5.4% |
| 調整後 EPS (元) | 1.30 | 1.35 | 1.47 | 8.9% | 13.7% | 1.46 | 1.40 | 0.7% | 5.4% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | 百分點 | | | |
| 營業毛利率 | 4.4% | 4.3% | 4.4% | 0.1 | 0 | 4.4% | 4.3% | 0.0 | 0.2 |
| 營業利益率 | 2.3% | 2.4% | 2.4% | 0.1 | 0.1 | 2.4% | 2.3% | 0.0 | 0.1 |
| 稅後純益率 | 1.9% | 2.1% | 2.1% | 0 | 0.2 | 2.1% | 2.0% | 0.0 | 0.1 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

費用管控佳，上修 2024/25 年稅後 2%/3%

受高通膨、俄烏戰爭等負面因素干擾，消費性電子需求疲弱，至今尚未恢復，2022 年該產品營收年減 13%，2023 年持續衰退 15%，但下半年下滑幅度收斂，估 2024/25 年景氣復甦，成長 1%/5%。通訊部門(主要為手機)在澳洲、印尼新增代理產品，2023 年營收年增 5%；2024/25 年新增 AI 手機話題，估營收成長 18%/5%。

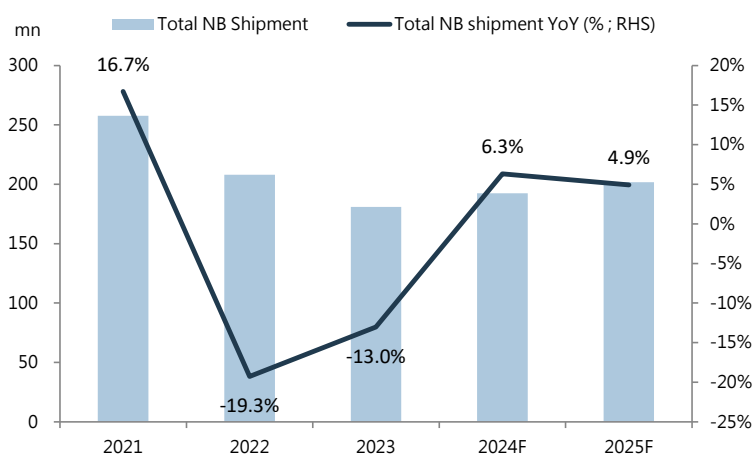
整體而言，估聯強 2024/25 年營收年增 8%/9%，受高毛利率商用產品比重下滑，估毛利率由 2023 年 4.44%略下降至 2024/25 年 4.31%/4.31%，營業利益 97/107 億，年增 12%/10%，稅後 87/99 億元，EPS 5.24/5.96 元，年增 20%/14%，比先前預估略調升 2%/3%，主因聯強採用數位化，精簡人力，今年員工數年減 8%。

2024 年全球筆電出貨恢復成長，電競 NB 滲透率穩定上升

全球筆電在 Covid 19 疫情結束，市場去化庫存，造成 2022 年出貨衰退 19%，2023 年仍年減 13%，2024 年預期全球景氣復甦下，小幅成長 6%。

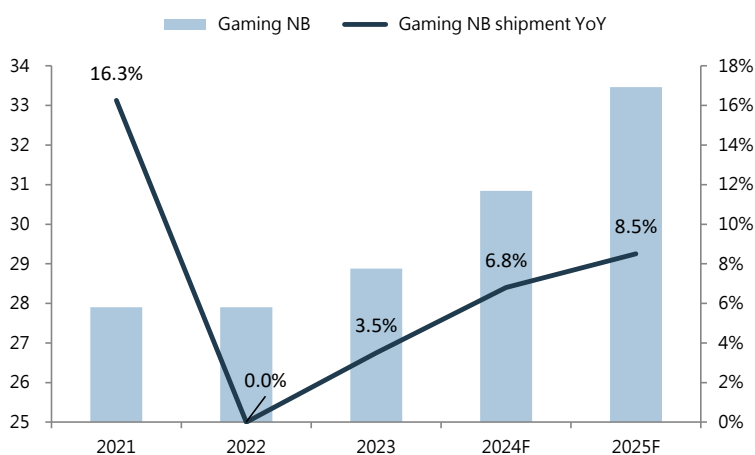
電競筆電具剛性需求，2022/23 年 NB 去庫化時，2022 年出貨約年持平，2023 年恢復成長 4%。2024 年受惠 NVIDIA 二年一次 GPU 大改款，出貨可望年增 7%，是 PC 下游維持成長的產品。聯強在電競產品比重逐漸上升至接近 10%，有一定挹注作用，亦為公司未來強化營運方向。

