

研究員：劉宜和 yiho.liu@capital.com.tw

前日收盤價 58.60 元

目標價

3 個月 75.00 元

12 個月 75.00 元

## 中揚光(6668 TT)

Buy

轉型成功轉虧為盈，投資建議調升為 Buy。

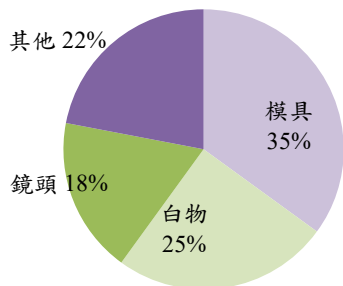
### 近期報告日期、評等及前日股價

10/18/2023	Neutral	36.60
04/28/2023	Neutral	39.70
11/14/2022	Neutral	36.25
07/22/2022	Neutral	45.55
04/13/2022	Neutral	47.05

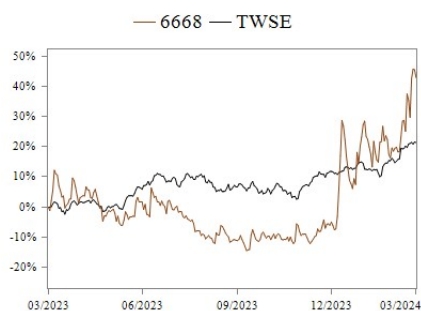
### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	912
市值(億元)	53
目前每股淨值(元)	18.50
外資持股比(%)	18.58
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	18.01
融資餘額(張)	5,640
現金股息配發率(F)(%)	0.00

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢



**投資建議：**短期間受惠於中國手機鏡頭需求復甦驅使模貝營收增長，帶動營收與毛利率回溫，預期將於 2Q24 轉虧為盈，中長線營運則受惠於美系 Tier-1 車用鏡頭訂單挹注營運成長動能，過去三年的轉型與調整逐漸開花結果，故將投資建議調升為 Buy。

**2H23 中國手機鏡頭需求回溫，2023 年營收 9.45 億元，**

**YoY-21.58%，EPS-2.68 元：**2023 年，在非手機鏡頭方面，警用密錄器鏡頭出貨穩健，NB 產業雖然持續進行庫存調整，但因 NB 鏡頭客戶新增 NB 品牌廠客戶擴增鏡頭出海口，NB 鏡片出貨成長；模造鏡片在車用、軍工的應用成長，帶動模造玻璃模貝出貨增加；中國手機供應鏈回補手機鏡頭庫存，以及改用新款 CIS 帶動手機鏡頭重新設計，2H23 模貝營收回溫，帶動 4Q23 營運轉佳，2023 年營收 9.45 億元，YoY-21.58%，預估稅後淨利-2.45 億元，EPS-2.68 元。

**手機鏡頭模貝需求持續好轉，預估 1Q24 營收 2.76 億元，**

**QoQ-0.02%，EPS-0.13 元：**展望 1Q24，雖然部分鏡頭、鏡片客戶因年節長假減少工作天數，進入需求淡季減少出貨量，但因中國 Android 手機銷量回溫，尤其以華為發表自製的麒麟 9000S 5G SoC 後，華為為首的中國手機品牌銷量向上並排擠 iPhone 銷售表現，帶動手機鏡頭出貨增加，中國品牌 CIS 滲透率提升，手機鏡頭重新設計，也帶動手機鏡頭模貝需求成長，預估 1Q24 營收 2.76 億元，QoQ-0.02%，預估稅後淨利-0.12 億元，EPS-0.13 元。

