

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	73.50 元
目標價	
3 個月	75.00 元
12 個月	75.00 元

中光電(5371 TT)

Neutral

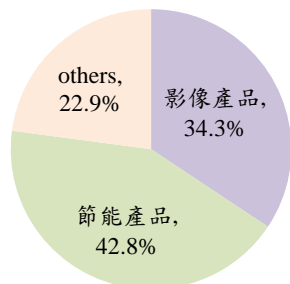
近期報告日期、評等及前日股價

05/02/2024	Neutral	103.00
02/09/2024	Neutral	71.00
11/01/2023	Neutral	73.00
08/02/2023	Neutral	75.40
04/26/2023	Neutral	73.50

公司基本資訊

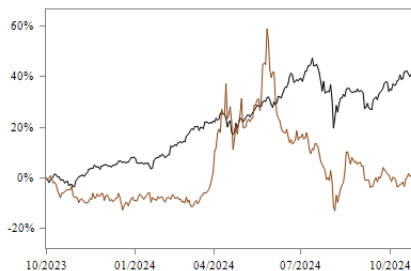
目前股本(百萬元)	3,910
市值(億元)	287
目前每股淨值(元)	62.61
外資持股比(%)	14.34
投信持股比(%)	0.81
董監持股比(%)	7.61
融資餘額(張)	10,589
現金股息配發率(%)	84.27

產品組合



股價相對大盤走勢

— 5371 — TWSE



4Q24 營收展望不及 3Q24，維持 Neutral 評等。

投資建議：3Q24 中光電本業表現雖因 TV BL 等節能產品進入拉貨高峰而改善，但 2H24 旺季效應不如過往，考量 TV BL 出貨高峰已過，加上影像產品近期訂單能見度偏低，4Q24 中光電營收展望不及 3Q24，故群益維持對中光電 Neutral 的投資建議。

3Q24 稅後淨利 2.03 億元，QoQ-28.08%：受惠於 TV LCM 出貨暢旺，3Q24 中光電的營收 106.94 億元，QoQ+7.28%，雖然毛利率受美元兌台幣匯率貶值、產品結構(毛利率較低的節能產品營收比重提高)影響而降低至 16.61%，本業表現仍較 2Q24 改善，惟 2Q24 業外利益基期因認列 0.68 億元股利收入、0.80 億元評價利益而偏高，3Q24 稅後淨利 2.03 億元，QoQ-28.08%。

再就影像、節能產品 3Q24 出貨表現而言，首先，影像產品 3Q24 出貨 23.3 萬台，與 2Q24 差距有限，其中，Home/Entertainment 產品營收增加至 14.12 億元，QoQ+11.66%，主要係中國客戶補庫存訂單所帶動，且與先前 20 億元/季以上的實績仍有一段差距，占影像產品的營收比重由 2Q24 的 38% 提高至 3Q24 的 41%。

其次，在節能產品的部份，4Q23 出貨 760 萬片，QoQ+1%，其中，TV BL 出貨量 QoQ+47%，主要係越南廠 TV LCM(2Q24 開始量產)出貨量放大所致，TV BL 營收 QoQ+48%，占節能產品的營收比重由 2Q24 的 35% 提高至 3Q24 的 43%；NB BL 出貨量 QoQ-4%，旺季效應未顯現，惟因高階機種出貨比重較高，NB BL 營收 QoQ+2%；至於 monitor BL 出貨量 QoQ-48%，原因在於部份 in-house 產線停產，monitor BL 營收 QoQ-29%，占節能產品的營收比重由 2Q24 的 13% 降低至 3Q24 的 7%。

