

2025 年 2 月 14 日

研究員：莊禮誠 dan.chuang@cim.capital.com.tw

前日收盤價	254.00 元
目標價	
3 個月	280.00 元
12 個月	280.00 元

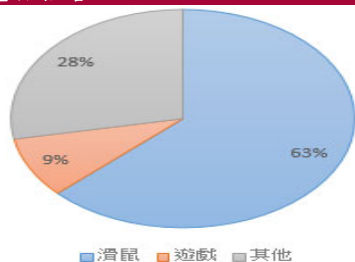
近期報告日期、評等及前日股價

11/15/2024	Neutral	
11/08/2024	Trading Buy	259.00

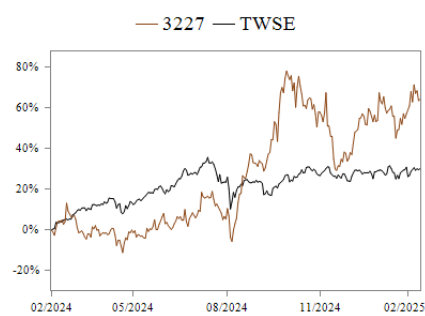
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,492
市值(億元)	379
目前每股淨值(元)	74.31
外資持股比(%)	29.96
投信持股比(%)	9.95
董監持股比(%)	7.38
融資餘額(張)	5,316
現金股息配發率(F)(%)	48.24

產品組合



股價相對大盤走勢



原相(3227 TT)

Trading Buy

原相將受惠於遊戲機客戶推出新機，評等為 Trading Buy。

投資建議：2024 年獲利明顯成長，未來具有多項成長動能，電競滑鼠占比增加，遊戲機客戶推出新機，原相將受惠，投資建議為 Trading Buy。

4Q24 營收季增：4Q24 營收 23.03 億元，QoQ+1.72%；稅後純益 5.58 億元，QoQ+16.50%；稅後 EPS 3.74 元。營收季增主因為滑鼠、遊戲機出貨比當初預估的好；業外貢獻主因為美金升值造成的匯兌利益。

1Q25 淡季不淡：1Q25 營收目標持穩 4Q24、毛利率季減至 62~63%、費用也估季減、淨利率與 4Q24 相當。電競滑鼠營收會降低、非電競滑鼠增加、遊戲機營收增加、其他產品持穩。

遊戲機 1Q25 營收將季增：遊戲機客戶預計 2025 年推出新機，原相表示 1Q25 遊戲機營收將季增，會配合客戶拉貨，其餘資訊不透露，像是新舊產品差異，ASP、全年出貨量...等。

2025 年費用看增：2025 年全年營收展望、毛利率、營益率皆無明確指引，但 2025 年費用會年增、用在人員調薪、產品開發，增加幅度不會太大，毛利率持穩。群益預估 2025 全年營收 91.98 億元，YoY+10.00%；稅後純益 20.19 億元，YoY+11.20%；稅後 EPS 13.53 元。

原相看好滑鼠業務在 2025 的營運：

原相表示，滑鼠需求佳，看好電競市場長期發展，電競人口也在成長；研調機構預估 2025 年 PC/NB 出貨量會增加，對於非電競滑鼠的業績也會有幫助。其他產品像是工控感測器，2024/2025 年也成長。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	8,362	9,198	9,658	1,769	1,750	2,045	2,264	2,303	2,303	2,086	2,340	2,470
營業毛利淨額	5,187	5,809	6,177	1,058	1,001	1,302	1,421	1,463	1,437	1,294	1,487	1,591
營業利益	1,757	2,193	2,402	370	232	467	544	514	541	451	564	638
稅後純益	1,815	2,019	2,178	277	291	487	479	558	518	414	505	582
稅後 EPS(元)	12.17	13.53	14.60	1.86	1.95	3.26	3.21	3.74	3.47	2.77	3.38	3.90
毛利率(%)	62.03%	63.15%	63.95%	59.83%	57.21%	63.67%	62.75%	63.53%	62.41%	62.02%	63.55%	64.41%
營業利益率(%)	21.01%	23.84%	24.87%	20.92%	13.23%	22.86%	24.04%	22.32%	23.48%	21.62%	24.09%	25.82%
稅後純益率(%)	21.71%	21.94%	22.55%	15.68%	16.63%	23.82%	21.15%	24.23%	22.50%	19.82%	21.56%	23.58%
營業收入 YoY/QoQ(%)	43.08%	10.00%	5.00%	10.96%	-1.04%	16.81%	10.74%	1.72%	-0.02%	-9.41%	12.19%	5.53%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	127.07%	11.20%	7.90%	-7.23%	4.97%	67.29%	-1.67%	16.50%	-7.17%	-20.17%	22.04%	15.39%

