

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	87.40 元
目標價	
3 個月	100.00 元
12 個月	100.00 元

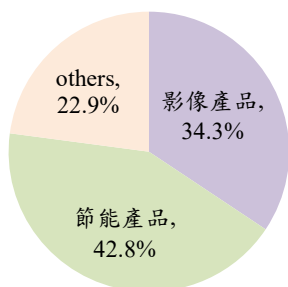
## 近期報告日期、評等及前日股價

12/02/2024	Buy	77.60
10/30/2024	Neutral	73.50
05/02/2024	Neutral	103.00
02/09/2024	Neutral	71.00
11/01/2023	Neutral	73.00

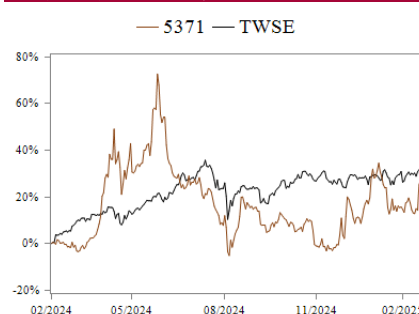
## 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	3,910
市值(億元)	342
目前每股淨值(元)	62.40
外資持股比(%)	10.25
投信持股比(%)	1.21
董監持股比(%)	7.61
融資餘額(張)	15,207
現金股息配發率(F)(%)	81.02

## 產品組合



## 股價相對大盤走勢



## 中光電(5371 TT)

Buy

考量 1Q25 為營收低點、無人機題材，維持 Buy 評等。

**投資建議：**雖然 1Q25 營收展望因淡季效應而不及 4Q24，不過，monitor LCM、車載面板 BL、OLED 模組等節能產品出貨成長動能佳，加上 Home/Entertainment、proAV 產品 2H25 旺季效應可期，此外，中光電股價有機會受惠於「無人機」、「軍工」題材，故群益維持對中光電 Buy 的投資建議。

**4Q24 稅後淨利 1.93 億元，QoQ-4.97%：**由於 TV BL 出貨高峰已過，4Q24 中光電的營收 98.87 億元，QoQ-7.54%，雖然毛利率因台幣匯率貶值、產品結構(毛利率較低的節能產品營收比重降低)較佳而提高至 19.02%，營業利益 QoQ-36.11%，惟業外表現優於 3Q24，稅後淨利 1.93 億元，QoQ-4.97%。

**預估 1Q~3Q25 逐季增加：**受到淡季效應影響，預估 1Q25 中光電營收 QoQ-9.20%。不過，預估 2025 年營收 YoY+8.43%，首先，在影像產品的部份，Home/Entertainment、proAV 2H25 均將受惠於新客戶、新機種效應，帶動 2025 年影像產品出貨量 YoY+10~20%。其次，在節能產品的部份，預估 2025 年出貨量逐季增加，動能主要有三，(1)monitor LCM 自 02/2025 於越南廠開始量產，(2)車載面板 BL 拓展客源成效顯現，預估 2025 年相關營收 YoY 超過 50%，(3)tablet·NB OLED 模組穩定出貨，monitor OLED 模組預計自 07/2025 開始出貨。

**中光電股價有機會受惠於「無人機」、「軍工」題材：**中光電子公司「中光電智能機器人」於「2025 年歐洲海陸空無人載具及自駕系統產業鏈展」中發表混合動力垂直起降無人機，並於展會中積極與當地政府機關、企業洽談合作，以加速拓展歐洲市場。

「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，軍用商規產品已取得台灣國防部標案，得標金額約 22 億元，預計多數營收於 2025 年認列；至於 ODM 大客戶為美國業者 Teledyne FLIR，訂單多與當地警消「美國國防授權法案(NDAA)」相關，並積極切入建築領域，潛在商機龐大，換言之，中光電股價有機會受惠於「無人機」、「軍工」題材。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	39,669	43,014	45,385	9,888	9,120	9,969	10,694	9,887	8,977	10,060	12,259	11,717
營業毛利淨額	7,050	7,707	8,120	1,998	1,606	1,787	1,776	1,880	1,623	1,734	2,230	2,120
營業利益	188	572	841	200	-28	40	108	69	-58	-68	436	262
稅後純益	820	1,025	1,222	260	143	282	203	193	140	117	447	321
稅後 EPS(元)	2.10	2.62	3.13	0.66	0.37	0.72	0.52	0.49	0.36	0.30	1.14	0.82
毛利率(%)	17.77%	17.92%	17.89%	20.21%	17.61%	17.93%	16.61%	19.02%	18.08%	17.23%	18.19%	18.10%
營業利益率(%)	0.47%	1.33%	1.85%	2.02%	-0.31%	0.40%	1.01%	0.70%	-0.64%	-0.67%	3.55%	2.24%
稅後純益率(%)	2.07%	2.38%	2.69%	2.63%	1.57%	2.83%	1.90%	1.95%	1.56%	1.16%	3.65%	2.74%
營業收入 YoY/QoQ(%)	0.45%	8.43%	5.51%	-4.92%	-7.77%	9.31%	7.28%	-7.54%	-9.20%	12.07%	21.86%	-4.42%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-41.07%	24.94%	19.28%	-44.34%	-44.90%	96.74%	-28.08%	-4.97%	-27.46%	-16.42%	283.09%	-28.26%

