

天鈺 (4961 TT) Fitipower

電子紙驅動營運展翅高飛

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月) : NT\$330.0

收盤價 (2024/05/03) : NT\$260.0

隱含漲幅 : 26.9%

營收組成 (4Q23)

DDIC 74%、PMIC 14%、Other Semi (OS) 12%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	330.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	18.7	--
2024年EPS	16.2	--

交易資料表

市值	NT\$31,540百萬元
外資持股比率	16.1%
董監持股比率	1.0%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$141.12
負債比	16.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	19,680	16,287	18,714	21,857
營業利益	3,869	2,346	2,667	3,539
稅後純益	3,070	2,150	1,959	2,671
EPS (元)	25.32	17.73	16.15	22.03
EPS YoY (%)	-47.5	-30.0	-8.9	36.4
本益比 (倍)	10.3	14.7	16.1	11.8
股價淨值比 (倍)	2.8	1.8	1.8	1.8
ROE (%)	17.0	44.2	9.2	12.2
現金殖利率 (%)	3.3%	4.1%	3.1%	4.2%
現金股利 (元)	8.50	10.64	8.08	11.01

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘峻

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

元大觀點

◆ 儘管 1Q24 受 TDDI 跌價影響，EPS 季減 28%/年減 9%至 3.17 元，然看好電子紙與 PMIC 業務帶動中長期獲利改善。

◆ ESL/EPD 帶動下，估 Other Semi 業務於今年成長 99%/45%，評估公司在 ESL/EPD 之 Driver 與 PMIC 維持領導地位。

◆ 考量到電子紙將驅動營運進入新一波成長期，給予目標價 330 元 (16x 2H24-1H25F EPS NT\$21)，初評給予買進評等。

產品組合改善已反映於毛利率走勢，1Q24 為獲利谷底

2022 年起 DDIC 廠商普遍受跌價影響，然 2023 年公司毛利率年減 4 個百分點至 32%，與 DDIC 龍頭廠商聯詠相當 (圖 6)，排除存貨回沖/跌價因素 (圖 7)亦呈現一致，反映產品組合轉佳抵銷 TDDI 跌價之不利因素。受 TV/PC 淡季與 TDDI 跌價影響，使 1Q24 營收季減 1%，毛利率/營業率亦季減 3.9/5.1 個百分點至 29.9%/10.3%，EPS 季減 28%/年減 9%至 3.17 元，低於市場共識 23%，然本中心評估 1Q24 為獲利谷底，看好電子紙 (EPD/ESL)與 PMIC 帶動中長期獲利轉佳 (圖 8)。

電子紙動能強勁，EPD/ESL/PMIC 將驅動中長期獲利改善

天鈺 Other Semi (以下簡稱 OS)營收於 2020-2023 年 CAGR 達 36% (圖 31)，觀察 1Q24 ESL/EPD 出貨量年增率>100%，預估 OS 業務於今年成長 99%/45% (圖 37)，營收比重自過往 11-12%提高至今年之 21%/26%。我們亦觀察到天鈺優先競爭對手採用 MTP IP，使 E5 Driver 燒錄與客製化程度有所提高，因此評估其不僅可在 Walmart (門市所需 ESL 數量約 6.9 億顆)提高市占率，更看好其滿足長期美/歐/亞洲龐大 ESL 需求 (圖 36)。PMIC 方面，基於 1) LMDDI 業務回溫；2) PMIC 降價壓力下降；3) VCM、EPD、DDR5 貢獻，今年 PMIC 業務估年增 12%/19%，毛利率亦將於明年復甦 (圖 30)。

電子紙驅動新一波成長循環，初次評等給予買進

目前天鈺交易於 16 倍/12 倍 2024/2025 年 EPS，並處於近三年 9-19 倍中上緣，我們認為目前評價具有長期吸引力，主因 1) ESL 未來成長空間巨大，且持續看好天鈺藉由其領先 ESL Driver 技術為主要受益者；2) 整體 DDIC 業務回溫下，2H24 營業利益年增率將由負轉正，此趨勢將延續至 2025 年底，有利評價表現 (圖 52、53)，因此根據目標本益比 16 倍、2H24-1H25 預估 EPS 21 元，推得目標價 330 元，初次評等給予買進。

目錄

營運現況	3
事業體展望- DDIC	7
事業體展望- PMIC	9
事業體展望- OTHER SEMI	11
產業概況	14
獲利調整與股票評價	18
公司簡介	22
ESG 分析	24

營運現況

DDIC 為主要業務，產品組合改善已於毛利率顯現

天鈺成立於 1995 年，2020-2023 年整體營收 CAGR 達 11%，而顯示驅動 IC (DDIC)、電源管理 IC (Power IC)、其他相關半導體 (Other Semi；以下簡稱 OS) 三大產品線，則分別實現 8%/11%/31% 之成長率 (圖 2、3)：

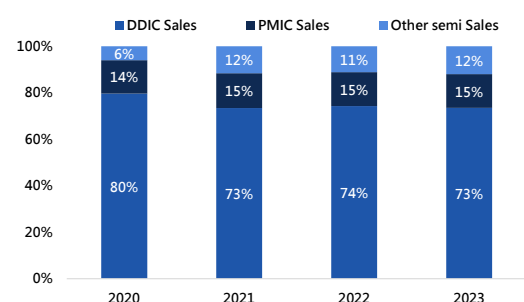
- **DDIC (營收比重 73%)**：中大尺寸 TV/PC 應用為大宗，Mobile IC 以 LCD 手機/平板為主。
- **Power IC (營收比重 15%)**：包含 VCM、Panel Power、Mobile PMIC、Others (LED、SW、Motor、DDR5) 等。
- **Other Semi (營收比重 12%)**：EPD/ESL 占其中 50% 以上，剩餘為 TCON。

圖 1：天鈺四大產品線一覽

Segments	Sub-segments	Explanation
DDIC	LMDDIC	<ul style="list-style-type: none">• Large display includes TV/NB/MNT• Medium display includes Industrial& Auto
	Mobile IC	<ul style="list-style-type: none">• LCD-based DDIC applied in smartphone and wearables is the main contributor• Tiny portion of AMOLED wearable DDIC sales, 2Q24 AMOLED smartphone DDIC will start to contribute
Power IC	Power IC	<ul style="list-style-type: none">• Includes Regulator (LVBUCK/LDO/BOOST) and Others (LED/Motor/DDR5/VCM)
Other Semi	EPD/ESL	<ul style="list-style-type: none">• Higher market shares in E-Reader and ESL market
	TCON	<ul style="list-style-type: none">• Applied in TV/MNT/NB market

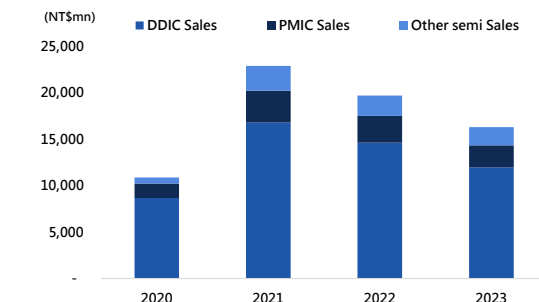
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 2：DDIC 仍為天鈺主要業務



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：2020-2023 年產品別營收表現



資料來源：公司資料、元大投顧

2021 年後產業地位與獲利能力提升，評估營運已呈現結構性轉變

我們觀察到疫情後天鈺發生兩大變化，包含 1) 營運規模提升，優化其產業地位；2) 多元產品帶動下，獲利能力呈結構性轉佳。

1) 營運規模提升，優化其產業地位

疫情前天鈺於全球 DDIC 廠商排名居前十名之後段班 (圖 4)，然觀察 2020 年起排名持續提升，2021-2023 年穩定維持在第六名，推測受惠於 1) Mobile IC (Discrete 及 TDDI) 業務於 2021/2022/2023 年成長 93%/18%/3%；2) ESL/EPD Driver 業務隨電子書 (E-Reader)/電子標籤 (ESL) 放量，尤其估計公司在 ESL/EPD Driver 市占率達 50% 以上，評估天鈺於 DDIC 產業地位已有提升，並且因 ESL 長期成長性高達雙位數，有利其營收排名於未來數年逐步上升。

圖 4：全球顯示驅動 IC (DDIC) 廠商排名 (依照營收比重)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	Samsung Electronics	Samsung Electronics	Samsung Electronics	Samsung Electronics	Samsung Electronics	Samsung Electronics
2	Novatek	Novatek	Novatek	Novatek	Novatek	Novatek
3	LX Semicon	LX Semicon	LX Semicon	LX Semicon	LX Semicon	LX Semicon
4	Himax	Himax	Himax	Himax	Himax	Himax
5	Synaptics	Synaptics	Raydium	Raydium	Raydium	Raydium
6	Sitronix	Raydium	Synaptics	Fitipower	Fitipower	Fitipower
7	Raydium	Sitronix	MagnaChip	Sitronix	Sitronix	Sitronix
8	MagnaChip	MagnaChip	Sitronix	FocalTech	FocalTech	FocalTech
9	FocalTech	FocalTech	Fitipower	MagnaChip	Solomon	Solomon
10	Fitipower	Fitipower	FocalTech	Synaptics	Synaptics	Synaptics

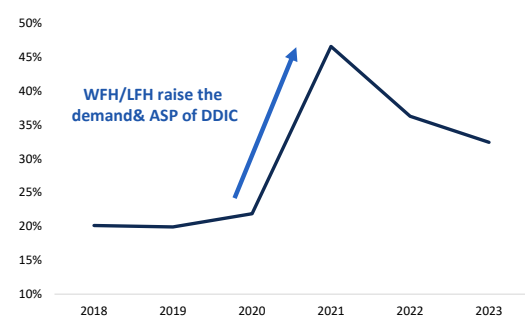
資料來源：Omdia、元大投顧

2) 多元產品帶動下，獲利能力呈結構性轉佳

2021-2022 年疫情帶動 DDIC 發生缺貨潮，估 2021 年 LMDDI/Mobile IC 平均單價 (ASP) 上漲 73%/55%，使整體 DDIC 業務於 2021 年成長 94%，毛利率亦自 2018-2020 年之 20-22% 大幅提升至 2021 年之 46.6% (圖 5)，惟後續受 1) 總體經濟因素；2) 中系廠商 TDDI 影響力提升；3) 整體 DDIC 產業進入去庫存週期，毛利率於 2022 年衰退 11 個百分點至 36%。

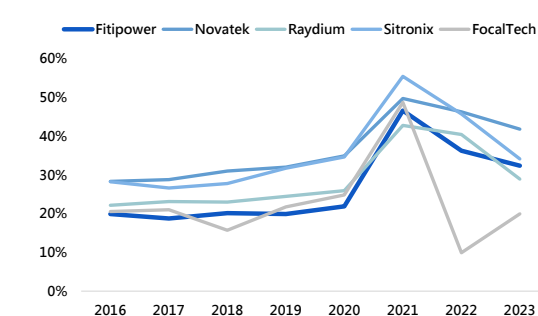
然入 2023 年，儘管營收持續衰退 17%，然 2023 年公司毛利率年減幅度 4 個百分點與 DDIC 龍頭廠商聯詠相當，且已提升至中段班水準，排除存貨回沖/跌價因素 (圖 6、7) 亦呈現一致，反映產品組合 (EPD/ESL DDIC、TCON 等) 轉佳抵銷 TDDI 跌價之不利因素 (圖 8)。

