

研究員：劉宜和 yiho.liu@capital.com.tw

前日收盤價 48.80 元

目標價

3 個月 50.00 元

12 個月 50.00 元

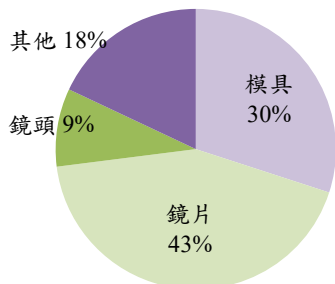
## 近期報告日期、評等及前日股價

05/13/2024	Trading Buy	72.80
03/11/2024	Trading Buy	54.10
03/04/2024	Buy	58.60
10/18/2023	Neutral	36.60
04/28/2023	Neutral	39.70

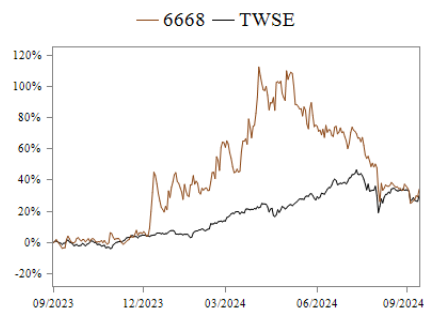
## 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	968
市值(億元)	47
目前每股淨值(元)	19.53
外資持股比(%)	15.18
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	14.76
融資餘額(張)	5,752
現金股息配發率(%)	0.00

## 產品組合



## 股價相對大盤走勢



## 中揚光(6668 TT)

Trading Buy

短線未見由虧轉盈契機，給予 Trading Buy 投資建議。

**投資建議：**受惠於中國手機鏡頭改採中國 CIS，帶動手機鏡頭需求復甦驅使模貝營收增長，營收與毛利率回溫，美系 Tier-1 車用鏡頭訂單更帶動營收長線成長動能，但因短線未見由虧轉盈契機，故給予 Trading Buy 投資建議。

**模貝認列進度加快，預估 3Q24 營收 2.72 億元，QoQ+38.01%，**

**EPS-0.21 元：**展望 3Q24，中國手機鏡頭大廠客戶手機鏡頭已陸續出貨，將加快模貝驗收進度，預期模貝營收季增；台系 NB 鏡頭客戶持續提升非 Apple NB 鏡頭市占率，鏡片營收持續提升；韓系客戶為年底消費性電子備貨，將拉動微型投影機鏡頭出貨成長，銷往北美的商用車自動除霧鏡頭開始出貨，預期鏡頭營收上揚；模造玻璃受惠於東歐軍工客戶需求成長，以及日本客戶車用 LiDar 準直鏡片量產，預期營收向上，預估 3Q24 營收 2.72 億元，QoQ+38.01%，稅後淨利-0.20 億元，EPS-0.21 元。

**模貝、鏡頭營收皆進一步增加，預估 4Q24 營收 3.03 億元，**

**QoQ+11.53%，EPS-0.06 元：**展望 4Q24，接近年底，已出貨但尚未驗收的鏡頭模貝都將加快驗收進度，故進入模貝營收認列高峰，預期模貝營收來到全年最高點；韓系客戶將把全年積欠未拉走的微型投影機鏡頭拉完，進一步提升鏡頭營收動能；台系 NB 鏡頭客戶因持續擴增非 Apple NB 鏡頭市占率，鏡片營收可望維持於高點，預估 4Q24 營收 3.03 億元，QoQ+11.53%，稅後淨利-0.06 億元，EPS-0.06 元。

