

# 華星光

(4979.TWO/4979 TT)



## 降低持股·調降

收盤價 March 25 (NT\$)	144.0
12 個月目標價 (NT\$)	98.00
前次目標價 (NT\$)	210.0
調降 (%)	53.3
下跌空間 (%)	31.9

## 焦點內容

- 400G ZR 產品價格之下降程度大幅超越預期。
- 下調 2024 年 400G ZR 產品出貨預估。
- 800G ZR 產品量產難提前，每 bit 單價更下降。

## 交易資料表

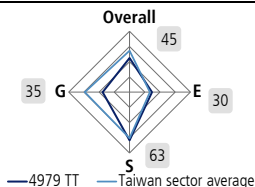
市值：(NT\$bn/US\$mn)	20.28 / 635
流通在外股數 (百萬股)：	140.8
外資持有股數 (百萬股)：	15.09
3M 平均成交量 (百萬股)：	6.27
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	43.45-198.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-11.1	8.3	203.2
相對表現 (%)	-25.8	-14.4	176.3

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	(0.01)A	0.63A	0.74A	0.69A
2023	0.30A	0.62A	1.25A	1.17A
2024	0.72F	1.00F	1.20F	1.31F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

## 凱基投顧

姜兆剛  
886.2.2181.8742  
jackson.chiang@kgi.com

孫瑞隆  
886.2.2181.8745  
sean.sun@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 星光黯淡，晨曦遲來

### 重要訊息

我們調降華星光 2024 年營收與獲利預估，基於下修其 400G ZR 產品出貨量與價格預估，以及 800G ZR 產品量產時程延後。

### 評論及分析

**400G ZR 產品價格下降程度大幅超越預期。**1-2 月營收為 3.93 億元，僅達成凱基 1Q24 預估之 38%，主因受上游供應商零組件良率不佳影響，導致供應量不足，部分營收將遞延至 2Q24。根據產業調查，目前華星光 400G ZR 產品之主要客戶正進行產品成本審視以及關鍵零組件之替代料導入，此成本審視雖對該產品線毛利率影響有限，然而產品單價將大幅降低 30% 以上，遠超越一般光收發模組年平均降價 10-20% 程度。凱基預估此單價下降對每月營收影響約落在 7,000 萬元-1.3 億元區間。

**下調 2024 年 400G ZR 產品出貨預估。**在 400G ZR 產品於 2024 全年出貨量方面，我們認為因(1)華星光主要客戶之雲端巨人資料中心客戶正開始朝向 800G 交換器與光收發模組產品進行升級，因此 400G ZR 需求較為平淡；(2)目前 400G ZR 產品仍有上游供應商零組件良率問題，且正進行替代供應商導入；(3)我們尚未見到除雲端巨人外之其他客戶採用，因此凱基對華星光之 400G ZR 產品 2024 年全年出貨顯著成長下調為約與 2023 年持平。

**800G ZR 產品量產難提前，每 bit 單價更下降。**我們認為華星光之主要客戶雖然正積極導入 800G ZR 產品，但近期仍在可靠度測試階段，最快將於 4Q24 方能逐步進入量產。下一代之 800G ZR 產品採用矽光解決方案，因此每 bit 單價將較 400G ZR 產品下降 30%，單顆模組平均單價約為 400G ZR 產品之 1.4 倍，而非對應增加至 2 倍。綜上，我們下調華星光 2024 年營收預估 46.9% 至 32.8 億元，每股盈餘則下調 59.6% 至 4.23 元。公司自 2Q22 起，稅前獲利已轉虧為盈，凱基預估至 1H25 年累積獲利將超過以往提列虧損所能免稅之額度，之後將開始逐步認列約 20% 所得稅。預估 2025 年營收為 45 億元，年增 37.4%；每股盈餘為 5.51 元，年增 30.1%。

### 投資建議

我們認為華星光 2024-25 年營收獲利仍將持續成長，然目前市場尚未意識到公司在出貨量與價格上已發生變化，故將華星光評等下調至「降低持股」，目標價 98 元，為 2024-25 年平均每股盈餘預估與 20 倍本益比換算得出。