圖 5：2021 年毛利率大幅跳升後逐步下降



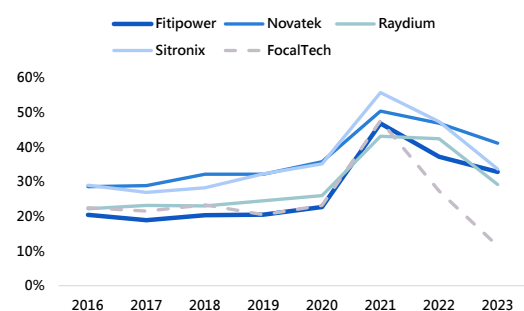
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：天鈺與國內同業毛利率比較



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：排除存貨跌價/回沖因素之毛利率比較



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：天鈺各產品線毛利率假設

Segments	Sub-segments	GPM Range in 2023
DDIC	LMDDIC	35-45%
	Mobile IC	10-15%
Power IC	Power IC	30-35%
Other Semi	EPD/ESL	35-40%
	TCON	35-40%

資料來源：元大投顧預估

1Q24 為全年谷底，獲利將於 2Q24 開始改善，受惠晶圓成本改善與新品效益

因 TV/MNT 傳統淡季且受手機 TDDI 降價影響，使 1Q24 營收季減 1%，毛利率/營益率亦季減 3.9/5.1 個百分點至 29.9%/10.3%，EPS 季減 28%/年減 9%至 3.17 元，低於市場共識 23% (圖 9)。2Q24 起營運逐季復甦，除觀察到近期面板廠稼動率與價格皆回溫，反映 TV/PC 仍有一定補庫存需求，加上 Ramless AMOLED DDI 新品挹注下，預估 DDIC 及整體業務於 2Q24 分別季增 24%/23%，而考量到 1) 晶圓成本下降；2) AMOLED DDI、PMIC 等新品出貨貢獻使產品組合轉佳，預估毛利率季增 2 個百分點至 31.9%，營益率估季增 3.1 個百分點至 13.4%，預估 EPS 達 3.65 元。

圖 9：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	季增率	年增率	1Q24F 市場預估	預估差異 市場
營業收入	3,937	3,767	3,723	-1.2%	-5.4%	3,784	-1.6%
營業毛利	1,200	1,273	1,114	-12.5%	-7.1%	1,263	-11.8%
營業利益	491	581	383	-34.1%	-22.1%	589	-35.0%
稅前利益	543	680	524	-23.0%	-3.5%	623	-15.8%
稅後淨利	420	536	384	-28.3%	-8.6%	499	-23.1%
調整後 EPS (元)	3.47	4.42	3.17	-28.3%	-8.6%	4.12	-23.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	30.5%	33.8%	29.9%	-3.9	-0.6	33.4%	-3.5
營業利益率	12.5%	15.4%	10.3%	-5.1	-2.2	15.6%	-5.3
稅後純益率	10.7%	14.2%	10.3%	-3.9	-0.4	13.2%	-2.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 10：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F 市場預估	預估差異 市場
營業收入	4,341	3,723	4,568	22.7%	5.2%	4,199	8.8%
營業毛利	1,391	1,114	1,457	30.8%	4.8%	1,403	3.8%
營業利益	623	383	614	60.4%	-1.5%	659	-6.8%
稅前利益	781	524	617	17.8%	-21.0%	710	-13.1%
稅後淨利	582	384	443	15.3%	-24.0%	566	-21.8%
調整後 EPS (元)	4.80	3.17	3.65	15.3%	-24.0%	4.67	-21.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	32.0%	29.9%	31.9%	2.0	-0.1	33.4%	-1.5
營業利益率	14.4%	10.3%	13.4%	3.1	-1.0	15.7%	-2.3
稅後純益率	13.4%	10.3%	9.7%	-0.6	-3.7	13.5%	-3.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

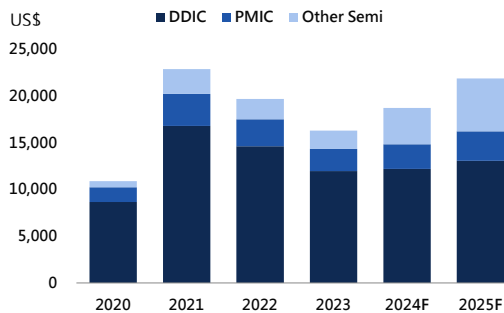
營運體質已呈現結構性轉變，將迎 2024-2025 年營運上升期

展望 2024/2025 年，以下為三大事業體預估成長率 (圖 11)：

- **DDIC**：預估 2024/2025 年營收成長 **2%/7%**，考量到 1) PC/TV 今年出貨維持正成長；2) 手機 AMOLED DDI 於 2Q24 起出貨。今年毛利率則估計年減 2.2 個百分點/年增 0.7 個百分點至 27.2%/27.9%，2025 年主要考量 AMOLED DDI 將進一步放量。
- **PMIC**：預估 2024/2025 年營收成長皆為 **12%/19%**，受惠於 1) LDDI 拉貨回溫；2) DDR5 PMIC 逐步放量；3) PDQC 與 VCM 持續成長。而考量到今年 TI 降價趨緩，且新品持續推出，預估今年毛利率年減 1.2/年增 0.9 個百分點至 32.6%/33.5%。
- **Other Semi**：預估 2024/2025 年營收成長 **99%/45%**，基於 ESL 迎高速成長期，EPD/TCON 亦持續推出新品，並帶動今年毛利率年增 6.2/0.6 個百分點至 37%/37.6%。

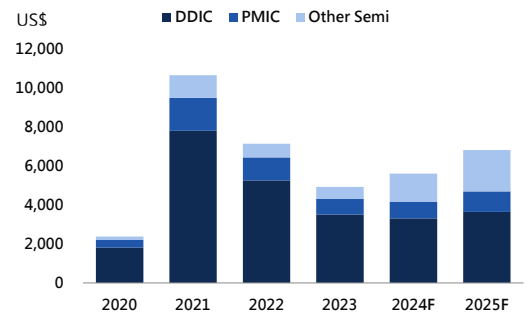
此外，我們觀察天鈺於 2022-2023 年下行周期即縮減研發人員數量 (圖 13)，且銷管費用於去年減少 17%，費用率獲得控制，展望 2024/2025 年，我們預估費用率將維持 17~18%，以因應更多新案投入，預估 2024 年毛利率/營益率年減 0.2/0.1 個百分點至 32.2%/14.3%，2025 年則轉為成長 1.2/1.9 個百分點至 33.4%/16.2% (圖 14)

圖 11：2020-2025 年產品別預估營收



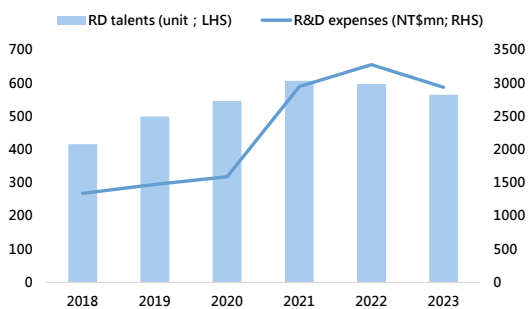
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：2020-2025 年產品別預估毛利



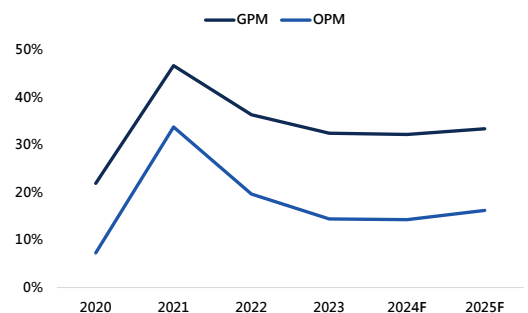
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：研發費用與人員於 2022 年逐步下降



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 14：2024 年為獲利谷底，明年將恢復成長



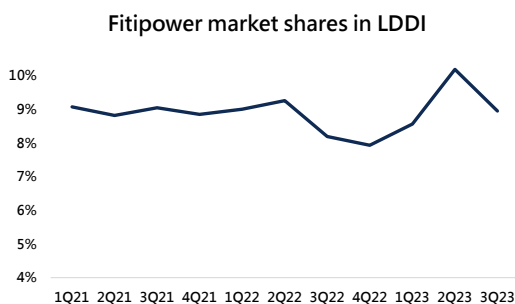
資料來源：公司資料、元大投顧預估

事業體展望- DDIC

DDIC – LDDI 市占率估維持於 8-10%水準，手機 OLED 挹注新動能

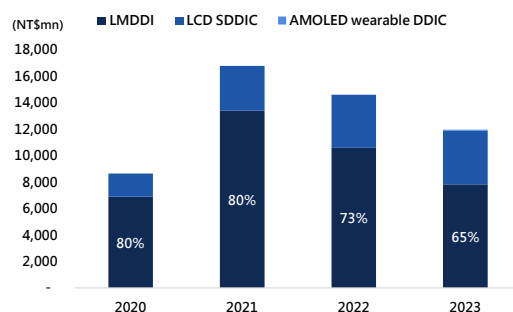
天鈺 DDIC 業務仍以中大尺寸為主 (~60%；圖 16)，主要合作面板廠為群創、夏普、惠科等，本中心推算 **2021-2023 年天鈺於全球 LDDI 市占率約 8-10%** (圖 15)，預期未來兩年公司將可維持此市佔率，係考量到 4K 及以上 LDDIC 中系廠商技術仍落後。此外，儘管估計車用/工控 DDIC 營收占比僅<5%，我們觀察到公司開案仍持續成長，因此預估整體 LMDDI 業務將於 2024/2025 年成長 2%/7% (圖 19)。

圖 15：天鈺近年 LDDI 市占率維持高個位數



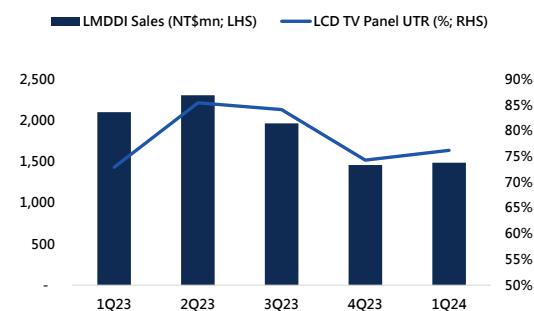
資料來源：元大投顧預估

圖 16：天鈺 DDIC 業務仍以中大尺寸為主



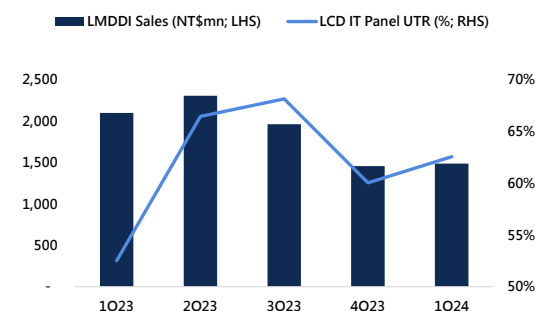
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 17：LMDDI 營收預估與 TV 面板 UTR



