

原相(3227)

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 蘇鵬翎 Chelsey Su

chelsey@masterlink.com.tw

評等

日期:	2024/8/14
目前收盤價 (NT\$):	182.5
目標價 (NT\$):	220
52 週最高最低(NT\$):	112-188
加權指數:	22027.25

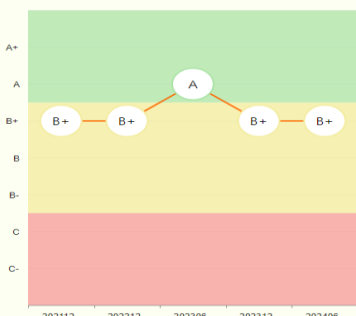
公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	1,492
市值 (NT\$/mn):	27,230
市值 (US\$/mn):	908
20 日平均成交量(仟股):	3,348
PER (2024):	15.50
PBR (2024):	2.39
外資持股比率:	27.97
TCRI	4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	2.0	19.7	18.1
加權指數報酬率	-7.9	5.0	21.7

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	N/A
目標價 (NT\$)	220	N/A
營業收入 (NT\$/mn)	8,075	N/A
毛利率 (%)	61.76	N/A
營益率 (%)	20.76	N/A
EPS (NT\$)	11.78	N/A
BVPS(NT\$)	76.4	N/A

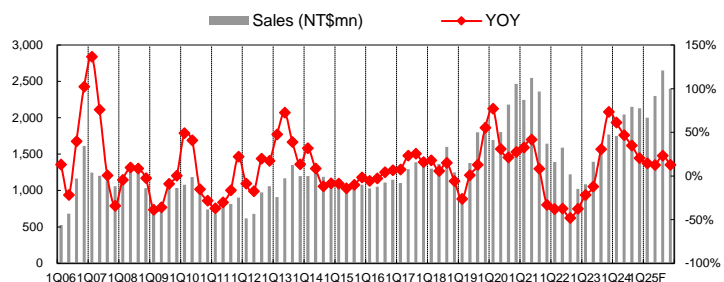
近五期TESG Rating



營業利益率快速回升，機器人相關應用機會多

- 投資評等為買進，目標價 220 元：1) 營業利益率快速提升至 22.9%；2) 市場高度期待遊戲機睽違七年的大改版刺激；3) OTS 與各式 sensor 於機器人、機器視覺相關應用機會多。
- 2Q24 營收、毛利率皆大幅優於公司目標，營業利益率快速提升：所有產品線皆成長，2Q24 營收 20.45 億元，QOQ+17%、YOY+47%。其中，滑鼠營收 QOQ+10%、遊戲機 QOQ+250%；其他包括安防 sensor、OTS 掃地機器人、心率感測，合計 QOQ+79%。電競滑鼠及遊戲機成長優於預期，產品組合提升、匯率有利、NRE 優於預期，毛利率季增 6.5 個百分點為 63.7%，優於公司目標。營業利益率季增 9.7 個百分點為 22.9%。業外獲利 8800 萬元，稅後淨利 4.87 億元，QOQ+67%、YOY+123%，EPS 3.36 元。
- 3Q24 營收指引為成長，毛利率指引降，營業利益率仍維持高檔：展望 3Q24，滑鼠、遊戲機維持穩定成長，安防成長，OTS、心率感測等其他產品各有消長。營收 QOQ 指引為個位數成長。產品組合略降，NRE 減少，毛利率指引為略降；營業費用略增，營業利益率以持平為目標。
- 長期展望：電競滑鼠與電玩遙控器為原相強項，任天堂將於 2025 年三月之前發表接替 Switch 的新機，OTS 除了穿戴裝置外，再推廣至商業用途，包括熱門的機器人。安防產品線應用多元，包括可視門鈴、機器人遠端聲控等。車用相關產品包括 CIS、OFN、Gesture 等。

