

## 麗清 (3346 TT) Laster Tech

營運成長優於整體車市，取得兩大電動車廠商訂單

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月)：NT\$60.0

收盤價 (2024/04/10)：NT\$47.6  
隱含漲幅：26.1%

## 營收組成 (2023)

車燈模組 78%、控制器 21%、其他 1%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	60.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	10.0	--
2024年EPS	3.8	--

## 交易資料表

市值	NT\$5,490百萬元
外資持股比率	7.8%
董監持股比率	5.1%
調整後每股淨值(2023A)	NT\$29.56
負債比	65.6%
ESG評級 (Sustainalytics)	-

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	6,613	8,473	10,024	11,189
營業利益	69	354	527	572
稅後純益	31	311	431	472
EPS (元)	0.31	2.83	3.82	4.18
EPS YoY (%)	-70.1	828.2	39.6	9.4
本益比 (倍)	155.9	16.8	12.5	11.5
股價淨值比 (倍)	1.9	1.7	1.6	1.5
ROE (%)	1.2	10.3	13.3	13.7
現金殖利率 (%)	0.6%	3.7%	5.0%	5.5%
現金股利 (元)	0.28	1.77	2.38	2.60

何宗祐

bill0066@yuanta.com

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 麗清車燈模組增速將優於整體車市，估 2024 年營運逐季成長。

◆ 麗清客戶涵蓋中國多數車款，現也為小米頭燈/尾燈控制器供應商。通用車燈控制器訂單能見度至 2031 年，2025-2026 年將為出貨高峰。

◆ 2024 年底比亞迪車燈控制器及美系電動車新訂單將陸續挹注，看好麗

◆ 清營運加速，且目前評價低估，以 2024 年稀釋後 EPS 3.73 元與 16 倍本益比得目標價 60 元。

## 1Q24 營收年增 17%，估 2024 年逐季成長

麗清 1Q24 營收 17.5 億元，季減 32.7%，年增 17.2%，主因車燈模組持續出貨，且增速優於中國乘用車 1Q24 銷售年增速。展望 2Q24，春季車展後消費者觀望氣氛有望緩解，預期麗清車燈模組客戶拉貨動能提升，同時，通用車燈控制器 4M24 已開始正常拉貨，估 2Q24 營收 22.5 億元，季增 29.0%，年增 10.1%。

## 麗清現為小米 SU7 供應商，且北美車燈控制器訂單能見度高

麗清於 2021 年透過美國華域取得通用(GM US)車燈控制器十年專案，麗清得以拓展非中市場，本中心推算潛在每年可貢獻營收約 70~80 億台幣，且以客戶預示量 2025-2026 年將為出貨高峰。同時，中國華域視覺為小米 SU7 車燈供應商，且麗清於華域視覺滲透率高，現為小米 SU7 頭燈/尾燈控制器供應商。

## 2024 年底美系電動車及中國最大電動車廠商新訂單將陸續出貨

麗清擁有良好供應商品質，透過 Hella 接獲 2025 年 ModelY 改款後的日行燈、邊角燈、方向燈等模組獨供資格，本研究中心推估開始貢獻後至少每月可增加 3000~6000 萬營收。同時，麗清更宣布接獲比亞迪其一外銷海洋車款訂單，將供應其車燈控制器。

## 給予麗清初次「買進」評等，目標價 60 元

本中心對麗清看法正向，主因 1) 麗清車燈模組營收增速優於中國整體車市；2) LED 車燈朝向個性化、先進駕駛輔助系統/自動駕駛等應用明確；3) 麗清拓展非中國區市場，為近年營收最大成長動能；4) 目前本益比約 13 倍，落在汽車零組件區間 10-20x 中下緣，同時低於同業 PE，評價明顯低估。以 2024 年稀釋後 EPS 3.73 元與 16 倍本益比，得目標價 60 元，給予買進評等。

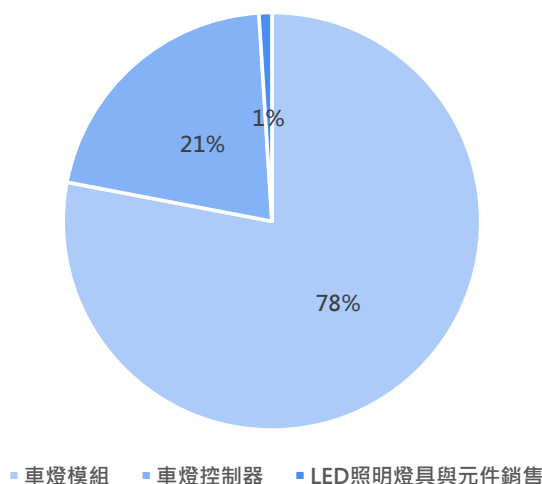
## 營運分析

### 持續受惠 LED 規格升級與拓展中國區市場

麗清為 LED 車用外部光源模組設計及製造廠商，主要銷售車頭大燈、車尾燈、晝行燈及第三剎車燈等產品，產業地位為 Tier2 (銷售車燈模組至 Tier1 後，再出貨給汽車原廠)，2023 年產品組合 LED 車燈模組 78%、車燈控制器 21%、其他(LED 照明燈具&LED 晶片元件銷售) 1%。本中心對麗清看法正面，主因 1) 麗清車燈模組營收增速優於中國整體車市成長速度；2) LED 車燈朝向個性化、先進駕駛輔助系統/自動駕駛等應用需求明確；3) 拓展非中國區市場，為近年營收最大成長動能；4) 目前本益比約 13 倍，落在汽車零組件區間 10-20x 中下緣，同時也低於同業 PE，評價明顯低估。

本中心預估麗清車燈模組/車燈控制器 2024 年分別年增 4.6%/72.0%，2025 年分別成長 3.3%/29.8%，2024/2025 年營收將成長至 100.2/111.9 億元，年增 18.3%/11.6%；獲利方面，車燈模組毛利約落在 15-18%，屬公司毛利較高產品，而車燈控制器毛利約落在 9-10%，屬低毛利產品，不過麗清以控制營利率為策略，因此儘管影響產品組合表現，不過費用亦可控，隨營收規模逐年成長，營利率仍有望控制，預估 2024/2025 年營業利益 5.3 億元/5.7 億元，年增 48.8%/8.6%，營利率 5.3%/5.1%，預估稀釋後 EPS 3.73/4.08 元，年增 39.6%/9.4%。

圖 1：2023 年產品組合



資料來源：公司資料

圖 2：麗清產品別營收預估(百萬元)

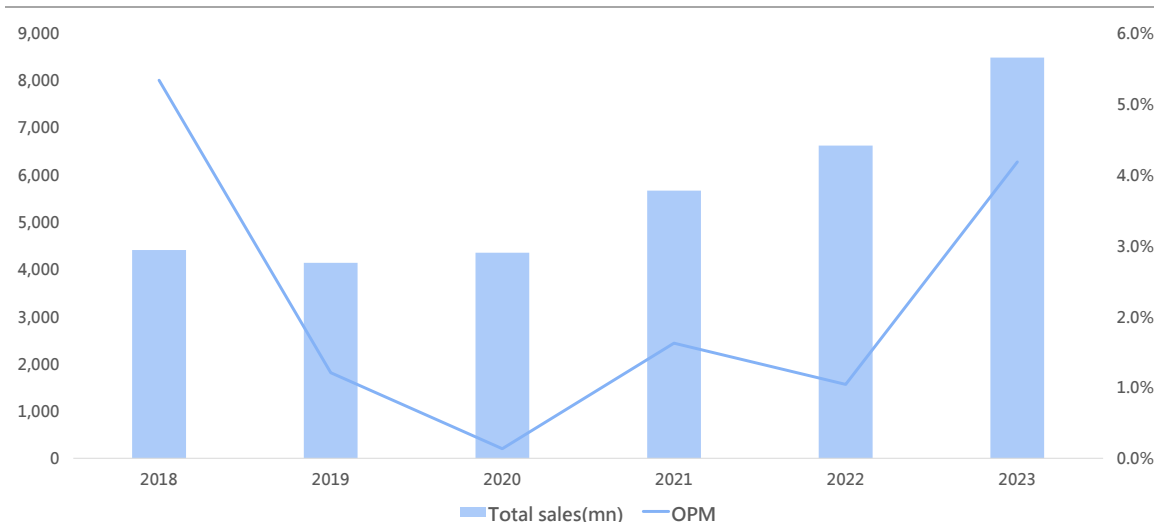
產品	2024F	YoY	2025F	YoY
車燈模組	6873.8	4.6%	7103.9	3.3%
車燈控制器	3113.5	72.0%	4040.0	29.8%
Others	37.0	-74.1%	45.0	21.6%
Total	10024.3	18.3%	11188.9	11.6%

資料來源：元大投顧預估

## 2023 年受惠中國車市增速，麗清營收創歷年新高

麗清公告調整財報數字，主因 2023 年起向主要客戶華域視覺採購部份原料，華域視覺具備客戶及供應商身分，因此經會計師討論後，決議將出貨華域視覺以淨額表達，調整後僅影響營收及成本，對獲利無影響。麗清 2023 年營收 84.7 億元，年增 28.1%，除受惠 2023 年中國汽車銷售明顯增速所帶動外，公司於 2021 年新增車燈控制線專案開始逐年放量。毛利率方面，受惠稼動率維持高檔，且頭燈比重逐年提升，因頭燈設計相對尾燈更複雜，且售價相對尾燈高一倍，麗清 2023 年頭燈比重已增長至 36%，年增約 4 個 ppts，有利於車燈模組毛利表現改善產品組合，另 4Q23 毛利率明顯跳升主因 3Q23 車燈控制器元件因缺料而漲價，然合約價格屬年約，因此客戶於 4Q23 回補差價，使 4Q23 毛利率明顯跳升。綜合而言，2023 年毛利率 14.4%，年增 1.6 個 ppts。營利率方面，麗清 2023 年控制費用支出，受營收規模提升的效益下，營利率 4.2%，年增 3.2 個 ppts，營業利益 3.5 億元，年增 414%，帶動稅後獲利成長至 3.1 億元，年增 903%，EPS 2.83 元(稀釋後 EPS 2.67 元)。