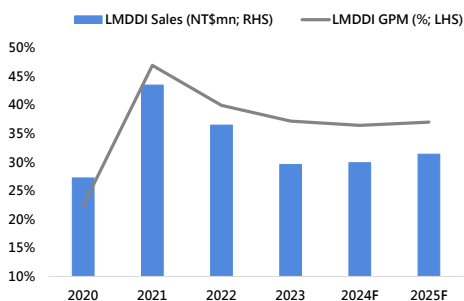
資料來源：Omdia、元大投顧

圖 18：LMDDI 營收預估與 IT 面板 UTR



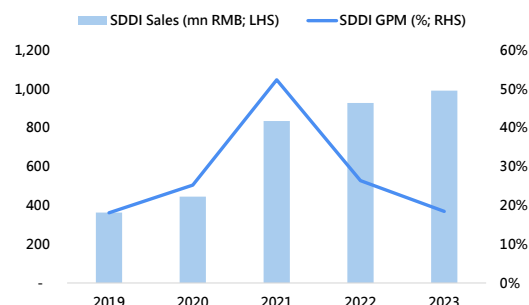
資料來源：Omdia、元大投顧

圖 19：天鈺 LMDDI 業務將於今年恢復成長



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：天德鈺 SDDI 晶片營收及毛利率



資料來源：公司資料、元大投顧

小尺寸 (Mobile IC)業務方面，天鈺藉由子公司天德鈺 (688252 CH；未評等)銷售 SDDI 系列產品 (圖 20)，有助於其於成本/費用與中國本土廠商競爭。管理層與此次法說亦提及將於 2Q24 起出貨，我們認為公司將於今年以 Ramless AMOLED DDI 首先進入維修市場，明年則有望進入品牌市場，本中心預估公司 AMOLED 業務 (涵蓋手機與穿戴式)出貨將於 2024/2025 年達 3.7/7mn。也因一顆 Ramless AMOLED DDI 價格>2 美元 (相對現在 TDDI <1 美元)，儘管 TDDI 業務未來公司仍將持續面臨中系廠商競爭，然 AMOLED DDI 將部分抵銷此影響，預估 2024/2025 年 Mobile IC 業務年增率為+2%/+7% (圖 22)。

圖 21：天德鈺 SDDI 新品開發整理

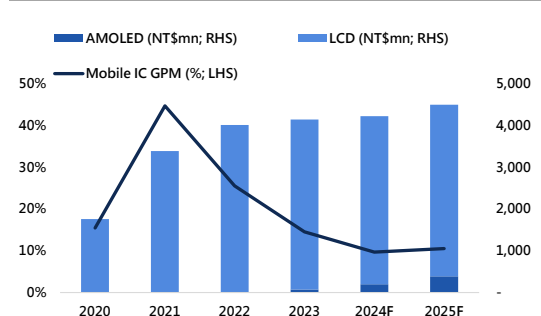
Ticker	Investment funds (W RMB)	Explanation	Application
JD9365TG	1137.84	Developed A-Si 15Hz~144Hz/240Hz, through circuit optimization AFE structure and algorithm processing	Mobile phone, etc.
JD9366TP	4722.42	- Research and development of A-Si/LTPS/IGZO 15Hz~144Hz/240Hz, through circuit optimization AFE structure and algorithm processing - The active pen is compatible with DPHY/DSC/CPHY Interface design, providing a tablet and large screen solution	Tablets, smart speakers, smart industrial controls
JD9522TS	844.64	Developed LTPS 15Hz~144Hz/240Hz, improving touch performance through circuit optimization AFE structure and algorithm processing	Mobile phone, etc.
JD9853	1065.58	- Intelligent wearable device display driver chip resolution 360X390, 240X320 - Develop wearable narrow bezel design, compatible with QSPI/SPI/MCU/RGB interface	Mobile phones, wearables, etc.
JD9855	430.83	Smart wear device display driver chip resolution 360X390, COFLINE design	Mobile phones, wearables, etc.
JD9261T	513.09	Developed A-Si 90/120Hz TDDI to optimize AFE architecture and algorithm to improve touch performance	Mobile phone, etc.
JD9365TH	450.67	Developed A-Si 120/240Hz to optimize AFE architecture and algorithm to improve touch performance and energy saving	Mobile phone, etc.

資料來源：公司資料、元大投顧預估

整體而言，本中心預估 2024/2025 年天鈺整體 DDIC 業務年增 2%/7% (圖 23)，受惠於 1) PC/TV 拉貨逐步回溫；2) AMOLED 貢獻於明年放大，我們認為此業務更偏向現金牛 (Cash cow)特質，未來將維持穩定成長。

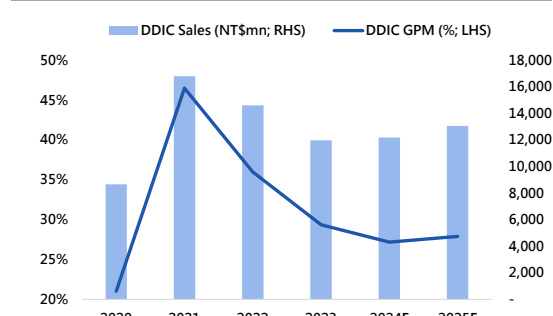
毛利率方面，儘管有 AMOLED DDI 挹注，但考量到 LDDI/TDDI 仍有降價壓力，因此預估整體 DDIC 毛利率於 2024 年年減 2.2 個百分點至 27.2%，2025 年在車載/工控與 AMOLED 挹注放大下，估年增 0.7 個百分點至 27.9%。

圖 22：Mobile IC 業務將持續維持成長態勢



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 23：今明年整體 DDIC 業務成長 2%/7%



資料來源：公司資料、元大投顧預估

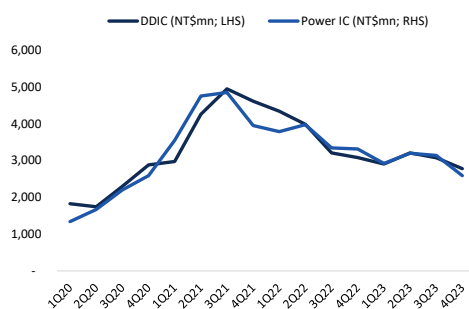
事業體展望- PMIC

除大尺寸動能恢復，VCM/EPD/DDR5 挹注今年成長動能

天鈺 PMIC 業務與 DDIC 業務連動性高 (圖 24)，反映公司出貨之 **Power IC** 大多與顯示相關。然公司亦於近年進行產品組合多元化，尤其將 **VCM (音圈馬達)**與 **PDQC (快充協議晶片)**業務轉移至中國子公司天德鈺，以利與中國國內廠商競爭，未來兩年成長動能可觀察：

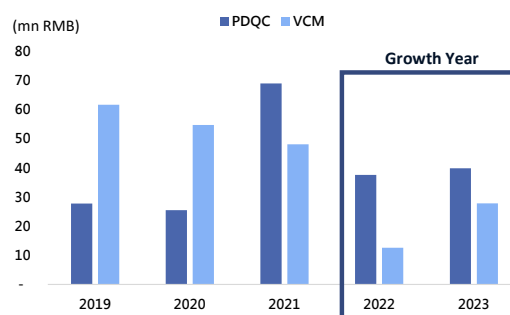
- **PDQC (快充協議晶片)**：產品應用多元，包含手機、平板、智能音箱、車充等，2023 年溫和成長 6%，公司持續因應快充協議朝大瓦數升級，公司亦持續開發新品 (圖 26)。
- **手機 VCM (音圈馬達) Power IC**：隨 Samsung、Vivo 等安卓手機客戶拉貨回溫，2023 年天德鈺 VCM 營收大幅成長 121% (圖 27)，加上公司具有自研 Close loop VCM 晶片搭配 APID 演算法，可實現更低功耗與更快的拍攝速度，毛利率於去年已有所改善。
- **EPD Power IC**：搭配公司 EPD DDIC 出貨，且毛利率估>50%，今年出貨回升有利毛利改善。
- **DDR5 PMIC**：受惠於 PC 搭載 DDR5 趨勢於今年加速，公司已於 1Q24 開始出貨。

圖 24：PMIC 與 DDIC 業務具有高度連動性



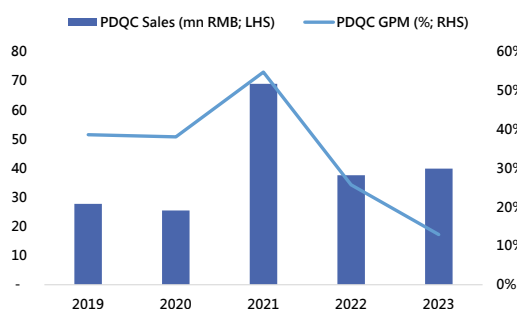
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 25：天德鈺 PMIC 相關晶片營收狀況



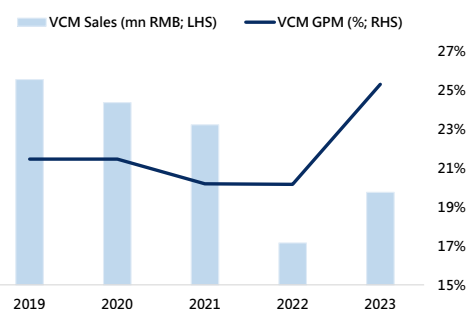
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 26：天德鈺 PDQC 晶片營收及毛利率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 27：天德鈺 VCM 晶片營收及毛利率



資料來源：公司資料、元大投顧

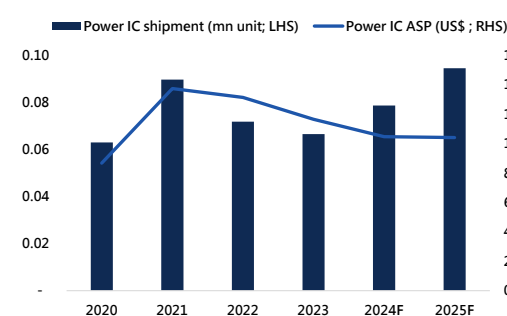
圖 28：天德鈺 PMIC 新品開發整理

Ticker	Investment funds (W RMB)	Explanation	Application
JD5525	622.39	Study the new Hall Sensor architecture on VCM camera	Mobile phone, etc.
JD6622	1099.74	MCU integrates PD controller and supports USB PD3.1	Mobile phones, tablets, power banks, etc.
JD9165B	388.56	- Develop high-resolution large-screen solutions for industrial control, compatible with LVDS/MIPI/RGB interfaces - Provides a variety of design specifications for bilaterally driven moving glass, and saves industrial control chip costs	Tablets, smart speakers, smart industrial controls
JD6610	212.39	Fast charging protocol chip that supports PD 3.1-SPR and has high compatibility and integration features as well as low-cost peripherals	Mobile phones, tablets, power banks, etc.
JD5517	205.44	Achieve costdown and complete the integration of bottom motor drive and mid-mounted motor drive	Mobile phones, tablets, security
JD5520	395.44	Achieved costdown and completed the driver code for the bottom motor driver that is completely compatible with competing products	Mobile phones, tablets, security
JD6638	565	High voltage step-down synchronous control chip	Fast charge

