

2024 年 12 月 5 日

研究員：劉宜和 [yiholliu@capital.com.tw](mailto:yiholliu@capital.com.tw)

前日收盤價 54.10 元  
目標價  
3 個月 70.00 元  
12 個月 70.00 元

## 中揚光(6668 TT)

Buy

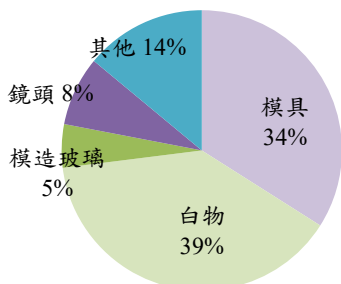
### 近期報告日期、評等及前日股價

09/13/2024	Trading Buy	48.80
05/13/2024	Trading Buy	72.80
03/11/2024	Trading Buy	54.10
03/04/2023	Buy	58.60
10/18/2023	Neutral	36.60

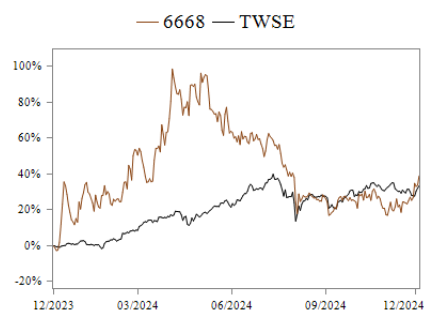
### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	968
市值(億元)	52
目前每股淨值(元)	21.35
外資持股比(%)	13.83
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	14.74
融資餘額(張)	6,665
現金股息配發率(%)	0.00

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢



2025 年營運已現向上轉機，調升投資建議至 Buy。

**投資建議：**受遷廠因素影響，4Q24 營收、獲利皆來到近期低點，但隨著東莞新廠量產，車用鏡頭業務帶來長線營收成長動能，2025 年營運已現向上轉機，調升投資建議至 Buy。

**遷廠壓抑營收表現，預估 4Q24 營收 2.31 億元，QoQ-12.98%，EPS-0.52 元：**展望 4Q24，中國東莞新廠落成，將散布於多處的租用廠區搬遷至新廠，鏡片射出、鏡頭組裝、模具車削等產能在機器設備搬遷過程中皆有損失，因此出貨進度放慢，導致營收下滑，所幸 11/2024 底所有設備皆已搬遷完畢，12/2024 新廠順利量產，且新廠有助提升生產效率、降低營運成本，預估 4Q24 營收 2.31 億元，QoQ-12.98%，稅後淨利-0.50 億元，EPS-0.52 元。

**韓系客戶需求下滑壓抑營收表現，預估 2024 年營收 9.18 億元，YoY-2.81%，EPS-1.70 元：**2024 年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 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，美系 Tier-1 客戶雖然 2024 年貢獻營收小於 2%，因已確定未來 3~5 年訂單，2025 年將貢獻顯著營收，帶動公司長線營運成長動能，但因韓系客戶微投影機鏡頭需求下滑，略壓抑營收表現，預估 2024 年營收 9.18 億元，YoY-2.81%，稅後淨利-1.64 億元，EPS-1.70 元。

**預期營運全面提升，預估 2025 年營收 12.12 億元，YoY+31.97%，EPS0.09 元：**展望 2025 年，手機鏡頭模具訂單持續增長，NB 鏡片營收受惠於規格提升與出貨量增加而持續成長；模造玻璃鏡片深入多項應用，帶動營收快速成長；車用鏡頭打入車用前裝市場，出貨時程長達 3~5 年且量大，車用鏡頭將成為長線營收成長主要動能，預估 2025 年營收 12.12 億元，YoY+31.97%。產能利用率提升，帶動營收規模上揚，預期 2025 年毛利率優於 2024 年的水準，預估稅後淨利 0.09 億元，EPS0.09 元