### 投資風險

資料中心互連需求加速。

### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	866	1,319	2,956	3,276	4,502
營業毛利 (NT\$百萬)	(17)	397	574	733	987
營業利益 (NT\$百萬)	(206)	274	443	599	842
稅後淨利 (NT\$百萬)	(285)	271	442	596	775
每股盈餘 (NT\$)	(2.22)	2.05	3.34	4.23	5.51
每股現金股利 (NT\$)	-	0.06	1.43	2.00	2.40
每股盈餘成長率 (%)	196.8	0.0	63.0	26.7	30.1
本益比 (x)	N.A.	70.3	43.1	34.0	26.2
股價淨值比 (x)	14.3	13.5	6.7	5.8	4.8
EV/EBITDA (x)	N.A.	44.5	30.7	25.9	18.4
淨負債比率 (%)	2.9	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.0	0.0	1.0	1.4	1.7
股東權益報酬率 (%)	(20.9)	19.7	19.9	17.9	19.3

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：4Q23 財報與 1Q24 財測修正

百萬元	4Q23					1Q24F				
	實際數	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	1,012	1,042	(2.9)	15.0	112.1	629	1,034	(39.2)	(37.8)	29.2
毛利	208	258	(19.5)	13.2	45.6	135	256	(47.5)	(35.2)	87.1
營業利益	173	225	(23.2)	16.1	55.4	103	226	(54.6)	(40.6)	151.3
稅前淨利	155	224	(30.7)	(5.9)	70.6	102	225	(54.8)	(34.4)	153.4
稅後淨利	155	224	(30.7)	(5.9)	70.6	102	225	(54.8)	(34.4)	153.4
每股盈餘(元)	1.17	1.70	(31.1)	(6.1)	70.2	0.72	1.71	(57.6)	(38.3)	137.8
毛利率(%)	20.5	24.8	(4.2)ppts	(0.3)ppts	(9.4)ppts	21.4	24.8	(3.4)ppts	0.9 ppts	6.6 ppts
營業利益率(%)	17.1	21.6	(4.5)ppts	0.2 ppts	(6.2)ppts	16.3	21.9	(5.6)ppts	(0.8)ppts	7.9 ppts
稅後淨利率(%)	15.3	21.5	(6.2)ppts	(3.4)ppts	(3.7)ppts	16.2	21.8	(5.6)ppts	0.8 ppts	7.9 ppts

資料來源：公司資料、凱基預估

圖 2：2023 年財報與 2024 年財測修正

百萬元	2023				2024F			
	實際值	凱基預估	差異(%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)
營收	2,956	2,999	(1.4)	124.2	3,276	6,172	(46.9)	10.8
毛利	574	644	(10.9)	44.6	733	1,676	(56.2)	27.8
營業利益	443	519	(14.6)	62.0	599	1,546	(61.2)	35.3
稅前淨利	442	518	(14.6)	63.4	596	1,543	(61.4)	34.7
稅後淨利	442	518	(14.6)	63.4	596	1,543	(61.4)	34.7
每股盈餘(元)	3.34	3.51	(4.8)	63.0	4.23	10.47	(59.6)	26.7
毛利率(%)	19.4	21.5	(2.1)ppts	(10.7)ppts	22.4	27.2	(4.8)ppts	3.0 ppts
營業利益率(%)	15.0	17.3	(2.3)ppts	(5.8)ppts	18.3	25.1	(6.8)ppts	3.3 ppts
稅後淨利率(%)	15.0	17.3	(2.3)ppts	(5.6)ppts	18.2	25.0	(6.8)ppts	3.2 ppts

