

2024 年 5 月 2 日

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價	246.00 元
目標價	
3 個月	285.00 元
12 個月	285.00 元

天鈺(4961 TT)

Buy

2Q24 營運將向上，建議 Buy，目標價 285 元。

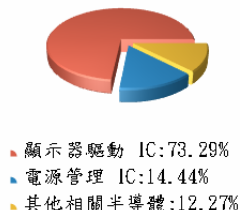
近期報告日期、評等及前日股價

2024/02/21	Trading Buy	254.5
2023/11/06	Trading Buy	268.5
2023/08/07	Neutral	143.0
2023/05/08	Neutral	-
2023/04/17	已達目標價	-

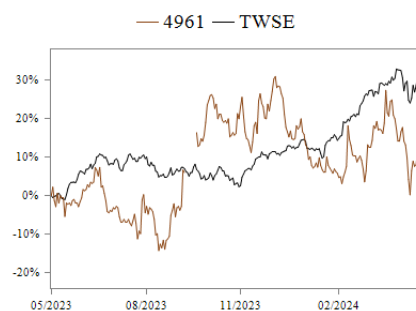
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,213
市值(億元)	298
目前每股淨值(元)	145.93
外資持股比(%)	14.59
投信持股比(%)	3.30
董監持股比(%)	1.03
融資餘額(張)	4,611
現金股息配發率(%)	80.06

產品組合



股價相對大盤走勢



投資建議：天鈺主要營收來源還是來自顯示器驅動 IC，車載也是公司重視的市場，車用面板使用量增加，進而使小尺寸 LCD 驅動 IC 需求穩定成長，公司也有開發車載相關電源產品。全球電源管理 IC 需求每年穩定成長，應用層面廣泛，為公司未來的發展機會，公司每季都有新產品推出，小尺寸則受惠手機 OLED 即將量產出貨，此外和 EPD 和 ESL 出貨量也將在 2H24 重啟動能，預估天鈺 2024 年稅後 EPS 18.37 元。供應鏈庫存回到合理水準，再加上新產品推出，電子紙與小尺寸應用的情況不錯，並有大尺寸應用的訂單挹注，將帶動天鈺營運成長，因此調升至 Buy，目標價 285 元(PER15.5X)。

1Q24 稅後 EPS 3.17 元：1Q24 進入消費性電子傳統淡季，且工作天數減少與現階段需求不明朗下，客戶多以急短單因應，天鈺各類應用將和 4Q23 持平或下滑。1Q24 雖然面板廠減產，但 TV 有急單，來自奧運即將舉辦，有些高規的產品需求增加，不過顯示器和筆記型電腦則需要等待整體經濟景氣的回溫。1Q24 毛利率方面，DDI 不分應用，毛利率和 ASP 的壓力都非常大，雖然公司持續有新產品推出，包括電源管理 IC 或 T-Con 等等，但毛利率減少 3.85 個百分點至 29.93%，天鈺公告 1Q24 稅後 EPS 3.17 元。

天鈺新產品有利營運向上：除工作天數恢復正常外，電子紙與小尺寸應用的情況不錯，並有大尺寸應用的訂單挹注，將帶動 2Q24 營運成長。此外天鈺也有打入客製化晶片領域，其中 AI 相關晶片主攻邊緣應用，以 Arm Cortex M4 MCU 為基礎，開發出涵蓋微處理器(MPU)、影像訊號處理器(ISP)、PMIC，能夠按照客戶不同需求調整開案，並搭配獨家開發之軟體應用，目前已有歐系、美系客戶及筆電廠洽談，最快 3Q24 底量產。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	16,287	18,281	21,505	3,937	4,341	4,242	3,767	3,723	4,463	5,230	4,865	4,338
營業毛利淨額	5,282	5,608	6,427	1,200	1,391	1,419	1,273	1,114	1,362	1,637	1,495	1,314
營業利益	2,346	2,295	2,758	491	623	650	581	383	567	711	634	529
稅後純益	2,150	2,228	2,627	420	582	611	536	384	558	673	612	521
稅後 EPS(元)	17.73	18.37	21.66	3.47	4.80	5.04	4.42	3.17	4.60	5.55	5.05	4.29
毛利率(%)	32.43%	30.68%	29.89%	30.48%	32.03%	33.47%	33.78%	29.93%	30.51%	31.30%	30.73%	30.30%
營業利益率(%)	14.40%	12.56%	12.82%	12.48%	14.35%	15.33%	15.43%	10.28%	12.71%	13.60%	13.03%	12.20%
稅後純益率(%)	13.20%	12.19%	12.21%	10.68%	13.42%	14.41%	14.23%	10.32%	12.50%	12.87%	12.59%	12.00%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-17.25%	12.25%	17.64%	-4.68%	10.26%	-2.29%	-11.18%	-1.18%	19.89%	17.19%	-6.99%	-10.82%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-29.97%	3.61%	17.90%	20.63%	38.51%	4.96%	-12.29%	-28.35%	45.26%	20.67%	-9.05%	-14.99%