圖 5：全球筆電出貨量預估



資料來源：Digitimes、元大投顧整理

圖 6：全球電競筆電出貨量預估

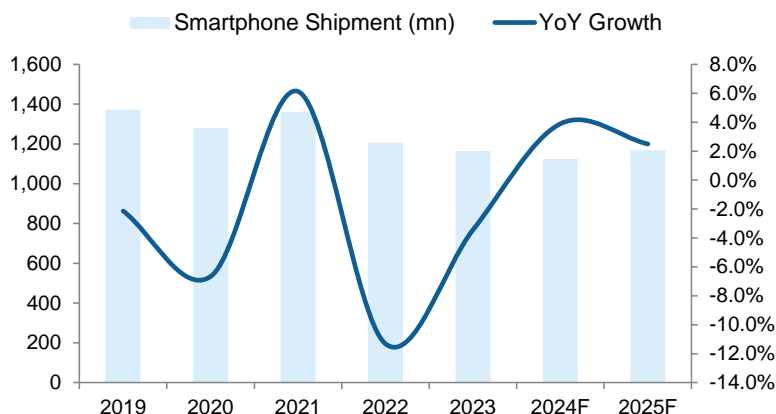


資料來源：Digitimes、元大投顧整理

智慧型手機市場 2023 年受景氣負面影響而衰退，2024 年緩慢回溫

2023 年高通膨、俄烏戰爭仍未消除，但中國手機因庫存低，可望帶動 Android 手機銷售小幅回升。但 Apple iPhone 上半年買氣下滑，全年出貨恐衰退，造成 2023 年全球手機持續下滑 3.4%。2024 年預期全球景氣復甦，庫存調整告一段落後，手機出貨可望年增 4%。聯強 2H23 新增印尼手機代理業務(主要銷售中國傳音手機)，成長力道優於同業。

圖 7：全球智慧型手機出貨量在 2024 年可望回溫呈現正成長率



資料來源：IDC、元大投顧預估

聯強為亞太地區第一大、全球第三大 3C 通路商

聯強為亞太地區第一大、全球第三大 3C 通路商，主要競爭對手有：Ingram Micro (2016 年 2 月併入海航集團)、Tech Data Corp. (2021 年 9 月併入 Synnex)等。以 2020 年營收計算，聯強僅為 Ingram Micro 1/5、Tech Data Corp. 1/3，主因聯強專攻亞太區域，比不上另二家以全球市場為主，但以績效而言，聯強近年在精實、敏捷、躍進、MSP (Management Service Platform；營運管理服務平台)計畫執行下，營收及營業利益率表現佳。

圖 8：聯強為全球第三大 3C 通路商

| 公司名 | 2020 年銷售額(十億美金) |
|-------------|-----------------|
| IngramMicro | 49.1 |
| Tech Data | 36.8 |
| 聯強 | 10.9 |

資料來源：元大投顧整理

獲利調整與股票評價

上調 2024/25 年稅後 2%/3%

聯強採用數位化，精簡人力，今年員工數年減 8%，費用管控佳，因此將 2024/25 年費用率由原先 2.11%/2.10%略調降至 2.05%/2.03%，稅後則上修 2%/3%，EPS 5.24/5.96 元，年增 20%/14%。

圖 9：2024 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 | 429,587 | 432,837 | 468,171 | 468,171 | -0.8% | 0 |
| 營業毛利 | 18,499 | 18,499 | 20,187 | 20,118 | 0 | 0.3% |
| 營業利益 | 9,698 | 9,387 | 10,691 | 10,304 | 3.3% | 3.8% |
| 稅前利益 | 11,894 | 11,388 | 13,043 | 12,655 | 4.4% | 3.1% |
| 稅後淨利 | 8,734 | 8,597 | 9,945 | 9,631 | 1.6% | 3.3% |
| 調整後 EPS (元) | 5.24 | 5.15 | 5.96 | 5.77 | 1.7% | 3.3% |
| 重要比率 (%) | | | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 4.3% | 4.3% | 4.3% | 4.3% | 0 | 0 |
| 營業利益率 | 2.3% | 2.2% | 2.3% | 2.2% | 0.1 | 0.1 |
| 稅後純益率 | 2.0% | 2.0% | 2.1% | 2.1% | 0 | 0.1 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估