圖 3：麗清營收與營益率



資料來源：公司資料

## 麗清深耕中國市場，與客戶關係緊密

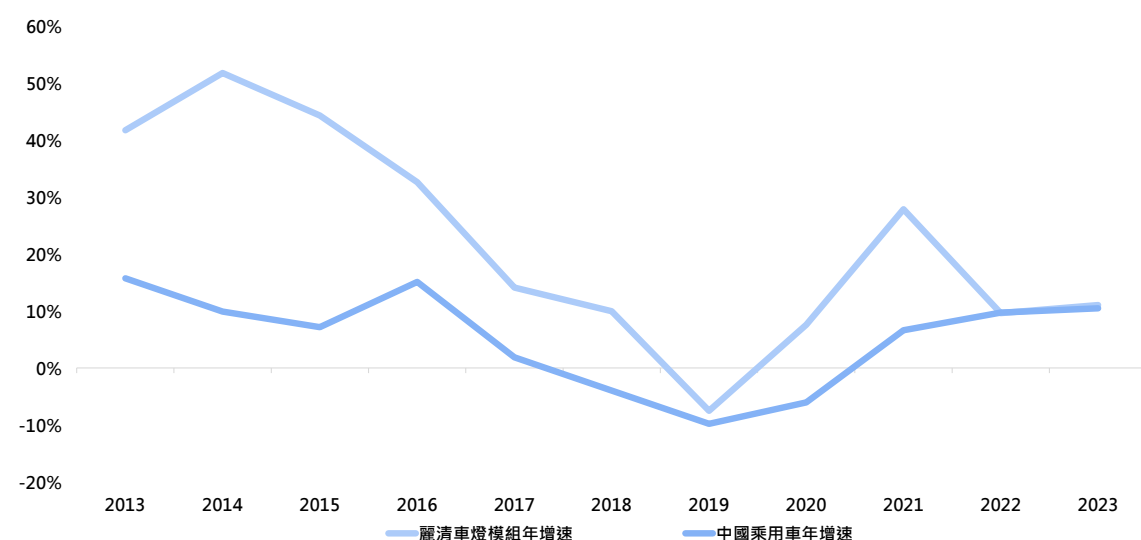
麗清成立於 08/1999，早期代理 LED 晶片起家，並於 2001-2002 年成立東莞廠並投入 LED 汽車照明及室內外照明等應用。並於 2008 年成立上海麗清汽車，切入上海小系(現為華域視覺)供應全球各大車廠汽車照明用之光學模組。經歷 5~7 年轉型，2009 年專攻汽車照明 LED 模組，逐漸獲得中國車用市場的青睞。2016 年於台灣證交所上市。就汽車產業而言，對汽車零組件品質要求極為嚴格，完整汽車開發項目需要 30-40 個月，因此車廠與供應商取得合作關係後不易產生變動，且常見單一零件由單一廠商獨家供應的情形，產業進入障礙高。2023 年麗清客戶比重：華域視覺 61%、廣州小系 10%、大茂偉瑞科 8%、Hella 8%。其中華域視覺於中國車燈市佔率約 22%，麗清於華域視覺滲透率 2020-2021 年約 55%，於 2023 年滲透率已成長至 70%，顯示與客戶關係越趨緊密，汽車行業中 Tier2 與 Tier1 具備良好合作關係有利於接單，目前出貨產品涵蓋頭燈、尾燈、日行燈。同時，也因與客戶關係緊密，麗清車燈模組年增速優於中國乘用車銷量年增速。

圖 4：麗清廠區及客戶

廠區比重	營收比重	員工人數	主要客戶
上海廠	61%	1,100	華域視覺、大茂偉瑞科、OLSA、Hella、ZKW 集團
東莞廠	9%	280	廣州小糸、福州大億、三立車燈
武漢廠	10%	290	湖北小糸
台灣觀音廠	20%	140	美國華域視覺

資料來源：公司資料

圖 5：麗清車燈模組增速優於中國乘用車銷量增速



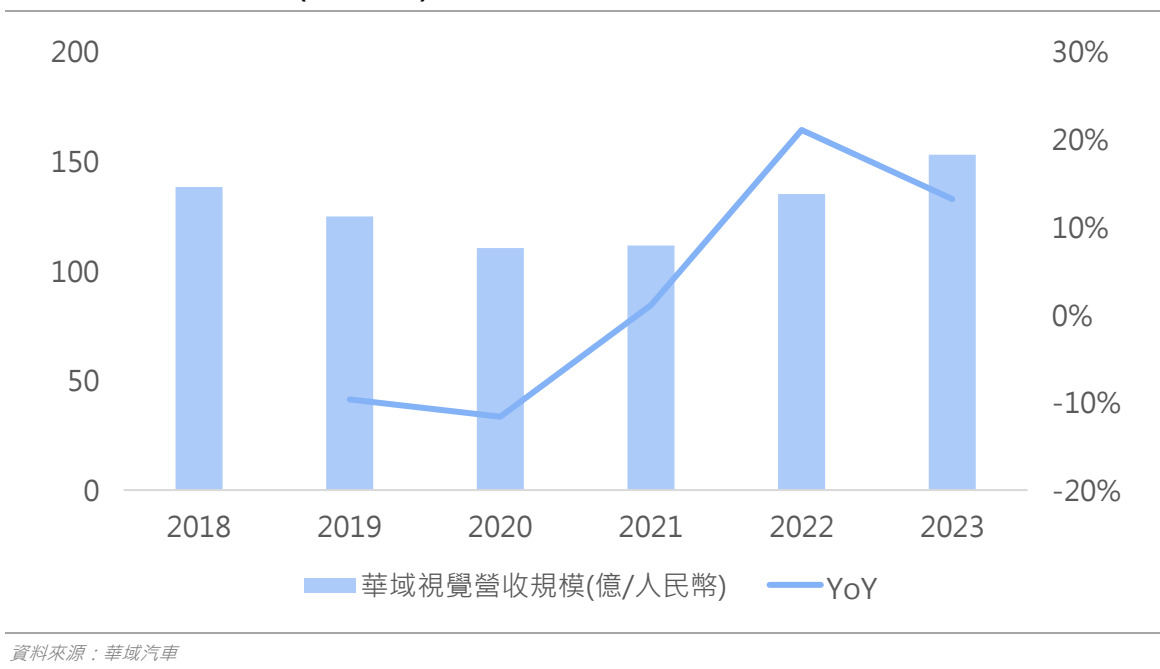
資料來源：Marklines

### 華域視覺為中國最大車燈 Tier1，目前為華域汽車全資控股公司

華域視覺前身為上海車燈廠與日本小糸製作所合資，並於 02/1989 成立的上海小糸車燈公司，開始展開一系列向小糸製作所學習車燈技術與生產方式，正式開啟中國自主研發車燈的腳步，並於 03/2018 由華域汽車系統股份有限公司收購原上海小糸車燈有限公司，正式成為中國國有企業，並更名為華域視覺科技(上海)有限公司。

華域視覺主要業務為視覺科技、智能科技、照明及信號系統技術研發，員工人數 8800 人以上，目前為中國最大車燈 Tier1 廠商，市佔率 22%，主要客戶為一線車廠，如上汽大眾、上汽通用、上汽集團、長安集團、一汽集團、廣汽集團、豐田汽車、福特汽車等，2023 年營收 153 億人民幣，年增 13%。

圖 6：華域視覺營收規模(億/人民幣)



### 麗清主要客戶於中國市場合計市占率近 4 成，涵蓋中國多數車款

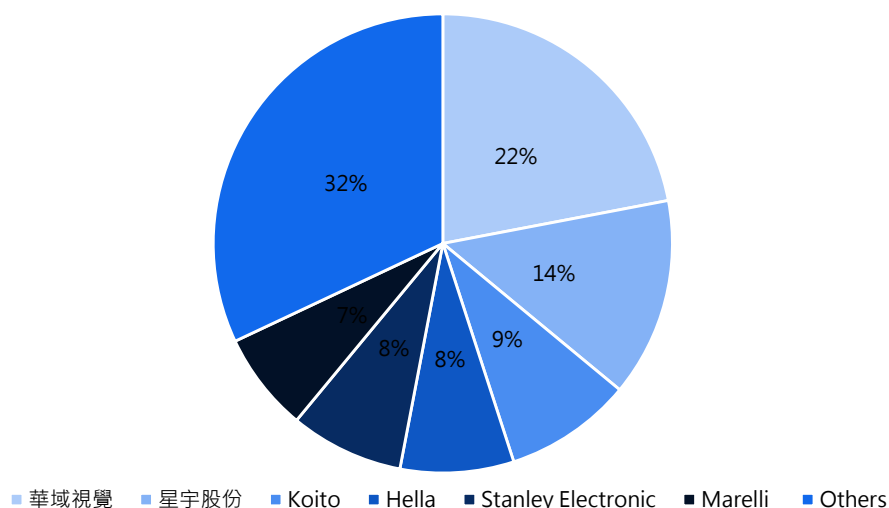
據 Marklines 統計，2021 年中國車燈主要供應商，市佔排名依序為，華域視覺 22%、星宇車燈 14%、Koito 9%、Hella 8%、Stanley Electronic 8%、Marelli 7%、Others 32%。供應車款涵蓋一汽集團、豐田、上汽集團、BMW、吉利(領客、星越 L)、Tesla、極星、捷豹等知名汽車品牌。因華域視覺為小米汽車車燈供應商，麗清於華域視覺滲透率高，因華域視覺為小米 SU7 車燈供應商，麗清為其主要供應商，因此得以獨供小米 SU7 頭燈/尾燈的車燈控制器。

圖 7：麗清主要客戶/營收比重/熱銷車款

主要客戶	營收比重	熱銷車款
華域視覺	61%	小米 SU7、豐田 Corolla Cross、上汽 MG4、BMW x5
Koito	10%	比亞迪宋 Pro、本田 CIVIC、本田 Integra
大茂偉瑞科	8%	長安逸動、紅旗 HS、領客 06、捷豹 XE
Hella	8%	Tesla Model3/Y、BMW x3、星越 L、極星

資料來源：公司資料

圖 8：2021 年中國車燈供應商市占率



資料來源：Marklines

### 車燈控制器訂單能见度至 2031 年，2025-2026 年將為出貨高峰

汽車照明的演進過程中，由鹵素燈、氙氣(HID)、LED、激光，車燈不斷增加其可靠性、降低能耗並增加功能，小尺寸 LED 更可滿足外型設計的需求。功能上 LED 適用於 AFS、ADB 等車燈智能化系統，可根據車速、轉向、上下坡等路況來調節大燈照射角度，亦或是探測前方路況來控制 LED 的亮暗。因此，隨車燈複雜度提升，車燈控制器一併提升其重要性。

