

麗清 (3346 TT) Laster Tech

受客戶要求降價，下調獲利預估

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月)：NT\$47.0

收盤價 (2024/07/16)：NT\$44.4
隱含漲幅：5.9%

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	持有-超越同業	買進
目標價 (NT\$)	47.0	60.0
2024年營收 (NT\$/十億)	9.4	10.0
2024年EPS	2.8	3.8

交易資料表

市值	NT\$5,120百萬元
外資持股比率	2.7%
董監持股比率	7.0%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$27.25
負債比	63.0%
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	9,374	10,095
營業利益	69	354	380	456
稅後純益	31	311	321	368
EPS (元)	0.31	2.83	2.79	3.20
EPS YoY (%)	-70.1	812.9%	-1.4%	14.9
本益比 (倍)	145.4	16.6	15.9	13.9
股價淨值比 (倍)	1.7	1.6	1.6	1.6
ROE (%)	1.2	10.3	10.2	11.2
現金殖利率 (%)	0.6%	3.4%	3.9%	4.5%
現金股利 (元)	0.28	1.50	1.75	2.01

何宗祐

bill0066@yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

◆ 2Q24 營收優於預期，主因 1Q24 車燈模組訂單受客戶降價要求，導致部分機種與客戶核定售價時程遞延。

◆ 車燈模組出貨增速優於中國車市，惟受競爭激烈調降售價，且受車燈控制器客戶拉貨不如預期，下調 3Q24 營收 16.7%至 24.6 億元。

◆ 考量汽車零組件廠商區間評價 10-20x，本中心較前次本益比下調 2 倍至 15 倍，並以 2025 年完全稀釋 EPS 3.2 元，下調目標價至 47 元。

2Q24 營收優於預期，主因 1Q24 部分訂單遞延

麗清 2Q24 營收 25.6 億元，季增 46.1%/年增 24.9%，主因 1Q24 車燈模組訂單受客戶降價要求，導致部分機種與客戶核定售價時程遞延，約 1-1.2 億人民幣遞延至 2Q24 認列。毛利方面，儘管 1Q24 約認列 1,000 萬庫存呆滯費用已陸續回沖，然與客戶達成降價協議後，將影響當季開票價格，因此本中心下調 2Q24 毛利率預估至 13.9%，季增 1.6ppts/年減 0.7ppts，營業利益 1 億，季增 415.3%/年增 3.2%，2Q24 EPS 預估為 0.71 元。

車燈模組降價及車燈控制器拉貨不如預期，下調 2H24 營收

受限中國汽車市場降價促銷影響，麗清於 2Q24 被客戶要求降價約 3-6%，麗清已向上游原料反映成本壓力，且客戶也接受換料，然反應於毛利表現需要一季時間，因此本中心將調整此前產品毛利假設，原預期車燈模組毛利約落在 15-18%，預估此次降價將影響約 2-3ppts，展望 3Q24，下調 3Q24 營收至 24.6 億元，季減 3.8%/年增 5.4%，毛利率預估 14%，營業利益 1.1 億元，季增 5.9%，年增 41.7%，3Q24 EPS 0.74 元。

調整麗清評等至「持有-超越同業」，目標價 47 元

本中心預估麗清 2024/2025 年營收 93.7/101 億元，年增 10.6%/7.7%，毛利率估 13.9%/13.9%，主因 2025 年車燈模組貢獻程度較 2024 年提升，儘管整體營運規模提升，毛利率表現估持平。營業利益 3.8 億元/4.6 億元，年增 7.4%/20%，完全稀釋後 EPS 2.7 元/3.2 元。儘管本中心認為麗清車燈模組營收增速優於中國整體車市成長速度，且將拓展非中國區市場，不過受中國新車價格競爭激烈，轉嫁上游原料成本仍需一季時間，且通用車燈控制器拉貨不如預期，而規劃拓展第三地產線下或將壓抑財務表現，因此考量汽車零組件廠商區間評價 10-20x，本中心較前次本益比下調 2 倍至 15 倍，並以麗清 2025 年完全稀釋 EPS 3.2 元，推得目標價 47 元，調降麗清評等至「持有-超越同業」。

