

台灣：手機

2023 年 7 月 18 日

大立光(3008 TT)

Largan

買進(研究員異動)

目標價(12個月)

NT\$2800.0

隱含漲/跌幅

21.5%

收盤價(2023/07/17)

NT\$2305.0

營收組成(2Q23)：20MP+ 20-30%、10MP 50-60%、8MP 0-10%、其他 10-20%

新機出貨及鏡頭規格升級貢獻下半年營運動能

- ▶ 2Q23 營運受景氣負面影響，惟獲利優於市場預期 30%，原因為業外收入遽增 255%並占獲利比重 45%，其主要由利息收入及匯兌收益組成。
- ▶ 3Q23 營收及獲利估計季增 45%及 21%，2H23 營收 HoH 估計為 51%，因美系客戶新機出貨，主鏡頭及頂規長焦鏡規格升級帶動營收成長。
- ▶ 本中心認為 1H23 為公司短期營運谷底，2024 年營收及獲利成長 14%及 9%，EPS 為 140 元，給予買進評等，目標價 2800 元。

[請點此參與今年 AsiaMoney 票選，將您寶貴的一票投給元大！](#)

2Q23 獲利優於市場預期，主因業外收入占比達 45%

2Q23 營收 81.9 億元呈季減 10%及年減 15%，低於市場預期 7%，主因高階手機需求疲弱而高階市場為公司主要客群；毛利率 49.3%呈季減 0.6ppt 及年減 6.5ppt；營業利益 27.5 億元，季減 16%且年減 32%；EPS 27.69 元，優於市場預期 30%，主因獲利的 45%來自業外收入，業外收入 22.7 億元中，主要組成為匯兌收入 11 億元與利息收入 10 億元。

2H23 出貨可望較 1H23 明顯好轉，新機鋪貨將拉動營收

2023 年 Android 手機市場受景氣負面影響而需求疲弱，且美系大客戶潛望式鏡頭(僅頂規款手機採用於長焦鏡頭)亦因 CMOS 良率問題有所遞延；但由於美系大客戶其他 3 款新機鋪貨仍可帶動 2H23 營運，估計 3Q23 營收季增 45%且獲利季增 21%，且 2H23 相較 1H23 的營收 HoH 為 51%。估計 2024 年美系客戶手機新品出貨及手機景氣望逐步回溫，估計 2023/24/25 年營收成長率為-9%/14%/4%，獲利成長-24%/9%/5%。

營運谷底已過且鏡頭規格升級帶動 2024 年營收成長 14%

大立光為手機鏡頭市場領導廠商，過去數年手機鏡頭發展以塑膠鏡片為主，大立光以其每年投入研發高於 30 億元的領先能力及專利，在高階手機鏡頭占有一席之地，市場占有率約 30%，陸系競爭者仍以中低階產品為主，惟近年高階手機鏡頭市場無太大進程，營收由 2019 年的 607 億降至 2022 年的 477 億元；營收規模減少且公司折舊金額逐年提升(2019 年 38 億→2022 年 52 億)，使毛利率亦由 69%降至 55%。公司已於 2022 年開始出貨潛望式鏡頭(應用於長焦鏡)予 Android 客戶，亦有客戶採取 G+P 混合方案應用於主鏡頭，雖短期數量不多但未來具潛力。公司股價已反應近年營運不佳情形，展望 2H23，美系客戶新機主鏡頭全面升級至 4800 萬畫素且頂規款長焦鏡改採潛望式鏡頭，下半年及 2024 年營均呈現向上走勢。本中心給予買進評等，目標價 2800 元，以 2024 年 EPS 140 元，採 20 倍目標本益比給予目標價。

52 週股價(高/低)：NT\$2500.0/1620.0



市值	NT\$	307,720 百萬元
三個月平均日成交量	NT\$	1,552 百萬元
自由流通股數比例		57.7%
外資持股比率		37.6%
董監事持股比率		18.6%
調整後每股淨值(2023F)	NT\$	1214.26
股價淨值比(2023F)		1.9 倍
負債比		19.4%
ESG 評級(Sustainalytics)		中(曝險程度共 5 級)

簡明損益表(NT\$百萬元)

年初至 12 月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	47,675	43,427	49,440	51,507
營業利益	20,384	17,280	20,369	21,413
稅後純益	22,625	17,086	18,686	19,656
調整後 EPS(元)	169.31	128.02	140.00	147.27
稀釋後 EPS(元)	170.11	125.82	137.83	144.74
營收 YoY(%)	1.5	-8.9	13.8	4.2
營業利益 YoY(%)	-11.9	-15.2	17.9	5.1
調整後 EPS YoY(%)	21.6	-24.4	9.4	5.2
毛利率	54.7	51.2	52.0	51.5
營業利益率	42.8	39.8	41.2	41.6
本益比(倍)	13.6	18.0	16.5	15.7
股價淨值比(倍)	2.0	1.9	1.8	1.7
ROE(%)	15.2	10.5	10.8	10.6
現金殖利率(%)	3.7	3.7	2.8	3.1
現金股利(元)	85.5	85.5	64.6	70.6

陳玟芬

Lisa.mf.chen@yuanta.com

柯舒璇

Varine.Ko@yuanta.com

營運分析

2Q23 營運受到市場景氣影響，營收及營業利益低於市場估計 7%及 12%

2Q23 營收 81.9 億元呈季減 10%及年減 15%且低於市場預期 7%，營業利益低於市場預期 12%；EPS 27.69 元，優於市場預期 30%，主因獲利有 45%來自業外收入。

圖 1：2023 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q22A	1Q23A	2Q23F	季增率	年增率	2Q23F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	9,675	9,136	8,194	-10.3%	-15.3%	8,834	-7.2%
營業毛利	5,399	4,513	4,039	-10.5%	-25.2%	4,362	-7.4%
營業利益	4,035	3,269	2,752	-15.8%	-31.8%	3,117	-11.7%
稅前利益	6,202	3,909	5,026	28.6%	-19.0%	3,650	37.7%
稅後淨利	4,946	3,289	3,699	12.5%	-25.2%	2,845	30.0%
調整後 EPS (元)	37.06	24.64	27.72	12.5%	-25.2%	21.32	30.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	55.8%	49.4%	49.3%	-0.1	-6.5	49.4%	-0.1
營業利益率	41.7%	35.8%	33.6%	-2.2	-8.1	35.3%	-1.7
稅後純益率	51.1%	36.0%	45.1%	9.1	-6.0	32.2%	12.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