調升評等至買進，目標價 83 元，潛在上漲空間 16.7%

我們採用本益比評價法，係因其常用於評估下游科技類股之價值；而採用股價淨值比評價法，則係考量其可作為景氣向下時的評價支撐。

本益比評價法

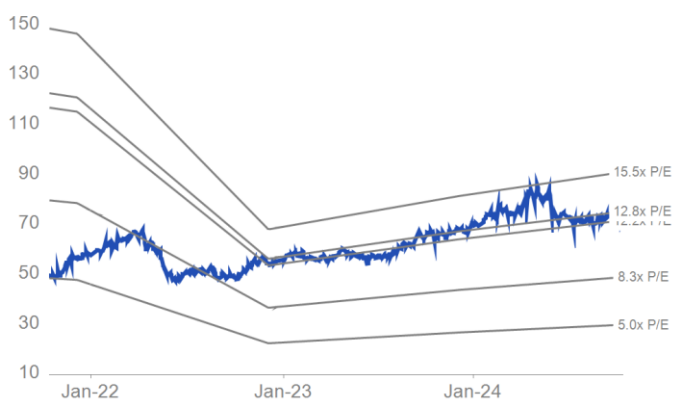
本中心本益比目標倍數由先前 14 倍上調至 15 倍(近五年本益比區間 4~16 倍偏上緣)，反應公司營運狀況佳，獲利率上升，以 2025 年 EPS 5.96 元計算，得出本益比目標價 89.4 元。

股價淨值比評價法

本中心目標股價淨值比也由原先 1.5 倍上修至 1.6 倍(近五年每股淨值區間 0.8~2.0 倍偏上緣)，以 2025 年每股淨值 47.40 元計算，股價淨值比目標價 75.9 元。

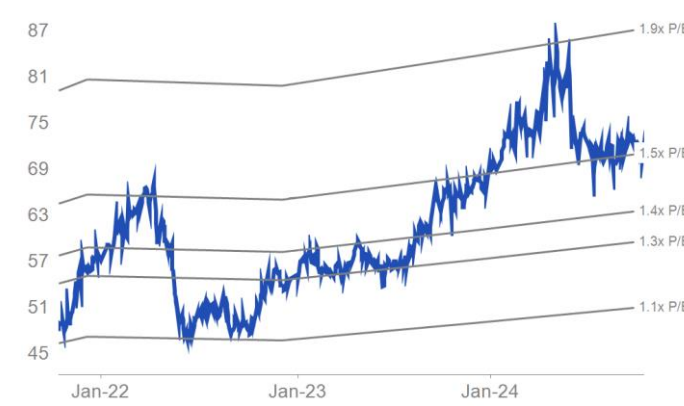
研究中心最新目標價 83 元，係以本益比評價法與股價淨值比評價法平均而得，潛在上漲空間 16.7%。

圖 10：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 12：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 |
| 聯強 | 2347 TT | 買進 | 71.1 | 3,705 | 4.37 | 5.24 | 5.96 | 16.3 | 13.6 | 11.9 | (53.7) | 19.8 | 13.9 |
| 國外同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 神州數碼 | 000034 CH | 未評等 | 22.2 | 2,085 | 1.8 | 2.1 | 2.6 | 12.4 | 10.5 | 8.6 | 14.6 | 18.2 | 21.4 |
| Avnet | AVT US | 未評等 | 53.2 | 4,812 | 8.4 | 5.1 | 4.5 | 6.4 | 10.5 | 11.9 | 19.3 | (39.6) | (11.2) |
| 國外同業平均 | | | | | 5.1 | 3.6 | 3.5 | 9.4 | 10.5 | 10.2 | 17.0 | (10.7) | 5.1 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 神腦 | 2450 | 未評等 | 35.4 | 281 | 2.7 | -- | -- | 13.0 | -- | -- | 7.2 | -- | -- |
| 藍天 | 2362 | 未評等 | 57.3 | 1,098 | 1.8 | -- | -- | 31.6 | -- | -- | 28.6 | -- | -- |
| 大聯大 | 3702 | 未評等 | 85.5 | 4,740 | 4.6 | 4.5 | 5.8 | 18.6 | 19.2 | 14.7 | (23.8) | (3.0) | 30.2 |
| 國內同業平均 | | | | | 3.0 | 4.5 | 5.8 | 21.1 | 19.2 | 14.7 | 4.0 | (3.0) | 30.2 |