2Q24 營收優於預期，主因 1Q24 部分訂單遞延

麗清 2Q24 營收 25.6 億元，季增 46.1%，年增 24.9%，主因 1Q24 車燈模組訂單受客戶降價要求，導致部分機種與客戶核定售價時程遞延，約 1-1.2 億人民幣遞延至 2Q24 認列，因此 2Q24 營收與前次報告預估數 22.5 億元，達成率 113%，優於預期。毛利方面，儘管 1Q24 約認列 1,000 萬庫存呆滯費用已陸續回沖，然與客戶達成降價協議後，將影響當季開票價格，因此本中心下調 2Q24 毛利率預估至 13.9%，季增 1.6ppts，年減 0.7ppts，營業利益 1 億，季增 415.3%，年增 3.2%，下調 24.6%，稅後獲利 8,100 萬，季增 167.9%，年增 27%，下調 25.7%，2Q24 EPS 預估為 0.71 元。

圖 1：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	2,049	1,752	2,559	46.1%	24.9%	2,254	2,332	13.5%	9.7%
營業毛利	297	215	355	64.8%	19.3%	342	287	3.8%	23.8%
營業利益	98	20	101	415.3%	3.2%	134	117	-24.6%	-13.7%
稅前利益	63	26	86	227.7%	36.9%	121	107	-28.9%	-19.6%
稅後淨利	64	30	81	167.9%	27.0%	109	104	-25.7%	-22.1%
調整後 EPS (元)	0.60	0.26	0.71	167.9%	18.2%	0.96	0.91	-26.2%	-22.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	14.5%	12.3%	13.9%	1.6	-0.7	15.2%	12.3%	-1.3	1.6
營業利益率	4.8%	1.1%	4.0%	2.8	-0.8	6.0%	5.0%	-2.0	-1.1
稅後純益率	3.1%	1.7%	3.2%	1.5	0.1	4.8%	4.5%	-1.7	-1.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

車燈模組增速優於中國車市，惟受競爭激烈調價售價

據中汽協 6 月數據顯示，6M24 產銷分別為 250.7 萬輛/255.2 萬輛，月增 5.7/5.6%，年減 2.1/2.7%，2024 年累計至 6 月產銷分別為 1,389.1 萬輛/1,404.7 萬輛，年增 4.9%/6.1%。若以麗清而言，1H24 兩大產品線：車燈模組約 32.3 億元，年增 7%，車燈控制器 10.5 億元，年增 49%，麗清車燈模組增速仍優於中國整體車市；車燈控制器方面，因 5M24 第三條車燈控制器產線才開始運轉，預期稼動率將逐季拉升。不過受限中國汽車市場降價促銷影響，麗清於 2Q24 被客戶要求降價約 3-6%，麗清已向上游原料供應商反映成本壓力，且客戶也接受換料，然反應於毛利表現需要一個季的時間，因此本中心將調整此前產品毛利假設，原預期車燈模組毛利約落在 15-18%，預估此次降價將影響約 2-3ppts。

受車燈模組降價及車燈控制器客戶拉貨不如預期，下調 2H24 營收

如前述，展望 3Q24，本中心因車燈模組受降價影響及車燈控制器出貨速度不如預期，下調 3Q24 營收至 24.6 億元，季減 3.8%，年增 5.4%，下調 16.7%，毛利率預估 14%，營業利益 1.1 億元，季增 5.9%，年增 41.7%，下調 33.5%，稅後獲利 8,500 萬，季增 4.9%，年減 11.6%，下調 37.5%，EPS 0.74 元，下調 38.3%。

展望 2024/2025 年，我們仍看好麗清為中國市占最高的車燈模組供應商，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。2024-2025

仍有以下專案：1) 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。2) 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。

