

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	71.00 元
目標價	
3 個月	68.00 元
12 個月	68.00 元

## 中光電(5371 TT)

Neutral

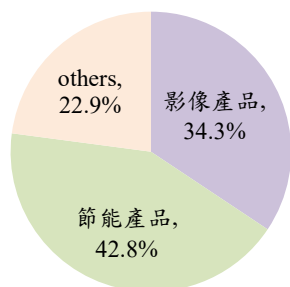
### 近期報告日期、評等及前日股價

11/01/2023	Neutral	73.00
08/02/2023	Neutral	75.40
04/26/2023	Neutral	73.50
04/14/2023	到達目標價	78.50
03/07/2023	Buy	65.60

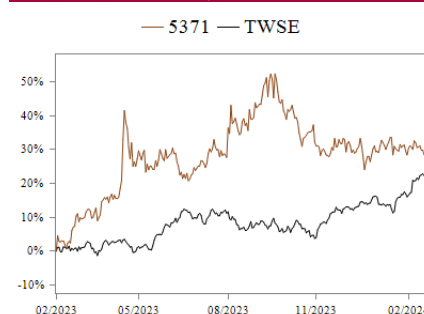
### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	3,910
市值(億元)	278
目前每股淨值(元)	60.06
外資持股比(%)	15.77
投信持股比(%)	6.15
董監持股比(%)	7.61
融資餘額(張)	2,569
現金股息配發率(F)(%)	78.65

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢



近期訂單能見度未明顯改善，維持 Neutral 評等。

**投資建議：**雖然影像產品 2024 年營收有機會受惠於大型運動賽事舉辦而重拾成長動能，但 1Q24 仍受淡季效應影響，加上近期 TV BL 接單狀況欠佳，1Q24 節能產品出貨展望隨之轉差，且 2Q24 訂單能見度仍偏低，故群益維持對中光電 Neutral 的投資建議。

**4Q23 稅後淨利減少至 2.60 億元，QoQ-44.34%：**由於高利率、地緣政治等因素影響消費性電子產品需求，4Q23 影像產品的營收 33.24 億元，QoQ-11.92%，中光電的營收隨之減少至 98.88 億元，QoQ-4.92%。在產品結構不及 3Q23、產能利用率降低下，4Q23 中光電的毛利率降低至 20.21%，稅後淨利減少至 2.60 億元，QoQ-44.34%。

**預估 1H24 營收較缺乏成長動能：**影像產品 4Q23 出貨 22.3 萬台，QoQ-16%，其中，Home/Entertainment 產品營收減少至 9.97 億元，QoQ-24.51%，為近幾年最低水準，占影像產品的營收比重由 3Q23 的 35%降低至 4Q23 的 30%，現階段 Home/Entertainment 產品僅印度、印尼等新興市場買氣相對熱絡，其餘地區需求則疲弱，且預估 1H24 狀況仍不易改善。由於消費性產品市場景氣未見全面復甦跡象，預估 1Q24 影像產品出貨表現不及 4Q23，但考量歐洲盃、奧運等大型運動賽事有助於推升 2Q24、3Q24 旺季業績，預估 2024 年影像產品的營收 YoY+11.38%。

在節能產品的部份，4Q23 出貨 751 萬片，QoQ-9%，其中，monitor BL 出貨量 QoQ-3%，且以高階產品出貨量減幅較大，monitor BL 營收 QoQ-17%，營收比重由 3Q23 的 14%降低至 4Q23 的 13%，此外，TV BL 出貨量 QoQ-12%，但以中小尺寸 TV 面板出貨量減幅較大，TV BL 營收 QoQ-6%；NB BL 出貨量 QoQ-6%，但低階產品出貨量減幅較大，NB BL 營收約與 3Q23 相當。

