

大立光(3008)

Downgrade to HOLD

■台灣 50 □中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 洪浚哲 Charles Hung
charles1980@masterlink.com.tw

評等

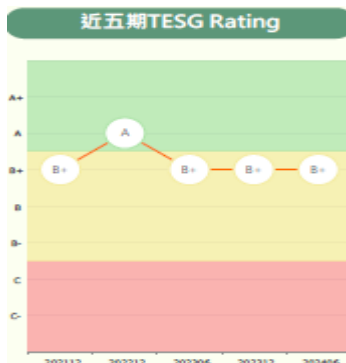
日期: 2024/10/18
目前收盤價 (NT\$): 2545.0
目標價 (NT\$): 2700
52 週最高最低(NT\$): 2005-3200
加權指數: 23053.84

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 1,335
市值 (NT\$/mn): 339,760
市值 (US\$/mn): 11,325
20 日平均成交量(仟股): 980
PER (2024): 14.92
PBR (2024): 2.47
外資持股比率: 37.73
TCRI 2

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-3.1	-17.0	15.7
加權指數報酬率	5.5	-3.0	14.1

2024Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	BUY
目標價 (NT\$)	2,700	3,100
營業收入 (NT\$/mn)	58,302	58,457
毛利率 (%)	49.33	50.48
營益率 (%)	38.58	39.14
EPS (NT\$)	170.55	178.18
BVPS(NT\$)	1300.8	1200.9



獲利略優於預期，惟需求轉差市占率負向

- 自結財報營收 109 億元，QoQ72%，YoY39%，毛利率 50.2%，略低於預期，惟費用率優於預期 OPM 符合預期，業外匯損 12 億元，稅後 EPS 49.67 元略優於元富預期。展望 4Q 目前 10 月持平 11 月下，預估營收 170 億元，QoQ-10%，YoY-4%，預估因規模下滑及競爭提高，預估毛利率 49.5%，預估稅後 EPS41.39 元。
- 手機市況轉差近期下修，AI 刺激有限，長期公司技術仍具優勢，惟待時間發酵：(1)潛望鏡頭 2024 已成市場主流，下一代機種潛望鏡將改款升級，精度與組測難度有助於技術門檻維持或提升。(2)玻塑混合即可變光圈等新應用逐步增加，2025 有機會隨新建產能進一步增加。(3) 塑膠稜鏡於部分客戶已認證通過，長期仍具市場機會。
- 短期進入下行循環：整體手機近期市況轉差近期客戶下修，AI 刺激效果不明顯，新機拉貨週期提前達高峰。元富預估大立光 2024 年營收 583 億元，YoY19%，預估稅後淨利 205 億元，YoY47%，因 4Q 營收下修，預估 2024 EPS 下修至 170.55 元，因 2024 營運基期提高，預估 2025 EPS 下修至 170.2 元。雖 3Q 獲利略優於預期，惟潛望鏡出貨高峰已屆，主要客戶增加對手之拉貨，市佔率下滑預期影響 ASP，而高階新應用發酵及進展緩慢，故投資建議由買進轉中立，目標價調整至 2,700 元(17x PER)。

Exhibit 1: 營收 YOY



Sources : Masterlink

Exhibit 2: TESG 企業永續指標



Sources : Masterlink

大立光為光學龍頭廠，生產
手機塑膠鏡頭為主

大立光為全球最大之光學塑膠鏡頭廠，主要生產應用於手機等行動裝置之塑膠鏡頭，產品包括投影機、掃瞄器、數位相機、照相手機鏡頭、光學滑鼠、隱形眼鏡等光學零組件之設計與製造。主要客戶為美系集中系一線手機品牌。目前鏡頭出貨量比重分別為：20MP 10-30%、10MP 40-60%、8MP 鏡頭 0-10%、其他 20-30%。

Exhibit 3 產品組合變化預估

產品	佔比(F)	YoY	毛利率(E)
20MP+	25%	10~20%	>50%
10MP	56%	0~10%	>50%
8MP	6%	0~-10%	<50%
Others	13%	0~10%	<50%

Source: : Company Data、Masterlink

獲利略優於預期，4Q 需求下
滑

自結財報營收 109 億元，QoQ72%，YoY39%，毛利率 50.2%，略低於預期，惟費用率優於預期 OPM 符合預期，業外匯損 12 億元，稅後 EPS 49.67 元略優於元富預期。展望 4Q 因客戶需求下修，目前 10 月持平 11 月下滑，預估營收 170 億元，QoQ-10%，YoY-4%，預估因規模下滑及競爭提高，預估毛利率 49.5%，預估稅後 EPS41.39 元。

