

研究員：劉宜和 yiho.liu@capital.com.tw

前日收盤價	54.40 元
目標價	
3 個月	70.00 元
12 個月	70.00 元

## 中揚光(6668 TT)

Buy

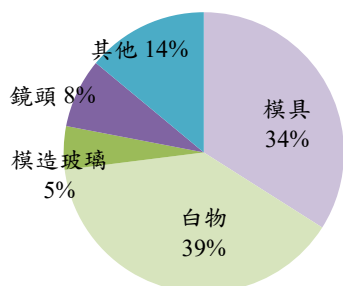
### 近期報告日期、評等及前日股價

12/05/2024	Buy	54.10
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

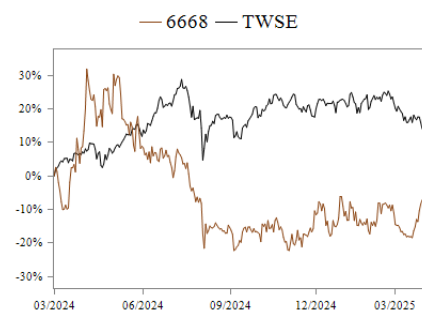
### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	968
市值(億元)	53
目前每股淨值(元)	20.54
外資持股比(%)	14.35
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	14.42
融資餘額(張)	6,960
現金股息配發率(%)	0.00

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢



2025 年營運向上，維持 Buy 投資建議。

**投資建議：**受手機鏡頭模具、鏡片以及模造玻璃需求提升，帶動營收到成長軌道，泰國廠將於 2Q25 量產，美系客戶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，且在 2026 年推升營收更上層樓，1Q25 為短期營運谷底，故維持 Buy 投資建議。

**工作天數減少壓抑營收動能，預估 1Q25 營收 2.38 億元，QoQ+1.54%，EPS-0.39 元：**1Q25，手機鏡頭改用新款 Image Sensor 趨勢未變，多數手機鏡頭需重新設計，帶動手機鏡頭模具出貨維持於高檔，但因農曆年節長假縮短工作天數，下游系統廠、模組廠減少進貨量，導致鏡片、鏡頭營收放緩，壓抑營收成長動能，預估 1Q25 營收 2.38 億元，QoQ+1.54%，稅後淨利-0.38 億元，EPS-0.39 元。

**進入傳統光學旺季，預估 2Q25 營收 2.96 億元，QoQ+24.20%，EPS-0.17 元：**展望 2Q25，NB 鏡頭畫素升級趨勢未變，提升單一鏡頭鏡片搭載量，中國品牌客戶運動攝影機因性價比高於 GoPro，市佔率持續提升，帶動鏡片(白物)出貨量成長；日本客戶 LiDAR 準直鏡頭用模造玻璃鏡片(Molding Glass, MG)出貨量放大，以及東歐國家步槍瞄準器需求成長，MG 出貨進一步放大；美系車用鏡頭客戶將在泰國開始試產；手機鏡頭模具出貨量本季進一步放大，預估 2Q25 營收 2.96 億元，QoQ+24.20%，稅後淨利-0.16 億元，EPS-0.17 元。

**預期營運全面提升，預估 2025 年營收 13.25 億元，YoY+43.71%，EPS0.06 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 13.25 億元，YoY+43.71%。產能利用率提升，帶動營收規模上揚，2025 年毛利率將優於 2024 年的水準，預估稅後淨利 0.06 億元，EPS0.06 元。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	922	1,325	1,543	276	225	197	266	235	238	296	376	415
營業毛利淨額	124	318	455	31	31	11	58	24	36	61	101	119
營業利益	-200	5	121	-53	-54	-71	-13	-62	-37	-16	20	38
稅後純益	-174	6	122	-45	-42	-63	-9	-60	-38	-16	21	39
稅後 EPS(元)	-1.79	0.06	1.26	-0.47	-0.44	-0.65	-0.09	-0.62	-0.39	-0.17	0.22	0.40
毛利率(%)	13.49%	24.01%	29.51%	11.10%	13.93%	5.60%	21.76%	10.31%	15.25%	20.64%	27.00%	28.72%
營業利益率(%)	-21.73%	0.39%	7.86%	-19.08%	-24.08%	-36.16%	-5.05%	-26.26%	-15.75%	-5.36%	5.40%	9.22%
稅後純益率(%)	-18.83%	0.45%	7.91%	-16.41%	-18.78%	-31.82%	-3.36%	-25.53%	-15.87%	-5.47%	5.59%	9.39%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-2.45%	43.71%	16.44%	30.35%	-18.60%	-12.49%	34.96%	-11.72%	1.54%	24.20%	27.07%	10.47%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	1,931.48%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	85.72%

