

2024 年 4 月 22 日

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價 42.10 元

目標價

3 個月 47 元

12 個月 47 元

近期報告日期、評等及前日股價

12/21/2023 Strong Buy 47.45

麗清(3346 TT)

Trading Buy

營運展望下修，投資建議調降至 Trading Buy。

投資建議調降至 Trading Buy：受惠 LED 車燈模組、車燈控制器出貨同步提升，2023、2024 年營收、獲利動能向上。但受到中國車市競爭壓力影響，公司調降 2024 年營運成長展望，且短期整體市場不利於評價提升，投資建議調降至 Trading Buy，目標價 47 元(以 2024 年 EPS 及 PE 14.5 倍評價)。

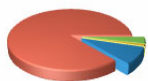
1Q24 營收顯著下滑，預估 2Q24 營收動能回升：1Q24 營收 17.46 億元，QoQ-32.89%、YoY+17.03%。獲利能力方面，由於營收規模下降，且需認列閒置產能損失、存貨呆滯損失，預估毛利率下降至 12.50%，營業利益 0.21 億元，QoQ-84.80%、YoY-50.30%。由於業外及稅率影響相對有限，預估稅後純益 0.30 億元，QoQ-75.04%、YoY-1.01%，EPS 0.26 元。2Q24 方面，考量美系客戶對於車燈控制器拉貨回升，車燈模組客戶穩定拉貨，且部分車燈模組營收遞延認列，預估 2Q24 營收明顯回升。因無一次性損失影響且可能回沖部分損失，預估獲利能力將明顯改善。

預估 2024 年營收、獲利動能向上：因 LED 車燈模組於頭燈、日行燈等應用滲透率持續攀升，且設計複雜化有利帶動單價提升，LED 車燈模組營收將呈現增長態勢。因觀音廠第三條產線於 01/2024 投入生產，預估車燈控制器出貨隨著產能同步增長。但受到中國電動車市場競爭加劇，車商客戶要求供應商降價共體時艱，將壓縮營收成長力道。預估 2024 年營收 95.17 億元，YoY+12.32%。獲利能力方面，因營收規模提升，且 LED 車燈模組產品組合改善，抵銷部分低毛利率車燈控制器占比提升之影響，預估 2024 年毛利率約略維持穩定。因營業費用提升但控管得宜，預估營業利益 4.12 億元，YoY+16.50%。考量業外損益影響有限、稅率略升，預估稅後純益 3.75 億元，YoY+20.59%，以股本 11.53 億元計算，EPS 3.25 元。

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,153
市值(億元)	49
目前每股淨值(元)	28.47
外資持股比(%)	6.63
投信持股比(%)	0.18
董監持股比(%)	5.05
融資餘額(張)	6,117
現金股息配發率(%)	53.00

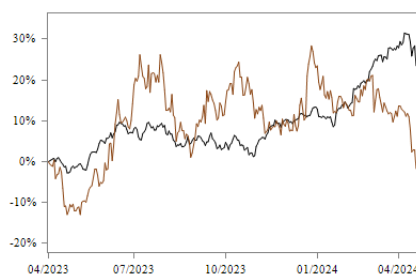
產品組合



- LED車燈模組:86.58%
- 車燈控制器:8.97%
- LED晶粒及元件:1.02%
- 其他:3.43%

股價相對大盤走勢

— 3346 — TWSE



(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	8,473	9,517	11,516	1,557	2,214	2,548	2,153	1,746	2,268	2,624	2,878	2,421
營業毛利淨額	1,223	1,335	1,630	217	297	308	400	218	330	377	411	331
營業利益	354	412	612	42	98	76	138	21	108	143	140	104
稅後純益	311	375	488	30	64	96	121	30	93	128	124	80
稅後 EPS(元)	2.70	3.25	4.23	0.26	0.55	0.83	1.05	0.26	0.81	1.11	1.07	0.69
毛利率(%)	14.43%	14.03%	14.15%	13.95%	13.44%	12.07%	18.60%	12.50%	14.53%	14.35%	14.27%	13.69%
營業利益率(%)	4.18%	4.33%	5.31%	2.72%	4.42%	2.96%	6.42%	1.20%	4.77%	5.47%	4.85%	4.29%
稅後純益率(%)	3.67%	3.94%	4.24%	1.95%	2.88%	3.77%	5.60%	1.72%	4.12%	4.86%	4.30%	3.30%
營業收入 YoY/QoQ(%)	28.13%	12.32%	21.01%	-30.37%	42.17%	15.10%	-15.52%	-18.88%	29.86%	15.70%	9.68%	-15.88%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	903.23%	20.59%	30.19%	-70.22%	109.88%	50.50%	25.58%	-75.04%	210.17%	36.64%	-2.91%	-35.45%