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 13：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 |
| 聯強 | 2347 TT | 買進 | 71.1 | 3,705 | 10.6 | 11.6 | 12.6 | 43.06 | 45.17 | 47.40 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| 國外同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 神州數碼 | 000034 CH | 未評等 | 22.2 | 2,085 | 14.5 | 14.5 | 15.0 | 13.1 | 14.6 | 16.9 | 1.7 | 1.5 | 1.3 |
| Avnet | AVT US | 未評等 | 53.2 | 4,812 | 16.8 | 12.7 | 8.1 | 51.6 | 50.1 | -- | 1.0 | 1.1 | -- |
| 國外同業平均 | | | | | 15.7 | 13.6 | 11.5 | 32.4 | 32.4 | 16.9 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 神腦 | 2450 | 未評等 | 35.4 | 281 | 11.0 | -- | -- | 24.8 | -- | -- | 1.4 | -- | -- |
| 藍天 | 2362 | 未評等 | 57.3 | 1,098 | 2.5 | -- | -- | 70.4 | -- | -- | 0.8 | -- | -- |
| 大聯大 | 3702 | 未評等 | 85.5 | 4,740 | 9.5 | 8.3 | 10.6 | 49.8 | 53.4 | 58.1 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| 國內同業平均 | | | | | 7.7 | 8.3 | 10.6 | 48.3 | 53.4 | 58.1 | 1.3 | 1.6 | 1.5 |

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 14：季度及年度簡明損益表 (合併)

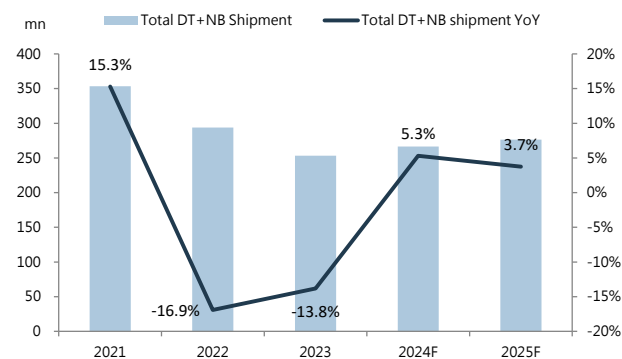
| (NT\$百萬元) | 1Q2024A | 2Q2024A | 3Q2024A | 4Q2024F | 1Q2025F | 2Q2025F | 3Q2025F | 4Q2025F | FY2024F | FY2025F |
|----------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 營業收入 | 103,751 | 100,209 | 108,803 | 116,824 | 105,443 | 112,042 | 119,165 | 131,521 | 429,587 | 468,171 |
| 銷貨成本 | (99,332) | (96,003) | (104,090) | (111,663) | (100,876) | (107,313) | (114,088) | (125,708) | (411,088) | (447,984) |
| 營業毛利 | 4,419 | 4,207 | 4,713 | 5,161 | 4,568 | 4,729 | 5,078 | 5,813 | 18,499 | 20,187 |
| 營業費用 | (2,085) | (2,202) | (2,155) | (2,360) | (2,119) | (2,409) | (2,324) | (2,644) | (8,802) | (9,496) |
| 營業利益 | 2,334 | 2,004 | 2,558 | 2,801 | 2,448 | 2,320 | 2,754 | 3,169 | 9,698 | 10,691 |
| 業外利益 | 413 | 526 | 733 | 525 | 431 | 769 | 564 | 588 | 2,196 | 2,352 |
| 稅前純益 | 2,747 | 2,531 | 3,291 | 3,326 | 2,879 | 3,089 | 3,318 | 3,757 | 11,894 | 13,043 |
| 所得稅費用 | (440) | (588) | (830) | (648) | (557) | (644) | (620) | (695) | (2,507) | (2,517) |
| 少數股東權益 | 111 | 117 | 206 | 220 | 93 | 116 | 150 | 222 | 653 | 581 |
| 歸屬母公司稅後純益 | 2,196 | 1,826 | 2,255 | 2,457 | 2,229 | 2,329 | 2,548 | 2,839 | 8,734 | 9,945 |
| 調整後每股盈餘(NT\$) | 1.32 | 1.09 | 1.35 | 1.47 | 1.34 | 1.40 | 1.53 | 1.70 | 5.24 | 5.96 |
| 調整後加權平均股數(百萬股) | 1,668 | 1,668 | 1,668 | 1,668 | 1,668 | 1,668 | 1,668 | 1,668 | 1,668 | 1,668 |
| 重要比率 | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 4.3% | 4.2% | 4.3% | 4.4% | 4.3% | 4.2% | 4.3% | 4.4% | 4.3% | 4.3% |
| 營業利益率 | 2.3% | 2.0% | 2.4% | 2.4% | 2.3% | 2.1% | 2.3% | 2.4% | 2.3% | 2.3% |
| 稅前純益率 | 2.7% | 2.5% | 3.0% | 2.9% | 2.7% | 2.8% | 2.8% | 2.9% | 2.8% | 2.8% |
| 稅後純益率 | 2.1% | 1.8% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 2.2% | 2.0% | 2.1% |
| 有效所得稅率 | 16.0% | 23.2% | 25.2% | 19.5% | 19.3% | 20.8% | 18.7% | 18.5% | 21.1% | 19.3% |
| 季增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | -9.2% | -3.4% | 8.6% | 7.4% | -9.7% | 6.3% | 6.4% | 10.4% | | |
| 營業利益 | -11.1% | -14.1% | 27.6% | 9.5% | -12.6% | -5.2% | 18.7% | 15.1% | | |
| 稅後純益 | 1.7% | -16.9% | 23.5% | 8.9% | -9.3% | 4.5% | 9.4% | 11.4% | | |
| 調整後每股盈餘 | 1.7% | -16.8% | 23.5% | 8.9% | -9.3% | 4.5% | 9.4% | 11.4% | | |
| 年增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 17.1% | 5.5% | 10.8% | 2.3% | 1.6% | 11.8% | 9.5% | 12.6% | 8.5% | 9.0% |
| 營業利益 | 13.0% | -1.1% | 33.5% | 6.7% | 4.9% | 15.8% | 7.7% | 13.1% | 12.3% | 10.2% |
| 稅後純益 | 26.9% | 7.5% | 32.7% | 13.7% | 1.5% | 27.6% | 13.0% | 15.5% | 19.8% | 13.9% |
| 調整後每股盈餘 | 26.9% | 7.5% | 32.7% | 13.7% | 1.5% | 27.6% | 13.0% | 15.6% | 19.8% | 13.9% |