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 14.92 億元計算。

ESG：

環境保護：原相科技致力於綠色產品的設計研發、製造生產及銷售，所有的產品除了符合國內環保相關法令之外，更符合歐盟規定及其他相關國際標準，如 RoHS、REACH 及無鹵素產品等。未來除了將持續達成符合法令規定及客戶要求之外，更期許超越國際規定為目標，以期共同負起企業社會與環境責任。

社會責任：公司同仁多數來自外地，為了一圓異鄉遊子對媽媽的想念，同時秉持社會關懷、讓愛加乘的企業 DNA，2023 年原相科技和臺中市身心障礙者福利關懷協會轄下的微笑天使烘焙坊合作，由同仁自主訂購公益蛋糕傳情予媽媽、婆婆、岳母，為鼓勵同仁踴躍參與，同仁每訂購一個蛋糕，公司就加乘撥款捐贈予微笑天使烘焙坊做為獎助學金，鼓勵身心障礙大朋友並為他們帶來更多就業希望。

公司治理：原相科技堅持營運透明，提升資訊透明度，注重股東權益、落實平等對待股東，並相信健全及有效率之董事會是優良公司治理之基礎。在此原則下，強化董事會結構與運作，授權其下設立審計委員會、薪酬委員會等功能性委員會，分別協助董事會履行期監督管理職責。各委員會的組織章程皆經董事會核准，且各委員會的主席定期向董事會報告其活動及決議。

公司簡介：

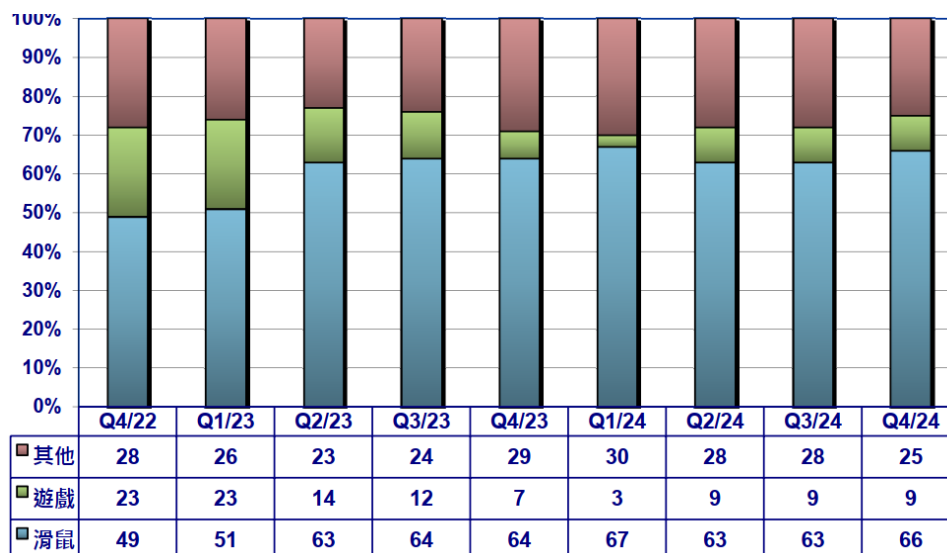
原相成立於 1998 年，為數位影像 IC 設計公司。原相主要致力於 CMOS 影像感測器以及影像應用 IC 的設計，已是全球 CMOS 影像感測器的領導廠商之一，是國內唯一可自主開發完整 CMOS Sensor 晶片及相關應用 SoC 單晶片之本土公司。

聯電(2303 TT)持股原相約 1%。

原相目前投片主要是在 8 吋廠，也有 12 吋。

營收占比 產品別：

原相不透露電競滑鼠、非電競滑鼠占比，也不透露產品毛利率區間。



2025 年 2 月 14 日

資料來源：公司，群益投顧彙整。

4Q24 營收季增：

4Q24 營收 23.03 億元，QoQ+1.72%；稅後純益 5.58 億元，QoQ+16.50%；稅後 EPS 3.74 元。營收季增主因為滑鼠、遊戲機出貨比當初預估的好；業外貢獻主因為美金升值造成的匯兌利益。