美系大客戶新機開始出貨，3Q23 及 4Q23 營收呈現季增 45%及 19%

iPhone 15 由 3Q23 開始供貨，惟 iPhone 14 出貨量開始減少，故估計 3Q23 整體 iPhone 出貨量為 4 千萬台，呈季持平，惟 4Q23 出貨量提升至 8.5 千萬台，季增 113%。大立光占美系客戶智慧型手機份額約為 50%，在基本款機型主鏡頭由 1200 萬畫素升級至 4800 萬畫素之下，估計均價提升約 15-20%；此外，Pro Max 長焦鏡採潛望式鏡頭且初期由大立光單獨供貨，價格為一般鏡頭的 3 倍。綜上預估 3Q23 營收季增 45%，其中 20% 成長率來自美系大客戶新機，另外 25%則來自其他客戶新機型鋪貨，而 4Q23 營收季增 19%反映 iPhone 15 出貨量再提升。

圖 2：2023 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q22A	2Q23F	3Q23F	季增率	年增率	3Q23F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	13,477	8,194	11,897	45.2%	-11.7%	13,120	-9.3%
營業毛利	7,237	4,039	6,186	53.2%	-14.5%	6,840	-9.6%
營業利益	5,554	2,752	4,924	78.9%	-11.4%	5,110	-3.6%
稅前利益	9,696	5,026	5,743	14.3%	-40.8%	6,030	-4.8%
稅後淨利	8,142	3,699	4,479	21.1%	-45.0%	4,899	-8.6%
調整後 EPS (元)	61.00	27.72	33.56	21.1%	-45.0%	36.57	-8.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	53.7%	49.3%	52.0%	2.7	-1.7	52.1%	-0.1
營業利益率	41.2%	33.6%	41.4%	7.8	0.2	38.9%	2.4
稅後純益率	60.4%	45.1%	37.7%	-7.5	-22.8	37.3%	0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

圖 3 : iPhone 出貨量預估

(百萬台)	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
iPhone 其他機種	4	3	4	2	2	2	2	4
iPhone 12 系列	7	5	4	4	3	3		
iPhone 13 系列	46	32	13	9	8	5	1	1
iPhone SE (2022)	4	6	3	4	3	1	1	1
iPhone 14 系列			22	56	39	29	12	13
- iPhone 14			5	10	8	6	5	6
- iPhone 14 Plus			5	10	7	6	1	2
- iPhone 14 Pro			6	18	10	8	3	3
- iPhone 14 Pro Max			6	18	14	9	3	2
iPhone 15 系列							24	66
- iPhone 15							5	18
- iPhone 15 Plus							3	10
- iPhone 15 Pro							8	22
- iPhone 15 Pro Max							8	16
合計	61	46	46	75	55	40	40	85

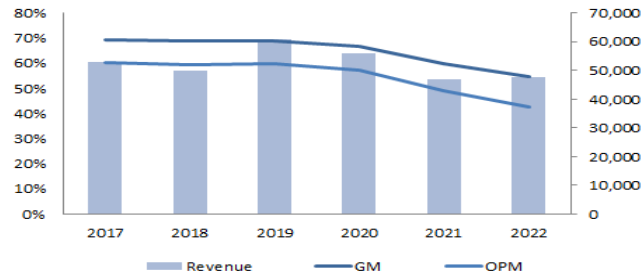
資料來源：IDC、元大投顧整理

財務分析

近年營收高峰在 2019 年的 607 億元，毛利率介於 55-70%之間

大立光近六年營收高點在 2019 年的 607 億元，2017-2019 年毛利率均在 69%附近，2021 年之後營收規模逐步降至年營收 477 億元左右，毛利率亦降至 2022 年的 55%，主因近期高階手機新產品更新幅度不大，且公司年度折舊金額由 2017 年 23 億增加至 2022 年 52 億，占營收比重亦由 4%增至 11%。

圖 4：近五年毛利率 55-70%之間，營益率 40-60%之間

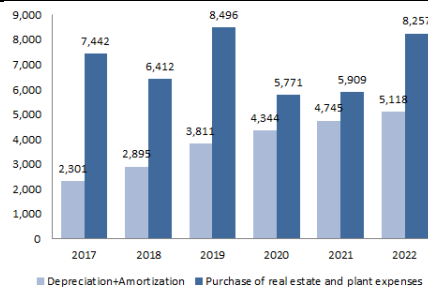


資料來源：TEJ、元大投顧

財務結構良好，帳上現金約 776 億元且負債比 16%

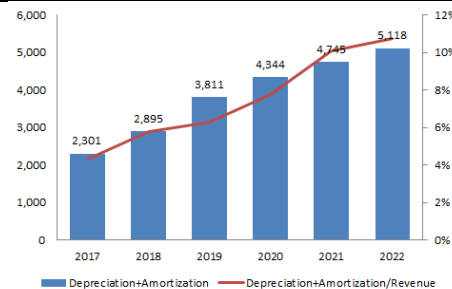
歷年公司營運現流入約 200-400 億元，高於購置機器設備的 60-85 億元，累積相當多的資金在手。2022 年底帳上現金約 776 億元，負債比則由 2018 年的 19%降至 2022 年的 16%，整體財務結構無立即信用風險。