Exhibit 1: 營收及 YOY



Source: Masterlink

Exhibit 2: TEGS Rating

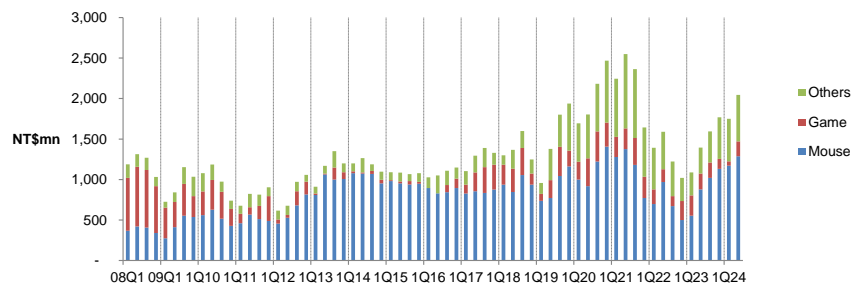


Source: TEJ

原相核心產品為 CMOS 影像感測 IC，應用領域遍及 PC、遊戲機、安防、車用、醫療等

原相主要產品線為 CMOS 影像感測器及影像應用 IC，應用產品包括光學滑鼠、遊戲機、玩具、PC/NB Camera、視訊會議系統、保全監視系統、行車紀錄器、倒車影像、手機、健康照護等應用。合併 Avago 光學滑鼠事業之後，全球市佔率快速提升至 80% 以上，產品線由中低階的有線及無線滑鼠延伸至高階的遊戲與玻璃導航滑鼠(TOG)。

Exhibit 3: 產品組合與營收表現

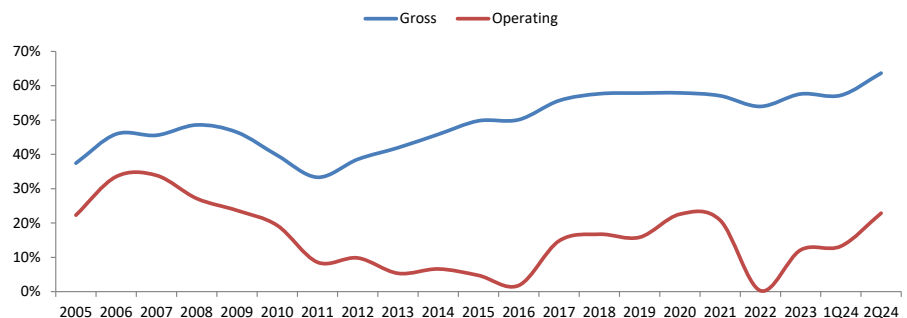


Sources: Company, MasterLink

任天堂劃時代遊戲機 Wii 造就原相第一個巔峰

2006 年任天堂推出劃時代之 Wii 遊戲機，造就原相營收與獲利分別於 2008 年與 2007 年達第一個巔峰(營收單季高峰落於 4Q16，股價巔峰落於 2007 年初)。2012 年下半年與 Avago 達成專利與技術授權合作，取得高階市場，光學滑鼠業績倍增，產品組合快速提升，毛利率由 2010 年谷底的 33% 逐年提升至 50% 之上。

