

## 天鈺 (4961 TT) Fitipower

短期逆風不阻營運改善趨勢

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$300.0

收盤價 (2024/08/09) : NT\$238.5

隱含漲幅 : 25.8%

## 營收組成 (2Q24)

DDIC 63%、PMIC 12%、Other Semi (OS) 25%

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	300.0	330.0
2024年營收 (NT\$/十億)	18.7	18.7
2024年EPS	17.0	16.2

## 交易資料表

市值	NT\$28,930百萬元
外資持股比率	15.4%
董監持股比率	1.0%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$140.56
負債比	22.3%
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	18,695	22,251
營業利益	3,869	2,346	2,561	3,636
稅後純益	3,070	2,150	2,062	2,759
EPS (元)	25.38	17.77	17.04	22.80
EPS YoY (%)	-47.5	-30.0	-4.1	33.8
本益比 (倍)	9.4	13.4	14.0	10.5
股價淨值比 (倍)	2.6	1.7	1.7	1.6
ROE (%)	17.0	11.2	9.7	12.6
現金殖利率 (%)	3.6%	4.5%	3.6%	4.8%
現金股利 (元)	8.50	10.64	8.52	11.40

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

## 元大觀點

◆ 2Q24 EPS 優於預期 35%，係因費用管控得宜且業外利益貢獻。

◆ 3Q24 營收估季增 1%，電子紙與 Mobile 業務將相對穩健，惟因 DDIC 降價壓力持續且面板廠降載下，下修 EPS 預估 14%。

◆ 儘管將目標價下調至 300 元 (16x 2H24-1H25F EPS NT\$18)，ESL/AMOLED 等新品將使明年獲利成長性優於同業，重申買進。

## 2Q24 EPS 優於預期 35%，受惠於費用控制得宜與業外利益

天鈺 2Q24 營收季增 35%/年增 16%至 50 億元，優於本中心預期 10%，係因：1) ESL/EPD 拉貨強勁；2) TDDI 庫存季節性回補，惟毛利率僅季增 0.8 個百分點至 30.7%，低於元大預期之 31.9%，推測因 DDIC 降價壓力持續。營益率方面，季增 3.7 個百分點至 14%，反映公司費用控制有所優化，其中研發費用僅季增 14%。業外方面，受惠於業務利益達~1.4 億元，使 EPS 季增 55%/年增 2%至 4.91 元，優於本中心預期 35%。

## 3Q24 營收估季增 1%，電子紙與 PMIC 將相對穩健

基於 1) TV 帶動 LDDI 庫存回補進入尾聲；2) 上半年電子紙業務拉貨高基期；3) DDIC 降價壓力仍持續，下修預估 EPS 14%至 4.57 元，下修 3Q24 營收 4%，其中較穩健產品線包含 1) 電子紙 (EPD/ESL)：E5 ESL 出貨量占比達 70%，觀察美歐系終端客戶導入持續上升；2) PMIC：EPD PMIC 拉貨穩健外，VCM/PD 等新品亦逐步貢獻。

## 中長期營運成長趨勢未變，重申買進評等

基於短期手機市場疲弱及面板廠降載，下修 2024 年本業獲利 4%，然因 1H24 匯兌利益貢獻業外利益下，上修 2024 年 EPS 6%。2025 年 EPS 則上修 4%，考量到 PMIC/Other Semi 等新品貢獻提升且費用率有望持續改善。尤其受惠於 1) 多項新品於今年起出貨，其中看好手機 AMOLED DDI 切入品牌市場；2) 公司於 E5 ESL 具有領先地位，歐美廠商導入四色電子標籤下，公司將為主要受惠者，預估 Other Semi 業務於今年成長 148%/45%，並將使天鈺 2025 年獲利成長性優於國內同業 (圖 8)。因此儘管將目標價自 330 元(16x2H24-1H25 預估 EPS 21 元)至 300 元(16x2H24-1H25 預估 EPS 18 元)，本中心重申天鈺買進評等。

## 營運分析

### 2Q24 EPS 優於預期 35%，受惠於費用控制得宜與業外利益

天鈺 2Q24 營收季增 35%/年增 16%至 50 億元，優於本中心預期 10%，係因：1) ESL/EPD 拉貨強勁；2) TDDI 庫存季節性回補，惟毛利率僅季增 0.8 個百分點至 30.7%，低於元大預期之 31.9%，推測因 DDIC 降價壓力持續。營業利益季增 84%/年增 16%至 7 億元，分別優於本中心及市場預期 15%/7%。營益率方面，季增 3.7 個百分點至 14%，反映公司費用控制有所優化，其中研發費用僅季增 14%。業外方面，受惠於利息收入 (~0.6 億元)與匯兌利益 (~0.3 億元)，業外利益達~1.4 億元，使 EPS 季增 55%/年增 2%至 4.91 元，優於本中心預期 35%。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

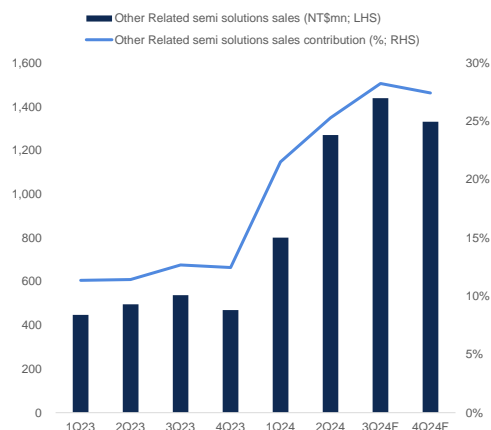
(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	季增率	年增率	法說會前預估		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	4,341	3,723	5,023	34.9%	15.7%	4,568	4,199	10.0%	19.6%
營業毛利	1,391	1,114	1,543	38.5%	10.9%	1,457	1,403	5.9%	10.0%
營業利益	623	383	705	84.0%	15.7%	614	659	14.8%	6.9%
稅前利益	781	524	844	61.0%	8.0%	617	710	36.7%	18.8%
稅後淨利	582	384	594	54.6%	2.0%	443	566	34.1%	4.9%
調整後 EPS (元)	4.81	3.18	4.91	54.6%	2.0%	3.65	4.67	34.5%	5.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	32.0%	29.9%	30.7%	0.8	-1.3	31.9%	33.4%	-1.2	-2.7
營業利益率	14.4%	10.3%	14.0%	3.7	-0.4	13.4%	15.7%	0.6	-1.7
稅後純益率	13.4%	10.3%	11.8%	1.5	-1.6	9.7%	13.5%	2.1	-1.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 3Q24 營收估季增 1%，電子紙與 PMIC 將相對穩健

