

2024 年 12 月 20 日

+研究員：涂憶君 A51619@cim.capital.com.tw

前日收盤價 79.30 元

目標價

3 個月 77.00 元

12 個月 77.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

## 聯茂 (6213 TT)

Neutral

高階 CCL 材料出貨 2025 穩定提升，惟評價偏高。

**投資建議：**聯茂 2025 年高階 CCL 占比穩定提升，可望帶動獲利數字回溫，惟其近年 EPS 變動較大，研究部以 CCL 族群平均本益比為評價參考，並考量高階產品當前占比略遜於其他 CCL 廠，故以 16 倍本益比評價，目標價 77 元(2025 EPS X 16 PER)，目前股價並未低估，投資建議為 Neutral。

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	3,630
市值(億元)	288
目前每股淨值(元)	56.27
外資持股比(%)	8.23
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	19.71
融資餘額(張)	15,533
現金股息配發率(%)	80.65

### 產品組合



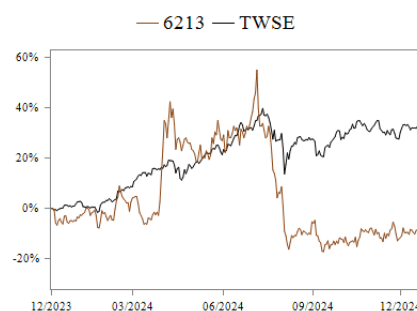
- 銅箔基板(CCL):73.15%
- 玻璃纖維膠片(PP):26.62%
- 多層壓合板(MLB):0.23%

**M6 以上 CCL 出貨，加持 4Q24 營收與毛利率表現：**10/2024 營收 25.27 億元，MoM-8.1%/YoY+8.3%，11/2024 營收 27 億元，MoM+6.8%/YoY+19.8%，受惠 AI sever M6 等級以上 CCL 出貨增加，公司給出 4Q24 營收持平或僅小幅衰退、毛利率有望 QoQ+1-2ppt 之指引，故研究部預估 4Q24 營收 75.65 億元，QoQ-5%/YoY+12.1%，毛利率 12.73%，稅後純益 2.78 億元，QoQ+11.7%/YoY-14.7%，EPS 0.77 元。整體 2024 年營收預估為 292.7 億元，YoY+16.7%，毛利率 12.4%，稅後純益 8.81 億元，YoY+30.2%，EPS 2.43 元。

**1Q25 有望淡季不淡：**1Q25 雖為傳統淡季，然受惠美系客戶使用 M6 等級 CCL 的新一代顯卡放量，公司給出營收與毛利率持續成長之看法，研究部預估 1Q25 營收 76.2 億元，QoQ+0.8%/YoY+23.9%，毛利率 13.2%，稅後純益 3.12 億元，QoQ+12.2%/YoY+103%，EPS 0.86 元。

**2025 年高階 CCL 占比可望穩定增加：**展望 2025 年，公司給出因 M6、M7、M8 等級 CCL 出貨持續增加，將帶動公司營收與毛利率持續提升之指引，研究部認為，消費性電子、智慧型手機、車用電子市場未有明顯動能，預期此三大業務營收為中個位數年增長，另外，占比 6 成以上的基礎建設中，聯茂以供應一般 sever 為主，此塊營收研究部預估 YoY+6%，占比不到一成之 AI sever 有望 YoY+30%，毛利率則有望隨著營收規模放大與產品組合優化穩定向上；綜合以上，研究部預估 2025 年營收 324.9 億元，YoY+11%，毛利率 14.96%，稅後純益 17.29 億元，YoY+96.2%，EPS 4.76 元。

### 股價相對大盤走勢



(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	29,278	32,499	36,724	6,645	6,744	6,155	7,596	7,963	7,565	7,625	7,725	8,625
營業毛利淨額	3,631	4,861	5,535	901	954	784	949	934	963	1,006	1,128	1,380
營業利益	1,390	2,556	2,883	390	418	246	338	380	426	457	572	776
稅後純益	881	1,729	1,943	235	326	154	200	249	278	312	388	522
稅後 EPS(元)	2.43	4.76	5.35	0.65	0.90	0.42	0.55	0.69	0.77	0.86	1.07	1.44
毛利率(%)	12.40%	14.96%	15.07%	13.55%	14.15%	12.74%	12.50%	11.73%	12.73%	13.20%	14.60%	16.00%
營業利益率(%)	4.75%	7.86%	7.85%	5.87%	6.20%	4.00%	4.45%	4.77%	5.63%	6.00%	7.40%	9.00%
稅後純益率(%)	3.01%	5.32%	5.29%	3.53%	4.84%	2.50%	2.64%	3.13%	3.68%	4.10%	5.02%	6.05%
營業收入 YoY/QoQ(%)	16.74%	11.00%	13.00%	22.37%	1.50%	-8.74%	23.42%	4.83%	-5.00%	0.79%	1.31%	11.65%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	30.26%	96.21%	12.33%	464.16%	39.13%	-52.94%	30.35%	24.45%	11.68%	12.22%	24.17%	34.63%

