

2024 年 5 月 2 日

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	103.00 元
目標價	
3 個月	96.00 元
12 個月	96.00 元

中光電(5371 TT)

Neutral

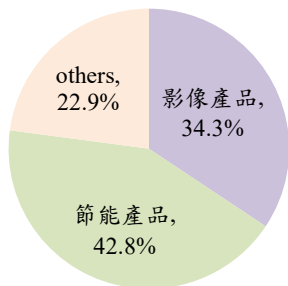
近期報告日期、評等及前日股價

02/09/2024	Neutral	71.00
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

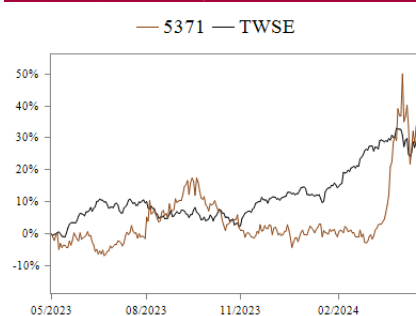
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	3,910
市值(億元)	403
目前每股淨值(元)	60.08
外資持股比(%)	16.37
投信持股比(%)	6.46
董監持股比(%)	7.61
融資餘額(張)	13,521
現金股息配發率(%)	84.27

產品組合



股價相對大盤走勢



考量目前評價未偏低，維持中光電 Neutral 的投資建議。

投資建議：雖然預估中光電 1Q~2Q24 營收將逐季走高，並因子公司生產無人機而擁有「軍工題材」，不過，考量目前評價未偏低，群益維持對中光電 Neutral 的投資建議。

1Q24 稅後淨利減少至 1.43 億元，QoQ-44.90%：受淡季、工作天數較少影響，1Q24 中光電的營收 91.20 億元，QoQ-7.77%，毛利率亦因產能利用率降低、產品組合而降低至 17.61%，稅後淨利減少至 1.43 億元，QoQ-44.90%。

預估 1Q~3Q24 營收逐季增加：群益預估，1Q~3Q24 中光電營收將逐季增加，原因主要有二，(1)雖然地緣政治、通膨、升息等因素導致總經景氣不確定性仍高，TV 面板報價未偏低是否壓抑電視品牌、通路業者買氣亦尚待觀察，不過，奧運、歐洲盃足球賽等大型賽事有助於推升 TV 相關產品出貨成長，中光電預估，2024 年節能產品出貨量 YoY+10~20%，(2)pro-AV 產品 1Q24 出貨表現受客戶調整庫存影響，但近期需求已回溫，加上 Home/Entertainment 產品 1Q24 出貨表現已有好的開始，中光電預估，2024 年影像產品出貨量 YoY+20%。

「軍工題材」對近期股價最具激勵作用：近期「軍工題材」對中光電股價最具激勵作用，中光電持股 100% 的子公司「中光電智能機器人」的無人機訂單來源主要有二，(1)軍用商規產品，(2)ODM 訂單，其中，軍用商規產品現有 2 款機種分別爭取我國政府陸軍、海軍標案，預計 05/2024 送樣，07/2024 可確定是否得標，若確得標，將於 2H24、2025 年貢獻營收；至於 ODM 訂單目前多數來自美國客戶，主要鎖定當地警消相關「美國國防授權法案(NDAA)」衍生商機，並已於 2023 年開始出貨，1Q24 出貨量雖因客戶調整庫存而減少，但 2Q24 釋單狀況已見改善跡象。