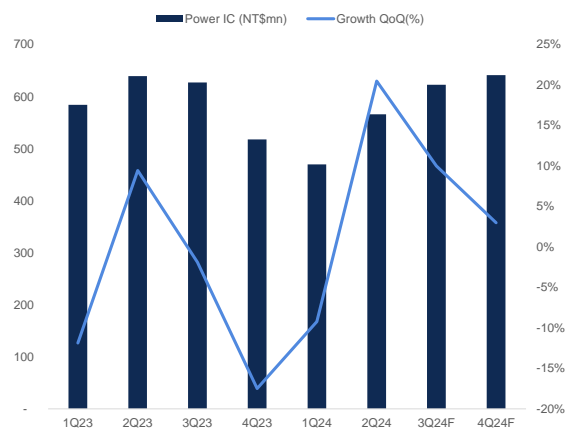
展望 3Q24，管理層指出營收將小幅季增，然本中心基於 1) TV 帶動 LDDI 庫存回補進入尾聲；2) 上半年電子紙業務拉貨高基期；3) Android 手機市場銷售疲軟，預估 3Q24 營收僅季增 1%，下修 4%，其中較穩健產品線包含 1) 電子紙 (EPD/ESL)：E5 ESL 出貨量占比達 70%，觀察美歐系終端客戶導入持續上升；2) PMIC：EPD PMIC 拉貨穩健外，VCM/PD 等新品亦逐步貢獻。而因整體 DDIC 降價壓力仍持續，預估營業利益下修 11%至 7.6 億元(季增 7%/年增 16%)，稅前盈餘下修 7%至 7.9 億元(季減 6%/年減 0.3%)，下修預估 EPS 14%至 4.57 元 (季減 7%/年減 10%)。

圖 2：3Q24 Other Semi 營收比重升至 28%



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 3：PMIC 業務自 2Q24 恢復季增態勢



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 4：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	4,242	5,023	5,096	1.4%	20.1%	5,293	5,185	-3.7%	-1.7%
營業毛利	1,419	1,543	1,599	3.6%	12.6%	1,750	1,633	-8.6%	-2.1%
營業利益	650	705	756	7.2%	16.2%	850	761	-11.1%	-0.7%
稅前利益	797	844	794	-5.9%	-0.3%	853	812	-6.9%	-2.2%
稅後淨利	611	594	553	-6.9%	-9.5%	646	626	-14.4%	-11.7%
調整後 EPS (元)	5.05	4.91	4.57	-6.9%	-9.5%	5.33	5.17	-14.3%	-11.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	33.5%	30.7%	31.4%	0.7	-2.1	33.1%	31.5%	-1.7	-0.1
營業利益率	15.3%	14.0%	14.8%	0.8	-0.5	16.1%	14.7%	-1.3	0.1
稅後純益率	14.4%	11.8%	10.9%	-0.9	-3.5	12.2%	12.1%	-1.3	-1.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

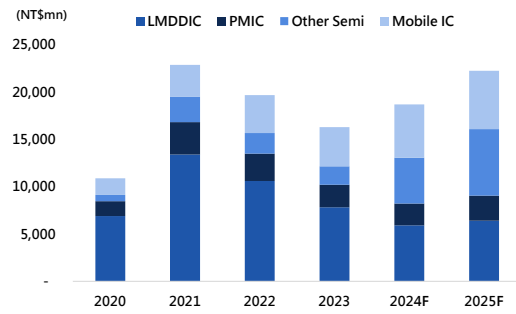
## 中長期營運成長趨勢未變，電子標籤新品為 DDIC 領導業者

儘管我們觀察到投資人擔憂 1) 手機市場疲弱；2) 面板廠稼動率不利短期營運動能，本中心認為僅為短期負面因素，並將於 2025 年有所改善，預估 2025 年公司營收成長 19%，產品線成長排序為 Other Semi (45%)>Power IC (15%)> Mobile IC (9%)>LMDDIC (8%) (圖 5)。

本中心認為天鈺於 2025 年兩大成長因素可關注，包含：

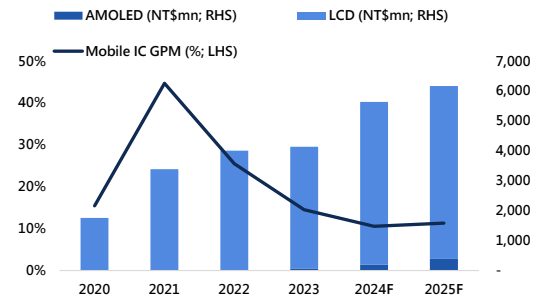
- 手機市場回溫與 AMOLED DDI 切入品牌市場，我們了解到目前公司 AMOLED DDI 以 40nm 產品出貨維修市場為主，預估 2025 年手機 AMOLED DDI 佔 Mobile 業務比重達 3% (整體為 1%) (圖 6)，然若切入品牌市場此數值有上修空間。
- 我們對於公司在 E5 ESL 領先地位看法與[初次報告](#)看法一致，2H24-2025 年歐美廠商導入四色電子標籤趨勢下，公司將為主要受惠者，加上 Sensor、TCON 等新品挹注，估 Other Semi 業務於今明年成長 148%/45% (圖 7)。

圖 5：2022-2025 年產品別營收預估



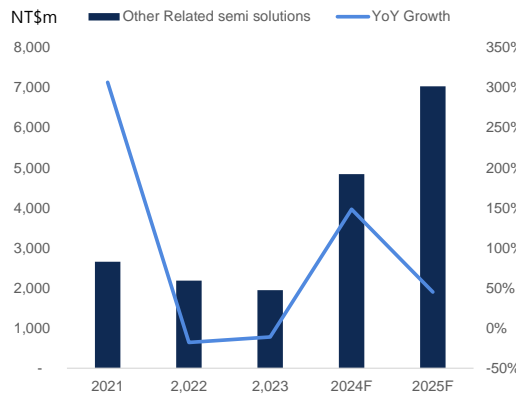
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：Mobile 業務隨 AMOLED 出貨將改善



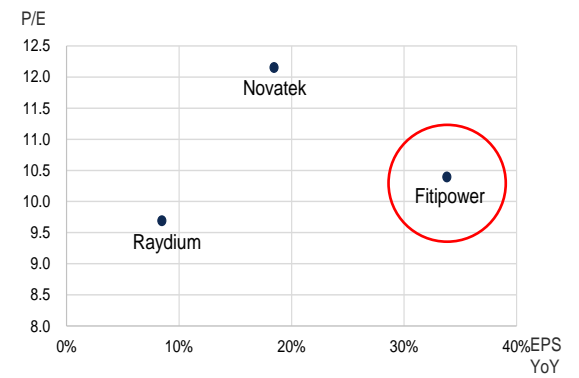
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：預估 Other Semi 業務於明年成長 45%