資料來源：公司資料、凱基預估

**圖 3 : Refinitiv ESG 中 Communications & Networking 同業之 ESG 分數比較**

Rank	Company Name	ESG Combined Score	Rank	Company Name	ESG Combined Score
1	Cisco Systems Inc	87.81	48	Yealink Network Technology Co Ltd	44.68
2	Nokia Oyj	86.15	49	Ituran Location and Control Ltd	42.14
3	Motorola Solutions Inc	85.59	50	LuxNet Corp	41.95
4	Telefonaktiebolaget LM Ericsson	82.41	51	Net Insight AB	41.76
5	Dormakaba Holding AG	80.93	52	ADT Inc	40.59
6	Zhejiang Dahua Technology Co Ltd	79.23	53	Sonim Technologies Inc	40.56
7	ZTE Corp	78.47	54	Belden Inc	40.30
8	Hangzhou Hikvision Digital Technology Co Ltd	75.91	55	Viavi Solutions Inc	40.01
9	Juniper Networks Inc	74.52	56	Aferian PLC	39.71
10	Adtran Networks SE	74.10	57	Aviat Networks Inc	39.40
11	Lumentum Holdings Inc	73.98	58	Clearfield Inc	39.37
12	Spirent Communications plc	72.69	59	KVH Industries Inc	38.23
13	CommScope Holding Company Inc	72.17	60	Sensys Gatso Group AB	38.19
14	Vtech Holdings Ltd	70.54	61	PCTEL Inc	34.87
15	Ribbon Communications Inc	69.33	62	Comtech Telecommunications Corp	33.85
16	HMS Networks AB	68.91	63	Digi International Inc	33.67
17	Viasat Inc	67.50	64	Fujian Star-net Communication Co Ltd	33.26
18	Sercomm Corp	67.11	65	Genasys Inc	32.94
19	Allegion PLC	65.48	66	Ceragon Networks Ltd	31.41
20	Huber+Suhner AG	65.37	67	Hengtong Optic-Electric Co Ltd	30.87
21	Foxconn Industrial Internet Co Ltd	64.97	68	Ubiquiti Inc	30.84
22	Wistron NeWeb Corp	64.70	69	Pricer AB	30.24
23	Oki Electric Industry Co Ltd	64.20	70	Silicom Ltd	30.04
24	Resideo Technologies Inc	63.88	71	S1 Corp	28.88
25	Yangtze Optical Fibre and Cable Joint Stock Ltd Co	63.76	72	EMCORE Corp	28.86
26	Jiangsu Zhongtian Technology Co Ltd	63.35	73	TESSCO Technologies Inc	28.01
27	Arista Networks Inc	62.31	74	Calix Inc	26.47
28	Infinera Corp	61.67	75	Quarterhill Inc	26.40
29	Garmin Ltd	59.97	76	Ovzon AB (publ)	24.78
30	NETGEAR Inc	59.47	77	Inseego Corp	23.89
31	Harmonic Inc	58.73	78	Cambium Networks Corp	23.42
32	Bittium Oyj	58.41	79	Green Packet Bhd	23.38
33	Ascom Holding AG	58.20	80	Clavister Holding AB	23.32
34	Kapsch Trafficcom AG	57.75	81	Airgain Inc	22.04
35	Hytera Communications Corp Ltd	57.75	82	KMW Co Ltd	21.33
36	Netas Telekomunikasyon AS	55.88	83	Wrap Technologies Inc	20.98
37	Sterlite Technologies Ltd	55.65	84	Audinate Group Ltd	20.54
38	Frequentis AG	55.31	85	London Security PLC	19.59
39	Extreme Networks Inc	54.19	86	Evertz Technologies Ltd	17.69
40	Taiwan Secom Co Ltd	54.12	87	Guangzhou Haige Communications Group Incorporated Co	17.28
41	Accton Technology Corp	53.49	88	Casa Systems Inc	16.78
42	Fiberhome Telecommunication Technologies Co Ltd	53.32	89	Aeva Technologies Inc	15.10
43	InterDigital Inc	50.33	90	TianJin 712 Communication & Broadcasting Co Ltd	14.51
44	Zhongji Innolight Co Ltd	48.68	91	Alcadon Group AB	14.42
45	Iteris Inc	46.64	92	NAPCO Security Technologies Inc	13.93
46	Teleste Oyj	45.08	93	Irisity AB (publ)	10.04
47	ADTRAN Holdings Inc	44.87			