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。

## 聯茂 ESG：

聯茂為 PCB 產業上游，除了陸續進行各廠區碳盤查及確信外，積極引進低碳製程、電力、天然氣、用水及廢棄物減量，以及綠色產品之開發、低碳原材料之導入。此外，著手規劃 ISO 14067 產品碳足跡之認證作業，並訂定短中長期減碳目標，在原料採購、生產製程、再生能源使用、產品運輸、員工交通等各方面持續努力。

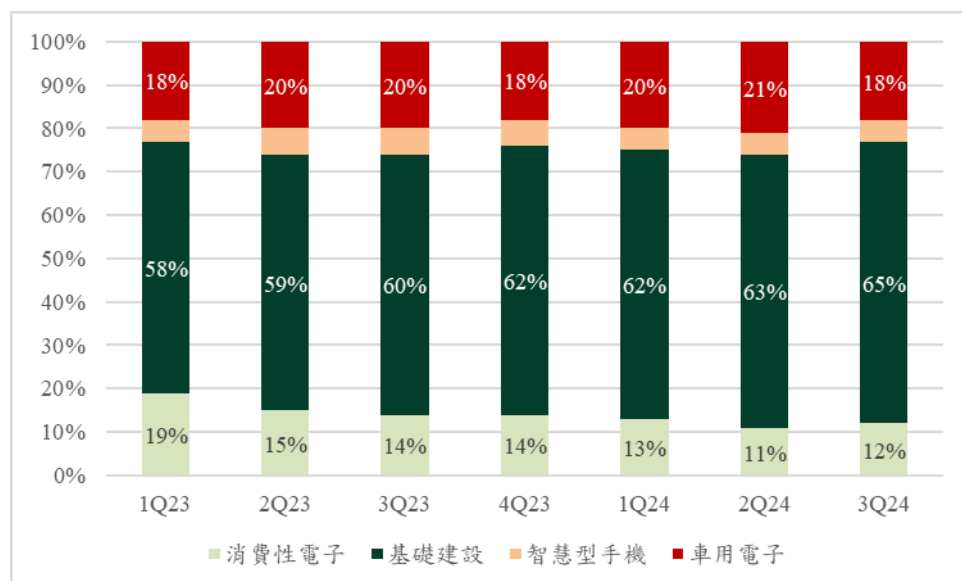
另外，聯茂提供員工合理的薪酬制度，並落實 RBA 之要求，持續改善員工工作環境和待遇，落實 ISO 45001 職業安全衛生管理系統。

為落實公司永續治理，聯茂已於 2023 年 10 月董事會通過設立「公司治理及永續委員會」，將現有之 ESG 小組擴大涵蓋風險管理及資安管理並提高至董事會層級。同次董事會亦通過「風險管理政策及程序」，建立健全之風險管理機制。此外，於 2023 年 12 月董事會通過設立「提名委員會」以強化董事會結構與職能；於官網揭露「董事會及重要管理階層接班規劃」並積極導入 ISO 27001 資安管理系統以及智慧財產管理系統。

## 公司簡介：

聯茂成立於 1997 年，主要從事銅箔基板、玻璃纖維膠片、多層壓合基板、軟性基材等製造、加工與買賣，工廠包含江西廠、無錫廠、東莞廠、廣州廠、台灣新竹廠，總產能每月達 545 萬張，並於 01/2023 設立泰國廠，預計 2025 量產。3Q24 產品組合為消費性電子 12%、基礎建設 65%、智慧型手機 5%、車用電子 18%。

圖一、聯茂近 7 季產品組合



資料來源：公司

2024 年 12 月 20 日

## 3Q24 原物料漲價，毛利率微幅下降：

3Q24 營收 79.62 億元，QoQ+4.8%/YoY+19.8%，主要以消費性電子 QoQ+14% 表現最佳，毛利率 11.73%，QoQ-0.77ppt，主要是銅箔、玻纖布等原物料漲價，惟業外由 2Q24 業外支出 1205 萬元，轉為 3Q24 業外收入 3672 萬元，使稅後純益 2.49 億元，QoQ+24.4%/YoY+6.2%，EPS 0.69 元。

