



2024/3/7

產業類別	電機
投資建議	買進 
收盤價	目標價
NT\$ 51.90	NT\$ 75.00

本次報告：法說會

交易資料

潛在報酬率 (%)	44.51
52 週還原收盤價區間 (NT\$)	37.27-55.00
市值 (NT\$百萬元)	5970
市值 (US\$百萬元)	189
流通在外股數 (百萬股)	115.00
董監持股 (%)	5.32
外資持股 (%)	9.67
投信持股 (%)	0.16
融資使用率 (%)	28.75

財務資料

	2022
股東權益 (NT\$百萬元)	2,737
ROA (%)	0.42
ROE (%)	1.21
淨負債比率 (%)	67.75

公司簡介

麗清科技股份有限公司，成立於 1999 年 8 月 27 日，為高亮度 LED 產品應用製造商。早期以引進代理國外大廠的高亮度晶片為主，2002 年開始投入 LED 汽車照明及室內外照明等應用。2023 年產品營收比重為：LED 車燈模組及其他 77.5%、頭燈控制器 21.4%，其中，車燈模組中以尾燈為主，但頭燈比例持續提升。

主要客戶：華域視覺、廣州小糸、海拉、TYC
主要競爭對手：

張予柔 yurou.chang@sinopac.com

麗清 (3346 TT)

持續接獲暢銷車型訂單

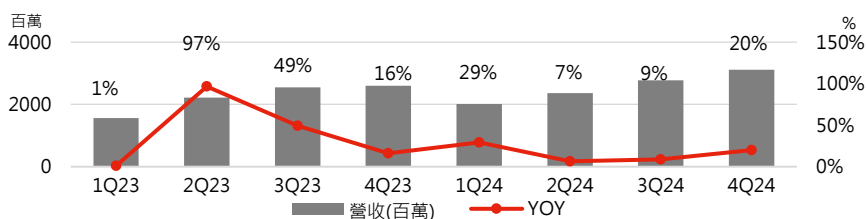
永豐觀點

2024 年總營收成長上看 2 成；接獲特斯拉、比亞迪暢銷車型訂單，長線成長動能無虞。

投資評價與建議

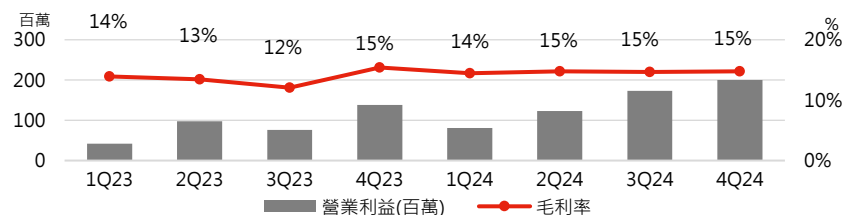
維持買進：展望 2024 年，營收將成長 20%，主要動能來自：(1) 頭燈控制器第三條產線於 2024/1 加入貢獻營收，預估 2024 年頭燈控制器營收將大幅年增 85%，達 33.5 億元。(2) LED 車燈模組營收在中國車市穩步成長(根據近日中汽協展望 2024 年中國汽車總銷量為 3,100 萬輛左右，年增約 3%)、前年切入海拉供應鏈，將持續增加供應、以及頭燈 LED 模組滲透率持續提升之下，預估 2024 年該營收+5.5%YoY，優於產業成長。長線動能來自麗清持續接獲暢銷車款訂單，如特斯拉 Model Y 中國版 2025 年新改款獨供訂單、比亞迪外銷之海洋系列車型之頭燈控制器也預計 2024 年底出貨等，想像空間大。預估 2024 年總營收 102.6 億元(+21%YoY)，毛利率為 14.68%，預估本業獲利 5.77 億元(+63%YoY)，稅後淨利 4.92 億元，稀釋後稅後 EPS 4.17 元(+58.6%YoY)，看好麗清成長持續強勁，目前股價交易於 12.4X，在 2024 年稀釋後 EPS 仍能強勁增長 6 成的預估下，目前評價仍偏低，維持買進建議，目標價因微幅上修 EPS 而調整至 75 元(18X 2024 EPS 4.17 元)。