1Q25 淡季不淡：

1Q25 營收目標持穩 4Q24、毛利率季減至 62~63%、費用也估季減、淨利率與 4Q24 相當。電競滑鼠營收會降低、非電競滑鼠增加、遊戲機營收增加、其他產品持穩。

遊戲機 1Q25 營收將季增：

遊戲機客戶預計 2025 年推出新機，原相表示 1Q25 遊戲機營收將季增，會配合客戶拉貨，其餘資訊不透露，像是新舊產品差異，ASP、全年出貨量…等。

2025 年費用看增：

2025 年全年營收展望、毛利率、營益率皆無明確指引，但 2025 年費用會年增、用在人員調薪、產品開發，增加幅度不會太大，毛利率持穩。

群益預估 2025 全年營收 91.98 億元，YoY+10.00%；稅後純益 20.19 億元，YoY+11.20%；稅後 EPS 13.53 元。

原相看好滑鼠業務在 2025 的營運：

原相表示，滑鼠需求佳，看好電競市場長期發展，電競人口也在成長；研調機構預估 2025 年 PC/NB 出貨量會增加，對於非電競滑鼠的業績也會有幫助。其他產品像是工控感測器，2024/2025 年也成長。

車用已有實績：

原相的車用產品有打入一級車廠，出貨量有持續增加，2025 年應該也有機會再成長，但營收占比不高。

原相未來具有多種成長動能：

原相看好天光的短波紅外線的技術、光感測，產品應用包含太陽能，希望雙方可以多合作，增加商業化的機會，短期間應該看不到綜效。認列天光報表後，原相的費用約增加低個位數百分比。