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	918	1,212	1,566	212	276	225	197	266	231	221	270	339
營業毛利淨額	136	299	463	23	31	31	11	58	36	33	60	94
營業利益	-192	12	163	-54	-53	-54	-71	-13	-53	-35	-10	20
稅後純益	-164	9	160	-56	-45	-42	-63	-9	-50	-36	-11	20
稅後 EPS(元)	-1.70	0.09	1.65	-0.58	-0.47	-0.44	-0.65	-0.09	-0.52	-0.38	-0.11	0.21
毛利率(%)	14.79%	24.65%	29.60%	10.64%	11.10%	13.93%	5.60%	21.76%	15.42%	15.12%	22.41%	27.64%
營業利益率(%)	-20.86%	1.02%	10.42%	-25.31%	-19.08%	-24.08%	-36.16%	-5.05%	-22.88%	-15.88%	-3.59%	6.04%
稅後純益率(%)	-17.87%	0.75%	10.22%	-26.50%	-16.41%	-18.78%	-31.82%	-3.36%	-21.80%	-16.47%	-4.07%	5.95%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-2.81%	31.97%	29.17%	-5.64%	30.35%	-18.60%	-12.49%	34.96%	-12.98%	-4.50%	22.30%	25.52%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	1,649.79%	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 12 月 5 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。

## 客戶營收認列進度加快，3Q24 營收 2.66 億元，QoQ+34.96%，EPS-0.09 元：

3Q24，中國手機鏡頭大廠客戶手機模具已陸續出貨，加快模具驗收進度，模具營收季增；台系 NB 鏡頭客戶持續提升 NB 鏡頭市占率，鏡片營收持續成長；銷往北美的商用車自動除霧鏡頭開始出貨，以及台系客戶警用密錄器舊款鏡頭持續出貨，帶動鏡頭營收上揚；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，帶動營收向上。

客戶營收認列進度加快，3Q24 營收 2.66 億元，QoQ+34.96%。

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，3Q24 毛利率來到 21.76%，優於 2Q24 的 5.60%，帶動虧損大幅減少，稅後淨利-0.09 億元，EPS-0.09 元。

## 遷廠壓抑營收表現，預估 4Q24 營收 2.31 億元，QoQ-12.98%，EPS-0.52 元：

展望 4Q24，中國東莞新廠落成，將散布於多處的租用廠區搬遷集中至新廠，故在鏡片射出、鏡頭組裝、模具車削等產能在機器設備搬遷過程中皆有產能損失，因此出貨進度放慢，導致營收下滑，所幸 11/2024 底所有設備皆已搬遷完畢，12/2024 新廠順利量產，且新廠有助提升生產效率、降低營運成本。

因遷廠壓抑營收表現，預估 4Q24 營收 2.31 億元，QoQ-12.98%。

遷廠造成產能損失，進一步影響營收規模，預期毛利率不如 3Q24 的表現，加上機器設備搬遷費用約千餘萬新台幣，推升費用金額，預估稅後淨利-0.50 億元，EPS-0.52 元。

## 韓系客戶需求下滑壓抑營收表現，預估 2024 年營收 9.18 億元，YoY-2.81%，EPS-1.70 元：

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 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，但因韓系客戶微投影機鏡頭需求下滑，略壓抑營收表現。

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

2024 年 12 月 5 日

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；終端消費性電子需求不振，韓系客戶微型投影機銷量不如預期，導致微型投影機需求遞延。

車用鏡頭驅動營收成長，日系車用鏡頭客戶訂單已於 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，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。

韓系客戶需求下滑壓抑營收表現，預估 2024 年營收 9.18 億元，YoY-2.81%。

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，且在美系 Tier-1 車用鏡頭訂單加持，略見長線營運成長動能，預估稅後淨利-1.64 億元，EPS-1.70 元。

**預期營運全面提升，預估 2025 年營收 12.12 億元，YoY+31.97%，EPS0.09 元：**

展望 2025 年，手機鏡頭模具訂單持續增長，NB 鏡片營收受惠於規格提升與出貨量增加而持續成長；模造玻璃鏡片深入多項應用，帶動營收快速成長；車用鏡頭打入車用前裝市場，出貨時程長達 3~5 年且量大，車用鏡頭將成為長線營收成長主要動能。