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 8：2025 年天鈺 EPS 成長率高於同業



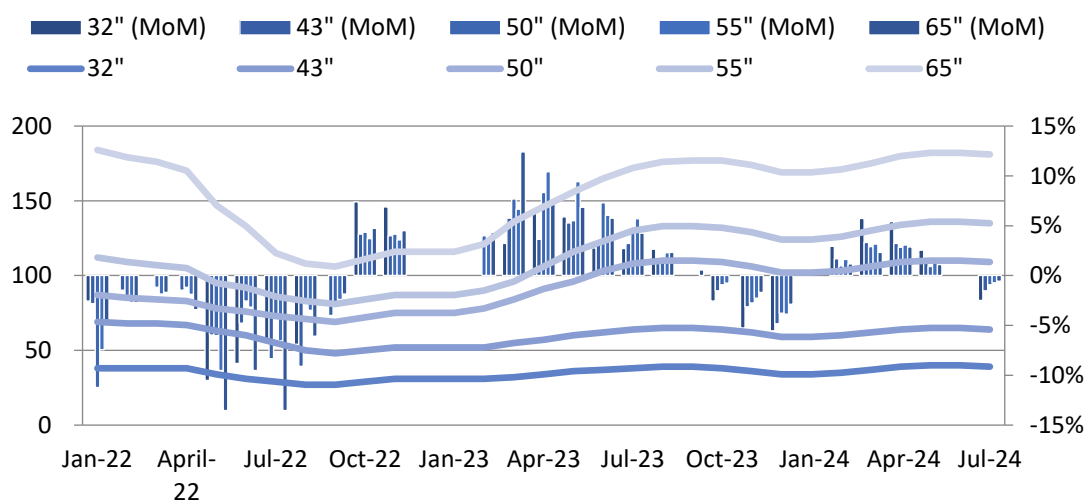
資料來源：元大投顧預估

## 產業概況

### TV 面板報價 7 月跌幅 1-3%，估計 8 月跌幅維持下跌態勢

Omdia 最新面板報價顯示 7 月由持平轉為下跌 1~3%，大致符合預期；其中 32 吋(小尺寸)跌幅最深，下跌 2.5%至 39 美元，大尺寸的 65 吋僅下跌 0.5%跌幅最小，主因電視品牌廠商已經為年中三大運動賽事備足庫存，故拉貨動能出現放緩，此外中國 618 銷售表現不如預期，反映終端需求疲軟。估計 8 月電視面板將維持下跌態勢，跌幅落在 1~3%之間。

圖 9：TV 面板 7 月報價跌 1-3%，預期 8 月維持下跌態勢

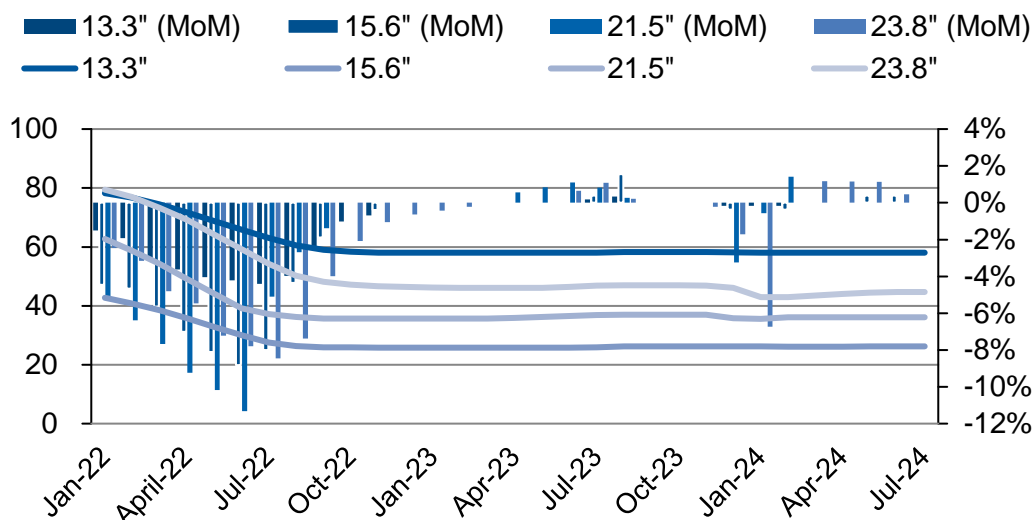


資料來源：Omdia、元大投顧預估

### IT 面板 – Monitor、NB 及平板電腦漲幅已收斂，7 月報價與前月持平

7 月 IT 與顯示器 Monitor 價格由前月上漲 0~1%收斂至持平，大致符合研調機構預期，反映下游品牌商已於第二季提前建立庫存，故本月拉貨動能出現放緩，然需留意一些 NB PC 品牌開始為暑假 back-to-school 備貨。研調機構 Omdia 預估 8 月份特定尺寸的 IT 和 Monitor 面板報價有望微幅增長 0.2%。

圖 10：7 月 NB、Monitor 報價持平，然估 8 月小增

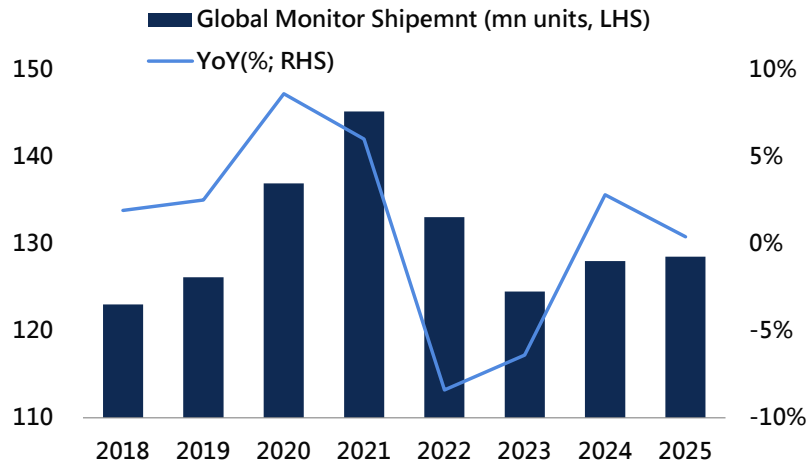


資料來源：Omdia、元大投顧預估

## 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 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 11：全球顯示器出貨量於 2022/2023 連兩年衰退，不過 2024 年將重返成長

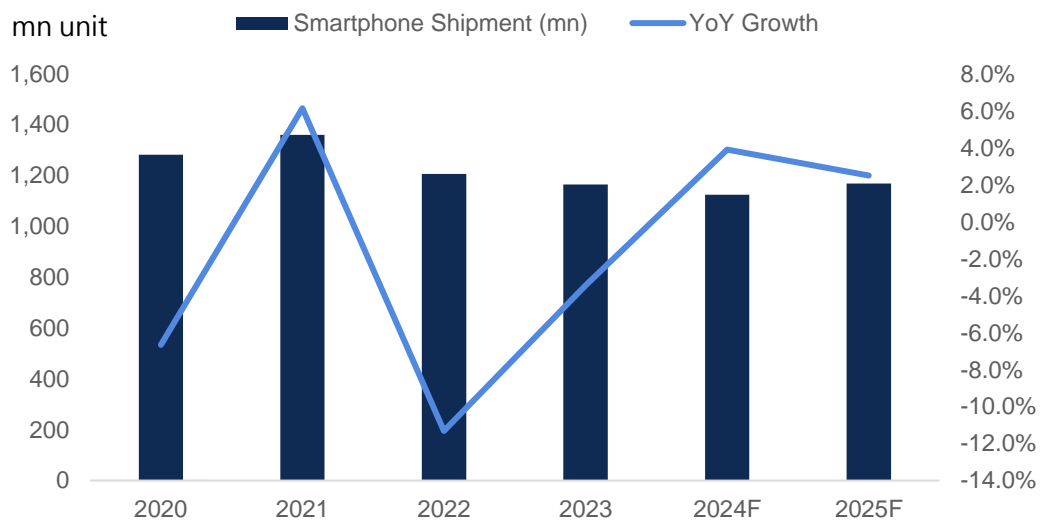


資料來源：Digitimes、元大投顧預估

## 預估 2024 年手機出貨量將年增 4%

本中心預估 2024 年手機出貨量將年增 4%。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 3Q24 補庫存需求將有所趨緩。