4Q24 影像、節能產品出貨展望均不及 3Q24：群益預估，4Q24 中光電營收 101.76 億元，QoQ-4.85%，2H 傳統旺季效應未若以往，原因有二，(1)地緣政治、通膨、失業率等因素導致影像產品市場不確定性提高，近期客戶多以急單、短單因應，預估 4Q24 影像產品出貨量較 3Q24 減少超過 20%，(2)由於 TV BL 出貨高峰已過，預估 4Q24 出貨量 QoQ-30%，節能產品出貨量 QoQ-10%。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	39,492	39,957	42,728	10,400	9,888	9,120	9,969	10,694	10,176	9,457	10,586	11,563
營業毛利淨額	7,872	6,967	7,617	2,256	1,998	1,606	1,787	1,776	1,797	1,726	1,830	2,084
營業利益	931	207	716	473	200	-28	40	108	87	73	134	328
稅後純益	1,392	791	1,052	467	260	143	282	203	164	235	287	298
稅後 EPS(元)	3.56	2.02	2.69	1.19	0.66	0.37	0.72	0.52	0.42	0.60	0.74	0.76
毛利率(%)	19.93%	17.44%	17.83%	21.69%	20.21%	17.61%	17.93%	16.61%	17.66%	18.25%	17.29%	18.02%
營業利益率(%)	2.36%	0.52%	1.68%	4.55%	2.02%	-0.31%	0.40%	1.01%	0.86%	0.77%	1.26%	2.84%
稅後純益率(%)	3.52%	1.98%	2.46%	4.49%	2.63%	1.57%	2.83%	1.90%	1.61%	2.49%	2.72%	2.58%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-20.67%	1.18%	6.93%	7.96%	-4.92%	-7.77%	9.31%	7.28%	-4.85%	-7.06%	11.93%	9.23%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-40.99%	-43.14%	32.96%	13.25%	-44.34%	-44.90%	96.74%	-28.08%	-19.22%	43.57%	22.29%	3.83%

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 10 月 30 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。

雖本業表現改善，但 2Q24 業外利益基期較高，3Q24 稅後淨利 2.03 億元，QoQ-28.08%：

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 Home/Entertainment、Business、大型展演高階工程機(large venue)等，近幾年占影像產品的營收比重分別為 30~50%、35~45%、10~20%。

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%；至於另一子公司「中光電智能機器人」(持股比重為 100%)營收多數來自無人機軍用商規產品(主要爭取爭取我國政府陸軍、海軍標案)、ODM 訂單(訂單主要來自美國客戶，鎖定當地警消相關「美國國防授權法案(NDAA)」衍生商機)，雖然目前營收比重偏低，但為中光電平添「軍工」股價題材。

3Q24 中光電的營收 106.94 億元，QoQ+7.28%，動能主要來自 TV LCM，雖然毛利率受美元兌台幣匯率貶值、產品結構(毛利率較低的節能產品營收比重提高)影響而降低至 16.61%(2Q24 為 17.93%)，本業表現仍較 2Q24 改善，惟 2Q24 業外利益基期因認列 0.68 億元股利收入、0.80 億元評價利益而偏高，3Q24 稅後淨利 2.03 億元，QoQ-28.08%。

再就影像、節能產品 3Q24 出貨表現而言，首先，影像產品 3Q24 出貨 23.3 萬台，與 2Q24 差距有限，其中，Home/Entertainment 產品營收增加至 14.12 億元，QoQ+11.66%，主要係中國客戶補庫存訂單所帶動，且與先前 20 億元/季以上的實績仍有一段差距，占影像產品的營收比重由 2Q24 的 38% 提高至 3Q24 的 41%。

其次，在節能產品的部份，4Q23 出貨 760 萬片，QoQ+1%，其中，TV BL 出貨量 QoQ+47%，主要係越南廠 TV LCM(2Q24 開始量產)出貨量放大所致，

2024 年 10 月 30 日

TV BL 營收 QoQ+48%，占節能產品的營收比重由 2Q24 的 35% 提高至 3Q24 的 43%；NB BL 出貨量 QoQ-4%，旺季效應未顯現，惟因高階機種出貨比重較高，NB BL 營收 QoQ+2%；至於 monitor BL 出貨量 QoQ-48%，原因在於部份 in-house 產線停產，monitor BL 營收 QoQ-29%，占節能產品的營收比重由 2Q24 的 13% 降低至 3Q24 的 7%。