觀察中光電近期接單狀況，TV BL 需求仍相對疲弱，中光電預估 1Q24 TV BL 出貨量 QoQ-20%，加上 monitor BL、NB BL 現階段訂單乃以急單、轉單為主，亦即客戶對市場需求掌握度不高，預估 1H24 節能產品均較缺乏營收成長動能。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	39,492	42,537	47,736	11,171	9,571	9,633	10,400	9,888	9,350	9,835	11,605	11,747
營業毛利淨額	7,872	8,656	9,501	2,203	1,603	2,015	2,256	1,998	1,587	2,063	2,478	2,529
營業利益	931	1,429	1,736	368	64	194	473	200	-5	219	604	611
稅後純益	1,392	1,221	1,469	372	253	412	467	260	38	222	459	502
稅後 EPS(元)	3.56	3.12	3.76	0.95	0.65	1.05	1.19	0.66	0.10	0.57	1.17	1.29
毛利率(%)	19.93%	20.35%	19.90%	19.72%	16.75%	20.92%	21.69%	20.21%	16.97%	20.98%	21.35%	21.53%
營業利益率(%)	2.36%	3.36%	3.64%	3.30%	0.67%	2.01%	4.55%	2.02%	-0.05%	2.22%	5.21%	5.20%
稅後純益率(%)	3.52%	2.87%	3.08%	3.33%	2.64%	4.28%	4.49%	2.63%	0.41%	2.25%	3.95%	4.28%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-20.67%	7.71%	12.22%	-13.42%	-14.33%	0.65%	7.96%	-4.92%	-5.44%	5.19%	17.99%	1.23%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-40.99%	-12.29%	20.35%	-46.67%	-32.08%	63.21%	13.25%	-44.34%	-85.43%	484.93%	107.14%	9.47%

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 39.10 億元計算。

## 企業 ESG 資訊揭露：

就因應氣候變遷或溫室氣體管理策略而言，中光電持續進行溫室氣體排放盤查，並積極推動溫室氣體排放減量措施，以降低因溫室氣體排放對地球暖化所造成之環境及氣候衝擊，相關策略方向包括確實掌控溫室氣體排放狀況、提出溫室氣體減量可行方案、確實執行溫室氣體減量措施、積極提高再生能源使用占比等。

至於落實上述策略的具體計畫主要有四，(1)導入 ISO 50001 能源管理系統。全廠盤查用電設施，改善高耗能之設備，於 2022 年電力耗用密集度較基準年 2019 年，達到節電 13% 以上目標；(2)響應綠色能源，持續購買再生能源憑證，逐步提高再生能源使用占比；(3)持續更換節能照明設備及實施能源使用管理措施，持續降低能源耗用；(4)廠內持續推動綠色辦公室活動，以達間接減少溫室氣體排放，設定空調溫度及時間管控，獎勵員工以走樓梯取代搭電梯，減少電梯耗能。

## 因影像產品出貨表現受市況轉差影響，4Q23 稅後淨利減少至 2.60 億元，QoQ-44.34%：

中光電的兩大營運主軸為節能產品、影像產品，近幾年的營收比重分別為 40~60%、20~40%，首先，節能產品包括傳統背光模組產品(EMS 背光模組/Module in Backlight)、ODM 客製化產品/系統解決方案，終端應用包括 TV、monitor、NB、tablet 等，至於營收比重較高者為 TV、NB，近幾年合計占節能產品的營收比重為 65~75%。

其次，影像產品則包括投影機/影像解決方案等(轉投資 3504 TT 揚明光學的業績亦歸類於此)，重要營收來源包括燈泡投影機(lamp)、固態光源投影機(SSi)、大型展演高階工程機(large venue)、嵌入式精密投影應用方案(solution)等，至於營收比重較高者為燈泡投影機、固態光源投影機，近幾年合計占影像產品的營收比重分別為 75~85%。

除此之外，中光電尚擁有經營投影機自有品牌「Optoma」業務的子公司奧圖碼(持股比重為 100%)，近幾年的營收比重為 15~25%。

4Q23 中光電的營收 98.88 億元，QoQ-4.92%，原因在於高利率、地緣政治等因素影響消費性電子產品需求，影像產品的營收隨之減少至 33.24 億元，QoQ-11.92%。在產品結構不及 3Q23(影像產品的營收比重由 3Q23 的 36.3% 降低至 4Q23 的 33.6%)、產能利用率降低下，4Q23 中光電的毛利率降低至 20.21%(3Q23 為 21.69%)，稅後淨利減少至 2.60 億元，QoQ-44.34%。

表一、近期中光電各主要產品線的營收比重

(營收比重)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
影像產品	32.7%	34.6%	36.3%	33.6%
節能產品	43.4%	42.8%	40.3%	44.8%
others	23.9%	22.6%	23.4%	21.6%