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 11.53 億元計算。

麗清 (3346 TT) ESG：

溫室氣體排放：(1)對於因應氣候變遷或溫室氣體管理之策略，以減排、綠能生產及環保達到永續經營目標。並以生產製程減少廢棄物產生、優先採購對環境傷害最少之原物料、管控耗能設備及依操作許可從嚴格處理生產過程所產生之廢棄物。(2)溫室氣體排放量減量目標，在節能方面，透過持續的監控系統及生產單位自主管理，使生產單位的電力消耗日益降低，達到能源的有效利用，以年整體用電密集度下降 5%及年整體排碳密集度下降 5%為目標。(3)溫室氣體排放量減量之預算與計畫，1.更新生產機器及使用採集中生產原則。優先新機台生產，擬裝置節能變頻模組為優先，以較高效率的產能先排產，再使用次舊機台，以節約電力消耗。機台開動以預計產量排滿為主，提高稼動率，集中在較高效率的機台生產，減少低效率生產，減少溫室氣體排放。2.辦公室節能政策，室內空調冷氣以 26°C 為原則。午休時段用餐後即關燈，下班後則分區關閉電源。(4)產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果，1.持續尋找新綠能材料或能源機會。2.對內外單位儘可能以電子表單寄送，減少紙張消耗。

專業 LED 車燈模組供應商，耕耘中國市場有成：

麗清 (3346 TT) 為專業 LED 車燈模組供應商，除了能量產 OEM LED 車燈模組產品，也有能力為客戶設計打造 ODM 車燈模組產品。麗清 2023 年 LED 車燈模組占營收比重 76%，車燈控制器占 24%，為中國最大 LED 車燈模組廠。麗清車燈模組供應整車前裝市場，客戶包括整車廠(如：長城汽車、上汽通用五菱)以及車燈廠(如華域視覺、大茂偉瑞柯、廣州小系等)。主要客戶占 2023 年營收比重：華域視覺佔 61%、海拉占 9%、廣州小系(日系車為主)占 10%、堤維西占 7%。

圖一、中國前十大車廠皆為麗清客戶



資料來源：麗清

為因應美系客戶新訂單需求及響應台商回台投資政策，麗清於桃園觀音新建自動化、智能化工廠。主要產品為汽車車燈控制器，透過華域視覺交給美系客戶，2H21 開始放量出貨。頭燈控制器的優勢在於將功能集中管理、維修替換容易可降低維修成本，且可使用在同品牌的不同車款車燈上，有

2024 年 4 月 22 日

助於採購成本大幅下降。2022 年車燈控制器貢獻營收約 6 億元，2023 年貢獻營收約 21 億元。2023 年底增設第三條產線，第三條產線於 01/2024 開始投入生產，預計隨客戶需求而逐漸放量。

1Q24 營收顯著下滑，預估 2Q24 營收動能回升：

1Q24 方面，01/2024 仍處於傳統出貨旺季，但受到春節假期因素影響，02/2024 出貨明顯下降。受到客戶開票時程遞延影響，03/2024 營收僅與 02/2024 約略持平。1Q24 營收 17.46 億元，QoQ-32.89%、YoY+17.03%。獲利能力方面，由於營收規模下降，且需認列閒置產能損失、存貨呆滯損失，預估毛利率下降至 12.50%，營業利益 0.21 億元，QoQ-84.80%、YoY-50.30%。由於業外及稅率影響相對有限，預估稅後純益 0.30 億元，QoQ-75.04%、YoY-1.01%，EPS 0.26 元。2Q24 方面，考量美系客戶對於車燈控制器拉貨回升，車燈模組客戶穩定拉貨，且部分車燈模組營收遞延認列，預估 2Q24 營收明顯回升。因無一次性損失影響且可能回沖部分損失，預估獲利能力將較 1Q24 明顯改善。

2023 年、2024 年營收、獲利動能向上：

■ **營收調整：**公司調降 01/2023~01/2024 各月營收，原因為財務數字調整。由於出貨予公司第一大客戶(營收占比約 60%)的產品中，部分原材料來自於其客戶，根據保守原則，此部分原材料金額直接自營收、成本中扣除，將導致營收下調、毛利率上調，銷貨毛利維持不變。**報告內文中之財務數字皆以調整後之數字顯現。**