## M6 以上 CCL 出貨，加持 4Q24 營收與毛利率表現：

10/2024 營收 25.27 億元，MoM-8.1%/YoY+8.3%，11/2024 營收 27 億元，MoM+6.8%/YoY+19.8%，受惠 AI sever M6 等級以上 CCL 出貨增加，公司給出 4Q24 營收持平或僅小幅衰退、毛利率有望 QoQ+1-2ppt 之指引，故研究部預估 4Q24 營收 75.65 億元，QoQ-5%/YoY+12.1%，毛利率 12.73%，稅後純益 2.78 億元，QoQ+11.7%/YoY-14.7%，EPS 0.77 元。整體 2024 年營收預估為 292.7 億元，YoY+16.7%，毛利率 12.4%，稅後純益 8.81 億元，YoY+30.2%，EPS 2.43 元。

## 1Q25 有望淡季不淡：

1Q25 雖為傳統淡季，然受惠美系客戶使用 M6 等級 CCL 的新一代顯卡放量，公司給出營收與毛利率持續成長之看法，研究部預估 1Q25 營收 76.2 億元，QoQ+0.8%/YoY+23.9%，毛利率 13.2%，稅後純益 3.12 億元，QoQ+12.2%/YoY+103%，EPS 0.86 元。

## 2025 年高階 CCL 占比可望穩定增加：

展望 2025 年，公司給出因 M6、M7、M8 等級 CCL 出貨持續增加，將帶動公司營收與毛利率持續提升之指引，研究部認為，消費性電子、智慧型手機、車用電子市場未有明顯動能，預期此三大業務營收為中個位數年增長，另外，占比 6 成以上的基礎建設中，聯茂以供應一般 sever 為主，此塊營收研究部預估 YoY+6%，占比不到一成之 AI sever 有望 YoY+30%，毛利率則有望隨著營收規模放大與產品組合優化穩定向上；綜合以上，研究部預估 2025 年營收 324.9 億元，YoY+11%，毛利率 14.96%，稅後純益 17.29 億元，YoY+96.2%，EPS 4.76 元。

## 投資建議：

聯茂 2025 年高階 CCL 占比穩定提升，可望帶動獲利數字回溫，惟其近年 EPS 變動較大，研究部以 CCL 族群平均本益比為評價參考，並考量高階產品當前占比略遜於其他 CCL 廠，故以 16 倍本益比評價，目標價 77 元(2025 EPS X 16 PER)，目前股價並未低估，投資建議為 Neutral。

2024 年 12 月 20 日

## 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

2024 年 12 月 20 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	33,384	33,380	33,435	34,522	35,328
流動資產	21,469	21,306	21,500	21,800	22,500
現金及約當現金	5,214	5,594	5,432	5,616	5,741
應收帳款與票據	12,119	11,498	11,400	11,380	11,500
存貨	2,731	3,014	3,100	3,200	3,500
採權益法之投資	48	42	41	49	53
不動產、廠房設備	6,557	7,776	7,752	7,652	7,352
<b>負債總計</b>	<b>13,273</b>	<b>13,940</b>	<b>13,768</b>	<b>14,068</b>	<b>14,311</b>
流動負債	10,883	10,540	10,000	10,000	9,800
應付帳款及票據	5,926	5,991	6,000	6,100	6,000
非流動負債	2,390	3,400	3,759	3,959	4,503
<b>權益總計</b>	20,111	19,440	19,668	20,454	21,017
普通股股本	<b>3,630</b>	<b>3,630</b>	<b>3,630</b>	<b>3,630</b>	<b>3,630</b>
保留盈餘	7,561	7,149	7,377	8,162	8,726
母公司業主權益	20,111	19,440	19,667	20,453	21,016
<b>負債及權益總計</b>	<b>33,384</b>	<b>33,380</b>	<b>33,435</b>	<b>34,522</b>	<b>35,328</b>

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	29,130	25,079	29,278	32,499	36,724
營業成本	25,190	21,973	25,648	27,638	31,189
<b>營業毛利淨額</b>	3,940	3,106	3,631	4,861	5,535
營業費用	2,043	2,111	2,240	2,306	2,652
<b>營業利益</b>	1,896	995	1,390	2,556	2,883
<b>EBITDA</b>	3,561	2,405	2,745	3,995	4,373
業外收入及支出	396	104	73	105	105
稅前純益	2,315	1,152	1,463	2,661	2,988
所得稅	460	476	582	931	1,046
稅後純益	1,855	677	881	1,729	1,943
稅後 EPS(元)	5.11	1.86	2.43	4.76	5.35
完全稀釋 EPS**	5.11	1.86	2.43	4.76	5.35