圖 5：折舊逐年增加因設備建置提升



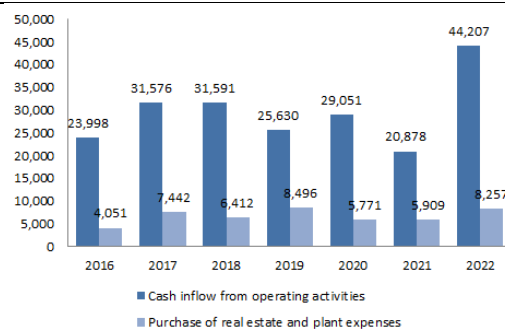
資料來源：TEJ、元大投顧

圖 6：折舊金額占營收比重逐年提升



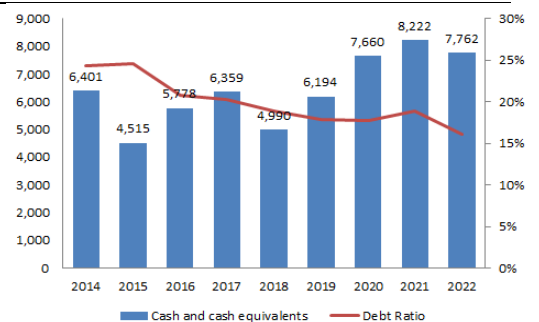
資料來源：TEJ、元大投顧

圖 7：購置機器設備之資金無虞



資料來源：TEJ、元大投顧

圖 8：帳上現金 776 億元，負債比 16%



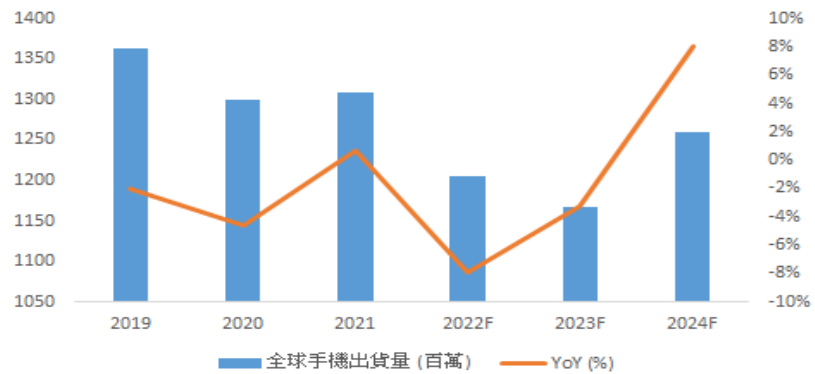
資料來源：TEJ、元大投顧

產業概況

智慧型手機市場 2022 年及 2023 年受景氣負面影響，估計 2024 年將呈現回溫

全球智慧型手機在 2022 年 2023 年受到景氣負面影響，估計出貨量為 12.1/11.7 億隻，年減 8%/3%；2024 年在市占率達 18-20% 的新機出貨帶動，以及景氣回溫，估計全球智慧型手機出貨量為 12.6 億隻，年增 8%。

圖 9：全球智慧型手機出貨量在 2024 年可望回溫呈現正成長率

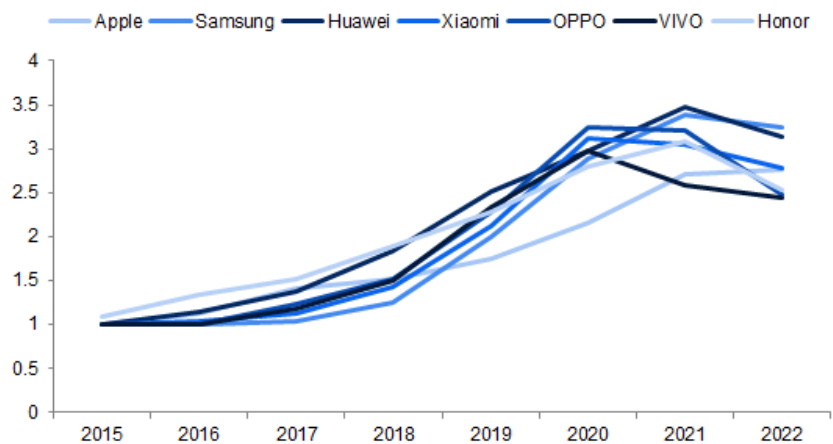


資料來源：IDC、元大投顧整理

智慧型手機平均搭載 2-3 顆鏡頭，尚未見到鏡頭數持續上升情形

智慧型手機在 2015 年之前以單鏡頭為主，雖然 2011 年 LG 及 HTC 皆曾推出雙鏡頭手機，2016 年 iPhone 7 Plus 採取雙鏡頭後，各品牌廠平均鏡頭數均介於 1-2 顆間；2019 年 iPhone 11 為蘋果首款三鏡頭手機，使三鏡頭在高階智慧型手機形成風潮，然而各品牌鏡頭平均數量在近二年並未再持續增加，因此大部分手機鏡頭廠朝更高規格投入研發。

圖 10：2022 年全球各品牌智慧型手機平均搭載約 2.4-3.2 顆鏡頭

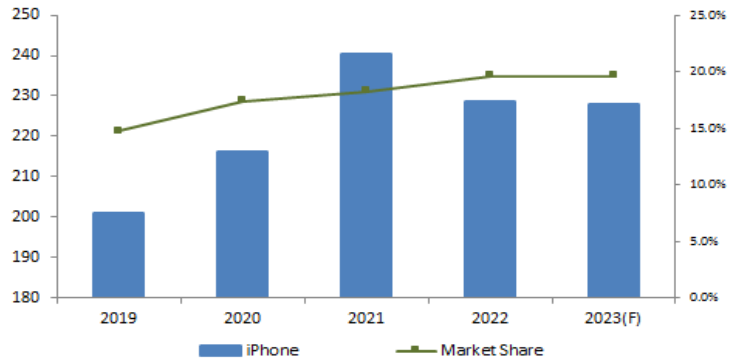


資料來源：IDC、元大投顧整理

蘋果智慧手機全球排名第二，季節淡旺季明顯

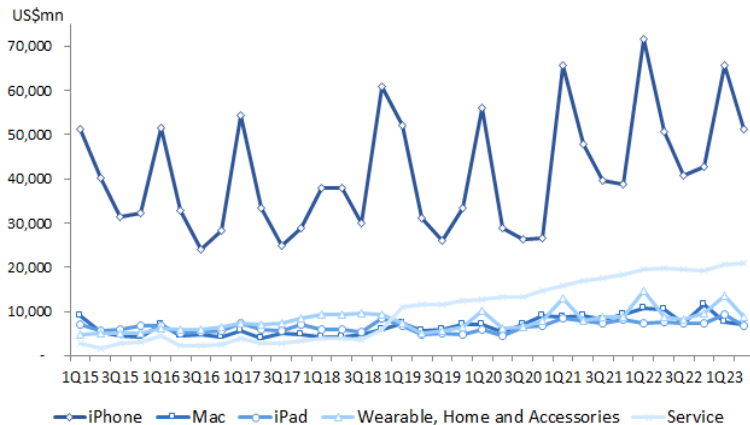
蘋果智慧型手機 iPhone 市占率約 18%-20%，為全球排名第二銷售量之品牌，僅次於三星，2022 年出貨量為 2.26 億隻，比 2019 年的 2 億隻增加 13%，作業系統為其特有的 iOS，在眾多產品具領先地位。iPhone 智慧型手機季節出貨淡旺季明顯，旺季可望帶來顯著出貨量增加。

圖 11：iPhone 智慧型手機市占率 18-20%，然 2022 年出貨量年減



資料來源：IDC、元大投顧整理

圖 12：iPhone 智慧型手機季節出貨淡旺季明顯，旺季可望使出貨量顯著增加



資料來源：IDC、元大投顧整理

iPhone 15 鏡頭新規格--主鏡頭畫素及 CIS 規格升級， 頂規款手機長焦鏡改採潛望式鏡頭

相機主鏡頭全系列升至 4800 萬畫素

iPhone 14 基本款系列主鏡頭為 1,200 萬畫素，Pro 系列主鏡頭為 4,800 萬畫素；iPhone 15 基本款系列全面升級至 4,800 萬畫素，鏡頭廠提供產品規格有所升級。