群益認為，「中光電智能機器人」的無人機營收成長潛力雖佳，並為中光電近期重要股價題材，不過，「中光電智能機器人」占中光電的營收比重甚低，中光電後續業績觀察指標仍在影像、節能產品線。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	39,492	42,723	46,793	9,571	9,633	10,400	9,888	9,120	10,572	11,713	11,319	10,615
營業毛利淨額	7,872	8,591	9,400	1,603	2,015	2,256	1,998	1,606	2,202	2,431	2,351	1,856
營業利益	931	1,301	1,658	64	194	473	200	-28	324	553	452	134
稅後純益	1,392	1,347	1,487	253	412	467	260	143	332	504	367	143
稅後 EPS(元)	3.56	3.44	3.80	0.65	1.05	1.19	0.66	0.37	0.85	1.29	0.94	0.37
毛利率(%)	19.93%	20.11%	20.09%	16.75%	20.92%	21.69%	20.21%	17.61%	20.83%	20.76%	20.77%	17.49%
營業利益率(%)	2.36%	3.05%	3.54%	0.67%	2.01%	4.55%	2.02%	-0.31%	3.07%	4.72%	4.00%	1.26%
稅後純益率(%)	3.52%	3.15%	3.18%	2.64%	4.28%	4.49%	2.63%	1.57%	3.14%	4.31%	3.24%	1.35%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-20.67%	8.18%	9.52%	-14.33%	0.65%	7.96%	-4.92%	-7.77%	15.93%	10.79%	-3.37%	-6.22%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-40.99%	-3.23%	10.41%	-32.08%	63.21%	13.25%	-44.34%	-44.90%	132.10%	51.71%	-27.26%	-60.90%

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。

2024 年 5 月 2 日

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。

受淡季影響，1Q24 稅後淨利減少至 1.43 億元，QoQ-44.90%：

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%。

1Q24 中光電的營收 91.20 億元，QoQ-7.77%，主要係受淡季、工作天數較少影響，毛利率亦因產能利用率降低、產品組合(節能產品營收比重提高至 45.3%，此外，影像產品營收比重雖提高，但成長動能來自 Home/Entertainment 產品)而降低至 17.61%(4Q23 為 20.21%)，稅後淨利減少至 1.43 億元，QoQ-44.90%。

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	1Q24
影像產品	32.7%	34.6%	36.3%	33.6%	36.8%
節能產品	43.4%	42.8%	40.3%	44.8%	45.3%
others	23.9%	22.6%	23.4%	21.6%	18.0%

資料來源：中光電，群益投顧彙整

節能、影像產品需求均漸回溫，預估 1Q~3Q24 營收逐季增加：

群益預估，1Q~3Q24 中光電營收將逐季增加，原因主要有二，(1)雖然地緣政治、通膨、升息等因素導致總經景氣不確定性仍高，TV 面板報價未偏低是否壓抑電視品牌、通路業者買氣亦尚待觀察，不過，奧運、歐洲盃足球

2024 年 5 月 2 日

賽等大型賽事有助於推升 TV 相關產品出貨成長，中光電預估，2024 年節能產品出貨量 YoY+10~20%，(2)pro-AV 產品 1Q24 出貨表現受客戶調整庫存影響，但近期需求已回溫，加上 Home/Entertainment 產品 1Q24 出貨表現已有好的開始，中光電預估，2024 年影像產品出貨量 YoY+20%。

此外，中光電越南廠 01/2024 已開始量產 TV 背光模組等大尺寸產品，預估 monitor 整機、LCM 訂單則將自 10/2024 開始出貨，相關訂單更為 4Q24、2025 年重要的潛在營收動能。

雖因切入無人機領域而使股價受「軍工題材」激勵，但相關產品營收比重仍偏低：

近期「軍工題材」對中光電股價最具激勵作用，中光電持股 100% 的子公司「中光電智能機器人」的無人機訂單來源主要有二，(1)軍用商規產品，(2)ODM 訂單，其中，軍用商規產品現有 2 款機種分別爭取我國政府陸軍、海軍標案，預計 05/2024 送樣，07/2024 可確定是否得標，若確得標，將於 2H24、2025 年貢獻營收；至於 ODM 訂單目前多數來自美國客戶，主要鎖定當地警消相關「美國國防授權法案(NDAA)」衍生商機，並已於 2023 年開始出貨，1Q24 出貨量雖因客戶調整庫存而減少，但 2Q24 釋單狀況已見改善跡象。