**鏡頭、模貝與鏡片營收皆成長，預估 2024 年營收 14.54 億元，**

**YoY+53.92%，EPS0.92 元：**展望 2024 年，中國手機廠商跟隨玻塑混合鏡頭趨勢，中國 CIS 滲透率提升，多款手機鏡頭重新設計，帶動模貝與模架的需求增加；車用鏡頭客戶新訂單挹注，環景、駕駛監測鏡頭與抬頭顯示器鏡頭需求增加，車用鏡頭模貝向上；車用鏡頭驅動營收成長，日系車用鏡頭客戶訂單將於 2Q24 出貨，美系 Tier-1 客戶方面，雖然 2024 年貢獻營收小於 2%，因已確定未來 3~5 年訂單，美系客戶車用鏡頭訂單 2025~2026 年營收皆有不小貢獻，帶動公司長線營運成長動能，預估 2024 年營收 14.54 億元，YoY+53.92%，稅後淨利 0.84 億元，EPS0.92 元。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	945	1,454	2,047	270	232	225	212	276	276	355	416	407
營業毛利淨額	48	380	642	12	-2	-18	23	45	61	93	116	110
營業利益	-260	76	297	-60	-77	-97	-54	-31	-14	17	39	34
稅後純益	-245	84	302	-193	-72	-86	-56	-30	-12	19	41	36
稅後 EPS(元)	-2.68	0.92	3.31	-2.12	-0.79	-0.94	-0.62	-0.33	-0.13	0.21	0.45	0.39
毛利率(%)	5.03%	26.11%	31.35%	4.44%	-0.77%	-7.98%	10.64%	16.18%	22.07%	26.22%	27.78%	27.04%
營業利益率(%)	-27.47%	5.20%	14.53%	-22.30%	-33.27%	-43.35%	-25.31%	-11.32%	-4.93%	4.84%	9.25%	8.25%
稅後純益率(%)	-25.88%	5.77%	14.74%	-71.62%	-31.05%	-38.35%	-26.50%	-10.93%	-4.21%	5.43%	9.76%	8.77%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-21.58%	53.92%	40.74%	-10.24%	-14.00%	-3.25%	-5.64%	30.28%	-0.02%	28.61%	17.22%	-2.22%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	259.50%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	110.74%	-12.14%

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 9.12 億元計算。

2024 年 3 月 4 日

## 中揚光電 ESG：

中揚光自 2020 年起統計集團內 4 座營運據點之能源，未使用再生電力，2020 年外購之非再生電力總計為 23,595,780 度電，轉換為熱量單位為 84,944 GJ。2021 年外購之非再生電力總計為 24,685,376 度電，轉換為熱量單位為 88,866 GJ。2020 年主要之節電措施為替換 T5 LED 燈管及製程冷卻水泵加裝變頻器，共節電 772 GJ，約可減少二氧化碳排放量 109.11 噸。2021 年主要之節電措施為空調箱馬達 AHU 加裝變頻器，共節電 890GJ，約可減少二氧化碳排放量 124 噸。

## 模具、鏡頭與鏡片帶動營收季增，4Q23 營收 2.76 億元，QoQ+30.28%，EPS-0.33 元：

4Q23，中國手機回補零組件庫存，以及韓系、日系 CMOS CIS 退出低階產品，中國 CIS 業者大舉進入低階市場，手機鏡頭重新設計，帶動模具需求向上；NB 鏡頭客戶新增 NB 品牌客戶，帶動鏡片需求向上；歐洲軍工客戶模造玻璃需求增溫，帶動模造玻璃出貨成長。

手機通路庫存已低，年底又逢發表新機與傳統銷售旺季，中國手機供應鏈出現回補庫存訂單，加上 Samsung、Sony 陸續退出 1,300 萬畫素 CIS，中國業者如：Omnivision、格科微與思特威等…業者加大 1,300 萬畫素產品，並開始增加 5,000 萬畫素滲透率，相機模組更換 CIS 需重新設計手機鏡頭，模具需求增加，模仁精加工與模座需求皆成長，帶動模具營收走高。

NB 鏡片客戶新增 NB 品牌廠客戶，加上對既有客戶的供貨市佔率提升，NB 鏡片營收季成長。

模造玻璃打入歐洲軍工廠商，應用於步槍雷射瞄準器，帶動耐高溫的模造玻璃出貨成長。

受惠於模具、鏡片與模造鏡片營收季增，4Q23 營收 2.76 億元，QoQ+30.28%。

因模具、鏡頭營運規模有效提升，閒置成本大幅減少，預期毛利率將優於 3Q23 的表現，預估稅後淨利-0.30 億元，EPS-0.33 元。

## 2H23 中國手機鏡頭需求回溫，2023 年營收 9.45 億元，YoY-21.58%，EPS-2.68 元：

2023 年，在非手機鏡頭方面，警用密錄器鏡頭出貨穩健，NB 產業雖然持續進行庫存調整，但因 NB 鏡頭客戶新增 NB 品牌廠客戶擴增鏡頭出海口，NB 鏡片出貨成長；模造鏡片在車用、軍工的應用成長，帶動模造玻璃模具出貨增加；中國手機供應鏈回補手機鏡頭庫存，以及改用新款 CIS 帶動手機鏡頭重新設計，2H23 模具營收回溫，帶動 4Q23 營運轉佳。

在鏡頭模具業務方面，1H23 中國手機供應鏈持續調整庫存，鏡頭出貨持續衰退，拖累模具出貨進度，但自 2Q23 底開始，手機鏡頭模具訂單回溫，手機鏡頭庫存回補，加上 Samsung、Sony 陸續退出 1300 萬畫素 CIS，中國業者如：Omnivision、格科微與思特威加大 1300 萬畫素產品，並開始增加 5000 萬畫素滲透率，手機鏡頭更換 CIS 需重新設計，模具需求增加，帶動 2H23 模具營收回溫。