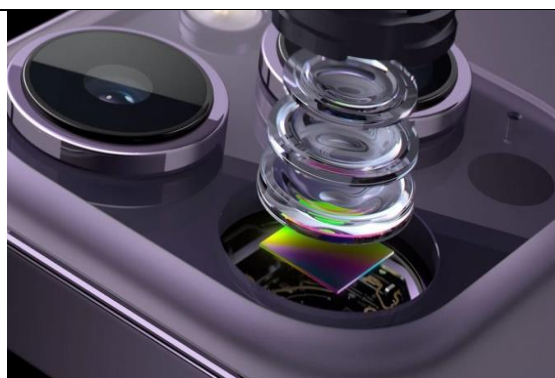
頂規機型 Pro Max 的長焦鏡採潛望鏡頭

iPhone 15 頂規機型 Pro Max 的長焦鏡頭改為潛望鏡式鏡頭 1G+3P，6 倍變焦(iPhone 14 Pro 為 3 倍變焦)，iPhone 其他款一般鏡頭仍為全 P 產品。

相機採新一代 SONY 感光元件(CIS)

Sony 最新 IMX903 48MP 感測器，感光元件約 1/1.14 寸，比 iPhone 14 Pro 系列感光更大且趨近專業相機等級，大幅提升暗光和夜景的拍攝效果。

圖 13：SONY 感光元件(CIS)提升景深效果



資料來源：公司官網、元大投顧整理

圖 14：Pro Max 長焦鏡改採潛望式鏡頭



資料來源：公司官網、元大投顧整理

iPhone 15 的潛望式鏡頭採 1G+3P，價格為一般鏡頭的 3 倍

潛望式鏡頭僅 iPhone 15 Pro Max 搭載，採一顆 1200 萬畫素的潛望式長焦鏡頭，6 倍光學變焦，較過去採用數位變焦的影像更清晰；1G+3P(1 片玻璃加上 3 片塑膠鏡片)，價格為一般鏡頭的 3 倍左右，大立光初期為獨家供應商；整體模組搭配二個稜鏡(平行四邊形)及二個以上的 VCM(音圈馬達)。

潛望式變焦鏡頭的優點，可以在不影響手機鏡頭厚度下讓焦距比較長，且能以非常順暢且低噪點的狀態下，順暢的捕捉遠方物體或風景的照片。

圖 15：iPhone 15 Pro Max 潛望式鏡頭 6 倍光學變焦



資料來源：公司官網、元大投顧整理

市場上已有若干智慧型手機品牌推出潛望式鏡頭產品，包含 2015 年 ASUS 手機，OPPO 亦於 2017 年發布潛望式鏡頭 5 倍光學變焦產品，三星、小米、華為、Vivo、SONY 品牌手機都曾推出潛望式鏡頭。

圖 16：OPPO 於 2017 年發布潛望式鏡頭 5 倍光學變焦



資料來源：公司官網、元大投顧整理

股票評價

1H23 谷底已過且 2024 年營收年增 14%，給予買進投資評等

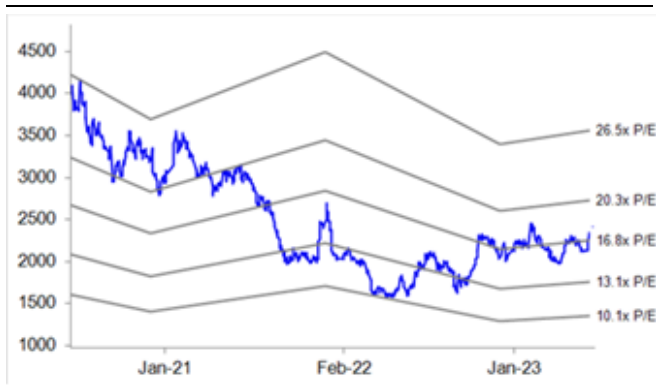
本中心正面看待大立光在手機鏡頭市場龍頭地位，預估 2023 年 iPhone 出貨量為 2.2 億隻，較 2022 年的 2.28 億隻年減 4%；且預估 2024 年成長率為 3%，Pro Max 占整體比重 30%；全球整體智慧型手機出貨量估計於 2023 年出貨 11.9 億支，年減 3%，2024 則年增 8%。2024 年看好新機鋪貨及景氣回溫，估計營收年增 14%，獲利年增 9%。本中心給予買進評等，採 2024 年之 EPS 140 元，以 20 倍目標本益比給予目標價 2800 元 (過去三年本益比區間 10-27 倍，平均為 18.5 倍)。

圖 17：2023 和 2024 年財務預估

百萬元	2023 估	2024 估	2024 年增率%
營業收入	43,427	49,440	13.8%
營業毛利	22,222	25,694	15.6%
營業利益	17,280	20,369	17.9%
稅前利益	21,882	23,900	9.2%
稅後淨利	17,086	18,686	9.4%
調整後 EPS (元)	128.02	140.00	9.4%
重要比率 (%)			百分點
營業毛利率	51.2%	52.0%	0.80
營業利益率	39.8%	41.2%	1.41
稅後純益率	39.3%	37.8%	(1.55)

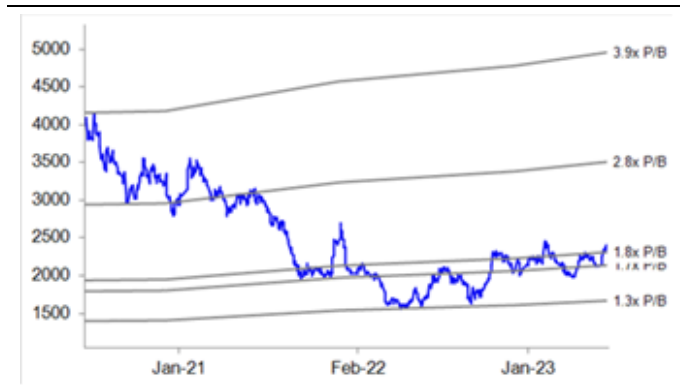
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 19：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 20：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
大立光	3008 TT	買進	2305.0	9,926	169.3	128.0	140.0	13.6	18.0	16.5	21.6	(24.4)	9.4
國外同業													
舜宇光學	2382 HK	未評等	78.7	11,036	2.5	3.0	4.0	31.6	26.0	19.7	(55.5)	21.2	32.1
瑞聲科技	2018 HK	未評等	18.8	2,884	0.8	1.0	1.3	24.3	19.8	14.8	(42.0)	22.4	33.6
國外同業平均					1.6	2.0	2.6	27.9	22.9	17.3	(48.8)	21.8	32.9
國內同業													
玉晶光	3406 TW	未評等	401.5	1,469	29.1	23.7	26.3	13.8	16.9	15.3	41.6	(18.4)	10.9
國內同業平均					29.1	23.7	26.3	13.8	16.9	15.3	41.6	(18.4)	10.9