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

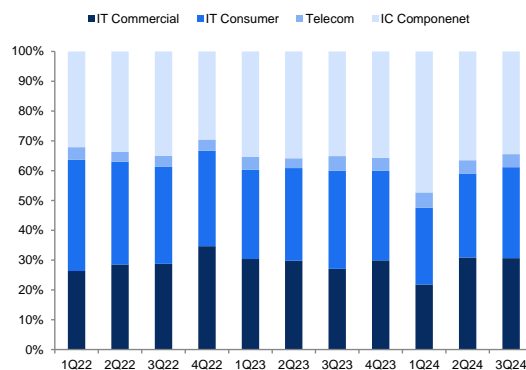
聯強(2347 TT)為亞太地區第一大、全球第三大 3C 通路商，其他競爭對手有：Ingram Micro (海航集團併入)、Tech Data Corp (Synnex 併入)等。主要產品營收比重(2Q24)包括：商用 31%、消費性電子 28%、通訊(主要為手機) 5%，半導體(IC component) 37%。涉入營運的地區眾多，包括台灣、大陸、澳洲、印尼、香港等地(列入合併報表)，其中大陸營收最高，約占整體營收 30%。轉投資子公司計有：泰國、印度、越南等。聯強近年在精實、敏捷、躍進、MSP (Management Service Platform；營運管理服務平台)計畫執行下，不僅原本市場持續提升市占，未來亦可能擴大營運地區。

圖 15：全球 PC 銷量



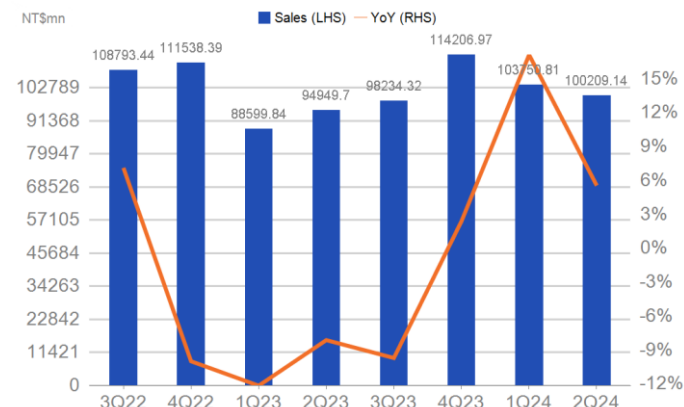
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：營收組成