在非手機鏡頭應用方面，NB 產業雖然庫存調整，但因 NB 鏡頭客戶新增 NB

2024 年 3 月 4 日

品牌廠客戶擴增鏡頭出海口，NB 鏡片出貨成長；北美警用密錄器廠商持續研發新品，因密錄器影音紀錄可做為法院證據，除了增加警察裝配密錄器比率，廠商亦持續提升鏡頭解析度與可視角度，持續帶動警用密錄器鏡頭營收成長；升息導致金融環境緊縮，韓系客戶微型投影機進行庫存調整，導致投影機鏡頭出貨大幅衰退；模造鏡片在車用、軍工的應用成長，帶動模造玻璃模具出貨增加。

2H23 中國手機鏡頭需求回溫，2023 年營收 9.45 億元，YoY-21.58%。

由於營收規模下滑，閒置產能損失壓抑公司獲利能力，預估稅後淨利-2.45 億元，EPS-2.68 元。

**手機鏡頭模具需求持續好轉，預估 1Q24 營收 2.76 億元，QoQ-0.02%，EPS-0.13 元：**

展望 1Q24，雖然部分鏡頭、鏡片客戶因年節長假減少工作天數，進入需求淡季減少出貨量，但因中國 Android 手機銷量回溫，尤其以華為發表自製的麒麟 9000S 5G SoC 後，華為為首的中國手機品牌銷量向上並排擠 iPhone 銷售表現，帶動手機鏡頭出貨增加，以及中國品牌 CIS 滲透率提升，手機鏡頭重新設計，也帶動手機鏡頭模具需求成長。

手機鏡頭模具需求持續好轉，預估 1Q24 營收 2.76 億元，QoQ-0.02%。

模具營收比重提升，產能利用率持續回溫，預期閒置產能損失進一步減少，1Q24 毛利率將優於 4Q23，預估稅後淨利-0.12 億元，EPS-0.13 元。

**鏡頭、模具與鏡片營收皆成長，預估 2024 年營收 14.54 億元，YoY+53.92%，EPS0.92 元：**

展望 2024 年，中國手機廠商跟隨玻塑混合鏡頭趨勢，加上中國 CIS 滲透率提升，多款手機鏡頭重新設計，帶動模仁與模架的需求增加，車用鏡頭客戶新訂單挹注，環景、駕駛監測鏡頭與抬頭顯示器鏡頭需求增加，車用鏡頭模具向上；車用鏡頭驅動營收成長，日系車用鏡頭客戶訂單將於 2Q24 出貨，美系 Tier-1 客戶方面，雖然 2024 年貢獻營收小於 2%，因已確定未來 3~5 年訂單，美系客戶車用鏡頭訂單 2025~2026 年營收皆有不小貢獻，帶動公司長線營運成長動能。

在模具方面，由於 iPhone15 採用玻塑混合鏡頭，帶動中國手機廠商跟隨此趨勢，加上中國 CIS 滲透率提升，多款手機鏡頭重新設計，帶動模仁與模架的需求增加，2024 年手機模具營收成長；車用鏡頭方面接獲新訂單，受惠於美系、日系客戶新單挹注，環景、駕駛監測鏡頭與抬頭顯示器鏡頭需求增加，車用鏡頭模具增加；模造玻璃在車用、軍工應用出貨進一步放大，帶動模造玻璃模具進一步成長，因模具所有應用皆增加，可預見 2024 年模具營收將有不錯表現。

在鏡片代工業務部分，NB 產業需求回溫，且克酷在 NB 廠商滲透率提升，預期 NB 鏡片營收成長；模造玻璃鏡片因折射率高，光學表現佳且小型化等優點，以及玻塑混合鏡頭在運動攝影機、車用、步槍光學瞄準器應用有增加的趨勢。

在鏡頭業務方面，雖然警用密錄器安防鏡頭出貨量成長，但因鏡頭重新設計，1H24 進行新、舊產品轉換，預期安防鏡頭營收持平；新增醫療內視鏡

2024 年 3 月 4 日

頭業務，出貨給韓國醫材業者，由於單價與毛利率皆高，有助提升獲利。

車用鏡頭驅動營收成長，日系車用鏡頭客戶訂單將於 2Q24 出貨，主要應用於車體環景以及 ADAS，挹注營收成長動能，車內監控系統(Driver Monitor System, DMS)日漸普及，公司模造玻璃極為適合車內小型鏡頭的應用，將受惠於 DMS 的成長趨勢；在美系 Tier-1 客戶方面，因應客戶需求在泰國設立車用鏡頭組裝廠，預計在 3Q~4Q24 貢獻營收，雖然 2024 年貢獻營收小於 2%，因已確定未來 3~5 年訂單，美系客戶車用鏡頭訂單 2025~2026 年營收皆有不小貢獻，帶動公司長線營運成長動能。

