

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價	224.00 元
目標價	
3 個月	265.00 元
12 個月	265.00 元

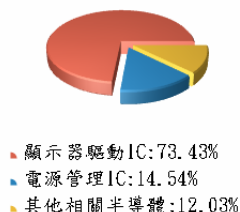
## 近期報告日期、評等及前日股價

2024/08/12	Trading Buy	238.5
2024/05/13	Buy	267.0
2024/05/02	Buy	246.0
2024/02/21	Trading Buy	254.5
2023/11/06	Trading Buy	268.5

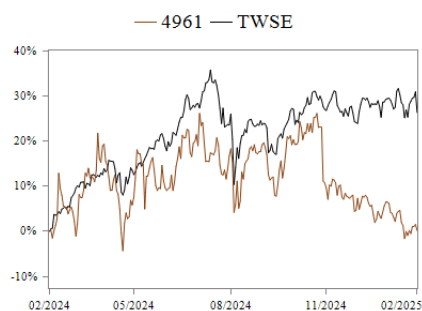
## 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,213
市值(億元)	272
目前每股淨值(元)	144.65
外資持股比(%)	18.00
投信持股比(%)	12.69
董監持股比(%)	1.03
融資餘額(張)	1,656
現金股息配發率(F)(%)	67.95

## 產品組合



## 股價相對大盤走勢



## 天鈺(4961 TT)

Buy

非 DDIC 產品出貨強，調升至 Buy，目標價 265 元。

**投資建議：**天鈺主要營收來源還是來自顯示器驅動 IC，但公司期望透過分散產品線與技術升級，降低單一市場波動風險，發展電子紙、車用等未來成長性佳的領域建立競爭優勢。電源管理方面，全球電源管理 IC 需求每年穩定成長，應用層面廣泛，公司每季都有新產品推出，包括應用於 BLDC 直流無刷馬達的電源管理 IC，且開拓印度市場，擴大非消費性電子的營收貢獻。小尺寸則受惠手機 OLED 量產出貨，營收在 2024 年明顯增加。EPD 和 ESL 出貨量動能持續，市佔率穩坐第一，目前 E5 ESL 出貨佔比達 70%，大型零售業者持續導入，為 E6 奠定客戶基礎，天鈺 3Q24 E6 規格進入開發，2025 年有機會量產。預估天鈺 2025 年稅後 EPS 21.87 元。總體經濟因素的干擾仍在，需求處於中性水準，但非驅動 IC 的產品營運佳，新產品持續推出，和晶圓代工成本下滑，帶動天鈺營運向上，因此調升至 Buy，目標價 265 元。

**天鈺 3Q24 稅後 EPS 4.18 元：**3Q24 主要成長動力為 mobile IC，天鈺 3Q24 營收 53.07 億元，QoQ+5.66%，3Q24 產品比重，大/中尺寸顯示器驅動 IC 約佔 26.08%、電源管理 IC 約佔 10.30%、小尺寸顯示器驅動 IC 約佔 42.88%、其他相關半導體約佔 20.69%。毛利率方面，產品組合的變化，mobile IC 佔營收比重提升，使天鈺 3Q24 毛利率下滑 2.65 個百分點至 28.07%，業外收益 1 億元，天鈺 2Q24 稅後 EPS 4.18 元。