圖 12：預估 2024 年手機出貨量年增 4%

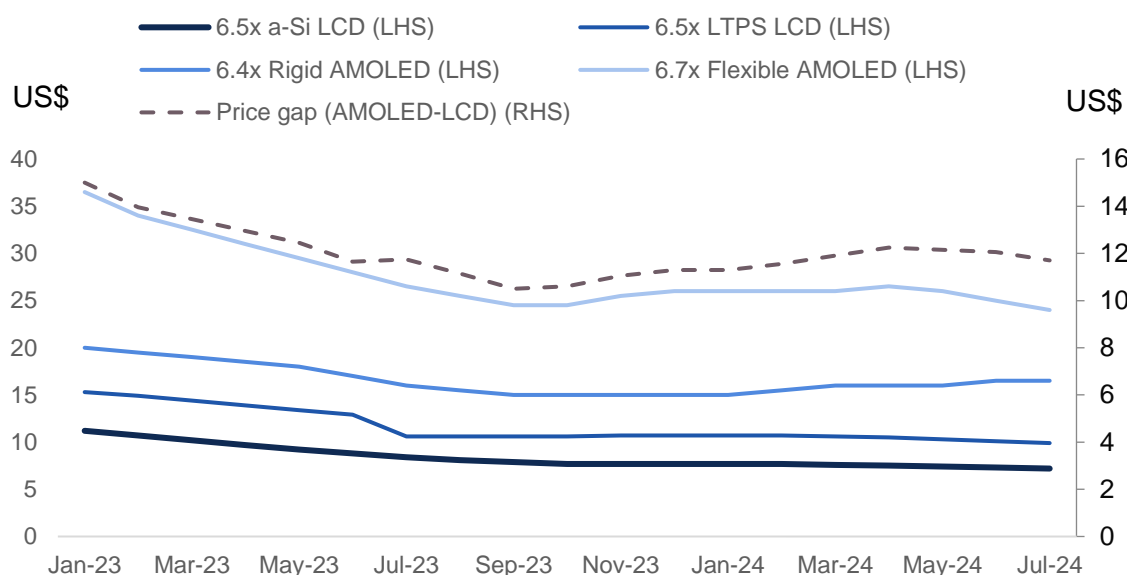


資料來源：IDC、元大投顧預估

## 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 預估，2024 年 7 月手機面板報價呈分化趨勢，LCD 面板歷經連三季的強勁需求後通路庫存水位偏高，因此需求減弱使價格小幅下滑；AMOLED 方面供需相對吃緊，反映年底備貨帶動能回升且中國品牌廠對本土軟板廠採用度上升，且本中心考量到 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 2H24 維持穩健，手機 AMOLED 及 LCD 面板之價差將進一步擴大。

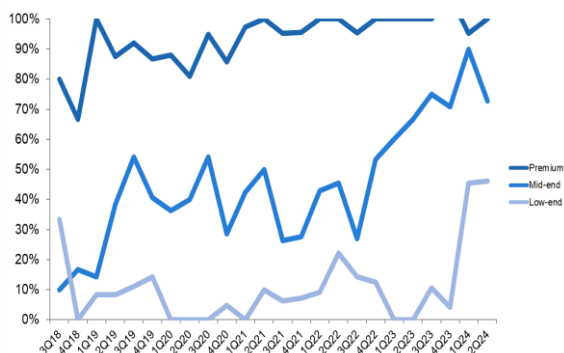
圖 13：手機 AMOLED 與 LCD 面板價差擴大



資料來源：CINNO、元大投顧

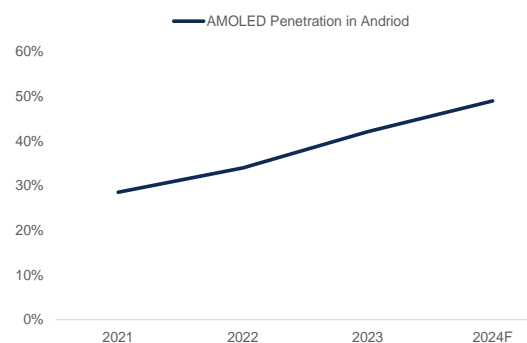
進入 2024 年，我們預估整體 AMOLED 手機滲透率將提升至 58%，主因中低階安卓手機對於 OLED 面板採用度有所提升，推動機種差異化以利吸引消費者購買，此情況亦反映至近期手機 AMOLED 與 LCD 面板價差擴張，預估 2024 年安卓陣營中 AMOLED 手機比重將由 2023 年之 42% 提升至 49%。

圖 14：中低階手機 OLED 滲透仍有提升空間



資料來源：元大投顧、GSM

圖 15：2024 年安卓手機 AMOLED 滲透率將至 49%

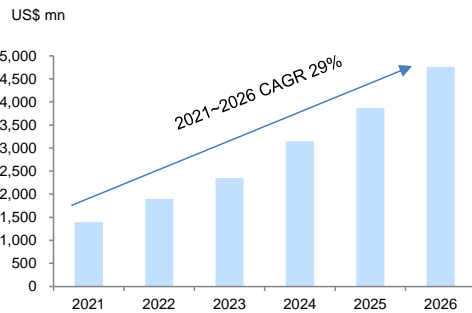


資料來源：元大投顧預估

## 電子標籤滲透率持續提升，估計 2025 年滲透率提升至 25%

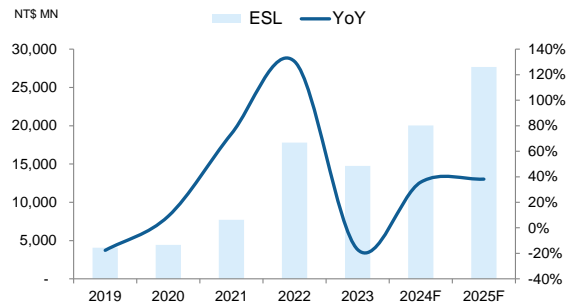
2021 年底全球零售電子標籤滲透率僅 4%，估計滲透率達 25%才為滿足點。本中心認為全球零售業電子標籤滲透率由 2021 年底的 4%提升至 2022 年底的 7%。2023 年全球電子標籤(ESL)滲透率估計將增至 11%，2025 年之後才會達到 25%滲透率。預估 2024 年電子標籤材料出貨年增率為 36%，擺脫 2023 年產品轉換期的陰霾回到長期成長趨勢。我們認為電子標籤滲透率將持續提升的原因有 1) ESG 環保意識抬頭將帶動零售商逐步導入電子紙標籤；2) 節省人力、紙張使用及印刷成本；3) 電子標籤可配合零售商的庫存管理系統。