資料來源：Refinitiv

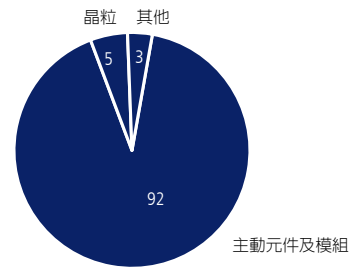
**圖 4：公司概况**

華星光科技股份有限公司成立於 2001 年 11 月 15 日，公司主要從事光通訊主動元件生產，產品包含光通訊主動元件次模組(TO-CAN、OSA)、光通訊主動元件晶片和晶粒及光通訊光收發模組代工服務。主要出貨市場為北美、日本及大陸，3Q23 客戶佔比為美國 93%、大陸 2%、台灣 5%。產品組合為主動元件及模組 92%、晶粒 5%、其他 3%。

資料來源：公司資料，凱基

**圖 5：3Q23 產品組合**

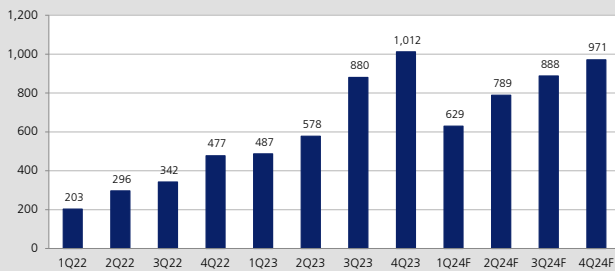
產品組合，百分比



資料來源：公司資料，凱基

**圖 6：季營業收入**

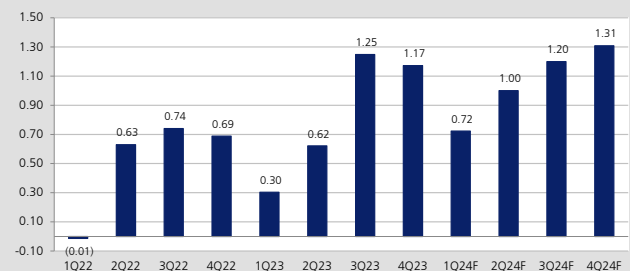
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 7：每股盈利**

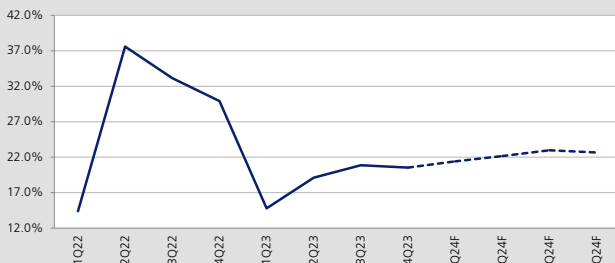
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 8：毛利率**

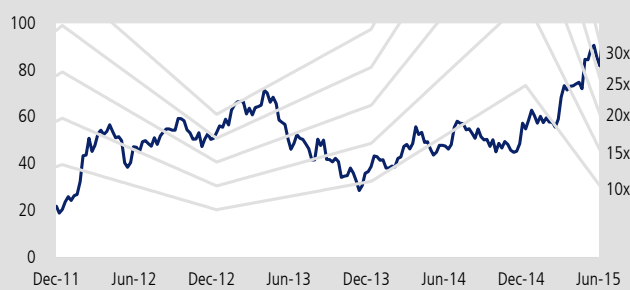
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 9：2011-2015 年華星光獲利時之本益比**

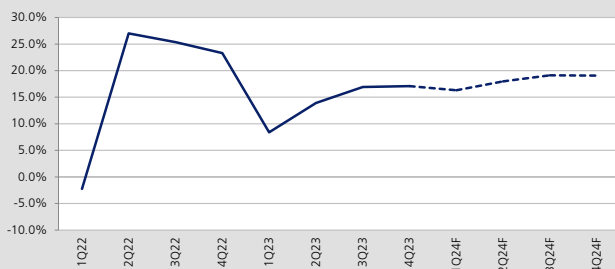
股價，元(左軸)：本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基

