



## 研究報告

## 原相(3227.TT)

買進(維持)

TP：250

高毛利的滑鼠產品持續成長，遊戲客戶新機放量，新品貢獻增加

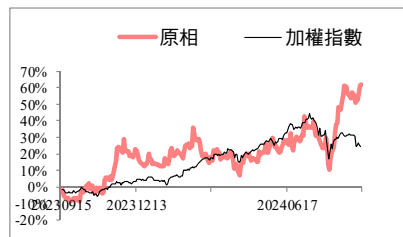
## 核心觀點

原相受惠 PC 市場成長與 AI PC 推出，帶動高毛利的主力滑鼠產品持續成長，加上遊戲客戶推出新機，與其他新品增加，上修 2025 年 EPS 為 16.48 元，維持「買進」投資評等。

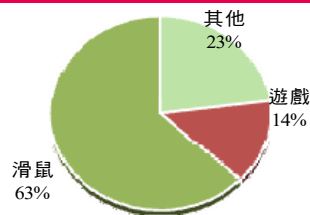
## 交易資料

收盤價	213.50
市值(億元)	309.58
流通在外股數(百萬股)	145.00
本益比(2025F)	12.95
股價淨值比	3.09
240 日股價(低/均/高)	118/158.56/225
60 日均成交額(百萬元)	822.90

## 相對報酬率



## 2025年產品比重預估



## CSR 天下永續公民獎

企業類別	2023 排名	2022 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
-	-	-	-	-	-	-	-

資料來源：天下雜誌

## 2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上櫃公司	6%至 20%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	41%至 60%

資料來源：證基會

副理：陳冠宇  
skyevo111-71448@esunsec.com.tw

## 重要訊息

原相8月營收為新台幣7.62億元，月增率0.31%，年增率47.19%。

## 玉山觀點

**受惠滑鼠與遊戲機需求持續成長，上修24Q3營收獲利。**合計7~8月營收為15.2億元，季達成率68%，優於預期。我們認為受惠各大品牌廠加大投入高毛利的電競市場，帶動主要產品線的電競滑鼠、一般滑鼠、遊戲機穩定成長，有利產品組合優化，預估24Q3營收為23.04億元，QoQ+12.7%，YoY+44.6%，毛利率63.24%，稅後EPS 3.92元。

**24Q4受惠AI PC與遊戲新作，高毛利滑鼠產品有望穩定成長。**展望24Q4，由於主要品牌廠推出新一代AI PC處理器，鎖定年底耶誕銷售商機，加上3A遊戲的黑神話：悟空熱賣，有望帶動高毛利的滑鼠在產品規格升級穩定成長，至於遊戲機部分，進入傳統淡季，預估較前季下滑，預估24Q4營收為20.9億元，QoQ-9.3%，YoY+18.1%，毛利率62.32%，稅後EPS 3.04元。

**2025年受惠PC/NB市場成長、遊戲機新品、其他新品增加。**展望2025年，我們看好PC產業庫存回到健康水位，品牌廠推出新品，AI PC滲透率有望提升至3成，加上微軟停止支援Windows 10帶動的換機潮，出貨量有望高個位數成長，其中電競PC有望連續雙位數成長，帶動高階的電競、TOG滑鼠需求持續成長，有利營收與毛利率表現；遊戲機部分，大客戶任天堂有望於明年3月前發布新的遊戲主機Switch，根據供應鏈訪談，主要組裝廠Hosiden近期開始採購生產設備與自動化系統，有望加速Switch量產速度，將添增遊戲業務成長動能；其他應用方面，消費性電子需求回溫，帶動OTS、RF、電容觸控持續成長，安防產品方面，隨4MP、5MP比重持續增加，加上機器人、自動化產業與低軌衛星需要大量光學感測器與光學編碼器晶片，原相積極送樣新品，切入AI邊緣運算，帶動安防產品出貨增加。