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 12.13 億元計算。

天鈺 ESG：

2021 年是天鈺永續元年，規畫一系列政策，從環境、社會、公司經營達成公司永續(sustainability)發展。公司的永續使命可分為 6 項，價值共創：秉持永續經營理念，透過管理、行銷、高新技術上的創新，持續提升公司市場競爭力，提供兼具社會福祉、環境保護之高新技術產品服務，貫徹天鈺品牌願景「Drive your heart, Power your life」。

責任共擔：在恪遵各地法規及落實誠信經營的前提下，持續提升營運風險／機會之評估及應對，優化外部溝通管道，建立便利、迅速、準確且安全的資訊網，進行有效的利害關係人溝通與議合，培養企業永續發展應具備的核心素質與態度。

夥伴共榮：產品於售後服務、品質與安全方面，能獲得客戶及使用者的滿意及肯定；在發展員工人權、誠信道德及環境保護等永續議題上，更進一步要求至供應鏈，建立經濟、社會與環境相互依存的永續夥伴關係。效的利害關係人溝通與議合，培養企業永續發展應具備的核心素質與態度。

環境共生：因應氣候變遷等國際環境議題的挑戰，以綠色創新視野，提升營運時資源利用及污染防治能力，致力推動綠色辦公與綠色製造，於產品生命週期中，減少對環境的衝擊，發展公司綠色經濟的契機。

勞資共好：確保員工受到尊重並享有尊嚴，落實員工關懷並提供員工優質、安全及健康的工作環境，重視人才管理與員工關懷，吸引全球優秀人才攜手成長。

社會共融：結合公司與同仁資源，積極投入弱勢關懷、種子培育等社會回饋活動，發揮企業影響，促進和諧共融社會。天鈺參與《e 啟讀出未來》，與桃園市政府、元太科技及各個電子紙生態圈的夥伴共襄盛舉，響應聯合國永續發展目標(SDGs)。

