



研究報告

玉晶光(3406.TT)

買進(維持)

TP：580

2025年新產品數量與鏡頭升級相比2024年增加

核心觀點

2025年新產品數量與鏡頭升級相比2024年增加，因iPhone新機初期買氣不佳，下修2024/2025年EPS至37.55/38.65元，看好明年AI換機潮，且公司市佔率提升，投資評等維持「買進」

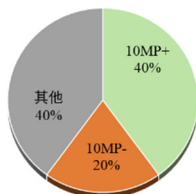
交易資料

收盤價	445.00
市值(億元)	501.50
流通在外股數(百萬股)	112.70
本益比(2025F)	11.51
股價淨值比	1.93
240日股價(低/均/高)	384/478.79/682
60日均成交額(百萬元)	793.90

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
上市公司	81%至100%
項目二	評鑑結果排名
市值100億元以上之電子類	61%至100%

資料來源：證基會

研究員：蔡博任
pojen-71579@esunsec.com.tw

重要訊息

公司召開法說會，更新營運近況。

玉山觀點

24Q3獲利優於預期。24Q3營收為75億元，季增50%，年減15%，營收相比去年同期下滑，主因去年公司為VR產品進行貼合與組裝，今年新產品則無組裝收入，且潛望式鏡頭營收貢獻遞延一季，毛利率37.62%，費用控管得宜，費用率下降至10.9%，營業利益為20億元，季增85%，年減9%，EPS為12.22元，優於預期。

iPhone新機零組件出貨高峰已過，預估24Q4營收下滑。10月營收19.7億元，月減24%，年減22%，預估24Q4 iPhone出貨量為7,700萬支，季增38%，年減4%，雖然iPhone出貨量進入全年高峰，惟鏡頭屬於上游零組件，故出貨高峰已過，預估24Q4營收為59億元，季減22%，年減14%，因初次生產潛望式鏡頭，參考鏡頭龍頭廠商去年生產經驗，預估毛利率下降至34%，EPS為6.82元。

2025年新產品數量與鏡頭升級相比2024年增加。Apple Intelligence AI功能10月底僅先於美國推出英文版，今年底開放澳洲、加拿大、紐西蘭、南非、英國等地，明年才會有中國、日本、法國、西班牙等地區，我們認為影響部分初期的買氣，估計AI所帶動的換機潮明年才會較為明顯，目前AI功能僅支援搭載A17 Pro(iPhone 15 Pro以上機種)，下半年iPhone 16新機備貨量下修至8,400萬支。明年上半年iPhone SE新機將支援AI功能，下半年iPhone 17將推出Slim超薄版本，全系列前鏡頭升級至2,400萬畫素，Pro系列潛望式鏡頭升級4,800萬畫素，估計玉晶光供貨比重將由今年小於5%上升至15%。

投資建議

2025年新產品數量與鏡頭升級相比2024年增加，因iPhone新機初期買氣不佳，下修2024/2025年EPS至37.55/38.65元，看好明年AI換機潮，且公司市佔率提升，投資評等維持「買進」，目標價580元(2025EPS*15倍PER)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	5,236	4,987	7,493	5,882	23,599	25,465
YoY	57.36%	87.06%	-15.36%	-13.84%	8.88%	7.91%
毛利率	36.71%	36.75%	37.62%	34.12%	36.36%	36.43%
營益率	21.92%	21.71%	26.69%	18.14%	22.45%	23.21%
稅後淨利	1,088	1,000	1,378	769	4,234	4,358
EPS(元)	9.65	8.87	12.22	6.82	37.55	38.65

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	7,493	5,882	8,229	6,830	(8.94)	(13.87)
毛利	2,819	2,007	2,843	2,361	(0.85)	(15.00)
營業利益	2,000	1,067	1,793	1,266	11.53	(15.72)
稅前淨利	1,902	1,067	1,803	1,276	5.51	(16.38)
稅後淨利	1,378	769	1,318	933	4.53	(17.58)
每股盈餘(元)	12.22	6.82	11.69	8.27	4.53	(17.58)
財務比率(%)						
毛利率	37.62	34.12	34.55	34.57	8.88	(1.30)
營益率	26.69	18.14	21.79	18.54	22.48	(2.15)
淨利率	25.39	18.14	21.91	18.68	15.86	(2.91)

資料來源：玉山投顧(2024/11)