車燈控制器方面，儘管麗清桃園觀音廠具備 4 條產線空間，不過受客戶重視第三地產能規劃，現麗清正考量將新一輪的擴增產線拓展至墨西哥，短期尚不會持續擴增觀音廠產線，因此預期麗清短期將以提升觀音廠稼動率為首。

綜合上述，本中心預估麗清 2024/2025 年營收 93.7/101 億元，年增 10.6%/7.7%，下調 6.5%/9.8%，其中車燈模組分別年增 2.3%/4.9%，車燈控制器分別年增 43%/15%。毛利率佔 13.9%/13.9%，主因 2025 年車燈模組貢獻程度較 2024 年提升，儘管整體營運規模提升，毛利率表現估持平。營業利益 3.8 億元/4.6 億元，年增 7.4%/20%，下調 27.9%/20.3%，稅後獲利 3.2/3.7 億元，年增 3.3%/14.6%，下調 25.5%/22%，完全稀釋後 EPS 2.7 元/3.2 元。

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24F	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	2,338	2,559	2,463	-3.8%	5.4%	2,958	2,557	-16.7%	-3.7%
營業毛利	308	355	346	-2.5%	12.4%	433	375	-20.1%	-7.8%
營業利益	76	101	107	5.9%	41.7%	161	140	-33.5%	-23.6%
稅前利益	91	86	90	4.7%	-1.5%	151	130	-40.4%	-30.8%
稅後淨利	96	81	85	4.9%	-11.6%	136	126	-37.5%	-32.5%
調整後 EPS (元)	0.85	0.71	0.74	4.5%	-16.6%	1.20	1.10	-38.3%	-32.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	13.2%	13.9%	14.0%	0.2	0.9	14.6%	14.7%	-0.6	-0.6
營業利益率	3.2%	3.9%	4.3%	0.4	1.1	5.4%	5.5%	-1.1	-1.1
稅後純益率	4.1%	3.2%	3.5%	0.3	-0.7	4.6%	4.9%	-1.1	-1.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

麗清深耕中國市場，與客戶關係緊密

麗清成立於 1999 年 8 月，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 3：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

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。

圖 4：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

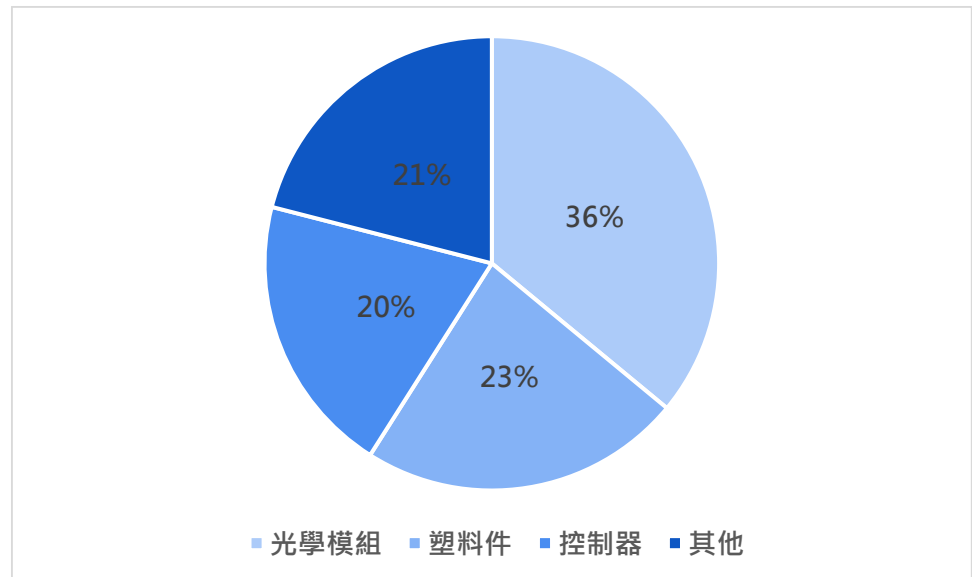
資料來源：公司資料

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)，不過隨 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 14,000 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 3,000~6,000 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，未來具提升於比亞迪滲透率的機會，預期該車燈控制器將於 2024 年底開始貢獻營收。