圖 16：ESL 2021-26F 產值 CAGR 29%



資料來源：元大投顧預估

圖 17：預估 ESL 材料 2024 成長率 36%

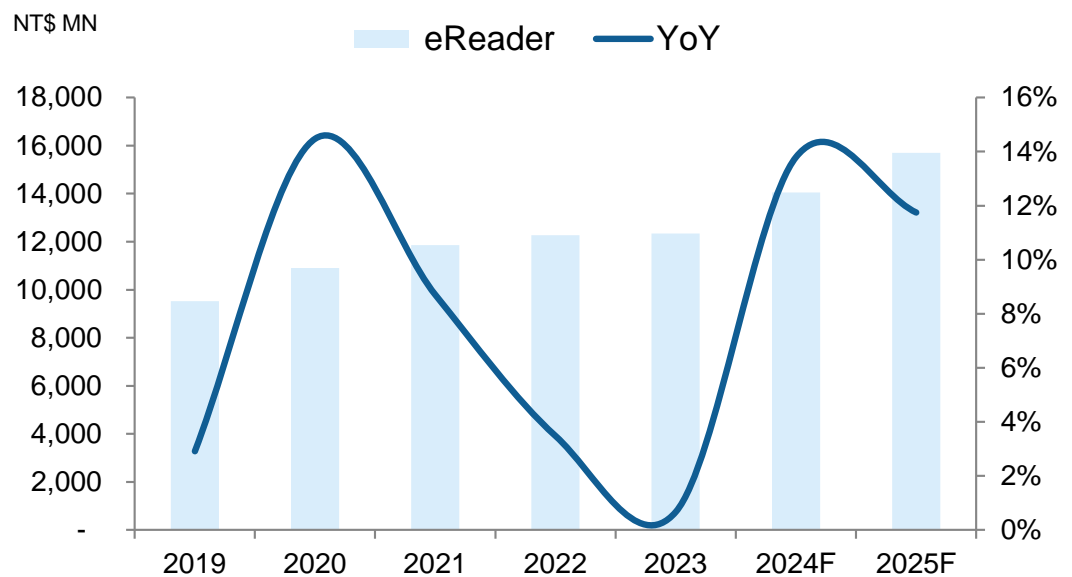


資料來源：元大投顧預估

## 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 18：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

### 中長期營運成長趨勢未變，重申買進評等

基於短期手機市場疲弱及面板廠降載，下修 2024 年本業獲利 4%，然因 1H24 匯兌利益貢獻業外利益下，上修 2024 年 EPS 6%至 17.04 元。2025 年 EPS 則上修 4%，考量到 PMIC/Other Semi 等新品貢獻提升且費用率有望持續改善。惟其中我們下修 2024/2025 年毛利率預估 1.1/0.6 個百分點至 31.1%/32.8%，反映短期 DDIC 降價壓力仍將持續。

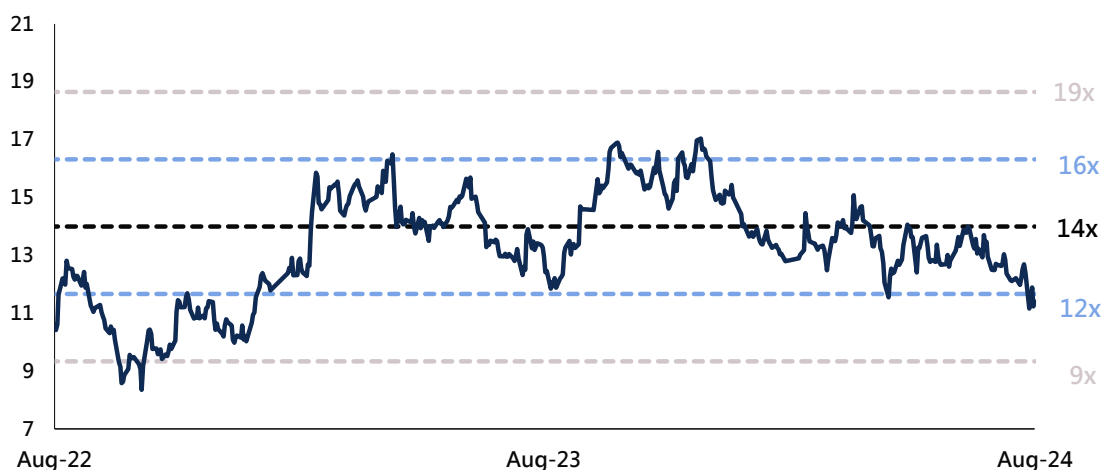
基於 1) 多項新品於今年起出貨，其中看好手機 AMOLED DDI 切入品牌市場；2) 公司於 E5 ESL 具有領先地位，歐美廠商導入四色電子標籤下，公司將為主要受惠者，預估 Other Semi 業務於今年成長 148%/45%，並將使天鈺 2025 年獲利成長性優於國內同業 (圖 8)。因此儘管將目標價自 330 元(16x2H24-1H25 預估 EPS 21 元)至 300 元(16x2H24-1H25 預估 EPS 18 元)，本中心重申天鈺買進評等。

圖 19：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	18,695	18,714	22,251	21,857	-0.1%	1.8%
營業毛利	5,809	6,021	7,292	7,293	-3.5%	0.0%
營業利益	2,561	2,667	3,636	3,539	-4.0%	2.8%
稅前利益	2,918	2,679	3,754	3,598	8.9%	4.3%
稅後淨利	2062	1,959	2759	2,671	5.2%	3.3%
調整後 EPS (元)	17.04	16.2	22.80	22.03	5.5%	3.5%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	31.1%	32.2%	32.8%	33.4%	-1.1	-0.6
營業利益率	13.7%	14.3%	16.3%	16.5%	-0.6	-0.2
稅後純益率	11.0%	0.1%	12.4%	0.1%	10.9	12.3