**圖 10：營業利潤率**

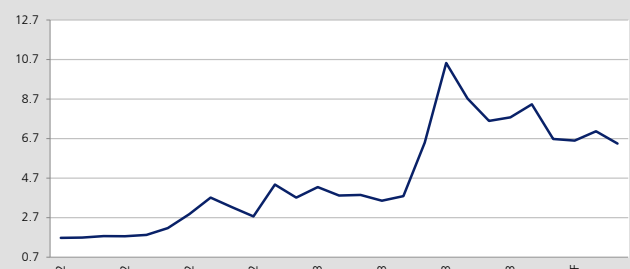
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 11：股價淨值比**

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	487	578	880	1,012	629	789	888	971	2,956	3,276	4,502
營業成本	(415)	(468)	(696)	(804)	(495)	(614)	(684)	(751)	(2,383)	(2,543)	(3,515)
營業毛利	72	110	184	208	135	175	204	220	574	733	987
營業費用	(31)	(30)	(35)	(35)	(32)	(33)	(34)	(35)	(131)	(134)	(145)
營業利益	41	80	149	173	103	142	170	185	443	599	842
折舊	(23)	(21)	(23)	(26)	(17)	(17)	(17)	(17)	(94)	(68)	(73)
攤提	(1)	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(2)	(0)	(0)
EBITDA	65	102	172	200	120	159	187	202	538	667	915
利息收入	1	2	2	-	0	0	0	0	-	0	0
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	0	0	0	4	-	-	-	-	9	-	-
總營業外收入	1	2	2	4	0	0	0	0	9	0	0
利息費用	(2)	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(5)	(8)	(8)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	0	1	15	(21)	1	1	1	1	(5)	4	4
總營業外費用	(2)	0	14	(22)	(1)	(1)	(1)	(1)	(10)	(4)	(4)
稅前純益	40	82	165	155	102	141	169	184	442	596	838
所得稅費用[利益]	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(63)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	40	82	165	155	102	141	169	184	442	596	775
非常項目	(0)	0	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	40	82	165	155	102	141	169	184	442	596	775
每股盈餘 (NT\$)	0.30	0.62	1.25	1.17	0.72	1.00	1.20	1.31	3.34	4.23	5.51
獲利率 (%)											
營業毛利率	14.8	19.1	20.9	20.5	21.4	22.2	23.0	22.7	19.4	22.4	21.9
營業利益率	8.4	13.9	16.9	17.1	16.3	18.0	19.1	19.1	15.0	18.3	18.7
EBITDA Margin	13.3	17.7	19.5	19.7	19.0	20.1	21.0	20.8	18.2	20.4	20.3
稅前純益率	8.2	14.2	18.7	15.3	16.2	17.9	19.0	19.0	15.0	18.2	18.6
稅後純益率	8.2	14.2	18.7	15.3	16.2	17.9	19.0	19.0	15.0	18.2	17.2
季成長率 (%)											
營業收入	2.1	18.7	52.2	15.0	(37.8)	25.3	12.6	9.4			
營業毛利	(49.6)	53.4	66.3	13.2	(35.2)	29.8	16.6	8.0			
營業收益增長	(63.3)	96.6	85.4	16.1	(40.6)	38.1	19.8	9.0			
EBITDA	(53.2)	57.9	68.3	16.1	(40.1)	32.7	17.7	8.2			
稅前純益	(55.9)	104.4	100.9	(5.9)	(34.4)	38.4	19.9	9.0			
稅後純益	(55.9)	104.4	100.9	(5.9)	(34.4)	38.4	19.9	9.0			
年成長率 (%)											
營業收入	140.1	95.1	157.0	112.1	29.2	36.4	0.9	(4.0)	124.2	10.8	37.4
營業毛利	146.6	(0.9)	61.7	45.6	87.1	58.3	11.1	5.9	44.6	27.8	34.6
營業收益		0.4	71.5	55.4	151.3	76.5	14.1	7.1	62.0	35.3	40.4
EBITDA	174.8	(5.6)	49.9	44.3	85.0	55.5	8.7	1.2	40.0	24.0	37.1
稅前純益		(1.6)	67.9	70.6	153.4	71.7	2.5	18.6	63.4	34.7	40.7
稅後純益		(1.6)	67.9	70.6	153.4	71.7	2.5	18.6	63.4	34.7	30.1

