

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	77.60 元
目標價	
3 個月	100.00 元
12 個月	100.00 元

中光電(5371 TT)

Buy

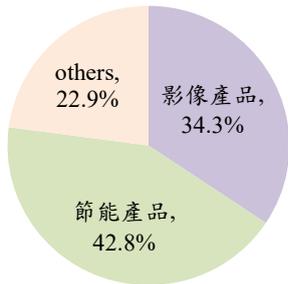
近期報告日期、評等及前日股價

10/30/2024	Neutral	73.50
05/02/2024	Neutral	103.00
02/09/2024	Neutral	71.00
11/01/2023	Neutral	73.00
08/02/2023	Neutral	75.40

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	3,910
市值(億元)	303
目前每股淨值(元)	62.61
外資持股比(%)	13.02
投信持股比(%)	1.04
董監持股比(%)	7.61
融資餘額(張)	11,609
現金股息配發率(%)	84.27

產品組合



股價相對大盤走勢



考量 2025 年展望轉佳、無人機題材，評等調整為 Buy。

投資建議：雖然 4Q24 業績展望欠佳，不過，隨著市場庫存陸續去化，預估影像產品 2025 年將重拾成長動能，節能產品出貨表現則將受惠於 monitor LCM 等新產品，配合無人機的「AI 機器人」、「軍工」股價題材，故將中光電的投資建議調整為 Buy。

4Q24 傳統旺季效應未若以往：3Q24 中光電的營收 106.94 億元，QoQ+7.28%，主要係 TV LCM 旺季效應所致，雖然毛利率受美元兌台幣匯率貶值、產品結構影響而降低，但本業表現仍較 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%。

群益預估，4Q24 中光電營收 91.57 億元，QoQ-14.37%，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%。

無人機為推升股價的重要題材：11/23/2024 nVIDIA 執行長黃仁勳指出，人形機器人、汽車、無人機等 3 類產品為有機會率先大幅量產的 AI 終端應用，其中無人機更為黃仁勳首度提及。而中光電在無人機領域已有實績，子公司「中光電智能機器人」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 08/2024 確定取得微型 1,485 架、監偵型 1,552 架的標案，為該次軍用商規無人機標案獲得國防部採購數量最多的廠商，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。

雖然「中光電智能機器人」占中光電的營收比重尚低，不過，無人機營收成長潛力佳，搭配黃仁勳陸續提及「AI 本質即為機器人」、「無人機為有機會率先大幅量產」等看法，群益認為，無人機題材對推升中光電股價的重要性將與日俱增。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	38,939	41,996	44,131	10,400	9,888	9,120	9,969	10,694	9,157	9,282	10,248	11,512
營業毛利淨額	6,614	7,485	7,830	2,256	1,998	1,606	1,787	1,776	1,444	1,686	1,769	2,071
營業利益	-128	618	833	473	200	-28	40	108	-248	41	67	318
稅後純益	505	979	1,136	467	260	143	282	203	-122	213	237	290
稅後 EPS(元)	1.29	2.50	2.90	1.19	0.66	0.37	0.72	0.52	-0.31	0.55	0.61	0.74
毛利率(%)	16.98%	17.82%	17.74%	21.69%	20.21%	17.61%	17.93%	16.61%	15.77%	18.16%	17.27%	17.99%
營業利益率(%)	-0.33%	1.47%	1.89%	4.55%	2.02%	-0.31%	0.40%	1.01%	-2.70%	0.44%	0.65%	2.76%
稅後純益率(%)	1.30%	2.33%	2.57%	4.49%	2.63%	1.57%	2.83%	1.90%	-1.34%	2.30%	2.31%	2.52%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-1.40%	7.85%	5.08%	7.96%	-4.92%	-7.77%	9.31%	7.28%	-14.37%	1.37%	10.40%	12.33%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-63.70%	93.80%	15.98%	13.25%	-44.34%	-44.90%	96.74%	-28.08%	N.A	N.A	11.14%	22.35%

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 12 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。

影像、節能產品 4Q24 出貨展望轉差：

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。

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%。

群益預估，4Q24 中光電營收 91.57 億元，QoQ-14.37%，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%。