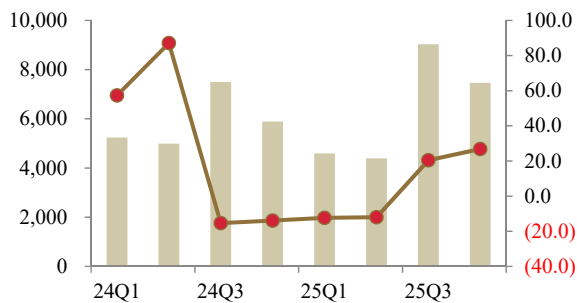
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	5,236	4,987	7,493	5,882	23,599	4,592	4,389	9,023	7,461	25,465
營業毛利	1,922	1,833	2,819	2,007	8,581	1,590	1,518	3,475	2,694	9,276
營業費用	774	750	819	940	3,284	700	730	950	985	3,365
營業利益	1,148	1,083	2,000	1,067	5,297	890	788	2,525	1,709	5,911
淨業外收支	364	291	(97)	0	557	0	0	0	0	0
稅前淨利	1,512	1,373	1,902	1,067	5,854	890	788	2,525	1,709	5,911
稅後淨利	1,088	1,000	1,378	769	4,234	652	588	1,859	1,259	4,358
EPS(元)	9.65	8.87	12.22	6.82	37.55	5.79	5.21	16.49	11.16	38.65
財務比率										
毛利率	36.71	36.75	37.62	34.12	36.36	34.62	34.58	38.51	36.11	36.43
營業利益率	21.92	21.71	26.69	18.14	22.45	19.38	17.95	27.98	22.91	23.21
稅前淨利率	28.87	27.53	25.39	18.14	24.81	19.38	17.95	27.98	22.91	23.21
YoY(%)										
營業收入	57.36	87.06	(15.36)	(13.84)	8.88	(12.31)	(12.00)	20.42	26.84	7.91
營業毛利	84.91	128.27	(9.16)	(27.94)	11.00	(17.30)	(17.20)	23.27	34.24	8.11
營業利益	384.35	-	(9.38)	(41.64)	28.23	(22.49)	(27.24)	26.26	60.18	11.60
稅前淨利	375.18	1,258.88	(21.67)	(35.31)	30.16	(41.14)	(42.64)	32.73	60.18	0.98
稅後淨利	358.2	793.30	(12.20)	(33.37)	37.79	(40.01)	(41.20)	34.92	63.66	2.92
QoQ(%)										
營業收入	(23.31)	(4.75)	50.25	(21.50)		(21.94)	(4.42)	105.60	(17.31)	
營業毛利	(30.99)	(4.65)	53.80	(28.80)		(20.80)	(4.53)	128.97	(22.47)	
營業利益	(37.23)	(5.68)	84.73	(46.64)		(16.62)	(11.47)	220.56	(32.30)	
稅前淨利	(8.37)	(9.16)	38.55	(43.91)		(16.62)	(11.47)	220.56	(32.30)	
稅後淨利	(5.77)	(8.08)	37.84	(44.19)		(15.15)	(9.91)	216.29	(32.30)	

資料來源：玉山投顧(2024/11)

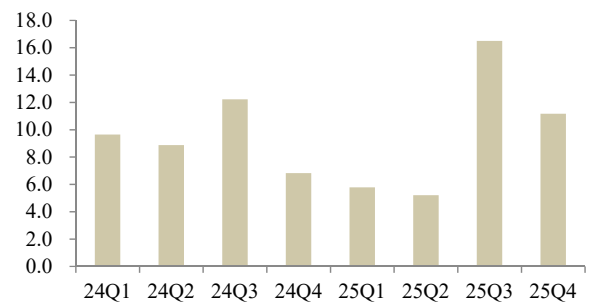
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



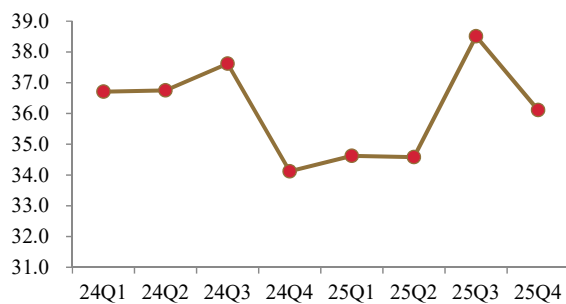
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



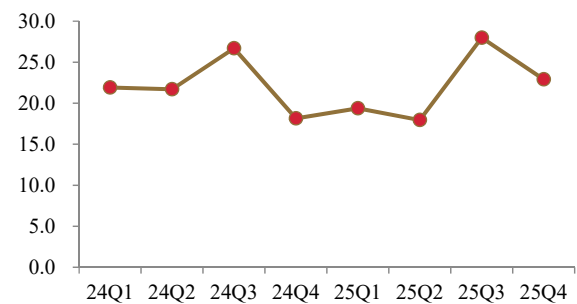
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



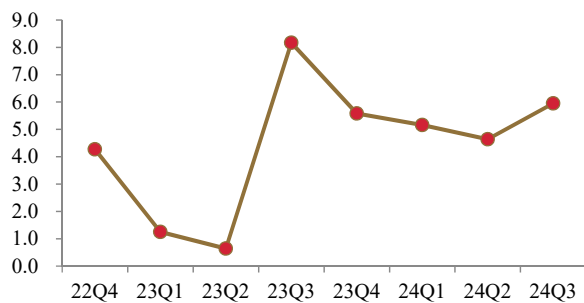
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