**預估 4Q24 稅後 EPS 4.67 元：**4Q24 各個產線方面，其他產品線 T-CON/EPD/ESL 等會最好，ESL 因客戶對四色產品接受度增加，維持不錯成長，消費性電子回溫力道不足，且步入消費淡季，TV，筆記型電腦、IT Monitor 下滑。另外，AMOLED Driver IC 營收貢獻持續向上，雖然景氣溫溫，但庫存水位健康。4Q24 毛利率方面，DDIC 不分應用，毛利率和 ASP 的壓力都非常大，不過公司持續有新產品推出，包括電源管理 IC 等等，希望毛利率能維持，預估天鈺 4Q24 稅後 EPS 4.67 元。2024 年稅後 EPS 16.92 元。預估 payout ratio 70%。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	19,225	22,747	24,406	3,767	3,723	5,023	5,307	5,171	4,982	5,450	6,207	6,108
營業毛利淨額	5,585	6,664	6,685	1,273	1,114	1,543	1,490	1,439	1,419	1,597	1,846	1,802
營業利益	2,281	2,788	2,268	581	383	705	619	575	528	681	803	776
稅後純益	2,052	2,652	2,071	536	384	594	508	566	519	653	750	730
稅後 EPS(元)	16.92	21.86	17.07	4.42	3.17	4.90	4.18	4.67	4.28	5.38	6.18	6.02
毛利率(%)	29.05%	29.30%	27.39%	33.78%	29.93%	30.71%	28.07%	27.82%	28.49%	29.30%	29.74%	29.50%
營業利益率(%)	11.87%	12.26%	9.29%	15.43%	10.28%	14.03%	11.66%	11.12%	10.59%	12.50%	12.94%	12.70%
稅後純益率(%)	10.67%	11.66%	8.48%	14.23%	10.32%	11.83%	9.56%	10.95%	10.42%	11.98%	12.08%	11.96%
營業收入 YoY/QoQ(%)	18.04%	18.32%	7.30%	-11.18%	-1.18%	34.92%	5.66%	-2.56%	-3.67%	9.39%	13.90%	-1.59%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-4.57%	29.22%	-21.91%	-12.29%	-28.35%	54.63%	-14.54%	11.55%	-8.30%	25.68%	14.86%	-2.57%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 12.13 億元計算。

## 天鈺 ESG：

2021 年是天鈺永續元年，規畫一系列政策，從環境、社會、公司經營達成公司永續(sustainability)發展。公司的永續使命可分為 6 項，價值共創：秉持永續經營理念，透過管理、行銷、高新技術上的創新，持續提升公司市場競爭力，提供兼具社會福祉、環境保護之高新技術產品服務，貫徹天鈺品牌願景「Drive your heart, Power your life」。

**責任共擔：**在恪遵各地法規及落實誠信經營的前提，持續提升營運風險／機會之評估及應對，優化外部溝通管道，建立便利、迅速、準確且安全的資訊網，進行有效的利害關係人溝通與議合，培養企業永續發展應具備的核心素質與態度。

**夥伴共榮：**產品於售後服務、品質與安全方面，能獲得客戶及使用者的滿意及肯定；在發展員工人權、誠信道德及環境保護等永續議題上，更進一步要求至供應鏈，建立經濟、社會與環境相互依存的永續夥伴關係。效的利害關係人溝通與議合，培養企業永續發展應具備的核心素質與態度。

**環境共生：**因應氣候變遷等國際環境議題的挑戰，以綠色創新視野，提升營運時資源利用及污染防治能力，致力推動綠色辦公與綠色製造，於產品生命週期中，減少對環境的衝擊，發展公司綠色經濟的契機。

**勞資共好：**確保員工受到尊重並享有尊嚴，落實員工關懷並提供員工優質、安全及健康的工作環境，重視人才管理與員工關懷，吸引全球優秀人才攜手成長。

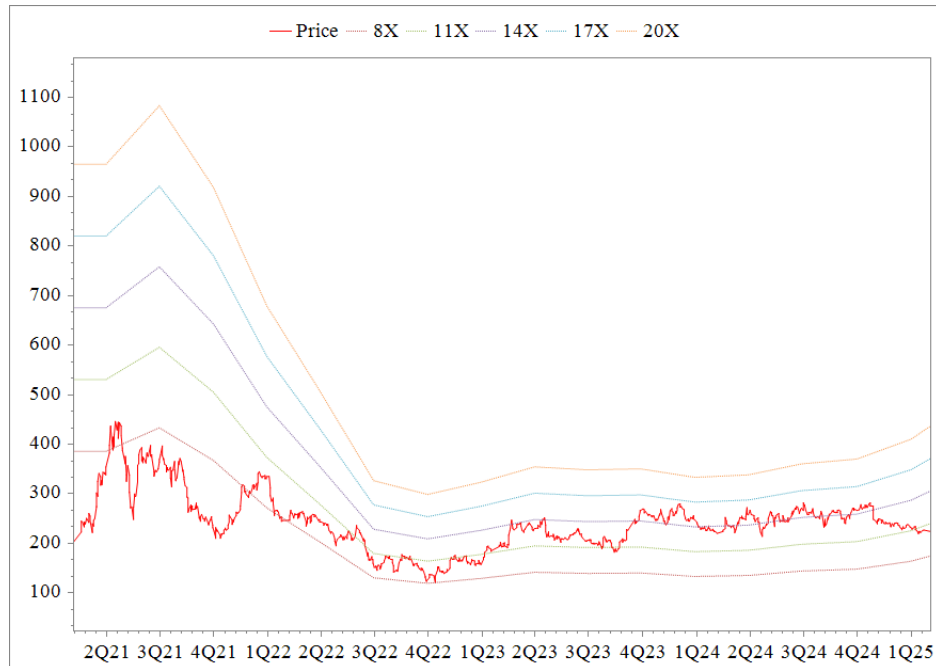
**社會共融：**結合公司與同仁資源，積極投入弱勢關懷、種子培育等社會回饋活動，發揮企業影響，促進和諧共融社會。天鈺參與《e 啟讀出未來》，與桃園市政府、元太科技及各個電子紙生態圈的夥伴共襄盛舉，響應聯合國永續發展目標(SDGs)。