圖 5：汽車頭燈成本組成

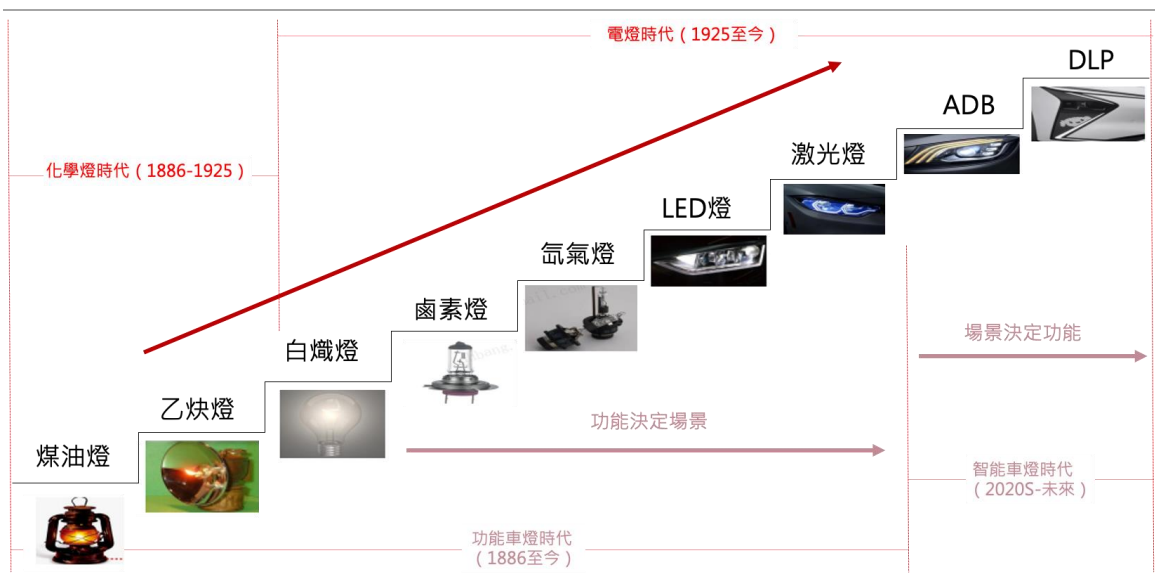


資料來源：華西證券研究所、元大投顧整理

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，還續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 6：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、雷射燈等。從市場結構來看，LED 燈為汽車車燈市場中佔比最大的細分產品，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 7：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，工藝環保	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、維護成本高	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，因此對車燈的體積、輕量化與節能提出需求。

獲利調整與股票評價

調整麗清評等至「持有-超越同業」，目標價 47 元

本中心預估麗清 2024/2025 年營收 93.7/101 億元，年增 10.6%/7.7%，下調 6.5%/9.8%，其中車燈模組分別年增 2.3%/4.9%，車燈控制器分別年增 43%/15%。毛利率估 13.9%/13.9%，主因 2025 年車燈控制器貢獻程度較 2024 年提升，儘管整體營運規模提升，毛利率表現估持平。營業利益 3.8 億元/4.6 億元，年增 7.4%/20%，下調 27.9%/20.3%，稅後獲利 3.2/3.7 億元，年增 3.3%/14.6%，下調 25.5%/22%，完全稀釋後 EPS 2.7 元/3.2 元。