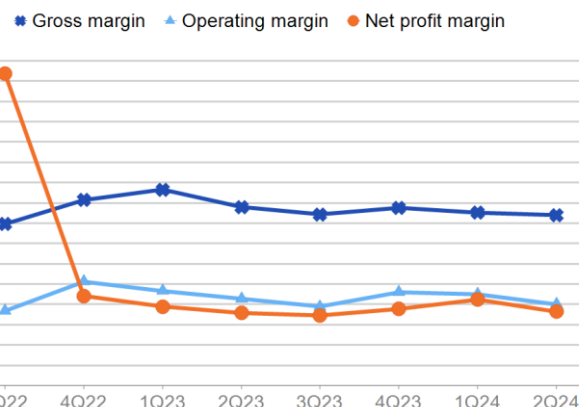
資料來源：公司資料

圖 17：營收趨勢



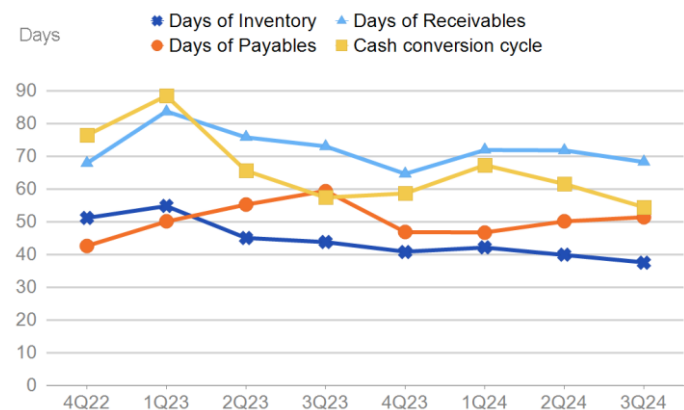
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：毛利率、營益率、淨利率



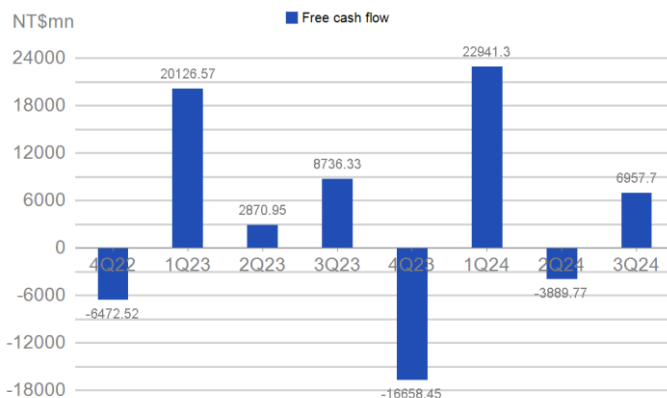
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：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：**聯強國際整體的 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，但在電子通路行業的公司中排名略微落後同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**聯強國際的整體曝險屬於低等水準，但仍略優於電子通路行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含供應鏈人權、公司品管、營運方面的碳排等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**聯強國際在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循適當的 ESG 揭露，且 ESG 委員會納入公司高層，環境永續政策亦到位，惟 ESG 成效未與公司薪酬制度結合。

圖 21：ESG 分析

| 分項 | 評分/評級 |
|-----------------------|---|
| ESG 總分 | 11.2 |
| 在 ESG 議題上的曝險 (A) | 16.6 |
| 個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B) | 33.9 |
| 風險評級 | 低  |
| 同業排行(1~100，1 為最佳) | 28 |

資料來源：Sustainalytics (2024/11/7)

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

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 | 7,053 | 14,482 | 11,156 | 31,389 | 22,675 |
| 存貨 | 47,713 | 57,299 | 53,143 | 57,231 | 63,050 |
| 應收帳款及票據 | 85,462 | 79,169 | 79,813 | 84,960 | 97,178 |
| 其他流動資產 | 25,824 | 39,617 | 36,570 | 16,159 | 18,037 |
| 流動資產 | 166,052 | 190,568 | 180,683 | 189,740 | 200,939 |
| 採用權益法之投資 | 12,663 | 8,965 | 9,456 | 9,366 | 9,271 |
| 固定資產 | 9,568 | 9,757 | 10,441 | 10,168 | 9,881 |
| 無形資產 | 640 | 666 | 651 | 608 | 563 |
| 其他非流動資產 | 12,761 | 11,691 | 13,009 | 10,791 | 8,462 |
| 非流動資產 | 35,632 | 31,078 | 33,557 | 30,933 | 28,177 |
| 資產總額 | 201,684 | 221,646 | 214,240 | 220,673 | 229,117 |
| 應付帳款及票據 | 50,093 | 31,864 | 35,961 | 38,373 | 42,632 |
| 短期借款 | 53,327 | 73,314 | 51,973 | 51,714 | 51,455 |
| 什項負債 | 25,975 | 18,193 | 22,861 | 22,861 | 22,861 |
| 流動負債 | 129,394 | 123,371 | 110,795 | 112,947 | 116,948 |
| 長期借款 | 1,500 | 15,900 | 21,370 | 21,472 | 21,605 |
| 其他負債及準備 | 4,899 | 7,445 | 7,576 | 7,576 | 7,576 |
| 長期負債 | 6,399 | 23,345 | 28,946 | 29,048 | 29,181 |
| 負債總額 | 135,793 | 146,715 | 139,742 | 141,996 | 146,130 |
| 股本 | 16,679 | 16,679 | 16,679 | 16,679 | 16,679 |
| 資本公積 | 14,200 | 13,506 | 13,529 | 13,529 | 13,529 |
| 保留盈餘 | 40,978 | 48,416 | 49,492 | 53,223 | 57,168 |
| 什項權益 | (8,247) | (6,038) | (7,886) | (8,092) | (8,308) |
| 歸屬母公司之權益 | 63,611 | 72,563 | 71,814 | 75,339 | 79,068 |
| 非控制權益 | 2,281 | 2,368 | 2,684 | 3,338 | 3,919 |
| 股東權益總額 | 65,891 | 74,931 | 74,499 | 78,677 | 82,987 |