鏡頭、模具與鏡片營收皆成長，預估 2024 年營收 14.54 億元，YoY+53.92%。

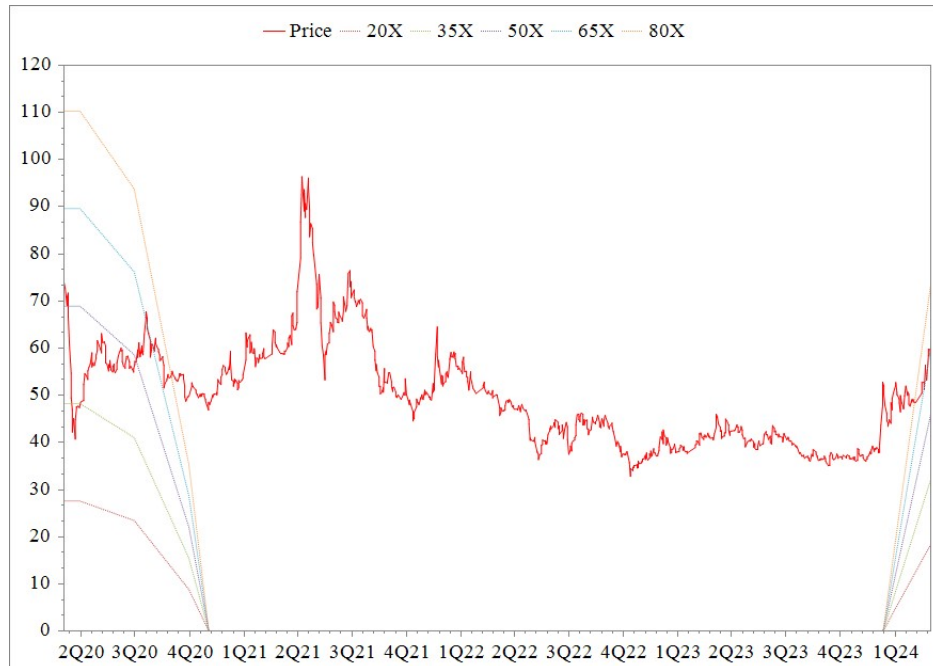
因模具產能利用率回升，以及鏡頭出貨量增加，預期毛利率將優於 2023 年，並自 2Q24 起回到獲利軌道上，且在美系 Tier-1 訂單加持下，已見長線營運成長動能，預估稅後淨利 0.84 億元，EPS0.92 元。

### 投資建議：

短期間受惠於中國手機鏡頭需求復甦驅使模具營收增長，帶動營收與毛利率回溫，預期將於 2Q24 轉虧為盈，中長線營運則受惠於美系 Tier-1 車用鏡頭訂單挹注營運成長動能，過去三年的轉型與調整逐漸開花結果，故將投資建議調升為 Buy。

2024 年 3 月 4 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 3 月 4 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	4,550	4,189	3,602	3,778	4,489
流動資產	2,379	2,022	1,544	3,650	3,408
現金及約當現金	1,443	1,227	937	2,216	2,069
應收帳款與票據	439	372	255	726	632
存貨	449	316	279	433	498
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	1,927	1,968	1,884	1,800	1,716
<b>負債總計</b>	2,412	2,368	2,036	2,128	2,537
流動負債	1,329	1,461	1,111	2,589	2,400
應付帳款及票據	104	71	71	105	133
非流動負債	1,083	906	925	-495	75
<b>權益總計</b>	2,138	1,821	1,566	1,650	1,952
普通股股本	783	782	782	782	782
保留盈餘	128	-227	-482	-398	-97
母公司業主權益	2,077	1,749	1,504	1,587	1,889
<b>負債及權益總計</b>	4,550	4,189	3,602	3,778	4,489

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	1,266	1,205	945	1,454	2,047
營業成本	1,038	1,137	897	1,075	1,405
<b>營業毛利淨額</b>	229	68	48	380	642
營業費用	468	317	307	304	344
<b>營業利益</b>	-240	-250	-260	76	297
<b>EBITDA</b>	12	-28	-15	310	520
業外收入及支出	-29	-90	4	8	4
稅前純益	-267	-340	-256	84	302
所得稅	30	2	0	0	0
稅後純益	-291	-355	-245	84	302
稅後 EPS(元)	-3.19	-3.89	-2.68	0.92	3.31
完全稀釋 EPS**	-3.19	-3.89	-2.68	0.92	3.31