2023 年方面，雖然中國汽車市場 1H23 需求表現平淡，但受惠於政府利多政策推動，2H23 需求明顯增長。且因公司接單機種多元，市場滲透率、出貨單價皆有提升。LED 車燈模組營收小幅增長。而美國客戶車燈控制器出貨隨著產能同步拉升，營收呈現大幅增長態勢。2023 年營收 84.73 億元，YoY+28.13%。獲利能力方面，雖然低毛利率的車燈控制器營收占比提升，但因營收規模提升，且成本相對較低，毛利率上升至 14.43%，因營業費用獲得控管，營業利益 3.54 億元，YoY+413.79%。稅後純益 3.11 億元，YoY+903.23%，EPS 2.70 元。

2024 年方面，因 LED 車燈模組於頭燈、日行燈等應用滲透率持續攀升，且設計複雜化有利帶動單價提升，LED 車燈模組營收將呈現增長態勢。因觀音廠第三條產線於 01/2024 投入生產，預估車燈控制器出貨隨著產能同步增長。但受到中國電動車市場競爭加劇，車商客戶要求供應商降價共體時艱，將壓縮營收成長力道。預估 2024 年營收 95.17 億元，YoY+12.32%。獲利能力方面，因營收規模提升，且 LED 車燈模組產品組合改善，抵銷部分低毛利率車燈控制器占比提升之影響，預估 2024 年毛利率約略維持穩定。因營業費用提升但控管得宜，預估營業利益 4.12 億元，YoY+16.50%。考量業外損益影響有限、稅率略升，預估稅後純益 3.75 億元，YoY+20.59%，以股本 11.53 億元計算，EPS 3.25 元。

投資建議：

受惠 LED 車燈模組、車燈控制器出貨同步提升，2023、2024 年營收、獲利動能向上。但受到中國車市競爭壓力影響，公司調降 2024 年營運成長展望，且短期整體市場不利於評價提升，投資建議調降至 Trading Buy，目標價 47

2024 年 4 月 22 日

元(以 2024 年 EPS 及 PE 14.5 倍評價)。

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 4 月 22 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	6,297	8,485	9,531	9,924	10,215
流動資產	5,109	6,467	7,477	6,120	8,740
現金及約當現金	569	1,345	1,145	1,142	1,535
應收帳款與票據	2,042	2,608	3,189	2,640	3,544
存貨	1,999	2,304	2,303	2,353	3,010
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	594	1,471	1,634	1,511	1,531
負債總計	3,916	5,749	6,248	6,649	6,567
流動負債	3,313	4,308	5,199	3,497	4,855
應付帳款及票據	1,618	1,989	2,650	2,051	2,824
非流動負債	603	1,440	1,048	3,090	876
權益總計	2,381	2,737	3,283	3,275	3,648
普通股股本	965	1,067	1,135	1,150	1,150
保留盈餘	525	491	770	1,029	1,402
母公司業主權益	2,381	2,737	3,283	3,275	3,648
負債及權益總計	6,297	8,485	9,531	9,924	10,215

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	5,660	6,613	8,473	9,517	11,516
營業成本	4,792	5,768	7,250	8,181	9,887
營業毛利淨額	868	844	1,223	1,335	1,630
營業費用	776	781	869	923	1,017
營業利益	92	69	354	412	612
EBITDA	391	291	652	613	794
業外收入及支出	27	-50	-52	-26	-48
稅前純益	119	30	314	386	564
所得稅	22	-1	3	12	76
稅後純益	96	31	311	375	488
稅後 EPS(元)	0.83	0.27	2.70	3.25	4.23
完全稀釋 EPS**	0.83	0.27	2.70	3.25	4.23

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 11.53【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 11.53 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	30.23%	16.84%	28.13%	12.32%	21.01%
營業毛利淨額	22.22%	-2.71%	44.85%	9.19%	22.05%
營業利益	1465.10%	-24.95%	413.79%	16.50%	48.42%
稅後純益	680.93%	-67.79%	903.23%	20.59%	30.19%

獲利能力分析(%)

毛利率	15.33%	12.77%	14.43%	14.03%	14.15%
EBITDA(%)	6.90%	4.41%	7.69%	6.44%	6.89%
營益率	1.62%	1.04%	4.18%	4.33%	5.31%
稅後純益率	1.70%	0.47%	3.67%	3.94%	4.24%
總資產報酬率	1.53%	0.37%	3.26%	3.78%	4.78%
股東權益報酬率	4.04%	1.13%	9.47%	11.44%	13.37%