近八季營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Mar. 2024

近八季營業利益及毛利率趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Mar. 2024

營運現況與分析

公司簡介：麗清科技股份有限公司，成立於 1999 年 8 月 27 日，為高亮度 LED 產品應用製造商。早期以引進代理國外大廠的高亮度晶片為主，2002 年開始投入 LED 汽車照明及室內外照明等應用。2008 年成立上海麗清汽車 CharDIN，供應汽車照明用的光學模組，2009 年成立照明事業部 SWEEO，提供照明公司光學零組件。2012 年 12 月 5 日登錄興櫃，2016 年 12 月 19 日轉上市。2023 年產品營收比重為：LED 車燈模組及其他 77.5%、頭燈控制器 21.4%，其中，車燈模組中以尾燈為主，但頭燈比例持續提升，由 2021-2022 年的 25%、32% 提升至 2023 年的 36%，頭燈因設計複雜，單價、毛利率皆較高。2023 年客戶營收組成：華域視覺 61%、廣州小系 10%、海拉 9%、TYC 7%。

圖一：麗清於汽車車燈產業中位處於 Tier 2



資料來源：法說會資料，Mar. 2024

麗清財報調整：因先前原物料缺貨以及大量採購的價格因素，2023 年起麗清向其最大客戶華域視覺採購部分原料，使華域同時成為麗清的客戶及供應商的身分，雖麗清向華域採購之原物料擁有控制及處分權，但經與會計師討論後，決定未來將把出貨予華域之交易以淨額表達之，調整後僅使營收及成本同步降低、毛利率將提升，但本業淨利、稅後淨利及 EPS 完全無影響，如下表所示。

表一：麗清 2023 年度財報調整情況

	4Q23			2023年合計		
	調整前	調整數	調整後	調整前	調整數	調整後
銷貨營收	2,793	(197)	2,596	9,113	(640)	8,473
銷貨成本	2,393	(197)	2,196	7,891	(640)	7,251
銷貨毛利	400		400	1,222		1,222
毛利率	14.33%		15.42%	13.42%		14.43%
營業淨利	138		138	354		354
營業淨利率	4.95%		4.95%	3.88%		4.17%
稅後淨利	120		120	310		310
稅後淨利率	4.30%		4.62%	3.40%		3.66%

資料來源：法說會資料，Mar. 2024

4Q23 毛利率優於預期，2023 年稅後淨利 3.1 億元創歷史新高：雖然有前述淨額表達使毛利率上升之情形，但在調整前，4Q23 的毛利率 14.33% 亦優於原先預估的 13.4%，主因係 4Q23 營收優於預期，並創歷史新高，規模經濟效益展現；另外的正面因子，推估是 3Q23 受制於部份原物料缺料，故購買價格較高的現貨，於

4Q23 轉嫁部份成本予客戶。展望 2024 年，在中國 LED 車燈取代傳統車燈滲透率持續提升，以及單價、毛利率皆較高的頭燈營收比重持續提升之下，有助於推升麗清 LED 模組毛利率表現，預估 2024 年調整後毛利率>16%；而頭燈控制器為標準化、自動化的訂單，毛利率相對穩定，預估為 9.8%，合併毛利率為 14.66%。