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 21：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
大立光	3008 TT	買進	2305.0	9,926	15.2	10.5	10.8	1161.9	1214.3	1299.3	2.0	1.9	1.8
國外同業													
舜宇光學	2382 HK	未評等	78.7	11,036	11.4	12.5	14.9	22.6	24.5	27.9	3.5	3.2	2.8
瑞聲科技	2018 HK	未評等	18.8	2,884	3.8	4.6	5.8	20.5	23.6	24.9	0.9	0.8	0.8
國外同業平均					7.6	8.6	10.4	21.5	24.1	26.4	2.2	2.0	1.8
國內同業													
玉晶光	3406 TW	未評等	401.5	1,469	17.8	13.2	13.9	175.1	187.1	206.6	2.3	2.2	1.9
國內同業平均					17.8	13.2	13.9	175.1	187.1	206.6	2.3	2.2	1.9

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 22：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023F	3Q2023F	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	2023F	2024F
營業收入	9,136	8,194	11,897	14,200	9,665	9,475	14,600	15,700	43,427	49,440
銷貨成本	(4,583)	(4,156)	(5,711)	(6,715)	(4,827)	(4,643)	(6,831)	(7,445)	(21,205)	(23,746)
營業毛利	4,553	4,039	6,186	7,485	4,838	4,832	7,769	8,255	22,222	25,694
營業費用	(1,244)	(1,286)	(1,263)	(1,150)	(1,218)	(1,289)	(1,548)	(1,272)	(4,943)	(5,326)
營業利益	3,269	2,752	4,924	6,335	3,621	3,544	6,221	6,983	17,280	20,369
業外利益	640	2,274	819	868	941	1,065	788	736	4,602	3,531
稅前純益	3,909	5,026	5,743	7,203	4,562	4,609	7,009	7,719	21,882	23,900
稅後淨利	3,289	3,699	4,479	5,619	3,741	3,457	5,467	6,021	17,086	18,686
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
所得稅費用	(620)	(1,327)	(1,263)	(1,585)	(821)	(1,152)	(1,542)	(1,698)	(4,795)	(5,214)
歸屬母公司稅後純益	3,289	3,699	4,479	5,619	3,741	3,457	5,467	6,021	17,086	18,686
調整後每股盈餘(NT\$)	24.64	27.72	33.56	42.10	28.03	25.90	40.96	45.11	128.02	140.00
調整後加權平均股數(百萬股)	133	133	133	133	133	133	133	133	133	133
重要比率										
營業毛利率	49.8%	49.3%	52.0%	52.7%	50.1%	51.0%	53.2%	52.6%	51.2%	52.0%
營業利益率	35.8%	33.6%	41.4%	44.6%	37.5%	37.4%	42.6%	44.5%	39.8%	41.2%
稅前純益率	42.8%	61.3%	48.3%	50.7%	47.2%	48.7%	48.0%	49.2%	50.4%	48.3%
稅後純益率	36.0%	45.2%	37.7%	39.6%	38.7%	36.5%	37.4%	38.4%	39.3%	37.8%
有效所得稅率	15.9%	26.4%	22.0%	22.0%	18.0%	25.0%	22.0%	22.0%	21.9%	21.8%
季增率(%)										
營業收入	-36.5%	-10.3%	45.2%	19.4%	-31.9%	-2.0%	54.1%	7.5%		
營業利益	-51.8%	-15.8%	78.9%	28.7%	-42.8%	-2.1%	75.5%	12.2%		
稅後純益	-18.3%	12.5%	21.1%	25.5%	-33.4%	-7.6%	58.1%	10.1%		
調整後每股盈餘	-18.3%	12.5%	21.1%	25.4%	-33.4%	-7.6%	58.1%	10.1%		
年增率(%)										
營業收入	-9.8%	-15.3%	-11.7%	-1.3%	5.8%	15.6%	22.7%	10.6%	-8.9%	13.8%
營業利益	-18.5%	-31.8%	-11.3%	-6.6%	10.8%	28.8%	26.3%	10.2%	-15.2%	17.9%
稅後純益	-40.3%	-25.2%	-45.0%	39.6%	13.7%	-6.5%	22.1%	7.2%	-24.5%	9.4%
調整後每股盈餘	-40.0%	-25.2%	-45.0%	39.6%	13.8%	-6.6%	22.1%	7.1%	-24.4%	9.4%

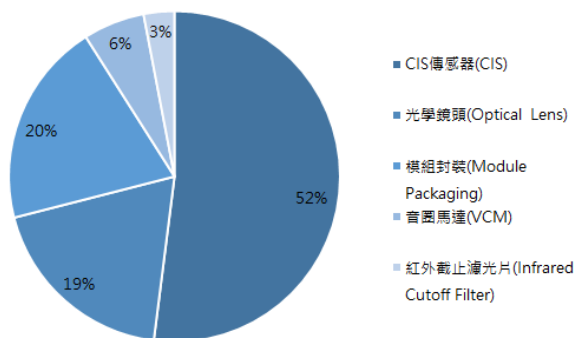
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據加權平均股數計算。

公司簡介

光學鏡片為核心技術能力，主要產品應用於智慧型手機

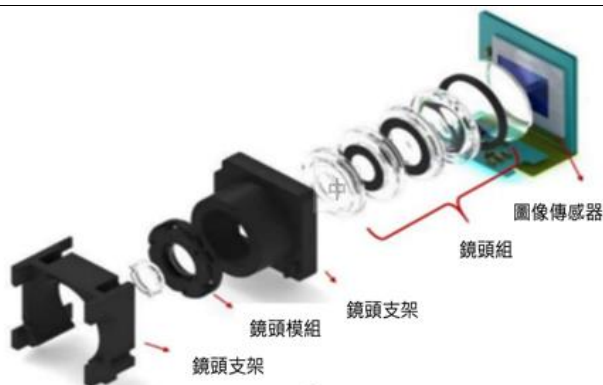
大立光成立於 1987 年主要生產光學鏡頭及鏡片，1991 年量產非球面塑膠鏡片；2002 年手機開始加入照相功能，塑膠鏡片因具成本優勢而超越玻璃鏡片，成為光學鏡頭市場明星商品，大立光目前已成為全球主要的塑膠非球面鏡片生產商。大立光所生產的光學鏡片組(Optical Lens)占手機鏡頭模組價值比重 19%。

圖 23：大立光主要產品為光學鏡片組(Optical Lens)，占手機鏡頭模組價值比重 19%



資料來源：元大投顧整理

圖 24：光學鏡片組(Lens)在占手機鏡頭模組地位相當重要



資料來源：元大投顧整理

音圈馬達(VCM)以日系供應商為主，大立光 VCM 占營收不顯著

音圈馬達(VCM)是自動對焦(AF)的主流裝置，主要搭載於 300 萬畫素規格以上的照相手機，VCM 不須要齒輪傳動而是由平衡馬達及彈簧的彈力來達成變焦目的。大立光雖投入 VCM 產品生產，但公司營收比重仍不顯著，僅不到 3%。