機器人部分，原相之前有表示，貢獻業績需要時間。機器人會用到感測的技術，原相會持續關注市場發展，爭取應用的地方。Design-in 需時間，短期不會貢獻明顯業績。

AI 部分，原相會著重在邊緣運算的 AI 應用場景，原相可以提供人機介面的感測器，目前正在推廣，等有明確進展再跟大家說明。

車用感測器部分，營收占比較低，業績有持續在增加，design-in 需要花比較多的時間，原相會持續努力。

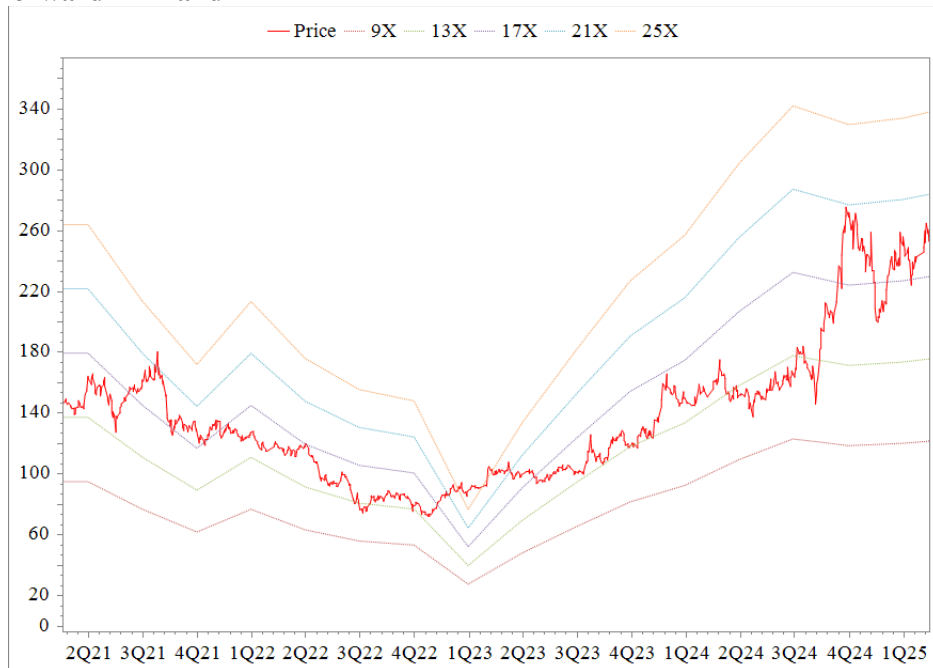
太空產業，原相也有投入相關資源在研發感測器，但無法作太多說明。

其他補充：

盈餘配發率朝 80%規劃。

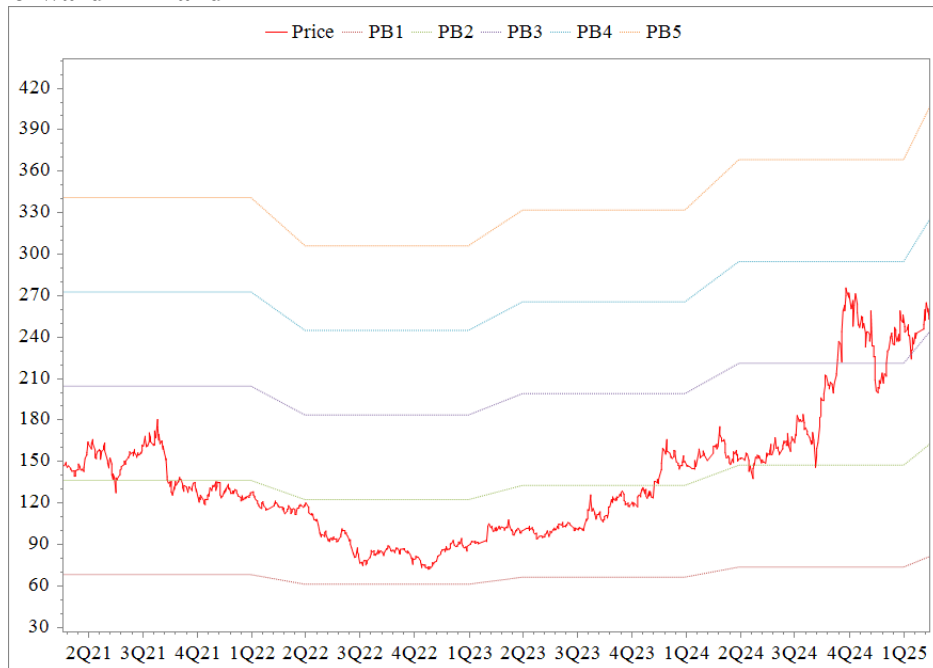
4Q24 現金與約當現金約 49 億元，原相目前沒有規劃，就保留在帳上。

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。

2025 年 2 月 14 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	11,284	12,176	13,558	14,931	16,347
流動資產	6,240	6,719	8,643	9,527	8,034
現金及約當現金	3,863	4,040	5,271	5,774	4,884
應收帳款與票據	619	966	1,337	1,199	1,458
存貨	988	680	1,031	778	1,092
採權益法之投資	432	345	305	341	555
不動產、廠房設備	806	761	761	761	761
負債總計	2,151	2,273	2,584	2,822	2,948
流動負債	1,661	1,842	2,031	2,132	1,805
應付帳款及票據	236	446	540	513	555
非流動負債	489	431	459	623	1,033
權益總計	9,133	9,903	10,973	12,108	13,399
普通股股本	1,462	1,461	1,461	1,461	1,461
保留盈餘	4,759	4,746	5,816	6,951	8,242
母公司業主權益	9,133	9,903	10,994	12,137	13,439
負債及權益總計	11,284	12,176	13,558	14,931	16,347

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	5,226	5,845	8,362	9,198	9,658
營業成本	2,406	2,478	3,175	3,390	3,482
營業毛利淨額	2,820	3,366	5,187	5,809	6,177
營業費用	2,810	2,669	3,462	3,616	3,774
營業利益	14	708	1,757	2,193	2,402
EBITDA	1,371	1,092	1,480	1,543	1,600
業外收入及支出	1,025	53	289	102	71
稅前純益	1,095	885	2,047	2,295	2,473
所得稅	57	86	253	285	307
稅後純益	1,051	799	1,815	2,019	2,178
稅後 EPS(元)	7.04	5.36	12.17	13.53	14.60
完全稀釋 EPS**	7.04	5.36	12.17	13.53	14.60

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 14.92【最新股本】億元計算。

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 14.92 億元計算。

比率分析

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

成長力分析(%)

營業收入淨額	-40.62%	11.84%	43.08%	10.00%	5.00%
營業毛利淨額	-43.85%	19.36%	54.09%	11.98%	6.34%
營業利益	-99.21%	4821.50%	148.04%	24.80%	9.54%
稅後純益	-33.32%	-23.92%	127.07%	11.20%	7.90%

獲利能力分析(%)

毛利率	53.97%	57.60%	62.03%	63.15%	63.95%
EBITDA(%)	26.23%	18.68%	17.70%	16.77%	16.57%
營益率	0.28%	12.12%	21.01%	23.84%	24.87%
稅後純益率	20.11%	13.68%	21.71%	21.94%	22.55%
總資產報酬率	9.31%	6.57%	13.39%	13.52%	13.32%
股東權益報酬率	11.51%	8.07%	16.54%	16.67%	16.25%