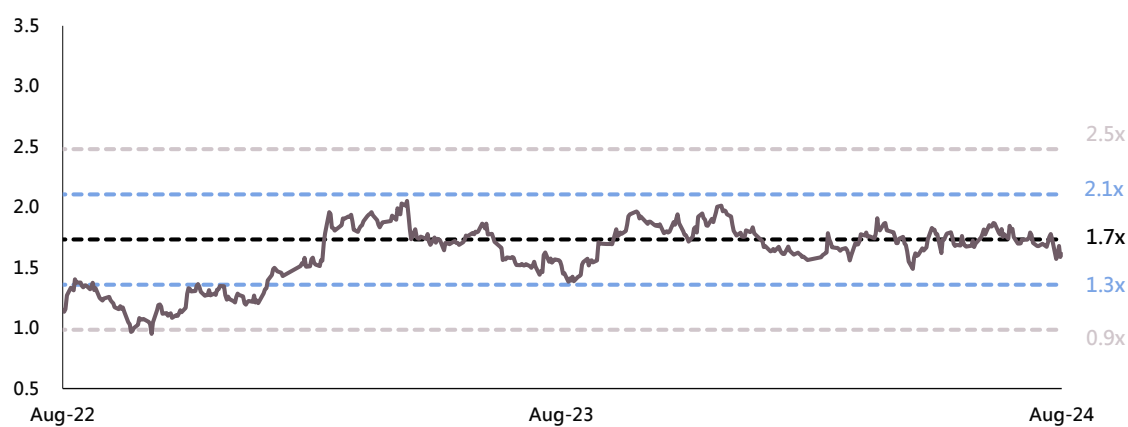
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：12 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 21：12 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、CMoney

圖 22：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	239	945	17.7	17.0	22.8	13.4	14.0	10.5	(30.0)	(4.1)	33.8
國外同業													
HIMAX	HIMX US	未評等	6	1,074	0.3	0.4	0.5	20.2	13.7	12.3	(78.6)	47.9	10.8
Synaptics	SYNA US	未評等	72	4,421	8.1	2.5	6.3	8.9	29.0	11.5	23.0	(69.3)	153.3
MagnaChip	MX US	未評等	5	272	(0.6)	(0.6)							
LX Semicon	108320 KS	未評等	70,900	984	6,222.0	10,549.9	12,707.7	11.4	6.7	5.6	(56.7)	69.6	20.5
國外同業平均								13.5	16.5	9.8	(37.4)	16.1	61.5
國內同業													
聯詠	3034 TT	持有-超越同業	506	10,044	38.3	34.7	41.1	13.2	14.6	12.3	(16.6)	(9.3)	18.4
瑞鼎	3592 TT	持有-超越同業	342	944	19.0	31.5	34.2	18.0	10.8	10.0	(62.9)	65.8	8.5
敦泰	3545 TT	未評等	77	698	1.7	2.0	2.2	44.3	38.4	35.2		15.5	9.0
國內同業平均					19.7	22.8	25.8	25.2	21.3	19.2	(39.8)	24.0	11.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、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 23：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	239	945	11.2	9.7	12.6	142.78	140.56	146.34	1.7	1.7	1.6
國外同業													
HIMAX	HIMX US	未評等	6	1,074	5.5	11.4	13.1	4.4	4.8	4.5	1.3	1.2	1.3
Synaptics	SYNA US	未評等	72	4,421	14.2	7.1	20.9	32.8	29.9	32.1	2.2	2.4	2.3
MagnaChip	MX US	未評等	5	272	(5.8)	(8.2)							
LX Semicon	108320 KS	未評等	70,900	984	10.7	18.3	18.1	60,834.3	69,440.2	78,366.3	1.2	1.0	0.9
國外同業平均					6.1	7.2	17.4				1.6	1.6	1.5
國內同業													
聯詠	3034 TT	持有-超越同業	506	10,044	35.1	36.2	47.0	110.5	81.4	93.7	4.6	6.2	5.4
瑞鼎	3592 TT	持有-超越同業	342	944	12.0	20.3	20.3	147.8	163.4	174.0	2.3	2.1	2.0
敦泰	3545 TT	未評等	77	698	3.9	4.4	4.8	42.9	44.2		1.8	1.7	
國內同業平均					17.0	20.3	24.0	100.4	96.3	133.9	2.9	3.4	3.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、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 24：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	3,723	5,023	5,096	4,854	4,614	5,284	6,162	6,191	18,695	22,251
銷貨成本	(2,609)	(3,480)	(3,497)	(3,301)	(3,160)	(3,564)	(4,106)	(4,130)	(12,886)	(14,959)
營業毛利	1,114	1,543	1,599	1,553	1,454	1,720	2,056	2,061	5,809	7,292
營業費用	(731)	(838)	(843)	(835)	(805)	(877)	(980)	(994)	(3,248)	(3,656)
營業利益	383	705	756	718	649	843	1,077	1,068	2,561	3,636
業外利益	141	139	38	39	30	30	29	29	357	118
稅前純益	524	844	794	757	679	873	1,106	1,097	2,918	3,754
所得稅費用	(75)	(110)	(111)	(106)	(95)	(122)	(155)	(154)	(401)	(526)
少數股東權益	65	140	130	120	90	110	140	130	455	470
歸屬母公司稅後純益	384	594	553	531	494	640	811	813	2,062	2,759
調整後每股盈餘(NT\$)	3.18	4.91	4.57	4.39	4.08	5.29	6.71	6.72	17.04	22.80
調整後加權平均股數(百萬股)	121	121	121	121	121	121	121	121	121	121
重要比率										
營業毛利率	29.9%	30.7%	31.4%	32.0%	31.5%	32.6%	33.4%	33.3%	31.1%	32.8%
營業利益率	10.3%	14.0%	14.8%	14.8%	14.1%	16.0%	17.5%	17.3%	13.7%	16.3%
稅前純益率	14.1%	16.8%	15.6%	15.6%	14.7%	16.5%	18.0%	17.7%	15.6%	16.9%
稅後純益率	10.3%	11.8%	10.9%	13.4%	12.7%	14.2%	15.4%	15.2%	11.0%	12.4%
有效所得稅率	14.2%	13.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	13.7%	14.0%
季增率(%)										
營業收入	-1.2%	34.9%	1.4%	-4.7%	-4.9%	14.5%	16.6%	0.5%		
營業利益	-34.2%	84.0%	7.2%	-5.0%	-9.6%	29.9%	27.8%	-0.8%		
稅後純益	-28.4%	54.6%	-6.9%	-4.0%	-7.0%	29.6%	26.7%	0.2%		
調整後每股盈餘	-21.8%	54.6%	-6.9%	-4.0%	-7.0%	29.7%	26.7%	0.3%		
年增率(%)										
營業收入	-5.4%	15.7%	20.1%	28.8%	23.9%	5.2%	20.9%	27.5%	14.8%	19.0%
營業利益	-22.0%	15.7%	16.2%	23.5%	69.5%	19.6%	42.5%	48.7%	9.2%	42.0%
稅後純益	-8.6%	2.0%	-9.5%	-1.0%	28.6%	2.2%	46.7%	53.1%	-12.9%	33.8%
調整後每股盈餘	-0.2%	2.0%	-9.5%	-1.0%	17.7%	7.8%	46.7%	53.3%	-4.1%	33.8%

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 25：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		