圖二：LED 車燈持續取代傳統車燈

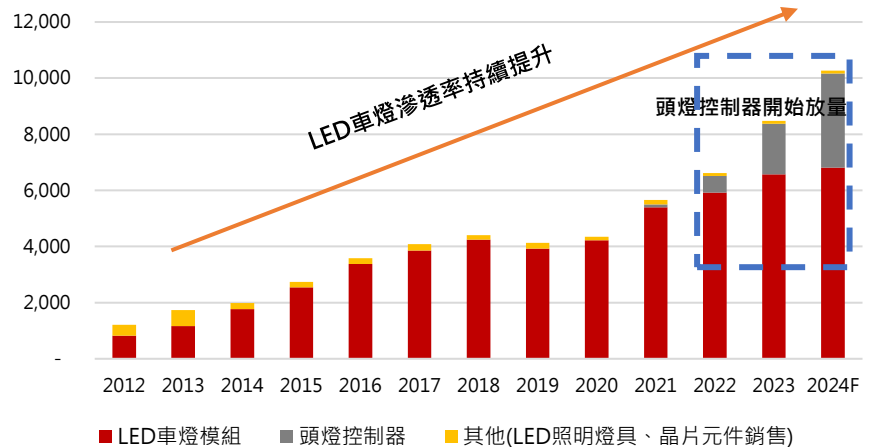


資料來源：法說會資料，Mar. 2024

LED 車燈模組應單訂單能見度達 1~2 年，2024-2025 年展望樂觀。並成為下一代特斯拉中國版 Model Y 車燈獨供商：LED 車燈產業特性是訂單掌握度及能見度高，設計至量產期間長達 1~2 年以上，麗清 2024 年訂單已確定，目前正在陸續承接 2025-2026 年訂單。營收將受惠：(1) 整體車市增長及新能源車滲透率提升：除了燃油車 LED 車燈滲透率提升外，現在車市成長主力—新能源車追求省電，必然採用 LED 作為光源；參考中汽協預估 2024 年中國汽車總銷量將超過 3,100 萬輛，年增超過 3%，其中新能源車銷售量預估達 1,150 萬輛，年增長 21%，滲透率逾 37%。(2) 每台車搭載 LED 模組的單價持續提高：除了尾燈以外，汽車外觀更多部件導入 LED 車燈，如頭燈、日型燈、剎車燈及第三剎車燈，麗清在單一車款的出貨產值將持續提升。(3) 近期爭取到 2025 年特斯拉中國新改款的 Model Y 日行車、邊角燈、方向燈訂單，並成為獨供(目前與海拉共同供應上海廠 Model 3、Y)。研究處預估 2024 年麗清 LED 車燈模組及其他將成長 5.5%。

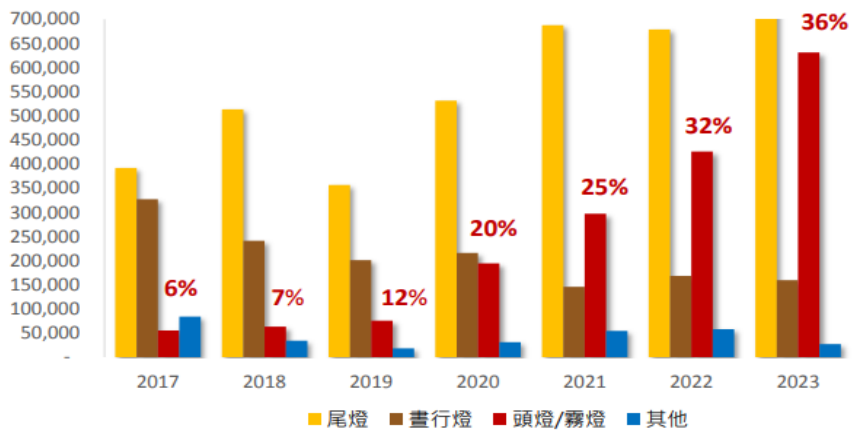
美系客戶之頭燈控制器訂單長達 10 年之 2032 年；預計 2024 年底出貨比亞迪外銷之海洋系列車款頭燈控制器：麗清逾 2021 年切入北美車器大廠之頭燈控制器供應，訂單長達 10 年，為標準化、自動化訂單，2023 年占比營收約 25%，2023 年在 2 條產線完整貢獻，以及 2024/1 加入量產的新產線逐月爬坡之下，預計全年頭燈控制器營收將年增 85%，占比達 32%。另外，麗清預計於 2024 年底出貨比亞迪外銷之海洋系列車款頭燈控制器，因訂單預估量未公開，故研究處尚未加入今年預估數中。比亞迪為中國新能源車龍頭廠，除了內銷外，也積極開發滲透率仍低的海外市場，2023 年出口 25 萬輛(+350%YoY)，成為巴西、泰國、新加坡、哥倫比亞等國的新能源銷量冠軍。其中出口主力車型為元 Plus、海豚、宋 Plus、海豹等。再加上平價車款海鷗於今年開始放大出口量，預估比亞迪今年出口總量將上看 45~50 萬輛(+80%~100%YoY)。若麗清成為比亞迪海洋系列外銷的車燈模組供應商，其未來訂單想像空間龐大。