資料來源：公司資料，凱基預估

### 資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>1,949</b>	<b>2,073</b>	<b>3,520</b>	<b>4,349</b>	<b>5,705</b>
<b>流動資產</b>	<b>805</b>	<b>1,237</b>	<b>2,727</b>	<b>3,574</b>	<b>4,953</b>
現金及短期投資	369	484	1,832	2,854	3,971
存貨	290	467	560	417	578
應收帳款及票據	132	254	300	269	370
其他流動資產	14	32	34	34	34
<b>非流動資產</b>	<b>1,144</b>	<b>836</b>	<b>793</b>	<b>775</b>	<b>752</b>
長期投資	317	126	132	132	132
固定資產	825	706	654	636	613
什項資產	2	3	7	7	7
<b>負債總額</b>	<b>612</b>	<b>656</b>	<b>484</b>	<b>717</b>	<b>1,298</b>
<b>流動負債</b>	<b>292</b>	<b>436</b>	<b>484</b>	<b>717</b>	<b>1,298</b>
應付帳款及票據	130	302	362	208	289
短期借款	88	53	-	500	1,000
什項負債	74	81	122	9	9
<b>長期負債</b>	<b>320</b>	<b>220</b>	-	-	-
長期借款	320	220	-	-	-
其他負債及準備	-	-	-	-	-
<b>股東權益總額</b>	<b>1,337</b>	<b>1,417</b>	<b>3,036</b>	<b>3,632</b>	<b>4,407</b>
普通股股本	1,325	1,324	1,408	1,408	1,408
保留盈餘	(285)	109	512	1,108	1,883
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

### 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	(25.8%)	52.3%	124.2%	10.8%	37.4%
營業收益增長	22.0%		62.0%	35.3%	40.4%
EBITDA	(280617.4%)		40.0%	24.0%	37.1%
稅後純益	223.1%		63.4%	34.7%	30.1%
每股盈餘成長率	196.8%		63.0%	26.7%	30.1%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	(2.0%)	30.1%	19.4%	22.4%	21.9%
營業利益率	(23.7%)	20.7%	15.0%	18.3%	18.7%
EBITDA Margin	(7.5%)	29.2%	18.2%	20.4%	20.3%
稅後純益率	(32.9%)	20.5%	15.0%	18.2%	17.2%
平均資產報酬率	(13.8%)	13.5%	15.8%	15.1%	15.4%
股東權益報酬率	(20.9%)	19.7%	19.9%	17.9%	19.3%
<b>穩定 / 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	30.5%	19.3%	0.0%	13.8%	22.7%
淨負債比率	2.9%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	(39.0)	39.2	95.7	75.5	105.8
利息及短期償保障倍數 (x)	1.5	0.8	1.0	0.5	0.5
Cash Flow Int. Coverage (x)	(3.9)	36.1	107.6	96.7	83.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.3)	4.3	107.6	1.5	0.7
流動比率 (x)	2.8	2.8	5.6	5.0	3.8
速動比率 (x)	1.8	1.8	4.5	4.4	3.4
淨負債 (NT\$百萬)	39	(211)	(1,832)	(2,354)	(2,971)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	(2.22)	2.05	3.34	4.23	5.51
每股現金盈餘 (NT\$)	(0.21)	1.94	3.79	5.49	4.73
每股淨值 (NT\$)	10.09	10.71	21.56	24.65	29.91
調整後每股淨值 (NT\$)	10.41	10.72	22.92	25.79	31.29
每股營收 (NT\$)	6.75	9.98	22.32	23.26	31.96
EBITDA/Share (NT\$)	(0.50)	2.91	4.07	4.74	6.50
每股現金股利 (NT\$)	-	0.06	1.43	2.00	2.40
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.42	0.66	1.06	0.83	0.90
應收帳款周轉天數	55.5	70.4	37.1	30.0	30.0
存貨周轉天數	120.0	184.9	85.8	60.0	60.0
應付帳款周轉天數	53.9	119.6	55.5	30.0	30.0
現金轉換周轉天數	121.6	135.7	67.4	60.0	60.0

