

2024 年 11 月 29 日

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價	38.10 元
目標價	
3 個月	43 元
12 個月	43 元

麗清 (3346 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

09/27/2024	Trading Buy	38.10
04/22/2024	Trading Buy	42.10
12/21/2023	Strong Buy	47.45

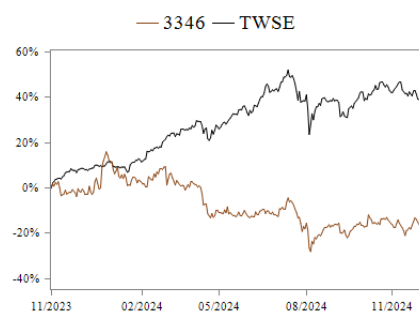
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,152
市值(億元)	44
目前每股淨值(元)	29.85
外資持股比(%)	2.98
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	7.00
融資餘額(張)	4,620
現金股息配發率(%)	52.92

產品組合



股價相對大盤走勢



短期營運動能向上，投資建議 Trading Buy。

投資建議 Trading Buy：考量短期營運動能走升，且 2025 年獲利能力有望恢復回升，但中國市場競爭態勢激烈增添不確定性，投資建議維持 Trading Buy，目標價 43 元(以 2025 年 EPS 及 PE 13 倍評價)。

預估 4Q24 營運動能回升：4Q24 因進入傳統出貨旺季，預估營收 26.86 億元，QoQ+9.52%、YoY+3.45%；且以過往經驗來看，營收高峰將落於 12/2024。獲利能力方面，預估毛利率維持穩定表現，而因較無額外研發實驗費用影響，營業費用略降有助於營業費用率下降。預估營業利益 1.36 億元，QoQ+49.60%、YoY-1.59%。若業外淨收入影響有限，稅率相對回升，預估稅後純益 1.11 億元，QoQ+48.20%、YoY-7.96%，EPS 0.96 元。

預估 2024 年獲利表現平穩：LED 車燈模組營收呈現增長態勢，車燈控制器出貨則隨著產能同步增長。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，壓縮營收成長力道。預估 2024 年營收 94.44 億元，YoY+11.46%。雖營收規模提升且 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；但受到產品降價影響，預估 2024 年毛利率略降至 13.73%。營業利益 3.44 億元，YoY-2.77%。考量業外有匯兌利益挹注、稅率回升，預估稅後純益 2.99 億元，YoY-3.64%，EPS 2.60 元。

預估 2025 年獲利有望回升：中國市場仍面臨內部競爭壓力，將抵銷部分成長動能。而頭燈控制器將維持穩定出貨表現，觀音廠持續產能滿載生產。預估 2025 年營收 103.72 億元，YoY+9.83%。獲利能力方面，由於 2Q24~4Q24 毛利率皆維持穩定狀態，若年度降價幅度維持正常的 3%，預估 2025 年毛利率約落於 14% 平穩表現。考量營業費用僅小幅增長，預估營業利益 4.79 億元，YoY+39.26%。若業外淨收入相對下降，稅率回升，預估稅後純益 3.83 億元，YoY+28.02%，EPS 3.33 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	9,444	10,372	11,029	2,338	2,596	1,752	2,554	2,453	2,686	2,261	2,548	2,696
營業毛利淨額	1,297	1,454	1,561	308	400	215	360	343	378	309	356	382
營業利益	344	479	530	76	138	20	97	91	136	83	117	135
稅後純益	299	383	428	96	121	30	83	75	111	64	91	110
稅後 EPS(元)	2.60	3.33	3.71	0.83	1.05	0.26	0.72	0.65	0.96	0.56	0.79	0.96
毛利率(%)	13.73%	14.02%	14.16%	13.16%	15.42%	12.30%	14.10%	13.99%	14.07%	13.68%	13.98%	14.18%
營業利益率(%)	3.64%	4.62%	4.81%	3.23%	5.33%	1.12%	3.82%	3.71%	5.07%	3.66%	4.58%	5.03%
稅後純益率(%)	3.17%	3.70%	3.88%	4.11%	4.64%	1.73%	3.27%	3.05%	4.13%	2.83%	3.56%	4.10%
營業收入 YoY/QoQ(%)	11.46%	9.83%	6.33%	14.11%	11.06%	-32.54%	45.80%	-3.97%	9.52%	-15.81%	12.68%	5.80%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-3.64%	28.02%	11.60%	50.50%	25.58%	-74.93%	175.91%	-10.21%	48.20%	-42.38%	41.97%	21.65%