Exhibit 4: 毛利率與營業利率表現

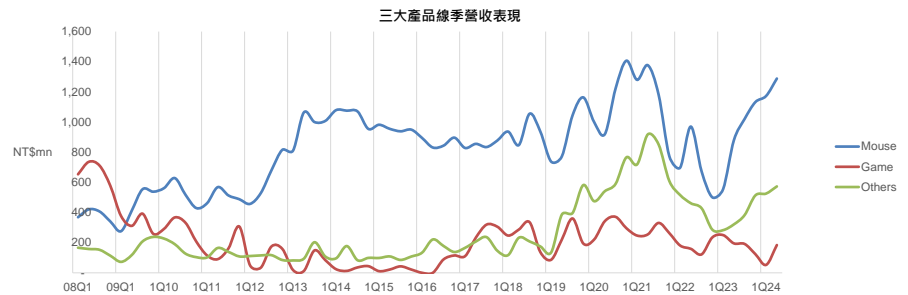


Source: Masterlink

市場高度期待 SWITCH 遊戲機大改款

2017 年任天堂再度推出熱銷遊戲機 SWITCH，支付 Avago 權利金結束，營收與毛利率續創歷史新高。2019 年 TWS 加入量產，安防、OTS 及新產品持續放大，2017~2021 年營收連續創歷史新高，且營業利率隨著營運規模提升快速提升至 20% 以上。因白牌 TWS 競爭加劇，已於 2022 年三月處分原睿。任天堂將於 2025 年三月之前發表接替 Switch 的新機，市場對睽違七年的大改款寄予高度期待。

Exhibit 5: 主力產品線營收變化



Source: MasterLink

電競滑鼠與電玩遙控器為原相強項

隨著電玩遊戲變得越來越複雜，一些頂級的遊戲搖控器製造商開始將觸控板與其旗艦機種結合，以提供玩家更便利的操控選項。原相的 CFN 電容式指尖導航 (Capacitive Finger Navigation) 或 OFN 光學式指尖導航 (Optical Finger Navigation) 技術均配備了進階的演算法，能在提高性能之餘，避免來自環境或人為的干擾，讓終極的遊戲體驗得以透過優雅的遙控外觀與便捷的開發來實現。

PPG、ECG 等多種感測器已廣泛應用於各式穿戴裝置

原相的 PPG 光體積變化描記圖法 (Photoplethysmography) 感測器採用強大的心率感測技術，讓使用者可透過電子載體或穿戴式設備，如耳塞、臂環、智能服裝、智能手錶、健康手環和智慧 PPG 手環來進行個人健康管理。ECG (Electrocardiography) 心電感測器採用高靈敏度的心電感測技術，可讓使用者透過任何設備和穿戴裝置，如智能手錶、健康手環或健康檢測戒指，測量和記錄心臟電氣活動，藉由偵測心臟電性傳導活動的異常，掌握心血管健康狀態和分辨不同的心臟疾病。

OTS 除了穿戴裝置外，再推廣至商業用途，包括熱門的機器人

光學追蹤感測 Optical Tracking Sensor (OTS) 技術已衍生出各式各樣的應用，除了廣泛運用在智能手錶和穿戴式裝置上的旋鈕軸心轉動偵測讓使用者進行各種個人化設定外，亦延伸至商業用途，如縫紉機、自動紵縫、脫毛器、皮膚護理儀等美容及個人電子產品、掃地機器人、服務型機器人、無人搬運車和其他自動移動設備。