償債能力檢視

負債比率(%)	19.06%	18.67%	19.06%	18.90%	18.03%
負債/淨值比(%)	23.55%	22.95%	23.55%	23.31%	22.00%
流動比率(%)	375.56%	364.82%	425.51%	446.79%	445.00%

其他比率分析

存貨天數	154.33	122.87	98.39	97.40	98.00
應收帳款天數	55.78	49.48	50.25	50.30	50.20

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	295	1,291	1,854	2,327	3,060
稅前純益	1,095	885	2,047	2,295	2,473
折舊及攤銷	327	326	310	311	311
營運資金變動	-42	170	-628	365	-532
其他營運現金	-1,085	-91	124	-644	807
投資活動現金	333	-195	453	-504	-2,745
資本支出淨額	-77	-46	-50	-50	-50
長期投資變動	460	75	0	0	0
其他投資現金	-50	-224	503	-454	-2,695
籌資活動現金	-1,514	-908	-1,075	-1,320	-1,205
長借/公司債變動	0	0	27	163	410
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-1,314	-877	-724	-876	-876
其他籌資現金	-201	-31	-379	-608	-740
淨現金流量	-827	177	1,231	503	-890
期初現金	4,690	3,863	4,040	5,271	5,774
期末現金	3,863	4,040	5,271	5,774	4,884

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 14 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	1,594	1,769	1,750	2,045	2,264	2,303	2,303	2,086	2,340	2,470	2,229	2,272
營業成本	648	711	749	743	843	840	866	792	853	879	822	839
營業毛利淨額	946	1,058	1,001	1,302	1,421	1,463	1,437	1,294	1,487	1,591	1,407	1,433
營業費用	709	699	770	834	909	949	896	843	924	953	888	900
營業利益	237	370	232	467	544	514	541	451	564	638	519	533
業外收入及支出	101	-57	101	88	-11	111	50	18	10	24	18	13
稅前純益	338	313	333	556	533	626	591	469	574	662	537	545
所得稅	39	35	42	69	66	77	74	57	71	82	66	67
稅後純益	299	277	291	487	479	558	518	414	505	582	473	481
最新股本	1,492	1,492	1,492	1,492	1,492	1,492	1,492	1,492	1,492	1,492	1,492	1,492
稅後EPS(元)	2.00	1.86	1.95	3.26	3.21	3.74	3.47	2.77	3.38	3.90	3.17	3.22

獲利能力(%)

毛利率(%)	59.33%	59.83%	57.21%	63.67%	62.75%	63.53%	62.41%	62.02%	63.55%	64.41%	63.13%	63.06%
營業利益率(%)	14.85%	20.92%	13.23%	22.86%	24.04%	22.32%	23.48%	21.62%	24.09%	25.82%	23.30%	23.44%
稅後純益率(%)	18.76%	15.68%	16.63%	23.82%	21.15%	24.23%	22.50%	19.82%	21.56%	23.58%	21.24%	21.17%

QoQ(%)

營業收入淨額	14.32%	10.96%	-1.04%	16.81%	10.74%	1.72%	-0.02%	-9.41%	12.19%	5.53%	-9.74%	1.91%
營業利益	175.74%	56.31%	-37.44%	101.90%	16.43%	-5.55%	5.19%	-16.58%	24.97%	13.12%	-18.53%	2.54%
稅前純益	47.14%	-7.49%	6.45%	66.92%	-4.10%	17.37%	-5.57%	-20.61%	22.32%	15.38%	-18.84%	1.54%
稅後純益	37.11%	-7.23%	4.97%	67.29%	-1.67%	16.50%	-7.17%	-20.17%	22.04%	15.39%	-18.69%	1.59%

YoY(%)

營業收入淨額	30.43%	73.26%	61.02%	46.62%	42.03%	30.20%	31.55%	2.02%	3.36%	7.24%	-3.19%	8.91%
營業利益	N.A	4996.14%	1370.85%	444.41%	129.86%	38.89%	133.53%	-3.52%	3.57%	24.04%	-3.93%	18.09%
稅前純益	-53.16%	N.A	6886.51%	141.87%	57.64%	100.01%	77.43%	-15.61%	7.64%	5.81%	-9.07%	16.29%
稅後純益	-58.74%	N.A	5738.44%	123.37%	60.20%	101.18%	77.91%	-15.10%	5.36%	4.36%	-8.60%	16.32%

註1：稅後EPS以股本14.92億元計算。

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。