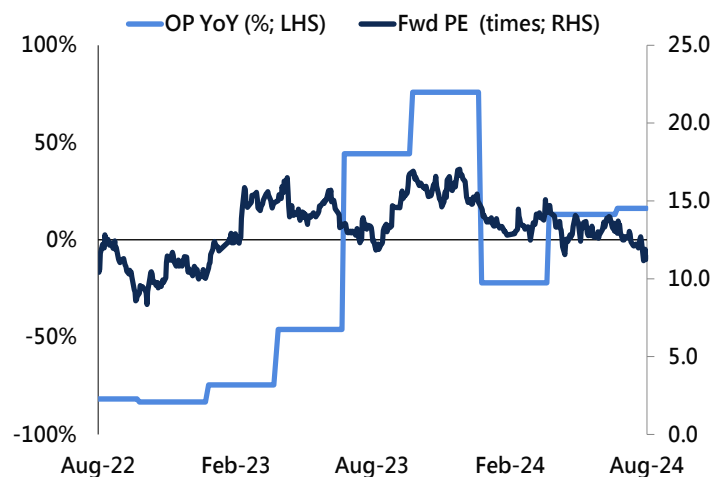
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 26：天鈺前十大股東

Name	Holding %
Hung Yang Venture Invest	6.89
Fuh Hwa Investment Trust Co Ltd	5.92
PaoHsin Intl Investment Co Ltd	5.65
Hung Chi Intl Investment Co	5.33
Yuanta Securities Investments	4.64
Vanguard Group	2.69
Neuberger Berman Group LLC	2.62
New Labor Pension Fund	2.00
Norges Bank	1.41
Dimensional Fund Advisors LP	1.37

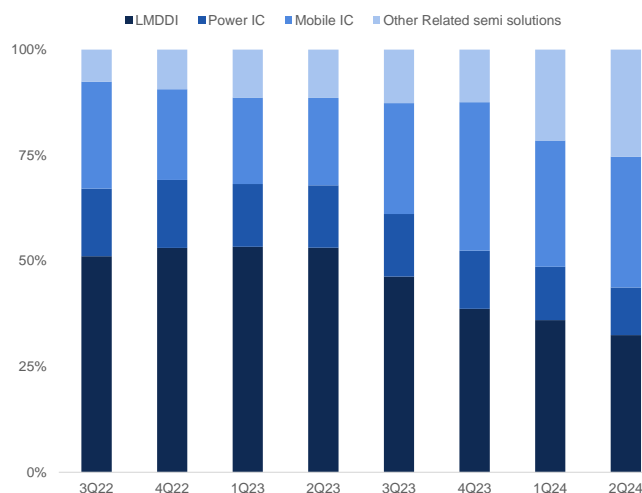
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 27：預估本益比與營業利益年增率



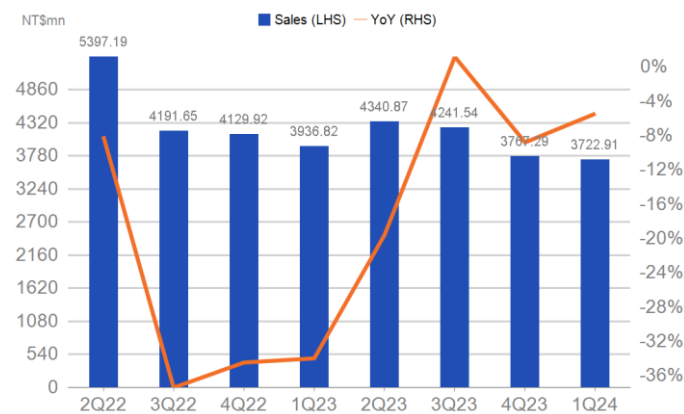
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 28：營收組成



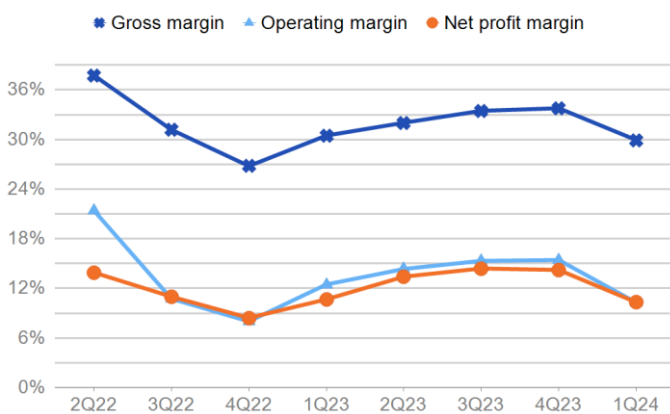
資料來源：公司資料

圖 29：營收趨勢



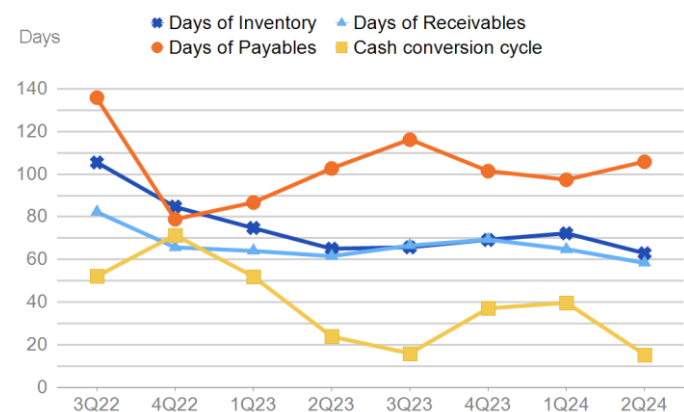
資料來源：CMoney、公司資料

圖 30：毛利率、營益率、淨利率



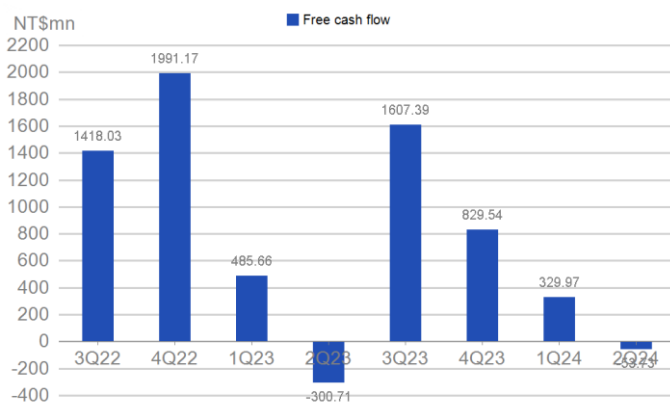
資料來源：CMoney、公司資料

圖 31：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 32：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 33：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 (2024/8/9)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

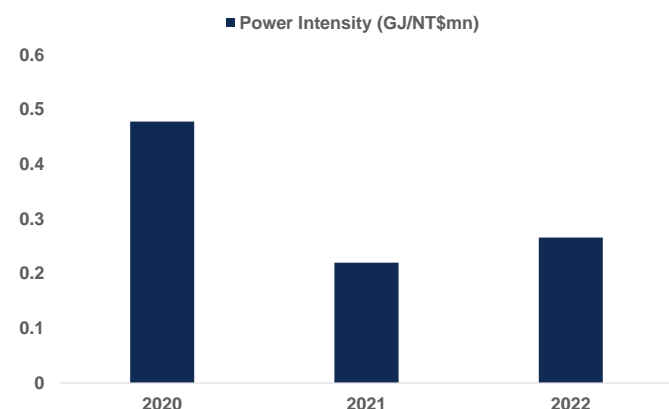
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