## 圖一、天鈺 ESG Performance Highlights



資料來源：天鈺，群益預估彙整

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

5

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F	(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	25,455	24,872	26,546	28,047	28,778	<b>營業收入淨額</b>	19,680	16,287	19,225	22,747	24,406
流動資產	21,818	17,308	21,607	23,455	23,727	營業成本	12,535	11,004	13,639	16,083	17,721
現金及約當現金	6,759	1,934	4,801	4,059	4,665	<b>營業毛利淨額</b>	7,145	5,282	5,585	6,664	6,685
應收帳款與票據	2,659	2,297	3,193	3,617	4,063	營業費用	3,276	2,936	3,304	3,876	4,418
存貨	2,507	1,946	2,592	2,539	4,207	<b>營業利益</b>	3,869	2,346	2,281	2,788	2,268
採權益法之投資	--	--	0	0	0	<b>EBITDA</b>	4,287	3,117	3,403	3,761	3,061
不動產、廠房設備	1,055	1,029	1,035	1,015	1,048	業外收入及支出	3	233	555	407	227
<b>負債總計</b>	<b>4,312</b>	<b>3,676</b>	<b>4,205</b>	<b>4,449</b>	<b>4,565</b>	稅前純益	3,956	2,802	2,837	3,195	2,495
流動負債	4,066	3,246	3,521	3,838	3,630	所得稅	687	435	403	543	424
應付帳款及票據	1,892	1,830	2,027	1,994	1,806	稅後純益	3,070	2,150	2,052	2,652	2,071
非流動負債	246	430	487	447	959	稅後 EPS(元)	25.31	17.73	16.92	21.86	17.07
<b>權益總計</b>	21,144	21,196	22,340	23,598	24,213	完全稀釋 EPS**	25.32	17.73	16.92	21.86	17.07
普通股股本	<b>1,865</b>	<b>1,213</b>	<b>1,213</b>	<b>1,213</b>	<b>1,213</b>	註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。					
保留盈餘	6,952	7,520	8,664	9,921	10,537	註 2：稅後 EPS 以股本 12.13【最新股本】億元計算					
母公司業主權益	17,395	17,319	18,080	19,338	19,953	註 3：完全稀釋 EPS 以股本 12.136 億元計算					
<b>負債及權益總計</b>	<b>25,455</b>	<b>24,872</b>	<b>26,546</b>	<b>28,047</b>	<b>28,778</b>						

## 比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	-13.94%	-17.25%	18.04%	18.32%	7.30%
營業毛利淨額	-33.00%	-26.07%	5.73%	19.31%	0.32%
營業利益	-49.87%	-39.36%	-2.75%	22.19%	-18.65%
稅後純益	-47.54%	-29.97%	-4.57%	29.22%	-21.91%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	36.31%	32.43%	29.05%	29.30%	27.39%
EBITDA(%)	21.78%	19.14%	17.70%	16.53%	12.54%
營益率	19.66%	14.40%	11.87%	12.26%	9.29%
稅後純益率	15.60%	13.20%	10.67%	11.66%	8.48%
總資產報酬率	12.06%	8.65%	7.73%	9.45%	7.20%
股東權益報酬率	14.52%	10.14%	9.19%	11.24%	8.55%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	16.94%	14.78%	15.84%	15.86%	15.86%
負債/淨值比(%)	20.39%	17.34%	18.82%	18.85%	18.85%
流動比率(%)	536.63%	533.27%	613.64%	611.18%	653.68%