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 11.52 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：

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。麗清為中國最大 LED 車燈模組廠，市占率接近三成。麗清車燈模組供應整車前裝市場，客戶包括整車廠及車燈廠。以主要客戶占 01/2024~09/2024 營收比重來看，華域視覺(車燈模組與控制器)占 32%、HASCO(控制器，華域視覺關係企業)占 27%、海拉(車燈模組)占 11%、廣州小系(車燈模組，日系車為主)占 8%、大茂(車燈模組)占 7%、OLSA(車燈模組)占 5%、ZKW(車燈模組，韓系)占 4%、其他占 6%。產品組合方面(01/2024 ~09/2024)，車燈控制器(包含出貨至美國及中國)占營收比重 31%、尾燈占 39%、頭燈及日行燈(兩個會設計在一起)占 28%、其他占 2%。

圖一、中國前十大車廠皆為麗清客戶



資料來源：麗清

2024 年 11 月 29 日

產能擴充方面，(1)為因應美系客戶訂單需求及響應台商回台投資政策，麗清於桃園觀音建立自動化、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。麗清於 2023 年底增設第三條產線，並在 1Q24 開始投入生產，目前三條產線月均產值加總約 3 億元。雖出貨高峰將落於 2026 年，但因架設產線需投入不少金額，公司目前因應策略為盡量建立庫存並透過海運運輸以節省運費。(2)因面臨中美貿易戰之影響且為了拓展海外市場，麗清將於墨西哥、泰國建立產能。麗清與當地台商合作，對方出場地及員工，麗清負責設備、品保人員及接單、售後服務。泰國廠預計 2Q25 開始出貨，墨西哥廠預計 2026 年開始出貨；以接單量來看，墨西哥廠營運規模將相對較大。

預估 4Q24 營運動能回升：

4Q24 方面，因進入傳統出貨旺季，預估營收 26.86 億元，QoQ+9.52%、YoY+3.45%；且以過往經驗來看，營收高峰將落於 12/2024。獲利能力方面，預估毛利率維持穩定表現，而因較無額外研發實驗費用影響，營業費用略降有助於營業費用率下降。預估營業利益 1.36 億元，QoQ+49.60%、YoY-1.59%。若業外淨收入影響有限，稅率相對回升，預估稅後純益 1.11 億元，QoQ+48.20%、YoY-7.96%，EPS 0.96 元。

預估 2024 年獲利表現平穩：

- **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。

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 車燈模組營收呈現增長態勢。因觀音廠第三條產線於 01/2024 投入生產，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，壓縮營收成長力道。預估 2024 年營收 94.44 億元，YoY+11.46%。獲利能力方面，雖營收規模提升且 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；但受到產品降價影響，預估 2024 年毛利率由 2023 年的 14.43%略降至 13.73%。因營業費用提升，營業利益 3.44 億元，YoY-2.77%。考量業外有匯兌利益挹注、稅率回升，預估稅後純益 2.99 億元，YoY-3.64%，以股本 11.52 億元計算，EPS 2.60 元。

2025 年方面，中國市場仍面臨內部競爭壓力，將抵銷部分成長動能。而頭燈控制器將維持穩定出貨表現，觀音廠持續產能滿載生產。預估 2025 年營收 103.72 億元，YoY+9.83%。獲利能力方面，由於 2Q24~4Q24 毛利率皆維持穩定狀態，若年度降價幅度維持正常的 3%，預估 2025 年毛利率約落於 14%平穩表現。考量營業費用僅小幅增長，預估營業利益 4.79 億元，YoY+39.26%。若業外淨收入相對下降，稅率回升，預估稅後純益 3.83 億元，YoY+28.02%，EPS 3.33 元。