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。

2025 年 2 月 19 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。

## TV BL 出貨高峰已過，但業外表現改善，4Q24 稅後淨利 1.93 億元，QoQ-4.97%：

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，但為中光電憑添「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%。

4Q24 中光電的營收 98.87 億元，QoQ-7.54%，主要係 TV BL 出貨高峰已過所致，雖然毛利率因台幣匯率貶值、產品結構(毛利率較低的節能產品營收比重降低)較佳而提高至 19.02%(3Q24 為 16.61%)，營業利益 QoQ-36.11%，惟業外表現優於 3Q24(3Q24 匯兌損失 2.00 億元，4Q24 匯兌利益 1 億元)，稅後淨利 1.93 億元，QoQ-4.97%。

## 1Q25 營收展望不及 4Q24，但預估 1Q~3Q25 逐季增加：

受到淡季效應影響，預估 1Q25 中光電營收 QoQ-9.20%。不過，預估 2025

2025 年 2 月 19 日

年營收 YoY+8.43%，首先，在影像產品的部份，Home/Entertainment、proAV 2H25 均將受惠於新客戶、新機種效應，帶動 2025 年影像產品出貨量 YoY+10~20%。其次，在節能產品的部份，預估 2025 年出貨量逐季增加，動能主要有三，(1)monitor LCM 自 02/2025 於越南廠開始量產，(2)車載面板 BL 拓展客源成效顯現，預估 2025 年相關營收 YoY 超過 50%，(3)tablet、NB OLED 模組穩定出貨，monitor OLED 模組預計自 07/2025 開始出貨。

## 歐、美去中化商機逐漸發酵，中光電股價機會受惠於「無人機」、「軍工」題材：

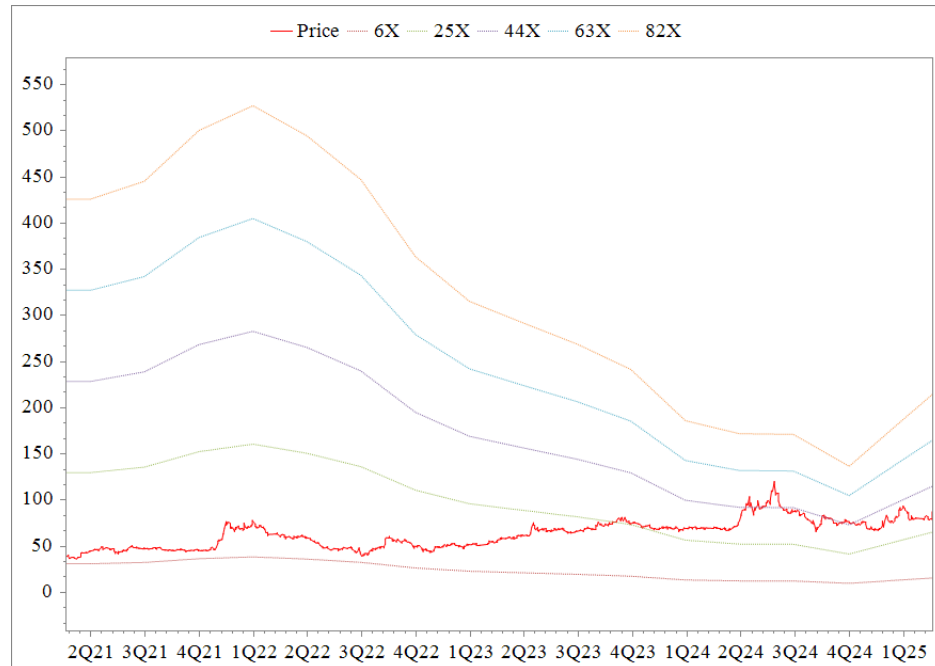
02/2025 中光電子公司「中光電智能機器人」於「2025 年歐洲海陸空無人載具及自駕系統產業鏈展」中發表混合動力垂直起降無人機，該產品重要特色包括航程超過 300 公里、滯空時間超過 180 分鐘、最大起飛重量達 27 公斤等，加上搭載 AI 影像運算技術，可自動識別與鎖定目標，故可用於各類長距離偵查與巡邏任務。此外，該產品採模組化設計，便於快速組裝與部署，有助於提高任務靈活性。「中光電智能機器人」並於展會中積極與當地政府機關、企業洽談合作，以加速拓展歐洲市場。