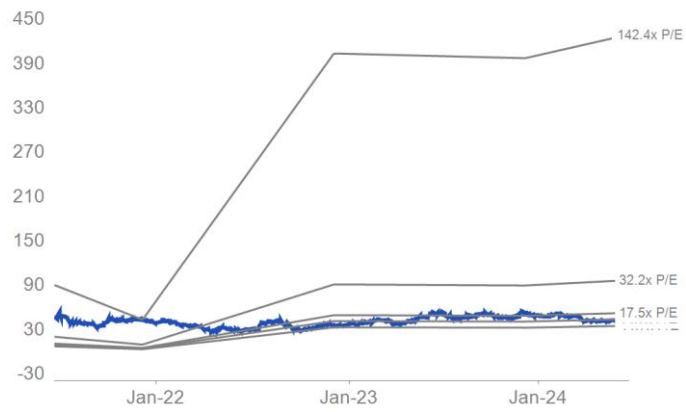
儘管本中心認為麗清車燈模組營收增速優於中國整體車市成長速度，且將拓展非中國區市場，不過受中國新車價格競爭激烈，轉嫁上游原料壓力仍需一季度的時間，且通用車燈控制器拉貨不如預期，而規劃拓展第三地產線下或將壓抑財務表現，因此考量汽車零組件廠商區間評價 10-20x，本中心較前次本益比下調 2 倍至 15 倍，並以麗清 2025 年完全稀釋 EPS 3.2 元，推得目標價 47 元，調降麗清評等至「持有-超越同業」。

圖 8：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	9,374	10,024	10,095	11,189	-6.5%	-9.8%
營業毛利	1,299	1,473	1,399	1,613	-11.8%	-13.3%
營業利益	380	527	456	572	-27.9%	-20.3%
稅前利益	335	482	396	527	-30.5%	-24.9%
稅後淨利	321	431	368	472	-25.5%	-22.0%
調整後 EPS (元)	2.79	3.80	3.20	4.16	-26.6%	-23.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	13.9%	14.7%	13.9%	14.4%	-0.8	-0.6
營業利益率	4.1%	5.3%	4.5%	5.1%	-1.2	-0.6
稅後純益率	3.4%	4.3%	3.7%	4.2%	-0.9	-0.6