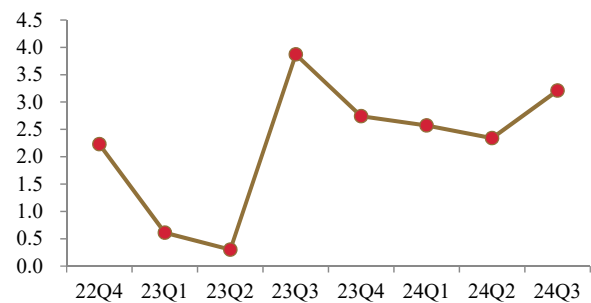
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季末年化)



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(2024/11)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	19,215	21,675	23,599	25,465
營業成本	11,546	13,944	15,018	16,189
營業毛利	7,670	7,731	8,581	9,276
營業費用	3,741	3,600	3,284	3,365
營業利益	3,928	4,131	5,297	5,911
營業外收支淨額	461	367	557	0
稅前淨利	4,390	4,497	5,854	5,911
稅後淨利	3,274	3,073	4,234	4,358
普通股股本	1,127	1,127	1,127	1,127
EPS(元)	29.04	27.25	37.55	38.65
年成長率				
營收	14.8%	12.8%	8.9%	7.9%
營業利益	30.3%	5.2%	28.2%	11.6%
稅前淨利	37.9%	2.5%	30.2%	1.0%
母公司稅後淨利	42.5%	-6.1%	37.8%	2.9%
獲利能力比率				
毛利率	39.9%	35.7%	36.4%	36.4%
營業利益率	20.4%	19.1%	22.4%	23.2%
稅前淨利率	22.8%	20.7%	24.8%	23.2%
稅後淨利率	17.0%	14.2%	17.9%	17.1%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	13,189	16,780	18,406	21,576
現金及約當現金	4,505	8,714	9,488	11,774
存貨	3,346	1,746	2,091	2482
應收帳款及票據	4,415	5,718	6,225	6,718
其他流動資產	923	602	602	602
長期投資	0	0	0	0
固定資產	18,992	21,143	20,276	19,071
其他長期資產	5,996	3,925	3,925	3,925
資產總額	38,177	41,848	42,608	44,572
流動負債	8,665	9,930	9,190	9,917
應付帳款及票據	1,490	1,077	1,172	1,265
短期借款	1,848	3,082	3,356	3,621
什項負債	5,327	5,771	5,341	5,764
非流動負債	9,833	10,822	9,913	8,711
負債總額	18,499	20,752	19,103	18,628
普通股股本	1,127	1,127	1,127	1,127
資本公積	9,240	9,240	9,240	9,240
保留盈餘	9,405	11,124	13,494	15,933
股東權益總額	19,716	21,127	23,505	25,944

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	4,390	4,497	5,854	5,911
折舊及攤提費用	3,252	3,779	3,867	4,205
本期營運資金變動	-524	-566	-757	-791
其他項目	-80	909	990	1,068
營運活動之現金流量	7,038	8,619	9,954	10,394
資本支出	-5,722	-4,083	-3,000	-3,000
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-1,694	-383	-4,191	-2,308
投資活動之現金流量	-7,415	-4,467	-7,191	-5,308
短期借款及票券變動	-447	1,234	274	265
舉措/償還長期借款	2,325	626	-909	-1,201
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	-908	-1,360	-1,353	-1,864
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	734	160	-1,989	-2,800
匯率影響數	29	-103	0	0
本期現金流量	385	4,209	774	2,286
期末現金及約當現金	4,505	8,714	9,488	11,774

重要財務比率	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	48.5%	49.6%	44.8%	41.8%
槓桿比率	93.8%	98.2%	81.3%	71.8%
流動比率	152.2%	169.0%	200.3%	217.6%
速動比率	113.6%	151.4%	177.5%	192.5%
存貨週轉率(次)	4.56	5.48	7.83	7.08
存貨週轉天數	78.93	65.73	45.99	50.85
應收帳款週轉率(次)	3.28	3.70	3.95	3.93
應收帳款週轉天數	86.72	86.12	91.10	91.49
總資產週轉率(次)	0.50	0.52	0.55	0.57
淨值週轉率(次)	0.97	1.03	1.00	0.98
股東權益報酬率	17.8%	15.1%	19.0%	17.6%
總資產報酬率	9.5%	7.7%	10.0%	10.0%
OCF/流動負債	86.7%	92.7%	104.1%	108.8%
每股比率				
每股淨值(元)	174.94	187.46	208.49	230.12
每股營收(元)	170.47	192.25	209.32	225.87
每股盈餘(元)	29.04	27.25	37.55	38.65
每股現金股利(元)	12.00	12.00	16.54	17.02
現金股利配發率	41.3%	44.0%	44.0%	44.0%

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)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