2024 年 11 月 29 日

投資建議：

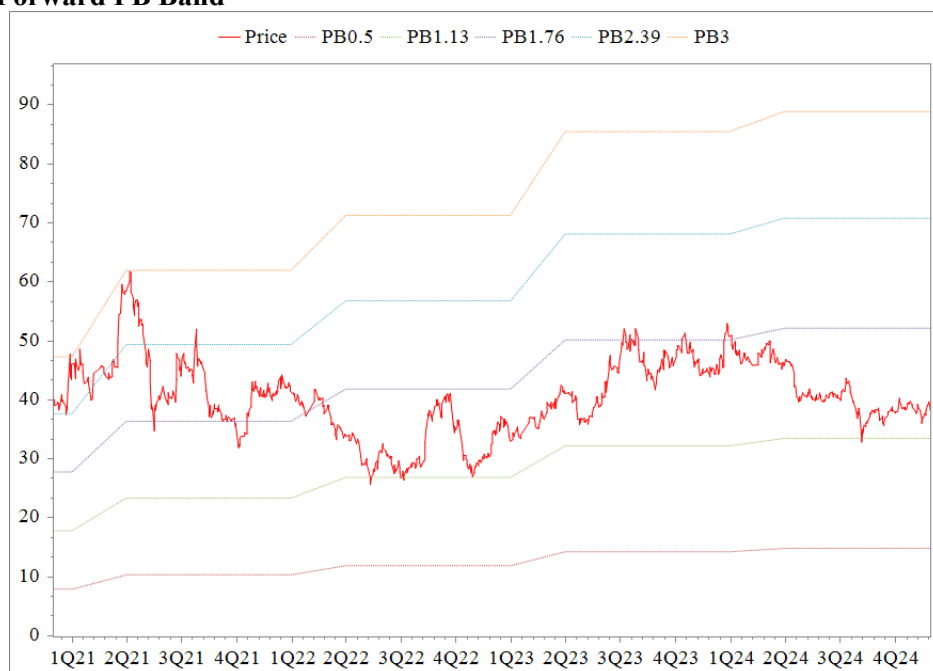
投資建議方面，考量短期營運動能走升，且 2025 年獲利能力有望恢復回升，但中國市場競爭態勢激烈增添不確定性，投資建議維持 Trading Buy，目標價 43 元(以 2025 年 EPS 及 PE 13 倍評價)。

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 11 月 29 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	8,485	9,531	10,408	11,051	11,635
流動資產	6,467	7,493	8,263	9,024	9,357
現金及約當現金	1,345	1,145	1,476	1,503	1,612
應收帳款與票據	2,608	3,189	3,177	3,416	3,413
存貨	2,304	2,303	2,340	2,400	2,529
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	1,471	1,634	1,654	1,674	1,694
負債總計	5,749	6,248	6,996	7,427	7,756
流動負債	4,308	5,199	5,902	6,311	6,590
應付帳款及票據	1,989	2,650	2,663	2,712	2,813
非流動負債	1,440	1,048	1,081	1,054	1,004
權益總計	2,737	3,283	3,413	3,623	3,878
普通股股本	1,067	1,135	1,152	1,152	1,152
保留盈餘	491	770	899	1,110	1,365
母公司業主權益	2,737	3,283	3,412	3,623	3,878
負債及權益總計	8,485	9,531	10,408	11,051	11,635

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	6,613	8,473	9,444	10,372	11,029
營業成本	5,768	7,250	8,148	8,918	9,468
營業毛利淨額	844	1,223	1,297	1,454	1,561
營業費用	781	869	953	975	1,031
營業利益	69	354	344	479	530
EBITDA	291	652	580	690	744
業外收入及支出	-50	-52	-12	-40	-40
稅前純益	30	314	332	439	490
所得稅	-1	3	33	56	62
稅後純益	31	311	299	383	428
稅後 EPS(元)	0.27	2.70	2.60	3.33	3.71
完全稀釋 EPS**	0.27	2.70	2.60	3.33	3.71

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 11.52 【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 11.52 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	16.84%	28.13%	11.46%	9.83%	6.33%
營業毛利淨額	-2.71%	44.85%	6.03%	12.18%	7.34%
營業利益	-24.95%	413.79%	-2.77%	39.26%	10.63%
稅後純益	-67.79%	903.23%	-3.64%	28.02%	11.60%

獲利能力分析(%)

毛利率	12.77%	14.43%	13.73%	14.02%	14.16%
EBITDA(%)	4.41%	7.69%	6.15%	6.66%	6.75%
營益率	1.04%	4.18%	3.64%	4.62%	4.81%
稅後純益率	0.47%	3.67%	3.17%	3.70%	3.88%
總資產報酬率	0.37%	3.26%	2.88%	3.47%	3.68%
股東權益報酬率	1.13%	9.47%	8.78%	10.58%	11.03%