「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，軍用商規產品已取得台灣國防部標案，得標金額約 22 億元，預計多數營收於 2025 年認列(就目前進度約 18 億元)；至於 ODM 大客戶為美國業者 Teledyne FLIR，訂單多與當地警消「美國國防授權法案(NDAA)」相關，並積極切入建築領域，潛在商機龐大，換言之，中光電股價有機會受惠於「無人機」、「軍工」題材。

## 考量 1Q25 為 2025 年營收低點、無人機題材，群益維持對中光電 Buy 的投資建議：

雖然 1Q25 營收展望因淡季效應而不及 4Q24，不過，monitor LCM、車載面板 BL、OLED 模組等節能產品出貨成長動能佳，加上 Home/Entertainment、proAV 產品 2H25 旺季效應可期，此外，中光電股價有機會受惠於「無人機」、「軍工」題材，故群益維持對中光電 Buy 的投資建議。

## 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

2025 年 2 月 19 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	55,858	55,604	56,878	57,551	58,703
流動資產	40,336	38,767	38,279	39,225	40,399
現金及約當現金	12,365	16,556	12,983	15,038	14,606
應收帳款與票據	10,266	9,914	9,578	9,749	9,897
存貨	10,445	8,589	7,363	7,533	7,781
採權益法之投資	50	41	0	0	0
不動產、廠房設備	8,092	8,432	10,108	9,958	9,808
<b>負債總計</b>	30,777	29,957	30,478	31,030	32,020
流動負債	25,918	28,667	25,921	26,561	27,356
應付帳款及票據	7,334	7,602	6,947	7,176	7,322
非流動負債	4,859	1,290	4,557	4,240	4,289
<b>權益總計</b>	25,080	25,647	26,400	26,521	26,683
普通股股本	3,910	3,910	3,910	3,910	3,910
保留盈餘	17,423	17,443	17,430	17,551	17,713
母公司業主權益	22,730	23,484	24,397	24,757	25,158
<b>負債及權益總計</b>	55,858	55,604	56,878	57,551	58,703

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	49,783	39,492	39,669	43,014	45,385
營業成本	40,329	31,620	32,619	35,307	37,265
<b>營業毛利淨額</b>	9,454	7,872	7,050	7,707	8,120
營業費用	7,304	6,941	6,862	7,135	7,279
<b>營業利益</b>	2,151	931	188	572	841
<b>EBITDA</b>	4,772	3,117	2,270	2,593	2,882
業外收入及支出	680	250	69	341	341
稅前純益	3,173	1,588	878	913	1,182
所得稅	760	386	221	128	199
稅後純益	2,359	1,392	820	1,025	1,222
稅後 EPS(元)	6.03	3.56	2.10	2.62	3.13
完全稀釋 EPS**	6.03	3.56	2.10	2.62	3.13

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	2024	2025F	2026F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	-0.10%	-20.67%	0.45%	8.43%	5.51%
營業毛利淨額	8.28%	-16.74%	-10.44%	9.32%	5.36%
營業利益	30.62%	-56.73%	-79.77%	204.03%	46.97%
稅後純益	16.11%	-40.99%	-41.07%	24.94%	19.28%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	18.99%	19.93%	17.77%	17.92%	17.89%
EBITDA(%)	9.59%	7.89%	5.72%	6.03%	6.35%
營益率	4.32%	2.36%	0.47%	1.33%	1.85%
稅後純益率	4.74%	3.52%	2.07%	2.38%	2.69%
總資產報酬率	4.22%	2.50%	1.44%	1.78%	2.08%
股東權益報酬率	9.41%	5.43%	3.11%	3.86%	4.58%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	55.10%	53.87%	53.58%	53.92%	54.55%
負債/淨值比(%)	122.71%	116.80%	115.44%	117.00%	120.00%
流動比率(%)	155.63%	135.23%	147.68%	147.68%	147.68%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	89.36	109.86	89.25	77.00	75.00
應收帳款天數	107.18	93.26	89.68	82.00	79.00