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 | 17,778 | 16,330 | 7,881 | 8,734 | 9,945 |
| 折舊及攤提 | 655 | 621 | 672 | 619 | 650 |
| 本期營運資金變動 | (22,302) | (21,819) | 7,123 | (6,822) | (13,777) |
| 其他營業資產及負債變動 | (6,054) | (10,221) | 435 | (1,403) | (1,555) |
| 營運活動之現金流量 | (9,923) | (15,088) | 16,112 | 1,128 | (4,737) |
| 資本支出 | (445) | (304) | (1,036) | (303) | (318) |
| 本期長期投資變動 | (3,746) | (3,698) | 492 | 90 | 95 |
| 其他資產變動 | 3,222 | 6,494 | 438 | 2,218 | 2,329 |
| 投資活動之現金流量 | (969) | 2,492 | (107) | 2,005 | 2,106 |
| 股本變動 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 本期負債變動 | 10,620 | 26,757 | (11,701) | 102 | 133 |
| 現金增減資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付現金股利 | (5,504) | (8,340) | (5,838) | (5,003) | (6,000) |
| 其他調整數 | (247) | (684) | (472) | (206) | (216) |
| 融資活動之現金流量 | 4,868 | 17,734 | (18,010) | (5,107) | (6,083) |
| 匯率影響數 | (2,153) | 2,292 | (1,321) | 0 | 0 |
| 本期產生現金流量 | (8,177) | 7,429 | (3,326) | (1,974) | (8,714) |
| 自由現金流量 | (10,368) | (15,392) | 15,075 | 825 | (5,055) |

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 | 408,812 | 424,550 | 395,991 | 429,587 | 468,171 |
| 銷貨成本 | (391,212) | (406,707) | (378,392) | (411,088) | (447,984) |
| 營業毛利 | 17,599 | 17,843 | 17,599 | 18,499 | 20,187 |
| 營業費用 | (8,267) | (8,706) | (8,965) | (8,802) | (9,496) |
| 推銷費用 | (6,543) | (6,927) | (7,276) | (7,231) | (7,580) |
| 研究費用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 管理費用 | (1,476) | (1,529) | (1,150) | (1,337) | (1,916) |
| 其他費用 | (247) | (249) | (539) | (234) | 0 |
| 營業利益 | 9,333 | 9,138 | 8,634 | 9,698 | 10,691 |
| 利息收入 | 300 | 324 | 818 | 1,071 | 918 |
| 利息費用 | (511) | (1,459) | (2,071) | (1,882) | (1,707) |
| 利息收入淨額 | (211) | (1,135) | (1,253) | (811) | (789) |
| 投資利益(損失)淨額 | 3,258 | 2,441 | 1,565 | 2,221 | 2,311 |
| 匯兌損益 | 15 | 202 | 252 | 14 | 0 |
| 其他業外收入(支出)淨額 | 10,837 | 9,630 | 1,318 | 773 | 830 |
| 稅前純益 | 23,232 | 20,275 | 10,517 | 11,894 | 13,043 |
| 所得稅費用 | (5,454) | (3,944) | (2,636) | (2,507) | (2,517) |
| 少數股權淨利 | 506 | 582 | 592 | 653 | 581 |
| 歸屬母公司之稅後純益 | 17,272 | 15,749 | 7,289 | 8,734 | 9,945 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 24,377 | 22,331 | 13,217 | 10,317 | 11,341 |
| 調整後每股盈餘 (NT\$) | 10.36 | 9.44 | 4.37 | 5.24 | 5.96 |