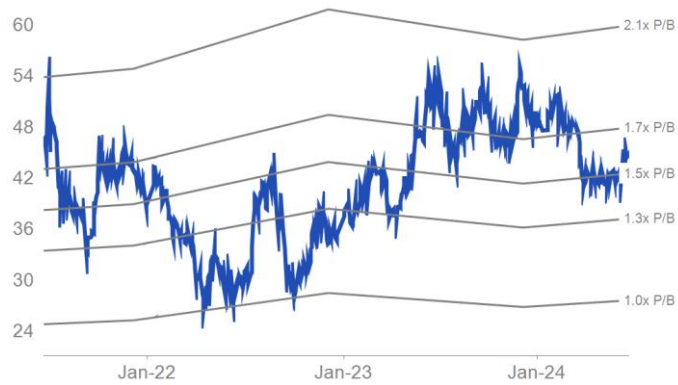
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 9：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 10：12 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 11：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	持有-超越同業	47.6	171	2.83	3.80	4.16	16.8	12.5	11.5	828.2	34.1	9.4
國外同業													
常州星宇車燈	601799 CH	未評等	127.3	5,570	4.0	5.3	6.7	31.8	24.0	19.0	20.6	32.2	26.9
科博達	603786 CH	未評等	53.1	3,466	1.6	2.1	2.8	33.2	25.3	19.0	44.5	31.5	30.9
華域汽車	600741 CH	未評等	15.6	7,744	2.2	2.4	2.5	7.1	6.5	6.2	(3.0)	6.5	6.4
Hella	HLE	未評等	85.7	10,122	3.2	3.7	4.4	26.8	23.2	19.5	94.6	17.5	18.8
國外同業平均					3.3	3.9	4.7	24.7	19.7	15.9	65.5	19.6	20.7
國內同業													
聯嘉	6288 TT	未評等	30.1	204	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 12：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	持有-超越同業	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	127.3	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	53.1	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	15.6	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	85.7	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	30.1	204	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 13：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	1,752	2,559	2,463	2,600	1,895	2,457	2,795	2,947	9,374	10,095
銷貨成本	(1,536)	(2,204)	(2,118)	(2,216)	(1,653)	(2,127)	(2,399)	(2,517)	(8,075)	(8,696)
營業毛利	215	355	346	384	243	330	395	430	1,299	1,399
營業費用	(196)	(253)	(239)	(231)	(184)	(220)	(268)	(271)	(920)	(943)
營業利益	20	101	107	152	59	110	127	160	380	456
業外利益	7	(15)	(17)	(19)	(14)	(14)	(15)	(17)	(45)	(60)
稅前純益	26	86	90	133	45	96	112	143	335	396
所得稅費用	4	(4)	(4)	(9)	(3)	(7)	(8)	(10)	(14)	(28)
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	81	85	124	42	90	104	133	321	368
調整後每股盈餘(NT\$)	0.26	0.71	0.74	1.08	0.36	0.78	0.91	1.15	2.79	3.20
調整後加權平均股數(百萬股)	115	115	115	115	115	115	115	115	115	115
重要比率										
營業毛利率	12.3%	13.9%	14.0%	14.8%	12.8%	13.4%	14.2%	14.6%	13.9%	13.9%
營業利益率	1.1%	4.0%	4.3%	5.9%	3.1%	4.5%	4.6%	5.4%	4.1%	4.5%
稅前純益率	1.5%	3.4%	3.6%	5.1%	2.4%	3.9%	4.0%	4.8%	3.6%	3.9%
稅後純益率	1.7%	3.2%	3.5%	4.8%	2.2%	3.7%	3.7%	4.5%	3.4%	3.7%
有效所得稅率	-15.2%	4.7%	4.4%	6.8%	6.7%	7.3%	7.1%	7.0%	4.2%	7.1%
季增率(%)										
營業收入	-32.5%	46.1%	-3.8%	5.6%	-27.1%	29.7%	13.8%	5.4%		
營業利益	-85.8%	415.3%	5.9%	42.1%	-61.2%	86.4%	15.5%	26.0%		
稅後純益	-74.9%	167.9%	4.9%	45.9%	-66.1%	114.3%	15.6%	27.9%		
調整後每股盈餘	-74.9%	167.9%	4.5%	45.9%	-66.3%	114.5%	16.2%	27.3%		
年增率(%)										
營業收入	17.6%	24.9%	5.4%	0.1%	8.2%	-4.0%	13.5%	13.3%	10.6%	7.7%
營業利益	-53.7%	3.2%	41.7%	9.9%	201.0%	8.9%	18.7%	5.3%	7.4%	20.0%
稅後純益	-0.6%	27.0%	-11.5%	2.8%	38.9%	11.1%	22.4%	7.3%	3.3%	14.6%
調整後每股盈餘	-0.6%	18.2%	-16.6%	1.3%	38.9%	10.1%	22.5%	6.8%	3.3%	14.9%

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%。

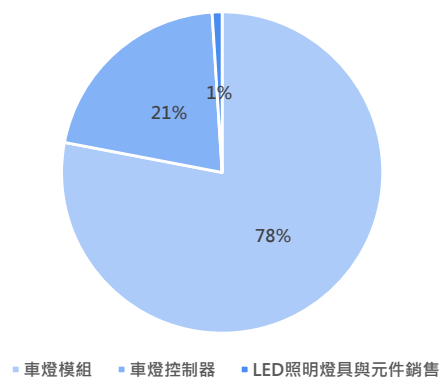
圖 14：LED 車燈模組設計流程

LED Module 的設計流程



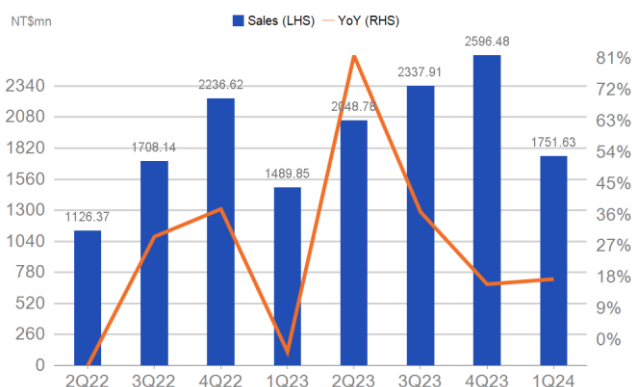
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：營收組成