## 投資建議

原相受惠PC市場成長與AI PC滲透率提升，帶動高毛利的主力滑鼠產品持續成長，加上遊戲客戶推出新機，與其他新品增加，上修2025年EPS為16.48元，維持「買進」投資評等，調整目標價至250元(15倍PER\*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3(F)	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	1,750	2,045	2,304	2,090	8,190	9,583
YoY	61.03%	46.69%	44.59%	18.14%	40.14%	17.02%
毛利率	57.21%	63.65%	63.24%	62.32%	61.82%	63.19%
營益率	13.23%	22.82%	25.18%	20.67%	20.89%	25.29%
稅後淨利	291	487	568	441	1,785	2,390
EPS(元)	2.02	3.36	3.92	3.04	12.33	16.48

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4
營收	2,304	2,090	2,224	2,017	3.60	3.61
毛利	1,457	1,303	1,403	1,253	3.91	3.98
營業利益	580	432	529	386	9.59	11.94
稅前淨利	649	498	598	452	8.49	10.20
稅後淨利	568	441	523	400	8.49	10.20
每股盈餘(元)	3.92	3.04	3.61	2.76	8.49	10.20
財務比率(%)						
毛利率	63.24	62.32	63.05	62.10	0.19	0.22
營益率	25.18	20.67	23.80	19.13	1.38	1.54
淨利率	28.16	23.81	26.89	22.39	1.27	1.43

資料來源：玉山投顧(2024/09)

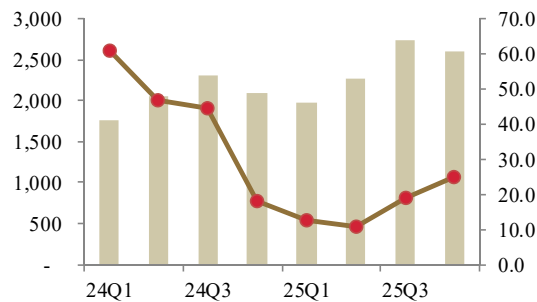
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	1,750	2,045	2,304	2,090	8,190	1,974	2,266	2,737	2,606	9,583
營業毛利	1,001	1,302	1,457	1,303	5,063	1,199	1,449	1,761	1,647	6,056
營業費用	770	835	877	871	3,353	855	890	960	927	3,632
營業利益	232	467	580	432	1,711	343	559	801	720	2,423
淨業外收支	101	89	69	66	325	76	75	71	82	305
稅前淨利	333	556	649	498	2,036	420	634	873	803	2,728
稅後淨利	291	487	568	441	1,785	366	552	763	708	2,390
EPS(元)	2.02	3.36	3.92	3.04	12.33	2.52	3.81	5.27	4.88	16.48
財務比率										
毛利率	57.21	63.65	63.24	62.32	61.82	60.73	63.94	64.34	63.19	63.19
營業利益率	13.23	22.82	25.18	20.67	20.89	17.39	24.65	29.27	27.64	25.29
稅前淨利率	19.03	27.19	28.16	23.81	24.86	21.26	27.96	31.88	30.79	28.47
YoY(%)										
營業收入	61.03	46.69	44.59	18.14	40.14	12.78	10.80	18.77	24.71	17.02
營業毛利	68.20	69.76	54.14	23.08	50.42	19.71	11.31	20.82	26.44	19.60
營業利益	1,352.09	440.37	144.79	16.68	141.04	48.25	19.69	38.07	66.74	41.68
稅前淨利	5,720.16	140.99	92.19	58.78	129.36	25.99	13.94	34.47	61.23	34.02
稅後淨利	6,105.8	123.14	90.02	58.78	123.46	25.96	13.55	34.47	60.68	33.85
QoQ(%)										
營業收入	(1.07)	16.84	12.69	(9.30)		(5.56)	14.80	20.79	(4.77)	
營業毛利	(5.38)	29.99	11.96	(10.62)		(7.98)	20.87	21.53	(6.46)	
營業利益	(37.46)	101.49	24.33	(25.53)		(20.53)	62.68	43.43	(10.08)	
稅前淨利	6.25	66.94	16.69	(23.29)		(15.69)	50.97	37.72	(8.03)	
稅後淨利	4.72	67.48	16.69	(22.41)		(16.93)	50.97	38.19	(7.29)	