資料來源：公司資料、元大投顧

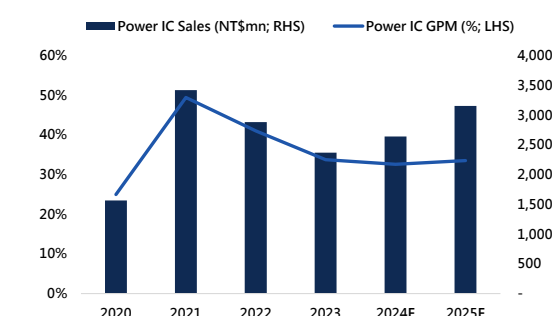
基於 LMDDI 於 2Q24 起逐步回溫，且 VCM/EPD/DDR5 相關 PMIC 貢獻挹注下，預估 2024/2025 年 PMIC 業務年增 12%/19%。此外，由於多元之產品組合及 TI 降價因素淡化下，評估 PMIC 業務毛利率下降趨勢將收斂，預估 2024/2025 年毛利率年減 1.2/年增 0.9 個百分點至 32.6%/33.5% (圖 30)。

圖 29：估 PMIC ASP 跌幅收斂，出貨量回升



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 30：PMIC 營收與毛利率預估



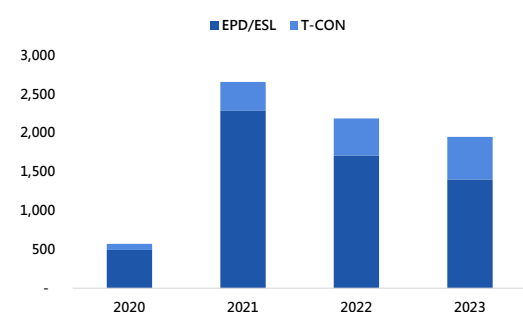
資料來源：公司資料、元大投顧預估

事業體展望- Other Semi

重要電子紙供應鏈，今年營收成長率達 99%/45%

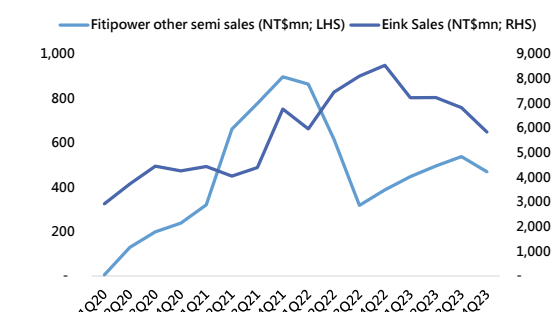
天鈺 Other Semi (以下簡稱 OS) 營收於 2020-2023 年 CAGR 達 36% (圖 31)，主因 1) 電子書 (E-Reader) 與電子標籤 (ESL) 需求帶動，元太營收與天鈺 OS 業務具高度正相關性 (圖 32)；2) TCON 業務逐步導入 LDDI 終端產品，2023 年公司 TCON 業務呈現年持平，優於 LMDDI 之年減 26%。

圖 31：2020-23 年 OS 營收 CAGR 達 36%



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 32：OS 業務與元太營收具高正相關性



資料來源：公司資料、元大投顧

本中心持續看好電子紙相關 DDIC 需求，考量到

- **E-Reader**：儘管成長性相較 ESL 穩定，但在 Kobo、Amazon 等業者陸續推出新一代彩色閱讀器下，有助於刺激新機需求，加上天鈺於 **EPD Driver/Power IC** 具有 80% 以上市占率，公司將持續受惠於此趨勢
- **ESL**：Walmart 等歐美市場將逐步導入 ESL 於超市，符合長期 ESG 趨勢，且公司於 E5 (四色) Driver 為目前主供，將為 2024-2025 年 Walmart 導入 E5 ESL 之主要受惠者。

圖 33：天德鈺 ESL 新品開發整理

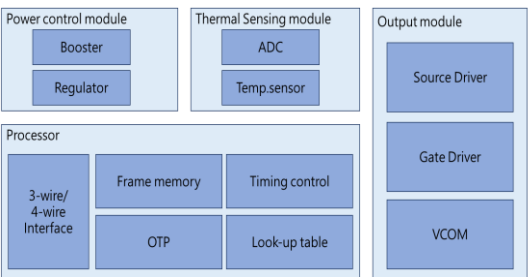
Ticker	Investment funds (W RMB)	Explanation
JD79660A	265.7	Four-color resolution 200X200 ESL DDI
JD79665A	322.39	Four-color resolution 800X600 ESL DDI
JD79666A	106.81	Four-color resolution 128X250 ESL DDI
JD79663	375.71	Four-color resolution 240X480 ESL DDI
JD79702A	62.42	Four-color resolution 240X480 ESL DDI
JD79661B	203.7	Smaller version of JD79661A
JD79662A	98.26	Four-color resolution 960X680 ESL DDI
JD79676A	137.16	Four-color resolution 128X250 ESL DDI
JD79679A	166.44	Four-color resolution 1024X768 ESL DDI
JD7966	685.39	Four-color resolution 400X300 ESL DDI
JD79669A	565.96	Three-color resolution 1024X768 ESL DDI

資料來源：公司資料、元大投顧

目前天鈺於 EPD 市占率已達 90%，ESL 則估算約 50%市占率，本中心評估天鈺 ESL 市占率將有逐年提升機會，係因：

- 天鈺具有現金牛之 LMDDI 業務，有利公司投入更多資金開發更先進之 EPD/ESL 產品 (圖 33)
- 海外超市逐步導入 E5 (四色)電子標籤，天鈺使用億而得 (6423 TT；未評等)之 MTP (Multiple-Time Programmable) IP，可使燒錄次數較 E4 時期增加，且客製化提高，有利天鈺將 AI/Coding 嵌入晶片中，解決電子紙顯色問題，目前使用 MTP 穩定量產僅天鈺。

圖 34：過往 E4 (三色)處理器模組為 OTP



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 35：億而得 MTP 產品線一覽

Category	Foundry	Process Node	Density
MTP+Information	SMIC	0.18um	8Kx32
MTP+EEPRPOM+Information	Nexchip	0.11um	16Kx16
MTP+Information	HHGRACE	0.09um	8Kx32

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 36：美洲/歐洲/亞洲 ESL 需求測算

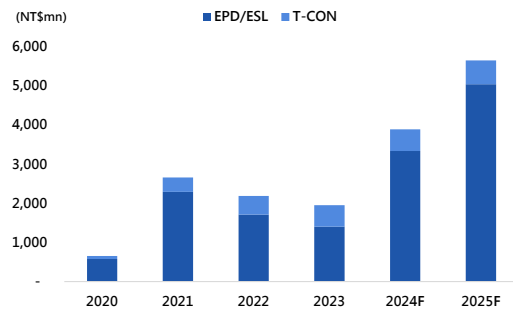
Region (k unit)	Store	Numbers of Stores	SKUs	ESL demand	Market shares in each market segments	Total ESL demand
US	Walmart total	10	70	694,236	25%	
	Costco	1	4	2,920	10%	
	Kroger	3	45	122,355	11%	
	Aldi + Trader Joe's	3	4	10,168	1%	
	Publix	1	34	47,863	2%	
	Target	2	86	167,639	3%	
	Grocery Total	20	53	1,045,180	51%	2,042,686
	Pharmacy Total	20	8	170,946	41%	415,928
	Other Industry	3	50	156,590		156,590
	Total ESL demand in US					2,615,203
EU	REWE&Penny	10	13	123,500	4%	
	Carrefour	12	11	134,510	4%	
	Other EU Grocery	45	9	409,837	19%	
	Grocery Total	66	10	667,846	27%	2,480,327
	Pharmacy Total	7	8	55,034	10%	543,824
	Other Industry	6	9	53,500		53,500
	Total ESL demand in EU					3,077,651
Asia	Total ESL demand in Asia					466,602
WW	Total ESL demand in WW					6,159,457

資料來源：元大投顧預估

本中心將三大國家地區 (美洲、歐洲、亞洲)之超市/藥局 ESL 需求進行試算 (圖 36)，可觀察歐美仍為主要需求來源，尤其市場關注之 Walmart，本中心計算其旗下經營門市所需 ESL 數量約 6.9 億顆，目前處於導入初期，反觀 2020-2023 年天鈺 ESL Driver 總出貨量僅約 2 億顆，反映 **ESL 業務未來成長空間大**，我們持續看好天鈺為 ESL 方面主要受惠者，尤其天鈺於 Walmart 市占率在 E5 (四色) 導入時期具有提升機會。

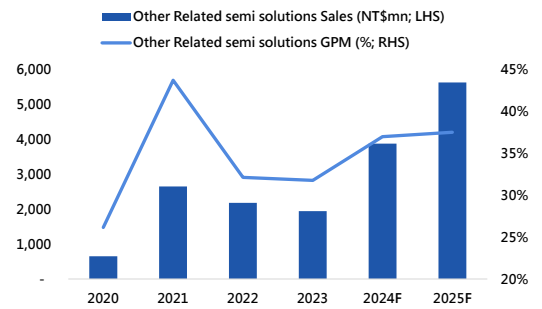
鑒於以上趨勢，預估 OS 業務於今明年成長 99%/45% (圖 37)，營收比重自 2023 年之 11-12%提高至 2024/2025 年之 21%/26%。毛利率方面，考量到 ESL 將逐步朝 E5 (四色)升級，此有利於 ESL DDIC 產品組合改善，加上高毛利之 EPD Driver 出貨逐步回升，預估 OS 業務毛利率於 2024/2025 年成長 5.2/0.6 個百分點至 37%/37.6% (圖 38)。