償債能力檢視

負債比率(%)	62.19%	67.75%	65.55%	67.00%	64.29%
負債/淨值比(%)	164.51%	210.07%	190.29%	203.00%	180.00%
流動比率(%)	154.19%	150.09%	143.81%	175.00%	180.00%

其他比率分析

存貨天數	125.56	136.14	115.97	103.86	99.00
應收帳款天數	130.58	128.35	124.86	111.78	98.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	-244	-229	177	633	-75
稅前純益	119	30	314	386	564
折舊及攤銷	249	212	270	227	230
營運資金變動	-639	-499	82	70	-788
其他營運現金	27	28	-489	-50	-81
投資活動現金	-206	-748	-390	-843	2,119
資本支出淨額	-124	-1,049	-271	-200	-200
長期投資變動	-27	244	-134	-30	-30
其他投資現金	-54	56	16	-613	2,349
籌資活動現金	563	1,717	75	265	-1,651
長借/公司債變動	413	1,166	-175	340	-2,213
現金增資	272	327	0	0	0
發放現金股利	-15	-66	-32	-115	-115
其他籌資現金	-107	290	282	39	677
淨現金流量	70	776	-200	55	393
期初現金	499	569	1,345	1,086	1,142
期末現金	569	1,345	1,145	1,142	1,535

資料來源：CMoney、群益

2024 年 4 月 22 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	2,237	1,557	2,214	2,548	2,153	1,746	2,268	2,624	2,878	2,421	2,845	3,040
營業成本	1,908	1,340	1,917	2,241	1,753	1,528	1,938	2,247	2,467	2,090	2,443	2,606
營業毛利淨額	329	217	297	308	400	218	330	377	411	331	402	434
營業費用	192	175	200	232	262	197	221	233	271	227	249	256
營業利益	138	42	98	76	138	21	108	143	140	104	153	178
業外收入及支出	-24	-15	-35	16	-6	10	-12	-12	-12	-12	-12	-12
稅前純益	114	27	63	91	133	31	96	131	128	92	141	166
所得稅	12	-3	-1	-5	12	1	3	4	4	12	21	22
稅後純益	102	30	64	96	121	30	93	128	124	80	120	145
最新股本	1,153	1,153	1,153	1,153	1,153	1,153	1,153	1,153	1,153	1,153	1,153	1,153
稅後EPS(元)	0.89	0.26	0.55	0.83	1.05	0.26	0.81	1.11	1.07	0.69	1.04	1.25

獲利能力(%)

毛利率(%)	14.71%	13.95%	13.44%	12.07%	18.60%	12.50%	14.53%	14.35%	14.27%	13.69%	14.13%	14.28%
營業利益率(%)	6.15%	2.72%	4.42%	2.96%	6.42%	1.20%	4.77%	5.47%	4.85%	4.29%	5.37%	5.86%
稅後純益率(%)	4.56%	1.95%	2.88%	3.77%	5.60%	1.72%	4.12%	4.86%	4.30%	3.30%	4.20%	4.76%

QoQ(%)

營業收入淨額	30.94%	-30.37%	42.17%	15.10%	-15.52%	-18.88%	29.86%	15.70%	9.68%	-15.88%	17.52%	6.84%
營業利益	142.46%	-69.24%	131.33%	-22.83%	83.17%	-84.80%	414.77%	32.58%	-2.66%	-25.62%	47.01%	16.72%
稅前純益	153.33%	-76.14%	131.07%	45.52%	44.95%	-76.59%	210.16%	36.64%	-2.91%	-28.03%	53.15%	18.15%
稅後純益	70.56%	-70.22%	109.88%	50.50%	25.58%	-75.04%	210.17%	36.64%	-2.91%	-35.45%	49.63%	20.93%

YoY(%)

營業收入淨額	37.72%	1.03%	96.58%	49.19%	-3.74%	12.14%	2.43%	2.97%	33.68%	38.61%	25.45%	15.83%
營業利益	261.64%	581.13%	N.A	33.13%	0.58%	-50.30%	10.61%	90.01%	0.97%	394.08%	41.10%	24.23%
稅前純益	130.50%	53.78%	N.A	103.23%	16.29%	14.12%	53.18%	43.83%	-3.66%	196.14%	46.23%	26.44%
稅後純益	161.86%	98.52%	N.A	60.45%	18.13%	-1.01%	46.29%	32.82%	2.69%	165.62%	28.14%	13.41%

註1：稅後EPS以股本11.53億元計算

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。