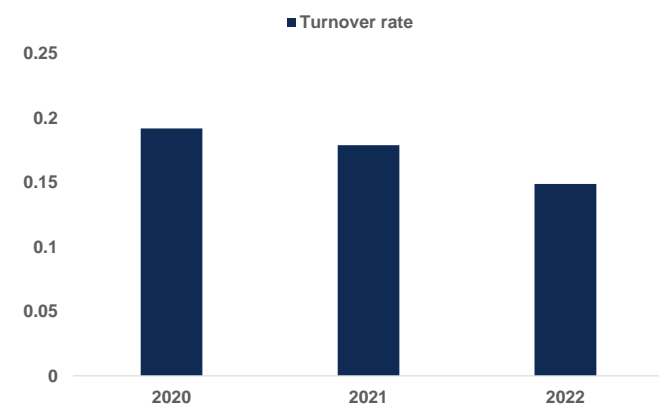
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 34：能源密集度



資料來源：公司資料、Reuters

圖 35：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	1,211	1,468
存貨	3,338	2,507	1,946	2,652	3,318
應收帳款及票據	5,025	2,659	2,297	2,966	3,784
其他流動資產	6,118	9,893	11,132	498	498
流動資產	21,523	21,818	17,308	18,171	19,912
採用權益法之投資	0	0	0	1,814	1,814
固定資產	665	1,055	1,029	2,803	3,017
無形資產	247	84	63	62	62
其他非流動資產	1,858	2,498	6,472	4,730	4,607
非流動資產	2,770	3,637	7,564	7,595	7,686
資產總額	24,293	25,455	24,872	25,766	27,598
應付帳款及票據	3,436	1,892	1,830	2,639	3,302
短期借款	778	221	0	0	0
什項負債	2,491	1,953	1,416	1,343	1,343
流動負債	6,705	4,066	3,246	3,982	4,644
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	203	246	430	479	479
長期負債	203	246	430	479	479
負債總額	6,908	4,312	3,676	4,461	5,123
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	7,207	6,737
什項權益	(53)	(38)	(35)	(35)	(35)
歸屬母公司之權益	15,846	17,395	17,319	21,307	21,307
非控制權益	1,539	3,749	3,877	4,301	4,771
股東權益總額	17,385	21,144	21,196	21,306	22,475

資料來源：公司資料預估、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	2,367	2,062	2,759
折舊及攤提	239	392	535	398	349
本期營運資金變動	(4,114)	1,386	759	(555)	(821)
其他營業資產 及負債變動	1,517	589	(650)	0	0
營運活動之現金流量	4,032	5,637	3,012	1,969	2,287
資本支出	(510)	(668)	(379)	(330)	(440)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(4,834)	(5,143)	(5,015)	0	0
投資活動之現金流量	(5,344)	(5,811)	(5,394)	(330)	(440)
股本變動	200	0	(653)	0	0
本期負債變動	778	(557)	(221)	0	0
現金增減資	5,100	0	(652)	0	0
支付現金股利	(416)	(3,165)	(1,583)	(1,985)	(1,590)
其他調整數	(176)	3,444	827	0	0
融資活動之現金流量	5,486	(278)	(2,281)	(1,985)	(1,590)
匯率影響數	5	170	(163)	0	0
本期產生現金流量	4,179	(283)	(4,825)	(345)	257
自由現金流量	3,522	4,968	2,634	1,639	1,847

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	18,695	22,251
銷貨成本	(12,204)	(12,535)	(11,004)	(12,886)	(14,959)
營業毛利	10,664	7,145	5,282	5,809	7,292
營業費用	(2,947)	(3,276)	(2,936)	(3,248)	(3,656)
推銷費用	(387)	(410)	(353)	(400)	(470)
研究費用	(2,169)	(2,443)	(2,245)	(2,461)	(2,762)
管理費用	(385)	(431)	(338)	(386)	(424)
其他費用	(6)	7	0	0	0
營業利益	7,717	3,869	2,346	2,561	3,636
利息收入	49	84	222	193	120
利息費用	(12)	(23)	(3)	(3)	(2)
利息收入淨額	36	61	220	190	118
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(18)	320	26	75	0
其他業外收入(支出)淨額	51	(293)	210	91	0
稅前純益	7,787	3,956	2,802	2,918	3,754
所得稅費用	(1,397)	(687)	(435)	(401)	(526)
少數股權淨利	537	199	217	455	470
歸屬母公司之稅後純益	5,852	3,070	2,150	2,062	2,759
稅前息前折舊攤銷前淨利	8,038	4,372	3,339	2,959	3,985
調整後每股盈餘 (NT\$)	48.37	25.38	17.77	17.04	22.80

資料來源：公司資料預估、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)	(17.3)	14.8	19.0
營業利益	872.8	(49.9)	(39.4)	9.2	42.0
稅前息前折舊攤銷前淨利	685.2	(45.6)	(23.6)	(11.4)	34.7
稅後純益	773.1	(48.8)	(27.6)	(12.9)	33.8
調整後每股盈餘	452.4	(47.5)	(30.0)	(4.1)	33.8
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	46.6	36.3	32.4	31.1	32.8
營業利益率	33.8	19.7	14.4	13.7	16.3
稅前息前淨利率	34.0	20.0	17.2	13.7	16.3
稅前息前折舊攤銷前淨利率	35.2	22.2	20.5	15.8	17.9
稅前純益率	34.1	20.1	17.2	15.6	16.9
稅後純益率	25.6	15.6	13.2	11.0	12.4
資產報酬率	38.1	13.1	9.4	8.1	10.3
股東權益報酬率	54.0	17.0	11.2	9.7	12.6
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	39.7	20.4	17.3	20.9	22.8
淨負債權益比(%)	(36.0)	(30.9)	(9.1)	(5.7)	(6.5)
利息保障倍數 (倍)	633.7	170.6	1095.9	858.4	1757.0
流動比率 (%)	321.0	536.6	533.3	4.6	4.3
速動比率 (%)	263.0	470.9	470.7	1.1	1.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(6,264)	(6,538)	(1,934)	(1,211)	(1,468)
調整後每股淨值 (NT\$)	84.96	93.27	142.78	140.56	146.34
評價指標 (倍)					
本益比	4.9	9.4	13.4	14.0	10.5
股價自由現金流量比	8.2	5.8	11.0	17.6	15.6
股價淨值比	2.8	2.6	1.7	1.7	1.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.6	6.6	8.6	9.8	7.2
股價營收比	1.3	1.5	1.8	1.5	1.3

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  
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

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

© {2024} 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>.