資料來源：中光電，群益投顧彙整

## 受近期影像產品接單狀況影響，預估 1H24 營收較缺乏成長動能：

再分別觀察影像、節能產品 4Q23 出貨表現及後續展望，首先，影像產品 4Q23 出貨 22.3 萬台，QoQ-16%，其中，Home/Entertainment 產品營收減少至 9.97

2024 年 2 月 29 日

億元，QoQ-24.51%，為近幾年最低水準，占影像產品的營收比重由 3Q23 的 35%降低至 4Q23 的 30%，現階段 Home/Entertainment 產品僅印度、印尼等新興市場買氣相對熱絡，其餘地區需求則疲弱，且預估 1H24 狀況仍不易改善。由於消費性產品市場景氣未見全面復甦跡象，預估 1Q24 影像產品出貨表現不及 4Q23，但考量歐洲盃、奧運等大型運動賽事有助於推升 2Q24、3Q24 旺季業績，預估 2024 年影像產品的營收 YoY+11.38%。

表二、近期中光電影像產品各主要終端應用占影像事業部的營收比重

(營收比重)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Home/Entertainment	31%	30%	35%	<b>30%</b>
Business	38%	43%	42%	<b>44%</b>
large venue	21%	18%	14%	<b>11%</b>
solution	10%	9%	9%	<b>15%</b>

資料來源：中光電，群益投顧彙整

其次，在節能產品的部份，4Q23 出貨 751 萬片，QoQ-9%，其中，monitor BL 出貨量 QoQ-3%，且以高階產品出貨量減幅較大，monitor BL 營收 QoQ-17%，營收比重由 3Q23 的 14%降低至 4Q23 的 13%，此外，TV BL 出貨量 QoQ-12%，但以中小尺寸 TV 面板出貨量減幅較大，TV BL 營收 QoQ-6%；NB BL 出貨量 QoQ-6%，但低階產品出貨量減幅較大，NB BL 營收約與 3Q23 相當。

表三、近期中光電節能產品各主要產品線占節能事業部的營收比重

(營收比重)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
TV	28%	25%	34%	<b>35%</b>
monitor	16%	16%	14%	<b>13%</b>
NB	45%	47%	39%	<b>42%</b>
tablet	5%	5%	10%	<b>5%</b>
others	6%	7%	3%	<b>5%</b>

資料來源：中光電，群益投顧彙整

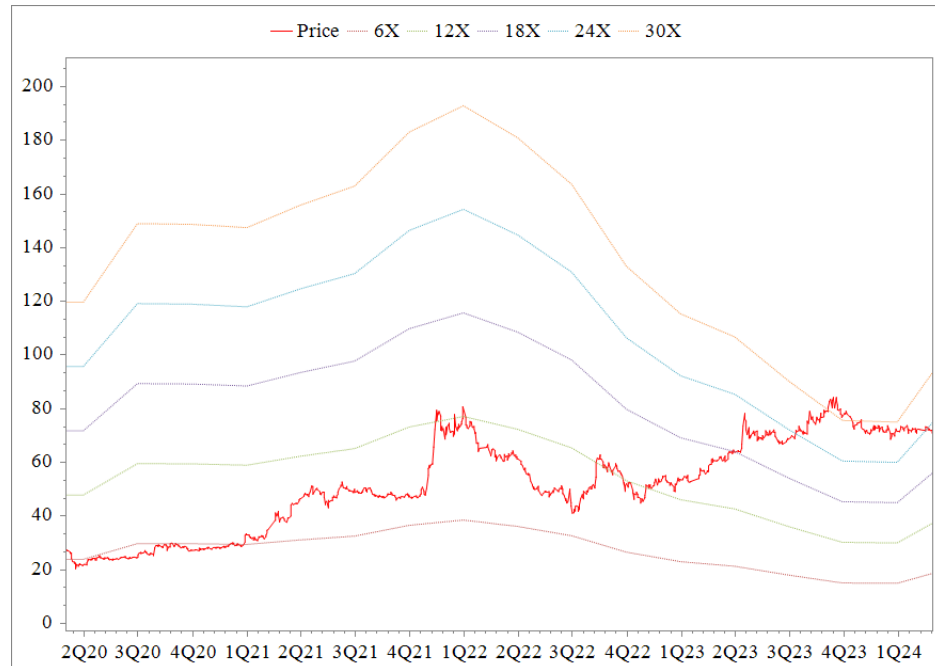
觀察中光電近期接單狀況，TV BL 需求仍相對疲弱，中光電預估 1Q24 TV BL 出貨量 QoQ-20%，加上 monitor BL、NB BL 現階段訂單乃以急單、轉單為主，亦即客戶對市場需求掌握度不高，預估 1H24 節能產品均較缺乏營收成長動能。