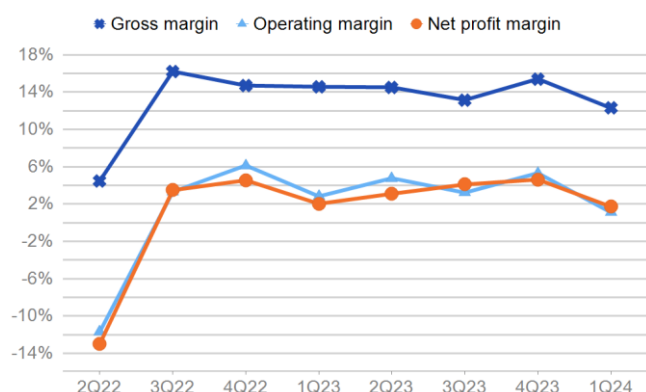
資料來源：公司資料

圖 16：營收趨勢



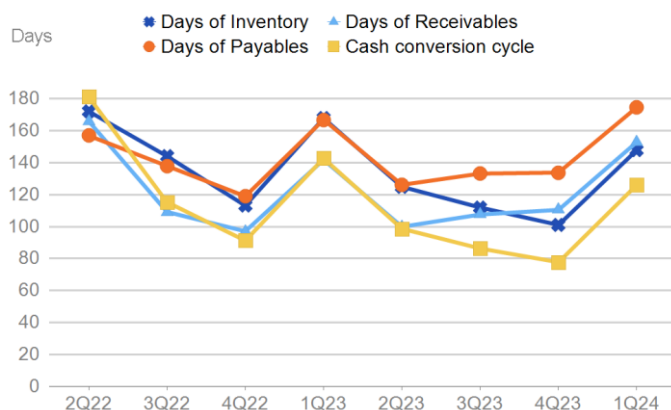
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：毛利率、營益率、淨利率



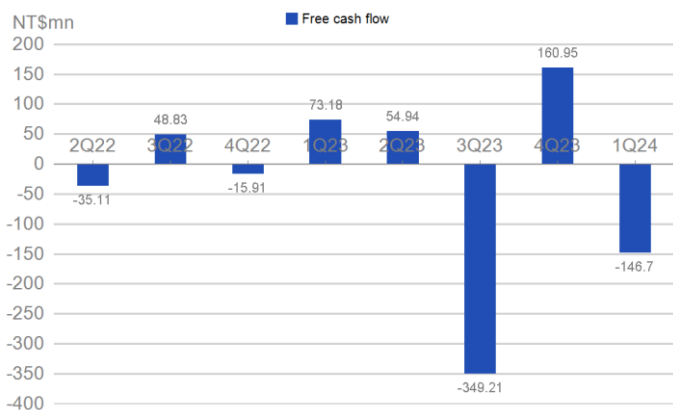
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：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	1,145	4,149	6,132
存貨	1,999	2,304	2,303	2,270	2,447
應收帳款及票據	2,042	2,608	3,189	3,414	3,500
其他流動資產	498	209	841	128	93
流動資產	5,109	6,467	7,477	9,253	8,837
採用權益法之投資	0	0	0	(28)	(42)
固定資產	594	1,471	1,634	2,570	3,032
無形資產	19	17	23	6	1
其他非流動資產	575	530	397	230	80
非流動資產	1,188	2,019	2,053	2,779	3,071
資產總額	6,297	8,485	9,531	12,032	11,908
應付帳款及票據	1,618	1,989	2,650	2,783	2,934
短期借款	1,087	1,399	1,733	1,399	1,399
什項負債	609	920	817	920	920
流動負債	3,313	4,308	5,199	4,455	2,661
長期借款	164	780	752	4,256	5,759
其他負債及準備	439	660	296	189	189
長期負債	603	1,440	1,048	4,445	5,947
負債總額	3,916	5,749	6,248	8,900	8,609
股本	966	1,067	1,149	1,067	1,067
資本公積	1,068	1,324	1,558	1,324	1,324
保留盈餘	525	491	770	886	1,054
什項權益	(179)	(145)	(193)	(145)	(145)
歸屬母公司之權益	2,381	2,737	3,283	3,132	3,300
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	2,381	2,737	3,283	3,132	3,300