**模貝與鏡片營收皆成長，預估 2024 年營收 9.96 億元，**

**YoY+5.43%，EPS-1.35 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，帶動模貝與模架的需求增加；NB 產業需求回溫，且客戶在非 Apple NB 鏡頭市占率提升，預期 NB 鏡片營收成長；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 2H25 起貢獻顯著營收，帶動公司長線營運成長動能，預估 2024 年營收 9.96 億元，YoY+5.43%，稅後淨利-1.30 億元，EPS-1.35 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	945	996	1,235	225	212	276	225	197	272	303	238	265
營業毛利淨額	34	170	301	-18	23	31	31	11	56	71	40	57
營業利益	-281	-146	5	-97	-54	-53	-54	-71	-17	-3	-31	-16
稅後純益	-260	-130	2	-86	-56	-45	-42	-63	-20	-6	-33	-17
稅後 EPS(元)	-2.68	-1.35	0.02	-0.89	-0.58	-0.47	-0.44	-0.65	-0.21	-0.06	-0.34	-0.18
毛利率(%)	3.55%	17.04%	24.33%	-7.98%	10.64%	11.10%	13.93%	5.60%	20.61%	23.58%	16.84%	21.46%
營業利益率(%)	-29.73%	-14.66%	0.40%	-43.35%	-25.31%	-19.08%	-24.08%	-36.16%	-6.39%	-1.12%	-13.16%	-6.04%
稅後純益率(%)	-27.48%	-13.10%	0.14%	-38.35%	-26.50%	-16.41%	-18.78%	-31.82%	-7.33%	-1.89%	-13.71%	-6.53%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-21.57%	5.43%	23.96%	-3.25%	-5.64%	30.35%	-18.60%	-12.49%	38.01%	11.53%	-21.28%	11.31%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

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 9.68 億元計算。

2024 年 9 月 13 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。

## 模具與鏡頭營收不如預期，2Q24 營收 1.97 億元，QoQ-12.49%，EPS-0.65 元：

2Q24，雖然 NB 鏡片需求向上，但因中國手機鏡頭大廠客戶對模具驗收進度放緩，以及較小的鏡頭客戶對成套的模具需求呈現衰退，導致模具營收季減；韓系客戶微型投影機鏡頭遞延至 3Q~4Q24 出貨，導致鏡頭營收下滑。

在模具方面，中國手機鏡頭大廠客戶對模具驗收進度放緩，模座、模仁營收皆下滑，較小的鏡頭客戶對成套的模具需求呈現衰退，模具營收來到 0.58 億元，QoQ-32.22%。

在鏡片方面，雖然整體 NB 出貨量成長有限，台系 NB 鏡頭客戶供貨市占率提升，帶動 NB 鏡片需求向上，鏡片營收 0.85 億元，QoQ+45.21%。

在鏡頭方面，雖然台系客戶舊款警用密錄器鏡頭提前拉貨，但因韓系客戶微型投影機鏡頭遞延至 3Q~4Q24 出貨，導致鏡頭營收下滑到 0.17 億元，QoQ-41.33%。

模具與鏡頭營收不如預期，2Q24 營收 1.97 億元，QoQ-12.49%。

因模具營收比重較 1Q24 低，產品組合進一步轉差，加上提列存貨報廢損失約 0.25 億元，導致 2Q24 毛利率低於 1Q24，稅後淨利-0.63 億元，EPS-0.65 元。

## 模具認列進度加快，預估 3Q24 營收 2.72 億元，QoQ+38.01%，EPS-0.21 元：

展望 3Q24，中國手機鏡頭大廠客戶手機鏡頭已陸續出貨，將加快模具驗收進度，預期模具營收季增；台系 NB 鏡頭客戶持續提升非 Apple NB 鏡頭市占率，鏡片營收持續提升；韓系客戶為年底消費性電子備貨，將拉動微型投影機鏡頭出貨成長，銷往北美的商用車自動除霧鏡頭開始出貨，預期鏡頭營收上揚；模造玻璃受惠於東歐軍工客戶需求成長，以及日本客戶車用 LiDar 準直鏡片量產，預期營收向上。

受惠模具認列進度加快，預估 3Q24 營收 2.72 億元，QoQ+38.01%。

由於模具營收比重提升，鏡頭出貨成長，營收規模提升且產品組合轉佳，加上產能利用率改善有利降低閒置產能損失，預期毛利率遠優於 2Q24 的水準，虧損將大幅減少，預估稅後淨利-0.20 億元，EPS-0.21 元。

