

天鈺 (4961 TT) Fitipower

明年 ESL 規模有望遠超預期，獲利改善僅在初期

評等：買進

目標價 (12 個月)：NT\$330.0

收盤價 (2024/11/08)：NT\$249.0

隱含漲幅：32.5%

交易資料表

市值	NT\$30,200百萬元
外資持股比率	19.8%
董監持股比率	1.0%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$130.88

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	19,351	23,368
EPS (元)	25.38	17.77	16.59	22.35
EPS YoY (%)	-47.5	-30.0	-6.7	34.8
本益比 (倍)	9.8	14.0	15.0	11.1
股價淨值比 (倍)	2.7	1.7	1.9	1.8
ROE (%)	17.0	11.2	9.7	13.1
現金殖利率 (%)	3.4%	4.3%	3.3%	4.5%

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

事件

天鈺舉行法說會，釋出第三季財報結果及未來營運看法。

評論

3Q24 EPS 符合預期，然產品組合不利使本業獲利低於預期 12%

3Q24 天鈺 EPS 符合預期，然本業低於預期 12%，主因低毛利之 Mobile IC 營收比重季增 12 個百分點至 43%，產品組合轉差下，使毛利率季減 2.6 個百分點/年減 5.4 個百分點至 28.1%，觀察各產品線：1) **Mobile IC (營收比重 43%)**：季增 46%/年增 105%，受惠於平板與手機 TDDI 市占率提升；2) **LMDDI (營收比重 26%)**：季減 15%/年減 30%，主因 TV 需求放緩；3) **Other semi (營收比重 21%)**：季減 14%/年增 104%，主因 ESL 動能有所放緩；4) **PMIC (營收比重 10%)**：季減 3%/年減 13%，仍受大尺寸需求疲弱影響，抵銷 EPD PMIC 之強勁動能。

4Q24 產品組合將有所改善，預估獲利季增 2%

本中心估 4Q24 營收季持平/年增 40.6%，主要動能來自 1) 歐美廠商 E5 ESL 需求增溫；2) 家電去舊換新政策驅動 TV DDI 急單增加。毛利率方面，估季增 2.4 /年減 3.3 個百分點至 30.5%，係因 Other semi (後簡稱 OS) 及 LMDDI 將驅動產品組合改善。預估本業季增 13.8%/年增 21%至 7 億元，預估 EPS 達 4.3 元，季增 2%/年減 3%。

明年 ESL 規模有望遠超預期，獲利改善僅在初期

展望未來，公司指出 1) 明年各產品線出貨成長排序為：ESL>OS 之其他產品 (如 TCON、Sensor) >其他產品線；2) 大型連鎖客戶將導入 E5 ESL，**整體 ESL 產業規模將高於過往數年**，且本中心觀察其他同業在 E5 ESL Driver IC 驗證仍相對落後，因此重申**初次報告**論點，**天鈺將為 E5 換代需求下最大受惠者**，並帶動中長期獲利改善。此外，OS 中 Full-HD 120Hz TCON 逐步放量並將於後續切入高階 TV 市場，中長期估 OS 業務佔整體營收將達 30%，因此本中心認為目前獲利改善僅處於初期階段。

中長期獲利改善趨勢不變，重申買進評等

儘管產品組合不利短期獲利表現，然基於 1) 公司於 E5 ESL 具有領先地位；評估 OS 業務帶動獲利改善趨勢不變，因此重申買進評等，目標價 330 元，係根據目標本益比 15 倍、2025 年預估 EPS 22.4 元。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	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	5,307	5.7%	25.1%	5,307	5,307	0.0%	0.0%
營業毛利	1,419	1,543	1,490	-3.4%	4.9%	1,584	1,621	-6.0%	-8.1%
營業利益	650	705	619	-12.2%	-4.9%	706	755	-12.3%	-18.0%
稅前利益	797	844	787	-6.7%	-1.2%	744	817	5.8%	-3.6%
稅後淨利	611	594	508	-14.5%	-17.0%	510	596	-0.4%	-14.8%
調整後 EPS (元)	5.05	4.91	4.20	-14.5%	-17.0%	4.21	4.93	-0.4%	-14.8%
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%	28.1%	-2.6	-5.4	29.8%	30.5%	-1.7	-2.4
營業利益率	15.3%	14.0%	11.7%	-2.3	-3.6	13.3%	14.2%	-1.6	-2.5
稅後純益率	14.4%	11.8%	9.6%	-2.2	-4.8	9.6%	11.2%	0.0	-1.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	3,767	5,307	5,298	-0.2%	40.6%	5,298	5,129	0.0%	3.3%
營業毛利	1,273	1,490	1,615	8.4%	26.9%	1,615	1,588	0.0%	1.7%
營業利益	581	619	704	13.8%	21.1%	704	735	0.0%	-4.1%
稅前利益	680	787	743	-5.6%	9.1%	743	802	0.0%	-7.4%
稅後淨利	536	508	519	2.2%	-3.3%	519	594	0.0%	-12.7%
調整後 EPS (元)	4.43	4.20	4.29	2.2%	-3.3%	4.29	4.91	0.0%	-12.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	33.8%	28.1%	30.5%	2.4	-3.3	30.5%	31.0%	0.0	-0.5
營業利益率	15.4%	11.7%	13.3%	1.6	-2.1	13.3%	14.3%	0.0	-1.0
稅後純益率	14.2%	9.6%	9.8%	0.2	-4.4	9.8%	11.6%	0.0	-1.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

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 仁愛路三段 157 號 4 樓