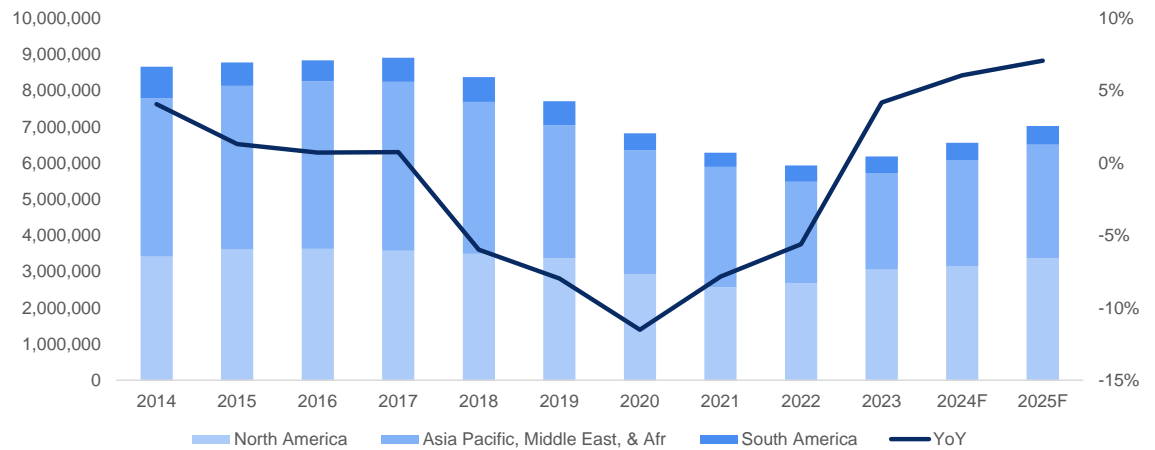
圖 9：車用 LED Driver



資料來源：TI、元大投顧整理

麗清於 2021 年透過美國華域取得通用(GM US)車燈控制器十年專案，麗清得以拓展非中市場，該車燈控制器為標準品，因此將安裝於該車廠全球全系列新車型中，通用 2023 年全球銷量約 618 萬輛，年增 4.2%，同時也展望 2024 年隨 SUV、貨卡及新一代電動車車型加入貢獻，依 Bloomberg 預估通用 2024/2025 年銷售 656 萬輛/702 萬輛，分別年增 6%/7%。

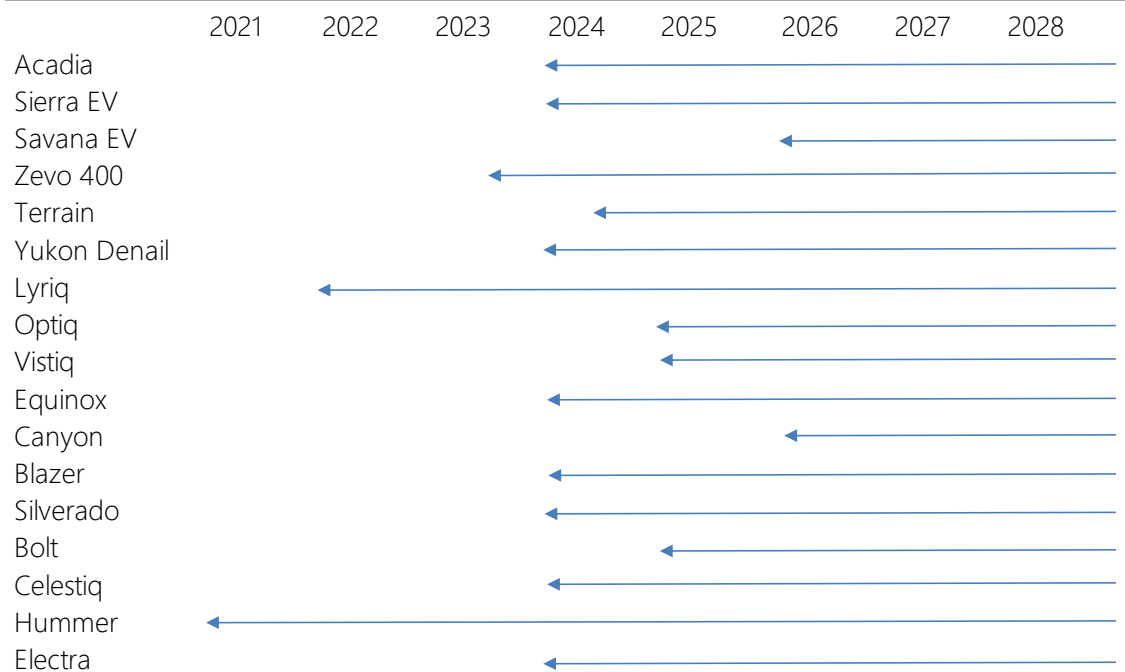
圖 10：市場預期通用汽車銷量持續增長



資料來源：Bloomberg

並考量整車車燈簡單劃分有前後方向燈、大燈、尾燈、霧燈、日行燈等，平均單車以 5 個控制器計算，預估潛在每年可貢獻營收約 70~80 億台幣(雖可搭載於全球車款，不過主要將以北美市場為主，因此以通用非中地區年銷量 300~360 萬輛計)。同時，以客戶預示量 2025-2026 年將為出貨高峰，需 6 條產線方能滿足客戶需求，單條產線每年約可貢獻 12~14 億元營收，以麗清目前觀音廠樓板面積僅能放 4 條產線，麗清未來仍有擴線需求。不過本中心認為桃園廠已建置的 3 條產線，未來將維持 2 班 24 小時滿載運作，暫無額外的成本/費用支出，隨營收規模提升可降低費用率，屬正向因子。本中心預估 2024 年/2025 年車燈控制器營收年增 72.0%/29.8%。

圖 11：通用各車型投放計畫



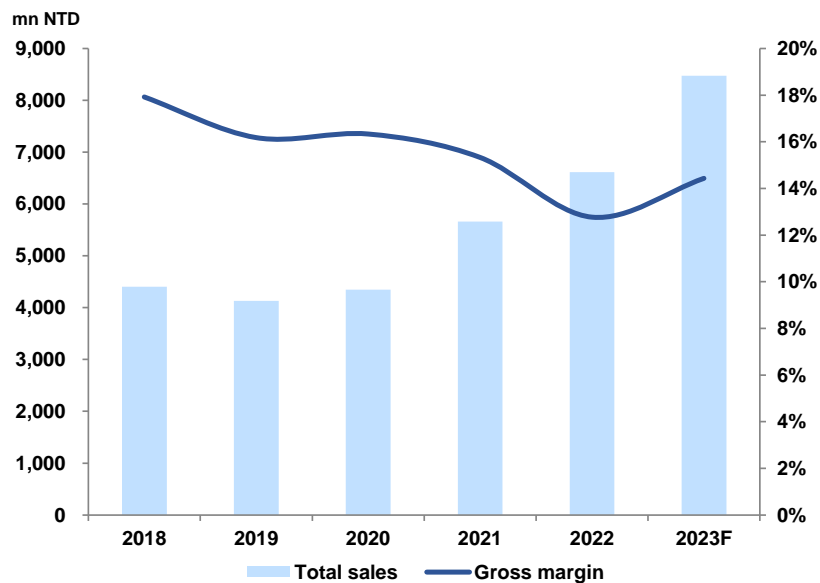
資料來源：Marklines、通用官網



## 售價以成本加價，晶片缺料問題已解決

汽車行業因需要投入設計與廠房設備，因此營利表現深受營運規模影響，2016 年麗清獨供長城汽車使營運規模明顯成長，帶動毛利率至 19.91%，而後隨 2018 年受中美貿易戰影響，中國車市呈萎縮，營收成長放緩情況下，毛利率表現承壓，2019 年毛利率呈 16.2%。2020-2022 年受到疫情期間晶片缺料及疫情封控影響，毛利率於 2022 年下滑至最低點 12.8%。2023 年隨缺料緩解，中國車市帶動麗清營收明顯成長，也一併帶動毛利率回升至 14.4%。公司銷售策略以成本加價，將鎖定毛利率表現，麗清車燈模組毛利率約落在 15~18%、車燈控制器毛利率約 9-10%，不過隨車燈控制器營收貢獻擴大，2024/2025 年毛利率預估為 14.7%/14.4%。

圖 12：麗清營收與毛利率



資料來源：公司資料、元大投顧預估

## 1Q24/2Q24 營收受惠車燈模組及控制器出貨量，估分別年增 35%/31%

1Q24 各車企開啟新一輪降價促銷，消費者觀望氣氛濃厚，據乘聯會統計資料顯示，1Q24 中國乘用車約銷售 483 萬輛，年增 13%。不過麗清 1Q24 營收 17.5 億元，季減 32.7%，年增 17.2%，其組成車燈模組佔比 98%，車燈控制器因通用短期調整庫存比重下滑至 2%，顯示其車燈模組出貨仍具韌性；毛利率方面，因處汽車產業傳統淡季且春節假期因素使稼動率下滑，預估毛利率 14.6%，稅後獲利 4500 萬，季減 63.0%，年增 49.3%，稀釋後 EPS 0.38 元。

展望 2Q24，隨中國車市舊換新補助拉動，及本研究中心訪查了解，適逢 5/1 勞動節前的春節車展，車展進行最後折扣後，消費者觀望氣氛有望緩解，因此預期麗清車燈模組客戶拉貨動能提升。同時，通用車燈控制器短期庫存調整後，4M24 已進入正常拉貨狀況，車燈控制器第 3 條產線將擴大營收貢獻，預估 2Q24 營收 22.5 億元，季增 29.0%，年增 10.1%，毛利率 15.2%，稅後獲利 1.1 億元，季增 142.5%，年增 69.7%，稀釋後 EPS 0.93 元。