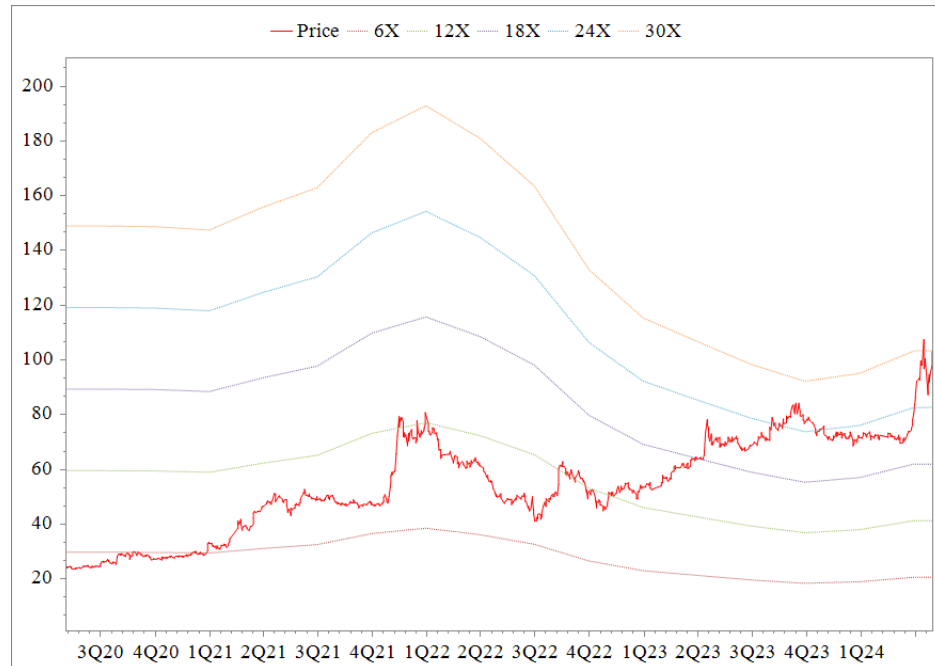
群益認為，「中光電智能機器人」的無人機營收成長潛力雖佳，並為中光電近期重要股價題材，不過，「中光電智能機器人」占中光電的營收比重甚低，中光電後續業績觀察指標仍在影像、節能產品線。

考量目前評價未偏低，群益維持中光電 Neutral 的投資建議：

雖然預估中光電 1Q~2Q24 營收將逐季走高，並因子公司生產無人機而擁有「軍工題材」，不過，考量目前評價未偏低，群益維持對中光電 Neutral 的投資建議。

2024 年 5 月 2 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 5 月 2 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	61,470	55,858	55,604	56,074	57,189
流動資產	46,956	40,336	38,767	39,624	40,363
現金及約當現金	11,230	12,365	16,556	14,487	15,984
應收帳款與票據	18,971	10,266	9,914	10,218	10,422
存貨	9,301	10,445	8,589	8,804	9,021
採權益法之投資	43	50	41	38	39
不動產、廠房設備	7,514	8,092	8,432	8,582	8,732
負債總計	37,253	30,777	29,957	30,469	31,194
流動負債	33,725	25,918	28,667	29,302	29,847
應付帳款及票據	13,496	7,334	7,602	7,734	7,940
非流動負債	3,528	4,859	1,290	1,036	1,008
權益總計	24,217	25,080	25,647	25,604	25,995
普通股股本	3,910	3,910	3,910	3,910	3,910
保留盈餘	16,166	17,423	17,443	17,400	17,790
母公司業主權益	22,152	22,730	23,484	23,736	24,324
負債及權益總計	61,470	55,858	55,604	56,074	57,189

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	-2,139	4,906	4,449	1,666	1,530
稅前純益	2,785	3,173	1,588	1,438	1,679
折舊及攤銷	1,441	1,545	1,493	1,520	1,546
營運資金變動	-6,365	1,399	2,476	-388	-214
其他營運現金	0	-1,211	-1,109	-904	-1,482
投資活動現金	-8,999	-2,836	1,723	-1,265	-1,026
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	535	774
籌資活動現金	4,321	-1,722	-1,629	3,529	3,993
長借/公司債變動	1,474	1,684	-3,414	-253	-27
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	4,878	4,920
淨現金流量	-7,071	1,135	4,191	3,931	4,497
期初現金	18,301	11,230	12,365	16,556	20,487
期末現金	11,230	12,365	16,556	20,487	24,984

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	49,833	49,783	39,492	42,723	46,793
營業成本	41,102	40,329	31,620	34,132	37,393
營業毛利淨額	8,731	9,454	7,872	8,591	9,400
營業費用	7,085	7,304	6,941	7,290	7,742
營業利益	1,646	2,151	931	1,301	1,658
EBITDA	3,990	4,772	3,117	3,495	3,882
業外收入及支出	754	680	250	137	21
稅前純益	2,785	3,173	1,588	1,438	1,679
所得稅	746	760	386	387	389
稅後純益	2,032	2,359	1,392	1,347	1,487
稅後 EPS(元)	5.20	6.03	3.56	3.44	3.80
完全稀釋 EPS**	5.20	6.03	3.56	3.44	3.80