## 模具、鏡頭營收皆進一步增加，預估 4Q24 營收 3.03 億元，QoQ+11.53%，

2024 年 9 月 13 日

## EPS-0.06 元：

展望 4Q24，接近年底，已出貨但尚未驗收的鏡頭模具都將加快驗收進度，故進入模具營收認列高峰，預期模具營收來到全年最高點；韓系客戶將把全年積欠未拉走的微型投影機鏡頭拉完，進一步提升鏡頭營收動能；台系 NB 鏡頭客戶因持續擴增非 Apple NB 鏡頭市占率，鏡片營收可望維持於高點。

因模具、鏡頭營收進一步增加，預估 4Q24 營收 3.03 億元，QoQ+11.53%。

預期模具營收比重進一步提升，產品組合轉佳，帶動毛利率持續往上，預估稅後淨利-0.06 億元，EPS-0.06 元。

## 模具與鏡片營收皆成長，預估 2024 年營收 9.96 億元，YoY+5.43%，EPS-1.35 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；NB 產業需求回溫，且客戶在非 Apple NB 鏡頭市占率提升，預期 NB 鏡片營收成長；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 2H25 起貢獻顯著營收，帶動公司長線營運成長動能。

在模具方面，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，預見 2024 年模具營收成長。

在鏡片代工業務部分，NB 產業需求回溫，且客戶在非 Apple NB 鏡頭市占率提升，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 LiDAR 準直鏡、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已有多年出貨量成長，但因鏡頭重新設計，2024 年進行新、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 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 2H25 起顯著貢獻營收，帶動公司長線營運成長動能。

模具與鏡片營收皆成長，預估 2024 年營收 9.96 億元，YoY+5.43%。

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，

2024 年 9 月 13 日

且在美系 Tier-1 車用鏡頭訂單加持下，已見長線營運成長動能，預估稅後淨利-1.30 億元，EPS-1.35 元。

**投資建議：**

受惠於中國手機鏡頭改採中國 CIS，帶動手機鏡頭需求復甦驅使模具營收增長，營收與毛利率回溫，美系 Tier-1 車用鏡頭訂單更帶動營收長線成長動能，但因短線未見由虧轉盈契機，故給予 Trading Buy 投資建議。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整



2024 年 9 月 13 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	4,550	4,189	3,689	4,059	4,081
流動資產	2,379	2,022	1,628	1,930	2,329
現金及約當現金	1,443	1,227	991	1,173	1,416
應收帳款與票據	439	372	419	252	566
存貨	449	316	189	359	260
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	1,927	1,968	1,893	1,809	1,725
<b>負債總計</b>	2,412	2,368	1,776	2,287	2,307
流動負債	1,329	1,461	1,248	1,369	1,640
應付帳款及票據	104	71	104	31	127
非流動負債	1,083	906	528	991	644
<b>權益總計</b>	2,138	1,821	1,913	1,773	1,774
普通股股本	783	782	912	912	912
保留盈餘	128	-227	-260	-400	-399
母公司業主權益	2,077	1,749	1,856	1,725	1,727
<b>負債及權益總計</b>	4,550	4,189	3,689	4,059	4,081

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	1,266	1,205	945	996	1,235
營業成本	1,038	1,137	911	827	934
<b>營業毛利淨額</b>	229	68	34	170	301
營業費用	468	317	315	316	296
<b>營業利益</b>	-240	-250	-281	-146	5
<b>EBITDA</b>	12	-28	-14	89	229
業外收入及支出	-29	-105	-5	6	-3
稅前純益	-267	-340	-275	-141	2
所得稅	30	2	0	0	0
稅後純益	-291	-355	-260	-130	2
稅後 EPS(元)	-3.00	-3.66	-2.68	-1.35	0.02
完全稀釋 EPS**	-3.00	-3.66	-2.68	-1.35	0.02

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 9.68【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 9.68 億元計算

## 比率分析

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

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	-25.07%	-4.84%	-21.57%	5.43%	23.96%
營業毛利淨額	-63.81%	-70.46%	-50.35%	406.36%	77.03%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