圖 37：估今明年 OS 業務成長 99%/45%



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 38：估 OS 業務毛利率逐年回升

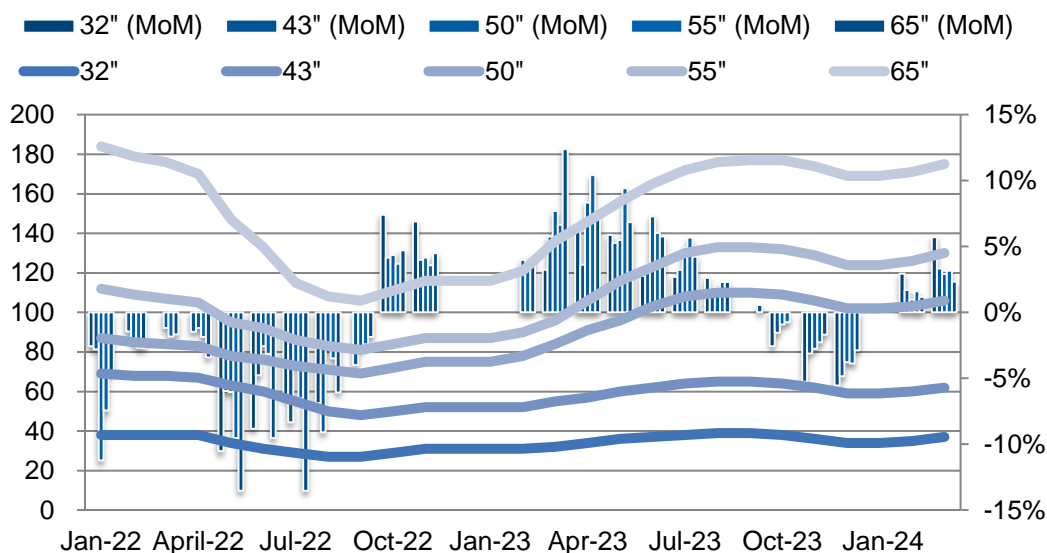


資料來源：公司資料、元大投顧預估

預期 2H24 因下游備貨與新品發行，TV 面板需求有望回升

1H24 在終端需求不明朗的情況下，面板廠將維持保守之庫存與生產規劃，報價將維持緩漲趨勢，而進入 2H24 因下游為運動賽事備貨需求與新產品推出，TV 面板需求可望回溫。

圖 39：TV 面板進入漲價循環

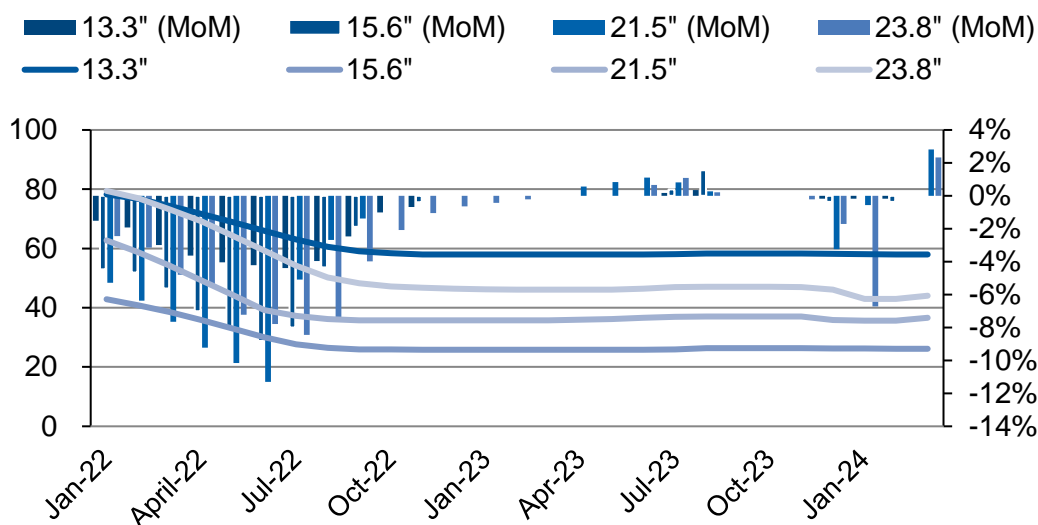


資料來源：Pricewise、元大投顧

PC 面板報價 1H24 仍面臨下降壓力，IT Monitor 報價則因品牌備貨需求維持緩漲

1H24 因終端 PC 消費需求仍維持疲弱以及面臨中國 OEM 和新進廠商價格競爭的影響，13.3"/15.6" 面板價格仍將面臨降價壓力，而 21.5"/23.8" 主要用於外接顯示屏，因面板廠控產政策延續與品牌客戶增加備貨，3Q24 報價有望維持漲勢。

圖 40：IT 面板報價轉漲

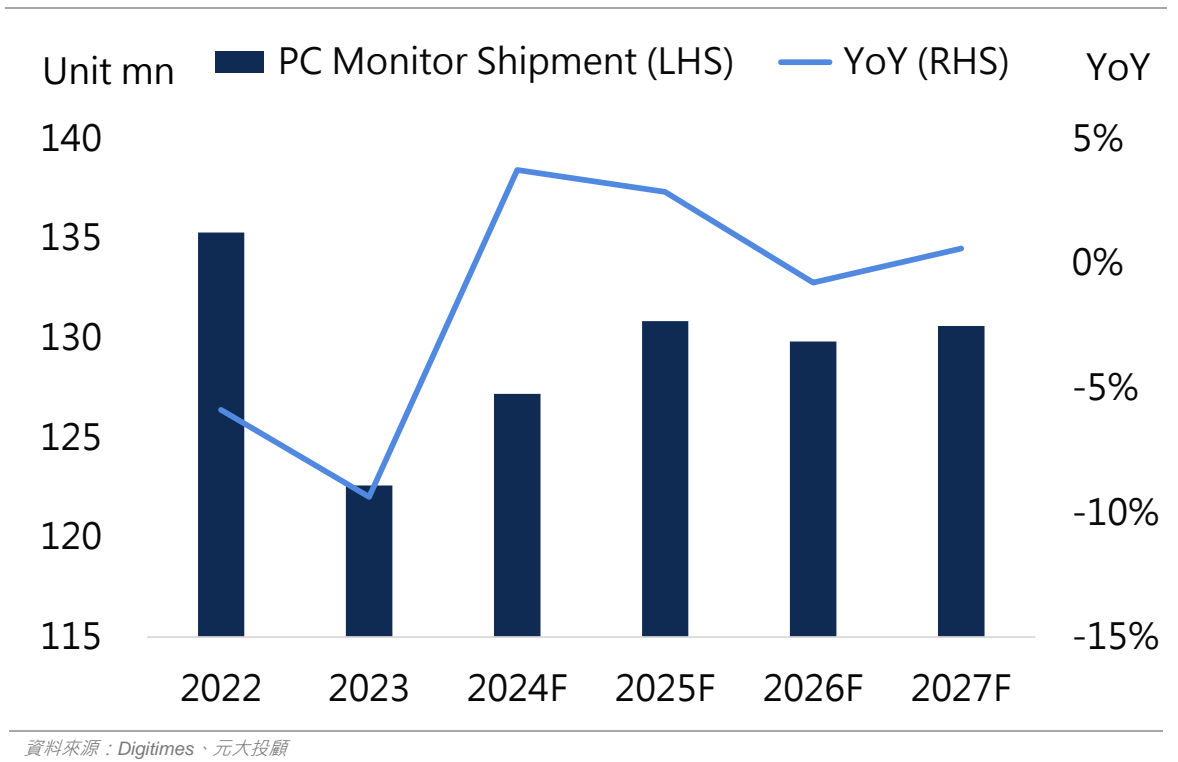


資料來源：Pricewise、元大投顧

全球顯示器出貨量預估 2024 年將緩步回升

過去全球顯示器面板市場出貨量受到疫情影響產生較大波動，年出貨量落在 1.2-1.45 億台，在 2020-2021 年有較強需求，2022 年則陷入衰退。預期 2023/2024 年顯示器面板需求將緩步回升；未來更大尺寸之顯示器及 Gaming 應用等高階產品較具有成長潛力。

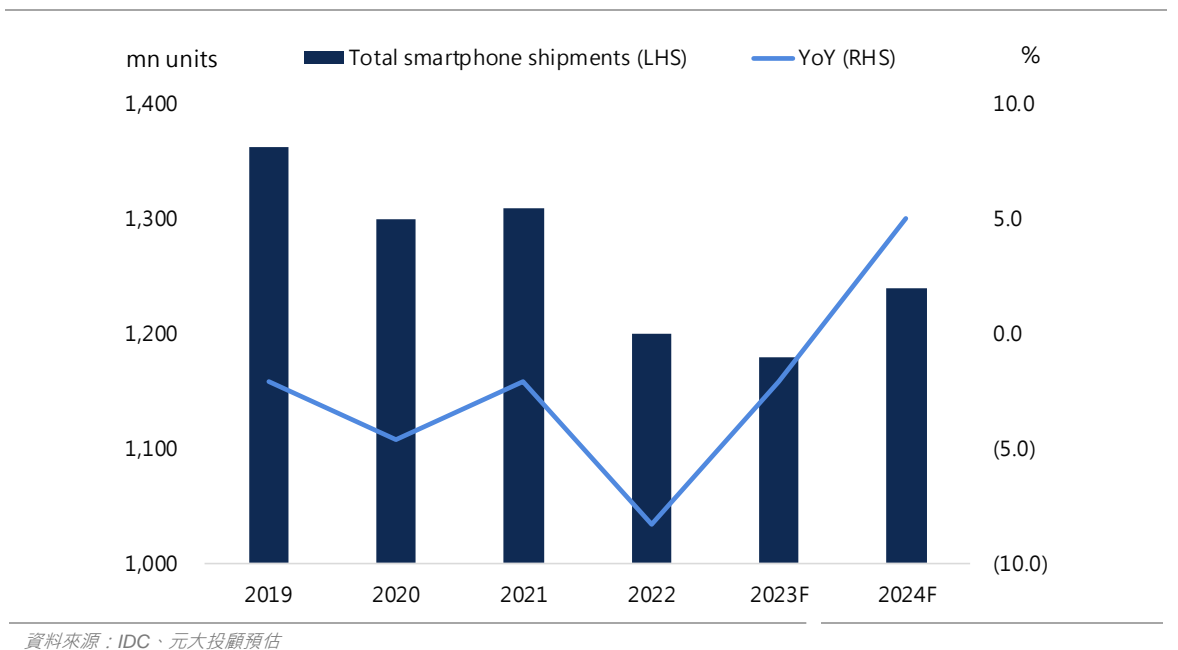
圖 41：全球顯示器出貨量將於 2024 年重返成長



預估 2024 年手機出貨量將年增 5%至 12.4 億台

本中心預估 2023/2024 年手機出貨量將分別為 11.8/12.4 億台，年減 2%/年增 5%。根據供應鏈訪查，目前雖通路商庫存水位已下降，OEM 組裝庫存也已降至正常水位，但因終端需求並未全面回升，僅 2023 年底出現之庫存回補急單也告一段落，預估 1H24 補庫存需求將有所趨緩。