2H24 傳統旺季效應未若以往，且 4Q24 影像、節能產品出貨展望均不及 3Q24：

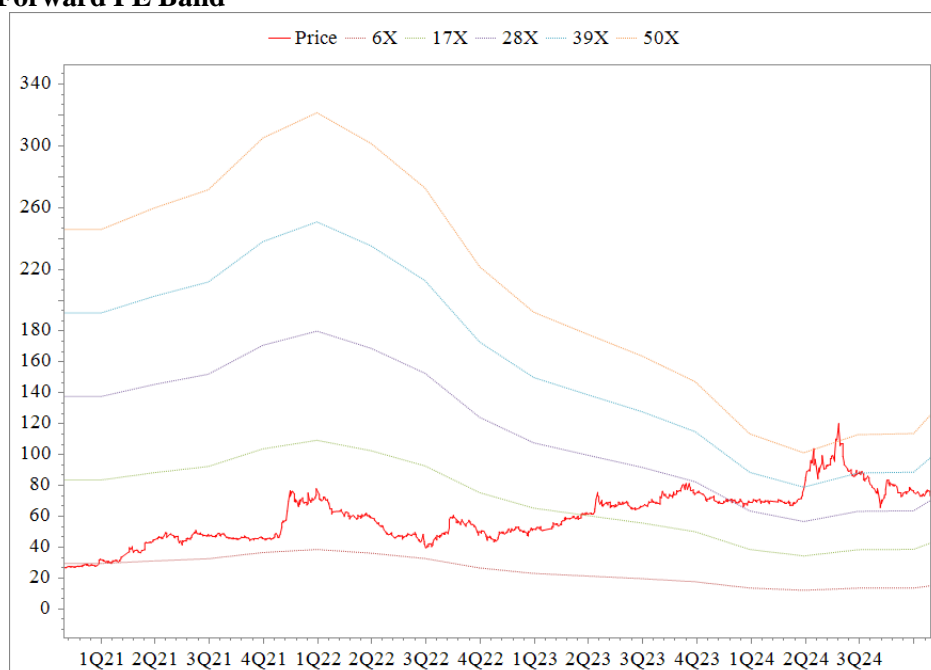
群益預估，4Q24 中光電營收 101.76 億元，QoQ-4.85%，2H 傳統旺季效應未若以往，原因有二，(1)地緣政治、通膨、失業率等因素導致影像產品市場不確定性提高，近期客戶多以急單、短單因應，預估 4Q24 影像產品出貨量較 3Q24 減少超過 20%，(2)由於 TV BL 出貨高峰已過，預估 4Q24 出貨量 QoQ-30%，節能產品出貨量 QoQ-10%。

4Q24 營收展望不及 3Q24，群益維持對中光電 Neutral 的投資建議：

3Q24 中光電本業表現雖因 TV BL 等節能產品進入拉貨高峰而改善，但 2H24 旺季效應不如過往，考量 TV BL 出貨高峰已過，加上影像產品近期訂單能見度偏低，4Q24 中光電營收展望不及 3Q24，故群益維持對中光電 Neutral 的投資建議。

2024 年 10 月 30 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 10 月 30 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	61,470	55,858	55,604	55,556	54,237
流動資產	46,956	40,336	38,767	39,581	40,285
現金及約當現金	11,230	12,365	16,556	14,471	15,954
應收帳款與票據	18,971	10,266	9,914	10,229	10,492
存貨	9,301	10,445	8,589	8,765	8,935
採權益法之投資	43	50	41	37	28
不動產、廠房設備	7,514	8,092	8,432	8,282	8,132
負債總計	37,253	30,777	29,957	30,531	29,220
流動負債	33,725	25,918	28,667	29,269	29,790
應付帳款及票據	13,496	7,334	7,602	7,763	8,013
非流動負債	3,528	4,859	1,290	1,100	-980
權益總計	24,217	25,080	25,647	25,025	25,017
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	16,820	16,812
母公司業主權益	22,152	22,730	23,484	23,102	23,334
負債及權益總計	61,470	55,858	55,604	55,556	54,237

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	935	1,796
稅前純益	2,785	3,173	1,588	765	1,057
折舊及攤銷	1,441	1,545	1,493	1,467	1,440
營運資金變動	-6,365	1,399	2,476	-329	-184
其他營運現金	0	-1,211	-1,109	-967	-517
投資活動現金	-8,999	-2,836	1,723	-2,091	-1,937
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	-291	-137
籌資活動現金	4,321	-1,722	-1,629	2,071	1,623
長借/公司債變動	1,474	1,684	-3,414	-189	-2,080
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-1,564	-1,564	-1,759	-1,173	-821
其他籌資現金	4,411	-1,842	3,544	3,433	4,525
淨現金流量	-7,071	1,135	4,191	915	1,482
期初現金	18,301	11,230	12,365	16,556	17,471
期末現金	11,230	12,365	16,556	17,471	18,954

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	39,957	42,728
營業成本	41,102	40,329	31,620	32,991	35,112
營業毛利淨額	8,731	9,454	7,872	6,967	7,617
營業費用	7,085	7,304	6,941	6,760	6,901
營業利益	1,646	2,151	931	207	716
EBITDA	3,990	4,772	3,117	2,742	3,128
業外收入及支出	754	680	250	559	341
稅前純益	2,785	3,173	1,588	765	1,057
所得稅	746	760	386	215	244
稅後純益	2,032	2,359	1,392	791	1,052
稅後 EPS(元)	5.20	6.03	3.56	2.02	2.69
完全稀釋 EPS**	5.20	6.03	3.56	2.02	2.69