圖 13：2024 年第 1 季財報預估

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	1,490	2,596	1,746	-32.7%	17.2%	2,033	-14.1%
營業毛利	217	400	254	-36.5%	17.0%	291	-12.7%
營業利益	42	138	64	-53.9%	50.8%	81	-20.8%
稅前利益	27	133	50	-62.4%	83.1%	59	-15.0%
稅後淨利	30	121	45	-63.0%	49.3%	53	-15.3%
調整後 EPS (元)	0.28	1.07	0.39	-63.0%	40.3%	0.50	-21.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	14.6%	15.4%	14.6%	-0.9	0.0	14.3%	0.2
營業利益率	2.8%	5.3%	3.7%	-1.7	0.8	4.0%	-0.3
稅後純益率	2.0%	4.7%	2.6%	-2.1	0.6	2.6%	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 14：2024 年第 2 季財報預估

(百萬元)	2Q23A	1Q24F	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	2,049	1,746	2,254	29.0%	10.0%	2,477	-9.0%
營業毛利	297	254	342	34.4%	14.8%	367	-6.9%
營業利益	98	64	134	110.6%	37.2%	134	0.5%
稅前利益	63	50	121	142.5%	92.1%	114	5.9%
稅後淨利	64	45	109	142.5%	69.7%	102	6.3%
調整後 EPS (元)	0.60	0.39	0.96	142.5%	59.6%	0.90	6.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	14.5%	14.6%	15.2%	0.6	0.6	14.8%	0.3
營業利益率	4.8%	3.7%	6.0%	2.3	1.2	5.4%	0.6
稅後純益率	3.1%	2.6%	4.8%	2.3	1.7	4.1%	0.7

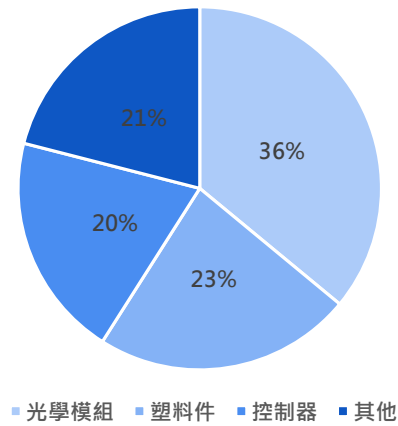
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2024 年底將陸續加入美系電動車及中國最大電動車廠商營收貢獻

2022 年麗清透過 Hella 交貨美系電動車 3/Y 日行燈模組，當時屬二供角色(Hella 為主供)，然隨 Model3/Y 分別於 9M23-10M23 陸續改款後，麗清對既有款式出貨量下滑。不過 2023 年底，麗清透過良好供應商品質，同樣透過 Hella 接獲 2025 年 ModelY 改款後的日行燈、邊角燈、方向燈等模組獨供資格，本研究中心推算若以上海廠目前 Model Y 週產能 14000 輛推算，及組合燈約 400-800 人民幣，模組約佔其中 35%比重，推估開始貢獻後至少每月可增加 3000~6000 萬營收。

同時，麗清更宣布接獲比亞迪其一外銷海洋車款訂單，將供應其車燈控制器。以往比亞迪供應商為其封閉體系，此一象徵麗清產品可切入比亞迪供應鏈，未來具提升比亞迪滲透率的潛在機會，預期該車燈控制器將於 2024 年底開始貢獻營收。

圖 15：汽車頭燈成本組成



資料來源：華西證券研究所、元大投顧整理

### 股東架構穩定，多為麗清上市至今的長期股東

麗清前十大股東包含，啟敏投資公司(負責人：吳俊佺先生)、群光電子、金葵花投資公司(負責人：劉美秀小姐)、尚志投資公司(負責人：林蔚山先生)、堤福投資公司(負責人：吳俊佺先生)，主要股東皆為麗清上市至今的長期股東。群光電子 2017 年與群光電能為跨入車用領域，投資麗清至今，而吳俊佺先生為堤維西創辦人，堤維西中國轉投資公司-大茂偉瑞科，為麗清中國客戶之一，兩者合作關係緊密。

圖 16：麗清主要股東

主要股東名稱股份	持有股數	持股比例
啟敏投資股份有限公司	5,433,327	5.09%
群光電子股份有限公司	5,246,987	4.92%
劉美秀	4,527,512	4.24%
金葵花投資有限公司	4,360,774	4.09%
尚志投資股份有限公司	2,458,107	2.30%
堤福投資股份有限公司	2,039,070	1.91%
元大商業銀行受託保管群光海外公司投資專戶	1,737,820	1.63%
堤維西交通工業股份有限公司	931,704	0.87%
大通託管 JP 摩根證券有限公司投資專戶	834,676	0.78%
美商摩根大通銀行台北分行受託保管日本證券金融株式會社投資專戶	834,000	0.78%

資料來源：公司資料

## 產業概況

### 產業鏈中麗清屬 Tier2 角色

汽車車燈產業鏈大致可分為上中下游：

- 1) 上游為原材料供應商(Tier2)，車燈原材料包含 LED 模組、光源控制器、塑料件三大件。LED 模組代表企業如歐司朗、Cree、華域視覺等。而就車用 LED 模組方面，多數 Tier1、車廠均具備自製 LED 模組能力，不過受限自身產能及車燈複雜度提升，Tier1 會尋找具備模組設計能力的廠商，因此台灣廠商如麗清、聯嘉、敦揚科技便為 Tier2 角色。
- 2) 中游為車燈製造商，Tier1 具車燈設計能力，並將 LED 晶片、光源控制器及軟體整合，如華域視覺、星宇股份、Koito、Hella、Stanley Electric、Valeo、韓國三立(SL)等。
- 3) 下游為終端整車廠，隨車燈複雜度提升，Tier1 提供技術研發能力，而下游整車廠提供穩定銷量及市場份額，兩者相輔相成。終端整車廠即為知名品牌如 Ford、GM、Tesla、比亞迪等。

圖 17：車燈產業供應鏈



資料來源：華西證券研究所、元大投顧整理

### 麗清以中國市場為主，聯嘉著重北美市場

就台灣上市櫃公司而言，以下為本中心對 LED 車燈模組廠商聯嘉與麗清比較，麗清主要著重中國市場，而聯嘉專注北美市場，同時客戶組成也較不同，因此兩者較無競爭關係。各自競爭優勢方面，麗清具備 LED 模組設計/組裝能力，共同參與 Tier1、整車廠的車燈設計，同時原料主要向 LED 原件一線廠商(如 OSRAM、Lumileds、Nichia)取得，從 Hella 願意給予麗清 Model Y 改款後的日行燈/方向燈獨供資格、華域視覺滲透率逐年提高，且願意偕同採購以降低成本，可見麗清產品品質受客戶肯定並願意加深合作模式；聯嘉優勢在於具備自有 LED 封裝能力，聯嘉團隊可從晶粒設計、封

裝元件、模組設計到完成組裝。不過車規應用的原料主要還是向 OSRAM 取得，與麗清差異應在於市場重心，聯嘉北美約佔營收 71%，因此理論上毛利表現應較好，然主要受限美國廠稼動率影響，目前美國廠 3 條產線同時運行通用、福特共 2 個車燈專案，稼動率維持 40%，原預期美國廠需 4 條產線方能轉盈，不過受限美國成本高，聯嘉將把美國廠進行轉型(可能轉做研發、倉管等用途)，未來將把產線移轉至墨西哥，因此在美國廠尚未轉型且稼動率未提高，預期將壓抑聯嘉毛利率表現。

聯嘉與麗清皆屬 Tier2 角色，以汽車供應鏈而言，Tier2 通常有兩種訂單模式：1) 整車廠透過 Tier1 指定 Tier2，意味 Tier2 需為車廠合格認可供應商；2) Tier1 投標。Tier1 屬系統商，雖具備整合能力但仍需要 Tier2 共同開發來分散風險。因此兩者間有各自合作的 Tier1，且關係緊密。

圖 18：麗清營運規模較聯嘉大

公司	營收淨額 (億元)	毛利率	營業利益率	淨值
麗清(3346)	80.29	15.20%	4.40%	28.92
聯嘉(6288)	43.25	13.95%	-1.28%	14.52

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：麗清以中國市場為主，聯嘉著重北美市場

公司	營收比重	銷售市場比重	客戶比重	廠區比重
麗清(3346)	車燈模組 78%、車燈控制器 21%、LED 照明燈具與元件銷售 1%	中國 79%、美國 21%	華域視覺 61%、廣州小糸 10%、大茂偉瑞科 8%、Hella 8%	上海廠 61%、台灣廠 20%、東莞廠 9%、武漢廠 10%
聯嘉(6288)	車燈應用 88%、綠能應用 8%、工業應用 4%	美國 71%、中國 12%、歐洲 10%、台灣 6%、其他 1%	Flex-N-Gate 43%、Magana 21%、Hella 13%、Others 23%	台灣廠 50%、東莞廠 36%、美國廠 14%

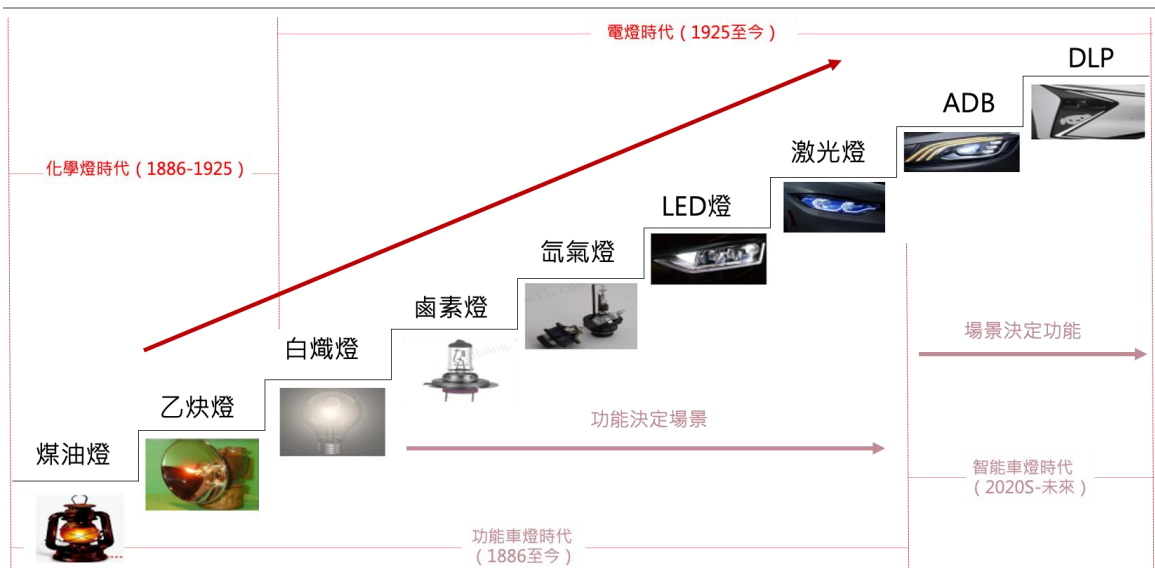
資料來源：公司資料、元大投顧預估

## 產業概況

### 車燈升級持續，LED 車燈成為主流

車燈光源從過去煤油燈、白熾燈、氙氣燈到近期已演變成 LED 燈，車燈壽命與照明效率均大幅提升。近期主要以 LED 及雷射燈泡為主，其中因 LED 成本比雷射燈低且性價比高，因此目前市場主流以 LED 為主。隨汽車智能化發展，車燈除照明需求外，還需增加提升行車安全性的功能，智慧車燈朝高分辨率的車燈照明技術發展，例如 AFS/ADB/DLP 技術，做到車輛間的紀錄、溝通或是結合 ADAS 做到自動駕駛功能。