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 9.12【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 9.12 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
-------	------	------	-------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	-25.07%	-4.84%	-21.58%	53.92%	40.74%
營業毛利淨額	-63.81%	-70.46%	-29.61%	698.97%	69.00%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	293.27%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	259.50%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	18.05%	5.60%	5.03%	26.11%	31.35%
EBITDA(%)	0.96%	-2.35%	-1.55%	21.29%	25.43%
營益率	-18.92%	-20.73%	-27.47%	5.20%	14.53%
稅後純益率	-22.95%	-29.43%	-25.88%	5.77%	14.74%
總資產報酬率	-6.39%	-8.47%	-6.79%	2.22%	6.72%
股東權益報酬率	-13.59%	-19.47%	-15.62%	5.09%	15.46%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	53.01%	56.52%	56.52%	56.33%	56.52%
負債/淨值比(%)	112.81%	129.99%	130.00%	129.00%	130.00%
流動比率(%)	178.95%	138.34%	139.00%	141.00%	142.00%

## 其他比率分析

存貨天數	133.61	122.68	121.00	121.00	121.00
應收帳款天數	178.13	122.78	121.00	123.00	121.00

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	167	224	-174	968	431
稅前純益	-267	-340	-256	84	302
折舊及攤銷	258	290	245	234	223
營運資金變動	206	167	154	-591	57
其他營運現金	-30	107	-317	1,241	-151
<b>投資活動現金</b>	-548	-480	-274	1,545	-1,337
資本支出淨額	-540	-407	-300	-300	-300
長期投資變動	0	0	0	0	0
其他投資現金	-7	-74	26	1,845	-1,037
<b>籌資活動現金</b>	1,280	32	158	-1,235	758
長借/公司債變動	320	85	18	-1,419	569
現金增資	499	0	0	0	0
發放現金股利	-79	0	0	0	0
其他籌資現金	540	-53	139	184	189
<b>淨現金流量</b>	897	-216	-290	1,278	-147
<b>期初現金</b>	547	1,443	1,227	937	2,216
<b>期末現金</b>	1,443	1,227	937	2,216	2,069

資料來源：CMoney、群益

2024 年 3 月 4 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	301	270	232	225	212	276	276	355	416	407	424	500
營業成本	263	258	234	243	189	231	215	262	301	297	296	343
營業毛利淨額	37	12	-2	-18	23	45	61	93	116	110	128	157
營業費用	63	72	75	79	76	76	75	76	77	76	86	86
營業利益	-25	-60	-77	-97	-54	-31	-14	17	39	34	42	71
業外收入及支出	17	-138	0	9	-7	1	2	2	2	2	1	1
稅前純益	-8	-198	-77	-88	-60	-30	-12	19	41	36	43	72
所得稅	5	-2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
稅後純益	-20	-193	-72	-86	-56	-30	-12	19	41	36	43	72
最新股本	912	912	912	912	912	912	912	912	912	912	912	912
稅後EPS(元)	-0.22	-2.12	-0.79	-0.94	-0.62	-0.33	-0.13	0.21	0.45	0.39	0.47	0.79

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	12.42%	4.44%	-0.77%	-7.98%	10.64%	16.18%	22.07%	26.22%	27.78%	27.04%	30.13%	31.46%
營業利益率(%)	-8.47%	-22.30%	-33.27%	-43.35%	-25.31%	-11.32%	-4.93%	4.84%	9.25%	8.25%	9.85%	14.20%
稅後純益率(%)	-6.52%	-71.62%	-31.05%	-38.35%	-26.50%	-10.93%	-4.21%	5.43%	9.76%	8.77%	10.09%	14.42%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-19.21%	-10.24%	-14.00%	-3.25%	-5.64%	30.28%	-0.02%	28.61%	17.22%	-2.22%	4.07%	18.08%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	124.29%	-12.80%	24.23%	70.17%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	110.74%	-12.14%	19.72%	68.76%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	110.74%	-12.14%	19.72%	68.76%

## YoY(%)

營業收入淨額	-8.31%	2.98%	-11.34%	-39.66%	-29.53%	2.28%	18.91%	58.07%	96.38%	47.38%	53.41%	40.84%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	313.47%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	274.11%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	274.11%

註1：稅後EPS以股本9.12億元計算

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。