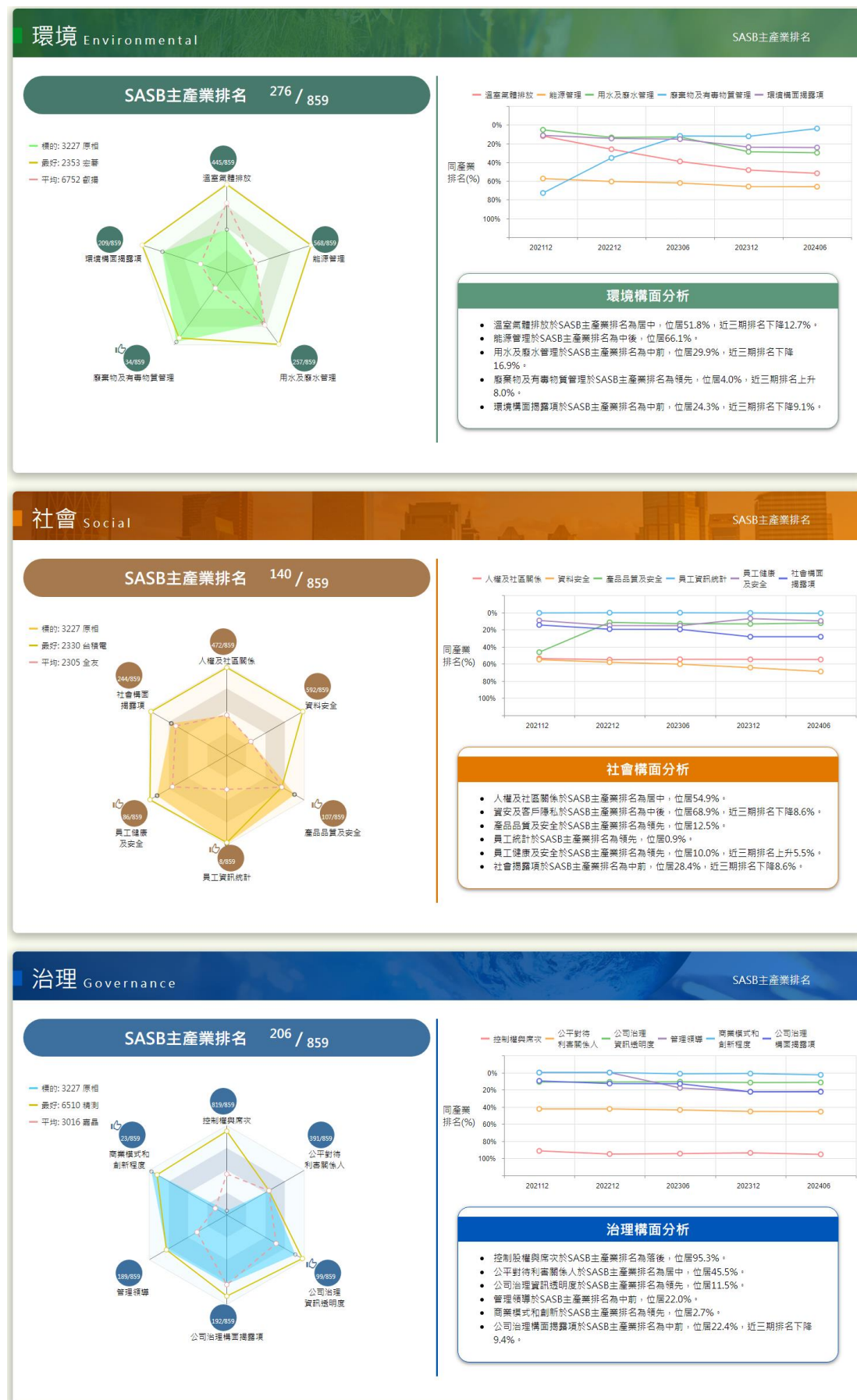
安防產品線應用多元，包括可視門鈴、機器人遠端聲控等

CCTV 監控攝影機 (close-circuit television) 具有易於安裝和價格相對便宜的特性，是迄今最常見的安防設備，最適合使用於單點監控。物聯網應用，包括智能可視門鈴、機器人的遠端聲控等。消費型產品主打運動相機，亦有實驗室器材等利基市場應用。