圖 20：車燈歷史演進



資料來源：元大投顧整理

### 車燈市場目前以 LED 燈為主，其次為氙氣燈(HID)

汽車車燈是用於照明、信號傳遞的重要零部件，在汽車行駛過程中發揮著十分重要的作用。隨著生產技術逐漸進步，汽車車燈種類逐漸增多。根據功能不同，汽車車燈大致可分為轉向燈、霧燈、警示燈、尾燈、剎車燈、寬度指示燈等；根據光源不同，汽車車燈大致可分為鹵素燈、LED 燈、氙氣燈、激光燈等。從市場結構來看，LED 燈為汽車車燈市場中佔比最大的子產品，佔比為 69.72%；其次為氙氣燈，市場佔比為 16.65%；排名第三的是雷射燈，市場佔比為 9.21%。LED 光源不僅亮度高，在抗震性、節能性和安全性等方面都更有優勢，同時不存在氙氣(HID，氣體放電)大燈的延遲問題，也可通過燈組散熱解決輻射熱量高的問題。矩陣式 LED 大燈，內部由多個 LED 燈按照長方形陣列排列佈置，可以控制每顆 LED 燈珠單體，從而實現對照明角度和範圍的精確控制。相比而言，雷射大燈由於成本仍然較高，前裝市場仍是非主流。不過，雷射大燈的優勢也比較明顯，衰減低、體積小、能耗低、壽命長、發光效率高、發散度極低等。

圖 21：車燈種類分析

車燈種類	鹵素大燈	氙氣大燈	LED 大燈	激光大燈
年份	1960 年	1995 年	2007 年	2011 年
技術原理	鹵素燈的玻璃外殼中有鹵族元素氣體，使其獲得發光效率	接通電源後通過變壓器，激活氙氣燈泡中的氙氣在電弧中產生光芒	接入電源之後，電流通過半導體的 P 區，並與電子和空穴複合，以光的形式呈現	發光二極管的藍光燈將會貫穿前大燈單元中的螢光粉將其換成白光
照明強度	1,350 流明	2,000-3,500 流明	300-2,240 流明	350-450 流明
使用壽命 ( 小時 )	300	大於 3,000	大於 5,000	1,000
響應用時 ( 秒 )	0.3	2-5	奈秒級	-
能量消耗	55W	25-35W	3-18W ( 單顆 )	5W ( 單顆 )
工藝/材料	形式結構變化少，耐高溫防腐蝕	形式結果變化少，高耐熱防鏽防腐蝕	形式結構多變，可以採用樹脂燈低溫環保材料	形式結構複雜，體積小，僅為 LED 大燈的百分之一
優點	低成本 亮度容易控制和調整 顯色性高	結構簡單，可靠性高 使用壽命長	壽命高達 10 萬小時 靈活性高，可任意組合	體積小 發熱少 集成性較高 照射距離遠
缺點	壽命短、亮度低、輻射強、熱量高	啟動較慢	結構複雜、需要驅動、易發熱、成本高	技術性高、目前使用場景受限、成本高

資料來源：星宇股份可轉債公告、華經產業研究院、元大投顧整理

車用電子與應用持續擴大，帶動車燈走向智能化與輕量化

傳統汽車車燈受技術限制下，僅能達到對車內外照明或提醒的功能，隨技術演進，車燈以安全為前提下將不斷向智能、節能、個性化發展，甚至智能車燈將可以做到安全照明，V2X 交互、戶外娛樂等應用。基於精準感知升級、高圖元和精準控制的高精 ADB (自適應遠光燈)系統將進一步提升使用者感知和道路交通安全。智慧車燈的靈活可定製的投射能力讓整車與車外其他交通參與者有更豐富的交互手段，通過更多安全交互進一步提升交通安全。同時藉助車燈構築車外第三娛樂空間將成為一種新的趨勢，進一步豐富使用者的用車體驗。此外，由於大陸經濟大多依靠電力驅動，汽車公司多希望在能耗上有大幅降低，因次對車燈的體積、輕量化與節能提出需求，

車燈光源新技術開展，前大燈升級路線 AFS、ADB、DLP、Micro LED

傳統照明系統於複雜路況級特殊場景面臨部份難題，如轉彎、上下坡等存在照明盲區，因此作為乘用車主動安全系統的一部分，AFS (自適應前照燈系統)、ADB (自適應遠光燈系統)衍生而出。AFS 技術可根據方向盤的方向將有效光束投射到需要的前方路面，ADB 技術為確保駕駛夜間開車時車燈能照亮前方視野，保護迎面駛來車輛或前方車輛駕駛不致受到炫光影響。目前在夜間對物體的識別準度，按照光源分辨率主要分成矩陣式與像素式兩種解決方案，但目前由於成本、工藝與技術等原因，車載 ADB 主要以分辨率較低的矩陣式 LED 為主。隨著汽車智能化，汽車與行人、路況間交互需求增加，對燈光的精準控制與物體辨識度提提升下，車燈必須從傳統單一光源逐步走向多且可獨立控制光源，Micro LED/ DLP 等像素式智能車燈技術陸續推出。



Micro LED 主要是解決矩陣式 LED 數量產生的成本跟性能無法滿足自駕車需求，因此透過 CMOS 控制電力，結合控制晶片，使每個區域的 LED 矩陣進行單獨的開關控制跟電流調節功能，可提升燈光控制精確度。

目前像素式大燈中 DLP 應用最多，其利用微機電技術改變微鏡方向的原理，在接受數位影像下，可不降低畫質將影像投影到屏幕中，DLP 技術的光效率比 LED 消耗能源減少三分之一，雷射二極體體積只有傳統 LED 發光二極體的十分之一，大幅減少車燈空間，但由於當前成本較高，主要應用於 AR-HUD 開發且配置在高端車型上。

車燈發展至今已不僅是基礎照明，現照明系統已往自適應光束方向發展，除解決眩目、特殊路況造成的照明盲區，目前智能駕駛採取視覺路線，高分辨率智能大燈(如 DLP 大燈+ADB+AFS)可提升 ADAS 系統在夜間對於物體的識別準度，並擴大視野範圍，可更精準對燈光的掌控，實現車對車或車對人的交互作用。

圖 22：車燈升級路線

	AFS	矩陣式 ADB	DLP	Micro LED
技術	機械式，通過加入電機設備實現光源遮罩或前大燈轉向	通過多顆 LED 矩陣式排列形成多像素集成 LED 光源，並對其中每一顆 LED 實現單獨控制	DMD 來完成可視數字信息顯示的技術，最高包括 130 萬個 8*8μm 的鋁製微鏡，分辨率可達 130 萬像素，微鏡元件每秒可以分別完成多達 5000 次角度變化	LED 尺寸通常小於 100μm，對芯片進行矩陣式微結構處理，實現對每個微結構區域單獨的控制，形成大燈中的獨立像素
功能	燈光根據方向盤的方向將有效光束投射到需要的前方路面	透過鏡頭可判斷對向車輛的位置與距離，並自動調整燈光照射區域，從而減少對向車輛產生眩光，也能最大程度滿足駕駛者視野	除矩陣式大燈的功能外，DLP 大燈可通過投影，結合高精地圖和導航，向路面投射清晰的指引標識	更高像素投射，更小的體積、重量、能耗，有空間放入更多車燈模組
優點	根據駕駛條件和交通情況自動切換遠光和近光燈	LED 光源數量月多，分辨率、精準度更高	實現多種個性化的照明模式	低成本、輕量化、有望在中高端車型中獲得規模化應用
缺點	轉動角度過大時，可能出現視覺死角，不容易判斷車頭與障礙物相對位置。性能較差	光學系統設計要求更高，且對散熱設計更複雜	成本較高，DLP 投影模塊體積較大	Micro LED 技術的像素數量遠低於 LCD 與 DMD
車燈廠商	Hella、星宇股份、華域視覺、Koito	Hella、星宇股份、華域視覺	華域視覺、曼德光電等	Hella、Hyundai Mobis
配套情況	廣汽傳祺 GS4、豐田 RAV4、ES300	哈弗 H6、榮威 RX5	智己 L7、高合 HiPhi X、Maybach S、Audi A8、Audi e-tron Sportback	暫未用於量產車型，海拉已獲得一家國際汽車製造商的電動 SUV 車型訂單和一家德國汽車製造商的高端汽車定點，預計於 2024 年在歐洲和中國投產

資料來源：智能汽車俱樂部、星宇股份公司資料



車燈升級，帶動單車價值量顯著提升

如前述，車燈由白熾燈、氙氣燈到近期已演變成 LED 燈，LED 價值量顯著優於鹵素燈/氙氣燈，同時加入 ADB 大燈、貫穿式尾燈、車內氛圍燈等應用，車燈技術含量提高，明顯帶動車燈於單車價值量顯著增加。