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%	1.18%	6.93%
營業毛利淨額	17.88%	8.28%	-16.74%	-11.50%	9.33%
營業利益	137.89%	30.62%	-56.73%	-77.80%	246.44%
稅後純益	30.20%	16.11%	-40.99%	-43.14%	32.96%
獲利能力分析(%)					
毛利率	17.52%	18.99%	19.93%	17.44%	17.83%
EBITDA(%)	8.01%	9.59%	7.89%	6.86%	7.32%
營益率	3.30%	4.32%	2.36%	0.52%	1.68%
稅後純益率	4.08%	4.74%	3.52%	1.98%	2.46%
總資產報酬率	3.31%	4.22%	2.50%	1.42%	1.94%
股東權益報酬率	8.39%	9.41%	5.43%	3.16%	4.21%

償債能力檢視

負債比率(%)	60.60%	55.10%	53.87%	54.95%	53.87%
負債/淨值比(%)	153.83%	122.71%	116.80%	122.00%	116.80%
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	96.00	92.00
應收帳款天數	112.27	107.18	93.26	92.00	88.50

2024 年 10 月 30 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	9,633	10,400	9,888	9,120	9,969	10,694	10,176	9,457	10,586	11,563	11,123	10,033
營業成本	7,618	8,144	7,890	7,513	8,181	8,917	8,379	7,731	8,756	9,479	9,146	8,199
營業毛利淨額	2,015	2,256	1,998	1,606	1,787	1,776	1,797	1,726	1,830	2,084	1,977	1,834
營業費用	1,821	1,783	1,798	1,635	1,747	1,669	1,710	1,653	1,696	1,756	1,796	1,680
營業利益	194	473	200	-28	40	108	87	73	134	328	181	154
業外收入及支出	281	51	109	103	268	103	85	41	178	37	85	41
稅前純益	475	524	309	75	308	210	172	114	312	365	266	195
所得稅	110	103	88	89	64	13	49	35	62	72	75	60
稅後純益	412	467	260	143	282	203	164	235	287	298	231	291
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)	1.05	1.19	0.66	0.37	0.72	0.52	0.42	0.60	0.74	0.76	0.59	0.74

獲利能力(%)

毛利率(%)	20.92%	21.69%	20.21%	17.61%	17.93%	16.61%	17.66%	18.25%	17.29%	18.02%	17.78%	18.28%
營業利益率(%)	2.01%	4.55%	2.02%	-0.31%	0.40%	1.01%	0.86%	0.77%	1.26%	2.84%	1.63%	1.53%
稅後純益率(%)	4.28%	4.49%	2.63%	1.57%	2.83%	1.90%	1.61%	2.49%	2.72%	2.58%	2.08%	2.90%

QoQ(%)

營業收入淨額	0.65%	7.96%	-4.92%	-7.77%	9.31%	7.28%	-4.85%	-7.06%	11.93%	9.23%	-3.80%	-9.80%
營業利益	202.41%	144.05%	-57.68%	N.A	N.A	168.14%	-19.04%	-16.75%	84.14%	145.60%	-44.70%	-15.25%
稅前純益	69.79%	10.28%	-40.95%	-75.88%	312.94%	-31.77%	-18.13%	-34.04%	174.40%	17.19%	-27.03%	-26.90%
稅後純益	63.21%	13.25%	-44.34%	-44.90%	96.74%	-28.08%	-19.22%	43.57%	22.29%	3.83%	-22.49%	25.87%

YoY(%)

營業收入淨額	-23.37%	-19.40%	-11.49%	-4.71%	3.48%	2.83%	2.91%	3.70%	6.19%	8.13%	9.31%	6.09%
營業利益	-71.71%	-38.88%	-45.70%	N.A	-79.27%	-77.23%	-56.43%	N.A	232.74%	204.77%	108.17%	111.94%
稅前純益	-55.11%	-47.36%	-35.13%	-73.33%	-35.13%	-59.87%	-44.35%	52.16%	1.11%	73.65%	54.77%	71.53%
稅後純益	-49.13%	-33.04%	-30.11%	-43.31%	-31.66%	-56.60%	-37.01%	64.11%	2.00%	47.26%	41.29%	23.88%

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。