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	321	368
折舊及攤提	249	212	270	595	601
本期營運資金變動	(904)	(205)	(174)	(80)	570
其他營業資產 及負債變動	314	(268)	(230)	38	35
營運活動之現金流量	(244)	(229)	177	874	1,575
資本支出	(127)	(901)	(237)	(1,058)	(1,058)
本期長期投資變動	0	0	0	17	14
其他資產變動	(79)	153	(153)	196	150
投資活動之現金流量	(206)	(748)	(390)	(845)	(894)
股本變動	121	100	82	0	0
本期負債變動	362	1,502	154	1,502	1,502
現金增減資	272	327	0	0	0
支付現金股利	(15)	(66)	(32)	(204)	(201)
其他調整數	(177)	(147)	(129)	0	0
融資活動之現金流量	563	1,717	75	1,299	1,302
匯率影響數	(43)	36	(62)	0	0
本期產生現金流量	70	776	(200)	1,327	1,983
自由現金流量	(371)	(1,130)	(60)	(184)	517

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	9,374	10,095
銷貨成本	(4,792)	(5,768)	(7,250)	(8,075)	(8,696)
營業毛利	868	844	1,223	1,299	1,399
營業費用	(776)	(781)	(869)	(920)	(943)
推銷費用	(253)	(279)	(234)	(283)	(312)
研究費用	(293)	(290)	(371)	(395)	(352)
管理費用	(213)	(216)	(265)	(240)	(279)
其他費用	(16)	4	1	(2)	0
營業利益	92	69	354	380	456
利息收入	12	12	11	7	8
利息費用	(35)	(60)	(79)	(76)	(68)
利息收入淨額	(23)	(49)	(68)	(69)	(60)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	7	(17)	3	22	0
其他業外收入(支出)淨額	43	27	25	2	0
稅前純益	119	30	314	335	396
所得稅費用	(22)	1	(3)	(14)	(28)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	96	31	311	321	368
稅前息前折舊攤銷前淨利	403	303	663	(215)	(146)
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.02	0.31	0	2.79	3.20

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	10.6	7.7
營業利益	1465.1	(25.0)	413.8	7.4	20.0
稅前息前折舊攤銷前淨利	49.5	(24.8)	118.9	--	--
稅後純益	680.9	(67.8)	903.2	3.3	14.6
調整後每股盈餘	(76.2)	(70.1)	812.9	(1.4)	14.9
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	15.3	12.8	14.4	13.9	13.9
營業利益率	1.6	1.0	4.2	4.1	4.5
稅前息前淨利率	1.5	(0.5)	2.8	4.1	4.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	7.1	4.6	7.8	(2.3)	(1.4)
稅前純益率	2.1	0.5	3.7	3.6	3.9
稅後純益率	1.7	0.5	3.7	3.4	3.7
資產報酬率	1.6	0.4	3.5	2.7	3.1
股東權益報酬率	4.6	1.2	10.3	10.2	11.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	164.5	210.1	190.3	284.2	260.9
淨負債權益比(%)	28.6	30.5	40.8	48.1	31.1
利息保障倍數 (倍)	4.4	1.5	5.0	5.4	6.8
流動比率 (%)	154.2	150.1	143.8	207.7	332.1
速動比率 (%)	89.6	94.5	96.9	161.7	269.4
淨負債 (NT\$百萬元)	682	834	1,340	1,507	1,026
調整後每股淨值 (NT\$)	24.62	25.65	28.55	27.25	28.71
評價指標 (倍)					
本益比	43.5	145.4	16.6	15.9	13.9
股價自由現金流量比	--	--	--	--	9.9
股價淨值比	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	12.7	16.9	7.7	--	--
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

— 收盤價



資料來源：CMoney、元大投顧
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

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>.