**考量近期訂單能見度未明顯改善，群益維持對中光電 Neutral 的投資建議：**

雖然影像產品 2024 年營收有機會受惠於大型運動賽事舉辦而重拾成長動能，但 1Q24 仍受淡季效應影響，加上近期 TV BL 接單狀況欠佳，1Q24 節能產品出貨展望隨之轉差，且 2Q24 訂單能見度仍偏低，故群益維持對中光電 Neutral 的投資建議。

2024 年 2 月 29 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 2 月 29 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	61,470	55,858	55,604	56,190	57,445
流動資產	46,956	40,336	38,767	40,006	40,901
現金及約當現金	11,230	12,365	16,556	14,627	16,191
應收帳款與票據	18,971	10,266	9,914	10,131	10,402
存貨	9,301	10,445	8,589	8,862	9,155
採權益法之投資	43	50	41	38	41
不動產、廠房設備	7,514	8,092	8,432	8,282	8,132
<b>負債總計</b>	<b>37,253</b>	<b>30,777</b>	<b>29,957</b>	<b>30,532</b>	<b>31,333</b>
流動負債	33,725	25,918	28,667	29,584	30,245
應付帳款及票據	13,496	7,334	7,602	7,807	8,011
非流動負債	3,528	4,859	1,290	744	680
<b>權益總計</b>	<b>24,217</b>	<b>25,080</b>	<b>25,647</b>	<b>25,657</b>	<b>26,111</b>
普通股股本	<b>3,910</b>	<b>3,910</b>	<b>3,910</b>	<b>3,910</b>	<b>3,910</b>
保留盈餘	16,166	17,423	17,443	17,453	17,906
母公司業主權益	22,152	22,730	23,484	23,610	24,180
<b>負債及權益總計</b>	<b>61,470</b>	<b>55,858</b>	<b>55,604</b>	<b>56,190</b>	<b>57,445</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	-2,139	4,906	4,449	1,480	1,743
稅前純益	2,785	3,173	1,588	1,465	1,772
折舊及攤銷	1,441	1,545	1,493	1,467	1,440
營運資金變動	-6,365	1,399	2,476	-285	-360
其他營運現金	0	-1,211	-1,109	-1,167	-1,109
<b>投資活動現金</b>	-8,999	-2,836	1,723	-1,998	-2,208
資本支出淨額	-1,325	-1,584	-1,551	-1,500	-1,500
長期投資變動	-7,537	-519	3,464	-300	-300
其他投資現金	-137	-732	-190	-198	-308
<b>籌資活動現金</b>	4,321	-1,722	-1,629	1,890	2,629
長借/公司債變動	1,474	1,684	-3,414	-545	-64
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-1,564	-1,564	-1,759	-1,095	-899
其他籌資現金	4,411	-1,842	3,544	3,530	3,592
<b>淨現金流量</b>	-7,071	1,135	4,191	1,371	2,364
<b>期初現金</b>	18,301	11,230	12,365	16,556	17,927
<b>期末現金</b>	11,230	12,365	16,556	17,927	20,291

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	49,833	49,783	39,492	42,537	47,736
營業成本	41,102	40,329	31,620	33,881	38,235
<b>營業毛利淨額</b>	8,731	9,454	7,872	8,656	9,501
營業費用	7,085	7,304	6,941	7,227	7,765
<b>營業利益</b>	1,646	2,151	931	1,429	1,736
<b>EBITDA</b>	3,990	4,772	3,117	3,495	3,882
業外收入及支出	754	680	29	36	36
稅前純益	2,785	3,173	1,588	1,465	1,772
所得稅	746	760	386	360	419
稅後純益	2,032	2,359	1,392	1,221	1,469
稅後 EPS(元)	5.20	6.03	3.56	3.12	3.76
完全稀釋 EPS**	5.20	6.03	3.56	3.12	3.76