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	4,906	4,449	658	1,541	1,727
稅前純益	3,173	1,588	878	913	1,182
折舊及攤銷	1,545	1,493	1,398	1,377	1,357
營運資金變動	1,399	2,476	907	-112	-250
其他營運現金	-1,211	-1,109	-2,526	-637	-561
<b>投資活動現金</b>	-2,836	1,723	-5,945	-2,177	-2,128
資本支出淨額	-1,584	-1,551	-2,471	-1,500	-1,500
長期投資變動	-519	3,464	-3,280	-500	-500
其他投資現金	-732	-190	-194	-177	-128
<b>籌資活動現金</b>	-1,722	-1,629	585	892	-32
長借/公司債變動	1,684	-3,414	2,986	-316	48
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-1,564	-1,759	-1,173	-665	-821
其他籌資現金	-1,842	3,544	-1,228	1,873	740
<b>淨現金流量</b>	1,135	4,191	-3,573	256	567
<b>期初現金</b>	11,230	12,365	16,556	12,983	13,238
<b>期末現金</b>	12,365	16,556	12,983	13,238	13,806

資料來源：CMoney、群益



2025 年 2 月 19 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	10,400	9,888	9,120	9,969	10,694	9,887	8,977	10,060	12,259	11,717	10,143	10,885
營業成本	8,144	7,890	7,513	8,181	8,917	8,007	7,354	8,327	10,029	9,597	8,282	8,998
營業毛利淨額	2,256	1,998	1,606	1,787	1,776	1,880	1,623	1,734	2,230	2,120	1,861	1,887
營業費用	1,783	1,798	1,635	1,747	1,669	1,811	1,681	1,801	1,795	1,858	1,691	1,846
營業利益	473	200	-28	40	108	69	-58	-68	436	262	170	41
業外收入及支出	51	109	103	268	103	216	41	178	37	85	41	178
稅前純益	524	309	75	308	210	285	-17	110	473	347	211	219
所得稅	103	88	89	64	13	55	0	31	30	66	65	50
稅後純益	467	260	143	282	203	193	140	117	447	321	302	206
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)	1.19	0.66	0.37	0.72	0.52	0.49	0.36	0.30	1.14	0.82	0.77	0.53

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	21.69%	20.21%	17.61%	17.93%	16.61%	19.02%	18.08%	17.23%	18.19%	18.10%	18.34%	17.34%
營業利益率(%)	4.55%	2.02%	-0.31%	0.40%	1.01%	0.70%	-0.64%	-0.67%	3.55%	2.24%	1.67%	0.37%
稅後純益率(%)	4.49%	2.63%	1.57%	2.83%	1.90%	1.95%	1.56%	1.16%	3.65%	2.74%	2.98%	1.89%

## QoQ(%)

營業收入淨額	7.96%	-4.92%	-7.77%	9.31%	7.28%	-7.54%	-9.20%	12.07%	21.86%	-4.42%	-13.44%	7.31%
營業利益	144.05%	-57.68%	N.A	N.A	168.14%	-36.11%	N.A	N.A	N.A	-39.89%	-35.27%	-76.09%
稅前純益	10.28%	-40.95%	-75.88%	312.94%	-31.77%	35.66%	N.A	N.A	328.16%	-26.61%	-39.31%	3.79%
稅後純益	13.25%	-44.34%	-44.90%	96.74%	-28.08%	-4.97%	-27.46%	-16.42%	283.09%	-28.26%	-5.88%	-31.73%

## YoY(%)

營業收入淨額	-19.40%	-11.49%	-4.71%	3.48%	2.83%	-0.01%	-1.56%	0.92%	14.64%	18.51%	12.99%	8.19%
營業利益	-38.88%	-45.70%	N.A	-79.27%	-77.23%	-65.61%	N.A	N.A	304.74%	280.78%	N.A	N.A
稅前純益	-47.36%	-35.13%	-73.33%	-35.13%	-59.87%	-7.79%	N.A	-64.17%	124.83%	21.62%	N.A	97.91%
稅後純益	-33.04%	-30.11%	-43.31%	-31.66%	-56.60%	-25.91%	-2.45%	-58.56%	120.75%	66.65%	116.21%	76.59%

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。