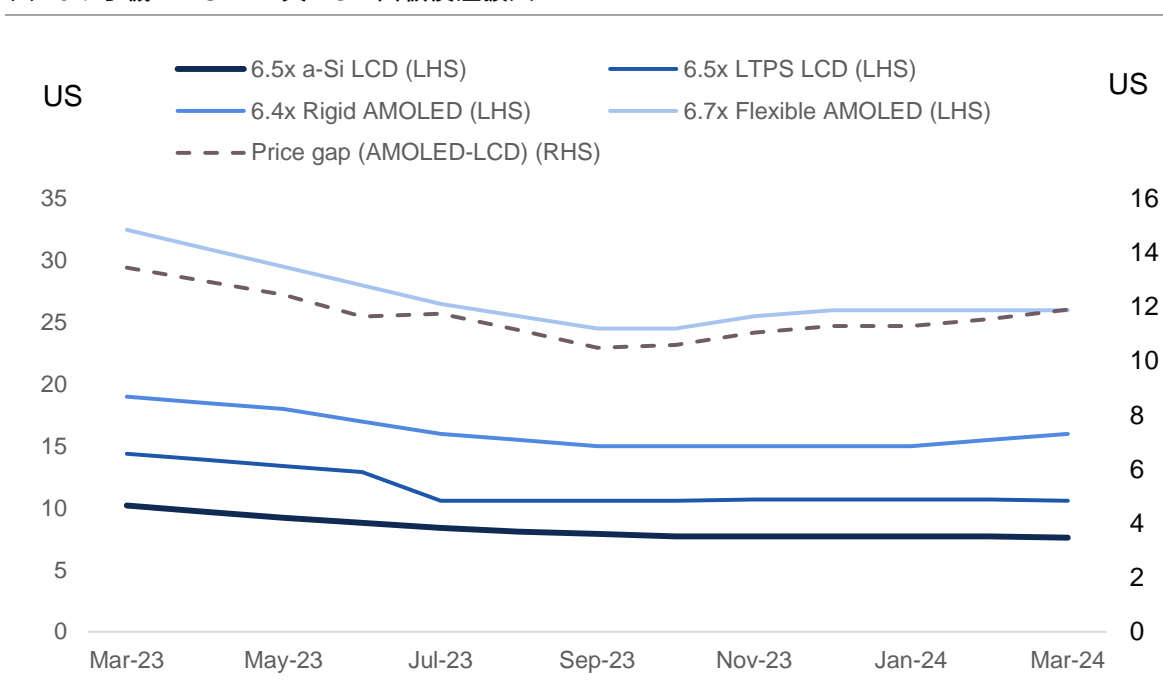
圖 42：預估 2024 年手機出貨量為 12.4 億台，年增 5%



2024 年中系手機採用 OLED 滲透明確，有利驅動 IC 供應鏈受惠

根據 CINNO Research 調查，2024 年 3 月手機面板報價呈現分化狀況，AMOLED 價格相對持穩甚至上漲，LCD 面板則呈現月減，本中心考量到 2024 年中系手機採用本土 AMOLED 更趨積極，因此預期手機 AMOLED 面板需求將於 1H24 維持穩健。

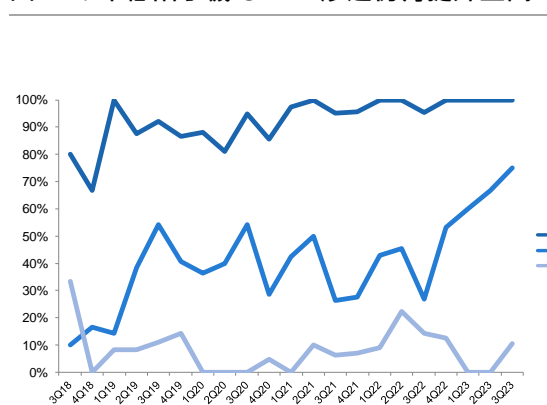
圖 43：手機 AMOLED 與 LCD 面板價差擴大



資料來源：CINNO、元大投顧

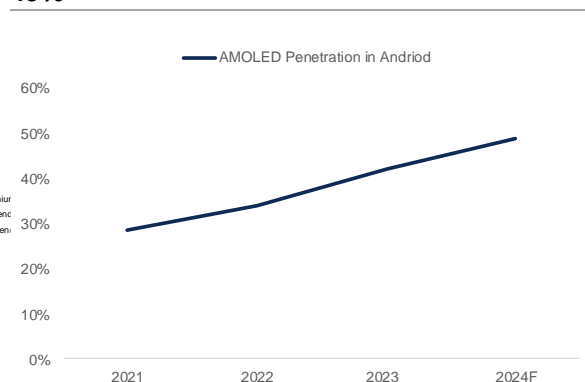
進入 2024 年，我們預估整體 AMOLED 手機滲透率將提升至 58%，主因中低階安卓手機對於 OLED 面板採用度有所提升，推動機種差異化以利吸引消費者購買，此情況亦反映至近期手機 AMOLED 與 LCD 面板價差擴張(圖 43)，預估 2024 年安卓陣營中 AMOLED 手機比重將由 2023 年之 42% 提升至 49% (圖 45)。

圖 44：中低階手機 OLED 滲透仍有提升空間



資料來源：元大投顧、GSM

圖 45：2024 年安卓手機 AMOLED 滲透率將至 49%

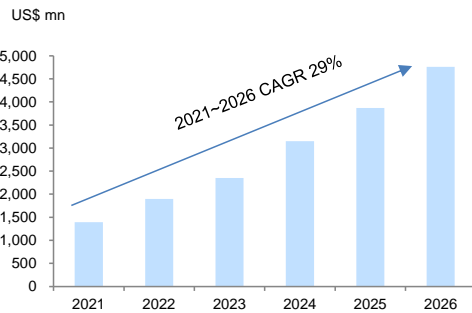


資料來源：元大投顧預估

電子標籤滲透率持續提升，估計 2025 年滲透率提升至 25%

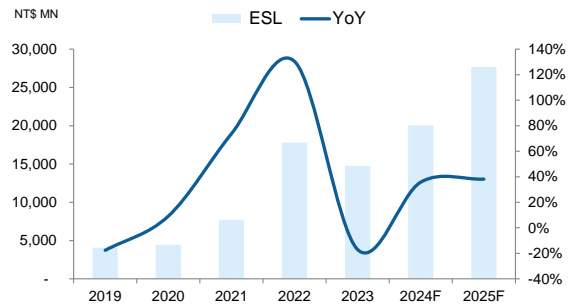
2021 年底全球零售電子標籤滲透率僅 4%，估計滲透率達 25%才為滿足點。本中心認為全球零售業電子標籤滲透率由 2021 年底的 4%提升至 2022 年底的 7%。2023 年全球電子標籤(ESL)滲透率估計將增至 11%，2025 年之後才會達到 25%滲透率。預估 2024 年電子標籤材料出貨年增率為 36%，擺脫 2023 年產品轉換期的陰霾回到長期成長趨勢。我們認為電子標籤滲透率將持續提升的原因有 1) ESG 環保意識抬頭將帶動零售商逐步導入電子紙標籤；2) 節省人力、紙張使用及印刷成本；3) 電子標籤可配合零售商的庫存管理系統。

圖 46：ESL 2021-26F 產值 CAGR 29%



資料來源：元大投顧預估

圖 47：預估 ESL 材料 2024 成長率 36%

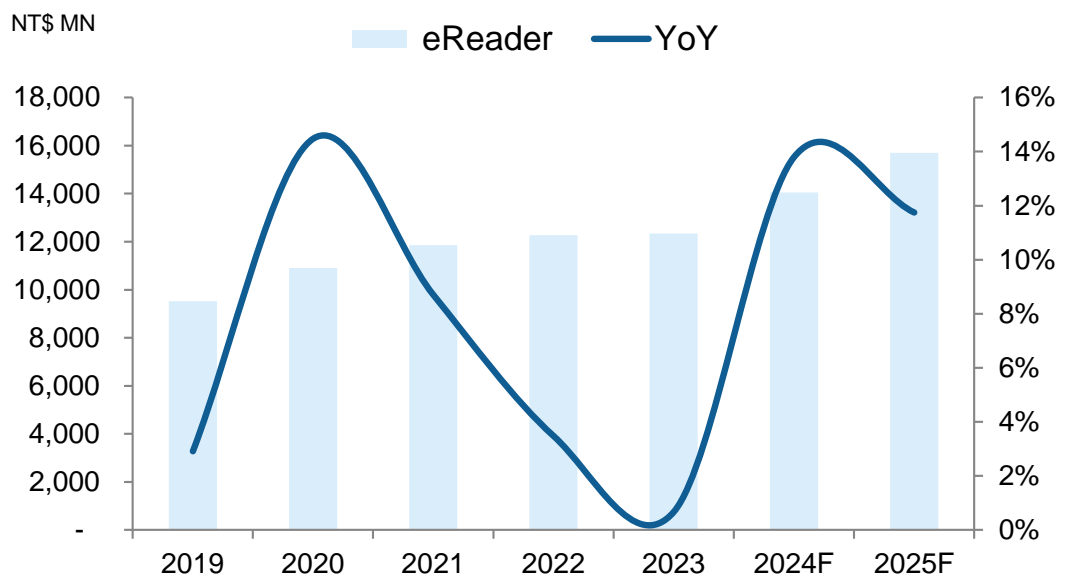


資料來源：元大投顧預估

電子書閱讀器短期受景氣負面影響，看好後續新規格推出帶動需求回溫

2022-2023 年電子書閱讀器(E-Reader)模組產值年成長率僅 3%/1%，主因消費產品受全球景氣負面影響，2024 年將因推出彩色新品而提高廠商與消費者採用意願，進而達到 14%的年成長率。其中主要應用包含辦公室平板、教材閱讀器、戶外標示牌、醫療看板等。

圖 48：預估電子書閱讀器(E-Reader)模組 2024 年成長 14%



資料來源：公司資料、元大投顧預估

獲利調整與股票評價

電子紙及多項新品貢獻長期獲利成長性，初次評等給予買進

儘管 TDDI 價量低迷抑制短期營運回溫，然本中心看好 ESL/EPD 帶動 OS 業務於 2024/2025 年成長 99%/45%，並與 PMIC 業務帶動整體產品組合改善，預估毛利率/營益率自 1Q24 起逐季成長，而 2025 年在 1) OS 業務 (ESL/EPD/TCON)維持強勁；2) 手機 AMOLED DDI 貢獻放大；3) TV/PC 回溫帶動 LMDDI 業務成長 7%。預估 2024/2025 年 EPS 年減 8.9%/年增 36.4%至 16.2/22.0 元，其中本中心認為市場尚未將 OS 業務之挹注完全考量入 2025 年之預估。

目前天鈺交易於 16 倍/12 倍 2024/2025 年 EPS，2024 年本益比低於國內外平均 24/18 倍，並處於近三年 9-19 倍中下緣，我們認為目前評價具有長期吸引力，主因 1) **ESL 未來成長空間巨大**，且持續看好天鈺藉由其領先 ESL Driver 技術為主要受益者；2) 整體 DDIC 業務回溫下，**2H24 營業利益年增率將由負轉正**，此趨勢將延續至 **2025 年底**，有利評價表現 (圖 52、53)，因此根據目標本益比 16 倍、2H24-1H25 預估 EPS 21 元，推得目標價 330 元，初次評等給予買進。

圖 49：2024 和 2025 年財務預估比較

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	元大	市場	元大	市場	2024	2025
營業收入	18,714	17,419	21,857	18,929	7.4%	15.5%
營業毛利	6,021	5,788	7,293	5,658	4.0%	28.9%
營業利益	2,667	2,766	3,539	2,426	-3.6%	45.9%
稅前利益	2,679	2,968	3,598	2,633	-9.7%	36.6%
稅後淨利	1,959	2,364	2,671	2,185	-17.1%	22.2%
調整後 EPS (元)	16.15	19.50	22.03	18.02	-17.1%	22.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	32.2%	33.2%	33.4%	29.9%	(1.1)	3.5
營業利益率	14.3%	15.9%	16.2%	12.8%	(1.6)	3.4
稅後純益率	10.5%	13.6%	12.2%	11.5%	(3.1)	0.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 50：12 個月預期本益比區間圖