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。

2025 年 3 月 31 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。

## 工作天數減少壓抑營收動能，預估 1Q25 營收 2.38 億元，QoQ+1.54%，EPS-0.39 元：

1Q25，手機鏡頭改用新款 Image Sensor 趨勢未變，多數手機鏡頭需重新設計，帶動手機鏡頭模具出貨維持於高檔，但因農曆年節長假縮短工作天數，下游系統廠、模組廠減少進貨量，導致鏡片、鏡頭營收放緩，壓抑營收成長動能，預估 1Q25 營收 2.38 億元，QoQ+1.54%。

毛利率高於公司平均的模具營收比重提升，加上遷廠已完成，不再有一次性固定成本攤提，1Q25 毛利率將優於 4Q24，預估稅後淨利-0.38 億元，EPS-0.39 元。

## 進入傳統光學旺季，預估 2Q25 營收 2.96 億元，QoQ+24.20%，EPS-0.17 元：

展望 2Q25，NB 鏡頭畫素升級趨勢未變，提升單一鏡頭鏡片搭載量，中國品牌客戶運動攝影機因性價比高於 GoPro，市佔率持續提升，帶動鏡片(白物)出貨量成長；日本客戶 LiDar 準直鏡頭用模造玻璃鏡片(Molding Glass, MG)出貨量放大，以及東歐國家步槍瞄準器需求成長，MG 出貨進一步放大；美系車用鏡頭客戶將在泰國開始試產；手機鏡頭模具出貨量本季進一步放大。

進入傳統光學旺季，預估 2Q25 營收 2.96 億元，QoQ+24.20%。

由於毛利率高於公司平均的模具與鏡片營收比重進一步上揚，產品組合轉佳，以及營收規模擴大降低閒置產能，2Q25 毛利率高於 1Q25，預估稅後淨利-0.16 億元，EPS-0.17 元。

## 預期營運全面提升，預估 2025 年營收 13.25 億元，YoY+43.71%，EPS0.06 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，但因手機鏡頭更新 Image Sensor，帶動手機鏡頭重新設計，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

2025 年 3 月 31 日

數提升，且鏡片厚度下降，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 13.25 億元，YoY+43.71%。

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 0.06 億元，EPS0.06 元。

### 投資建議：

受手機鏡頭模具、鏡片以及模造玻璃需求提升，帶動營收回到成長軌道，泰國廠將於 2Q25 量產，美系客戶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，且在 2026 年推升營收更上層樓，1Q25 為短期營運谷底，故維持 Buy 投資建議。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 3 月 31 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	4,189	3,689	3,526	3,530	3,535
流動資產	2,022	1,628	1,257	1,266	1,513
現金及約當現金	1,227	991	553	677	737
應收帳款與票據	372	419	416	390	464
存貨	316	189	238	176	188
採權益法之投資	--	0	43	50	35
不動產、廠房設備	1,968	1,893	1,828	1,744	1,660
<b>負債總計</b>	2,368	1,776	1,537	1,536	1,418
流動負債	1,461	1,248	727	507	275
應付帳款及票據	71	104	85	75	80
非流動負債	906	528	810	1,039	1,148
<b>權益總計</b>	1,821	1,913	1,989	1,995	2,117
普通股股本	782	912	968	968	968
保留盈餘	-227	-260	-210	-204	-82
母公司業主權益	1,749	1,856	1,989	1,994	2,116
<b>負債及權益總計</b>	4,189	3,689	3,526	3,530	3,535

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	1,205	945	922	1,325	1,543
營業成本	1,137	911	798	1,007	1,087
<b>營業毛利淨額</b>	68	34	124	318	455
營業費用	317	315	325	313	334
<b>營業利益</b>	-250	-281	-200	5	121
<b>EBITDA</b>	-28	-14	22	232	337
業外收入及支出	-105	-5	3	1	1
稅前純益	-340	-275	-186	6	122
所得稅	2	0	2	0	0
稅後純益	-355	-260	-174	6	122
稅後 EPS(元)	-3.66	-2.68	-1.79	0.06	1.26
完全稀釋 EPS**	-3.66	-2.68	-1.79	0.06	1.26