黃仁勳表示 AI 商機將擴及無人機，有助於此一股價題材持續發酵：

11/23/2024 nVIDIA 執行長黃仁勳指出，人形機器人、汽車、無人機等 3 類產品為有機會率先大量量產的 AI 終端應用，其中無人機更為黃仁勳首度提

2024 年 12 月 2 日

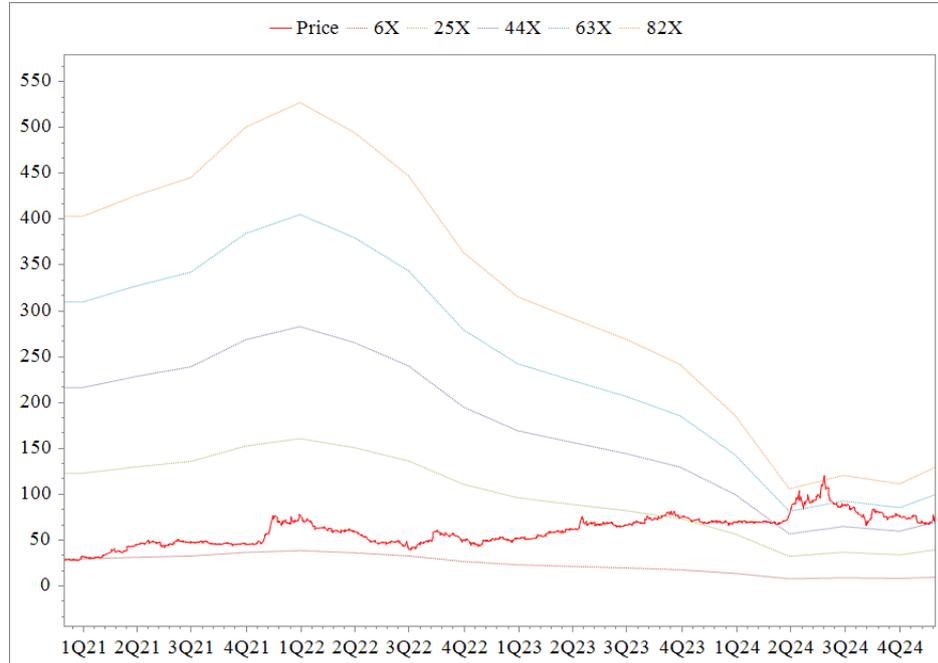
及。而中光電在無人機領域已有實績，子公司「中光電智能機器人」訂單來源主要有二，(1)軍用商規產品，(2)ODM 訂單，其中，軍用商規產品 08/2024 確定取得微型 1,485 架、監偵型 1,552 架的標案，為該次軍用商規無人機標案獲得國防部採購數量最多的廠商，將於 2H24、2025 年貢獻營收；至於 ODM 訂單目前多數來自美國客戶，主要鎖定當地警消相關「美國國防授權法案(NDAA)」衍生商機。

雖然「中光電智能機器人」占中光電的營收比重尚低，不過，無人機營收成長潛力佳，搭配黃仁勳陸續提及「AI 本質即為機器人」、「無人機為有機會率先大幅量產」等看法，群益認為，無人機題材對推升中光電股價的重要性將與日俱增。

考量 2025 年展望轉佳、無人機題材，群益將中光電投資建議調整為 Buy：

雖然 4Q24 業績展望欠佳，不過，隨著市場庫存陸續去化，預估影像產品 2025 年將重拾成長動能，節能產品出貨表現則將受惠於 monitor LCM 等新產品，配合無人機的「AI 機器人」、「軍工」股價題材，故群益將中光電的投資建議調整為 Buy。

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12月2日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	55,858	55,604	55,168	55,973	56,257
流動資產	40,336	38,767	39,897	40,864	41,623
現金及約當現金	12,365	16,556	14,587	16,178	15,856
應收帳款與票據	10,266	9,914	10,142	10,338	10,578
存貨	10,445	8,589	8,769	9,006	9,293
採權益法之投資	50	41	34	34	32
不動產、廠房設備	8,092	8,432	8,282	8,132	7,982
負債總計	30,777	29,957	30,429	31,315	31,797
流動負債	25,918	28,667	29,503	30,218	30,779
應付帳款及票據	7,334	7,602	7,808	8,077	8,234
非流動負債	4,859	1,290	721	623	387
權益總計	25,080	25,647	24,739	24,658	24,459
普通股股本	3,910	3,910	3,910	3,910	3,910
保留盈餘	17,423	17,443	16,534	16,453	16,255
母公司業主權益	22,730	23,484	22,816	22,974	23,016
負債及權益總計	55,858	55,604	55,168	55,973	56,257

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	4,906	4,449	634	1,238	1,567
稅前純益	3,173	1,588	430	959	1,174
折舊及攤銷	1,545	1,493	1,467	1,440	1,414
營運資金變動	1,399	2,476	-202	-164	-370
其他營運現金	-1,211	-1,109	-1,061	-996	-650
投資活動現金	-2,836	1,723	-1,890	-1,789	-1,476
資本支出淨額	-1,584	-1,551	-1,500	-1,500	-1,500
長期投資變動	-519	3,464	-300	-300	-300
其他投資現金	-732	-190	-90	11	324
籌資活動現金	-1,722	-1,629	1,787	2,641	2,086
長借/公司債變動	1,684	-3,414	-569	-97	-236
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-1,564	-1,759	-1,173	-821	-1,095
其他籌資現金	-1,842	3,544	3,530	3,560	3,417
淨現金流量	1,135	4,191	531	2,091	2,178
期初現金	11,230	12,365	16,556	17,087	19,178
期末現金	12,365	16,556	17,087	19,178	21,356