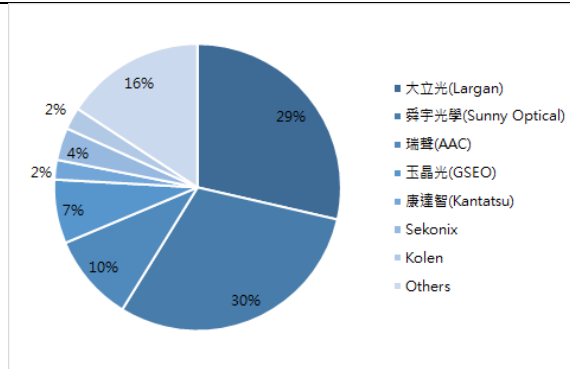
智慧型手機鏡頭採塑膠鏡片為近幾年主流，鏡片數增加提升進入障礙

近年手機鏡頭採塑膠鏡片為主，且手機鏡頭往高畫素發展，使用的鏡片數也逐漸增多，5M 畫素鏡頭鏡片數約為 4~5 片，8M 畫素以上需要 5 片，10M 以上則有 5 或 6 片式結構，在片數增加且薄度要求下，生產難度也增加，良率也相對低，但公司自動化程度高，在多片數的鏡頭上，較其他競爭對手擁有較佳的競爭優勢。

大立光鏡頭組於全球智慧型手機市占率近 30% ，擁 4500 專利以高階鏡頭為主

大立光市占率約 30%且以高智慧型手機鏡頭為主，陸系廠商以價格優勢近年市占率大幅提升，舜宇光學以鏡片+模組營運方式成為強勁對手；然而大立光以 1000 萬畫素及 2000 萬以上畫素為主，且其擁有 4500 個專利數，且持續在高新產品投入研發資源，穩固其高階產品市場領先地位。

圖 25：大立光鏡頭組於全球智慧型手機市占率近 30% ，且以高階鏡頭為主

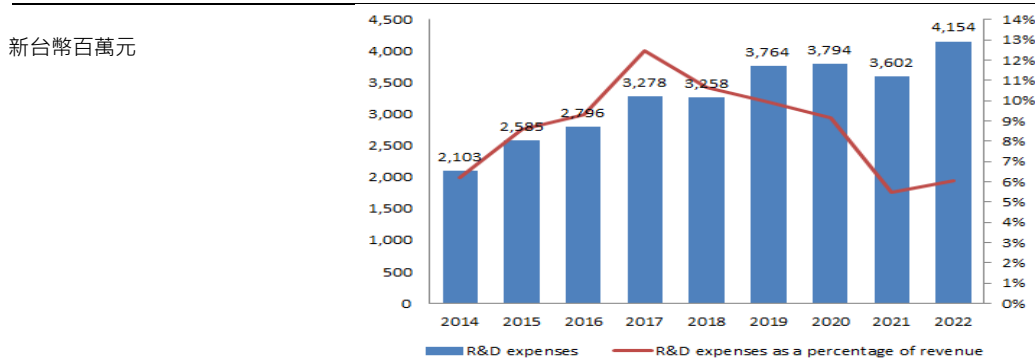


資料來源：元大投顧整理

持續投入新產品研發，佈局新產品

大立光近來在研發費用投入達 30-40 億元/年，包括手機應用和非手機應用產品，如玻璃鏡片、VCM、車用鏡頭、VR、Pancake 等，佈局其他未來成長動能。

圖 26：大立光年度研發金額達 30-40 億元



資料來源：元大投顧整理

生產基地以台灣台中廠房為主

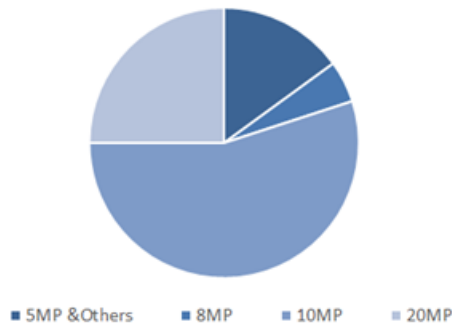
大立光目前於台灣共有 13 個廠區，中國則有蘇州廠及東莞廠，惟 2019 年下半年結束中國蘇州廠；其新擴充產能均集中於台中地區，在中國地區產能風險較低。

圖 27：生產基地位於台灣台中為主，中國大陸東莞廠產能較少

生產基地	營運	成立
台中	光學鏡片生產及研發	1990 年
東莞(中國大陸)	玻璃鏡頭	1995 年

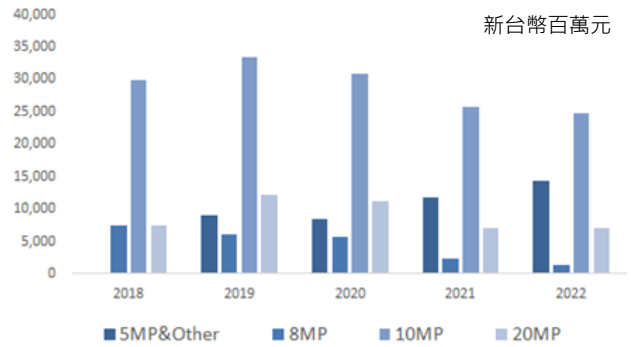
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 28：營收組成以 1000 萬畫素以上鏡頭為主



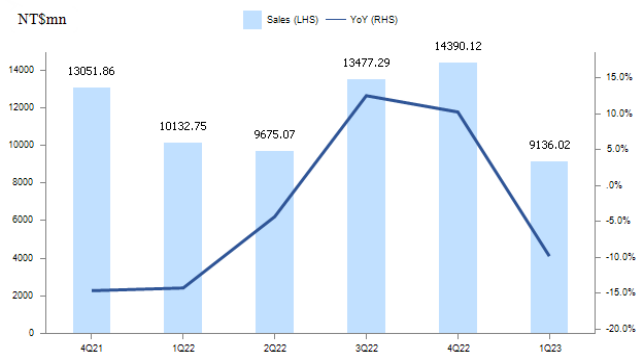
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 29：近年營收衰退以 1000 萬畫素下降最明顯