在模具方面，預期 2025 年手機銷量持穩，中系手機鏡頭模具客戶對模仁的需求維持穩定，但因客戶加大對模架的訂單量，預期 2025 年模具營收維持年增。

在白物(鏡片)方面，NB 鏡頭客戶受惠於持續擴大市佔率，鏡頭出貨量持續成長，加上 NB 鏡頭持續提升規格，目前主流已來到 4P、5MP，由於鏡片數提升，且鏡片後度下降，每片鏡片製造難度提升，造成鏡片單價與鏡片出貨量上揚，預期白物營收成長。

在鏡頭方面，台系客戶警用密錄器鏡頭新品將於 2Q25 出貨，因新鏡頭規格更高，提升鏡頭出貨單價；韓系客戶微投影機鏡頭將於 2025 年出貨完畢，貢獻額外營收；車用鏡頭將於 2Q25 後放量出貨給美系車廠，因車用前裝市場鏡頭出貨時程長達 3~5 年且量大，車用鏡頭將成為長線營收成長主要動

2024 年 12 月 5 日

能。

在模造玻璃鏡片方面，車用鏡頭將使用模造玻璃鏡片，以及車用 LiDar 雷射準直鏡片皆推升模造鏡片出貨量之外，全球軍事衝突不斷，帶動軍械需求走高，步槍雷射瞄準器準直鏡片也使用模造玻璃，大幅帶動模造玻璃營收成長。

預期營運全面提升，預估 2025 年營收 12.12 億元，YoY+31.97%。

產能利用率提升，帶動營收規模上揚，預期 2025 年毛利率優於 2024 年的水準，預估稅後淨利 0.09 億元，EPS0.09 元。

### 投資建議：

受遷廠因素影響，4Q24 營收、獲利皆來到近期低點，但隨著東莞新廠量產，車用鏡頭業務帶來長線營收成長動能，2025 年營運已現向上轉機，故調升投資建議至 Buy。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 12 月 5 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	4,189	3,689	3,521	3,540	3,769
流動資產	2,022	1,628	1,838	2,491	2,908
現金及約當現金	1,227	991	1,117	1,515	1,768
應收帳款與票據	372	419	190	627	411
存貨	316	189	193	252	285
採權益法之投資	--	0	0	0	0
不動產、廠房設備	1,968	1,893	1,809	1,725	1,641
<b>負債總計</b>	2,368	1,776	1,787	1,796	1,866
流動負債	1,461	1,248	1,322	1,767	2,048
應付帳款及票據	71	104	20	130	57
非流動負債	906	528	549	3	-135
<b>權益總計</b>	1,821	1,913	1,735	1,744	1,904
普通股股本	782	912	912	912	912
保留盈餘	-227	-260	-438	-429	-269
母公司業主權益	1,749	1,856	1,691	1,701	1,861
<b>負債及權益總計</b>	4,189	3,689	3,521	3,540	3,769

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	1,205	945	918	1,212	1,566
營業成本	1,137	911	783	913	1,102
<b>營業毛利淨額</b>	68	34	136	299	463
營業費用	317	315	327	286	300
<b>營業利益</b>	-250	-281	-192	12	163
<b>EBITDA</b>	-28	-14	44	237	377
業外收入及支出	-105	-5	13	-3	-3
稅前純益	-340	-275	-179	9	160
所得稅	2	0	0	0	0
稅後純益	-355	-260	-164	9	160
稅後 EPS(元)	-3.66	-2.68	-1.70	0.09	1.65
完全稀釋 EPS**	-3.66	-2.68	-1.70	0.09	1.65

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)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

### 成長力分析(%)

營業收入淨額	-4.84%	-21.57%	-2.81%	31.97%	29.17%
營業毛利淨額	-70.46%	-50.35%	305.09%	119.98%	55.12%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	1222.04%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	1649.79%