圖三：營收動能來自 LED 車燈滲透率持續提升及頭燈控制器出貨 單位：百萬元



資料來源：法說會資料，Mar. 2024

圖四：麗清 LED 車頭燈營收快速成長，產品組合轉佳 單位：人民幣千元



資料來源：麗清，Mar. 2024

2024 年營運持續大爆發·本次微幅上修稅後淨利: 展望 2024 年，營收將成長 20%，主要動能來自：(1) 頭燈控制器第三條產線於 2024/1 加入貢獻營收，預估 2024 年頭燈控制器營收將大幅年增 85%，達 33.5 億元。(2) LED 車燈模組營收在中國車市穩步成長(根據近日中汽協展望 2024 年中國汽車總銷量為 3,100 萬輛左右，年增約 3%)、前年切入海拉供應鏈，將持續增加供應、以及頭燈 LED 模組滲透率持續提升之下，預估 2024 年該營收+5.5%YoY，優於產業成長。

雖然市場車燈控制器毛利率較低，其比重持續之下將影響產品組合表現，但 2024 年將有更多 LED 車燈新專案加入，且持續提升高毛利高單價的 LED 頭燈，有助於毛利率表現，預估調整後合併毛利率 14.7% 左右，前次稅率預估較高，本次修正為 8.5%。預估 2024 年總營收 102.6 億元(+21%YoY)，毛利率為 14.68%，預估本業獲利 5.77 億元(+63%YoY)，稅後淨利 4.92 億元，稀釋後稅後 EPS 4.17 元(+58.6%YoY)，看好麗清成長持續強勁，目前股價交易於 12.4X，在 2024 年稀釋後 EPS 仍能強勁增長 6 成的預估下，目前評價仍偏低，維持買進建議，目標價因微幅上修 EPS 而調整至 75 元(18X 2024 EPS 4.17 元)。

附表一：當年度損益表

單位：百萬元	24Q1F	24Q2F	24Q3F	24Q4F	2024F
營業收入	2,014	2,360	2,777	3,113	10,264
營業毛利	291	348	408	460	1,507
營業利益	81	123	173	200	577
稅前淨利	71	113	163	190	537
稅後純益	65	104	149	174	492
稅後 EPS (元)	0.55	0.88	1.26	1.48	4.17
營收 QoQ 成長率	-22.42	17.18	17.67	12.10	--
營收 YoY 成長率	29.35	6.59	8.99	19.92	21.14
毛利率	14.45	14.75	14.69	14.78	14.68
營益率	4.02	5.21	6.23	6.42	5.62
稅後純益率	3.23	4.41	5.37	5.59	4.79

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Mar. 2024

附表二：五個年度損益表

單位：百萬元	2020	2021	2022	2023F	2024F
營業收入	4,346	5,660	6,613	8,473	10,264
%變動率	5.15	30.23	16.84	28.13	21.14
營業毛利	710	868	844	1,222	1,507
毛利率 (%)	16.34	15.33	12.77	14.42	14.68
營業淨利	6	92	69	354	577
稅前淨利	16	119	30	313	537
%變動率	48.52	660.81	-74.42	943.33	71.57
稅後純益	12	96	31	310	492
%變動率	-5.44	680.93	-67.79	900	58.71
稅後 EPS * (元)	0.16	1.03	0.30	2.63	4.17
市調 EPS * (元)	-0.23	1.16	0.17	2.38	3.5
PER (x)	300.31	46.65	160.17	18.27	11.52
PBR (x)	2.24	1.95	1.87	1.66	1.40
每股淨值 * (元)	21.48	24.62	25.65	29.03	34.22
每股股利 (元)	0.15	0.62	0.28	--	--
殖利率 (%)	0.31	1.44	0.82	--	--