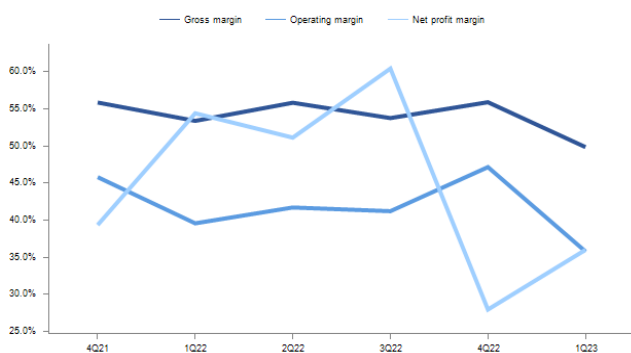
資料來源：公司資料

圖 30：營收趨勢



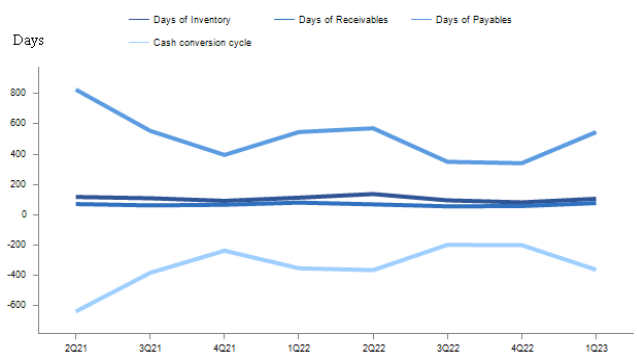
資料來源：CMoney、公司資料

圖 31：毛利率、營益率、淨利率



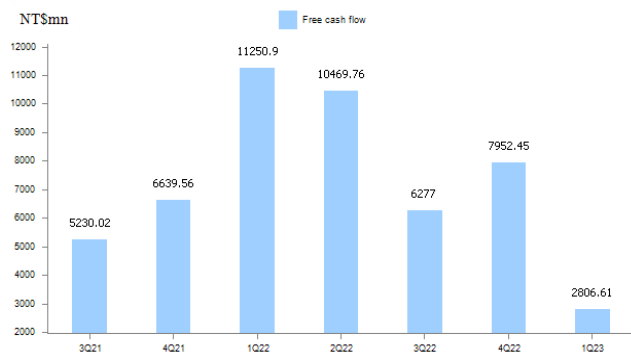
資料來源：CMoney、公司資料

圖 32：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 33：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- ▶ **ESG 總分**：大立光整體的 ESG 風險評級屬於中風險，但在 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略微領先的位置，於電子零組件行業中的公司中排名亦略微領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：大立光的整體曝險屬於低等水準，且略優於電子零組件行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含商業倫理、碳排放、資源運用等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：大立光在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。大立光遵循適當的 ESG 的揭露，並針對環境議題制定對應的政策，惟建議管理層將永續發展目標連結至薪酬績效計算中。

圖 34：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	21.4
在 ESG 議題上的曝險 (A)	29.9
個別公司在 ESG 議題上的執行力(B)	30.1
風險評級	中
同業排行(1~100，1 為最佳)	32

資料來源：Sustainalytics (2023/7/17)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

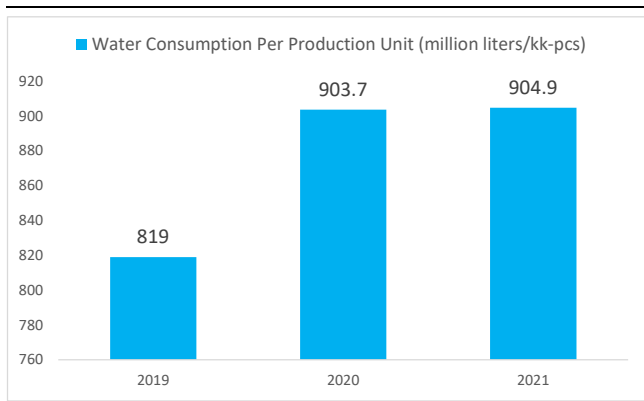
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級： 極低 (0-10) 低 (10-20) 中 (20-30) 高 (30-40) 極高 (40+)

註 3：曝險分數評級： 低 (0-35) 中 (35-55) 高 (55+)

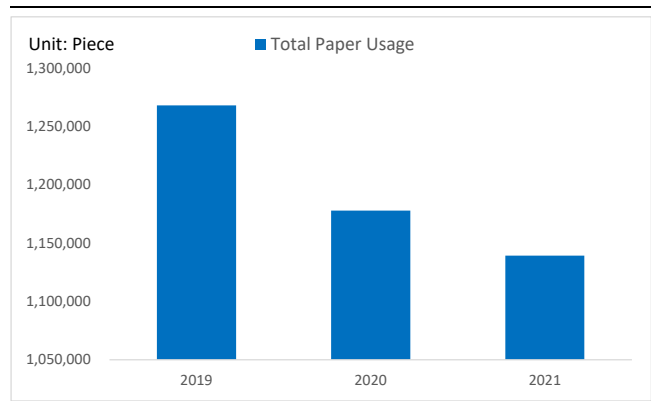
註 4：執行力分數評級： 弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 35：單位產能用水量



資料來源：公司資料

圖 36：紙張使用情形



資料來源：公司資料

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	89,149	110,172	112,580	117,732	126,784
存貨	5,708	5,191	5,518	6,474	6,131
應收帳款及票據	9,938	8,051	8,336	10,320	9,116
其他流動資產	19,542	5,789	5,789	5,789	5,789
流動資產	124,337	129,202	132,223	140,315	147,819
長期投資	439	760	760	760	760
固定資產	34,915	37,831	41,783	45,594	49,412
無形資產	70	149	62	(25)	(112)
其他非流動資產	14,950	17,028	17,028	17,028	17,028
非流動資產	50,374	55,768	59,633	63,357	67,088
資產總額	174,711	184,970	191,857	203,672	214,907
應付帳款及票據	1,679	1,690	1,620	2,087	1,810
短期借款	0	19	19	19	19
什項負債	31,054	27,679	27,679	27,679	27,679
流動負債	32,733	29,388	29,318	29,785	29,508
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	238	473	473	473	473
長期負債	238	473	473	473	473
負債總額	32,971	29,861	29,791	30,258	29,981
股本	1,341	1,335	1,335	1,335	1,335
資本公積	1,563	1,555	1,555	1,555	1,555
保留盈餘	141,878	152,652	158,327	168,395	178,627
什項權益	(3,042)	(433)	848	2,129	3,410
歸屬母公司之權益	141,740	155,109	162,065	173,414	184,927
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	141,740	155,109	162,065	173,414	184,927