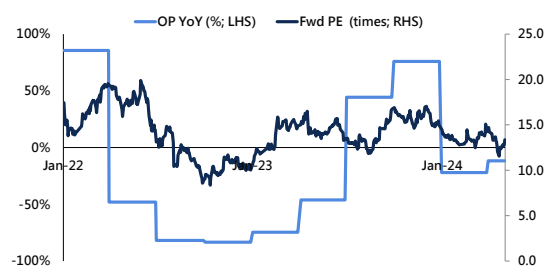
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 51：12 個月預期股價淨值比區間圖



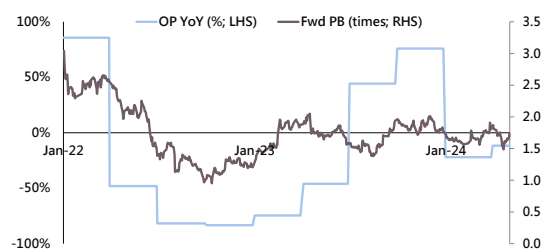
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 52：營業利益年增率與本益比具高正相關



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 53：營業利益年增率與本淨比具高正相關



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 54：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
天鈺	4961 TT	買進	260.0	985	17.73	16.15	22.03	14.7	16.1	11.8	(30.0)	(8.9)	36.4
國外同業													
HIMAX	HIMX US	未評等	5.1	1,074	0.3	0.4	0.5	17.4	11.8	10.6	(78.6)	47.9	10.8
Synaptics	SYNA US	未評等	89.6	4,421	8.1	2.5	6.3	11.0	36.0	14.2	23.0	(69.3)	153.3
MagnaChip	MX US	未評等	4.9	272	(0.6)	(0.6)	--	--	--	--	--	--	--
LX Semicon	108320 KS	未評等	74000.0	984	6222.0	10549.9	12707.7	11.9	7.0	5.8	(56.7)	69.6	20.5
國外同業平均								13.4	18.2	10.2	(37.4)	16.1	61.5
國內同業													
聯詠	3034 TT	買進	634.0	10,044	38.3	40.5	49.7	16.6	15.7	12.8	(16.6)	5.7	22.7
瑞鼎	3592 TT	買進	429.0	944	19.0	32.2	35.9	22.6	13.3	12.0	(62.9)	69.3	11.4
敦泰	3545 TT	未評等	84.8	698	1.7	2.0	2.2	48.7	42.2	38.7	--	15.5	9.0
國內同業平均					19.7	24.9	29.3	29.3	23.7	21.1	(39.8)	30.2	14.4

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 55：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
天鈺	4961 TT	買進	260.0	985	44.2	9.2	12.2	142.83	141.12	147.31	1.8	1.8	1.8
國外同業													
HIMAX	HIMX US	未評等	5.1	1,074	5.5	11.4	13.1	4.4	4.8	4.5	1.1	1.1	1.1
Synaptics	SYNA US	未評等	89.6	4,421	14.2	7.1	20.9	32.8	29.9	32.1	2.7	3.0	2.8
MagnaChip	MX US	未評等	4.9	272	(5.8)	(8.2)	--	--	--	--	--	--	--
LX Semicon	108320 KS	未評等	74000.0	984	10.7	18.3	18.1	60834.3	69440.2	78366.3	1.2	1.1	0.9
國外同業平均					6.1	7.2	17.4				1.7	1.7	1.6
國內同業													
聯詠	3034 TT	買進	634.0	10,044	35.1	35.4	38.8	110.5	119.5	137.0	5.7	5.3	4.6
瑞鼎	3592 TT	買進	429.0	944	12.0	20.9	21.2	147.8	162.9	175.0	2.9	2.6	2.5
敦泰	3545 TT	未評等	84.8	698	3.9	4.4	4.8	42.9	44.2	--	2.0	1.9	--
國內同業平均					17.0	20.2	21.6	100.4	108.9	156.0	3.5	3.3	3.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 56：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	3,937	4,341	4,242	3,767	3,723	4,568	5,293	5,130	16,287	18,714
銷貨成本	(2,737)	(2,950)	(2,822)	(2,495)	(2,609)	(3,111)	(3,543)	(3,430)	(11,004)	(12,693)
營業毛利	1,200	1,391	1,419	1,273	1,114	1,457	1,750	1,700	5,282	6,021
營業費用	(709)	(767)	(769)	(691)	(731)	(843)	(900)	(880)	(2,936)	(3,354)
營業利益	491	623	650	581	383	614	850	820	2,346	2,667
業外利益	52	158	146	99	141	3	3	3	456	12
稅前純益	543	781	797	681	524	617	853	823	2,802	2,679
所得稅費用	(107)	(123)	(136)	(68)	(75)	(88)	(121)	(117)	(435)	(401)
少數股東權益	16	76	49	76	65	86	85	82	217	319
歸屬母公司稅後純益	420	582	611	536	384	443	646	624	2,150	1,959
調整後每股盈餘(NT\$)	3.47	4.80	5.04	4.42	3.17	3.65	5.33	5.14	17.73	16.15
調整後加權平均股數(百萬股)	121	121	121	121	121	121	121	121	162	121
重要比率										
營業毛利率	30.5%	32.0%	33.5%	33.8%	29.9%	31.9%	33.1%	33.1%	32.4%	32.2%
營業利益率	12.5%	14.4%	15.3%	15.4%	10.3%	13.4%	16.1%	16.0%	14.4%	14.3%
稅前純益率	13.8%	18.0%	18.8%	18.1%	14.1%	13.5%	16.1%	16.1%	17.2%	14.3%
稅後純益率	10.7%	13.4%	14.4%	14.2%	12.1%	11.6%	13.8%	13.8%	13.2%	10.5%
有效所得稅率	19.7%	15.8%	17.1%	10.1%	14.3%	14.3%	14.2%	14.2%	15.5%	15.0%
季增率(%)										
營業收入	-4.7%	10.3%	-2.3%	-11.2%	-1.2%	22.7%	15.9%	-3.1%		
營業利益	48.6%	26.9%	4.4%	-10.6%	-34.1%	60.3%	38.4%	-3.5%		
稅後純益	20.6%	38.5%	5.0%	-12.3%	-28.3%	15.4%	45.8%	-3.4%		
調整後每股盈餘	20.6%	38.5%	5.0%	-12.3%	-28.3%	15.3%	45.9%	-3.5%		
年增率(%)										
營業收入	-34.0%	-19.6%	1.2%	-8.8%	-5.4%	5.2%	24.8%	36.2%	-17.2%	14.9%
營業利益	-74.6%	-46.1%	44.3%	75.8%	-22.0%	-1.5%	30.7%	41.0%	-39.4%	13.7%
稅後純益	-72.1%	-22.5%	32.5%	53.8%	-8.6%	-24.0%	5.7%	16.4%	-34.2%	-8.9%
調整後每股盈餘	-72.1%	-22.5%	32.5%	53.8%	-8.6%	-24.0%	5.7%	16.3%	-30.0%	-8.9%

資料來源：公司資料、元大投顧預估、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

天鈺成立於 1995 年，為 DDIC 與 PMIC 設計公司，原先屬於鴻海集團旗下。其產品包含大/中/小 LCD DDI、OLED DDI、電源管理 IC。近年更切入 ESL 驅動 IC 市場，為元太 ESL 驅動 IC 主要供應商。天鈺主要投片於台積電、聯電、中芯與華虹。其終端客戶包含友達、京東方、華星光電等面板廠，主要競爭對手如國內之奇景、聯詠、瑞鼎、敦泰、奕力、矽創，國外之 Samsung、MagnaChip。

圖 57：天鈺發展歷程

時間	事件	時間	事件
1995	公司成立	2012	鴻海集團參與私募
2006	合併宏鑫		總部遷址於新竹科學園區
2009	總部遷址於竹南科學園區	2018	登錄上市股票買賣
2010	登錄興櫃股票買賣	2020	轉投資勝薪並取得 100%股權
	合併宣鈦	2023	子公司深圳天德鈺於科創版上市
2011	設立深圳天德鈺		

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 58：天鈺前十大股東

Name	Holding %
寶鑫國際投資	8.69
鴻棋國際	8.33
群怡投資	7.42
鴻揚創投	7.08
領航集團	3.16
先進國際投資	2.82
鴻元國際投資	2.32
象限基金顧問	1.31
挪威銀行	1.15
貝萊德	1.14

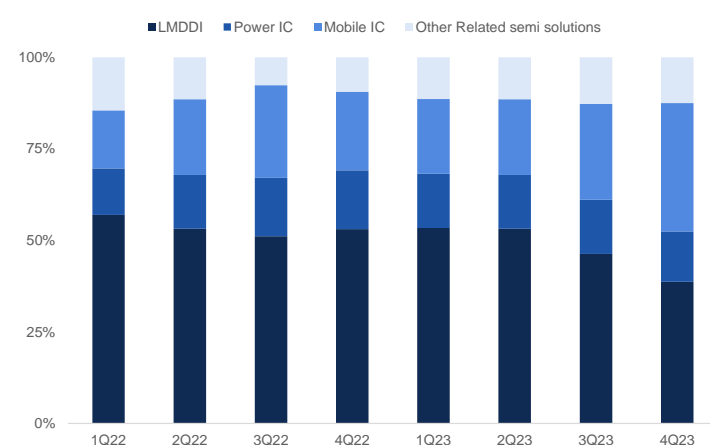
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 59：股價與月營收年增率



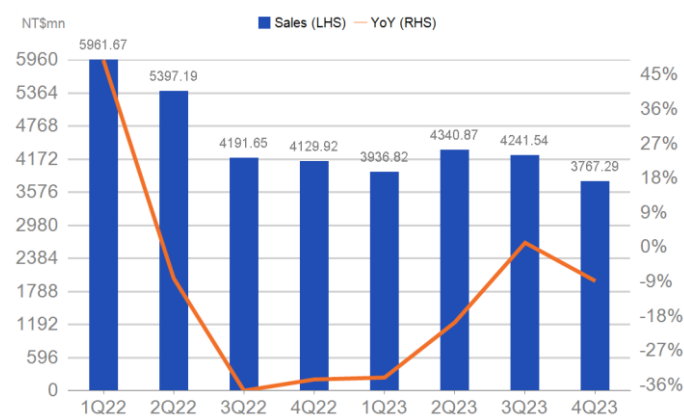
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 60：營收組成