## 獲利能力分析(%)

毛利率	18.05%	5.60%	3.55%	17.04%	24.33%
EBITDA(%)	0.96%	-2.35%	-1.51%	8.94%	18.56%
營益率	-18.92%	-20.73%	-29.73%	-14.66%	0.40%
稅後純益率	-22.95%	-29.43%	-27.48%	-13.10%	0.14%
總資產報酬率	-6.39%	-8.47%	-7.04%	-3.21%	0.04%
股東權益報酬率	-13.59%	-19.47%	-13.58%	-7.36%	0.10%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	53.01%	56.52%	48.14%	56.33%	56.52%
負債/淨值比(%)	112.81%	129.99%	92.81%	129.00%	130.00%
流動比率(%)	178.95%	138.34%	130.50%	141.00%	142.00%

## 其他比率分析

存貨天數	133.61	122.68	101.00	121.00	121.00
應收帳款天數	178.13	122.78	152.72	123.00	121.00

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	167	224	58	96	342
稅前純益	-267	-340	-275	-141	2
折舊及攤銷	258	290	244	235	224
營運資金變動	206	167	113	-77	-119
其他營運現金	-30	107	-24	79	234
<b>投資活動現金</b>	-548	-480	-79	-453	-7
資本支出淨額	-540	-407	-163	-300	-300
長期投資變動	0	0	-4	0	0
其他投資現金	-7	-74	88	-153	293
<b>籌資活動現金</b>	1,280	32	-200	539	-91
長借/公司債變動	320	85	-533	462	-346
現金增資	499	0	400	0	0
發放現金股利	-79	0	0	0	0
其他籌資現金	540	-53	-67	76	256
<b>淨現金流量</b>	897	-216	-236	182	243
<b>期初現金</b>	547	1,443	1,227	991	1,173
<b>期末現金</b>	1,443	1,227	991	1,173	1,416

資料來源：CMoney、群益

2024 年 9 月 13 日

## 季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	232	225	212	276	225	197	272	303	238	265	325	407
營業成本	234	243	189	246	194	186	216	232	198	208	239	288
營業毛利淨額	-2	-18	23	31	31	11	56	71	40	57	85	118
營業費用	75	79	76	83	85	82	73	75	72	73	75	76
營業利益	-77	-97	-54	-53	-54	-71	-17	-3	-31	-16	11	42
業外收入及支出	0	9	-7	3	7	3	-3	-2	-1	-1	0	0
稅前純益	-77	-88	-60	-50	-47	-68	-20	-6	-33	-17	10	41
所得稅	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
稅後純益	-72	-86	-56	-45	-42	-63	-20	-6	-33	-17	10	41
最新股本	968	968	968	968	968	968	968	968	968	968	968	968
稅後EPS(元)	-0.74	-0.89	-0.58	-0.47	-0.44	-0.65	-0.21	-0.06	-0.34	-0.18	0.11	0.43

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	-0.77%	-7.98%	10.64%	11.10%	13.93%	5.60%	20.61%	23.58%	16.84%	21.46%	26.31%	29.03%
營業利益率(%)	-33.27%	-43.35%	-25.31%	-19.08%	-24.08%	-36.16%	-6.39%	-1.12%	-13.16%	-6.04%	3.31%	10.23%
稅後純益率(%)	-31.05%	-38.35%	-26.50%	-16.41%	-18.78%	-31.82%	-7.33%	-1.89%	-13.71%	-6.53%	3.22%	10.16%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-14.00%	-3.25%	-5.64%	30.35%	-18.60%	-12.49%	38.01%	11.53%	-21.28%	11.31%	22.27%	25.24%
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	287.46%
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	295.73%
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	295.73%

## YoY(%)

營業收入淨額	-11.34%	-39.66%	-29.53%	2.33%	-3.13%	-12.38%	28.16%	9.66%	6.04%	34.87%	19.49%	34.18%
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	N.A
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	N.A
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	N.A

註1：稅後EPS以股本9.68億元計算

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。