### 獲利能力分析(%)

毛利率	5.60%	3.55%	14.79%	24.65%	29.60%
EBITDA(%)	-2.35%	-1.51%	4.75%	19.52%	24.05%
營益率	-20.73%	-29.73%	-20.86%	1.02%	10.42%
稅後純益率	-29.43%	-27.48%	-17.87%	0.75%	10.22%
總資產報酬率	-8.47%	-7.04%	-4.66%	0.26%	4.24%
股東權益報酬率	-19.47%	-13.58%	-9.46%	0.52%	8.40%

### 償債能力檢視

負債比率(%)	56.52%	48.14%	50.74%	50.74%	49.49%
負債/淨值比(%)	129.99%	92.81%	103.00%	103.00%	98.00%
流動比率(%)	138.34%	130.50%	139.00%	141.00%	142.00%

### 其他比率分析

存貨天數	122.68	101.00	89.00	89.00	89.00
應收帳款天數	122.78	152.72	121.00	123.00	121.00

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	224	58	48	423	491
稅前純益	-340	-275	-179	9	160
折舊及攤銷	290	244	235	224	213
營運資金變動	167	113	140	-386	110
其他營運現金	107	-24	-149	575	7
<b>投資活動現金</b>	-480	-79	-7	251	-197
資本支出淨額	-407	-163	-300	-300	-300
長期投資變動	0	-4	0	0	0
其他投資現金	-74	88	293	551	103
<b>籌資活動現金</b>	32	-200	85	-275	-41
長借/公司債變動	85	-533	20	-545	-138
現金增資	0	400	0	0	0
發放現金股利	0	0	0	0	0
其他籌資現金	-53	-67	64	270	97
<b>淨現金流量</b>	-216	-236	126	398	253
<b>期初現金</b>	1,443	1,227	991	1,117	1,515
<b>期末現金</b>	1,227	991	1,117	1,515	1,768

資料來源：CMoney、群益

2024 年 12 月 5 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	225	212	276	225	197	266	231	221	270	339	383	327
營業成本	243	189	246	194	186	208	196	187	209	245	271	241
營業毛利淨額	-18	23	31	31	11	58	36	33	60	94	111	86
營業費用	79	76	83	85	82	71	89	68	70	73	75	72
營業利益	-97	-54	-53	-54	-71	-13	-53	-35	-10	20	37	15
業外收入及支出	9	-7	3	7	3	0	2	-1	-1	0	0	-1
稅前純益	-88	-60	-50	-47	-68	-13	-50	-36	-11	20	36	13
所得稅	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
稅後純益	-86	-56	-45	-42	-63	-9	-50	-36	-11	20	36	13
最新股本	968	968	968	968	968	968	968	968	968	968	968	968
稅後EPS(元)	-0.89	-0.58	-0.47	-0.44	-0.65	-0.09	-0.52	-0.38	-0.11	0.21	0.38	0.14

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	-7.98%	10.64%	11.10%	13.93%	5.60%	21.76%	15.42%	15.12%	22.41%	27.64%	29.08%	26.37%
營業利益率(%)	-43.35%	-25.31%	-19.08%	-24.08%	-36.16%	-5.05%	-22.88%	-15.88%	-3.59%	6.04%	9.58%	4.46%
稅後純益率(%)	-38.35%	-26.50%	-16.41%	-18.78%	-31.82%	-3.36%	-21.80%	-16.47%	-4.07%	5.95%	9.50%	4.07%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-3.25%	-5.64%	30.35%	-18.60%	-12.49%	34.96%	-12.98%	-4.50%	22.30%	25.52%	12.90%	-14.54%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	79.16%	-60.17%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	80.34%	-63.42%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	80.34%	-63.42%

## YoY(%)

營業收入淨額	-39.66%	-29.53%	2.33%	-3.13%	-12.38%	25.32%	-16.33%	-1.85%	37.16%	27.57%	65.51%	48.11%
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。