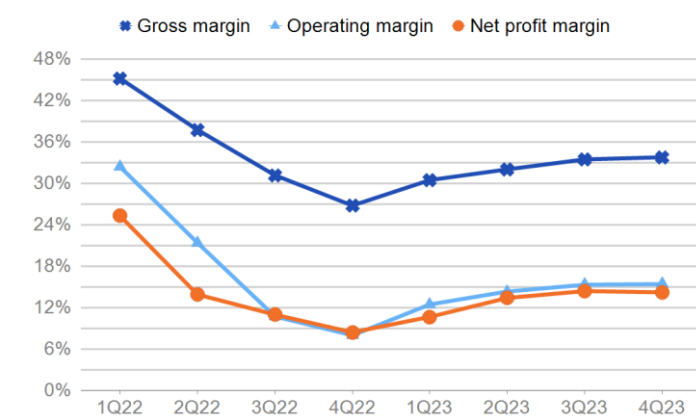
資料來源：公司資料

圖 61：營收趨勢



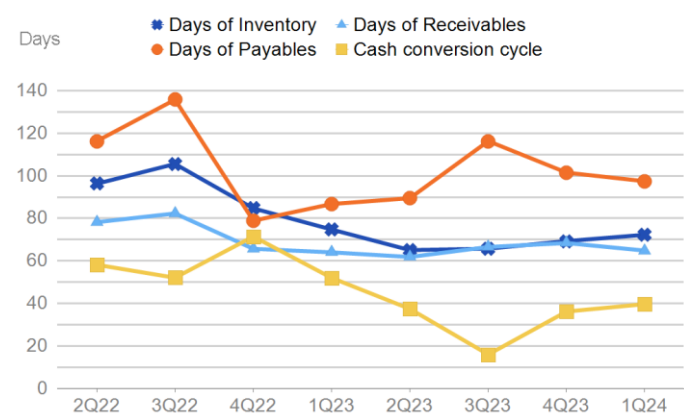
資料來源：CMoney、公司資料

圖 62：毛利率、營益率、淨利率



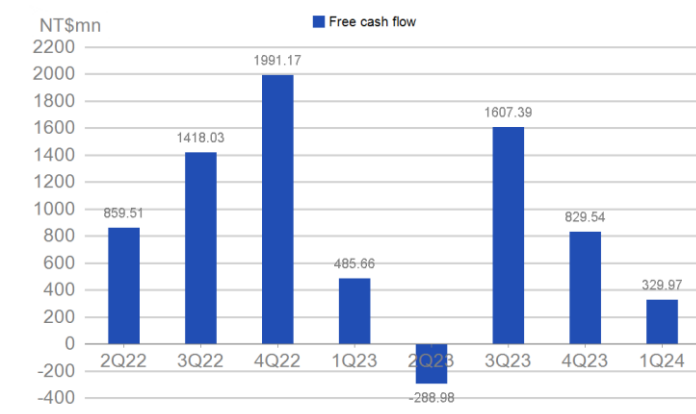
資料來源：CMoney、公司資料

圖 63：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 64：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**天鈺整體的 ESG 風險評級屬於低等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於低百分位的位置，亦在半導體製造行業的公司中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**天鈺的整體曝險屬於低等水準，低於半導體製造行業的平均水準。此行業的公司通常面臨人力資本、商業道德和資源使用等重大 ESG 風險。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**天鈺在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高水平。公司對於投資者與大眾的資訊揭露能力強，並提供一些方案管理重大 ESG 風險，目前該公司並未涉及任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 65：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	15.7
在 ESG 議題上的曝險 (A)	33.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	56.9
風險評級	低★
同業排行(1~100，1 為最佳)	9

資料來源：Sustainalytics (2024/5/3)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

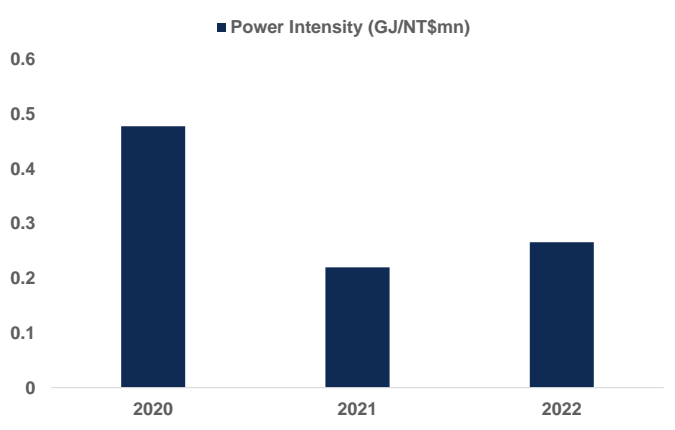
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

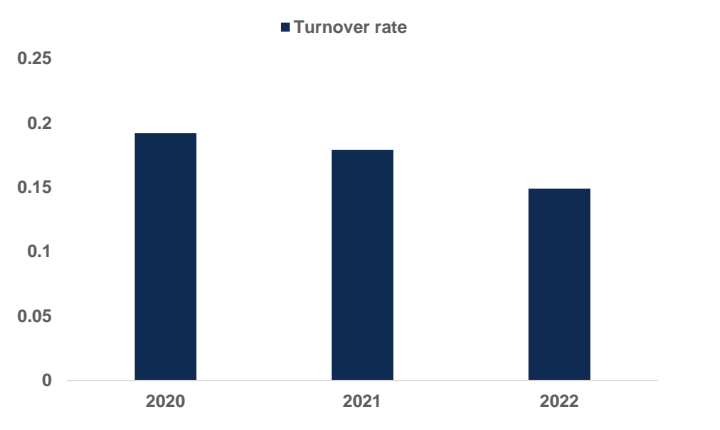
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 66：能源密集度



資料來源：公司資料、Reuters

圖 67：員工離職率



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	7,042	6,759	1,934	1,333	1,972
存貨	3,338	2,507	1,946	2,642	2,978
應收帳款及票據	5,025	2,659	2,308	3,135	3,561
其他流動資產	6,118	9,893	11,120	11,120	11,120
流動資產	21,523	21,818	17,308	18,230	19,632
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	665	1,055	1,029	2,840	3,057
無形資產	247	84	62	62	62
其他非流動資產	1,858	2,498	6,474	4,654	4,535
非流動資產	2,770	3,637	7,564	7,556	7,653
資產總額	24,293	25,455	24,872	25,786	27,285
應付帳款及票據	3,436	1,892	1,830	2,632	2,966
短期借款	778	221	0	0	0
什項負債	2,491	1,953	1,416	1,416	1,416
流動負債	6,705	4,066	3,246	4,048	4,382
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	203	246	430	430	430
長期負債	203	246	430	430	430
負債總額	6,908	4,312	3,676	4,478	4,812
股本	1,865	1,865	1,213	1,213	1,213
資本公積	6,986	8,615	8,622	8,622	8,622
保留盈餘	7,047	6,952	7,520	7,313	6,898
什項權益	(53)	(38)	(35)	(35)	(35)
歸屬母公司之權益	15,846	17,395	17,319	17,112	16,697
非控制權益	1,539	3,749	3,877	4,197	4,611
股東權益總額	17,385	21,144	21,196	21,308	22,473

資料來源：公司資料、元大投顧預估

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	6,390	3,269	2,150	1,959	2,671
折舊及攤提	239	392	144	323	343
本期營運資金變動	(4,114)	1,386	477	(721)	(427)
其他營業資產 及負債變動	1,517	589	(331)	0	0
營運活動之現金流量	4,032	5,637	902	1,699	2,586
資本支出	(510)	(668)	(72)	(315)	(440)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(4,834)	(5,143)	(331)	0	0
投資活動之現金流量	(5,344)	(5,811)	(1,846)	(315)	(440)
股本變動	200	0	0	0	0
本期負債變動	778	(557)	(221)	0	0
現金增減資	5,100	0	(574)	0	0
支付現金股利	(416)	(3,165)	(1,582)	(1,985)	(1,507)
其他調整數	(176)	3,444	(753)	0	0
融資活動之現金流量	5,486	(278)	(2,281)	(1,985)	(1,507)
匯率影響數	5	170	(163)	0	0
本期產生現金流量	4,179	(283)	(4,825)	(601)	640
自由現金流量	3,522	4,968	2,634	1,384	2,146

資料來源：公司資料、元大投顧預估

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	22,868	19,680	16,287	18,714	21,857
銷貨成本	(12,204)	(12,535)	(11,004)	(12,693)	(14,564)
營業毛利	10,664	7,145	5,282	6,021	7,293
營業費用	(2,947)	(3,276)	(2,936)	(3,354)	(3,754)
推銷費用	(387)	(410)	(353)	(403)	(448)
研究費用	(2,169)	(2,443)	(2,245)	(2,528)	(2,859)
管理費用	(385)	(431)	(338)	(388)	(448)
其他費用	(6)	7	0	0	0
營業利益	7,717	3,869	2,346	2,667	3,539
利息收入	49	84	222	13	59
利息費用	(12)	(23)	(1)	(2)	(1)
利息收入淨額	36	61	221	12	59
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(18)	320	26	0	0
其他業外收入(支出)淨額	51	(293)	208	0	0
稅前純益	7,787	3,956	2,802	2,679	3,598
所得稅費用	(1,397)	(687)	(435)	(401)	(512)
少數股權淨利	537	199	217	319	414
歸屬母公司之稅後純益	5,852	3,070	2,150	1,959	2,671
稅前息前折舊攤銷前淨利	8,038	4,372	2,881	2,990	3,882
調整後每股盈餘 (NT\$)	48.26	25.32	17.73	16.15	22.03

資料來源：公司資料、元大投顧預估

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	110.2	(13.9)	(17.2)	14.9	16.8
營業利益	872.8	(49.9)	(39.4)	13.7	32.7
稅前息前折舊攤銷前淨利	685.2	(45.6)	(34.1)	3.8	29.8
稅後純益	773.1	(48.8)	(34.2)	(8.9)	36.3
調整後每股盈餘	451.1	(47.5)	(30.0)	(8.9)	36.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	46.6	36.3	32.4	32.2	33.4
營業利益率	33.8	19.7	14.4	14.3	16.2
稅前息前淨利率	34.0	20.0	14.4	14.3	16.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	35.2	22.2	17.7	16.0	17.8
稅前純益率	34.1	20.1	17.2	14.3	16.5
稅後純益率	25.6	15.6	13.2	10.5	12.2
資產報酬率	38.1	13.1	8.5	7.7	10.1
股東權益報酬率	54.0	17.0	10.2	9.2	12.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	39.7	20.4	17.3	21.0	21.4
淨負債權益比(%)	(36.0)	(30.9)	(9.1)	(6.3)	(8.8)
利息保障倍數 (倍)	633.7	170.6	2228.0	1762.1	4699.8
流動比率 (%)	321.0	536.6	5.3	4.5	4.5
速動比率 (%)	263.0	470.9	1.3	1.1	1.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(6,264)	(6,538)	(1,934)	(1,333)	(1,972)
調整後每股淨值 (NT\$)	84.96	93.27	142.83	141.12	147.31
評價指標 (倍)					
本益比	5.4	10.3	14.7	16.1	11.8
股價自由現金流量比	8.9	6.3	37.9	22.7	14.7
股價淨值比	3.1	2.8	1.8	1.8	1.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.9	7.2	10.9	10.5	8.1
股價營收比	1.4	1.6	1.9	1.7	1.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

天鈺 (4961 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲

許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2023} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.