資料來源：玉山投顧(2024/09)

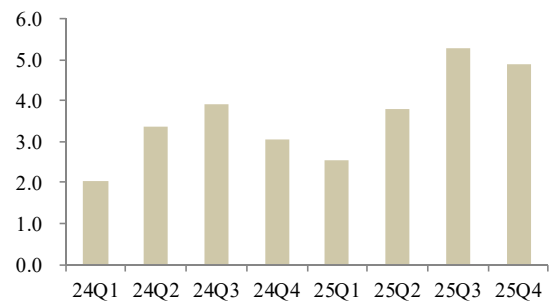
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



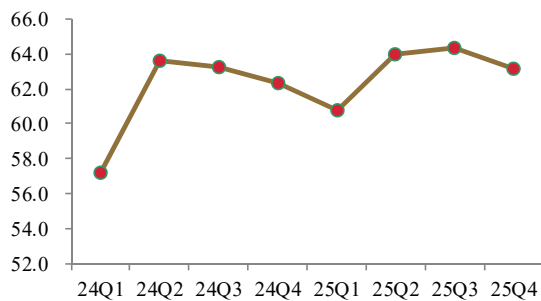
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



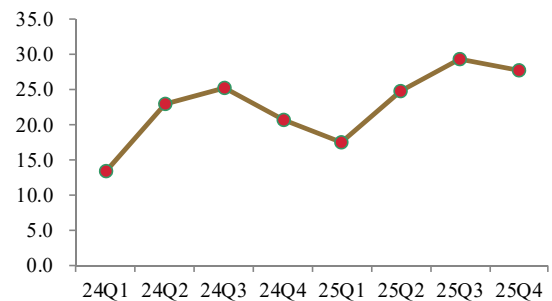
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



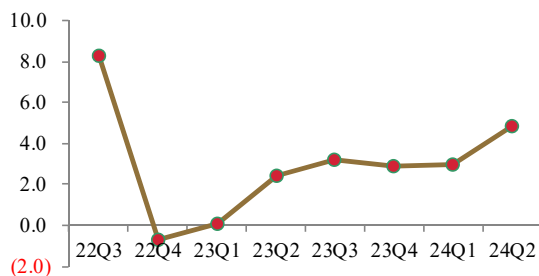
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



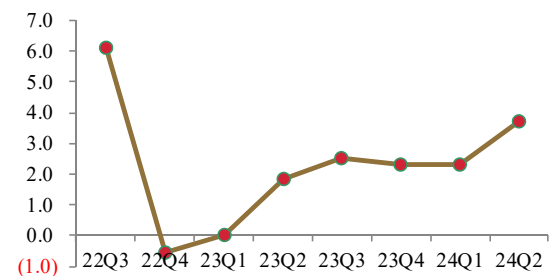
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2024/09)

**年損益表** 單位:百萬元

	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	5,226	5,845	8,190	9,583
營業成本	2,406	2,478	3,127	3,528
營業毛利	2,820	3,366	5,063	6,056
營業費用	2,810	2,669	3,353	3,632
營業利益	14	708	1,711	2,423
營業外收支淨額	1,080	177	325	305
稅前淨利	1,095	885	2,036	2,728
稅後淨利	1,051	799	1,785	2,390
普通股股本	1,462	1,461	1,450	1,450
EPS(元)	7.41	5.57	12.33	16.48
年成長率				
營收	-40.6%	11.8%	40.1%	17.0%
營業利益	-99.2%	4821.5%	141.4%	41.7%
稅前淨利	-43.2%	-19.1%	130.0%	34.0%
母公司稅後淨利	-33.3%	-23.9%	123.3%	33.8%
獲利能力比率				
毛利率	54.0%	57.6%	61.8%	63.2%
營業利益率	0.3%	12.1%	20.9%	25.3%
稅前淨利率	20.9%	15.1%	24.9%	28.5%
稅後淨利率	20.1%	13.7%	21.8%	24.9%