圖 23：車燈單車價值

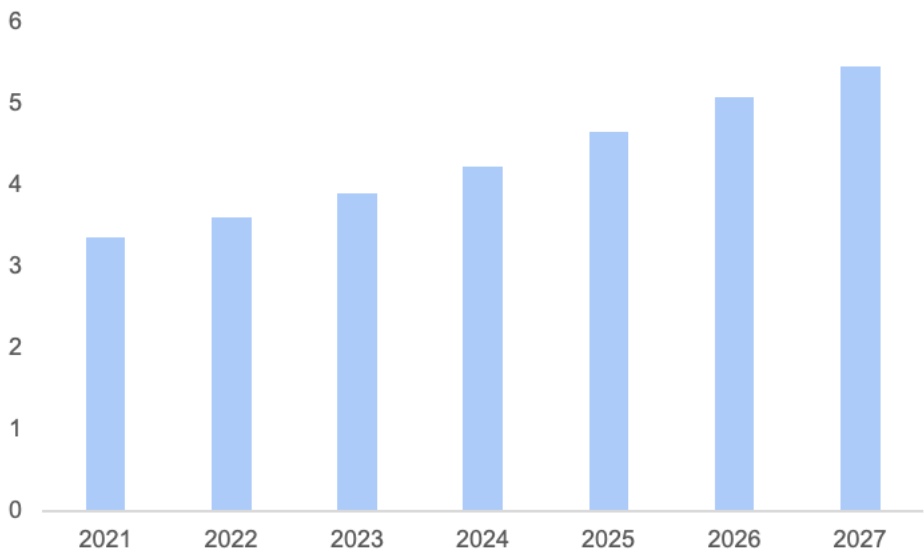
車燈分類	產品單價 (人民幣/套)				
	鹵素燈	氙氣燈	LED 燈	LED 燈升級	
前大燈	400-500	800-1000	1600-2000	ADB 大燈	3000-4000
後組合燈	400-500	-	800-1000	貫穿式尾燈	2000-2500
其他(內飾燈、牌照燈...)	400-800	400-800	400-800	氛圍燈	1000-1500
單車配套價值	1200-1800	1600-2300	2800-3800		6000-8000

資料來源：星宇股份可轉債說明書、華經產業研究院、元大投顧整理

中國 LED 車燈市場持續擴大，至 2027 年 CAGR+8.5%

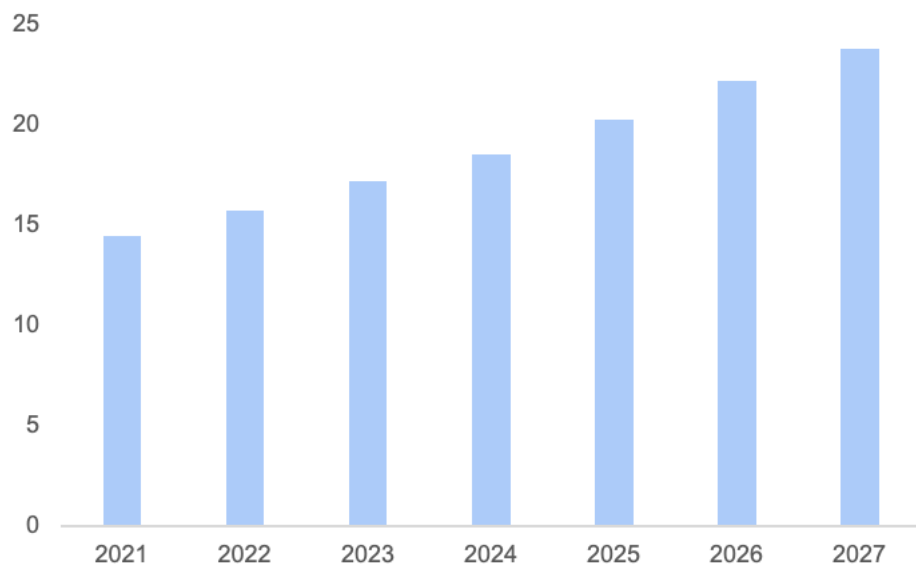
根據 Statista 數據顯示，2021 年中國 LED 汽車照明市場規模約 33.5 億美元，預計 2027 年中國車燈市場將達 54.5 億美元，2022-2027 年 CAGR+8.5%。全球方面，預計 2021 年全球 LED 汽車照明市場規模約 144.6 億美元，預計 2027 年將成長至 237.7 億美元，2022-2027 年 CAGR+8.6%。

圖 24：中國汽車 LED 照明市場產值(bn USD)



資料來源：Statista

圖 25：全球汽車 LED 照明市場產值(bn USD)



資料來源：Statista

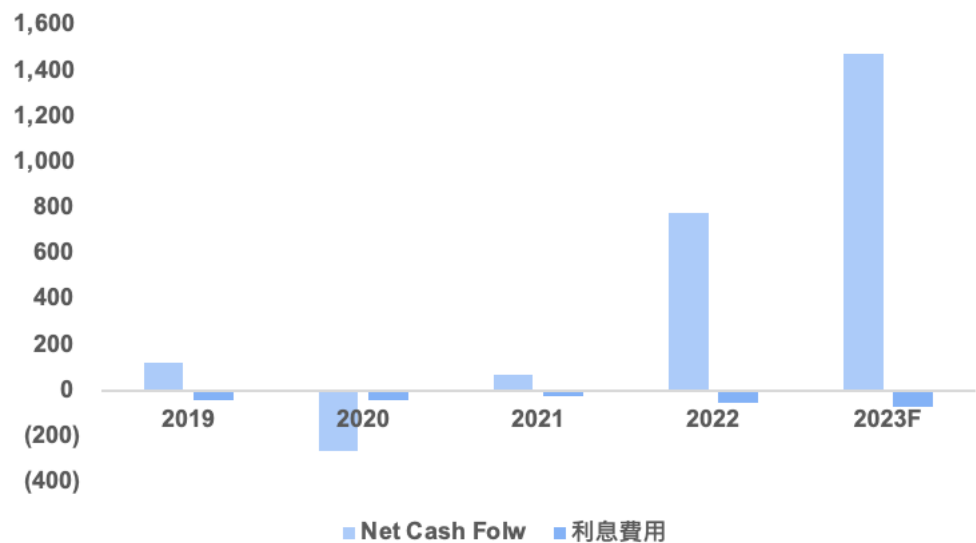
## 財務分析

### 穩定現金流量且資本支出占比低，流動性風險低

麗清自 2018 年以來，淨現金流入除 2020 年因疫情影響使應收帳款年增 21%至 20.2 億元外，其餘每年淨現金皆為正數，且 2022/23 年供應鏈復甦下，淨現金流入分別年增 1,004%/10%，顯示公司在現金收款方面無虞。此外，利息費用長年維持在 3000-4000 萬元左右，自 2022 以來相較淨現金流入佔比均低於 10%，亦凸顯其現金流持續改善且流動性風險低。

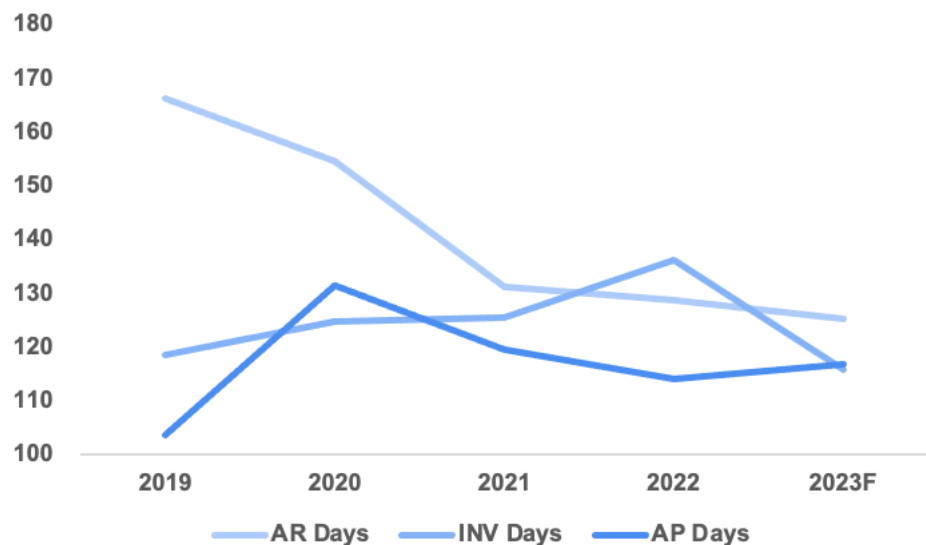
若觀察現金週轉天數來看，麗清自 2018 年的 186 天已持續下滑至 2023 年的 134 天，其中又以應收帳款天數自 172 天持續改善至 2023 年的 125 天，應付帳款則維持在 100-130 天，在整體現金回收速度提升下，整體公司營運將穩定且持續成長。

圖 26：麗清淨現金流入穩定



資料來源：公司資料

圖 27：麗清現金收款能力持續好轉

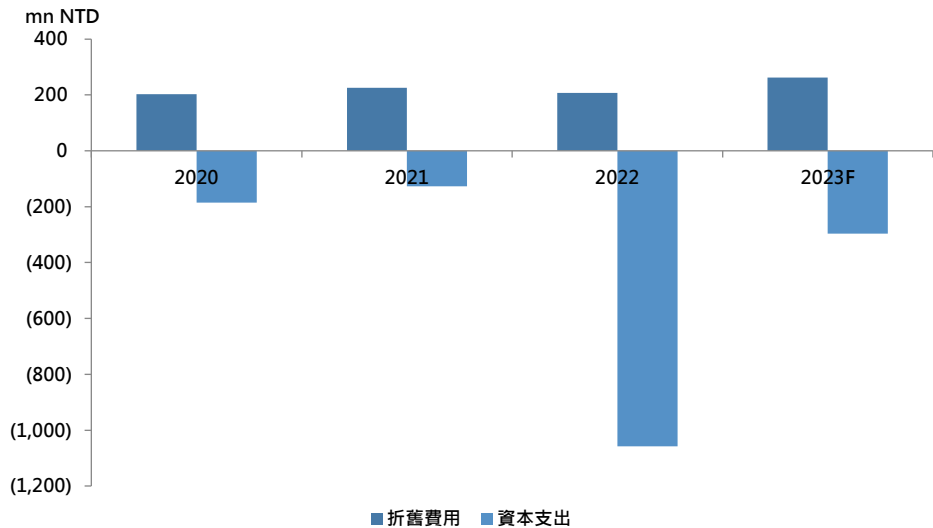


資料來源：公司資料

## 折舊金額持續穩定，短期無重大資本支出

麗清折舊費用主要來自廠房與設備攤銷，自 2020 年至 2023 年，折舊費用維持在 2-3 億元左右，每單位折舊費用產生的營收撇除 2020 年疫情下，均維持在 25-32 元之間，且持續攀升，顯現公司舊設備折舊攤提完畢帶來的效應逐漸顯現。資本支出部分，公司自 2019-2021 年 CAPEX 維持在 1.3-2.6 億元，然 2022 年 CAPEX 大幅成長至 10 億元，主要用於觀音廠房土地購置與擴廠，樓板面積可建置 4 條產線，主要生產 LED 車頭燈控制器產品，用以應對通用汽車長期訂單。目前麗清桃園廠已建置的 3 條產線，未來將維持 2 班 24 小時滿載運作，因此預期短期將不會有較大資本支出。