車用感測器已應用於停車輔助系統及車用資訊娛樂系統

原相的 PrimeSensor 高品質影像感測器能提供停車輔助系統所需的影像感測功能。提供符合 AEC-Q100 車規的各種手勢控制產品。OFN 光學手指導航 (Optical Finger Navigation) 感測器支援 2、4、8 個到多個方向的控制。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F		Year-end Dec. 31	FY20	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	5,226	5,845	8,075	9,350		Cash	3,863	4,040	5,936	8,342	
COGS	2,406	2,478	3,088	3,488		Marketable securities	651	837	837	837	
Gross profit	2,820	3,366	4,987	5,862		A/R & N/R	619	966	1,095	1,268	
Operating expense	2,815	2,663	3,308	3,519		Inventory	988	680	1,040	1,174	
Operating profit	14	708	1,676	2,342		Others	103	179	179	179	
Total non-operate. Inc.	1,080	177	274	168		Total current asset	6,224	6,703	9,087	11,801	
Pre-tax profit	1,095	885	1,950	2,510		Long-term invest.	2,334	2,513	2,513	2,513	
Total Net profit	1,038	799	1,712	2,209		Total fixed assets	806	761	808	854	
Minority	-13	0	0	0		Total other assets	565	589	589	589	
Net Profit	1,051	799	1,712	2,209		Total assets	11,284	12,176	12,998	15,757	
EPS (NT\$)	7.41	5.56	11.78	15.13							
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F		Short-term Borrow	0	0	0	0	
Sales	(40.6)	11.8	38.2	15.8		A/P & N/P	236	446	425	480	
Gross profit	(43.8)	19.4	48.1	17.6		Other current liab.	1,388	1,349	1,330	2,471	
Operating profit	(99.2)	4,821.5	136.6	39.8		Total current liab.	1,624	1,794	1,754	2,951	
Pre-tax profit	(43.2)	(19.1)	120.2	28.8		L-T borrow s	0	0	0	0	
Net profit	(33.3)	(23.9)	114.2	29.0		Other L-T liab.	335	277	277	277	
EPS	(34.7)	(25.0)	111.8	28.5		Total liability.	2,151	2,273	2,040	3,236	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F							
Gross	54.0	57.6	61.8	62.7		Common stocks	1,462	1,461	1,435	1,437	
Operating	0.3	12.1	20.8	25.1		Reserves	0	0	0	0	
EBITDA	27.3	18.7	26.2	28.6		Retain earnings	5,066	5,661	9,523	11,084	
Pre-tax	20.9	15.1	24.1	26.8		Total Equity	9,133	9,903	10,958	12,521	
Net	20.1	13.7	21.2	23.6		Total Liab. & Equity	11,284	12,176	12,998	15,757	

Comprehensive Quarterly Income Statement					Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	Year-end Dec. 31	FY20	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	1,750	2,045	2,150	2,130	Net income	1,051	799	1,712	2,209	
Gross profit	1,001	1,302	1,348	1,336	Dep & Amort	412	332	333	333	
Operating profit	232	467	492	486	Investment income	92	89	0	0	
Total non-ope inc.	101	88	42	42	Changes in W/C	95	164	-509	-252	
Pre-tax profit	333	556	534	528	Other adjustment	-669	-94	808	808	
Net profit	291	487	470	464	Cash flow – ope.	980	1,291	2,345	3,098	
EPS	2.02	3.36	3.22	3.18	Capex	-115	-46	-46	-46	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	Change in L-T inv.	586	0	0	0	
Net sales	61.0	46.6	34.9	20.4	Other adjustment	-419	-149	0	0	
Gross profit	68.1	69.8	42.5	26.2	Cash flow –inve.	52	-195	-46	-46	
Operating profit	1,370.8	444.4	107.6	31.2	Free cash flow	865	1,244	2,298	3,052	
Net profit	5,738.4	123.4	57.0	67.4	Inc. (Dec.) debt	-158	0	0	0	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	Cash dividend	-1,314	-877	-657	-646	
Net sales	(1.0)	16.8	5.2	(0.9)	Other adjustment	30	-31	0	0	
Gross profit	(5.4)	30.0	3.5	(0.9)	Cash flow –Fin.	-1,442	-908	-657	-646	
Operating profit	(37.4)	101.9	5.2	(1.2)	Exchange influence	53	-11	0	0	
Net profit	5.0	67.3	(3.6)	(1.1)	Change in Cash	1	1	1,641	2,406	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	Ratio Analysis					
Gross	57.2	63.7	62.7	62.7	Year-end Dec. 31	FY20	FY23	FY24F	FY25F	
Operating	13.2	22.9	22.9	22.8	ROA	8.47	6.82	13.60	15.37	
Net	16.6	23.8	21.8	21.8	ROE	10.87	8.40	16.41	18.82	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.