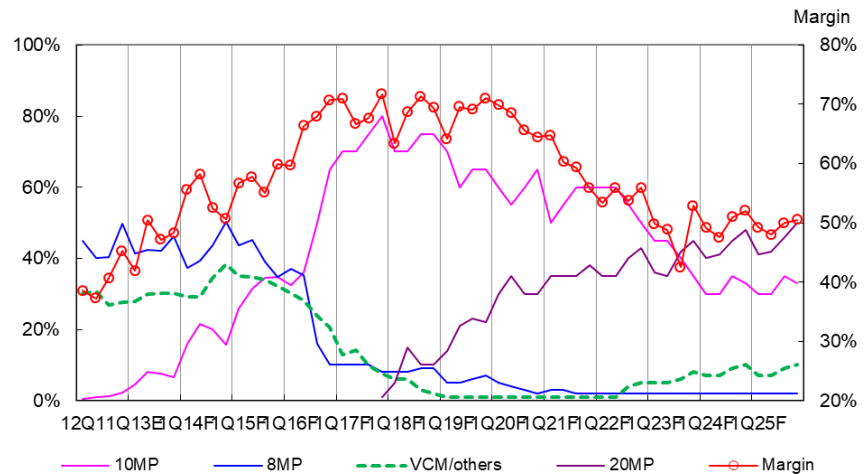
下一代感光元件尺寸放大，
潛望鏡精度將提升

本季 20MP 鏡頭比重降至 10-20%較前一季持平，10MP 升至 60-70%，產品組合符合預期。後續展望近期手機需求展望較差，部分客戶有做下修，AI 對鏡片硬體之需求提升有限。

2024 整體市場於一般新機規格仍沿用，高規設計主要集中於旗艦機款升級，未來潛望鏡、可變光圈、玻塑混合等為發展重點：8P 因門檻高僅部分客戶開始採用，需求成長較緩慢，2025 仍進展有限，9P 尚未開始導入；潛望鏡 2H24 以拓展導入至其他機款為主，初期因首先獨家供貨出貨較高。2025 下一代機種因望遠端 sensor 將放大，稜鏡組裝精度需求提高，有助於維持市佔率。另亦有送樣塑膠稜鏡已認證通過，未來仍有機會切入後世代機種供應。可變光圈因雙光圈設計難度亦高，目前部分客戶開始導入。另玻塑混合(G+P)設計逐漸增加，客戶開始有較高混合規格需求，應用於主鏡頭壓低厚度或增進畫質，目前高階機種設計亦多採用模造玻璃並同步提升設計規格，預期 ASP 較佳。

自製 VCM 22 年起持續擴產，未來亦將增加客戶，目前與客戶設計升級需求。車用鏡頭持續有出貨，目前尚屬較低階逐步往高階成長。AR/VR 鏡頭目前亦持續發展，VR、Pancake 鏡片目前貢獻有限，規格相對較低獲利挹注有限；長期於 AR 光波導則較能有高階應用。另一方面，已開始自製玻璃鏡片，惟較大之產能供給仍待新廠建成，目前土建即將完成初步規劃於 3Q25 完工將視需求開出產能，亦將涵蓋高階鏡頭等其他新應用。

Exhibit 4 鏡頭畫素比重與毛利率分析



Sources: Masterlink

2024 持續升級循環

手機市況轉差近期下修，AI 刺激有限，長期公司技術仍具優勢，惟待時間發酵：
(1)潛望鏡頭 2024 已成市場主流，下一代機種潛望鏡將改款升級，精度與組測難度有助於技術門檻維持或提升。(2)玻塑混合即可變光圈等新應用逐步增加，2025 有機會隨新建產能進一步增加。(3) 塑膠稜鏡於部分客戶已認證通過，長期仍具市場機會。