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
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	17.43%	-0.10%	-20.67%	8.18%	9.52%
營業毛利淨額	17.88%	8.28%	-16.74%	9.14%	9.41%
營業利益	137.89%	30.62%	-56.73%	39.84%	27.38%
稅後純益	30.20%	16.11%	-40.99%	-3.23%	10.41%

獲利能力分析(%)

毛利率	17.52%	18.99%	19.93%	20.11%	20.09%
EBITDA(%)	8.01%	9.59%	7.89%	8.18%	8.30%
營益率	3.30%	4.32%	2.36%	3.05%	3.54%
稅後純益率	4.08%	4.74%	3.52%	3.15%	3.18%
總資產報酬率	3.31%	4.22%	2.50%	2.40%	2.60%
股東權益報酬率	8.39%	9.41%	5.43%	5.26%	5.72%

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	93.00	87.00
應收帳款天數	112.27	107.18	93.26	86.00	80.50

2024 年 5 月 2 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	11,171	9,571	9,633	10,400	9,888	9,120	10,572	11,713	11,319	10,615	11,385	12,528
營業成本	8,968	7,968	7,618	8,144	7,890	7,513	8,369	9,282	8,968	8,758	9,029	9,912
營業毛利淨額	2,203	1,603	2,015	2,256	1,998	1,606	2,202	2,431	2,351	1,856	2,357	2,616
營業費用	1,835	1,539	1,821	1,783	1,798	1,635	1,878	1,878	1,899	1,722	1,993	1,995
營業利益	368	64	194	473	200	-28	324	553	452	134	363	620
業外收入及支出	109	216	281	51	109	103	17	14	3	-13	17	14
稅前純益	477	280	475	524	309	75	341	567	455	121	380	634
所得稅	143	87	110	103	88	89	58	111	129	37	74	124
稅後純益	372	253	412	467	260	143	332	504	367	143	356	558
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)	0.95	0.65	1.05	1.19	0.66	0.37	0.85	1.29	0.94	0.37	0.91	1.43

獲利能力(%)

毛利率(%)	19.72%	16.75%	20.92%	21.69%	20.21%	17.61%	20.83%	20.76%	20.77%	17.49%	20.70%	20.88%
營業利益率(%)	3.30%	0.67%	2.01%	4.55%	2.02%	-0.31%	3.07%	4.72%	4.00%	1.26%	3.19%	4.95%
稅後純益率(%)	3.33%	2.64%	4.28%	4.49%	2.63%	1.57%	3.14%	4.31%	3.24%	1.35%	3.12%	4.46%

QoQ(%)

營業收入淨額	-13.42%	-14.33%	0.65%	7.96%	-4.92%	-7.77%	15.93%	10.79%	-3.37%	-6.22%	7.26%	10.03%
營業利益	-52.37%	-82.61%	202.41%	144.05%	-57.68%	N.A	N.A	70.74%	-18.21%	-70.36%	170.80%	70.79%
稅前純益	-52.08%	-41.33%	69.79%	10.28%	-40.95%	-75.88%	356.93%	66.33%	-19.70%	-73.41%	213.91%	66.84%
稅後純益	-46.67%	-32.08%	63.21%	13.25%	-44.34%	-44.90%	132.10%	51.71%	-27.26%	-60.90%	147.99%	56.94%

YoY(%)

營業收入淨額	-26.09%	-27.15%	-23.37%	-19.40%	-11.49%	-4.71%	9.74%	12.63%	14.47%	16.39%	7.69%	6.96%
營業利益	-34.94%	-80.23%	-71.71%	-38.88%	-45.70%	N.A	67.27%	17.02%	126.16%	N.A	12.07%	12.11%
稅前純益	-36.25%	-56.42%	-55.11%	-47.36%	-35.13%	-73.33%	-28.22%	8.26%	47.22%	62.26%	11.47%	11.81%
稅後純益	-29.47%	-47.25%	-49.13%	-33.04%	-30.11%	-43.31%	-19.38%	8.00%	41.13%	0.13%	6.99%	10.68%

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。