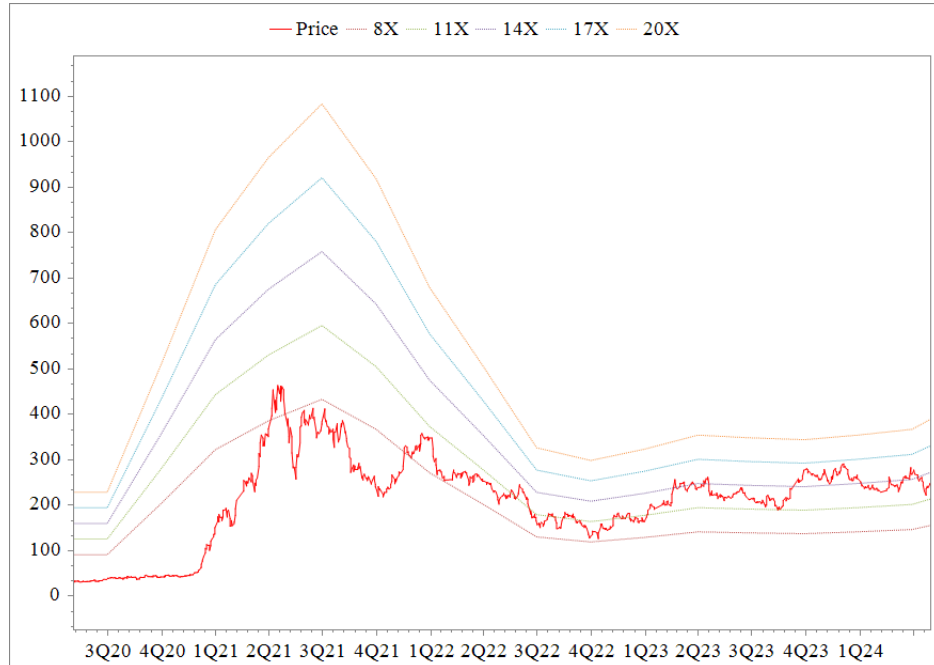
圖一、天鈺 ESG Performance Highlights

2021 Performance Highlights



資料來源：天鈺，群益預估彙整

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 5 月 2 日

5

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F	(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	24,293	25,455	24,872	27,677	28,818	營業收入淨額	22,868	19,680	16,287	18,281	21,505
流動資產	21,523	21,818	17,308	22,406	21,768	營業成本	12,204	12,535	11,004	12,673	15,078
現金及約當現金	7,042	6,759	1,934	7,032	6,878	營業毛利淨額	10,664	7,145	5,282	5,608	6,427
應收帳款與票據	5,025	2,659	2,297	3,289	4,192	營業費用	2,947	3,276	2,936	3,313	3,669
存貨	3,338	2,507	1,946	2,952	2,838	營業利益	7,717	3,869	2,346	2,295	2,758
採權益法之投資	--	--	--	0	0	EBITDA	7,989	4,287	3,117	8,353	4,522
不動產、廠房設備	665	1,055	1,029	481	157	業外收入及支出	69	3	233	450	407
負債總計	6,908	4,312	3,676	5,119	5,088	稅前純益	7,787	3,956	2,802	2,745	3,165
流動負債	6,705	4,066	3,246	4,515	4,069	所得稅	1,397	687	435	452	538
應付帳款及票據	3,436	1,892	1,830	2,090	2,275	稅後純益	5,852	3,070	2,150	2,228	2,627
非流動負債	203	246	430	405	636	稅後 EPS(元)	48.25	25.31	17.73	18.37	21.66
權益總計	17,385	21,144	21,196	22,558	23,730	完全稀釋 EPS**	48.26	25.32	17.73	18.37	21.66
普通股股本	1,865	1,865	1,213	1,213	1,213	註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。					
保留盈餘	7,047	6,952	7,520	8,367	9,539	註 2：稅後 EPS 以股本 12.13【最新股本】億元計算					
母公司業主權益	15,846	17,395	17,319	18,526	19,698	註 3：完全稀釋 EPS 以股本 12.136 億元計算					
負債及權益總計	24,293	25,455	24,872	27,677	28,818						

比率分析

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

成長力分析(%)

營業收入淨額	110.19%	-13.94%	-17.25%	12.25%	17.64%
營業毛利淨額	347.84%	-33.00%	-26.07%	6.16%	14.61%
營業利益	872.85%	-49.87%	-39.36%	-2.16%	20.15%
稅後純益	779.27%	-47.54%	-29.97%	3.61%	17.90%

獲利能力分析(%)

毛利率	46.63%	36.31%	32.43%	30.68%	29.89%
EBITDA(%)	34.94%	21.78%	19.14%	45.69%	21.03%
營益率	33.75%	19.66%	14.40%	12.56%	12.82%
稅後純益率	25.59%	15.60%	13.20%	12.19%	12.21%
總資產報酬率	24.09%	12.06%	8.65%	8.05%	9.12%
股東權益報酬率	33.66%	14.52%	10.14%	9.88%	11.07%

償債能力檢視

負債比率(%)	28.44%	16.94%	14.78%	18.49%	17.66%
負債/淨值比(%)	39.74%	20.39%	17.34%	22.69%	21.44%
流動比率(%)	321.01%	536.63%	533.27%	496.24%	534.99%