**資產負債表** 單位:百萬元

	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	6,240	6,719	7,783	8,620
現金及約當現金	3,863	4,040	4,444	4,888
存貨	988	680	954	1,116
應收帳款及票據	619	966	1,353	1,584
其他流動資產	770	1,033	1,033	1,033
長期投資	432	345	345	345
固定資產	806	761	759	758
其他長期資產	3,815	4,359	4,359	4,359
資產總額	11,284	12,176	13,238	14,074
流動負債	1,661	1,842	3,432	3,889
應付帳款及票據	236	446	624	731
短期借款	0	0	0	0
什項負債	1,425	1,396	2,602	2,948
非流動負債	489	431	388	335
負債總額	2,151	2,273	3,820	4,225
普通股股本	1,462	1,461	1,450	1,450
資本公積	2,867	2,870	2,870	2,870
保留盈餘	4,759	4,746	5,098	5,572
股東權益總額	9,133	9,903	9,417	9,850

**現金流量表** 單位:百萬元

	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	1,095	885	2,036	2,728
折舊及攤提費用	327	326	396	400
本期營運資金變動	(346)	(47)	(482)	(286)
其他項目	(781)	126	176	206
營運活動之現金流量	295	1,291	2,126	3,048
資本支出	(71)	(38)	(93)	(100)
本期長期投資變動	(16)	0	0	0
其他項目	419	(157)	(988)	(1,071)
投資活動之現金流量	333	(195)	(1,082)	(1,171)
短期借款及票券變動	(203)	0	0	0
舉措/償還長期借款	0	0	0	0
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	(1,314)	(877)	(641)	(1,433)
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	(1,514)	(908)	(641)	(1,433)
匯率影響數	59	(11)	0	0
本期現金流量	(827)	177	404	444
期末現金及約當現金	3,863	4,040	4,444	4,888

**重要財務比率**

	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	19.1%	18.7%	28.9%	30.0%
槓桿比率	23.6%	23.0%	40.6%	42.9%
流動比率	375.6%	364.8%	226.8%	221.6%
速動比率	316.1%	327.9%	199.0%	192.9%
存貨週轉率(次)	2.36	2.97	3.83	3.41
存貨週轉天數	152.22	121.19	94.07	105.58
應收帳款週轉率(次)	1.36	1.74	7.06	6.53
應收帳款週轉天數	51.27	56.92	50.97	55.16
總資產週轉率(次)	0.46	0.48	0.62	0.68
淨值週轉率(次)	0.57	0.59	0.87	0.97
股東權益報酬率	10.9%	8.4%	18.5%	24.8%
總資產報酬率	8.4%	6.8%	14.1%	17.5%
OCF/流動負債	13.2%	73.7%	80.6%	83.3%
每股比率				
每股淨值(元)	62.97	71.25	64.95	67.93
每股營收(元)	35.75	40.01	56.48	66.09
每股盈餘(元)	7.41	5.57	12.33	16.48
每股現金股利(元)	6.00	4.52	10.10	13.50
現金股利配發率	81.0%	81.0%	81.9%	81.9%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站( [www.esunconsulting.com.tw](http://www.esunconsulting.com.tw) )取閱。

### 研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

### 免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

### 智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

### CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

#### 【天下永續100強】

邀請過去3年內（2020-2022年）有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數，並於4組中各選出首次入榜且名次最佳者1席為當年度「新秀獎」。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法