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 | 22.3 | 3.8 | (6.7) | 8.5 | 9.0 |
| 營業利益 | 29.0 | (2.1) | (5.5) | 12.3 | 10.2 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 108.6 | (8.4) | (40.8) | (31.3) | 10.6 |
| 稅後純益 | 108.2 | (8.1) | (51.7) | 19.8 | 13.9 |
| 調整後每股盈餘 | 111.7 | (8.8) | (53.7) | 19.8 | 13.9 |
| 獲利能力分析 (%) | | | | | |
| 營業毛利率 | 4.3 | 4.2 | 4.4 | 4.3 | 4.3 |
| 營業利益率 | 2.3 | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.3 |
| 稅前息前淨利率 | 5.6 | 4.4 | 2.1 | 2.3 | 2.3 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率 | 6.0 | 5.3 | 3.3 | 2.1 | 2.1 |
| 稅前純益率 | 5.7 | 4.8 | 2.7 | 2.8 | 2.8 |
| 稅後純益率 | 4.2 | 3.7 | 1.8 | 2.0 | 2.1 |
| 資產報酬率 | 9.8 | 7.7 | 3.6 | 4.0 | 4.3 |
| 股東權益報酬率 | 29.0 | 23.2 | 10.6 | 11.6 | 12.6 |
| 穩定/償債能力分析 | | | | | |
| 負債權益比 (%) | 206.1 | 195.8 | 187.6 | 180.5 | 176.1 |
| 淨負債權益比(%) | 72.5 | 99.7 | 83.5 | 53.1 | 60.7 |
| 利息保障倍數 (倍) | 46.5 | 14.9 | 6.1 | 7.3 | 8.6 |
| 流動比率 (%) | 128.3 | 154.5 | 163.1 | 168.0 | 171.8 |
| 速動比率 (%) | 87.7 | 102.9 | 108.5 | 117.3 | 117.9 |
| 淨負債 (NT\$百萬元) | 47,774 | 74,732 | 62,187 | 41,796 | 50,385 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 38.14 | 43.51 | 43.06 | 45.17 | 47.40 |
| 評價指標 (倍) | | | | | |
| 本益比 | 6.9 | 7.5 | 16.3 | 13.6 | 11.9 |
| 股價自由現金流量比 | -- | -- | 7.9 | 143.7 | -- |
| 股價淨值比 | 1.9 | 1.6 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨 | 4.9 | 5.3 | 9.0 | 11.5 | 10.5 |
| 股價營收比 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |

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。

聯強 (2347 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 | 20220218 | 69.70 | 81.00 | 68.54 | 買進 | 魏建發 |
| 2 | 20220315 | 72.40 | 84.00 | 71.08 | 買進 | 魏建發 |
| 3 | 20220509 | 78.80 | 84.00 | 71.08 | 持有-超越同業 | 魏建發 |
| 4 | 20220809 | 56.50 | 62.00 | 56.49 | 持有-超越同業 | 魏建發 |
| 5 | 20221108 | 54.10 | 58.00 | 52.85 | 持有-超越同業 | 魏建發 |
| 6 | 20230221 | 63.70 | 57.00 | 51.94 | 持有-落後同業 | 魏建發 |
| 7 | 20230314 | 61.50 | 54.00 | 49.20 | 持有-落後同業 | 魏建發 |
| 8 | 20230512 | 62.40 | 55.00 | 50.11 | 持有-落後同業 | 魏建發 |
| 9 | 20230719 | 59.30 | 54.00 | 52.08 | 持有-落後同業 | 魏建發 |
| 10 | 20230810 | 58.80 | 54.00 | 52.08 | 持有-落後同業 | 魏建發 |
| 11 | 20231109 | 68.60 | 54.00 | 52.08 | 持有-落後同業 | 魏建發 |
| 12 | 20240123 | 71.60 | 63.00 | 60.76 | 持有-落後同業 | 魏建發 |
| 13 | 20240319 | 80.10 | 71.00 | 68.47 | 持有-落後同業 | 魏建發 |
| 14 | 20240515 | 85.30 | 77.00 | 74.26 | 持有-落後同業 | 魏建發 |
| 15 | 20240815 | 71.20 | 76.00 | 76.00 | 持有-超越同業 | 魏建發 |

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詮釋定義）。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 仁愛路三段 157 號 4 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>.