* 以目前股本計算

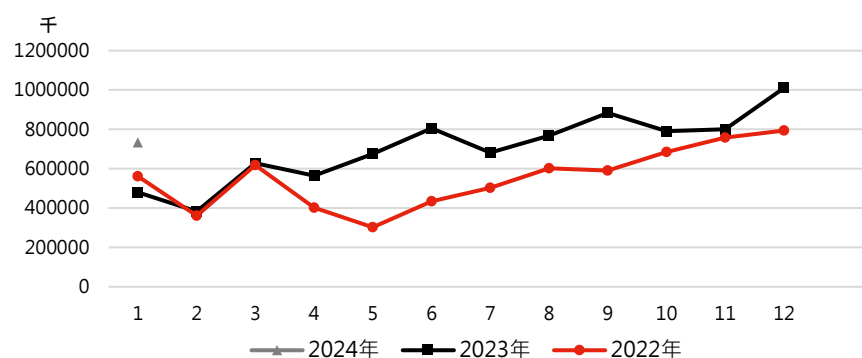
資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Mar. 2024

營運基本資料

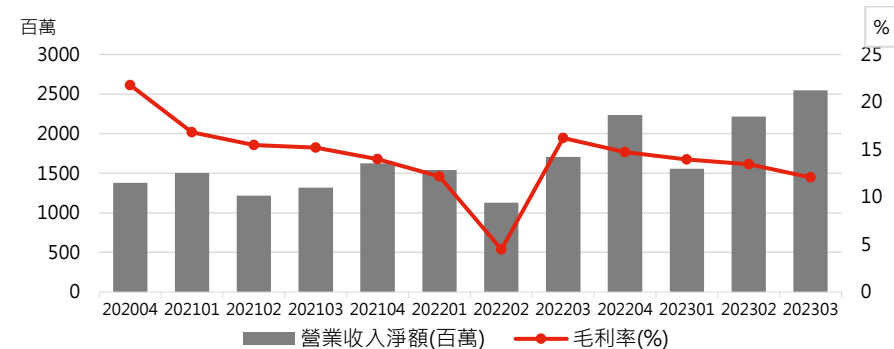
同業比較

代號	公司	投資建議	目前股價	市值(億)	稅後 EPS		PE		PB	
					2023	2024	2023	2024	2023	2024

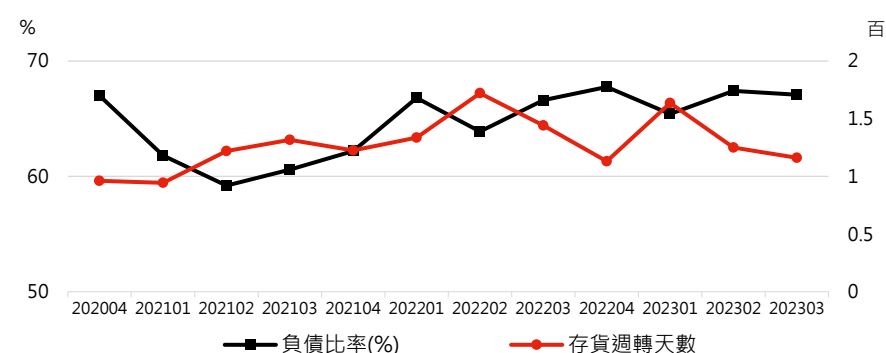
近三年單月營收狀況



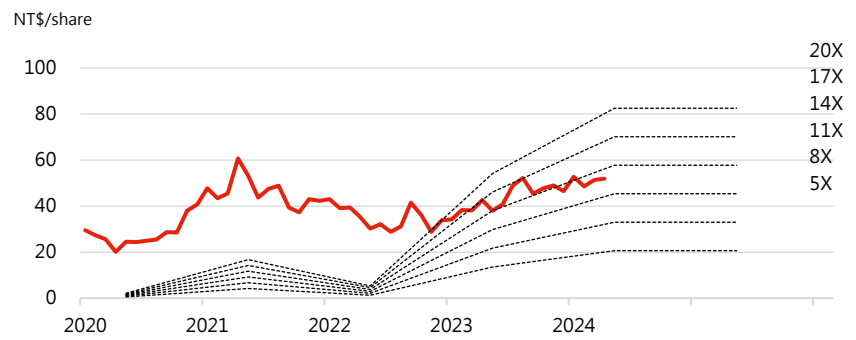
近三年單季營收 VS 毛利率趨勢圖



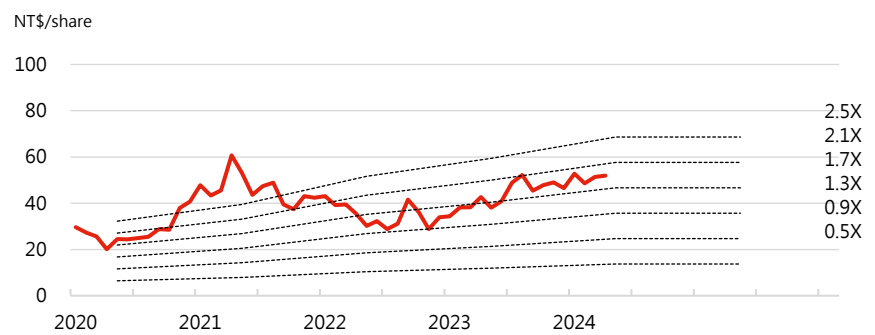
負債比率 VS 存貨周轉天數



歷史 PE 圖



歷史 PB 圖



臺北	永豐證券投資顧問股份有限公司 臺北市忠孝西路一段 80 號 14 樓 電話：(886-2) 2361-0868	永豐金證券股份有限公司 臺北市重慶南路一段 2 號 17 樓 電話：(886-2) 2311-4345
香港	永豐金證券(亞洲)有限公司 香港銅鑼灣新寧道 1 號 7 樓 電話：(852) 2586-8288	
上海	永豐金證券(亞洲)有限公司上海代表處 中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A-2 室 電話：(86-21) 6228-8220	
倫敦	永豐金證券(歐洲)有限公司 6 Lloyds Avenue, London EC3N 3AX, UK 電話：(44-20) 7614-9999	

責任聲明

本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

110 年金管投顧新字第 024 號

SinoPac 投資評等

B：Buy 買進：未來 12 個月該股票表現將優於大盤

N：Neutral 中立：未來 12 個月該股票表現將與大盤一致

S：Sell 賣出：未來 12 個月該股票表現將落後大盤

Analyst Certification:

For each company mentioned in this research report, the respective analyst(s) who cover the company certifies (certify) that all of the views expressed in this research report accurately reflect his (their) personal views about any and all of the subject issuer(s) or securities. The analyst(s) also certifies (certify) that no part of her (their) compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or view(s) in this report.

SinoPac Research Stock Rating System:

Buy: We think the stock will outperform the broader market over the next 12 months.

Neutral: We think the stock will perform in line with the broader market over the next 12 months.

Sell: We think the stock will underperform the market over the next 12 months.

Global Disclaimer:**Important Notice for UK Persons**

This Document may only be issued or passed on to any person in the United Kingdom if that person is of a kind described in Article 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2001 or otherwise pursuant to exemptions to section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000. In addition, no person who is an Authorized Person may issue or pass on this document, or otherwise promote SPSE, to any person in the United Kingdom other than by the rules of the Financial Conduct Authority (FCA) applicable to such Authorized Persons. This Document is confidential and is intended solely for the use of its recipient.

Important Disclosures for U.S. Persons

This research report was prepared by SinoPac Securities Corporation (SinoPac), a company authorized to engage in securities activities in Taiwan. SinoPac is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Auerbach Grayson & Company, 20 Wall West 55th Street, New York, NY 10019, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through SinoPac. Auerbach Grayson & Company accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Auerbach Grayson & Company and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Ownership and Material Conflicts of Interest

Auerbach Grayson & Company or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Auerbach Grayson & Company, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Auerbach Grayson & Company is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication.

Compensation and Investment Banking Activities

Auerbach Grayson & Company or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither SinoPac nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

SinoPac may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of SinoPac.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by SinoPac with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of SinoPac and SinoPac accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.

SinoPac Securities (Europe) Limited is regulated by the FCA