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	2024	2025F	2026F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	-4.84%	-21.57%	-2.45%	43.71%	16.44%
營業毛利淨額	-70.46%	-50.35%	270.88%	155.80%	43.11%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	2228.06%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	1931.48%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	5.60%	3.55%	13.49%	24.01%	29.51%
EBITDA(%)	-2.35%	-1.51%	2.42%	17.51%	21.86%
營益率	-20.73%	-29.73%	-21.73%	0.39%	7.86%
稅後純益率	-29.43%	-27.48%	-18.83%	0.45%	7.91%
總資產報酬率	-8.47%	-7.04%	-4.92%	0.17%	3.45%
股東權益報酬率	-19.47%	-13.58%	-8.73%	0.30%	5.77%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	56.52%	48.14%	43.60%	43.50%	40.12%
負債/淨值比(%)	129.99%	92.81%	77.31%	77.00%	67.00%
流動比率(%)	138.34%	130.50%	172.80%	250.00%	550.00%

## 其他比率分析

存貨天數	122.68	101.00	97.62	75.00	61.00
應收帳款天數	122.78	152.72	165.33	111.00	101.00

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	224	58	-80	127	-80
稅前純益	-340	-275	-186	6	122
折舊及攤銷	290	244	200	227	216
營運資金變動	167	113	-66	79	-82
其他營運現金	107	-24	-27	-184	-336
<b>投資活動現金</b>	-480	-79	-333	-371	-157
資本支出淨額	-407	-163	-334	-300	-300
長期投資變動	0	-4	-11	0	0
其他投資現金	-74	88	12	-71	143
<b>籌資活動現金</b>	32	-200	-54	369	297
長借/公司債變動	85	-533	-215	228	109
現金增資	0	400	197	0	0
發放現金股利	0	0	0	0	0
其他籌資現金	-53	-67	-36	140	188
<b>淨現金流量</b>	-216	-236	-438	125	60
<b>期初現金</b>	1,443	1,227	991	553	677
<b>期末現金</b>	1,227	991	553	677	737

資料來源：CMoney、群益

2025 年 3 月 31 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	212	276	225	197	266	235	238	296	376	415	328	381
營業成本	189	246	194	186	208	210	202	235	274	296	243	267
營業毛利淨額	23	31	31	11	58	24	36	61	101	119	85	113
營業費用	76	83	85	82	71	86	74	77	81	81	79	83
營業利益	-54	-53	-54	-71	-13	-62	-37	-16	20	38	7	30
業外收入及支出	-7	3	7	3	0	4	0	0	1	1	0	0
稅前純益	-60	-50	-47	-68	-13	-58	-38	-16	21	39	6	30
所得稅	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0
稅後純益	-56	-45	-42	-63	-9	-60	-38	-16	21	39	6	30
最新股本	968	968	968	968	968	968	968	968	968	968	968	968
稅後EPS(元)	-0.58	-0.47	-0.44	-0.65	-0.09	-0.62	-0.39	-0.17	0.22	0.40	0.07	0.31

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	10.64%	11.10%	13.93%	5.60%	21.76%	10.31%	15.25%	20.64%	27.00%	28.72%	26.01%	29.78%
營業利益率(%)	-25.31%	-19.08%	-24.08%	-36.16%	-5.05%	-26.26%	-15.75%	-5.36%	5.40%	9.22%	2.01%	7.98%
稅後純益率(%)	-26.50%	-16.41%	-18.78%	-31.82%	-3.36%	-25.53%	-15.87%	-5.47%	5.59%	9.39%	1.92%	7.90%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-5.64%	30.35%	-18.60%	-12.49%	34.96%	-11.72%	1.54%	24.20%	27.07%	10.47%	-20.96%	15.96%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	88.67%	-82.74%	359.49%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	85.72%	-83.82%	376.59%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	85.72%	-83.82%	376.59%

## YoY(%)

營業收入淨額	-29.53%	2.33%	-3.13%	-12.38%	25.32%	-15.12%	5.88%	50.26%	41.48%	77.03%	37.81%	28.67%
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。