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	49,783	39,492	38,939	41,996	44,131
營業成本	40,329	31,620	32,325	34,511	36,301
營業毛利淨額	9,454	7,872	6,614	7,485	7,830
營業費用	7,304	6,941	6,742	6,867	6,997
營業利益	2,151	931	-128	618	833
EBITDA	4,772	3,117	2,742	3,128	3,415
業外收入及支出	680	250	559	341	341
稅前純益	3,173	1,588	430	959	1,174
所得稅	760	386	166	219	277
稅後純益	2,359	1,392	505	979	1,136
稅後 EPS(元)	6.03	3.56	1.29	2.50	2.90
完全稀釋 EPS**	6.03	3.56	1.29	2.50	2.90

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)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	-0.10%	-20.67%	-1.40%	7.85%	5.08%
營業毛利淨額	8.28%	-16.74%	-15.98%	13.18%	4.61%
營業利益	30.62%	-56.73%	N.A	N.A	34.77%
稅後純益	16.11%	-40.99%	-63.70%	93.80%	15.98%
獲利能力分析(%)					
毛利率	18.99%	19.93%	16.98%	17.82%	17.74%
EBITDA(%)	9.59%	7.89%	7.04%	7.45%	7.74%
營益率	4.32%	2.36%	-0.33%	1.47%	1.89%
稅後純益率	4.74%	3.52%	1.30%	2.33%	2.57%
總資產報酬率	4.22%	2.50%	0.92%	1.75%	2.02%
股東權益報酬率	9.41%	5.43%	2.04%	3.97%	4.64%
償債能力檢視					
負債比率(%)	55.10%	53.87%	55.16%	55.95%	56.52%
負債/淨值比(%)	122.71%	116.80%	123.00%	127.00%	130.00%
流動比率(%)	155.63%	135.23%	135.23%	135.23%	135.23%
其他比率分析					
存貨天數	89.36	109.86	98.00	94.00	92.00
應收帳款天數	107.18	93.26	94.00	89.00	86.50

2024年12月2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	9,157	9,282	10,248	11,512	10,954	9,959
營業成本	7,618	8,144	7,890	7,513	8,181	8,917	7,713	7,596	8,479	9,441	8,995	8,146
營業毛利淨額	2,015	2,256	1,998	1,606	1,787	1,776	1,444	1,686	1,769	2,071	1,958	1,813
營業費用	1,821	1,783	1,798	1,635	1,747	1,669	1,691	1,645	1,702	1,753	1,766	1,672
營業利益	194	473	200	-28	40	108	-248	41	67	318	192	141
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	-163	82	245	355	277	182
所得稅	110	103	88	89	64	13	0	25	46	70	78	56
稅後純益	412	467	260	143	282	203	-122	213	237	290	239	282
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	-0.31	0.55	0.61	0.74	0.61	0.72
獲利能力(%)												
毛利率(%)	20.92%	21.69%	20.21%	17.61%	17.93%	16.61%	15.77%	18.16%	17.27%	17.99%	17.88%	18.20%
營業利益率(%)	2.01%	4.55%	2.02%	-0.31%	0.40%	1.01%	-2.70%	0.44%	0.65%	2.76%	1.75%	1.41%
稅後純益率(%)	4.28%	4.49%	2.63%	1.57%	2.83%	1.90%	-1.34%	2.30%	2.31%	2.52%	2.18%	2.83%
QoQ(%)												
營業收入淨額	0.65%	7.96%	-4.92%	-7.77%	9.31%	7.28%	-14.37%	1.37%	10.40%	12.33%	-4.85%	-9.08%
營業利益	202.41%	144.05%	-57.68%	N.A	N.A	168.14%	N.A	N.A	63.30%	373.43%	-39.59%	-26.67%
稅前純益	69.79%	10.28%	-40.95%	-75.88%	312.94%	-31.77%	N.A	N.A	198.56%	44.72%	-21.93%	-34.37%
稅後純益	63.21%	13.25%	-44.34%	-44.90%	96.74%	-28.08%	N.A	N.A	11.14%	22.35%	-17.65%	18.14%
YoY(%)												
營業收入淨額	-23.37%	-19.40%	-11.49%	-4.71%	3.48%	2.83%	-7.40%	1.78%	2.80%	7.65%	19.62%	7.29%
營業利益	-71.71%	-38.88%	-45.70%	N.A	-79.27%	-77.23%	N.A	N.A	67.12%	195.08%	N.A	242.51%
稅前純益	-55.11%	-47.36%	-35.13%	-73.33%	-35.13%	-59.87%	N.A	9.99%	-20.47%	68.68%	N.A	121.40%
稅後純益	-49.13%	-33.04%	-30.11%	-43.31%	-31.66%	-56.60%	N.A	48.93%	-15.87%	43.12%	N.A	32.28%

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。