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)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	-10.44%	-13.91%	16.74%	11.00%	13.00%
營業毛利淨額	-34.11%	-21.17%	16.90%	33.89%	13.86%
營業利益	-50.35%	-47.54%	39.76%	83.80%	12.83%
稅後純益	-41.01%	-63.53%	30.26%	96.21%	12.33%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	13.53%	12.38%	12.40%	14.96%	15.07%
EBITDA(%)	12.22%	9.59%	9.38%	12.29%	11.91%
營益率	6.51%	3.97%	4.75%	7.86%	7.85%
稅後純益率	6.37%	2.70%	3.01%	5.32%	5.29%
總資產報酬率	5.56%	2.03%	2.64%	5.01%	5.50%
股東權益報酬率	9.22%	3.48%	4.48%	8.45%	9.24%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	39.76%	41.76%	41.18%	40.75%	40.51%
負債/淨值比(%)	66.00%	71.71%	70.00%	68.78%	68.10%
流動比率(%)	197.27%	202.15%	215.00%	218.00%	229.59%

## 其他比率分析

存貨天數	57.22	47.72	43.51	41.60	39.21
應收帳款天數	159.00	171.86	142.73	127.92	113.70

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	6,429	2,097	1,745	3,741	3,370
稅前純益	2,315	1,152	1,463	2,661	2,988
折舊及攤銷	1,161	1,163	1,178	1,197	1,157
營運資金變動	2,382	404	21	20	-520
其他營運現金	571	-622	-916	-137	-255
<b>投資活動現金</b>	-3,221	-1,249	-1,637	-2,977	-2,653
資本支出淨額	-3,149	-1,124	-1,500	-1,800	-1,900
長期投資變動	-44	-82	-250	-300	-350
其他投資現金	-28	-43	113	-877	-403
<b>籌資活動現金</b>	-1,395	-171	-270	-580	-592
長借/公司債變動	1,679	955	358	200	543
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-1,915	-1,089	-653	-944	-1,379
其他籌資現金	-1,159	-37	24	163	243
<b>淨現金流量</b>	791	380	-162	183	125
<b>期初現金</b>	4,423	5,214	5,594	5,432	5,616
<b>期末現金</b>	5,214	5,594	5,432	5,616	5,741

資料來源：CMoney、群益

2024 年 12 月 20 日

## 季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	5,430	6,645	6,744	6,155	7,596	7,963	7,565	7,625	7,725	8,625	8,525	7,981
營業成本	4,849	5,744	5,790	5,371	6,647	7,029	6,602	6,618	6,597	7,245	7,178	6,864
營業毛利淨額	581	901	954	784	949	934	963	1,006	1,128	1,380	1,347	1,117
營業費用	523	511	536	538	611	554	537	549	556	604	597	575
營業利益	58	390	418	246	338	380	426	457	572	776	750	543
業外收入及支出	23	-4	132	25	-12	37	23	23	25	27	30	23
稅前純益	81	386	550	271	326	417	449	480	597	803	780	566
所得稅	40	152	224	118	126	168	171	168	209	281	273	198
稅後純益	42	235	326	154	200	249	278	312	388	522	507	368
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)	0.11	0.65	0.90	0.42	0.55	0.69	0.77	0.86	1.07	1.44	1.40	1.01

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	10.70%	13.55%	14.15%	12.74%	12.50%	11.73%	12.73%	13.20%	14.60%	16.00%	15.80%	14.00%
營業利益率(%)	1.08%	5.87%	6.20%	4.00%	4.45%	4.77%	5.63%	6.00%	7.40%	9.00%	8.80%	6.80%
稅後純益率(%)	0.77%	3.53%	4.84%	2.50%	2.64%	3.13%	3.68%	4.10%	5.02%	6.05%	5.95%	4.61%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-13.25%	22.37%	1.50%	-8.74%	23.42%	4.83%	-5.00%	0.79%	1.31%	11.65%	-1.16%	-6.38%
營業利益	-54.34%	567.64%	7.26%	-41.10%	37.17%	12.40%	12.08%	7.42%	24.95%	35.79%	-3.36%	-27.66%
稅前純益	-39.34%	374.93%	42.44%	-50.69%	20.12%	27.82%	7.72%	7.04%	24.17%	34.63%	-2.87%	-27.49%
稅後純益	-43.79%	464.16%	39.13%	-52.94%	30.35%	24.45%	11.68%	12.22%	24.17%	34.63%	-2.87%	-27.49%

## YoY(%)

營業收入淨額	-28.98%	4.61%	-1.73%	-1.68%	39.88%	19.84%	12.17%	23.88%	1.70%	8.31%	12.69%	4.67%
營業利益	-87.01%	11.69%	-7.77%	92.59%	478.62%	-2.58%	1.79%	85.63%	69.09%	104.28%	76.14%	18.63%
稅前純益	-86.35%	6.71%	44.45%	102.34%	300.69%	7.84%	-18.44%	77.03%	83.01%	92.75%	73.80%	17.74%
稅後純益	-90.43%	-15.41%	-2.27%	107.63%	381.48%	6.21%	-14.74%	103.31%	93.67%	109.51%	82.21%	17.74%

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。