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	18,671	22,625	17,086	18,686	19,656
折舊及攤提	4,745	5,118	4,647	5,278	5,495
本期營運資金變動	(386)	2,417	(682)	(2,473)	1,270
其他營業資產及負債變動	(2,153)	14,047	0	0	0
營運活動之現金流量	20,878	44,207	21,051	21,491	26,421
資本支出	(5,909)	(8,257)	(8,512)	(9,002)	(9,226)
本期長期投資變動	167	321	0	0	0
其他資產變動	(1,401)	(1,857)	0	0	0
投資活動之現金流量	(7,143)	(9,793)	(8,512)	(9,002)	(9,226)
股本變動	0	(7)	0	0	0
本期負債變動	(252)	19	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(12,274)	(14,636)	(11,411)	(8,618)	(9,424)
其他調整數	(1,444)	(49)	0	0	0
融資活動之現金流量	(13,970)	(14,673)	(11,411)	(8,618)	(9,424)
匯率影響數	(237)	1,281	1,281	1,281	1,281
本期產生現金流量	(472)	21,022	2,409	5,152	9,051
自由現金流量	14,969	35,950	12,539	12,489	17,195

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	46,962	47,675	43,427	49,440	51,507
銷貨成本	(18,814)	(21,580)	(21,205)	(23,746)	(24,959)
營業毛利	28,149	26,096	22,222	25,694	26,548
營業費用	(5,002)	(5,699)	(4,943)	(5,326)	(5,135)
推銷費用	(369)	(399)	(328)	(364)	(380)
研究費用	(3,602)	(4,154)	(3,592)	(3,781)	(3,525)
管理費用	(1,031)	(1,145)	(1,026)	(1,180)	(1,231)
其他費用	0	0	4	0	0
營業利益	23,148	20,384	17,280	20,369	21,413
利息收入	951	1,692	3,180	2,664	2,760
利息費用	(2)	(2)	0	0	0
利息收入淨額	949	1,690	3,180	2,664	2,760
投資利益(損失)淨額	149	249	417	490	580
匯兌損益	(1,474)	5,232	1,100	0	0
其他業外收入(支出)淨額	254	271	(94)	391	391
稅前純益	23,027	27,827	21,882	23,900	25,144
所得稅費用	(4,355)	(5,202)	(4,795)	(5,214)	(5,488)
稅後純益	18,671	22,625	17,086	18,686	19,656
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之淨利	18,671	22,625	17,086	18,686	19,656
稅前息前折舊攤銷前淨利	27,774	32,947	12,633	15,090	15,918
調整後每股盈餘 (NT\$)	139.20	169.31	128.02	140.00	147.27

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	(16.1)	1.5	(8.9)	13.8	4.2
營業利益	(27.7)	(11.9)	(15.2)	17.9	5.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	(22.9)	18.6	(61.7)	19.5	5.5
稅後純益	(23.9)	21.2	(24.5)	9.4	5.2
調整後每股盈餘	(23.9)	21.6	(24.4)	9.4	5.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	59.9	54.7	51.2	52.0	51.5
營業利益率	49.3	42.8	39.8	41.2	41.6
稅前息前淨利率	49.0	58.4	39.8	41.2	41.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	59.1	69.1	29.1	30.5	30.9
稅前純益率	49.0	58.4	50.4	48.3	48.8
稅後純益率	39.8	47.5	39.3	37.8	38.2
資產報酬率	10.8	12.6	8.9	9.2	9.2
股東權益報酬率	13.2	15.2	10.5	10.8	10.6
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	23.3	19.3	18.4	17.5	16.2
淨負債權益比 (%)	(62.9)	(71.0)	(69.5)	(67.9)	(68.6)
利息保障倍數 (倍)	11827.7	15740.1	0	0	0
流動比率 (%)	379.9	439.6	451.0	471.1	501.0
速動比率 (%)	362.4	422.0	432.2	449.4	480.2
淨負債 (NT\$ 百萬元)	(89,149)	(110,153)	(112,562)	(117,714)	(126,765)
調整後每股淨值 (NT\$)	1056.97	1161.87	1214.26	1299.29	1385.55
評價指標 (倍)					
本益比	16.6	13.6	18.0	16.5	15.7
股價自由現金流量比	20.5	8.5	24.5	24.6	17.8
股價淨值比	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7
股價稅前息前折舊攤銷前	11.0	9.3	24.3	20.3	19.3
股價營收比	6.5	6.4	7.1	6.2	6.0

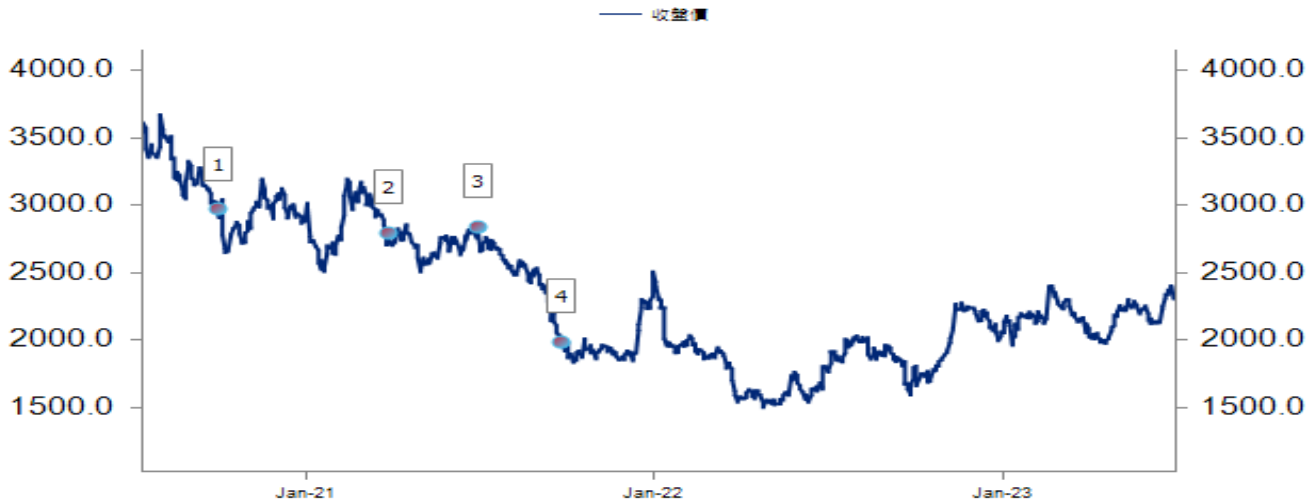
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

大立光 (3008 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20201005	3295.00	3780.00	3404.88	買進	劉思良
2	20210409	3020.00	3900.00	3512.97	買進	劉思良
3	20210708	3150.00	3800.00	3422.90	買進	劉思良
4	20211008	2005.00	2400.00	2234.33	持有-超越同業	葉冠為

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2023 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會註釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研

究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣臺北市 106 敦化南路二段
65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2023} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.