圖 28：麗清折舊穩定，短期內估無重大資本支出



資料來源：公司資料

## 獲利調整與股票評價

### 客戶黏著度高，麗清營收有望續創新高

本中心預估麗清車燈模組/車燈控制器 2024 年分別年增 4.6%/72.0%，2025 年分別成長 3.3%/29.8%，2024/2025 年營收將成長至 100.2/111.9 億元，年增 18.3%/11.6%；獲利方面，車燈模組毛利約落在 15-18%，屬公司毛利較高產品，而車燈控制器毛利約落在 9-10%，屬低毛利產品，不過麗清以控制營利率為策略，因此儘管影響產品組合表現，不過費用亦可控，隨營收規模逐年成長，營利率仍有望控制，預估 2024/2025 年營利率 5.3%/5.1%，預估稀釋後 EPS 3.73/4.08 元，年增 39.6%/9.4%。

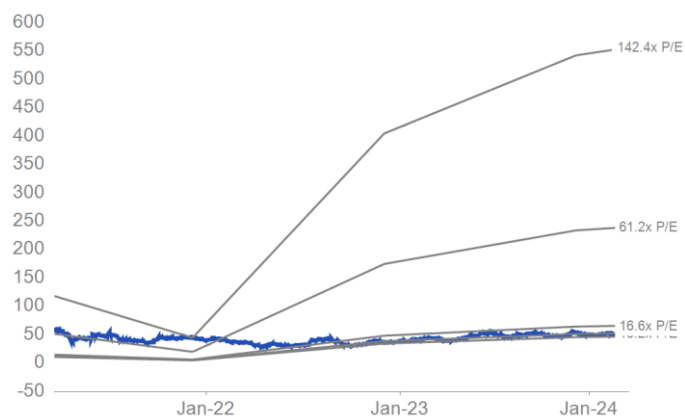
本中心對麗清看法正面，主因 1) 麗清車燈模組營收增速優於中國整體車市成長速度；2) LED 車燈朝向個性化、訊息溝通、先進駕駛輔助系統/自動駕駛等應用需求明確；3) 拓展非中國區市場，為近年營收最大成長動能；4) 目前本益比約 13 倍，評價落在汽車零組件區間 10-20x 中下緣，同時也低於同業 PE，評價明顯低估。考量國外同業 PE 約落在 27 倍，台灣同業 PE 約落在 33 倍，考量麗清營運優於中國整體車市，且 2024 年營收/獲利將創歷史新高，本中心以麗清 2024 年完全稀釋後 EPS 3.73 元與 16 倍本益比，推得目標價 60 元，給予買進評等。

圖 29：2024/2025 年財務預估

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	元大預估	市場預估	元大預估	市場預估	2024	2025
營業收入	10,024	10,331	11,189	-	-3.0%	-
營業毛利	1,473	1,498	1,613	-	-1.7%	-
營業利益	527	588	572	-	-10.5%	-
稅前利益	482	507	527	-	-4.9%	-
稅後淨利	431	455	472	-	-4.7%	-
調整後 EPS (元)	3.82	3.99	4.18	-	-4.2%	-
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	14.7%	14.5%	14.4%	-	0.2	-
營業利益率	5.3%	5.7%	5.1%	-	-0.4	-
稅後純益率	4.3%	4.4%	4.2%	-	-0.1	-

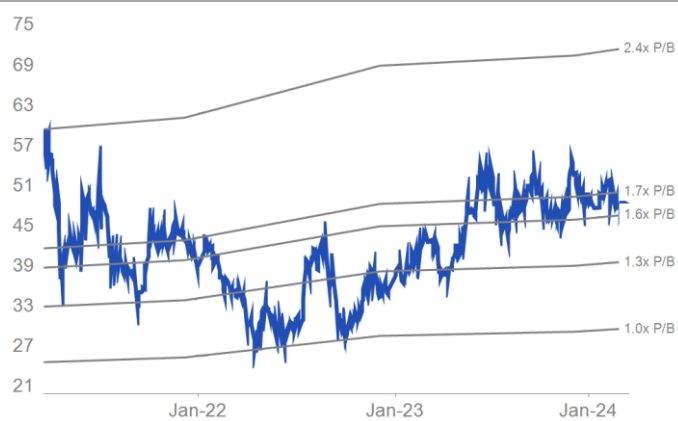
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 30：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 31：12 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 32：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
麗清	3346 TT	買進	47.6	171	2.83	3.82	4.18	16.8	12.5	11.5	828.2	34.8	9.4
國外同業													
常州星宇車燈	601799 CH	未評等	140.6	5570.2	4.0	5.3	6.7	35.4	26.8	21.1	20.6	32.2	26.9
科博達	603786 CH	未評等	60.4	3466.2	1.6	2.1	2.8	37.1	28.3	21.6	44.5	31.5	30.9
華域汽車	600741 CH	未評等	17.3	7743.9	2.2	2.4	2.5	7.8	7.4	6.9	(3.0)	6.5	6.4
Hella	HLE	未評等	84.9	10121.9	3.2	3.7	4.4	26.8	22.8	19.2	94.6	17.5	18.8
國外同業平均					3.3	3.9	4.7	23.3	18.8	15.2	65.5	19.6	20.7
國內同業													
聯嘉	6288 TT	未評等	35.3	203.8	0.1	1.1	-	705.0	32.9	-	(46.8)	2,040.0	-
國內同業平均					0.1	1.1	-	705.0	32.9	-	(46.8)	2,040.0	-

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 33：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
麗清	3346 TT	買進	47.6	171	10.3	13.3	13.7	27.48	29.56	31.37	1.7	1.6	1.5
國外同業													
常州星宇車燈	601799 CH	未評等	138.4	5,570	12.4	14.7	16.1	33.0	37.2	43.0	4.3	3.8	3.3
科博達	603786 CH	未評等	61.8	3,466	14.6	17.0	19.3	11.5	13.0	14.9	5.3	4.7	4.1
華域汽車	600741 CH	未評等	17.4	7,744	12.7	12.5	12.3	18.3	19.8	21.6	3.3	3.1	2.8
Hella	HLE	未評等	84.6	10,122	11.2	12.8	14.1	27.2	30.0	34.2	0.6	0.6	0.5
國外同業平均					13.0	14.2	15.4	26.6	29.6	33.3	3.1	2.8	2.4
國內同業													
聯嘉	6288 TT	未評等	36.7	2,116	0.4	5.6		4.3	5.8		8.2	6.1	-
國內同業平均					0.4	5.6		4.3	5.8		8.2	6.1	-

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 34：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	1,490	2,049	2,338	2,596	1,746	2,254	2,958	3,066	8,473	10,024
銷貨成本	(1,273)	(1,751)	(2,030)	(2,196)	(1,492)	(1,912)	(2,526)	(2,622)	(7,250)	(8,552)
營業毛利	217	297	308	400	254	342	433	444	1,223	1,473
營業費用	(175)	(200)	(232)	(262)	(190)	(207)	(272)	(276)	(869)	(946)
營業利益	42	98	76	138	64	134	161	168	354	527
業外利益	(15)	(35)	16	(6)	(14)	(13)	(10)	(8)	(40)	(45)
稅前純益	27	63	91	133	50	121	151	160	314	482
所得稅費用	3	1	5	(12)	(5)	(12)	(15)	(16)	(3)	(51)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	30	64	96	121	45	109	136	144	311	431
調整後每股盈餘(NT\$)	0.28	0.60	0.89	1.07	0.39	0.96	1.20	1.27	2.83	3.82
調整後加權平均股數(百萬股)	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
重要比率										
營業毛利率	14.6%	14.5%	13.2%	15.4%	14.6%	15.2%	14.6%	14.5%	14.4%	14.7%
營業利益率	2.8%	4.8%	3.2%	5.3%	3.7%	6.0%	5.4%	5.5%	4.2%	5.3%
稅前純益率	1.8%	3.1%	3.9%	5.1%	2.9%	5.4%	5.1%	5.2%	3.7%	4.8%
稅後純益率	2.0%	3.1%	4.1%	4.7%	2.6%	4.8%	4.6%	4.7%	3.7%	4.3%
有效所得稅率	-11.8%	-1.6%	-5.0%	9.0%	10.0%	9.9%	9.9%	10.0%	1.0%	10.6%
季增率(%)										
營業收入	-33.4%	37.5%	14.1%	11.1%	-32.7%	29.0%	31.2%	3.7%		
營業利益	-69.2%	131.3%	-22.8%	83.2%	-53.9%	110.6%	20.1%	4.3%		
稅後純益	-70.2%	109.9%	50.5%	25.6%	-63.0%	142.5%	24.8%	5.9%		
調整後每股盈餘	-70.6%	113.2%	48.1%	20.1%	-63.0%	142.5%	25.4%	5.9%		
年增率(%)										
營業收入	-3.3%	81.9%	36.9%	16.1%	17.2%	10.0%	16.1%	42.4%	28.1%	18.3%
營業利益	581.1%	--	33.1%	0.6%	50.8%	37.2%	113.2%	21.5%	413.8%	48.8%
稅後純益	98.5%	--	60.5%	18.1%	49.3%	69.7%	41.6%	19.4%	903.9%	39.5%
調整後每股盈餘	81.0%	--	57.8%	11.5%	40.3%	59.6%	35.2%	19.2%	828.2%	39.6%