## 其他比率分析

存貨天數	85.10	73.85	60.71	58.22	69.47
應收帳款天數	71.25	55.54	52.12	54.64	57.42

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	5,637	3,012	2,215	1,399	3,091
稅前純益	3,956	2,802	2,837	3,195	2,495
折舊及攤銷	392	535	535	477	469
營運資金變動	1,653	861	-1,345	-404	-2,302
其他營運現金	-365	-1,186	188	-1,869	2,428
<b>投資活動現金</b>	-5,811	-5,394	-2,405	-5,159	-5,555
資本支出淨額	-668	-378	-519	-523	-522
長期投資變動	-3,726	-6,644	-4,517	-4,962	-4,606
其他投資現金	-1,416	1,628	2,632	327	-426
<b>籌資活動現金</b>	-278	-2,281	3,056	3,019	3,070
長借/公司債變動	0	0	56	-39	512
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-3,165	-1,582	-1,290	-1,394	-1,455
其他籌資現金	2,887	-698	4,290	4,453	4,013
<b>淨現金流量</b>	-283	-4,825	2,867	-742	606
<b>期初現金</b>	7,042	6,759	1,934	4,801	4,059
<b>期末現金</b>	6,759	1,934	4,801	4,059	4,665

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 4 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	4,242	3,767	3,723	5,023	5,307	5,171	4,982	5,450	6,207	6,108	5,296	5,986
營業成本	2,822	2,495	2,609	3,480	3,818	3,733	3,562	3,853	4,361	4,306	3,819	4,347
營業毛利淨額	1,419	1,273	1,114	1,543	1,490	1,439	1,419	1,597	1,846	1,802	1,477	1,639
營業費用	769	691	731	838	871	864	892	916	1,043	1,026	959	1,083
營業利益	650	581	383	705	619	575	528	681	803	776	518	556
業外收入及支出	146	99	141	139	168	107	98	105	100	104	58	55
稅前純益	797	680	524	844	787	682	626	786	903	880	576	611
所得稅	136	68	75	110	103	116	106	134	154	150	98	104
稅後純益	611	536	384	594	508	566	519	653	750	730	478	507
最新股本	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213
稅後EPS(元)	5.04	4.42	3.17	4.90	4.18	4.67	4.28	5.38	6.18	6.02	3.94	4.18

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	33.47%	33.78%	29.93%	30.71%	28.07%	27.82%	28.49%	29.30%	29.74%	29.50%	27.88%	27.38%
營業利益率(%)	15.33%	15.43%	10.28%	14.03%	11.66%	11.12%	10.59%	12.50%	12.94%	12.70%	9.78%	9.28%
稅後純益率(%)	14.41%	14.23%	10.32%	11.83%	9.56%	10.95%	10.42%	11.98%	12.08%	11.96%	9.03%	8.47%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-2.29%	-11.18%	-1.18%	34.92%	5.66%	-2.56%	-3.67%	9.39%	13.90%	-1.59%	-13.30%	13.03%
營業利益	4.37%	-10.60%	-34.15%	84.03%	-12.19%	-7.03%	-8.28%	29.13%	17.88%	-3.38%	-33.24%	7.26%
稅前純益	1.93%	-14.57%	-23.00%	61.01%	-6.72%	-13.32%	-8.30%	25.68%	14.86%	-2.57%	-34.54%	6.01%
稅後純益	4.96%	-12.29%	-28.35%	54.63%	-14.54%	11.55%	-8.30%	25.68%	14.86%	-2.57%	-34.54%	6.01%

## YoY(%)

營業收入淨額	1.19%	-8.78%	-5.43%	15.71%	25.13%	37.27%	33.81%	8.49%	16.95%	18.12%	6.31%	9.85%
營業利益	44.28%	75.84%	-22.05%	13.08%	-4.86%	-1.07%	37.79%	-3.31%	29.79%	34.89%	-1.82%	-18.44%
稅前純益	36.01%	108.14%	-3.54%	7.96%	-1.20%	0.25%	19.38%	-6.81%	14.74%	28.98%	-7.93%	-22.34%
稅後純益	32.54%	53.83%	-8.63%	2.00%	-16.95%	5.61%	35.16%	9.86%	47.66%	28.97%	-7.93%	-22.34%

註1：稅後EPS以股本12.13億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。