資料來源：公司資料，凱基預估

### 損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>866</b>	<b>1,319</b>	<b>2,956</b>	<b>3,276</b>	<b>4,502</b>
營業成本	(883)	(922)	(2,383)	(2,543)	(3,515)
<b>營業毛利</b>	<b>(17)</b>	<b>397</b>	<b>574</b>	<b>733</b>	<b>987</b>
營業費用	(188)	(123)	(131)	(134)	(145)
<b>營業利益</b>	<b>(206)</b>	<b>274</b>	<b>443</b>	<b>599</b>	<b>842</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
利息收入	0	3	-	0	0
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	4	9	-	-
<b>總營業外費用</b>	<b>(79)</b>	<b>(10)</b>	<b>(10)</b>	<b>(4)</b>	<b>(4)</b>
利息費用	(7)	(7)	(5)	(8)	(8)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(72)	(3)	(5)	4	4
<b>稅前純益</b>	<b>(285)</b>	<b>271</b>	<b>442</b>	<b>596</b>	<b>838</b>
所得稅費用[利益]	-	-	-	-	(63)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	-	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>(285)</b>	<b>271</b>	<b>442</b>	<b>596</b>	<b>775</b>
<b>EBITDA</b>	<b>(65)</b>	<b>385</b>	<b>538</b>	<b>667</b>	<b>915</b>
每股盈餘 (NT\$)	(2.22)	2.05	3.34	4.23	5.51

### 現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>(27)</b>	<b>256</b>	<b>502</b>	<b>773</b>	<b>666</b>
本期純益	(285)	271	442	596	775
折舊及攤提	141	111	95	68	73
本期運用資金變動	(20)	(155)	(139)	110	(182)
其他營業資產及負債變動	137	29	104	0	(0)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1)</b>	<b>(6)</b>	<b>(55)</b>	<b>(50)</b>	<b>(50)</b>
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(20)	(6)	(51)	(50)	(50)
其他資產變動	19	0	(4)	(0)	(0)
<b>自由現金流</b>	<b>(109)</b>	<b>221</b>	<b>347</b>	<b>727</b>	<b>620</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>105</b>	<b>(135)</b>	<b>901</b>	<b>299</b>	<b>500</b>
短期借款變動	(147)	(35)	(53)	500	500
長期借款變動	(12)	(100)	(220)	-	-
現金增資	265	-	1,182	-	-
已支付普通股股息	-	-	(8)	(201)	-
其他融資現金流	-	0	0	-	-
<b>匯率影響數</b>	-	-	-	-	-
<b>本期產生現金流量</b>	<b>76</b>	<b>115</b>	<b>1,348</b>	<b>1,022</b>	<b>1,116</b>

### 投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	21.7%	9.3%	4.4%	4.1%	3.2%
<b>= 營業利益率</b>	<b>(23.7%)</b>	<b>20.7%</b>	<b>15.0%</b>	<b>18.3%</b>	<b>18.7%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	1.0	0.5	0.2	0.2	0.1
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>0.8</b>	<b>1.2</b>	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>	<b>3.5</b>
營業利益率	(23.7%)	20.7%	15.0%	18.3%	18.7%
x 資本周轉率	0.8	1.2	2.8	2.9	3.5
x (1 - 有效現金稅率)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	92.5%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>(19.4%)</b>	<b>25.3%</b>	<b>41.4%</b>	<b>52.4%</b>	<b>59.7%</b>

資料來源：公司資料，凱基預估

## 華星光 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-09-07	增加持股	210.0	163.5
2023-06-21	增加持股	130.0	92.2
2023-03-16	持有	45.0	44.2
2022-12-06	增加持股	60.0	52.8
2022-11-04	增加持股	42.0	32.6
2022-08-04	增加持股	40.0	27.9
2022-05-04	增加持股	20.0	17.9
2022-03-17	增加持股	22.0	17.8
2021-11-04	增加持股	22.0	17.6
2021-08-05	增加持股	29.0	19.7

資料來源：TEJ，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，過後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。