其他比率分析

存貨天數	71.19	85.10	73.85	70.53	70.09
應收帳款天數	53.57	71.25	55.54	55.77	63.49

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	4,032	5,637	3,012	2,023	3,273
稅前純益	7,787	3,956	2,802	2,745	3,165
折舊及攤銷	239	392	535	202	70
營運資金變動	-4,036	1,653	861	-2,039	-605
其他營運現金	42	-365	-1,186	1,115	643
投資活動現金	-5,344	-5,811	-5,394	-2,738	-5,979
資本支出淨額	-510	-668	-378	-589	-557
長期投資變動	-3,183	-3,726	-6,644	-3,574	-3,317
其他投資現金	-1,651	-1,416	1,628	1,426	-2,104
籌資活動現金	5,486	-278	-2,281	1,556	2,552
長借/公司債變動	0	0	0	-921	231
現金增資	5,100	0	0	0	0
發放現金股利	-416	-3,165	-1,582	-1,261	-1,455
其他籌資現金	802	2,887	-698	3,739	3,776
淨現金流量	4,179	-283	-4,825	841	-154
期初現金	2,864	7,042	6,759	6,191	7,032
期末現金	7,042	6,759	1,934	7,032	6,878

資料來源：CMoney、群益

2024 年 5 月 2 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	4,130	3,937	4,341	4,242	3,767	3,723	4,463	5,230	4,865	4,338	5,376	6,080
營業成本	3,023	2,737	2,950	2,822	2,495	2,609	3,101	3,593	3,370	3,024	3,756	4,272
營業毛利淨額	1,107	1,200	1,391	1,419	1,273	1,114	1,362	1,637	1,495	1,314	1,620	1,808
營業費用	776	709	767	769	691	731	794	926	861	785	903	1,021
營業利益	331	491	623	650	581	383	567	711	634	529	717	787
業外收入及支出	-4	52	158	146	99	141	105	100	104	98	105	100
稅前純益	327	543	781	797	680	524	672	811	738	627	822	887
所得稅	29	107	123	136	68	75	114	138	125	107	140	151
稅後純益	349	420	582	611	536	384	558	673	612	521	682	736
最新股本	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213
稅後EPS(元)	2.87	3.47	4.80	5.04	4.42	3.17	4.60	5.55	5.05	4.29	5.62	6.07

獲利能力(%)

毛利率(%)	26.79%	30.48%	32.03%	33.47%	33.78%	29.93%	30.51%	31.30%	30.73%	30.30%	30.13%	29.74%
營業利益率(%)	8.01%	12.48%	14.35%	15.33%	15.43%	10.28%	12.71%	13.60%	13.03%	12.20%	13.33%	12.94%
稅後純益率(%)	8.44%	10.68%	13.42%	14.41%	14.23%	10.32%	12.50%	12.87%	12.59%	12.00%	12.68%	12.10%

QoQ(%)

營業收入淨額	-1.47%	-4.68%	10.26%	-2.29%	-11.18%	-1.18%	19.89%	17.19%	-6.99%	-10.82%	23.92%	13.09%
營業利益	-26.64%	48.56%	26.85%	4.37%	-10.60%	-34.15%	48.17%	25.37%	-10.89%	-16.50%	35.41%	9.77%
稅前純益	-44.18%	66.15%	43.86%	1.93%	-14.57%	-23.00%	28.30%	20.67%	-9.05%	-14.99%	30.99%	7.91%
稅後純益	-24.43%	20.63%	38.51%	4.96%	-12.29%	-28.35%	45.26%	20.67%	-9.05%	-14.99%	30.99%	7.91%

YoY(%)

營業收入淨額	-34.45%	-33.96%	-19.57%	1.19%	-8.78%	-5.43%	2.82%	23.31%	29.13%	16.53%	20.45%	16.24%
營業利益	-83.33%	-74.58%	-46.07%	44.28%	75.84%	-22.05%	-8.95%	9.37%	9.02%	38.22%	26.31%	10.59%
稅前純益	-83.57%	-72.60%	-26.38%	36.01%	108.14%	-3.54%	-13.97%	1.85%	8.43%	19.70%	22.20%	9.29%
稅後純益	-75.08%	-72.14%	-22.50%	32.54%	53.83%	-8.63%	-4.18%	10.16%	14.22%	35.52%	22.20%	9.29%

註1：稅後EPS以股本12.13億元計算

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。