償債能力檢視

負債比率(%)	67.75%	65.55%	67.21%	67.21%	66.67%
負債/淨值比(%)	210.07%	190.29%	205.00%	205.00%	200.00%
流動比率(%)	150.09%	144.11%	140.00%	143.00%	142.00%

其他比率分析

存貨天數	136.14	115.97	104.00	97.00	95.00
應收帳款天數	128.35	124.86	123.00	116.00	113.00

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	-229	177	828	364	800
稅前純益	30	314	332	439	490
折舊及攤銷	212	270	248	251	254
營運資金變動	-499	82	-12	-250	-25
其他營運現金	28	-489	260	-76	80
投資活動現金	-748	-390	-302	-91	-461
資本支出淨額	-1,049	-271	-200	-200	-200
長期投資變動	244	-134	-30	-30	-30
其他投資現金	56	16	-72	139	-231
籌資活動現金	1,717	75	-195	-247	-229
長借/公司債變動	1,166	-175	32	-26	-50
現金增資	327	0	0	0	0
發放現金股利	-66	-32	-170	-173	-173
其他籌資現金	290	282	-58	-47	-6
淨現金流量	776	-200	331	27	109
期初現金	569	1,345	1,145	1,476	1,503
期末現金	1,345	1,145	1,476	1,503	1,612

資料來源：CMoney、群益

2024 年 11 月 29 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	2,049	2,338	2,596	1,752	2,554	2,453	2,686	2,261	2,548	2,696	2,867	2,400
營業成本	1,751	2,030	2,196	1,536	2,194	2,109	2,308	1,952	2,192	2,314	2,460	2,068
營業毛利淨額	297	308	400	215	360	343	378	309	356	382	407	331
營業費用	200	232	262	196	263	252	242	227	239	247	262	241
營業利益	98	76	138	20	97	91	136	83	117	135	144	90
業外收入及支出	-35	16	-6	7	5	-13	-10	-10	-10	-10	-10	-10
稅前純益	63	91	133	26	102	78	126	73	107	125	134	80
所得稅	-1	-5	12	-4	19	3	15	9	16	15	16	10
稅後純益	64	96	121	30	83	75	111	64	91	110	118	71
最新股本	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152
稅後EPS(元)	0.55	0.83	1.05	0.26	0.72	0.65	0.96	0.56	0.79	0.96	1.03	0.61

獲利能力(%)

毛利率(%)	14.52%	13.16%	15.42%	12.30%	14.10%	13.99%	14.07%	13.68%	13.98%	14.18%	14.19%	13.81%
營業利益率(%)	4.78%	3.23%	5.33%	1.12%	3.82%	3.71%	5.07%	3.66%	4.58%	5.03%	5.04%	3.76%
稅後純益率(%)	3.11%	4.11%	4.64%	1.73%	3.27%	3.05%	4.13%	2.83%	3.56%	4.10%	4.12%	2.94%

QoQ(%)

營業收入淨額	37.52%	14.11%	11.06%	-32.54%	45.80%	-3.97%	9.52%	-15.81%	12.68%	5.80%	6.34%	-16.29%
營業利益	131.33%	-22.83%	83.17%	-85.83%	397.29%	-6.66%	49.60%	-39.27%	41.29%	16.00%	6.54%	-37.48%
稅前純益	131.07%	45.52%	44.95%	-80.20%	289.16%	-23.75%	61.99%	-42.38%	46.98%	17.50%	7.06%	-40.27%
稅後純益	109.88%	50.50%	25.58%	-74.93%	175.91%	-10.21%	48.20%	-42.38%	41.97%	21.65%	7.06%	-40.27%

YoY(%)

營業收入淨額	81.89%	36.87%	16.09%	17.57%	24.65%	4.91%	3.45%	29.11%	-0.22%	9.92%	6.73%	6.12%
營業利益	N.A	33.13%	0.58%	-53.66%	-0.38%	20.50%	-1.59%	321.72%	19.82%	48.91%	6.06%	9.18%
稅前純益	N.A	103.23%	16.29%	-3.49%	62.53%	-14.84%	-4.83%	176.96%	4.60%	61.19%	6.54%	10.44%
稅後純益	N.A	60.45%	18.13%	-0.57%	30.71%	-22.01%	-7.96%	111.56%	8.86%	47.48%	6.54%	10.44%

註1：稅後EPS以股本11.52億元計算

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。