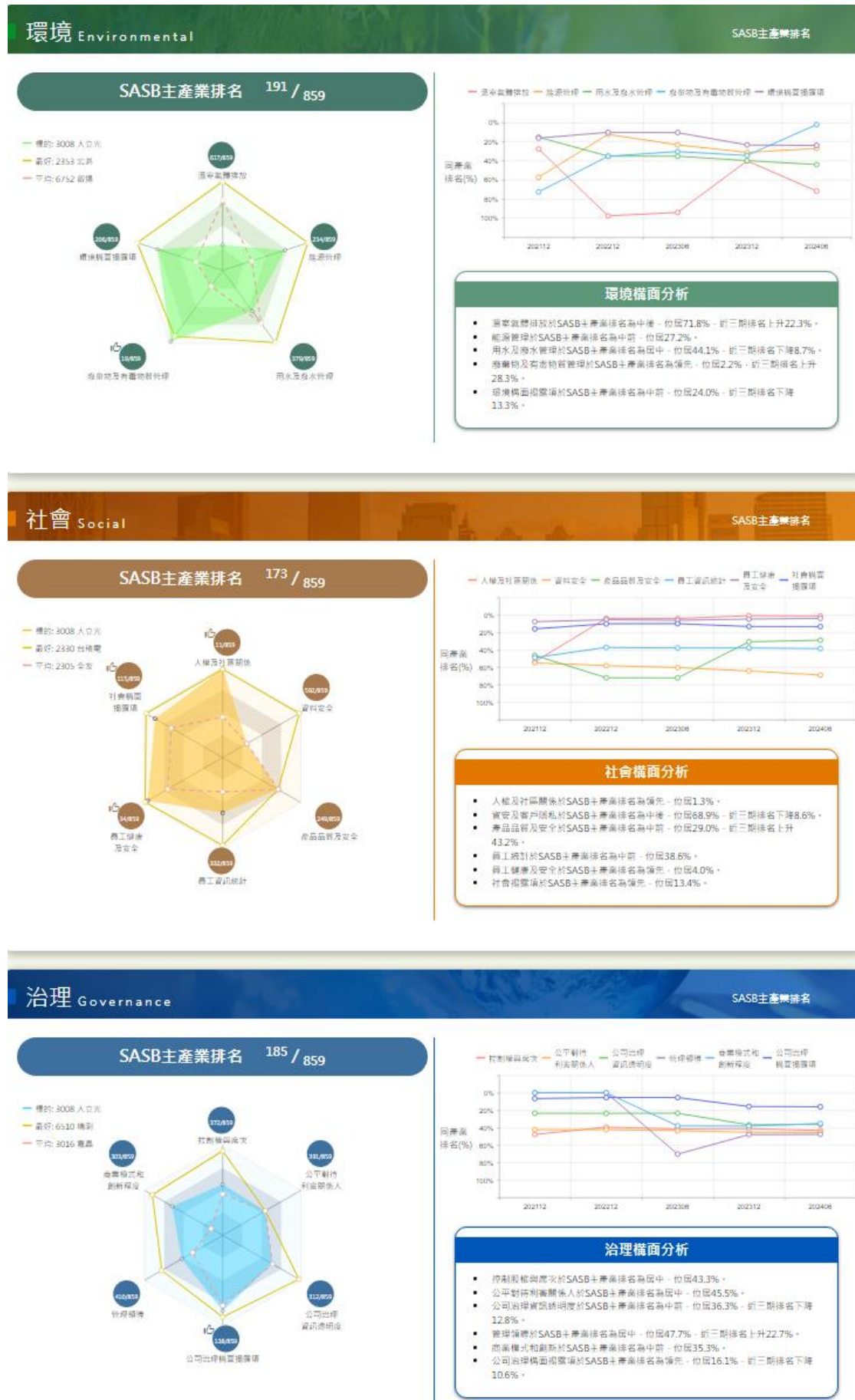
4Q24 市占下滑影響營運

整體手機近期市況轉差近期客戶下修，AI 刺激效果不明顯，新機拉貨週期提前達高峰。元富預估大立光 2024 年營收 583 億元，YoY19%，預估稅後淨利 205 億元，YoY47%，因 4Q 營收下修，預估 2024 EPS 下修至 170.55 元，因 2024 營運基期提高，預估 2025 EPS 下修至 170.2 元。雖 3Q 獲利略優於預期，惟潛望鏡出貨高峰已屆，主要客戶增加對手之拉貨，市佔率下滑預期影響 ASP，而高階新應用發酵及進展緩慢，故投資建議由買進轉中立，目標價調整至 2,700 元(17x PER)。

風險提示

營收可能因主要客戶拉貨狀況，以及高低階鏡頭市場需求有所變動，毛利率視產品組合狀況可能異動

TESG 企業永續指標(分項指標)



Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	47,675	48,842	58,302	62,549	
COGS	21,580	25,037	29,542	31,515	
Gross profit	26,096	23,806	28,760	31,033	
Operating expense	5,699	5,986	6,269	6,183	
Operating profit	20,397	17,819	22,490	24,851	
Total non-operate. Inc.	5,752	360	3,534	3,200	
Pre-tax profit	26,149	18,179	26,025	28,051	
Total Net profit	20,948	13,980	20,574	22,721	
Minority	0	0	0	0	
Net Profit	20,948	13,980	20,574	22,721	
EPS (NT\$)	169.52	134.18	170.55	170.20	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Sales	1.5	2.4	19.4	7.3	
Gross profit	(7.3)	(8.8)	20.8	7.9	
Operating profit	(11.9)	(12.6)	26.2	10.5	
Pre-tax profit	13.6	(30.5)	43.2	7.8	
Net profit	12.3	(33.3)	47.2	10.4	
EPS	21.7	(20.8)	27.1	(0.2)	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Gross	54.7	48.7	49.3	49.6	
Operating	42.8	36.5	38.6	39.7	
EBITDA	58.1	40.6	47.7	47.8	
Pre-tax	54.8	37.2	44.6	44.8	
Net	43.9	28.6	35.3	36.3	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	11,313	10,985	18,949	17,054
Gross profit	5,561	5,327	9,516	8,357
Operating profit	3,959	3,900	7,801	6,830
Total non-op. inc.	2,371	815	48	300
Pre-tax profit	6,330	4,715	7,849	7,130
Net profit	5,011	3,407	6,630	5,526
EPS	45.79	33.70	49.67	41.39
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Net sales	23.8	34.1	39.0	(4.6)
Gross profit	22.1	33.0	64.3	(11.6)
Operating profit	19.6	43.5	101.3	(13.7)
Net profit	108.3	27.6	34.7	38.8
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Net sales	(36.7)	(2.9)	72.5	(10.0)
Gross profit	(41.2)	(4.2)	78.6	(12.2)
Operating profit	(50.0)	(1.5)	100.0	(12.4)
Net profit	25.8	(32.0)	94.6	(16.6)
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Gross	49.2	48.5	50.2	49.0
Operating	35.0	35.5	41.2	40.1
Net	44.3	31.0	35.0	32.4

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	110,172	107,490	111,128	117,145	
Marketable securities	40	50	830	2,354	
A/R & I/R	8,356	7,295	8,845	9,938	
Inventory	4,847	5,737	6,208	5,708	
Others	-13,439	-14,976	-24,961	-25,178	
Total current asset	109,975	105,596	102,050	109,967	
Long-term invest.	1,711	1,351	1,072	1,371	
Total fixed assets	33,756	34,416	34,983	34,915	
Total other assets	18,298	17,848	16,193	14,018	
Total assets	179,001	177,945	168,930	174,711	
Short-term Borrow	77	0	0	0	
A/P & N/P	1,505	1,578	1,508	1,679	
Other current liab.	42,489	39,062	25,211	31,004	
Total current liab.	44,071	40,640	26,719	32,683	
L-T borrow s	0	0	0	0	
Other L-T liab.	111	112	110	119	
Total liability.	44,358	40,917	27,010	32,971	
Common stocks	1,341	1,341	1,341	1,341	
Reserves	1,561	1,561	1,561	1,563	
Retain earnings	131,741	134,126	139,018	140,236	
Total Equity	134,643	137,028	141,920	141,740	
Total Liab. & Equity	179,001	177,945	168,930	174,711	

Consolidated Statement of Cash flow				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	20,948	13,980	20,574	22,721
Dep & Amort	1,146	1,155	1,166	1,203
Investment income	-23	-19	4	6
Changes in W/C	2,114	-1,717	-2,068	1,149
Other adjustment	23,117	5,862	-129	-129
Cash flow – ope.	47,301	19,261	19,547	24,950
Capex	-8,500	-8,500	-8,496	-8,495
Change in L-T inv.	0	0	0	0
Other adjustment	-1,293	-2,651	-996	-995
Cash flow – inve.	-9,793	-11,151	-9,492	-9,490
Free cash flow	38,801	10,761	11,051	16,455
Inc. (Dec.) debt	0	0	0	0
Cash dividend	-8,229	-9,238	-6,417	-9,444
Other adjustment	-6,443	-512	0	0
Cash flow – Fin.	-14,673	-9,750	-6,417	-9,444
Exchange influence	0	0	0	0
Change in Cash	21,022	-2,682	3,638	6,017
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
ROA	11.96	7.83	11.86	13.22
ROE	15.21	10.29	14.75	16.02

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.