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

麗清成立於 1999 年 8 月，早期代理 LED 晶片起家。2001-02 年成立東莞廠並投入 LED 汽車照明及室內外照明等應用。並於 2008 年成立上海麗清汽車，切入上海小系(現為華域視覺)供應全球各大車廠汽車照明用之光學模組。經歷 5~7 年轉型，2009 年專攻汽車照明 LED 模組，逐漸獲得中國車用市場的青睞。2016 年於台灣證交所上市。2023 年麗清客戶比重：華域視覺 61%、廣州小系 10%、大茂偉瑞科 8%、Hella 8%。

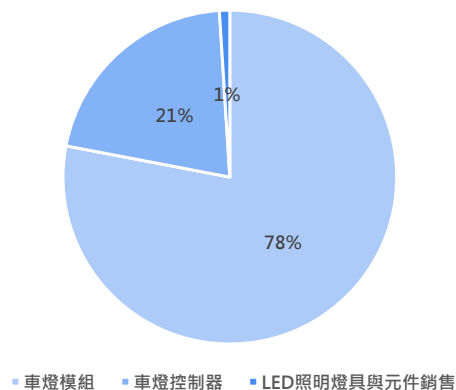
圖 35：LED 車燈模組設計流程

LED Module 的設計流程



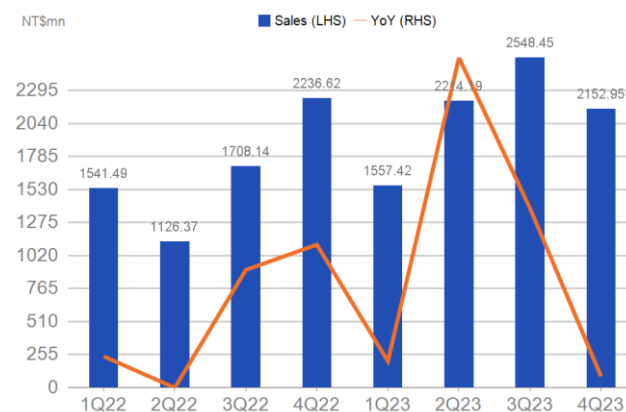
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 36：營收組成



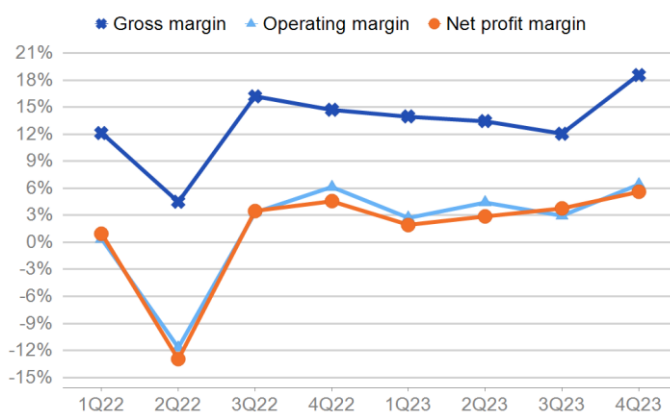
資料來源：公司資料

圖 37：營收趨勢



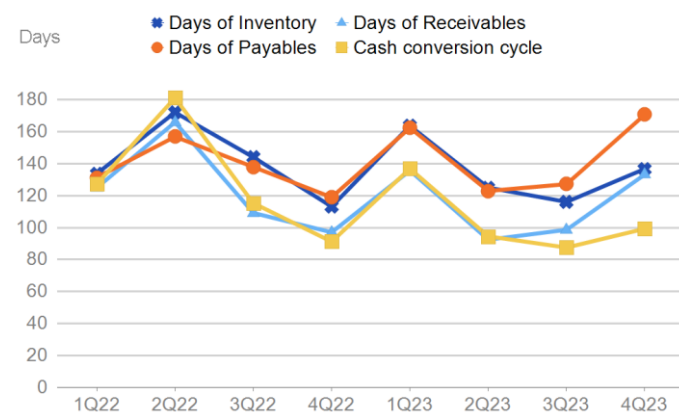
資料來源：CMoney、公司資料

圖 38：毛利率、營益率、淨利率



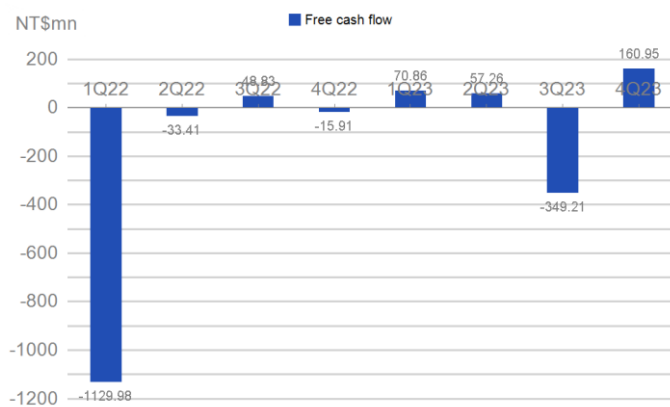
資料來源：CMoney、公司資料

圖 39：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 40：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

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	569	1,345	3,418	5,015	7,729
存貨	1,999	2,304	2,066	2,292	1,801
應收帳款及票據	2,042	2,608	771	3,184	1,108
其他流動資產	498	209	167	128	93
流動資產	5,109	6,467	6,421	10,619	10,731
採用權益法之投資	0	0	(11)	(28)	(42)
固定資產	594	1,471	1,506	1,446	1,400
無形資產	19	17	12	6	1
其他非流動資產	575	530	426	230	80
非流動資產	1,188	2,019	1,932	1,655	1,439
資產總額	6,297	8,485	8,354	12,273	12,170
應付帳款及票據	1,618	1,989	77	2,266	462
短期借款	1,087	1,399	1,399	1,399	1,399
什項負債	609	920	920	920	920
流動負債	3,313	4,308	2,396	4,585	2,781
長期借款	164	780	2,754	4,256	5,759
其他負債及準備	439	660	189	189	189
長期負債	603	1,440	2,943	4,445	5,947
負債總額	3,916	5,749	5,338	9,031	8,729
股本	966	1,067	1,067	1,067	1,067
資本公積	1,068	1,324	1,324	1,324	1,324
保留盈餘	525	491	769	997	1,196
什項權益	(179)	(145)	(145)	(145)	(145)
歸屬母公司之權益	2,381	2,737	3,015	3,243	3,442
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	2,381	2,737	3,015	3,243	3,442

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	96	31	311	431	472
折舊及攤提	249	212	267	361	347
本期營運資金變動	(904)	(205)	173	(449)	763
其他營業資產及負債變動	314	(268)	32	38	35
營運活動之現金流量	(244)	(229)	783	382	1,618
資本支出	(127)	(901)	(296)	(296)	(296)
本期長期投資變動	0	0	11	17	14
其他資產變動	(79)	153	104	196	150
投資活動之現金流量	(206)	(748)	(181)	(83)	(132)
股本變動	121	100	0	0	0
本期負債變動	362	1,502	1,502	1,502	1,502
現金增減資	272	327	0	0	0
支付現金股利	(15)	(66)	(32)	(204)	(273)
其他調整數	(177)	(147)	0	0	0
融資活動之現金流量	563	1,717	1,470	1,299	1,229
匯率影響數	(43)	36	0	0	0
本期產生現金流量	70	776	2,073	1,597	2,715
自由現金流量	(371)	(1,130)	487	85	1,322

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	5,660	6,613	8,473	10,024	11,189
銷貨成本	(4,792)	(5,768)	(7,250)	(8,552)	(9,576)
營業毛利	868	844	1,223	1,473	1,613
營業費用	(776)	(781)	(869)	(946)	(1,041)
推銷費用	(253)	(279)	(234)	(322)	(326)
研究費用	(293)	(290)	(371)	(371)	(405)
管理費用	(213)	(216)	(265)	(253)	(310)
其他費用	(16)	4	1	0	0
營業利益	92	69	354	527	572
利息收入	12	12	11	11	11
利息費用	(35)	(60)	(72)	(68)	(68)
利息收入淨額	(23)	(49)	(61)	(57)	(57)
投資利益(損失)淨額	0	0	1	0	0
匯兌損益	7	(17)	3	0	0
其他業外收入(支出)淨額	43	27	17	12	12
稅前純益	119	30	314	482	527
所得稅費用	(22)	1	(3)	(51)	(55)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	96	31	311	431	472
稅前息前折舊攤銷前淨利	403	303	87	166	225
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.02	0.31	2.83	3.82	4.18

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	30.2	16.8	28.1	18.3	11.6
營業利益	1465.1	(25.0)	413.8	48.9	8.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	49.5	(24.8)	(71.3)	90.8	35.5
稅後純益	680.9	(67.8)	903.9	38.6	9.5
調整後每股盈餘	(76.2)	(70.1)	828.2	39.6	9.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	15.3	12.8	14.4	14.7	14.4
營業利益率	1.6	1.0	4.2	5.3	5.1
稅前息前淨利率	1.5	(0.5)	4.2	5.3	5.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	7.1	4.6	1.0	1.7	2.0
稅前純益率	2.1	0.5	3.7	4.8	4.7
稅後純益率	1.7	0.5	3.7	4.3	4.2
資產報酬率	1.6	0.4	3.7	3.5	3.9
股東權益報酬率	4.6	1.2	10.3	13.3	13.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	164.5	210.1	177.1	278.5	253.6
淨負債權益比(%)	28.6	30.5	24.4	19.8	(16.6)
利息保障倍數 (倍)	4.4	1.5	5.3	8.1	8.8
流動比率 (%)	154.2	150.1	268.0	231.6	385.8
速動比率 (%)	89.6	94.5	181.8	181.6	321.1
淨負債 (NT\$百萬元)	682	834	735	641	(572)
調整後每股淨值 (NT\$)	24.62	25.65	27.48	29.56	31.37
評價指標 (倍)					
本益比	46.6	155.9	16.8	12.5	11.5
股價自由現金流量比	--	--	10.8	61.6	4.0
股價淨值比	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	13.0	17.3	60.2	31.5	23.3
股價營收比	0.9	0.8	0.6	0.5	0.5

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。

麗清 (3346 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

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，為於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 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 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>.