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 39.10【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 39.10 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	17.43%	-0.10%	-20.67%	7.71%	12.22%
營業毛利淨額	17.88%	8.28%	-16.74%	9.96%	9.76%
營業利益	137.89%	30.62%	-56.73%	53.54%	21.48%
稅後純益	30.20%	16.11%	-40.99%	-12.29%	20.35%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	17.52%	18.99%	19.93%	20.35%	19.90%
EBITDA(%)	8.01%	9.59%	7.89%	8.22%	8.13%
營益率	3.30%	4.32%	2.36%	3.36%	3.64%
稅後純益率	4.08%	4.74%	3.52%	2.87%	3.08%
總資產報酬率	3.31%	4.22%	2.50%	2.17%	2.56%
股東權益報酬率	8.39%	9.41%	5.43%	4.76%	5.63%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	60.60%	55.10%	53.87%	54.34%	54.55%
負債/淨值比(%)	153.83%	122.71%	116.80%	119.00%	120.00%
流動比率(%)	139.23%	155.63%	135.23%	135.23%	135.23%

## 其他比率分析

存貨天數	62.99	89.36	109.86	94.00	86.00
應收帳款天數	112.27	107.18	93.26	86.00	78.50



2024 年 2 月 29 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	12,903	11,171	9,571	9,633	10,400	9,888	9,350	9,835	11,605	11,747	10,949	11,459
營業成本	10,214	8,968	7,968	7,618	8,144	7,890	7,764	7,772	9,127	9,218	9,049	9,113
營業毛利淨額	2,689	2,203	1,603	2,015	2,256	1,998	1,587	2,063	2,478	2,529	1,900	2,346
營業費用	1,916	1,835	1,539	1,821	1,783	1,798	1,592	1,845	1,873	1,918	1,718	1,997
營業利益	774	368	64	194	473	200	-5	219	604	611	182	350
業外收入及支出	222	109	216	281	51	109	-17	13	17	23	-17	13
稅前純益	995	477	280	475	524	309	-22	232	621	634	165	363
所得稅	248	143	87	110	103	88	0	59	122	179	51	69
稅後純益	697	372	253	412	467	260	38	222	459	502	174	343
最新股本	3,910	3,910	3,910	3,910	3,910	3,910	3,910	3,910	3,910	3,910	3,910	3,910
稅後EPS(元)	1.78	0.95	0.65	1.05	1.19	0.66	0.10	0.57	1.17	1.29	0.44	0.88

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	20.84%	19.72%	16.75%	20.92%	21.69%	20.21%	16.97%	20.98%	21.35%	21.53%	17.35%	20.48%
營業利益率(%)	5.99%	3.30%	0.67%	2.01%	4.55%	2.02%	-0.05%	2.22%	5.21%	5.20%	1.66%	3.05%
稅後純益率(%)	5.41%	3.33%	2.64%	4.28%	4.49%	2.63%	0.41%	2.25%	3.95%	4.28%	1.58%	2.99%

## QoQ(%)

營業收入淨額	2.64%	-13.42%	-14.33%	0.65%	7.96%	-4.92%	-5.44%	5.19%	17.99%	1.23%	-6.79%	4.66%
營業利益	12.97%	-52.37%	-82.61%	202.41%	144.05%	-57.68%	N.A	N.A	176.52%	1.06%	-70.26%	92.47%
稅前純益	-5.95%	-52.08%	-41.33%	69.79%	10.28%	-40.95%	N.A	N.A	168.34%	2.00%	-74.02%	120.24%
稅後純益	-13.96%	-46.67%	-32.08%	63.21%	13.25%	-44.34%	-85.43%	484.93%	107.14%	9.47%	-65.47%	97.75%

## YoY(%)

營業收入淨額	-1.10%	-26.09%	-27.15%	-23.37%	-19.40%	-11.49%	-2.30%	2.10%	11.59%	18.80%	17.10%	16.51%
營業利益	25.58%	-34.94%	-80.23%	-71.71%	-38.88%	-45.70%	N.A	12.82%	27.84%	205.30%	N.A	59.95%
稅前純益	17.22%	-36.25%	-56.42%	-55.11%	-47.36%	-35.13%	N.A	-51.26%	18.59%	104.86%	N.A	56.59%
稅後純益	22.47%	-29.47%	-47.25%	-49.13%	-33.04%	-30.11%	-85.01%	-46.27%	-1.72%	93.29%	358.07%	54.86%

註1：稅後EPS以股本39.10億元計算

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。